

经营稳健，出海加速

——鱼跃医疗 2025 年中报点评

核心观点

- 业绩稳健，“呼吸+血糖”驱动双轮增长。**2025H1，公司实现营收 46.6 亿元（同比+8.2%），实现归母净利润 12.0 亿元（同比+7.4%），表现稳健。分业务来看，公司呼吸及血糖业务构成双轮驱动力。2025H1，公司家用呼吸机产品同比增速超 40%，系公司依托持续研发投入，产品迭代升级，和国内外销售渠道布局日益完善所致。其次，公司血糖业务快速发展，营收实现 6.7 亿元（同比+20%）。2025H1，公司成功推出二代脱氢酶血糖检测等新品，实现 BGM 业务在高端客群的突破；同时，公司 CGM 新品 Anytime 4 系列、Anytime 5 系列陆续推向市场，性能优异，带动 CGM 业务实现高速增长。
- 积极出海，已突破重点国家和地区。**2025H1 公司海外业务实现收入 6.1 亿元（同比+26.6%），营收占比为 13.0%。分产品来看，呼吸治疗类产品是海外业务主要来源，制氧机、呼吸机等均实现快速增长。未来，BGM 和 CGM 将是公司海外拓展的重点品类。分区域来看，在东南亚地区，公司实现高速增长，泰国子公司已形成模板效应。在欧洲地区，公司团队逐步完善，注册、渠道对接工作顺利进行中，25H1 实现高速增长。在美国市场，公司借助合作伙伴 Inogen 渠道推进市场拓展，上半年已实现销售放量。同时公司属地化建设稳步推进，为海外业务奠定坚实基础。
- 布局 AI 智能穿戴，打造健康管理生态体系。**公司高度重视具备连续性监测功能的产品研发，积极开发 AI 智能穿戴医疗设备，涵盖呼吸治疗、血糖管理、血压监测等多个健康管理场景，有望成为新兴增长驱动力。同时，公司整合升级鱼跃 AI Agent 应用程序与现有的“鱼跃健康管家”平台，鱼跃 AI Agent 应用程序整合了多品类医疗设备的数据接口，可实现健康数据的采集与管理、分析与解读，将成为连接公司产品与用户需求的重要纽带，有效加强公司品牌黏性。

盈利预测与投资建议

- 根据 2025 年中报，我们下调费用率预测，预测公司 2025-2027 年 EPS 分别为 2.02、2.37、2.81 元（原 25-27 年预测 EPS 为 2.01、2.36 和 2.78 元）。参考可比公司，维持 2025 年 24 倍 PE，对应目标价 48.48 元，维持给予“买入”评级。

风险提示

- 销售及产品推广不及预期；终端需求下降；渠道开拓不及预期；费用超预期风险。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,972	7,566	8,669	9,971	11,302
同比增长(%)	12.3%	-5.1%	14.6%	15.0%	13.4%
营业利润(百万元)	2,893	1,932	2,308	2,696	3,143
同比增长(%)	57.1%	-33.2%	19.5%	16.8%	16.6%
归属母公司净利润(百万元)	2,396	1,806	2,020	2,378	2,820
同比增长(%)	50.2%	-24.6%	11.9%	17.7%	18.6%
每股收益(元)	2.39	1.80	2.02	2.37	2.81
毛利率(%)	51.4%	50.1%	50.7%	50.6%	50.9%
净利率(%)	30.1%	23.9%	23.3%	23.8%	24.9%
净资产收益率(%)	22.2%	14.9%	15.2%	16.0%	16.9%
市盈率	16.6	22.0	19.6	16.7	14.1
市净率	3.4	3.2	2.8	2.5	2.2

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2025年09月11日）	39.57 元
目标价格	48.48 元
52 周最高价/最低价	41.93/29.39 元
总股本/流通 A 股（万股）	100,248/94,016
A 股市值（百万元）	39,668
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2025 年 09 月 12 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	7.61	11.18	7.82	28.75
相对表现%	3.42	0.86	-8.96	-13.99
沪深 300%	4.19	10.32	16.78	42.74



证券分析师

伍云飞 wuyunfei1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860524020001
香港证监会牌照：BRX199

联系人

陆佳晶 lujiajing@orientsec.com.cn

相关报告

家用医疗器械龙头：新品迭出，出海加速 2025-08-07
速：——鱼跃医疗首次覆盖报告

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	7,215	6,619	8,228	9,724	11,489	营业收入	7,972	7,566	8,669	9,971	11,302
应收票据、账款及款项融资	526	829	709	785	974	营业成本	3,877	3,772	4,269	4,928	5,549
预付账款	42	42	65	61	72	销售费用	1,088	1,361	1,320	1,460	1,640
存货	1,412	1,440	1,645	1,858	2,116	管理费用	411	428	407	448	504
其他	189	329	223	255	280	研发费用	504	547	542	602	684
流动资产合计	9,385	9,259	10,869	12,682	14,930	财务费用	(157)	(236)	(65)	(74)	(93)
长期股权投资	226	65	178	156	133	资产、信用减值损失	83	68	36	66	56
固定资产	1,974	1,956	1,973	1,995	2,023	公允价值变动收益	(4)	0	0	0	0
在建工程	111	4	73	125	163	投资净收益	143	23	25	25	25
无形资产	511	492	488	481	475	其他	589	283	124	131	155
其他	3,761	3,869	4,020	3,980	3,943	营业利润	2,893	1,932	2,308	2,696	3,143
非流动资产合计	6,582	6,387	6,731	6,738	6,737	营业外收入	3	5	5	5	5
资产总计	15,967	15,646	17,600	19,420	21,667	营业外支出	48	4	3	3	3
短期借款	0	0	18	6	8	利润总额	2,849	1,933	2,310	2,698	3,145
应付票据及应付账款	1,411	1,529	1,654	1,900	2,180	所得税	472	129	292	323	327
其他	1,463	1,163	1,471	1,416	1,422	净利润	2,376	1,804	2,019	2,376	2,818
流动负债合计	2,873	2,693	3,143	3,322	3,610	少数股东损益	(19)	(1)	(2)	(2)	(2)
长期借款	684	0	0	0	0	归属于母公司净利润	2,396	1,806	2,020	2,378	2,820
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益 (元)	2.39	1.80	2.02	2.37	2.81
其他	495	299	282	282	282						
非流动负债合计	1,178	299	282	282	282	主要财务比率					
负债合计	4,052	2,992	3,425	3,604	3,892		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	152	119	117	115	113	成长能力					
实收资本 (或股本)	1,002	1,002	1,002	1,002	1,002	营业收入	12.3%	-5.1%	14.6%	15.0%	13.4%
资本公积	1,833	1,842	1,916	1,916	1,916	营业利润	57.1%	-33.2%	19.5%	16.8%	16.6%
留存收益	8,917	9,520	11,140	12,782	14,744	归属于母公司净利润	50.2%	-24.6%	11.9%	17.7%	18.6%
其他	10	171	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	11,915	12,654	14,175	15,816	17,775	毛利率	51.4%	50.1%	50.7%	50.6%	50.9%
负债和股东权益总计	15,967	15,646	17,600	19,420	21,667	净利率	30.1%	23.9%	23.3%	23.8%	24.9%
						ROE	22.2%	14.9%	15.2%	16.0%	16.9%
						ROIC	18.1%	12.3%	14.4%	15.1%	16.0%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	25.4%	19.1%	19.5%	18.6%	18.0%
净利润	2,376	1,804	2,019	2,376	2,818	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	189	231	165	172	180	流动比率	3.27	3.44	3.46	3.82	4.14
财务费用	(157)	(236)	(65)	(74)	(93)	速动比率	2.75	2.90	2.93	3.23	3.52
投资损失	(143)	(23)	(25)	(25)	(25)	营运能力					
营运资金变动	52	(41)	43	(135)	(175)	应收账款周转率	14.6	13.0	12.1	13.2	12.6
其它	(189)	81	(313)	66	56	存货周转率	2.5	2.6	2.7	2.7	2.7
经营活动现金流	2,127	1,816	1,823	2,380	2,760	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6
资本支出	(110)	(56)	(208)	(205)	(207)	每股指标 (元)					
长期投资	22	169	(120)	24	24	每股收益	2.39	1.80	2.02	2.37	2.81
其他	1,823	(139)	25	26	25	每股经营现金流	2.12	1.81	1.82	2.37	2.75
投资活动现金流	1,735	(25)	(303)	(156)	(158)	每股净资产	11.73	12.50	14.02	15.66	17.62
债权融资	(818)	(1,187)	333	(54)	(75)	估值比率					
股权融资	96	9	74	0	0	市盈率	16.6	22.0	19.6	16.7	14.1
其他	(743)	(1,221)	(317)	(673)	(763)	市净率	3.4	3.2	2.8	2.5	2.2
筹资活动现金流	(1,465)	(2,399)	89	(728)	(837)	EV/EBITDA	11.1	16.8	13.4	11.6	10.0
汇率变动影响	24	17	-0	-0	-0	EV/EBIT	11.8	19.1	14.4	12.3	10.6
现金净增加额	2,421	(592)	1,609	1,496	1,765						

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。