

# CGM、家用呼吸机快速增长，下半年海外收入有望增速提升

## 核心观点

公司 Q2 收入及扣非归母净利润符合预期，归母净利润略超预期，主要由于上半年非经常性损益中政府补助增加较多。家用呼吸机、CGM、急救业务快速增长，家用健康检测业务增长稳健。展望下半年，随着国内消费需求复苏和公司市占率的持续提升，公司国内业务有望延续稳健增长趋势，海外业务有望增速提升。公司持续推进国际化、智能化、可穿戴化战略，公司新产品的持续迭代和丰富，AI 赋能下有望打造家用器械平台化生态体系，进一步巩固家用医疗器械平台型龙头地位。

## 事件

### 公司发布 2025 年半年报

2025 年上半年公司实现收入 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%；扣非归母净利润 9.14 亿元，同比下降 5.22%。基本每股收益 1.20 元/股。拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2.00 元（含税），合计派发现金红利总额为 2.0 亿元。

## 动态信息评述

### Q2 收入及扣非归母净利润符合预期，归母净利润略超预期

2025 年上半年公司实现收入 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%；扣非归母净利润 9.14 亿元，同比下降 5.22%。Q2 收入 22.23 亿元，同比+7.06%；归母净利润 5.78 亿元，同比+25.43%；扣非归母净利润 4.01 亿元，同比-2.98%。公司 Q2 收入及扣非归母净利润符合预期，归母净利润略超预期，主要由于非经常性损益中政府补助增加较多。上半年国内收入 40.26 亿元，同比增长 5.74%。海外收入 6.07 亿元，同比增长 26.63%，占收入比重为 13.03%。公司海外产品注册陆续落地，持续加大海外团队建设力度，加快属地化销售网络布局。分区域来看，东南亚地区实现高速增长，其中泰国子公司已经形成模板效应；欧洲地区团队逐步完善，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。在美国市场，公司借助 Inogen 渠道推进呼吸治疗产品业务拓展，上半年实现销售放量。

## 鱼跃医疗 (002223.SZ)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

王在存

wangzaicun@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521070003

SFC 编号:BVA292

李虹达

lihongda@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100006

SFC 编号:BUT196

吴严

wuyandcq@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524060003

发布日期：2025 年 10 月 10 日

当前股价：38.96 元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

|                | 1 个月        | 3 个月       | 12 个月       |
|----------------|-------------|------------|-------------|
| 12 月最高/最低价 (元) | -3.73/-6.09 | 12.18/0.61 | 8.22/-11.36 |
| 总股本 (万股)       |             |            | 100,247.69  |
| 流通 A 股 (万股)    |             |            | 94,015.82   |
| 总市值 (亿元)       |             |            | 390.57      |
| 流通市值 (亿元)      |             |            | 366.29      |
| 近 3 月日均成交量 (万) |             |            | 1132.57     |
| 主要股东           |             |            |             |
| 江苏鱼跃科技发展有限公司   |             |            | 24.54%      |

### 股价表现



### 分产线拆分：家用呼吸机、CGM、急救业务快速增长，家用健康检测业务增长稳健

上半年呼吸治疗解决方案收入 16.74 亿元，同比增长 1.93%。其中，制氧机业务恢复同比增长，家用呼吸机产品同比增速超 40%，雾化器业务受去年同期呼吸道疾病频发的高基数影响，同比有所下降。血糖管理及 POCT 解决方案收入 6.74 亿元，同比增长 20.0%。其中，CGM 受益于新产品 Anytime 4/5 系列的推出实现了快速增长。家用健康检测解决方案业务收入 10.14 亿元，同比增长 15.22%。其中，电子血压计实现双位数增长，红外体温计等产品亦呈现同比良好增长。临床器械及康复业务收入 11.34 亿元，同比增长 3.32%。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。急救解决方案及其他收入 1.36 亿元，同比增长 30.54%。HeartSave YIYA 系列、myPAD 系列等产品顺利获得欧盟 MDR 认证。

### 可穿戴产品研发稳步推进，AI 赋能下有望打造家用器械平台化龙头

公司积极推进智能可穿戴设备的研发工作，聚焦健康监测领域的专业定位打造差异化优势。手表、指环、手环等产品有望陆续获批，未来有望推出“监测-预警-干预”全链条智能化的产品和健康管理新生态。在 AI 领域，公司将鱼跃 AI Agent 与“鱼跃健康管家”平台进行整合升级，打造一体化的健康管理生态体系。此外，公司也基于 AI 技术对 CGM 算法进行迭代和创新，随着用户数量的不断积累，公司有望通过 AI 技术推动 CGM 智能化水平、综合服务能力与用户体验的进一步提升。

### 展望下半年，国内业务有望稳健增长，海外业务有望增速加快

展望下半年，公司在国内的市占率稳中有升，国内收入有望延续增长趋势；海外业务目前收入占比较低，但随着更多境外区域的本土化团队建设推进和产品陆续获批，下半年境外收入有望实现加速增长。公司坚持国际化、智能化、可穿戴化战略，不断加强在家用医疗器械领域的品牌力。今年以来公司推出了新一代 CGM、高端制氧机、便携 AED 等新产品，并积极布局 AI 慢病管理、可穿戴设备等新领域；近年来，公司持续加大国际化投入，加快海外渠道布局 and 品牌建设，不仅为公司带来新的增长动力，更是有助公司不断稳固在家用医疗器械领域的优势地位，铸造品牌价值。

### 毛利率稳中有升，销售费用率提升明显

2025 年上半年销售毛利率 50.37%(+0.31pp)，实现稳中有升，主要系公司加强成本管理实现精益生产所致。销售费用率 17.44% (+3.19pp)，费用率提升主要系公司在电商平台广告投放力度提升、人工投入也相应增加所致；管理费用率 4.72% (-0.10pp)，研发费用率 6.33% (+0.07pp)，财务费用率 -2.25% (+0.10pp)，基本保持稳定。经营活动产生的现金流量净额 11.67 亿元，同比增长 15.13%，主要系公司销售收入增加，销售商品收到的现金增加所致。应收账款周转天数 36.7 天，同比增加 4.2 天，主要原因是公司销售业务回款节奏已基本恢复至常规模式。

### 国内家用医疗器械龙头地位稳固，海外业务有望快速增长

短期来看，公司近年来在国内外的品牌影响力持续提升，线上与线下、国内与海外渠道同步发力，呼吸治疗、血糖管理等核心业务具有较强市场竞争力。中长期来看，公司持续推进国际化、智能化、可穿戴化战略，公司新产品的持续迭代和丰富，公司的家用医疗器械平台型龙头地位有望保持稳固。预计公司 2025-2027 年收入 83.26 亿元、93.51 亿元、105.46 亿元，同比增长 10.0%、12.3%、12.8%；归母净利润分别为 19.34 亿元、21.79 亿元、25.12 亿元，同比增长 7.1%、12.7%、15.3%，维持买入评级。

## 风险分析

1) 新品研发不及预期：公司目前在研产品丰富，产品升级迭代对未来业绩增长具有重要推动作用，若新产品研发进度不及预期，可能对业绩增长带来不利影响；

2) 产品推广进度不及预期：新一代 CGM、AED 及将要上市的智能化穿戴设备等新产品上市后若销售情况不及预期，可能对公司业务带来不利影响；

3) 行业竞争加剧风险：公司部分产品在国内市占率较高，若未来国产企业竞争加剧，可能导致公司市场份额提升不及预期；

4) 海外市场风险：地缘政治风险及关税政策可能影响公司海外收入增速，汇率波动可能对公司业绩产生影响。

5) 国内家用器械行业增速与消费情况、国补政策等因素有关，海外业务增速与地缘政治、汇率波动等多方面因素有关，部分政策具有不可预测性，我们的盈利预测存在无法达到的可能性。

图表1： 预测及比率

| 单位:百万元     | 2024   | 2025E | 2026E | 2027E  |
|------------|--------|-------|-------|--------|
| 营业收入       | 7,566  | 8,326 | 9,351 | 10,546 |
| 增长率(%)     | -5.1%  | 10.0% | 12.3% | 12.8%  |
| 归属母公司股东净利润 | 1,806  | 1,934 | 2,179 | 2,512  |
| 增长率(%)     | -24.6% | 7.1%  | 12.7% | 15.3%  |
| 每股收益(EPS)  | 1.80   | 1.93  | 2.17  | 2.51   |
| 市盈率(P/E)   | 22     | 20    | 18    | 16     |

资料来源: Wind, 中信建投 注: 收盘日期截至2025年10月10日

**图表2： 财务预测**

|                   | 2022  | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>资产负债表（百万元）</b> |       |       |       |       |       |       |
| 现金及现金等价物          | 4838  | 7215  | 6619  | 8091  | 9197  | 10086 |
| 应收款项              | 672   | 472   | 765   | 707   | 764   | 941   |
| 存货净额              | 1509  | 1412  | 1440  | 1573  | 1723  | 1957  |
| 其他流动资产            | 314   | 261   | 386   | 355   | 394   | 477   |
| 流动资产合计            | 9873  | 9385  | 9259  | 10776 | 12128 | 13511 |
| 固定资产              | 2123  | 2085  | 1961  | 2093  | 2197  | 2330  |
| 无形资产及其他           | 520   | 511   | 492   | 472   | 453   | 433   |
| 投资性房地产            | 2337  | 3761  | 3869  | 3869  | 3869  | 3869  |
| 长期股权投资            | 243   | 226   | 65    | 85    | 107   | 132   |
| 资产总计              | 15095 | 15967 | 15646 | 17295 | 18754 | 20274 |
| 短期借款及交易性金融负债      | 574   | 526   | 23    | 374   | 374   | 257   |
| 应付款项              | 1447  | 1411  | 1529  | 1582  | 1762  | 2016  |
| 其他流动负债            | 1165  | 937   | 1140  | 1203  | 1290  | 1500  |
| 流动负债合计            | 3186  | 2873  | 2693  | 3160  | 3426  | 3773  |
| 长期借款及应付债券         | 1509  | 684   | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他长期负债            | 333   | 495   | 299   | 305   | 296   | 230   |
| 长期负债合计            | 1843  | 1178  | 299   | 305   | 296   | 230   |
| 负债合计              | 5029  | 4052  | 2992  | 3465  | 3722  | 4003  |
| 少数股东权益            | 206   | 152   | 119   | 118   | 117   | 115   |
| 股东权益              | 9860  | 11764 | 12535 | 13713 | 14915 | 16156 |
| 负债和股东权益总计         | 15095 | 15967 | 15646 | 17295 | 18754 | 20274 |
| <b>利润表（百万元）</b>   |       |       |       |       |       |       |
| 营业收入              | 7102  | 7972  | 7566  | 8326  | 9351  | 10546 |
| 营业成本              | 3684  | 3867  | 3772  | 4095  | 4567  | 5119  |
| 营业税金及附加           | 70    | 81    | 74    | 83    | 94    | 105   |
| 销售费用              | 1031  | 1098  | 1361  | 1399  | 1562  | 1761  |
| 管理费用              | 917   | 915   | 975   | 1035  | 1160  | 1306  |
| 财务费用              | (96)  | (157) | (236) | (123) | (139) | (159) |
| 投资收益              | 129   | 143   | 23    | 99    | 88    | 70    |
| 资产减值及公允价值变动       | 106   | 89    | 47    | 81    | 72    | 67    |
| 其他收入              | 111   | 494   | 243   | 209   | 225   | 262   |
| 营业利润              | 1842  | 2893  | 1932  | 2226  | 2492  | 2812  |
| 营业外净收支            | 1     | (45)  | 1     | (14)  | (19)  | (11)  |
| 利润总额              | 1842  | 2849  | 1933  | 2211  | 2473  | 2802  |
| 所得税费用             | 270   | 472   | 129   | 279   | 296   | 292   |
| 少数股东损益            | (22)  | (19)  | (1)   | (2)   | (2)   | (2)   |
| 归属于母公司净利润         | 1595  | 2396  | 1806  | 1934  | 2179  | 2512  |

|                    | 2022  | 2023   | 2024   | 2025E | 2026E | 2027E  |
|--------------------|-------|--------|--------|-------|-------|--------|
| <b>现金流量表 (百万元)</b> |       |        |        |       |       |        |
| 净利润                | 1595  | 2396   | 1806   | 1934  | 2179  | 2512   |
| 资产减值准备             | 69    | (33)   | (15)   | (47)  | 1     | 1      |
| 折旧摊销               | 199   | 207    | 213    | 229   | 243   | 260    |
| 公允价值变动损失           | (106) | (89)   | (47)   | (81)  | (72)  | (67)   |
| 财务费用               | (96)  | (157)  | (236)  | (123) | (139) | (159)  |
| 营运资本变动             | 588   | (1210) | (443)  | 30    | 13    | (96)   |
| 其它                 | (86)  | 19     | 15     | 46    | (2)   | (2)    |
| 经营活动现金流            | 2258  | 1290   | 1528   | 2111  | 2362  | 2608   |
| 资本开支               | (495) | (197)  | (94)   | (213) | (256) | (307)  |
| 其它投资现金流            | (234) | 2514   | (24)   | 0     | 0     | 0      |
| 投资活动现金流            | (753) | 2334   | 42     | (233) | (278) | (332)  |
| 权益性融资              | 136   | 24     | 8      | 0     | 0     | 0      |
| 支付股利、利息            | (351) | (661)  | (1224) | (757) | (977) | (1271) |
| 其它融资现金流            | 1403  | 1701   | 1643   | 351   | 0     | (117)  |
| 融资活动现金流            | 939   | (1247) | (2167) | (406) | (977) | (1388) |
| 现金净变动              | 2445  | 2377   | (597)  | 1472  | 1107  | 888    |
| 货币资金的期初余额          | 2394  | 4838   | 7215   | 6619  | 8091  | 9197   |
| 货币资金的期末余额          | 4838  | 7215   | 6619   | 8091  | 9197  | 10086  |

资料来源: 公司公告, Wind, 中信建投

## 分析师介绍

### 贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

### 王在存

医疗器械及服务首席分析师，北京大学生物医学工程博士，《医疗器械行业蓝皮书》编委。团队负责研究医疗器械与医疗服务各细分赛道的发展趋势和投资机遇。

### 李虹达

医疗器械及服务团队分析师，北京大学金融硕士、理学/经济学学士，2021 年加入中信建投证券研究发展部。

### 吴严

中信建投医药分析师，复旦大学保险学硕士，华东理工大学学士。主要负责医疗服务、医疗器械行业研究。

**评级说明**

| 投资评级标准   |      | 评级   | 说明            |
|--|------|------|---------------|
| 报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6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指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。 | 股票评级 | 买入   | 相对涨幅 15%以上    |
|  |      | 增持   | 相对涨幅 5%—15%   |
|  |      | 中性   | 相对涨幅-5%—5%之间  |
|  |      | 减持   | 相对跌幅 5%—15%   |
|  |      | 卖出   | 相对跌幅 15%以上    |
|  | 行业评级 | 强于大市 | 相对涨幅 10%以上    |
|  |      | 中性   | 相对涨幅-10-10%之间 |
|  |      | 弱于大市 | 相对跌幅 10%以上    |

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

**法律主体说明**

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

**一般性声明**

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京  
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层  
 电话:(8610) 56135088  
 联系人:李祉瑶  
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室  
 电话:(8621) 6882-1600  
 联系人:翁起帆  
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼  
 电话:(86755) 8252-1369  
 联系人:曹莹  
 邮箱:caoying@csc.com.cn

**中信建投(国际)**

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话:(852) 3465-5600  
 联系人:刘泓麟  
 邮箱:charleneliu@csci.hk