

## 血糖业务高增，海外表现亮眼

——鱼跃医疗(002233) 2024 年报及 2025 年一季报业绩点评



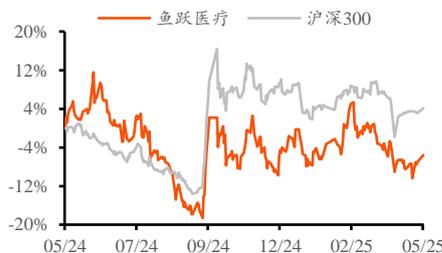
## 买入(维持)

行业：医药生物  
日期：2025年05月08日分析师：彭波  
E-mail：pengbo@yongxingsec.com  
SAC 编号：S1760524100001  
分析师：徐昕  
E-mail：xuxin@yongxingsec.com  
SAC 编号：S1760523100002

## 基本数据

05月06日收盘价(元) 34.98  
12mthA 股价格区间(元) 30.05-42.08  
总股本(百万股) 1,002.48  
无限售 A 股/总股本 93.78%  
流通市值(亿元) 328.87

## 最近一年股票与沪深 300 比较



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

## 相关报告：

《CGM 新品获批，拟入股 Inogen 加码海外业务》

——2025 年 02 月 14 日

## ■ 事件

公司发布 2024 年及 2025 年一季度业绩，2024 年实现营收 75.66 亿元 (yoy-5.09%)，实现归母净利润 18.06 亿元 (yoy-24.63%)，实现扣非归母净利润 13.93 亿元 (yoy-24.12%)。2025Q1 实现营业收入 24.36 亿元 (yoy+9.17%)，实现归母净利润 6.25 亿元 (yoy-5.26%)，实现扣非归母净利润 5.13 亿元 (yoy-6.91%)。

## ■ 核心观点

**血糖及急救业务实现高增，其余品类阶段性承压。**2024 年公司血糖管理及 POCT 解决方案业务板块表现持续亮眼，实现营收 10.30 亿元，同比增长 40.20%，预计受益于 CGM 翻倍以上增长及 BGM 产品客户群体拓展；急救解决方案及其他业务实现营业收入 2.39 亿元，同比增长 34.05%，预计受益于公司自主研发的 AED 产品获证并实现进一步技术升级，业务规模得到加速拓展，同时公司在同步推进急救产品的海外布局，Y|YA 系列产品已顺利获得欧盟 MDR 认证；呼吸治疗解决方案实现营收 25.97 亿元，同比下滑 22.42%，主要由于受到上年同期社会公共需求波动影响，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、雾化器实现同比增长；家用健康检测解决方案实现营收 15.64 亿元，同比下滑 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，部分产品（如红外测温仪等）受高基数影响同比有所下滑，2024 年公司推出房颤血压双测机、新款耳温枪等一系列新品，推动产品高端化；临床器械及康复解决方案实现营收 20.93 亿元，同比增长 0.24%，其中针灸针、轮椅、手术器械产品增长趋势良好，感染控制产品因上年同期需求波动影响，同比有所下降。

**盈利能力有望回升，费用率改善在即。**2024 年公司实现销售毛利率 50.14%，同比下降 1.22pct，预计受社会公共需求波动而产生的业务结构差异等因素影响，25 年 Q1 公司毛利率企稳提升至 50.30%，预计随着产品矩阵的不断完善及迭代升级，公司盈利能力有望改善。2024 年公司销售、管理、财务费用率分别 17.99%、5.66%、-3.12%，同比分别变动+4.21/+0.50/-1.14pct，公司重视优化各项费用及资源的利用效率，同时通过有效的成本管理途径与日趋成熟的供应链体系，持续精益生产，预计费用率有望优化。

**海外业务持续拓展，打造业绩增长新曲线。**2024 年公司海外市场实现营收 9.49 亿元，同比增长 30.42%。随着公司众多产品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。

## ■ 投资建议

公司深耕家用医疗器械领域，重点聚焦呼吸与制氧、血糖及 POCT、消毒感控三大核心赛道，且出海业务快速发展，有望打开成长空间。鉴于公司受高基数影响的相关板块业务已逐步回归常态化发展轨道，我们对盈利预测做出调整，预计公司 2025-2027 年营收分别为 85.48/97.10/110.96 亿元，同比增速分别为+13.0%/+13.6%/+14.3%。2025-2027 年归母净利润分别为 20.10/22.62/25.81 亿元。对应的 PE 分

别为 17.45/15.50/13.59 倍，维持“买入”评级。

### ■ 风险提示

市场竞争激烈；成本和费用上涨对公司管理带来压力；并购标的不达预期等风险

### ■ 盈利预测与估值

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	7,566	8,548	9,710	11,096
年增长率 (%)	-5.1%	13.0%	13.6%	14.3%
归属于母公司的净利润	1,806	2,010	2,262	2,581
年增长率 (%)	-24.6%	11.3%	12.5%	14.1%
每股收益 (元)	1.81	2.01	2.26	2.57
市盈率 (X)	20.16	17.45	15.50	13.59
净资产收益率 (%)	14.4%	14.8%	15.2%	15.8%

资料来源：Wind，甬兴证券研究所 (2025 年 05 月 06 日收盘价)

资产负债表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
<b>流动资产</b>	<b>9,385</b>	<b>9,259</b>	<b>10,359</b>	<b>12,021</b>	<b>13,931</b>	
货币资金	7,215	6,619	7,513	8,794	9,932	
应收及预付	490	784	802	911	1,395	
存货	1,412	1,440	1,594	1,811	2,040	
其他流动资产	268	416	449	505	564	
<b>非流动资产</b>	<b>6,582</b>	<b>6,387</b>	<b>6,314</b>	<b>6,218</b>	<b>6,124</b>	
长期股权投资	226	65	60	55	50	
固定资产	1,974	1,956	1,851	1,741	1,625	
在建工程	111	4	19	31	46	
无形资产	511	492	482	472	460	
其他长期资产	3,761	3,869	3,902	3,918	3,942	
<b>资产总计</b>	<b>15,967</b>	<b>15,646</b>	<b>16,673</b>	<b>18,239</b>	<b>20,055</b>	
<b>流动负债</b>	<b>2,873</b>	<b>2,693</b>	<b>2,687</b>	<b>3,017</b>	<b>3,419</b>	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付及预收	1,411	1,529	1,558	1,771	2,024	
其他流动负债	1,463	1,163	1,129	1,246	1,395	
<b>非流动负债</b>	<b>1,178</b>	<b>299</b>	<b>287</b>	<b>284</b>	<b>284</b>	
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	495	299	287	284	284	
<b>负债合计</b>	<b>4,052</b>	<b>2,992</b>	<b>2,975</b>	<b>3,301</b>	<b>3,703</b>	
股本	1,002	1,002	1,002	1,002	1,002	
资本公积	1,947	1,916	1,916	1,916	1,916	
留存收益	8,917	9,520	10,636	11,894	13,328	
归属母公司股东权益	11,764	12,535	13,595	14,853	16,287	
少数股东权益	152	119	103	85	64	
<b>负债和股东权益</b>	<b>15,967</b>	<b>15,646</b>	<b>16,673</b>	<b>18,239</b>	<b>20,055</b>	

利润表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
<b>营业收入</b>	<b>7,972</b>	<b>7,566</b>	<b>8,548</b>	<b>9,710</b>	<b>11,096</b>	
营业成本	3,877	3,772	4,250	4,794	5,439	
营业税金及附加	81	74	87	99	113	
销售费用	1,088	1,361	1,368	1,554	1,775	
管理费用	411	428	462	524	599	
研发费用	504	547	581	660	755	
财务费用	-157	-236	-99	-112	-132	
资产减值损失	-93	-47	-1	-1	-1	
公允价值变动收益	-4	0	0	0	0	
投资净收益	143	23	161	183	183	
<b>营业利润</b>	<b>2,893</b>	<b>1,932</b>	<b>2,239</b>	<b>2,577</b>	<b>2,939</b>	
营业外收支	-45	1	2	3	4	
<b>利润总额</b>	<b>2,849</b>	<b>1,933</b>	<b>2,241</b>	<b>2,579</b>	<b>2,943</b>	
所得税	472	129	246	335	383	
<b>净利润</b>	<b>2,376</b>	<b>1,804</b>	<b>1,994</b>	<b>2,244</b>	<b>2,560</b>	
少数股东损益	-19	-1	-16	-18	-20	
<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,396</b>	<b>1,806</b>	<b>2,010</b>	<b>2,262</b>	<b>2,581</b>	
EBITDA	2,358	1,978	2,387	2,727	3,070	
EPS (元)	2.41	1.81	2.01	2.26	2.57	

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

现金流量表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,127</b>	<b>1,816</b>	<b>1,817</b>	<b>2,218</b>	<b>2,212</b>	
净利润	2,376	1,804	1,994	2,244	2,560	
折旧摊销	263	288	245	261	258	
营运资金变动	-148	-134	-215	-52	-370	
其它	-364	-142	-208	-235	-236	
<b>投资活动现金流</b>	<b>1,735</b>	<b>-25</b>	<b>40</b>	<b>71</b>	<b>72</b>	
资本支出	-101	-124	-62	-55	-54	
投资变动	1,747	96	-16	-17	-17	
其他	89	2	118	143	143	
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-1,465</b>	<b>-2,399</b>	<b>-960</b>	<b>-1,008</b>	<b>-1,146</b>	
银行借款	-881	-684	0	0	0	
股权融资	103	8	0	0	0	
其他	-687	-1,723	-960	-1,008	-1,146	
<b>现金净增加额</b>	<b>2,421</b>	<b>-592</b>	<b>895</b>	<b>1,281</b>	<b>1,138</b>	
<b>期初现金余额</b>	<b>4,767</b>	<b>7,188</b>	<b>6,596</b>	<b>7,491</b>	<b>8,771</b>	
<b>期末现金余额</b>	<b>7,188</b>	<b>6,596</b>	<b>7,491</b>	<b>8,771</b>	<b>9,909</b>	

## 主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	12.3%	-5.1%	13.0%	13.6%	14.3%
营业利润增长	57.1%	-33.2%	15.9%	15.1%	14.1%
归母净利润增长	50.2%	-24.6%	11.3%	12.5%	14.1%
<b>获利能力</b>					
毛利率	51.4%	50.1%	50.3%	50.6%	51.0%
净利率	29.8%	23.8%	23.3%	23.1%	23.1%
ROE	20.4%	14.4%	14.8%	15.2%	15.8%
ROIC	13.3%	12.4%	13.9%	14.3%	14.9%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	25.4%	19.1%	17.8%	18.1%	18.5%
净负债比率	-50.2%	-52.0%	-54.6%	-58.6%	-60.5%
流动比率	3.27	3.44	3.85	3.98	4.07
速动比率	2.70	2.77	3.11	3.24	3.33
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.51	0.48	0.53	0.56	0.58
应收账款周转率	14.56	13.01	11.98	12.76	12.80
存货周转率	2.65	2.64	2.80	2.82	2.82
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	2.41	1.81	2.01	2.26	2.57
每股经营现金流	2.12	1.81	1.81	2.21	2.21
每股净资产	11.73	12.50	13.56	14.82	16.25
<b>估值比率</b>					
P/E	14.35	20.16	17.45	15.50	13.59
P/B	2.95	2.92	2.58	2.36	2.15
EV/EBITDA	12.17	15.17	11.56	9.65	8.20

## 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，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，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，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；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）为基准指数。

### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司(以下简称“本公司”)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或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

## 版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

### 重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。