

公司研究

血糖管理板块增速亮眼，国内出海双轮驱动

——鱼跃医疗（002223.SZ）2024 年报和 2025 年一季报点评

要点

事件：公司发布 2024 年报和 2025 年一季报，24 年公司实现营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润 75.66/18.06/13.93 亿元，同比下降 5.09%/24.63%/24.12%；25Q1 公司实现营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润 24.36/6.25/5.13 亿元，同比变动+9.17%/-5.26%/-6.91%，业绩基本符合市场预期。

点评：

品牌影响力持续提升，血糖管理板块表现亮眼。公司 24 年各业务线进展顺利，其中呼吸治疗板块受到上年同期社会公共需求波动影响收入有所下降。24 年呼吸治疗解决方案实现收入 25.97 亿元（YOY-22.42%）；糖尿病护理板块收入 10.30 亿元（YOY+40.20%），CGM 产品加速更新迭代；家用健康监测板块收入 15.64 亿元（YOY-0.41%），其中电子血压计在现有规模下仍实现同比双位数增长；临床器械及康复解决方案板块收入 20.93 亿元（YOY+0.24%）；急救品类收入实现了高速增长，自主研发的 AED 产品获证并实现进一步技术升级。此外，公司海外业务加强属地化建设，海外收入 9.49 亿元（YOY+30.42%），正在加快海外国家核心产品的注册导入。

研发投入持续强劲，国补有望持续拉动增长。24 年毛利率同比下降 1.35pcts 至 50.14%，主要是受到 23 年同期社会公共需求波动产生的业务结构差异影响所致，若 24 年毛利率与 22 年相比则提升 2.01pcts。公司持续加大研发投入，注重研发团队的优化建设，强化销售、管理费用管控及财务资源利用，整体费用变动趋势较好，但受营收同比下滑影响，24 年期间费用率同比有所上升。24 年销售费用率 17.99%，同比提升 4.22pcts；研发费用率 7.23%，同比提升 0.90pcts；管理费用率 5.66%，同比提升 0.50pcts。整体来看，国内市场消费趋势逐步恢复，国补在线上力度较大，尤其对呼吸机、制氧机等大件产品支持力度较高，有望拉动公司家用医疗器械类产品销售增长。

盈利预测、估值与评级：整体来看，公司坚持聚焦三大核心赛道业务，管理逐步改善，随着研发投入和技术创新，核心业务在国内和全球市场都具备竞争力，我们基本维持 25~26 年归母净利润预测为 23.22/27.03 亿元，新增 27 年归母净利润预测为 29.87 亿元。公司现有业务增长潜力较大、品牌影响力逐步确立、在研产品梯队有序，维持“买入”评级。

风险提示：销售不及预期、研发进度不及预期、管理风险等。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	7,972	7,566	8,881	10,056	11,437
营业收入增长率	12.25%	-5.09%	17.39%	13.23%	13.74%
归母净利润（百万元）	2,396	1,806	2,322	2,703	2,987
归母净利润增长率	50.21%	-24.63%	28.57%	16.44%	10.50%
EPS（元）	2.39	1.80	2.32	2.70	2.98
ROE（归属母公司）（摊薄）	20.37%	14.40%	16.06%	16.24%	15.70%
P/E	14	18	14	12	11
P/B	2.8	2.7	2.3	2.0	1.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-25

买入（维持）

当前价：33.21 元

作者

分析师：王明瑞

执业证书编号：S0930520080004

021-52523867

wangmingrui@ebsec.com

分析师：吴佳青

执业证书编号：S0930519120001

021-52523697

wujiaqing@ebsec.com

分析师：叶思奥

市场数据

总股本(亿股)	10.02
总市值(亿元)	332.92
一年最低/最高(元)	29.72/41.61
近 3 月换手率	50.75%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-3.74	-6.52	-12.29
绝对	-7.44	-7.31	-7.79

资料来源：Wind

相关研报

Q3 单季收入增速回正，核心业务份额持续提升——鱼跃医疗（002223.SZ）2024 三季报点评（2024-10-28）
业务回归常态化，基数影响表现增速——鱼跃医疗（002223.SZ）2024 半年报点评（2024-08-25）
业绩符合预期，国内出海双轮驱动——鱼跃医疗（002223.SZ）2023 年报和 2024 年一季报点评（2024-04-28）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	7,972	7,566	8,881	10,056	11,437
营业成本	3,867	3,772	4,326	4,872	5,472
折旧和摊销	207	213	220	239	257
税金及附加	81	74	87	99	113
销售费用	1,098	1,361	1,332	1,478	1,648
管理费用	411	428	488	553	629
研发费用	504	547	622	654	743
财务费用	-157	-236	-124	-118	-112
投资收益	143	23	23	23	23
营业利润	2,893	1,932	2,484	2,893	3,196
利润总额	2,849	1,933	2,485	2,894	3,198
所得税	472	129	165	192	213
净利润	2,376	1,804	2,320	2,702	2,985
少数股东损益	-19	-1	-2	-2	-2
归属母公司净利润	2,396	1,806	2,322	2,703	2,987
EPS(元)	2.39	1.80	2.32	2.70	2.98

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,127	1,816	2,280	2,761	3,058
净利润	2,396	1,806	2,322	2,703	2,987
折旧摊销	207	213	220	239	257
净营运资金增加	162	72	26	27	28
其他	-638	-274	-288	-209	-213
投资活动产生现金流	1,735	-25	-277	-257	-257
净资本支出	-101	-124	-280	-280	-280
长期投资变化	226	65	0	0	0
其他资产变化	1,610	33	3	23	23
融资活动现金流	-1,465	-2,399	-277	-398	-489
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-873	-1,187	0	0	0
无息负债变化	-103	126	-19	294	325
净现金流	2,421	-592	1,726	2,106	2,312

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	51.5%	50.1%	51.3%	51.5%	52.2%
EBITDA 率	30.8%	26.8%	28.8%	29.7%	29.0%
EBIT 率	27.8%	23.5%	26.3%	27.4%	26.8%
税前净利润率	35.7%	25.5%	28.0%	28.8%	28.0%
归母净利润率	30.1%	23.9%	26.1%	26.9%	26.1%
ROA	14.9%	11.5%	13.2%	13.5%	13.1%
ROE (摊薄)	20.4%	14.4%	16.1%	16.2%	15.7%
经营性 ROIC	34.2%	30.5%	37.0%	41.5%	43.9%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	25%	19%	17%	16%	16%
流动比率	3.27	3.44	4.14	4.55	4.91
速动比率	2.77	2.90	3.54	3.93	4.28
归母权益/有息债务	9.72	538.44	620.94	714.91	817.42
有形资产/有息债务	11.69	595.24	679.74	780.74	892.17

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	15,967	15,646	17,546	20,026	22,736
货币资金	7,215	6,619	8,345	10,451	12,763
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	448	715	840	951	1,081
应收票据	0	27	6	7	8
其他应收款 (合计)	24	23	34	38	44
存货	1,412	1,440	1,652	1,860	2,089
其他流动资产	212	333	333	333	333
流动资产合计	9,385	9,259	11,307	13,744	16,429
其他权益工具	1,603	1,791	1,791	1,791	1,791
长期股权投资	226	65	65	65	65
固定资产	1,974	1,956	1,859	1,759	1,656
在建工程	111	4	15	23	30
无形资产	511	492	633	760	874
商誉	1,107	1,084	1,084	1,084	1,084
其他非流动资产	40	29	29	29	29
非流动资产合计	6,582	6,387	6,239	6,282	6,307
总负债	4,052	2,992	2,972	3,266	3,592
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1,136	1,226	1,405	1,583	1,778
应付票据	275	304	348	392	441
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	142	188	188	188	188
流动负债合计	2,873	2,693	2,730	3,024	3,349
长期借款	684	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	243	243	243	243	243
非流动负债合计	1,178	299	243	243	243
股东权益	11,915	12,654	14,573	16,759	19,144
股本	1,002	1,002	1,002	1,002	1,002
公积金	2,452	2,421	2,421	2,421	2,421
未分配利润	8,412	9,015	10,936	13,124	15,510
归属母公司权益	11,764	12,535	14,456	16,644	19,030
少数股东权益	152	119	117	116	114

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	13.78%	17.99%	15.00%	14.70%	14.41%
管理费用率	5.16%	5.66%	5.50%	5.50%	5.50%
财务费用率	-1.98%	-3.12%	-1.39%	-1.17%	-0.98%
研发费用率	6.33%	7.23%	7.00%	6.50%	6.50%
所得税率	17%	7%	7%	7%	7%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.80	0.40	0.51	0.60	0.66
每股经营现金流	2.12	1.81	2.27	2.75	3.05
每股净资产	11.73	12.50	14.42	16.60	18.98
每股销售收入	7.95	7.55	8.86	10.03	11.41

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	14	18	14	12	11
PB	2.8	2.7	2.3	2.0	1.7
EV/EBITDA	11.8	14.1	10.4	8.3	6.8
股息率	2.4%	1.2%	1.5%	1.8%	2.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP