

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

鱼跃医疗(002223)

投资评级 买入

上次评级 买入

唐爱金 医药行业首席分析师
执业编号: S1500523080002
邮箱: tangaijin@cindasc.com

曹佳琳 医药行业分析师
执业编号: S1500523080011
邮箱: caojialin@cindasc.com

相关研究

“产品+营销”双轮驱动，塑造家用医疗器械领先品牌

业务发展稳定势好，创新发展布局多元领域

鱼跃医疗(002223)核心板块稳定增长，电商渠道表现优异

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座
邮编: 100031

血糖业务增长 40%，海外拓展成效凸显

2025 年 04 月 28 日

事件:公司发布 2024 年年报和 2025 年一季报,2024 年实现营业收入 75.66 亿元(yoy-5.09%),归母净利润 18.06 亿元(yoy-24.63%),扣非归母净利润 13.93 亿元(yoy-24.12%),经营活动产生的现金流量净额 18.16 亿元(yoy-14.61%)。2025Q1 实现营业收入 24.36 亿元(yoy+9.17%),归母净利润 6.25 元(yoy-5.26%)。

点评:

- **血糖业务增长 40%，表现亮眼，海外拓展成效凸显，收入增长超 30%。**受 2023 年社会公共需求导致的收入高基数影响，2024 年公司收入承压下滑，实现营业收入 75.66 亿元(yoy-5.09%)。①分市场来看，国内营业收入 65.74 亿元(yoy-8.58%)，国外市场得益于公司产品在海外的注册工作逐步落地，海外团队属地化布局日益完善，各重点国家业务均全面推进，实现收入 9.49 亿元(yoy+30.42%)，增长较快。②分业务线来看，血糖管理及 POCT 解决方案业务持续亮眼，实现营收 10.30 亿元(yoy+40.20%)，其中 CGM 实现翻倍以上增长；孵化业务急救品类实现了高速增长，实现收入 2.39 亿元(yoy+34.05%)；家用健康检测解决方案和呼吸治疗解决方案收入均有所下降，分别实现收入 25.97 亿元(yoy-3.29%)、15.64 亿元(yoy-0.41%)，主要由于部分产品(如红外测温仪、制氧机、高流量呼吸湿化治疗仪等)高基数影响同比下降；临床器械及康复业务板块实现收入 20.93 亿元(yoy+0.24%)，小幅增长。我们认为随着公司进一步丰富产品矩阵、强化品牌影响力，海外市场不断拓展，公司业务有望保持稳健发展趋势。
- **投入加码，提升技术实力和品牌影响力，盈利能力有望回升。**2024 年公司销售毛利率为 50.14%(yoy-1.35pp)，销售净利率为 23.85%(yoy-5.96pp)，从费用率来看，公司持续加大投入，2024 年公司管理费用率为 5.66%(yoy+0.50pp)，销售费用率为 17.99%(yoy+4.34pp)，研发费用率为 7.23%(yoy+0.90pp)。我们认为公司的费用投入是基于长期可持续发展考虑，在高强度的研销投入下，公司的产品矩阵有望不断丰富，产品性能有望不断优化，公司产品力有望持续提升，产品竞争力有望得以夯实，远期来看，盈利能力有望增强。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 86.82、100.07、115.20 亿元，同比增速分别为 14.7%、15.3%、15.1%，实现归母净利润为 21.11、24.94、29.30 亿元，同比分别增长 16.9%、18.2%、17.5%，对应 2025 年 4 月 25 日股价 PE 分别为 16、13、11 倍，维持“买入”投资评级。
- **风险因素：**市场需求提升不及预期；产品研发进度不及预期；市场竞争加剧风险。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	7,972	7,566	8,682	10,007	11,520
增长率 YoY %	12.3%	-5.1%	14.7%	15.3%	15.1%
归属母公司净利润 (百万元)	2,396	1,806	2,111	2,494	2,930
增长率 YoY%	50.2%	-24.6%	16.9%	18.2%	17.5%
毛利率%	51.4%	50.1%	49.6%	49.7%	49.8%
净资产收益率ROE%	20.4%	14.4%	15.4%	16.4%	17.4%
EPS(摊薄)(元)	2.39	1.80	2.11	2.49	2.92
市盈率 P/E(倍)	13.90	18.44	15.77	13.35	11.36
市净率 P/B(倍)	2.83	2.66	2.43	2.20	1.97

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 4 月 25 日收盘价

资产负债表						单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E						
流动资产	9,385	9,259	10,667	12,390	14,550						
货币资金	7,215	6,619	7,812	9,308	11,164						
应收票据	0	27	0	0	0						
应收账款	448	715	820	917	1,024						
预付账款	42	42	52	60	66						
存货	1,412	1,440	1,579	1,676	1,846						
其他	268	416	404	428	448						
非流动资产	6,582	6,387	6,405	6,432	6,402						
长期股权投资	226	65	66	67	67						
固定资产(合计)	1,974	1,956	1,966	1,975	1,983						
无形资产	511	492	490	489	459						
其他	3,871	3,873	3,883	3,900	3,893						
资产总计	15,967	15,646	17,072	18,821	20,952						
流动负债	2,873	2,693	2,959	3,269	3,720						
短期借款	0	0	0	0	0						
应付票据	275	304	425	468	530						
应付账款	1,136	1,226	1,367	1,524	1,734						
其他	1,463	1,163	1,166	1,276	1,456						
非流动负债	1,178	299	290	290	290						
长期借款	684	0	0	0	0						
其他	495	299	290	290	290						
负债合计	4,052	2,992	3,249	3,559	4,010						
少数股东权益	152	119	107	96	84						
归属母公司股东权益	11,764	12,535	13,716	15,166	16,857						
负债和股东权益	15,967	15,646	17,072	18,821	20,952						

重要财务指标						单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E						
营业总收入	7,972	7,566	8,682	10,007	11,520						
同比(%)	12.3%	-5.1%	14.7%	15.3%	15.1%						
归属母公司净利润	2,396	1,806	2,111	2,494	2,930						
同比	50.2%	-24.6%	16.9%	18.2%	17.5%						
毛利率(%)	51.4%	50.1%	49.6%	49.7%	49.8%						
ROE%	20.4%	14.4%	15.4%	16.4%	17.4%						
EPS(摊薄)(元)	2.39	1.80	2.11	2.49	2.92						
P/E	13.90	18.44	15.77	13.35	11.36						
P/B	2.83	2.66	2.43	2.20	1.97						
EV/EBITDA	12.17	15.17	10.54	8.57	6.84						

利润表						单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E						
营业总收入	7,972	7,566	8,682	10,007	11,520						
营业成本	3,877	3,772	4,373	5,028	5,780						
营业税金及附加	81	74	87	100	115						
销售费用	1,088	1,361	1,376	1,566	1,786						
管理费用	411	428	451	520	599						
研发费用	504	547	590	680	783						
财务费用	-157	-236	-198	-233	-278						
减值损失合计	-93	-47	-46	-46	-45						
投资净收益	143	23	43	50	58						
其他	676	337	371	432	500						
营业利润	2,893	1,932	2,370	2,781	3,249						
营业外收支	-45	1	-4	-3	0						
利润总额	2,849	1,933	2,366	2,778	3,249						
所得税	472	129	267	295	331						
净利润	2,376	1,804	2,099	2,483	2,918						
少数股东损益	-19	-1	-12	-11	-12						
归属母公司净利润	2,396	1,806	2,111	2,494	2,930						
EBITDA	2,358	1,978	2,421	2,804	3,240						
EPS(当年)(元)	2.41	1.81	2.11	2.49	2.92						

现金流量表						单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E						
经营活动现金流	2,127	1,816	2,381	2,794	3,283						
净利润	2,376	1,804	2,099	2,483	2,918						
折旧摊销	263	288	252	259	269						
财务费用	55	-42	1	1	1						
投资损失	-143	-23	-43	-50	-58						
营运资金变动	-148	-134	46	84	147						
其它	-275	-76	25	17	5						
投资活动现金流	1,735	-25	-184	-189	-125						
资本支出	-101	-124	-203	-208	-182						
长期投资	1,747	96	-21	-31	0						
其他	89	2	40	50	58						
筹资活动现金流	-1,465	-2,399	-1,003	-1,108	-1,302						
吸收投资	103	8	0	0	0						
借款	-881	-684	0	0	0						
支付利息或股息	-661	-1,224	-938	-1,108	-1,302						
现金流净增加额	2,421	-592	1,193	1,496	1,857						



研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师。浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超 9 年。

贺鑫，医药分析师，医疗健康研究组长，北京大学汇丰商学院硕士，上海交通大学工学学士，5 年医药行业研究经验，2024 年加入信达证券，主要覆盖医疗服务、CXO、生命科学上游、中药等细分领域。

曹佳琳，医药分析师，中山大学岭南学院数量经济学硕士，2 年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL 等领域的研究工作。

章钟涛，医药分析师，暨南大学国际投融资硕士，1 年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

赵丹，医药分析师，北京大学生物医学工程硕士，2 年创新药行业研究经历，2024 年加入信达证券。主要覆盖创新药。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准15%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~15%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。