

鱼跃医疗 (002223.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

收入端增长平稳，销售投入显著增长

业绩简述

2025 年 10 月 24 日，公司发布 2025 年三季度报告：2025 年前三季度公司实现收入 65.45 亿元，同比+9%；归母净利润 14.66 亿元，同比-4%；实现扣非归母净利润 11.69 亿元，同比-8%；

2025Q3 公司实现收入 18.86 亿元，同比+10%；归母净利润 2.63 亿元，同比-36%；实现扣非归母净利润 2.56 亿元，同比-18%。

经营分析

收入增长平稳，销售费用增长影响短期利润。公司三季度收入端依然实现了 10% 的平稳增长，前三季度销售费用达到 12.33 亿元，同比+33.15%，销售费用率达到了 18.8%，同比+3.4pct，费用增长主要是人员工资奖金、电商平台费、广告费等增加所致。销售费用增长短期对利润增速产生一定压力，但预计将对公司国内外市场份额拓展产生正向影响，推动公司长期收入端实现较快增长。

产品持续创新迭代，行业龙头地位稳固。公司 9 月发布其最新款涡旋制氧机产品 S-5W，此次产品进行了多方面升级，全新涡旋压缩机运行噪音降低到 28dB(A)，可全年持续补氧，持续供养最久可达 5000h，压缩机寿命最长超过 15000h。可以通过雾化、吸氧、搭配呼吸机三种用法，支持智能遥控及定时功能。分子筛方面采用钠锂型分子筛，减少筛体更换频率，产氧速率更快。

数字化及可穿戴领域加速布局，打造更强产品竞争力。在数字化领域，以公司的 CGM 为例，产品集硬件、软件与算法于一体，实现了从研发、生产到用户反馈等全环节的数字化应用。另外公司正在研发覆盖更多健康指标的持续监测系列新品。在可穿戴化领域，公司将面向全球用户推出 AI 智能穿戴医疗设备，以健康管理为核心定位，涵盖呼吸治疗、血糖管理、血压监测等多个健康管理场景，为用户提供主动健康管理服务，全面提升用户健康水平。与此同时，公司正在对鱼跃 AI Agent 应用程序与现有的“鱼跃健康管家”平台进行整合升级，旨在更好地连接用户与现有及后续推出的产品，打造一体化的健康管理生态体系。

盈利预测、估值与评级

预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 18.44、21.42、24.52 亿元，同比+2%、+16%、+14%，现价对应 PE 为 20、17、15 倍，维持“买入”评级。

风险提示

新产品研发不达预期风险；产品推广不达预期风险；收购整合不及预期风险；海外市场拓展不及预期风险；商誉风险。

医药组

分析师：甘坛煥 (执业 S1130525060003)

gantanhuan@gjzq.com.cn

分析师：何冠洲 (执业 S1130523080002)

heguanzhou@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：37.11 元

相关报告：

- 《鱼跃医疗公司点评：呼吸治疗重回增长，营销投入显著提升》，2025.8.23
- 《鱼跃医疗公司点评：血糖业务表现亮眼，海外拓展加速》，2025.4.27
- 《鱼跃医疗公司点评：三季度收入回归正增长，营销投入显著提升》，2024.10.26



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,972	7,566	8,307	9,524	10,984
营业收入增长率	12.25%	-5.09%	9.80%	14.65%	15.33%
归母净利润(百万元)	2,396	1,806	1,844	2,142	2,452
归母净利润增长率	50.21%	-24.63%	2.15%	16.15%	14.45%
摊薄每股收益(元)	2.390	1.801	1.840	2.137	2.446
每股经营性现金流净额	2.12	1.81	1.91	2.33	2.68
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.37%	14.40%	13.69%	14.66%	15.46%
P/E	14.47	20.26	20.17	17.36	15.17
P/B	2.95	2.92	2.76	2.55	2.35

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	7,102	7,972	7,566	8,307	9,524	10,984
增长率	12.3%	-5.1%	9.8%	14.6%	15.3%	
主营业务成本	-3,684	-3,867	-3,772	-4,109	-4,687	-5,369
%销售收入	51.9%	48.5%	49.9%	49.5%	49.2%	48.9%
毛利	3,418	4,105	3,794	4,198	4,837	5,615
%销售收入	48.1%	51.5%	50.1%	50.5%	50.8%	51.1%
营业税金及附加	-70	-81	-74	-83	-95	-110
%销售收入	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-1,031	-1,098	-1,361	-1,537	-1,714	-1,977
%销售收入	14.5%	13.8%	18.0%	18.5%	18.0%	18.0%
管理费用	-420	-411	-428	-432	-476	-527
%销售收入	5.9%	5.2%	5.7%	5.2%	5.0%	4.8%
研发费用	-496	-504	-547	-540	-619	-714
%销售收入	7.0%	6.3%	7.2%	6.5%	6.5%	6.5%
息税前利润 (EBIT)	1,400	2,010	1,383	1,607	1,932	2,287
%销售收入	19.7%	25.2%	18.3%	19.3%	20.3%	20.8%
财务费用	96	157	236	141	157	179
%销售收入	-1.4%	-2.0%	-3.1%	-1.7%	-1.6%	-1.6%
资产减值损失	-117	-83	-68	-21	-27	-35
公允价值变动收益	2	-4	0	0	0	0
投资收益	129	143	23	50	50	50
%税前利润	7.0%	5.0%	1.2%	2.4%	2.0%	1.8%
营业利润	1,842	2,893	1,932	2,116	2,472	2,841
营业利润率	25.9%	36.3%	25.5%	25.5%	26.0%	25.9%
营业外收支	1	-45	1	5	5	5
税前利润	1,842	2,849	1,933	2,121	2,477	2,846
利润率	25.9%	35.7%	25.5%	25.5%	26.0%	25.9%
所得税	-270	-472	-129	-297	-347	-398
所得税率	14.6%	16.6%	6.7%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	1,573	2,376	1,804	1,824	2,130	2,448
少数股东损益	-22	-19	-1	-20	-12	-4
归属于母公司的净利润	1,595	2,396	1,806	1,844	2,142	2,452
净利率	22.5%	30.1%	23.9%	22.2%	22.5%	22.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1,573	2,376	1,804	1,824	2,130	2,448
少数股东损益	-22	-19	-1	-20	-12	-4
非现金支出	377	346	356	262	295	333
非经营收益	-385	-447	-210	-64	-64	-64
营运资金变动	740	-148	-134	-103	-26	-32
经营活动现金净流	2,305	2,127	1,816	1,919	2,336	2,684
资本开支	-178	-101	-124	-315	-345	-380
投资	-349	1,747	96	-16	-16	-16
其他	109	89	2	50	50	50
投资活动现金净流	-418	1,735	-25	-281	-311	-346
股权募资	291	103	8	0	0	0
债权募资	506	-913	-1,207	-229	0	0
其他	-442	-654	-1,199	-912	-1,003	-1,204
筹资活动现金净流	355	-1,465	-2,399	-1,141	-1,003	-1,204
现金净流量	2,378	2,421	-592	497	1,021	1,134

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	4,838	7,215	6,619	7,110	8,128	9,259
应收账款	724	550	852	748	851	973
存货	1,509	1,412	1,440	1,449	1,636	1,855
其他流动资产	2,802	208	348	145	151	159
流动资产	9,873	9,385	9,259	9,452	10,765	12,245
%总资产	65.4%	58.8%	59.2%	59.3%	62.0%	64.6%
长期投资	1,131	2,587	2,567	2,582	2,598	2,615
固定资产	2,123	2,085	1,961	2,013	2,067	2,123
%总资产	14.1%	13.1%	12.5%	12.6%	11.9%	11.2%
无形资产	1,678	1,690	1,678	1,717	1,757	1,800
非流动资产	5,222	6,582	6,387	6,492	6,600	6,713
%总资产	34.6%	41.2%	40.8%	40.7%	38.0%	35.4%
资产总计	15,095	15,967	15,646	15,944	17,365	18,958
短期借款	574	526	23	23	23	23
应付款项	1,633	1,645	1,794	1,485	1,692	1,938
其他流动负债	979	702	875	802	892	997
流动负债	3,186	2,873	2,693	2,310	2,607	2,958
长期贷款	1,509	684	0	0	0	0
其他长期负债	333	495	299	67	63	60
负债	5,029	4,052	2,992	2,376	2,669	3,018
普通股股东权益	9,860	11,764	12,535	13,469	14,609	15,858
其中：股本	1,002	1,002	1,002	1,002	1,002	1,002
未分配利润	6,614	8,412	9,015	9,958	11,098	12,346
少数股东权益	206	152	119	99	87	83
负债股东权益合计	15,095	15,967	15,646	15,944	17,365	18,958

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	1.591	2.390	1.801	1.840	2.137	2.446
每股净资产	9.836	11.734	12.504	13.436	14.573	15.819
每股经营现金净流	2.299	2.122	1.812	1.914	2.330	2.678
每股股利	0.300	0.600	0.800	0.900	1.000	1.200
回报率						
净资产收益率	16.18%	20.37%	14.40%	13.69%	14.66%	15.46%
总资产收益率	10.57%	15.00%	11.54%	11.57%	12.34%	12.93%
投入资本收益率	9.80%	12.56%	10.15%	10.14%	11.26%	12.29%
增长率						
主营业务收入增长率	3.01%	12.25%	-5.09%	9.80%	14.65%	15.33%
EBIT 增长率	-6.92%	43.61%	-31.20%	16.18%	20.28%	18.34%
净利润增长率	7.60%	50.21%	-24.63%	2.15%	16.15%	14.45%
总资产增长率	25.82%	5.78%	-2.01%	1.91%	8.91%	9.17%
资产管理能力						
应收账款周转天数	29.9	25.1	28.1	28.1	28.1	28.1
存货周转天数	137.5	137.9	138.0	130.0	130.0	130.0
应付账款周转天数	110.6	113.0	114.2	114.2	114.2	114.2
固定资产周转天数	107.9	90.4	94.4	87.8	78.5	69.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-52.35%	-50.40%	-52.12%	-52.23%	-55.15%	-57.94%
EBIT 利息保障倍数	-14.5	-12.8	-5.9	-11.4	-12.3	-12.8
资产负债率	33.31%	25.38%	19.12%	14.90%	15.37%	15.92%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	3	21	27	49
增持	0	2	6	8	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.40	1.22	1.23	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-10-25	买入	33.77	N/A
2	2024-01-28	买入	33.89	N/A
3	2024-08-25	买入	34.09	N/A
4	2024-10-26	买入	34.90	N/A
5	2025-04-27	买入	33.21	N/A
6	2025-08-23	买入	36.60	N/A

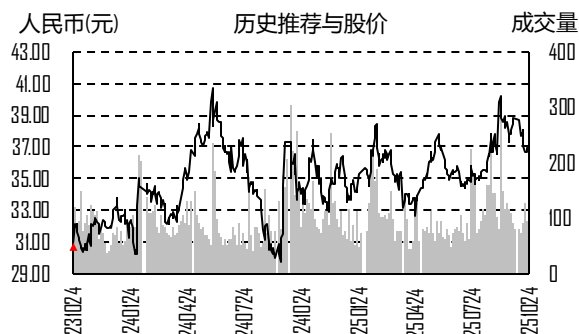
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806