

新产品及国际化方向销售投入较大，利润短期承压

核心观点

公司 Q3 收入符合预期，利润低于预期。收入延续稳健增长趋势，利润端同比下降幅度较大，主要系公司为推动新品放量和全球化布局，在品牌建设、电商平台及销售团队等方面加大了战略性投入。展望 Q4 及明年，公司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，海外收入有望保持快速增长。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，有望进一步巩固行业龙头地位。

事件

公司发布 2025 年三季报

2025 年前三季度公司实现营收 65.45 亿元（+8.58%），归母净利润 14.66 亿元（-4.28%），扣非归母净利润 11.69 亿元（-8.21%）。前三季度基本每股收益为 1.47 元/股。向全体股东每 10 股派发现金红利 2.00 元（含税），不转增不送股。派发现金红利总额为 2.0 亿元。

简评

收入符合预期，新品及全球化销售投入影响利润

2025 年前三季度公司实现营收 65.45 亿元（+8.58%），归母净利润 14.66 亿元（-4.28%），扣非归母净利润 11.69 亿元（-8.21%）。Q3 单季度营收 18.86 亿元（+9.63%），归母净利润 2.63 亿元（-35.99%），扣非归母净利润 2.56 亿元（-17.50%）。

Q3 收入符合预期，延续稳健增长趋势；利润端低于预期，主要系公司为推动新品放量和全球化布局，在品牌建设、电商平台及销售团队等方面加大了战略性投入，导致 Q3 销售费用同比增长 33.5%，Q3 销售费用率同比提升了 3.87 个百分点。

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 11 月 15 日

当前股价：36.21 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
-4.08/-6.68	1.34/-6.99	-4.71/-20.74
12 月最高/最低价 (元)		40.47/33.21
总股本 (万股)		100,247.69
流通 A 股 (万股)		94,015.82
总市值 (亿元)		363.00
流通市值 (亿元)		340.43
近 3 月日均成交量 (万)		1093.18
主要股东		
江苏鱼跃科技发展有限公司		24.54%

股价表现



海外市场保持快速增长，将泰国市场的本土化路径拓展到多个国家

前三季度公司海外收入保持高速增长态势。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。欧洲市场前三季度实现快速增长，呼吸治疗产品突破多个重点国家，公司在欧洲成立了呼吸治疗领域的科学顾问委员会，未来有望通过临床学术资源的积累，加强公司品牌在海外的影响力。前三季度北美市场收入实现显著增长，公司持续加深与 Inogen 的战略合作，并积极推动呼吸制氧产品在美国的注册进度。南美市场收入三季度也恢复了快速增长，后续有望维持高增速。

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，以健康管理为核心定位，推动 AI 智能穿戴医疗设备研发。目前公司正在积极推动产品注册，手表、指环、手环等产品有望陆续获批。在 AI 领域，公司将鱼跃 AI Agent 与“鱼跃健康管家”平台进行升级，整合了公司旗下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。

展望明年，国内业务有望稳健增长，海外业务有望延续快速增长趋势

展望 Q4 及明年，公司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，海外收入有望保持快速增长。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。

毛利率稳中有升，销售费用率提升明显

公司前三季度销售毛利率 50.35% (+0.22pp)；销售费用率 18.83% (+3.39pp)，销售费用率大幅提升主要系公司为新品推广和全球化战略，在工资奖金、电商平台费、广告费等方面投入增加；管理费用率 5.18% (+0.03pp)，研发费用率 6.79% (+0.07pp)，财务费用率 -2.14% (+0.04pp)，均基本保持稳定。经营活动产生的现金流量净额 15.04 亿元，同比增长 8.77%，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 37.7 天，同比增加 5.0 天，主要系公司销售业务回款节奏已基本恢复至常规模式所致。其他财务指标基本正常。

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 18.61 亿元、21.22 亿元、24.45 亿元，同比增长 3.1%、14.0%、15.2%，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	1,861	2,122	2,445
增长率(%)	-24.6%	3.1%	14.0%	15.2%
每股收益(元)	1.80	1.86	2.12	2.44
市盈率(P/E)	20	19	17	15

资料来源：Wind，中信建投 注：收盘日期截至2025 年11 月14 日

图表2： 财务预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债表（百万元）						
现金及现金等价物	4838	7215	6619	8062	9133	9990
应收款项	672	472	765	707	764	941
存货净额	1509	1412	1440	1573	1726	1961
其他流动资产	314	261	386	355	394	477
流动资产合计	9873	9385	9259	10747	12066	13419
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	17266	18693	20183
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	1765	2020
其他流动负债	1165	937	1140	1219	1302	1513
流动负债合计	3186	2873	2693	3175	3441	3791
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	3480	3737	4021
少数股东权益	206	152	119	118	117	116
股东权益	9860	11764	12535	13668	14839	16046
负债和股东权益总计	15095	15967	15646	17266	18693	20183
利润表（百万元）						
营业收入	7102	7972	7566	8326	9351	10546
营业成本	3684	3867	3772	4095	4576	5130
营业税金及附加	70	81	74	83	94	105
销售费用	1031	1098	1361	1499	1636	1845
管理费用	917	915	975	1019	1142	1285
财务费用	(96)	(157)	(236)	(123)	(138)	(158)
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	2142	2427	2737
营业外净收支	1	(45)	1	(14)	(19)	(11)
利润总额	1842	2849	1933	2128	2408	2726
所得税费用	270	472	129	269	288	284
少数股东损益	(22)	(19)	(1)	(2)	(2)	(2)
归属于母公司净利润	1595	2396	1806	1861	2122	2445

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金流量表（百万元）						
净利润	1595	2396	1806	1861	2122	2445
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)	(138)	(158)
营运资本变动	588	(1210)	(443)	46	9	(94)
其它	(86)	19	15	46	(2)	(2)
经营活动现金流	2258	1290	1528	2054	2300	2542
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)	(728)	(951)	(1237)
其它融资现金流	1403	1701	1643	351	0	(117)
融资活动现金流	939	(1247)	(2167)	(377)	(951)	(1354)
现金净变动	2445	2377	(597)	1443	1071	857
货币资金的期初余额	2394	4838	7215	6619	8062	9133
货币资金的期末余额	4838	7215	6619	8062	9133	9990

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