

鱼跃医疗 (002223.SZ)

CGM 高增与海外提速，高投入期蓄力长期增长

买入 (维持评级)

投资要点:

➤ **事件:** 公司发布 2025 年年报和 2026 年一季度报告。2025 年公司实现营业收入 79.55 亿元 (同比+5%)；归母净利润 14.82 亿元 (同比-18%)，扣非归母净利润 11.69 亿元 (同比-16%)。2026 年 Q1 营收 23.70 亿元 (同比-3%)；归母净利润 4.28 亿元 (同比-31%)；扣非归母净利润 4.10 亿元 (同比-20%)。

➤ **CGM 营收高增，各板块分化发展。** 血糖管理及 POCT 板块：表现最为亮眼，2025 年实现收入 12.81 亿元 (同比+24.34%)。核心新品 Anytime 4、Anytime 5 系列陆续上市，带动 CGM 业务营收增长两倍以上，成为公司核心增长引擎。呼吸治疗板块：收入 25.49 亿元 (同比-1.87%)。家用呼吸机收入快速增长，制氧机营收降幅收窄，雾化器受流感周期波动影响有所下滑。家用健康检测板块：收入 15.78 亿元 (同比+0.91%)，电子血压计、红外测温仪等产品实现同比增长。核心产品在高端化与进口替代中维持基本盘稳健。临床器械及康复板块：收入 21.38 亿元 (同比+2.17%)，消毒感控、针灸针、电动轮椅等产品实现同比增长。急救及其他板块：收入 3.55 亿元 (同比+48.69%)，AED 产品在欧盟 MDR 认证获批及国内外渠道扩展的双重驱动下有望成为重要增量点。

➤ **研发与销售投入加大，短期影响利润，长期利好份额提升。** 2025 年公司期间费用 26.10 亿元 (同比+24.27%)，费用增速高于营收增速。研发费用 5.70 亿元，营收占比 7.17%，持续投入保障新品迭代与技术壁垒；销售费用 17.63 亿元 (同比+29.53%)，销售费用率 22.17% (同比+4.18%)，预计主要用于全球化、数智化、穿戴化三大战略推进，有望助力公司提升国内外市场长期份额。

➤ **外销高速增长，国际化战略加速落地。** 2025 年公司境内市场实现营收 66.69 亿元 (同比+1.44%)，保持平稳增长；境外市场营收规模持续扩大，全年实现收入 12.32 亿元 (同比+29.86%)，全球化布局成效显著。通过与 Inogen 的战略合作，呼吸类产品在欧美市场的准入与渠道打通取得实质性进展。整体海外业务呈现快速扩张态势，国际化布局进入提速阶段。

➤ **盈利预测与投资建议:** 基于公司 2025 年年报及 2026 年一季报披露情况，呼吸治疗板块增长面临压力，同时新品推广投入持续加大。我们调整此前盈利预测，预计 2026-2028 年公司营业收入为 87.48 亿、97.75 亿、110.93 亿 (前值为 98.56/111.27/-亿元)，同比增长 10%、12%、13%；归母净利润分别为 16.79 亿、19.37 亿、21.40 亿元 (前值为 23.62/26.77/-亿元)，同比增长 13%、15%、10%。维持“买入”评级。

风险提示

下游需求不及预期；新业务进展不及预期；市场竞争加剧；

财务数据和估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	7,566	7,955	8,748	9,775	11,093
增长率	-5%	5%	10%	12%	13%
净利润 (百万元)	1,806	1,482	1,679	1,937	2,140
增长率	-25%	-18%	13%	15%	10%
EPS (元/股)	1.80	1.48	1.68	1.93	2.13
市盈率 (P/E)	16.6	20.2	17.8	15.5	14.0
市净率 (P/B)	2.4	2.3	2.1	2.0	1.8

数据来源：公司公告、华福证券研究所

基本数据

日期	2026-05-12
收盘价:	29.85 元
总股本/流通股本(百万股)	1,002.48/942.29
流通 A 股市值(百万元)	28,127.46
每股净资产(元)	13.62
资产负债率(%)	18.50
一年内最高/最低价(元)	46.31/28.90

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 贺鑫(S0210526040003)
31044@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、Q1 收入符合预期，CGM 新品上市丰富增长动能——2025.05.24
- 2、CGM 新品上市，海外参股 Inogen 国际化步履加速——2025.02.05
- 3、老牌家用医疗器械龙头，战略转型焕新机——2025.01.10

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	579	2,542	3,825	5,230	营业收入	7,955	8,748	9,775	11,093
应收票据及账款	718	504	562	640	营业成本	3,930	4,270	4,737	5,335
预付账款	47	64	71	80	税金及附加	76	84	94	106
存货	1,478	1,623	1,778	2,016	销售费用	1,763	1,706	1,901	2,158
合同资产	7	8	10	12	管理费用	476	481	538	610
其他流动资产	975	212	257	321	研发费用	570	630	723	843
流动资产合计	3,797	4,945	6,493	8,287	财务费用	-199	-55	-99	-93
长期股权投资	65	65	65	65	信用减值损失	-4	-2	-1	0
固定资产	1,845	1,677	1,526	1,390	资产减值损失	-30	-10	-5	0
在建工程	5	9	12	15	公允价值变动收益	0	-1	0	-1
无形资产	460	427	395	368	投资收益	34	34	34	34
商誉	1,077	1,077	1,077	1,077	其他收益	360	276	329	322
其他非流动资产	8,835	8,904	8,986	9,078	营业利润	1,700	1,928	2,237	2,489
非流动资产合计	12,287	12,158	12,061	11,993	营业外收入	26	12	14	17
资产合计	16,084	17,103	18,554	20,280	营业外支出	42	31	26	33
短期借款	0	0	0	0	利润总额	1,684	1,908	2,226	2,473
应付票据及账款	1,617	1,651	1,888	2,174	所得税	200	229	289	334
预收款项	0	0	0	0	净利润	1,484	1,679	1,937	2,140
合同负债	117	262	293	333	少数股东损益	2	0	0	0
其他应付款	204	204	204	204	归属母公司净利润	1,482	1,679	1,937	2,140
其他流动负债	521	539	588	651	EPS (按最新股本摊薄)	1.48	1.68	1.93	2.13
流动负债合计	2,459	2,657	2,973	3,362					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	270	270	270	270					
非流动负债合计	270	270	270	270					
负债合计	2,729	2,927	3,243	3,632					
归属母公司所有者权益	13,241	14,062	15,196	16,534					
少数股东权益	114	114	114	114					
所有者权益合计	13,355	14,176	15,310	16,648					
负债和股东权益	16,084	17,103	18,554	20,280					

现金流量表				
单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1,503	2,405	2,078	2,224
现金收益	1,577	1,882	2,081	2,277
存货影响	-38	-145	-155	-238
经营性应收影响	49	207	-60	-87
经营性应付影响	27	34	236	287
其他影响	-112	426	-25	-15
投资活动现金流	-6,652	105	-92	-110
资本支出	-150	-60	-64	-71
股权投资	1	0	0	0
其他长期资产变化	-6,503	165	-28	-39
融资活动现金流	-822	-547	-703	-708
借款增加	0	0	0	0
股利及利息支付	-799	-802	-802	-802
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-23	255	99	93

主要财务比率				
	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入增长率	5.1%	10.0%	11.8%	13.5%
EBIT 增长率	-12.5%	24.8%	14.8%	11.9%
归母公司净利润增长率	-17.9%	13.3%	15.3%	10.5%
获利能力				
毛利率	50.6%	51.2%	51.5%	51.9%
净利率	18.7%	19.2%	19.8%	19.3%
ROE	11.1%	11.8%	12.6%	12.9%
ROIC	38.3%	38.2%	35.6%	32.8%
偿债能力				
资产负债率	17.0%	17.1%	17.5%	17.9%
流动比率	1.5	1.9	2.2	2.5
速动比率	0.9	1.3	1.6	1.9
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转天数	32	25	20	20
存货周转天数	134	131	129	128
每股指标 (元)				
每股收益	1.48	1.68	1.93	2.13
每股经营现金流	1.50	2.40	2.07	2.22
每股净资产	13.21	14.03	15.16	16.49
估值比率				
P/E	20	18	15	14
P/B	2	2	2	2
EV/EBITDA	43	37	33	30

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

一般声明

华福证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券股份有限公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。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。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn