

CGM、AI 穿戴和海外业务有望成为新增长点, 业绩有望稳健增长

鱼跃医疗 (002223.SZ)

核心观点

公司年报业绩符合预期, Q1 收入略超预期、利润符合预期。展望全年, 随着国内消费需求复苏和公司市占率的持续提升, 公司国内业务有望延续稳健增长趋势; 随着公司持续加快海外渠道布局 and 品牌建设, 公司海外业务有望保持快速增长。短期来看, 公司呼吸治疗、血糖管理等核心业务具有较强市场竞争力。中长期来看, 随着民众健康意识的提升, 公司新产品的持续迭代和丰富, 公司的国内家用医疗器械平台型龙头地位有望保持稳固、全球市场份额有望提升。

事件

公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报

2024 年公司实现收入 75.66 亿元, 同比下降 5.09%; 归母净利润 18.06 亿元, 同比下降 24.63%; 扣非归母净利润 13.93 亿元, 同比下降 24.12%。基本每股收益 1.81 元/股。2025 年一季度公司实现收入 24.36 亿元, 同比增长 9.17%; 归母净利润 6.25 亿元, 同比下降 5.26%; 扣非归母净利润 5.13 亿元, 同比下降 6.91%。基本每股收益 0.63 元/股。

简评

业绩符合预期, 高基数下 24 年业绩同比下降

2024 年公司实现收入 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%。据此计算, 2024Q4 单季度实现收入 15.38 亿元, 同比+17.51%; 归母净利润 2.74 亿元, 同比+33.60%; 扣非归母净利润 1.19 亿元, 同比-28.01%。业绩符合预期, 2024 年公司收入、利润同比下降, 主要由于上年同期社会公共需求波动, 基数较高。2024 年公司国内业务收入 65.74 亿元, 同比-8.58%; 海外业务收入 9.49 亿元, 同比+30.42%, 外销收入占比进一步提升至 12.5%。

25Q1 收入略超预期, 利润符合预期

2025 年一季度公司实现收入 24.36 亿元, 同比+9.17%; 归母净利润 6.25 亿元, 同比-5.26%; 扣非归母净利润 5.13 亿元, 同比-6.91%。收入增速略超预期, 在高基数下实现高个位数增长, 预计主要受益于国补、消费需求复苏等因素。由于去年同期利润率相对较高, 销售、研发费用率提升下, 利润同比有所下降。

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

王在存

wangzaicun@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521070003

SFC 编号:BVA292

李虹达

lihongda@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100006

吴严

wuyandcq@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524060003

发布日期: 2025 年 05 月 28 日

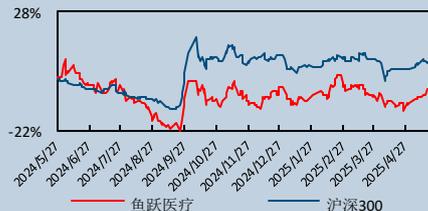
当前股价: 37.25 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
10.84/9.27	-1.94/-1.97	-6.95/-15.30
12 月最高/最低价 (元)		41.80/30.49
总股本 (万股)		100,247.69
流通 A 股 (万股)		94,015.82
总市值 (亿元)		369.01
流通市值 (亿元)		346.07
近 3 月日均成交量 (万)		735.79
主要股东		
江苏鱼跃科技发展有限公司		24.54%

股价表现



相关研究报告

24.09.10 【中信建投医疗器械】鱼跃医疗 (002223):高基数下业绩承压, 下半年有望回归稳健增长

2024 年分产线拆分：血糖、急救业务快速增长，呼吸治疗解决方案板块基数回归正常

公司 2024 年呼吸治疗解决方案收入 25.97 亿元，同比-22.42%；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，该板块过去几年受社会公众需求波动影响较大，现已回归正常基数水平。血糖管理及 POCT 板块 2024 年收入 10.30 亿元，同比+40.20%；其中 CGM 实现翻倍以上增长。家用健康检测业务收入 15.64 亿元，同比-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，红外测温仪等部分产品较上年同期高基数相比营收有所回落。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，而感染控制产品因上年同期需求波动影响，同比有所下降。急救解决方案收入 2.39 亿元，同比+34.05%；近期 Y|YA 系列产品已顺利获得欧盟 MDR 认证。其他收入 0.43 亿元，同比-18.77%。

聚焦全球化、数智化、穿戴化三大战略，新产品有望带来新的增长点

在全球化战略方面，公司近年来持续加快海外市场的布局与深耕，在各重点区域内强化人才配置，推动公司产品在海外陆续获批，通过自建+并购等方式拓展海外渠道和品牌建设。在数智化战略方面，公司积极将 AI 等前沿技术融入公司运营和产品开发中，例如：公司 CGM 产品算法深度运用 AI 技术进行迭代和创新；AI 技术正为公司运营、管理、法务、审计等多方面提供支持；公司已在推进产品全面 IoT 化，致力于使用 AI 技术为用户提供全周期的健康管理产品与服务。在可穿戴化方面，公司正积极布局智能穿戴设备，涉及血糖、血压、血氧等指标等，目前已经在专业技术及临床数据积累等方面打下良好基础，未来有望推出“监测-预警-干预”全链条智能化的产品和健康管理新生态。

展望 Q2 及全年，国内消费需求复苏有望带动公司收入稳健增长，海外业务有望保持较快增速

二季度公司基数回到相对正常水平，利润端有望回归增长趋势。展望全年，随着国内消费需求复苏和公司市占率的持续提升，公司国内业务有望延续稳健增长趋势；海外业务目前收入占比较低，但随着公司持续加快海外渠道布局 and 品牌建设，公司海外业务有望保持快速增长。今年以来公司推出了新一代 CGM、高端制氧机、便携 AED 等新产品，未来有望依托在家用医疗器械领域的优势地位，积极布局 AI 慢病管理、可穿戴设备等新领域，为公司带来新的增长动力。

24 年毛利率有所承压，销售费用率提升显著

2024 年销售毛利率 50.14% (-1.35pp)，预计受国内市场竞争加剧、产品价格有下降压力影响；销售费用率 17.99%(+4.21pp)，预计主要由于公司为进一步提升市场份额，加强市场投入所致；管理费用率 5.66%(+0.51pp)，研发费用率 7.23%(+0.90pp)，财务费用率-3.12%(-1.14pp)，基本保持稳定。经营活动产生的现金流量净额 18.16 亿元，同比下降 14.61%，2024 年末应收账款 7.15 亿元，同比有所增长，主要原因是公司销售业务回款节奏已基本恢复至常规模式。

国内家用医疗器械龙头地位稳固，海外业务有望快速增长

短期来看，公司近年来在国内外的品牌影响力持续提升，线上与线下、国内与海外渠道同步发力，呼吸治疗、血糖管理等核心业务具有较强市场竞争力。中长期来看，随着民众健康意识的提升，公司新产品的持续迭代和丰富，公司的家用医疗器械平台型龙头地位有望保持稳固。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 20.01 亿元、22.76 亿元、26.19 亿元，同比增长 10.8%、13.8%、15.1%，对应 2025 年 5 月 28 日收盘价（37.25 元）PE 分别为 19、16、14X。维持买入评级。

风险提示

- 1) 新品研发不及预期：公司目前在研产品丰富，产品升级迭代对未来业绩增长具有重要推动作用，若新产品研发进度不及预期，可能对业绩增长带来不利影响；
- 2) 产品推广进度不及预期：新一代 CGM 及 AED 等新产品上市后若销售情况不及预期，可能对公司业务带来不利影响；
- 3) 行业竞争加剧风险：公司部分产品在国内市占率较高，若未来国产企业竞争加剧，可能导致公司市场份额提升不及预期；
- 4) 海外市场风险：地缘政治风险及关税政策可能影响公司海外收入增速，汇率波动可能对公司业绩产生影响。

图表1： 预测及比率

单位:百万元	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	7,566	8,481	9,757	11,208
增长率(%)	-5.1%	12.1%	15.0%	14.9%
归属母公司股东净利润	1,806	2,001	2,276	2,619
增长率(%)	-24.6%	10.8%	13.8%	15.1%
每股收益(EPS)	1.80	2.00	2.27	2.61
市盈率(P/E)	21	19	16	14

资料来源: Wind, 中信建投 注: 收盘日期截至 2025 年 5 月 28 日

图表2： 财务预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债表（百万元）						
现金及现金等价物	4838	7215	6619	8127	9296	10247
应收款项	672	472	765	721	797	1000
存货净额	1509	1412	1440	1583	1766	2035
其他流动资产	314	261	386	362	411	507
流动资产合计	9873	9385	9259	10841	12320	13839
固定资产	2123	2085	1961	2093	2197	2330
无形资产及其他	520	511	492	472	453	433
投资性房地产	2337	3761	3869	3869	3869	3869
长期股权投资	243	226	65	85	107	132
资产总计	15095	15967	15646	17361	18946	20603
短期借款及交易性金融负债	574	526	23	374	374	257
应付款项	1447	1411	1529	1592	1806	2096
其他流动负债	1165	937	1140	1218	1344	1602
流动负债合计	3186	2873	2693	3185	3525	3955
长期借款及应付债券	1509	684	0	0	0	0
其他长期负债	333	495	299	305	296	230
长期负债合计	1843	1178	299	305	296	230
负债合计	5029	4052	2992	3490	3820	4184
少数股东权益	206	152	119	118	117	115
股东权益	9860	11764	12535	13753	15009	16303
负债和股东权益总计	15095	15967	15646	17361	18946	20603
利润表（百万元）						
营业收入	7102	7972	7566	8481	9757	11208
营业成本	3684	3867	3772	4119	4675	5310
营业税金及附加	70	81	74	85	98	111
销售费用	1031	1098	1361	1399	1659	1961
管理费用	917	915	975	1088	1249	1454
财务费用	(96)	(157)	(236)	(124)	(140)	(162)
投资收益	129	143	23	99	88	70
资产减值及公允价值变动	106	89	47	81	72	67
其他收入	111	494	243	209	225	262
营业利润	1842	2893	1932	2302	2602	2931
营业外净收支	1	(45)	1	(14)	(19)	(11)
利润总额	1842	2849	1933	2288	2583	2921
所得税费用	270	472	129	289	309	304
少数股东损益	(22)	(19)	(1)	(2)	(2)	(2)
归属于母公司净利润	1595	2396	1806	2001	2276	2619

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金流量表 (百万元)						
净利润	1595	2396	1806	2001	2276	2619
资产减值准备	69	(33)	(15)	(47)	1	1
折旧摊销	199	207	213	229	243	260
公允价值变动损失	(106)	(89)	(47)	(81)	(72)	(67)
财务费用	(96)	(157)	(236)	(124)	(140)	(162)
营运资本变动	588	(1210)	(443)	25	22	(86)
其它	(86)	19	15	46	(2)	(2)
经营活动现金流	2258	1290	1528	2173	2468	2725
资本开支	(495)	(197)	(94)	(213)	(256)	(307)
其它投资现金流	(234)	2514	(24)	0	0	0
投资活动现金流	(753)	2334	42	(233)	(278)	(332)
权益性融资	136	24	8	0	0	0
支付股利、利息	(351)	(661)	(1224)	(783)	(1020)	(1325)
其它融资现金流	1403	1701	1643	351	0	(117)
融资活动现金流	939	(1247)	(2167)	(432)	(1020)	(1442)
现金净变动	2445	2377	(597)	1508	1169	951
货币资金的期初余额	2394	4838	7215	6619	8127	9296
货币资金的期末余额	4838	7215	6619	8127	9296	10247

资料来源: 公司公告, Wind, 中信建投

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

王在存

中信建投医疗器械及服务首席分析师，北京大学生物医学工程博士，《医疗器械行业蓝皮书》编委。团队负责研究医疗器械与医疗服务各细分赛道的发展趋势和投资机遇，团队成员的医疗产业资源丰富。

李虹达

北京大学金融硕士、理学/经济学双学士。2021 年加入中信建投研究发展部。主要覆盖医疗器械行业。

吴严

中信建投医药分析师，复旦大学保险学硕士，华东理工大学学士。主要负责医疗服务、医疗器械行业研究。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话: (8610) 56135088
 联系人: 李祉瑶
 邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话: (8621) 6882-1600
 联系人: 翁起帆
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话: (86755) 8252-1369
 联系人: 曹莹
 邮箱: caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话: (852) 3465-5600
 联系人: 刘泓麟
 邮箱: charleneliu@csci.hk