

鱼跃医疗 (002223.SZ)

Q1 收入符合预期, CGM 新品上市丰富增长动能

投资要点:

事件

公司发布 2024 年年报及 25 年一季报。24 全年: 实现收入 75.66 亿元 (同比-5.09%), 归母净利润 18.06 亿元 (同比-24.63%), 扣非归母净利润 13.93 亿元 (同比-24.12%); 25Q1: 实现收入 24.36 亿元 (+9.17%), 归母净利润 6.25 亿元 (-5.26%), 扣非净利润 5.13 亿元 (-6.91%)。

血糖板块维持高增速, 呼吸受同期高基数影响

24 年公司血糖管理及 POCT 解决方案收入 10.30 亿元(+40.20%), 其中 CGM 翻倍以上; 呼吸板块 25.97 亿 (-22.42%), 疫情受益品种制氧机、湿化治疗仪下滑, 家用呼吸机、雾化器同比增长。家用健康检测、临床板块基本持平, 其中电子血压计在现有规模下仍实现同比双位数增长; 急救板块 2.39 亿 (+34%), 继续高速增长。Q1 受国家消费补贴政策拉动, 收入端实现 9% 同比增长, 全年随消费补贴政策持续拉动收入端增长复苏在即。

24 年利润端略有承压, 随 25 年收入增速修复有望重回增长轨道

24 年公司毛利率 50.14%(-1.35pct), 主要受产品结构变化影响; 销售费用率 17.99%(+4.3pct), 管理费用率 5.66%(+0.5pct), 研发费用率 7.23%(+0.9pct)。24 年利润端主要受费用投入增大影响拖累, 期待 25 年收入增速提升后盈利能力修复

海外继续高增, CGM 二代上市+Inogen 参股+AI 领域布局, 持续打开成长空间

24 年内销 65.74 亿 (同比-8.58%), 外销 9.49 亿 (同比+30.4%), 海外继续延续高增长态势。公司新一代 CGM 已获批、Inogen 战略合作落地、已于 2025 年新品发布会上发布 AI agent 鱼跃 AI 健康管家公测, 持续丰富公司产品矩阵, 打开成长空间。

盈利预测与投资建议

考虑到公司 24 年年报披露, 后续新品上市进展持续, 我们调整此前盈利预测, 预计 2025-2027 年公司营收分别为 87/99/111 亿元 (前值为 92/107/-亿元), 同比增长 15%、14%、13%; 归母净利润分别为 20、24、27 亿元 (前值为 23/27/-亿元), 同比增长 13%、16%、13%, 维持“买入”评级。

风险提示

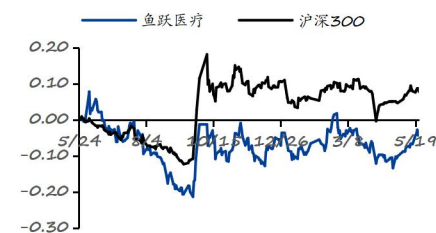
呼吸机美国注册进展不及预期的影响, 海外市场销售不及预期的影响, 宏观消费环境的影响

买入 (维持评级)

基本数据

日期	2025-05-23
收盘价:	36.95 元
总股本/流通股本(百万股)	1,002.48/940.16
流通 A 股市值(百万元)	34,738.84
每股净资产(元)	13.07
资产负债率(%)	19.43
一年内最高/最低价(元)	42.08/30.05

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 王艳(S0210524040001)
wy30524@hfzq.com.cn
研究助理: 黄冠群(S0210124040019)
hgq30485@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、CGM 新品上市, 海外参股 Inogen 国际化步履加速——2025.02.05
- 2、老牌家用医疗器械龙头, 战略转型焕新机——2025.01.10

财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	7,972	7,566	8,670	9,856	11,127
增长率	12%	-5%	15%	14%	13%
净利润 (百万元)	2,396	1,806	2,037	2,362	2,677
增长率	50%	-25%	13%	16%	13%
EPS (元/股)	2.39	1.80	2.03	2.36	2.67
市盈率 (P/E)	15.5	20.5	18.2	15.7	13.8
市净率 (P/B)	3.1	3.0	2.6	2.4	2.1

图表 1：财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	6,619	8,517	10,162	12,119
应收票据及账款	742	498	567	639
预付账款	42	64	72	79
存货	1,440	1,595	1,814	1,981
合同资产	11	6	9	11
其他流动资产	416	229	264	301
流动资产合计	9,259	10,904	12,878	15,120
长期股权投资	65	65	65	65
固定资产	1,956	1,891	1,736	1,601
在建工程	4	-86	-81	-81
无形资产	492	423	383	341
商誉	1,084	1,084	1,084	1,084
其他非流动资产	2,785	2,898	3,016	3,143
非流动资产合计	6,387	6,276	6,204	6,154
资产合计	15,646	17,180	19,082	21,274
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	1,529	1,504	1,753	1,972
预收款项	0	0	0	0
合同负债	205	260	296	334
其他应付款	264	264	264	264
其他流动负债	694	723	776	831
流动负债合计	2,693	2,751	3,089	3,402
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	299	299	299	299
非流动负债合计	299	299	299	299
负债合计	2,992	3,050	3,388	3,700
归属母公司所有者权益	12,535	14,009	15,569	17,444
少数股东权益	119	121	125	129
所有者权益合计	12,654	14,130	15,694	17,573
负债和股东权益	15,646	17,180	19,082	21,274

现金流量表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,816	2,106	2,226	2,546
现金收益	1,817	2,108	2,356	2,662
存货影响	-28	-155	-218	-167
经营性应收影响	-247	222	-76	-79
经营性应付影响	149	-26	249	219
其他影响	125	-43	-84	-89
投资活动现金流	-25	8	-37	-38
资本支出	-106	-31	-57	-56
股权投资	160	0	0	0
其他长期资产变化	-80	39	21	18
融资活动现金流	-2,399	-215	-545	-550
借款增加	-1,187	0	0	0
股利及利息支付	-1,224	-803	-803	-803
股东融资	8	0	0	0
其他影响	4	588	259	253

利润表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	7,566	8,670	9,856	11,127
营业成本	3,772	4,287	4,783	5,295
税金及附加	74	87	99	111
销售费用	1,361	1,300	1,429	1,558
管理费用	428	433	483	534
研发费用	547	590	670	757
财务费用	-236	-186	-257	-252
信用减值损失	-21	0	0	0
资产减值损失	-47	0	0	0
公允价值变动收益	0	-1	-2	-1
投资收益	23	50	50	50
其他收益	352	220	120	20
营业利润	1,932	2,428	2,818	3,193
营业外收入	5	1	1	1
营业外支出	4	2	2	2
利润总额	1,933	2,427	2,817	3,192
所得税	129	388	451	511
净利润	1,804	2,039	2,366	2,681
少数股东损益	-1	2	4	4
归属母公司净利润	1,806	2,037	2,362	2,677
EPS（按最新股本摊薄）	1.80	2.03	2.36	2.67

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入增长率	-5.1%	14.6%	13.7%	12.9%
EBIT 增长率	-37.0%	32.1%	14.2%	14.9%
归母公司净利润增长率	-24.6%	12.8%	16.0%	13.3%
获利能力				
毛利率	50.1%	50.6%	51.5%	52.4%
净利率	23.8%	23.5%	24.0%	24.1%
ROE	14.3%	14.4%	15.1%	15.2%
ROIC	17.5%	20.0%	20.1%	20.1%
偿债能力				
资产负债率	19.1%	17.8%	17.8%	17.4%
流动比率	3.4	4.0	4.2	4.4
速动比率	2.9	3.4	3.6	3.9
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转天数	28	25	19	20
存货周转天数	136	127	128	129
每股指标（元）				
每股收益	1.80	2.03	2.36	2.67
每股经营现金流	1.81	2.10	2.22	2.54
每股净资产	12.50	13.97	15.53	17.40
估值比率				
P/E	21	18	16	14
P/B	3	3	2	2
EV/EBITDA	47	37	33	29

数据来源：公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（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，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。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，之后可能会随情况的变化而调整。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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

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。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。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn