

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

鱼跃医疗(002223)

投资评级 买入

上次评级 买入

唐爱金 医药行业首席分析师

执业编号: S1500523080002

邮箱: tangaijin@cindasc.com

贺鑫 医药行业联席首席分析师

执业编号: S1500524120003

邮箱: hexin1@cindasc.com

曹佳琳 医药行业分析师

执业编号: S1500523080011

邮箱: caojialin@cindasc.com

相关研究

血糖业务增长 40%，海外拓展成效凸显
“产品+营销”双轮驱动，塑造家用医
疗器械领先品牌

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金隅大厦 B
座

邮编: 100031

血糖和呼吸业务表现亮眼，海外成长可期

2025 年 09 月 04 日

事件：公司发布 2025 年中期报告，2025 年上半年实现营业收入 46.59 亿元（yoy+8.16%），归母净利润 12.03 亿元（yoy+7.37%），扣非归母净利润 9.14 亿元（yoy-5.22%），经营活动现金流 11.67 亿元（yoy+15.13%）。其中 2025Q2 收入 22.23 亿元（yoy+7.06%），归母净利润 5.78 亿元（yoy+25.43%）。

点评：

- **呼吸+血糖双轮驱动成长，海外本地化布局成效凸显。**2025 年上半年实现营业收入 46.59 亿元（yoy+8.16%），展现稳定增长态势，其中家用呼吸机系列随着性能大幅提升的第三代睡眠呼吸机上市，叠加欧洲、泰国等渠道突破，收入同比增超 40%，未来随着公司更静音、更智能的新品上市，呼吸业务有望保持较快增长势头；血糖管理板块随着 CGM 新产品 Anytime4 系列、Anytime5 系列陆续推向市场，呈现较快增长，2025H1 糖尿病护理解决方案实现收入 6.74 亿元（yoy+20%），我们认为随着 AI 技术赋能，公司 CGM 产品智能化水平有望提高，产品竞争力有望进一步提升，驱动血糖业务板块持续增长。从区域维度来看，随着公司本地化布局成效凸显，叠加 Inogen 渠道赋能，2025H1 公司实现外销收入 6.07 亿元（yoy+26.63%），其中东南亚、欧洲均实现高速增长，我们认为随着公司持续完善海外市场布局，核心产品如制氧机、呼吸机、BGM、CGM 陆续完成市场准入，并逐步放量，海外市场有较大成长潜力。
- **布局 AI 智能穿戴医疗设备，搭建健康管理生态体系。**公司作为国内领先的家用医疗器械厂商，正积极开展 AI 智能穿戴医疗设备的研发工作，致力于利用人工智能、大数据、物联网等技术，将数智科技与医疗设备深度融合，逐步打造“硬件+软件+数据”的一体化健康管理生态体系。在硬件端，公司以健康管理为核心，积极开发覆盖呼吸、血糖、血压全场景健康管理的 AI 智能穿戴医疗设备，在软件和数据端，公司对鱼跃 AI Agent 应用程序与现有的“鱼跃健康管家”平台进行整合升级，实现对多维健康数据的采集与管理、分析与解读，提升用户粘性。我们认为公司在家用医疗器械领域有较为广泛的用户基础，通过 AI、物流网等技术赋能，有望率先实现从“设备销售”到“健康管理方案输出”的业务转型，打开长期成长天花板。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 86.39、99.09、113.79 亿元，同比增速分别为 14.2%、14.7%、14.8%，实现归母净利润为 21.04、24.53、28.82 亿元，同比分别增长 16.5%、16.6%、17.5%，对应 2025 年 9 月 3 日股价 PE 分别为 18、15、13 倍，维持“买入”投资评级。
- **风险因素：**市场竞争风险；境外市场拓展不及预期风险；技术创新能力

风险。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	7,972	7,566	8,639	9,909	11,379
增长率 YoY %	12.3%	-5.1%	14.2%	14.7%	14.8%
归属母公司净利润 (百万元)	2,396	1,806	2,104	2,453	2,882
增长率 YoY%	50.2%	-24.6%	16.5%	16.6%	17.5%
毛利率%	51.4%	50.1%	49.7%	49.8%	50.0%
净资产收益率ROE%	20.4%	14.4%	14.6%	14.7%	14.8%
EPS(摊薄)(元)	2.39	1.80	2.10	2.45	2.88
市盈率 P/E(倍)	15.45	20.50	17.59	15.09	12.84
市净率 P/B(倍)	3.15	2.95	2.56	2.21	1.91

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 9 月 3 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	9,385	9,259	11,376	13,916	17,039
货币资金	7,215	6,619	8,571	10,900	13,733
应收票据	0	27	0	0	0
应收账款	448	715	816	908	1,011
预付账款	42	42	52	60	65
存货	1,412	1,440	1,570	1,657	1,818
其他	268	416	367	390	411
非流动资产	6,582	6,387	6,411	6,438	6,408
长期股权投资	226	65	66	67	67
固定资产(合计)	1,974	1,956	1,966	1,975	1,983
无形资产	511	492	490	489	459
其他	3,871	3,873	3,888	3,906	3,899
资产总计	15,967	15,646	17,788	20,353	23,447
流动负债	2,873	2,693	2,944	3,235	3,668
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	275	304	423	463	522
应付账款	1,136	1,226	1,359	1,507	1,707
其他	1,463	1,163	1,162	1,266	1,439
非流动负债	1,178	299	282	282	282
长期借款	684	0	0	0	0
其他	495	299	282	282	282
负债合计	4,052	2,992	3,226	3,517	3,950
少数股东权益	152	119	107	97	85
归属母公司股东权益	11,764	12,535	14,455	16,739	19,412
负债和股东权益	15,967	15,646	17,788	20,353	23,447
重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	7,972	7,566	8,639	9,909	11,379
同比(%)	12.3%	-5.1%	14.2%	14.7%	14.8%
归属母公司净利润	2,396	1,806	2,104	2,453	2,882
同比	50.2%	-24.6%	16.5%	16.6%	17.5%
毛利率(%)	51.4%	50.1%	49.7%	49.8%	50.0%
ROE%	20.4%	14.4%	14.6%	14.7%	14.8%
EPS(摊薄)(元)	2.39	1.80	2.10	2.45	2.88
P/E	15.45	20.50	17.59	15.09	12.84
P/B	3.15	2.95	2.56	2.21	1.91
EV/EBITDA	12.17	15.17	11.80	9.56	7.43

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	7,972	7,566	8,639	9,909	11,379
营业成本	3,877	3,772	4,347	4,970	5,691
营业税金及附加	81	74	86	99	113
销售费用	1,088	1,361	1,369	1,571	1,798
管理费用	411	428	449	525	614
研发费用	504	547	587	694	797
财务费用	-157	-236	-198	-256	-326
减值损失合计	-93	-47	-46	-46	-45
投资净收益	143	23	43	50	57
其他	676	337	369	426	492
营业利润	2,893	1,932	2,363	2,736	3,196
营业外收支	-45	1	-4	-3	0
利润总额	2,849	1,933	2,359	2,733	3,196
所得税	472	129	266	290	326
净利润	2,376	1,804	2,093	2,443	2,870
少数股东损益	-19	-1	-11	-11	-12
归属母公司净利润	2,396	1,806	2,104	2,453	2,882
EBITDA	2,358	1,978	2,414	2,736	3,139
EPS(当年)(元)	2.41	1.81	2.10	2.45	2.88

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,127	1,816	2,365	2,754	3,235
净利润	2,376	1,804	2,093	2,443	2,870
折旧摊销	263	288	252	259	269
财务费用	55	-42	1	1	1
投资损失	-143	-23	-43	-50	-57
营运资金变动	-148	-134	40	81	143
其它	-275	-76	22	19	8
投资活动现金流	1,735	-25	-147	-190	-126
资本支出	-101	-124	-203	-208	-183
长期投资	1,747	96	-21	-31	0
其他	89	2	76	50	57
筹资活动现金流	-1,465	-2,399	-252	-235	-276
吸收投资	103	8	10	0	0
借款	-881	-684	0	0	0
支付利息或股息	-661	-1,224	-201	-235	-276
现金流净增加额	2,421	-592	1,953	2,329	2,833

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师，浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超 9 年。

贺鑫，医药联席首席分析师，北京大学汇丰商学院硕士，上海交通大学工学学士，5 年医药行业研究经验，2024 年加入信达证券，主要覆盖医疗服务、CXO、生命科学上游、中药等细分领域。

曹佳琳，医药分析师，中山大学岭南学院数量经济学硕士，2 年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL 等领域的研究工作。

章钟涛，医药分析师，暨南大学国际投融资硕士，1 年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

赵丹，医药分析师，北京大学生物医学工程硕士，2 年创新药行业研究经历，2024 年加入信达证券。主要覆盖创新药。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券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并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。