

鱼跃医疗 (002223.SZ)

25Q2 经营稳健，海外本土化布局持续推进

鱼跃医疗发布 2025 年半年度报告。2025H1 公司实现营业收入 46.59 亿元，同比增长 8.16%；归母净利润 12.03 亿元，同比增长 7.37%；扣非后归母净利润 9.14 亿元，同比下滑 5.22%。分季度看，2025Q2 实现营业收入 22.23 亿元，同比增长 7.06%；归母净利润 5.78 亿元，同比增长 25.43%；扣非后归母净利润 4.01 亿元，同比下滑 2.98%。

观点：业务回归常态化轨道，25Q2 公司经营稳健，扣非端增速不及归母端主要系政府补助等因素影响。血糖板块高速增长，CGM 产品持续迭代，新产品陆续推向市场。外销收入增长亮眼，制氧机、呼吸机等重点产品持续突破海外市场，海外属地化建设持续推进完善，家用医疗器械龙头未来可期。

业务回归常态化轨道，25Q2 收入端稳健增长，扣非端增速不及归母端主要系政府补助等因素影响。随着公司业务逐步回归常态化轨道，2025Q2 公司收入端实现稳健增长，扣非端增速不及归母端主要系本期政府补助较高影响（2025H1 政府补助为 2.85 亿元，同比增加 1.47 亿元）。2025Q2 公司毛利率为 50.43%（同比+0.24pp），销售费用率 20.22%（同比+3.83pp），管理费用率 5.29%（同比-0.02pp），研发费用率 6.24%（同比-0.75pp），财务费用率-2.98%（同比-0.55pp），销售费用率增加主要系随着销售规模的扩大，公司加大了在电商平台、广告投放力度，人工等成本也有所增加。

血糖板块引领增长，CGM 持续迭代贡献业绩增量。（以下业绩均为 25H1 数据）

- **血糖及 POCT**：收入 6.74 亿元（同比+20.00%），毛利率 60.09%（同比-0.10pp）。BGM 产品实现稳步增长，推出二代脱氢酶血糖检测等新产品助力高端客户群突破。CGM 产品持续迭代，Anytime 4 系列、Anytime 5 系列等新产品陆续推向市场，带动 CGM 业务实现高速增长。
- **呼吸治疗**：收入 16.74 亿元（同比+1.93%），毛利率 53.70%（同比+1.70pp）。呼吸治疗板块回归增长趋势，其中制氧机业务规模恢复同比增长。国内外渠道布局日益完善，驱动家用呼吸机产品高速增长（同比增长超 40%）。
- **临床器械及康复**：收入 11.34 亿元（同比+3.32%），毛利率 40.67%（同比-0.36pp）。针灸针、轮椅产品实现稳步增长，手术器械、感染控制产品业务发展稳定。板块内各核心产品市场地位稳固，产品布局持续完善。
- **家用健康监测**：收入 10.14 亿元（同比+15.22%），毛利率 51.97%（同比-0.42pp）。电子血压计实现双位数增长，红外体温计等产品同比亦呈现良好增长态势。
- **急救**：收入 1.36 亿元（同比+30.54%），毛利率 32.90%（同比-0.49pp）。HeartSave YIYA 系列、myPAD 系列等产品顺利获得欧盟 MDR 认证，海外市场稳步拓展。

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，2025H1 实现外销收入 6.07 亿元，同比增长 26.63%。分产品来看，呼吸治疗类产品作为出海先锋，制氧机、呼吸机等均实现快速增长。分区域来看，东南亚市场，实现高速增长，其中泰国子公司已经形成模板效应，未来有望将泰国模式复制向更多地区。欧洲市场，团队逐步完善，注册工作更加高效，渠道对接更加广泛，上半年实现高速增长。美国市场，公司借助合作伙伴 Inogen 渠道推进呼吸治疗产品业务拓展，上半年实现销售放量。未来将会有更多产品导入海外市场，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 84.79、96.13、108.84 亿元，分别同比增长 12.1%、13.4%、13.2%；归母净利润分别为 21.22、25.17、29.13 亿元，分别同比增长 17.5%、18.6%、15.7%；对应 PE 分别为 17X、15X、13X，维持“买入”评级。

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	8,479	9,613	10,884
增长率 yoy (%)	12.3	-5.1	12.1	13.4	13.2
归母净利润（百万元）	2,396	1,806	2,122	2,517	2,913
增长率 yoy (%)	50.2	-24.6	17.5	18.6	15.7
EPS 最新摊薄（元/股）	2.39	1.80	2.12	2.51	2.91
净资产收益率 (%)	20.4	14.4	14.7	15.1	15.1
P/E (倍)	15.4	20.5	17.4	14.7	12.7
P/B (倍)	3.1	3.0	2.6	2.2	1.9

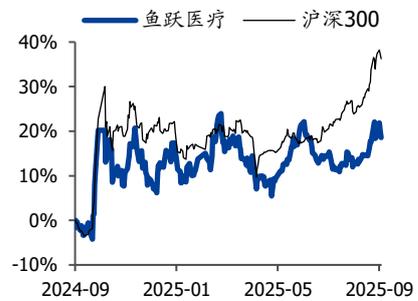
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 09 月 03 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	医疗器械
前次评级	买入
09 月 03 日收盘价（元）	36.92
总市值（百万元）	37,011.45
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）	12.10

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)：主业回归常态化轨道，海外市场高速增长》 2025-05-04
- 《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

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	11244	13782	16871
现金	7215	6619	8515	10805	13437
应收票据及应收账款	448	742	694		938
其他应收款	24	23	27	29	33
预付账款	42	42	61	57	67
存货	1412	1440	1609	1776	2021
其他流动资产	244	393	337	357	374
非流动资产	6582	6387	6402	6402	6402
长期投资	226	65	65	65	65
固定资产	1974	1956	1956	1956	1956
无形资产	511	492	492	492	492
其他非流动资产	3871	3873	3888	3888	3888
资产总计	15967	15646	17645	20183	23272
流动负债	2873	2693	2863	3136	3600
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1411	1529	1619	1816	2082
其他流动负债	1463	1163	1244	1320	1518
非流动负债	1178	299	282	282	282
长期借款	684	0	0	0	0
其他非流动负债	495	299	282	282	282
负债合计	4052	2992	3145	3418	3882
少数股东权益	152	119	103	89	75
股本	1002	1002	1002	1002	1002
资本公积	1947	1916	1916	1916	1916
留存收益	8917	9520	11429	13709	16347
归属母公司股东权益	11764	12535	14398	16677	19315
负债和股东权益	15967	15646	17645	20183	23272

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	1774	2111	2577
净利润	2376	1804	2106	2503	2900
折旧摊销	263	288	0	0	0
财务费用	55	-42	0	0	0
投资损失	-143	-23	-111	-109	-100
营运资金变动	-148	-134	36	24	7
其他经营现金流	-275	-76	-258	-308	-230
投资活动现金流	1735	-25	397	417	330
资本支出	-101	-124	253	308	230
长期投资	1747	96	0	0	0
其他投资现金流	89	2	144	109	100
筹资活动现金流	-1465	-2399	-261	-238	-275
短期借款	-55	0	0	0	0
长期借款	-825	-684	0	0	0
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	-261	-238	-275
现金净增加额	2421	-592	1897	2290	2631

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	7972	7566	8479	9613	10884
营业成本	3877	3772	4178	4710	5300
营业税金及附加	81	74	85	96	108
营业费用	1088	1361	1543	1740	1959
管理费用	411	428	475	529	588
研发费用	504	547	611	683	762
财务费用	-157	-236	-222	-286	-363
资产减值损失	-93	-47	0	0	0
其他收益	115	352	236	284	377
公允价值变动收益	-4	0	0	0	0
投资净收益	143	23	111	109	100
资产处置收益	555	6	267	327	241
营业利润	2893	1932	2425	2862	3247
营业外收入	3	5	6	5	5
营业外支出	48	4	20	24	16
利润总额	2849	1933	2410	2843	3237
所得税	472	129	304	340	337
净利润	2376	1804	2106	2503	2900
少数股东损益	-19	-1	-16	-14	-14
归属母公司净利润	2396	1806	2122	2517	2913
EBITDA	2358	1978	2188	2557	2874
EPS (元/股)	2.39	1.80	2.12	2.51	2.91

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	12.1	13.4	13.2
营业利润(%)	57.1	-33.2	25.5	18.0	13.5
归属母公司净利润(%)	50.2	-24.6	17.5	18.6	15.7
获利能力					
毛利率(%)	51.4	50.1	50.7	51.0	51.3
净利率(%)	30.1	23.9	25.0	26.2	26.8
ROE(%)	20.4	14.4	14.7	15.1	15.1
ROIC(%)	13.3	12.4	13.1	13.4	13.2
偿债能力					
资产负债率(%)	25.4	19.1	17.8	16.9	16.7
净负债比率(%)	-50.2	-52.0	-58.4	-64.2	-69.1
流动比率	3.3	3.4	3.9	4.4	4.7
速动比率	2.7	2.8	3.3	3.7	4.0
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	13.0	12.1	13.5	13.1
应付账款周转率	3.2	3.2	3.3	3.4	3.4
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.39	1.80	2.12	2.51	2.91
每股经营现金流(最新摊薄)	2.12	1.81	1.77	2.11	2.57
每股净资产(最新摊薄)	11.73	12.50	14.36	16.64	19.27
估值比率					
P/E	15.4	20.5	17.4	14.7	12.7
P/B	3.1	3.0	2.6	2.2	1.9
EV/EBITDA	12.2	15.2	13.0	10.3	8.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年09月03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	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
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	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