

鱼跃医疗（002223.SZ）

呼吸治疗业务企稳回升，血糖管理业务表现亮眼

优于大市

核心观点

公司 2025H1 收入及利润重回增长轨道。2025H1 公司实现营业收入 46.59 亿元，同比增长 8.2%；归母净利润 12.03 亿元，同比增长 7.4%。25Q2 单季度公司实现营收 22.23 亿元，同比增长 7.1%；归母净利润 5.78 亿元，同比增长 25.4%。受益于公司 CGM、家用呼吸机等产品的快速放量，公司营收与利润端重回稳健增长状态。

销售费用率维持较高水平，利润端保持同比稳定。2025H1 公司销售费用率 17.4%（+3.1pp），主要因 CGM 等新品市场费用投入较多，导致销售人员费用、电商平台费以及业务宣传费有较大提升；管理费用率 4.7%（-0.1pp）财务费用率-2.2%（+0.2pp）；研发费用率 6.3%，同比基本持平；公司目前正处于市场投入扩张及产品迭代的加速期，预计销售费用与研发费用规模将持续提升。公司 2025H1 毛利率 50.4%（+0.3pp），净利率 25.7%（-0.4pp），后续随着高毛利产品的放量，公司利润端仍有进一步改善的空间。

呼吸治疗业务恢复增长，血糖管理及急救业务增速亮眼。2025H1 公司呼吸治疗解决方案收入 16.74 亿元（+1.9%），其中家用呼吸机同比增速超 40%，制氧机业务恢复增长；血糖管理及 POCT 解决方案收入 6.74 亿元（+20.0%），CGM 新产品 Anytime 4 系列和 Anytime 5 系列陆续推向市场，带动板块收入实现高速增长；家用健康检测解决方案收入 10.14 亿元（+15.2%），其中电子血压计实现双位数增长；临床器械及康复解决方案收入 11.34 亿元（+3.3%）；急救解决方案及其他收入 1.36 亿元（+30.5%），多款产品获得欧盟 MDR 认证，全球销售渠道稳步拓展。各版块 2025H1 毛利率同比基本维持稳定，其中呼吸治疗解决方案毛利率 53.7%（+1.7pp），主要受益于新款家用呼吸机及制氧机产品的放量。

投资建议：公司为国产家用医疗器械龙头，核心业务重点聚焦，积极孕育高潜力业务，CGM 等热门新产品短期放量空间较大，中长期看海内外成长空间广阔。维持盈利预测，预计公司 2025-2027 年营业收入 86.31/97.72/110.55 亿元，同比增速 14.1%/13.2%/13.1%；预计公司 2025-2027 年归母净利润 20.13/23.72/27.75 亿元，同比增速 11.5%/17.9%/17.0%，当前股价对应 PE=18.8/15.9/13.6 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：产品销售不及预期风险、集采政策风险、研发风险、市场竞争加剧风险。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,972	7,566	8,631	9,772	11,055
(+/-%)	12.3%	-5.1%	14.1%	13.2%	13.1%
归母净利润(百万元)	2396	1806	2013	2372	2775
(+/-%)	50.2%	-24.6%	11.5%	17.9%	17.0%
每股收益(元)	2.39	1.80	2.01	2.37	2.77
EBIT Margin	25.2%	18.3%	22.7%	24.2%	25.7%
净资产收益率(ROE)	20.4%	14.4%	14.4%	15.2%	15.9%
市盈率(PE)	15.8	20.9	18.8	15.9	13.6
EV/EBITDA	18.9	25.5	18.7	15.8	13.4
市净率(PB)	3.21	3.01	2.70	2.42	2.16

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

医药生物·医疗器械

证券分析师：陈曦炳 0755-81982939
chenxibing@guosen.com.cn
S0980521120001

证券分析师：彭思宇 0755-81982723
cnpengsiyu@guosen.com.cn
S0980521060003

联系人：贾瑞祥
021-60875137
jiaruixiang@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	37.66 元
总市值/流通市值	37753/35406 百万元
52 周最高价/最低价	42.08/30.05 元
近 3 个月日均成交额	314.59 百万元

市场走势



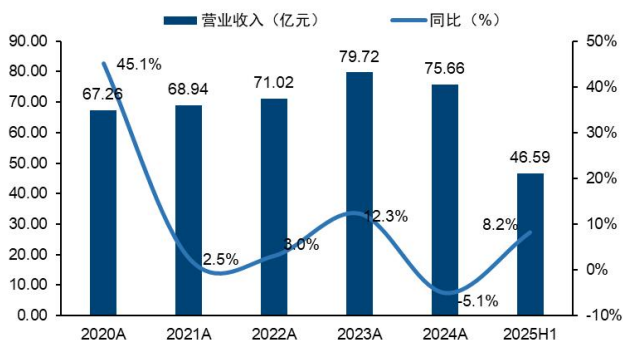
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《鱼跃医疗（002223.SZ）-国产家用医疗器械龙头，沉淀聚焦高成长赛道》——2025-08-21

公司 2025H1 收入及利润重回增长轨道。2025H1 公司实现营业收入 46.59 亿元，同比增长 8.2%；归母净利润 12.03 亿元，同比增长 7.4%。25Q2 单季度公司实现营收 22.23 亿元，同比增长 7.1%；归母净利润 5.78 亿元，同比增长 25.4%。受益于公司 CGM、家用呼吸机等产品的快速放量，公司营收与利润端重回稳健增长状态。

图1：鱼跃医疗营业收入及增速（单位：亿元、%）



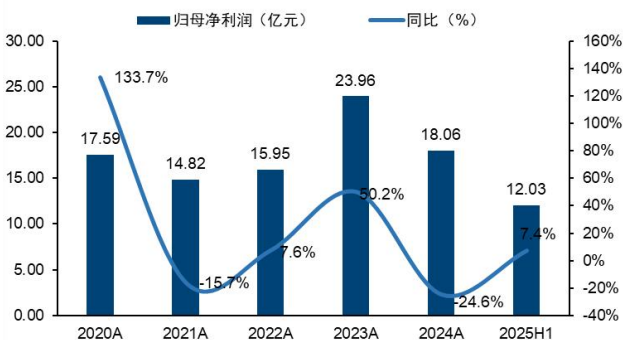
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图2：鱼跃医疗单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图3：鱼跃医疗归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

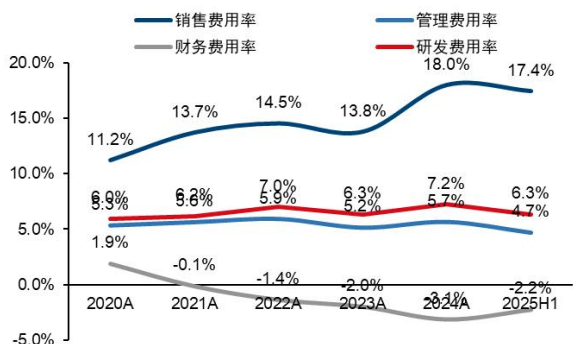
图4：鱼跃医疗单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

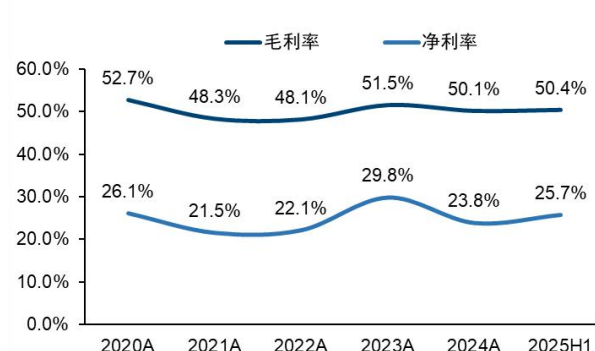
销售费用率维持较高水平，利润端保持同比稳定。2025H1 公司销售费用率 17.4%（+3.1pp），主要因 CGM 等新品市场费用投入较多，导致销售人员费用、电商平台费以及业务宣传费有较大提升；管理费用率 4.7%（-0.1pp）；财务费用率-2.2%（+0.2pp）；研发费用率 6.3%，同比基本持平；公司目前正处于市场投入扩张及产品迭代的加速期，预计销售费用与研发费用规模将持续提升。公司 2025H1 毛利率 50.4%（+0.3pp），净利率 25.7%（-0.4pp），后续随着高毛利产品的放量，公司利润端仍有进一步改善的空间。

图5: 鱼跃医疗费用率变化情况



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

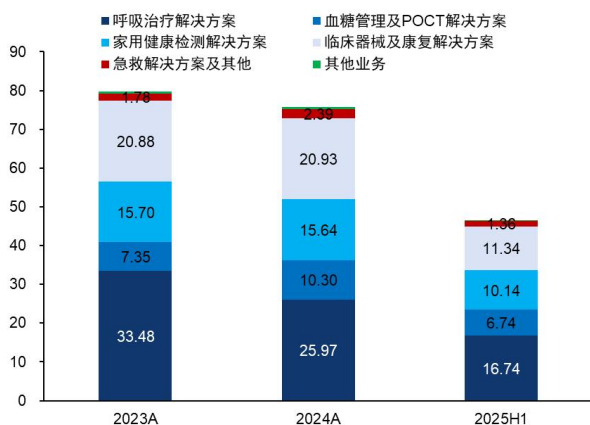
图6: 鱼跃医疗毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

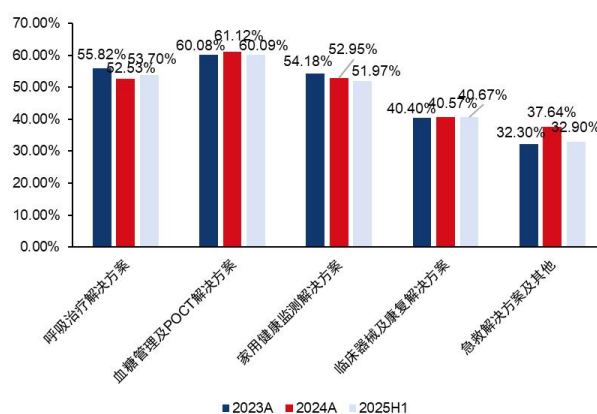
呼吸治疗业务恢复增长，血糖管理及急救业务增速亮眼。2025H1 公司呼吸治疗解决方案收入 16.74 亿元（+1.9%），其中家用呼吸机同比增速超 40%，制氧机业务恢复增长；血糖管理及 POCT 解决方案收入 6.74 亿元（+20.0%），CGM 新产品 Anytime 4 系列和 Anytime 5 系列陆续推向市场，带动板块收入实现高速增长；家用健康检测解决方案收入 10.14 亿元（+15.2%），其中电子血压计实现双位数增长；临床器械及康复解决方案收入 11.34 亿元（+3.3%）；急救解决方案及其他收入 1.36 亿元（+30.5%），多款产品获得欧盟 MDR 认证，全球销售渠道稳步拓展。各版块 2025H1 毛利率同比基本维持稳定，其中呼吸治疗解决方案毛利率 53.7%（+1.7pp），主要受益于新款家用呼吸机及制氧机产品的放量。

图7: 鱼跃医疗收入拆分（按业务板块，单位：亿元）



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

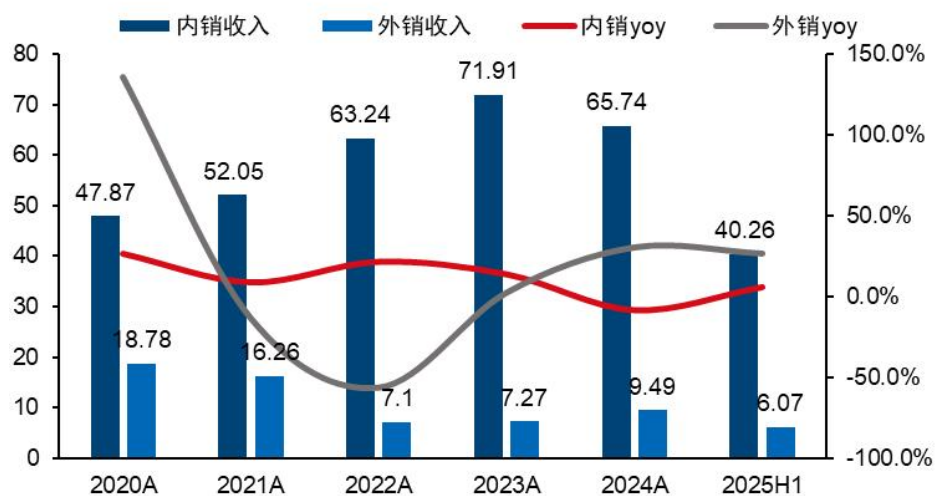
图8: 鱼跃医疗各业务板块毛利率情况



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

公司外销收入规模持续扩大，海外营销体系逐渐建设完善。2025H1 公司外销收入 6.07 亿元，同比增长 26.6%。近年来公司不断强化海外本土化团队建设，在多个国家设立子公司、不断拓宽外销渠道，在各个海外市场探索适合当地运营的模式，在全球市场的品牌知名度与影响力迅速提升。后续随着公司各管线产品在海外获证销售，预计公司外销收入规模将维持快速扩大的态势。

图9: 鱼跃医疗内外销收入及增速情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	7215	6619	8394	10026	11930	营业收入	7972	7566	8631	9772	11055
应收款项	472	765	709	803	909	营业成本	3867	3772	4210	4699	5243
存货净额	1412	1440	1565	1696	1891	营业税金及附加	81	74	86	98	111
其他流动资产	261	386	345	391	442	销售费用	1098	1361	1381	1515	1658
流动资产合计	9385	9259	11063	12965	15221	管理费用	411	428	443	489	539
固定资产	2085	1961	1829	1701	1576	研发费用	504	547	552	606	663
无形资产及其他	511	492	473	455	436	财务费用	(157)	(236)	(176)	(212)	(263)
投资性房地产	3761	3869	3869	3869	3869	投资收益	143	23	75	75	75
长期股权投资	226	65	65	65	65	资产减值及公允价值变动	(97)	(47)	(30)	(20)	(10)
资产总计	15967	15646	17300	19055	21168	其他收入	176	(210)	(552)	(606)	(663)
短期借款及交易性金融负债	526	23	500	300	200	营业利润	2893	1932	2180	2633	3168
应付款项	1411	1529	1631	1820	2077	营业外净收支	(45)	1	0	0	0
其他流动负债	937	1140	708	789	879	利润总额	2849	1933	2180	2633	3168
流动负债合计	2873	2693	2839	2909	3156	所得税费用	472	129	169	263	396
长期借款及应付债券	684	0	0	0	0	少数股东损益	(19)	(1)	(2)	(2)	(2)
其他长期负债	495	299	349	399	449	归属于母公司净利润	2396	1806	2013	2372	2775
长期负债合计	1178	299	349	399	449	现金流量表（百万元）					
负债合计	4052	2992	3188	3308	3605	净利润	2396	1806	2013	2372	2775
少数股东权益	152	119	118	116	115	资产减值准备	(33)	(15)	(4)	(5)	(4)
股东权益	11764	12535	13995	15631	17448	折旧摊销	207	213	226	232	239
负债和股东权益总计	15967	15646	17300	19055	21168	公允价值变动损失	97	47	30	20	10
关键财务与估值指标						财务费用	(157)	(236)	(176)	(212)	(263)
每股收益	2.39	1.80	2.01	2.37	2.77	营运资本变动	(1210)	(443)	(314)	46	40
每股红利	0.66	1.22	0.55	0.73	0.95	其它	19	15	3	3	3
每股净资产	11.73	12.50	13.96	15.59	17.41	经营活动现金流	1476	1622	1953	2669	3062
ROIC	16.46%	12.07%	16%	19%	22%	资本开支	0	(0)	(101)	(101)	(101)
ROE	20.37%	14.40%	14%	15%	16%	其它投资现金流	2514	(24)	0	0	0
毛利率	51%	50%	51%	52%	53%	投资活动现金流	2531	136	(101)	(101)	(101)
EBIT Margin	25%	18%	23%	24%	26%	权益性融资	24	8	0	0	0
EBITDA Margin	28%	21%	25%	27%	28%	负债净变化	(825)	(684)	0	0	0
收入增长	12%	-5%	14%	13%	13%	支付股利、利息	(661)	(1224)	(553)	(735)	(957)
净利润增长率	50%	-25%	11%	18%	17%	其它融资现金流	1318	1455	477	(200)	(100)
资产负债率	26%	20%	19%	18%	18%	融资活动现金流	(1630)	(2355)	(77)	(935)	(1057)
股息率	1.7%	3.2%	1.5%	1.9%	2.5%	现金净变动	2377	(597)	1775	1632	1904
P/E	15.8	20.9	18.8	15.9	13.6	货币资金的期初余额	4838	7215	6619	8394	10026
P/B	3.2	3.0	2.7	2.4	2.2	货币资金的期末余额	7215	6619	8394	10026	11930
EV/EBITDA	18.9	25.5	18.7	15.8	13.4	企业自由现金流	0	1060	1618	2306	2663
						权益自由现金流	0	1831	2257	2297	2793

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032