



营收稳健，利润承压，二次分红稳信心

——鱼跃医疗 2025 年三季度业绩点评

买入(维持)

行业：医药生物
日期：2025年10月29日

分析师：彭波
E-mail：pengbo@yongxingsec.com
SAC 编号：S1760524100001
分析师：徐昕
E-mail：xuxin@yongxingsec.com
SAC 编号：S1760523100002

基本数据

10月27日收盘价(元) 35.80
12mthA 股价格区间(元) 32.43-41.93
总股本(百万股) 1,002.48
无限售 A 股/总股本 93.78%
流通市值(亿元) 336.58

最近一年股票与沪深 300 比较



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

相关报告：

■ 事件

公司发布 2025 年三季度业绩，实现营收 65.45 亿元 (yoy+8.58%)，实现归母净利润 14.66 亿元 (yoy-4.28%)，实现扣非归母净利润 11.69 亿元 (yoy-8.21%)。分季度看，2025Q3 实现营收 18.86 亿元 (yoy+9.63%)，实现归母净利润 2.63 亿元 (yoy-35.99%)，实现扣非归母净利润 2.56 亿元 (yoy-17.50%)。

■ 核心观点

营收增长稳健，利润端承压。25 年前三季度，公司营收同比实现 8.58% 增长，预计受益于海外业务高速增长，公司整体经营稳健。费用端，25 年前三季度公司销售费用同比增长 32.44% 至 12.33 亿元，销售费用支出增加主要由于公司加强了国内外品牌建设和全球网络布局。受销售费用阶段性大幅支出影响，公司销售净利率承压，同比下降 3.04pct 至 22.40%。

海外业务表现亮眼，二次分红稳信心。25 年前三季度，公司海外收入亮眼，具体看东南亚市场，泰国区域收入保持强劲增长，公司将以泰国市场“从产品输出到生态共建”的本土化路径为模板，推广至印尼、越南等其他国家；欧洲、北美市场实现快速增长，公司持续加深与 Inogen 的战略合作，正积极推动后续产品注册进度。此外，继 2025 年实施半年度利润分配之后，公司进一步推出三季度利润分配方案，提振投资者信心，未来公司将继续综合考虑当期经营情况、未来发展资金需求及股东回报等因素制定利润分配方案，积极回报投资者。

加大自主创新，拥抱技术发展新趋势。公司积极拥抱技术革新浪潮，将人工智能等前沿技术应用到产品研发、公司运营管理等工作中，围绕数字化、可穿戴化两大核心发展方向，构建完善产品生态体系，在可穿戴化领域，公司以健康管理为核心定位，推动 AI 智能穿戴医疗设备研发，计划开发多种产品形态，涉及血压、血氧等指标，公司正在积极推动产品注册。同时，25 年上半年推出公司“鱼跃 AI Agent/AI 健康管家”，持续探索“AI+医疗”融合发展模式。

■ 投资建议

公司深耕家用医疗器械领域，重点聚焦呼吸与制氧、血糖及 POCT、消毒感控三大核心赛道，且出海业务快速发展，有望打开成长空间。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 20.10、22.62、25.81 亿元，同比增速分别为 11.3%、12.5% 和 14.1%，截至 10 月 27 日收盘价，股价对应 P/E 分别为 17.85、15.87 和 13.91 倍，维持“买入”评级。

■ 风险提示

市场竞争激烈；成本和费用上涨对公司管理带来压力；并购标的不达预期等风险

■ 盈利预测与估值

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	7,566	8,548	9,710	11,096
年增长率 (%)	-5.1%	13.0%	13.6%	14.3%
归属于母公司的净利润	1,806	2,010	2,262	2,581
年增长率 (%)	-24.6%	11.3%	12.5%	14.1%

每股收益（元）	1.81	2.01	2.26	2.57
市盈率（X）	20.16	17.85	15.87	13.91
净资产收益率（%）	14.4%	14.8%	15.2%	15.8%

资料来源：Wind，甬兴证券研究所（2025 年 10 月 27 日收盘价）

资产负债表					
单位：百万元					
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	9,385	9,259	10,359	12,021	13,931
货币资金	7,215	6,619	7,513	8,794	9,932
应收及预付	490	784	802	911	1,395
存货	1,412	1,440	1,594	1,811	2,040
其他流动资产	268	416	449	505	564
非流动资产	6,582	6,387	6,314	6,218	6,124
长期股权投资	226	65	60	55	50
固定资产	1,974	1,956	1,851	1,741	1,625
在建工程	111	4	19	31	46
无形资产	511	492	482	472	460
其他长期资产	3,761	3,869	3,902	3,918	3,942
资产总计	15,967	15,646	16,673	18,239	20,055
流动负债	2,873	2,693	2,687	3,017	3,419
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	1,411	1,529	1,558	1,771	2,024
其他流动负债	1,463	1,163	1,129	1,246	1,395
非流动负债	1,178	299	287	284	284
长期借款	684	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	495	299	287	284	284
负债合计	4,052	2,992	2,975	3,301	3,703
股本	1,002	1,002	1,002	1,002	1,002
资本公积	1,947	1,916	1,916	1,916	1,916
留存收益	8,917	9,520	10,636	11,894	13,328
归属母公司股东权益	11,764	12,535	13,595	14,853	16,287
少数股东权益	152	119	103	85	64
负债和股东权益	15,967	15,646	16,673	18,239	20,055

利润表					
单位：百万元					
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	7,972	7,566	8,548	9,710	11,096
营业成本	3,877	3,772	4,250	4,794	5,439
营业税金及附加	81	74	87	99	113
销售费用	1,088	1,361	1,368	1,554	1,775
管理费用	411	428	462	524	599
研发费用	504	547	581	660	755
财务费用	-157	-236	-99	-112	-132
资产减值损失	-93	-47	-1	-1	-1
公允价值变动收益	-4	0	0	0	0
投资净收益	143	23	161	183	183
营业利润	2,893	1,932	2,239	2,577	2,939
营业外收支	-45	1	2	3	4
利润总额	2,849	1,933	2,241	2,579	2,943
所得税	472	129	246	335	383
净利润	2,376	1,804	1,994	2,244	2,560
少数股东损益	-19	-1	-16	-18	-20
归属母公司净利润	2,396	1,806	2,010	2,262	2,581
EBITDA	2,358	1,978	2,387	2,727	3,070
EPS (元)	2.41	1.81	2.01	2.26	2.57

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

现金流量表					
单位：百万元					
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,127	1,816	1,817	2,218	2,212
净利润	2,376	1,804	1,994	2,244	2,560
折旧摊销	263	288	245	261	258
营运资金变动	-148	-134	-215	-52	-370
其它	-364	-142	-208	-235	-236
投资活动现金流	1,735	-25	40	71	72
资本支出	-101	-124	-62	-55	-54
投资变动	1,747	96	-16	-17	-17
其他	89	2	118	143	143
筹资活动现金流	-1,465	-2,399	-960	-1,008	-1,146
银行借款	-881	-684	0	0	0
股权融资	103	8	0	0	0
其他	-687	-1,723	-960	-1,008	-1,146
现金净增加额	2,421	-592	895	1,281	1,138
期初现金余额	4,767	7,188	6,596	7,491	8,771
期末现金余额	7,188	6,596	7,491	8,771	9,909

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长	12.3%	-5.1%	13.0%	13.6%	14.3%
营业利润增长	57.1%	-33.2%	15.9%	15.1%	14.1%
归母净利润增长	50.2%	-24.6%	11.3%	12.5%	14.1%
获利能力					
毛利率	51.4%	50.1%	50.3%	50.6%	51.0%
净利率	29.8%	23.8%	23.3%	23.1%	23.1%
ROE	20.4%	14.4%	14.8%	15.2%	15.8%
ROIC	13.3%	12.4%	13.9%	14.3%	14.9%
偿债能力					
资产负债率	25.4%	19.1%	17.8%	18.1%	18.5%
净负债比率	-50.2%	-52.0%	-54.6%	-58.6%	-60.5%
流动比率	3.27	3.44	3.85	3.98	4.07
速动比率	2.70	2.77	3.11	3.24	3.33
营运能力					
总资产周转率	0.51	0.48	0.53	0.56	0.58
应收账款周转率	14.56	13.01	11.98	12.76	12.80
存货周转率	2.65	2.64	2.80	2.82	2.82
每股指标 (元)					
每股收益	2.41	1.81	2.01	2.26	2.57
每股经营现金流	2.12	1.81	1.81	2.21	2.21
每股净资产	11.73	12.50	13.56	14.82	16.25
估值比率					
P/E	14.35	20.16	17.85	15.87	13.91
P/B	2.95	2.92	2.64	2.42	2.20
EV/EBITDA	12.17	15.17	11.90	9.95	8.47

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准指数。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司(以下简称“本公司”)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或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权归属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、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。投资者应当自行关注相应的更新或修改。