

鱼跃医疗(002223)

报告日期: 2025年09月16日

新品&海外高增, 业绩逐步恢复

——鱼跃医疗 2025 年半年报点评报告

投资要点

根据 Wind 数据, 公司 2025 年 H1 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%; 扣非归母净利润 9.14 亿元, 同比下滑 5.2%。其中 Q2 收入 22.23 亿元, 同比增长 7.1%; 归母净利润 5.78 亿元, 同比增长 25%; 扣非归母净利润 4.01 亿元, 同比下滑 3.0%, 利润增速环比恢复。其中 2025 年 H1 海外收入 6.07 亿元, 同比增长 26.6%。海外收入持续高增, 我们认为, 2025 年下半年随着需求恢复与渠道拓展, 2025 年全年收入利润增长可期。

□ 成长性: 2025 年收入利润增长可期

(1) 分产品看, 血糖、AED 等新品收入仍有望高增长。2025 年 H1, 分板块看公司呼吸治疗解决方案、血糖及 POCT、家用健康检测、临床器械及康复业务、急救板块收入分别同比增长 1.9%、20%、15%、3.3%、31%, 其中呼吸治疗板块在呼吸机收入高增以及海外拓展等拉动下收入恢复正增长态势, 血糖、急救(AED) 板块延续高增长态势。我们认为, ①**血糖新品拉动下, 收入有望持续高增**。公司新品正处于快速放量期, 2023 年 3 月 15 日, 公司 14 天免校准持续性血糖监测 (CGM) 产品 CT3 NMPA 取证, 2024 年公司 CGM 实现翻倍以上增长。2025 年 1 月, 公司 Anytime 4 系列 NMPA 获批, 2025 年 4 月, 公司 Anytime 5 系列 NMPA 获批, 拉动公司血糖板块 2025 年 H1 收入持续高增, 我们认为, 随着公司产品持续优化和完善, 新品放量有望持续, 拉动 2025 年血糖板块收入高增长。②**AED 新品放量期, 有望形成长期收入拉动**。2023 年 4 月 7 日公司自主研发的 AED 产品 M600 获证, 2025 年 H1, 公司 HeartSave Y|YA 系列、myPAD 系列获得欧盟 MDR 认证。我们认为, 随着公司新品放量以及渠道拓展, 2025 年 AED 收入高增可期并有望形成长期增长拉动。

(2) 分渠道看, 海外渠道快速拓展, 逐步打开成长天花板。2025 年 H1 公司海外收入 6.07 亿元, 同比增长 26.6%, 海外收入延续高增长态势, 我们认为公司海外业务拓展空间较大, 非常态化需求带动了公司产品海外认可度的提升、打开海外销售渠道, 有望打开长期成长天花板。

(3) 新领域拓展、大生态体系打造, 有望形成新增拉动、强化用户粘性。强化人工智能、大数据、物联网等前沿技术的融入, 积极开展 AI 智能穿戴医疗设备的研发工作, 正逐步打造“硬件+软件+数据”的一体化健康管理生态体系, 2025 年 H1 推出鱼跃 AI Agent 应用程序, 整合旗下多品类医疗设备的数据接口。我们认为, 公司可穿戴设备的拓展以及大生态体系的打造, 有望形成新增收入拉动并进一步强化客户粘性, 带来收入利润长期拉动。

□ 盈利能力: 净利率有望维持较高水平

(1) 毛利率有望维持相对较高水平。2025 年 H1 公司毛利率 50.4%, 同比提升 0.4pct, 我们认为, 随着公司新品持续放量, 2025 年有望维持较高毛利率水平。

(2) 净利率有望维持较高水平。2025 年 H1 公司净利率 25.8%, 同比下降 0.2pct 其中 Q2 净利率 25.9%, 同比提升 3.7pct, 2025 年 H1 销售费用率 17.4% (同比 +3.2pct), 但 2025 年 H1 政府补助有较大提升, 净利率仍处于较高水平。我们认为, 公司正处于海外渠道拓展期以及新品推广期, 2025 年销售费用投入或持续, 但降本增效与规模效应下, 净利率有望维持较高水平。

□ 盈利预测及估值

基于以上分析, 我们预计公司 2025-2027 年营业总收入分别为 83.99/97.29/112.42 亿元, 分别同比增长 11.02%、15.83%、15.55%; 归母净利润 20.01/23.12/26.80 亿元, 分别同比增长 10.81%、15.56%、15.89%, 对应 EPS 为 2.00/2.31/2.67 元, 对应 2025 年 19 倍 PE, 维持“增持”评级。

□ 风险提示

投资评级: 增持(维持)

分析师: 王班
 执业证书号: S1230525070003
 wangban@stocke.com.cn

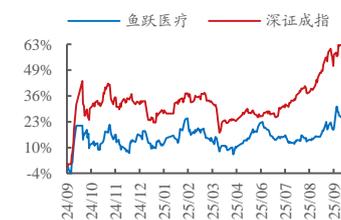
分析师: 吴天昊
 执业证书号: S1230523120004
 wutianhao@stocke.com.cn

分析师: 司清蕊
 执业证书号: S1230523080006
 siqingrui@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 38.75
总市值(百万元)	38,845.98
总股本(百万股)	1,002.48

股票走势图



相关报告

- 《新品&海外拉动, 业绩有望恢复》2025.05.16
- 《收入增速回正, 毛利率环比持续提升》2024.10.30
- 《新增长曲线凸显, 下半年收入增长可期》2024.08.26

行业竞争加剧的风险；国内外政策/环境变动的风险；新产品商业化不及预期的风险。

财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	7565.82	8399.44	9728.78	11242.01
(+/-) (%)	-5.09%	11.02%	15.83%	15.55%
归母净利润	1805.70	2000.92	2312.21	2679.70
(+/-) (%)	-24.63%	10.81%	15.56%	15.89%
每股收益(元)	1.80	2.00	2.31	2.67
P/E	22	19	17	14

资料来源：wind，浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	9259	11350	13407	16177
现金	6619	8648	10403	12655
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	742	689	771	956
其它应收款	23	27	30	35
预付账款	42	62	59	70
存货	1440	1611	1819	2117
其他	393	314	325	344
非流动资产	6387	5928	5957	5741
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	65	178	156	133
固定资产	1956	1908	1865	1808
无形资产	492	417	365	308
在建工程	4	43	75	68
其他	3869	3381	3495	3425
资产总计	15646	17278	19364	21918
流动负债	2693	2816	3087	3559
短期借款	0	0	0	0
应付款项	1529	1662	1885	2217
预收账款	0	0	0	0
其他	1163	1154	1202	1342
非流动负债	299	349	365	331
长期借款	0	0	0	0
其他	299	349	365	331
负债合计	2992	3165	3452	3890
少数股东权益	119	105	92	81
归属母公司股东权益	12535	14008	15819	17948
负债和股东权益	15646	17278	19364	21918

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	7566	8399	9729	11242
营业成本	3772	4178	4818	5547
营业税金及附加	74	84	97	112
营业费用	1361	1504	1596	1730
管理费用	428	437	496	573
研发费用	547	588	681	787
财务费用	(236)	(132)	(119)	(123)
资产减值损失	68	82	91	107
公允价值变动损益	0	93	100	98
投资净收益	23	99	88	70
其他经营收益	358	355	355	355
营业利润	1932	2206	2612	3030
营业外收支	1	1	1	1
利润总额	1933	2208	2614	3032
所得税	129	221	314	364
净利润	1804	1987	2300	2668
少数股东损益	(1)	(14)	(12)	(12)
归属母公司净利润	1806	2001	2312	2680
EBITDA	2082	2277	2677	3101
EPS (最新摊薄)	1.80	2.00	2.31	2.67

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-5.09%	11.02%	15.83%	15.55%
营业利润	-33.24%	14.22%	18.40%	16.01%
归属母公司净利润	-24.63%	10.81%	15.56%	15.89%
获利能力				
毛利率	50.14%	50.26%	50.47%	50.66%
净利率	23.85%	23.65%	23.64%	23.73%
ROE	14.70%	14.95%	15.40%	15.79%
ROIC	13.59%	13.55%	13.95%	14.36%
偿债能力				
资产负债率	19.12%	18.32%	17.83%	17.75%
净负债比率	0.78%	0.74%	0.67%	0.60%
流动比率	3.44	4.03	4.34	4.55
速动比率	2.90	3.46	3.75	3.95
营运能力				
总资产周转率	0.48	0.51	0.53	0.54
应收账款周转率	13.01	12.07	13.63	13.26
应付账款周转率	3.19	3.25	3.37	3.36
每股指标(元)				
每股收益	1.80	2.00	2.31	2.67
每股经营现金	1.81	2.53	2.11	2.63
每股净资产	12.50	13.97	15.78	17.90
估值比率				
P/E	21.51	19.41	16.80	14.50
P/B	3.10	2.77	2.46	2.16
EV/EBITDA	14.47	13.33	10.68	8.48

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1816	2533	2118	2635
净利润	1804	1987	2300	2668
折旧摊销	249	162	163	166
财务费用	(236)	(132)	(119)	(123)
投资损失	(23)	(99)	(88)	(70)
营运资金变动	(57)	363	234	292
其它	80	252	(371)	(298)
投资活动现金流	(25)	(108)	19	45
资本支出	124	(90)	(90)	(40)
长期投资	169	(117)	24	22
其他	(319)	99	85	63
筹资活动现金流	(2399)	(396)	(382)	(428)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	(684)	0	0	0
其他	(1715)	(396)	(382)	(428)
现金净增加额	(608)	2030	1755	2252

资料来源: wind, 浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>