

鱼跃医疗 (002223.SZ)

主业回归常态化轨道，海外市场高速增长

鱼跃医疗发布 2024 年度报告。2024 年公司实现营业收入 75.66 亿元，同比下滑 5.09%；归母净利润 18.06 亿元，同比下滑 24.63%；扣非后归母净利润 13.93 亿元，同比下滑 24.12%。分季度看，2024Q4 实现营业收入 15.38 亿元，同比增长 17.51%；归母净利润 2.74 亿元，同比增长 33.60%；扣非后归母净利润 1.19 亿元，同比下滑 28.01%。

鱼跃医疗发布 2025 年度一季报。2025Q1 公司实现营业收入 24.36 亿元，同比增长 9.17%；归母净利润 6.25 亿元，同比下滑 5.26%；扣非后归母净利润 5.13 亿元，同比下滑 6.91%。

观点：2024 年业务逐步回归常态化，收入端短期承压主要系同期高基数影响，利润端表现不及收入端，主要系毛利率波动+期间费用率抬升，及去年同期资产处置收益较高影响。营销投入持续加大，为新产品开拓市场提供支撑。海外属地化建设持续完善，外销收入增长亮眼，呼吸机等重点产品持续突破海外市场，家用医疗器械龙头未来可期。

2024 年收入端短期承压主要系同期高基数影响，多因素影响利润端表现不及收入端。2024 年公司业务逐步回归常态化轨道，收入端短期承压主要系上年同期社会公共需求波动带来的高基数影响。利润端表现不及收入端主要系：1) 资产处置收益为 616 万元 (2023 年为 5.55 亿元)；2) 毛利率为 50.14% (同比-1.35pp)，销售费用率 17.99% (同比+4.22pp)，管理费用率 5.66% (同比+0.50pp)，研发费用率 7.23% (同比+0.90pp)。2025Q1，公司收入端稳健增长，利润端增速不及收入端主要系期间费用率抬升。公司毛利率 50.30% (同比+0.36pp)，销售费用率 14.90% (同比+2.64pp)，管理费用率 4.19% (同比-0.19pp)，研发费用率 6.42% (同比+0.84pp)，财务费用率-1.58% (同比+0.70pp)。销售费用率大幅提升，我们推测主要系 CGM 等新产品的营销投入持续加大，同时 BGM 等传统业务受竞争加剧影响预计也加大了市场投入，为核心业务提高市占率提供有力支撑。

血糖板块引领增长，CGM 加速迭代打造新增长点。1) 血糖及 POCT：收入 10.30 亿元 (同比+40.20%)，CGM 产品加速更新迭代，实现翻倍以上增长。2) 呼吸治疗：收入 25.97 亿元 (同比-22.42%)，主要受上年同期社会公共需求波动影响，但家用呼吸机、雾化器仍实现增长。3) 临床器械及康复：收入 20.93 亿元 (同比+0.24%)，其中针灸针、轮椅、手术器械产品增长趋势良好。4) 家用健康检测：收入 15.64 亿元 (同比-0.41%)，电子血压计实现双位数增长。5) 急救：收入 2.39 亿元 (同比+34.05%)，AED 产品获证后实现加速拓展。

外销收入增长亮眼，海外属地化建设持续完善。公司拥有超过 1000 人的渠道、终端线上及外销团队，通过强化海外属地化团队建设，持续拓宽外销渠道，2024 年实现外销收入 9.49 亿元，同比增长 30.42%。在以东南亚、欧洲、南美为代表的区域，公司收入体量已具备一定规模；在北美市场，持续推进呼吸治疗产品的销售；在中东、非洲、独联体等区域，公司将进一步挖掘市场机会。重点产品的海外突破，有望进一步带动海外业务发展。

盈利预测与投资建议。我们预计 2025-2027 年公司营收分别为 84.59、94.79、106.11 亿元，分别同比增长 11.8%、12.1%、11.9%；归母净利润分别为 20.06、22.41、25.21 亿元，分别同比增长 11.1%、11.7%、12.5%。

风险提示：新品研发不及预期、收购整合不及预期、海外市场经营风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	7,972	7,566	8,459	9,479	10,611
增长率 yoy (%)	12.3	-5.1	11.8	12.1	11.9
归母净利润 (百万元)	2,396	1,806	2,006	2,241	2,521
增长率 yoy (%)	50.2	-24.6	11.1	11.7	12.5
EPS 最新摊薄 (元/股)	2.39	1.80	2.00	2.24	2.51
净资产收益率 (%)	19.9	14.3	14.0	14.0	14.0
P/E (倍)	14.4	19.1	17.2	15.4	13.7
P/B (倍)	2.9	2.8	2.4	2.2	1.9

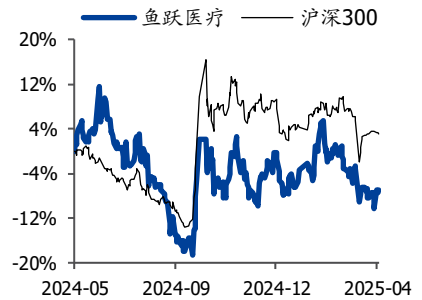
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 04 月 30 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	医疗器械
前次评级	买入
04 月 30 日收盘价 (元)	34.46
总市值 (百万元)	34,545.35
总股本 (百万股)	1,002.48
其中自由流通股 (%)	93.78
30 日日均成交量 (百万股)	6.75

股价走势



作者

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjinyang@gszq.com

分析师 杨芳

执业证书编号：S0680522030002

邮箱：yangfang@gszq.com

分析师 王震

执业证书编号：S0680525040002

邮箱：wangzhen1@gszq.com

相关研究

- 《鱼跃医疗 (002223.SZ)：Q3 收入端恢复正增长，血糖、呼吸新产品海外放量可期》 2024-11-04
- 《鱼跃医疗 (002223.SZ)：员工持股计划发布，彰显公司成长信心》 2023-09-13
- 《鱼跃医疗 (002223.SZ)：扣非净利润略超预期，呼吸治疗板块增长强劲》 2023-08-29

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	9385	9259	11198	13217	15502
现金	7215	6619	8420	10035	12128
应收票据及应收账款	448	742	589	902	767
其他应收款	24	23	29	29	36
预付账款	42	42	52	53	64
存货	1412	1440	1715	1804	2114
其他流动资产	244	393	393	393	393
非流动资产	6582	6387	6235	6150	6054
长期投资	226	65	-86	-237	-389
固定资产	1974	1956	2044	2146	2256
无形资产	511	492	451	413	356
其他非流动资产	3871	3873	3826	3827	3832
资产总计	15967	15646	17432	19366	21556
流动负债	2873	2693	2886	3110	3371
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1411	1529	1723	1904	2134
其他流动负债	1463	1163	1163	1206	1237
非流动负债	1178	299	299	309	314
长期借款	684	0	0	10	15
其他非流动负债	495	299	299	299	299
负债合计	4052	2992	3184	3419	3685
少数股东权益	152	119	108	92	78
股本	1002	1002	1002	1002	1002
资本公积	1947	1916	1916	1916	1916
留存收益	8917	9520	10948	12496	14285
归属母公司股东权益	11764	12535	14140	15855	17793
负债和股东权益	15967	15646	17432	19366	21556

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2127	1816	1766	1611	2108
净利润	2376	1804	1995	2225	2507
折旧摊销	238	249	238	208	230
财务费用	-157	-236	-259	-312	-361
投资损失	-143	-23	-103	-100	-92
营运资金变动	-143	-138	78	-182	66
其他经营现金流	-43	161	-183	-228	-242
投资活动现金流	1735	-25	200	206	200
资本支出	133	128	-1	66	56
长期投资	1764	96	151	151	152
其他投资现金流	3632	199	351	423	408
筹资活动现金流	-1465	-2399	-165	-202	-215
短期借款	-55	0	0	0	0
长期借款	-825	-684	0	10	5
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-43	-31	0	0	0
其他筹资现金流	-542	-1684	-165	-212	-220
现金净增加额	2421	-592	1801	1615	2093

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	7972	7566	8459	9479	10611
营业成本	3877	3772	4173	4653	5181
营业税金及附加	81	74	84	94	106
营业费用	1088	1361	1556	1782	2006
管理费用	411	428	474	531	584
研发费用	504	547	609	701	775
财务费用	-157	-236	-259	-312	-361
资产减值损失	-93	-47	0	0	0
其他收益	115	352	183	203	213
公允价值变动收益	-4	0	0	0	-1
投资净收益	143	23	103	100	92
资产处置收益	555	6	183	229	243
营业利润	2893	1932	2292	2559	2869
营业外收入	3	5	9	7	6
营业外支出	48	4	17	19	22
利润总额	2849	1933	2284	2547	2853
所得税	472	129	289	322	346
净利润	2376	1804	1995	2225	2507
少数股东损益	-19	-1	-11	-16	-14
归属母公司净利润	2396	1806	2006	2241	2521
EBITDA	2915	1983	2297	2477	2752
EPS (元)	2.39	1.80	2.00	2.24	2.51

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	12.3	-5.1	11.8	12.1	11.9
营业利润(%)	57.1	-33.2	18.6	11.7	12.1
归属于母公司净利润(%)	50.2	-24.6	11.1	11.7	12.5
获利能力					
毛利率(%)	51.4	50.1	50.7	50.9	51.2
净利率(%)	30.1	23.9	23.7	23.6	23.8
ROE(%)	19.9	14.3	14.0	14.0	14.0
ROIC(%)	16.9	12.6	12.5	12.3	12.3
偿债能力					
资产负债率(%)	25.4	19.1	18.3	17.7	17.1
净负债比率(%)	-48.1	-50.0	-57.3	-61.2	-66.3
流动比率	3.3	3.4	3.9	4.2	4.6
速动比率	2.7	2.7	3.1	3.5	3.8
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	14.6	12.7	12.7	12.7	12.7
应付账款周转率	2.7	2.6	2.6	2.6	2.6
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.39	1.80	2.00	2.24	2.51
每股经营现金流(最新摊薄)	2.12	1.81	1.76	1.61	2.10
每股净资产(最新摊薄)	11.73	12.50	14.11	15.82	17.75
估值比率					
P/E	14.4	19.1	17.2	15.4	13.7
P/B	2.9	2.8	2.4	2.2	1.9
EV/EBITDA	9.9	14.3	11.5	10.0	8.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 04 月 30 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com