

鱼跃医疗（002223）

2024 年报及 2025 年一季报点评：25Q1 季报高基数下好于预期，期待新品快速增长

买入（维持）

2025 年 04 月 29 日

证券分析师 朱国广

执业证书：S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	7,972	7,566	8,760	10,134	11,711
同比（%）	12.25	(5.09)	15.78	15.69	15.56
归母净利润（百万元）	2,396	1,806	1,954	2,211	2,540
同比（%）	50.21	(24.63)	8.19	13.15	14.91
EPS-最新摊薄（元/股）	2.39	1.80	1.95	2.21	2.53
P/E（现价&最新摊薄）	13.90	18.44	17.04	15.06	13.11

投资要点

■ **事件：**公司近期发布 2024 年及 2025 年一季度财报，2024 年全年，公司实现营业收入 75.66 亿元（-5.09%，同比，下同），实现归母净利润 18.06 亿元（-24.63%）。2024Q4 单季度实现营业收入 15.38 亿元（+17.51%），实现归母净利润 2.74 亿元（+33.60%）。2024 年业绩符合我们预期。2025Q1 单季度实现收入 24.36 亿元（+9.17%），归母净利润 6.25 亿元（-5.26%），2025 年一季报业绩好于我们预期。

■ **2024 年部分产品受 23 年疫情高基数影响，新产品表现亮眼。**分业务来看，1）2024 年公司呼吸治疗解决方案实现收入 25.97 亿，公司呼吸治疗解决方案板块业务由于受到 23 年社会公共需求波动影响，24 年同比有所下降。其中制氧机、高流量呼吸湿化治疗仪等相关产品因高基数影响同比下降，家用呼吸机、雾化器同比增长。2）临床器械及康复解决方案实现收入 20.93 亿，其中针灸针、轮椅、手术器械产品增长趋势良好，而感染控制产品因 2023 年同期需求波动影响，同比有所下降。3）家用健康检测解决方案实现收入 15.64 亿，其中电子血压计在现有规模下仍实现同比双位数增长，板块内部分产品（如红外测温仪等）较 23 年高基数相比，营收有所回落。4）血糖管理及 POCT 解决方案实现收入 10.30 亿，其中 CGM 实现翻倍以上增长。5）急救解决方案及其他实现收入 2.39 亿，同比 2023 年实现高速增长。

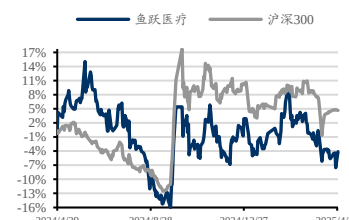
■ **2024 年海外市场稳步推进。**2024 年公司实现外销收入 9.49 亿元，同比增长 30.42%。随着公司众多产品的海外注册工作逐步落地、海外团队属地化布局日益完善、产品力与品牌影响力日益增强，公司与海外客户进一步建立起良好的信任与合作关系，各重点国家和地区的业务实现了较全面的推进。公司新款 CGM 产品正在 MDR 注册中，2025 年 Q1，公司公告拟认购 Inogen9.9%普通股，加码出海布局。

■ **2025Q1 高基数影响下收入同比实现增长，利润降幅收窄，业绩超我们预期。**2025Q1 单季度实现收入 24.36 亿元（+9.17%），归母净利润 6.25 亿元（-5.26%），25Q1 实现销售毛利率 50.30%，销售净利率 25.58%，环比 24Q4 分别提升 0.13pct、7.97pct，同比 24Q1 分别提升 0.36pct、-4.05pct。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑到国内新品推广及海外市场开拓费用增加，我们将 2025-2026 年公司归母净利润预期由 23.05/26.09 亿元，调整至 19.54/22.11 亿元，预期 2027 年为 25.40 亿元，对应当前市值的 PE 分别为 17/15/13 倍，考虑到公司 CGM 有望带来第二曲线，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**地缘政治风险，新产品市场推广或不及预期的风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	34.43
一年最低/最高价	30.05/42.08
市净率(倍)	2.63
流通 A 股市值(百万元)	32,369.65
总市值(百万元)	34,515.28

基础数据

每股净资产(元,LF)	13.07
资产负债率(% ,LF)	19.43
总股本(百万股)	1,002.48
流通 A 股(百万股)	940.16

相关研究

《鱼跃医疗（002223）：拟认购 Inogen9.9%普通股，加码出海布局》

2025-01-27

《鱼跃医疗（002223）：2024 三季报点评：单季度收入转正，长期看好老龄化赛道优质标的》

2024-10-29

鱼跃医疗三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	9,259	11,618	14,157	17,082	营业总收入	7,566	8,760	10,134	11,711
货币资金及交易性金融资产	6,619	8,663	10,794	13,259	营业成本(含金融类)	3,772	4,325	4,939	5,629
经营性应收款项	871	1,091	1,261	1,455	税金及附加	74	88	101	117
存货	1,440	1,562	1,784	2,033	销售费用	1,361	1,489	1,723	1,991
合同资产	11	4	5	6	管理费用	428	438	557	644
其他流动资产	318	298	313	330	研发费用	547	526	709	703
非流动资产	6,387	6,551	6,707	6,862	财务费用	(236)	(199)	(260)	(324)
长期股权投资	65	65	65	65	加:其他收益	352	97	111	0
固定资产及使用权资产	1,999	2,077	2,154	2,232	投资净收益	23	79	92	0
在建工程	4	7	10	13	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	492	487	482	477	减值损失	(68)	0	0	0
商誉	1,084	1,074	1,064	1,054	资产处置收益	6	0	0	0
长期待摊费用	102	107	112	117	营业利润	1,932	2,270	2,567	2,951
其他非流动资产	2,640	2,734	2,819	2,904	营业外净收支	1	2	3	3
资产总计	15,646	18,169	20,863	23,944	利润总额	1,933	2,272	2,570	2,954
流动负债	2,693	3,299	3,758	4,274	减:所得税	129	318	360	414
短期借款及一年内到期的非流动负债	23	20	20	20	净利润	1,804	1,954	2,211	2,540
经营性应付款项	1,529	1,862	2,127	2,424	减:少数股东损益	(1)	0	0	0
合同负债	205	263	304	351	归属母公司净利润	1,806	1,954	2,211	2,540
其他流动负债	935	1,155	1,307	1,479	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.80	1.95	2.21	2.53
非流动负债	299	295	300	305	EBIT	1,690	2,073	2,311	2,630
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,978	2,123	2,360	2,679
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	50.14	50.63	51.26	51.93
租赁负债	20	25	30	35	归母净利率(%)	23.87	22.30	21.81	21.69
其他非流动负债	279	271	271	271	收入增长率(%)	(5.09)	15.78	15.69	15.56
负债合计	2,992	3,595	4,058	4,579	归母净利润增长率(%)	(24.63)	8.19	13.15	14.91
归属母公司股东权益	12,535	14,456	16,686	19,246					
少数股东权益	119	119	119	119					
所有者权益合计	12,654	14,575	16,805	19,365					
负债和股东权益	15,646	18,169	20,863	23,944					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,816	2,192	2,215	2,642	每股净资产(元)	12.50	14.42	16.65	19.20
投资活动现金流	(25)	(110)	(110)	(202)	最新发行在外股份(百万股)	1,002	1,002	1,002	1,002
筹资活动现金流	(2,399)	(57)	5	5	ROIC(%)	12.20	13.05	12.63	12.47
现金净增加额	(592)	2,045	2,130	2,465	ROE-摊薄(%)	14.40	13.51	13.25	13.20
折旧和摊销	288	50	50	50	资产负债率(%)	19.12	19.78	19.45	19.12
资本开支	(124)	(113)	(112)	(112)	P/E (现价&最新股本摊薄)	18.44	17.04	15.06	13.11
营运资本变动	(134)	271	50	55	P/B (现价)	2.66	2.30	2.00	1.73

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>