

2026年05月15日

鱼跃医疗(002223.SZ)

投资评级：买入（维持）

——CGM、急救业务增速亮眼，海外收入预计持续高增

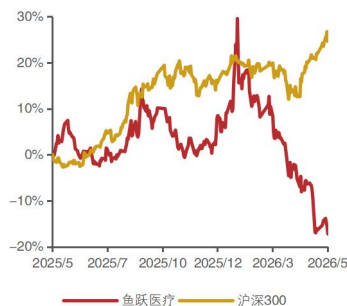
证券分析师

刘闯
SAC: S1350524030002
liuchuang@huayuanstock.com

联系人

梁裕
liangyu@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2026年05月14日

收盘价(元)	29.00
一年内最高/最低(元)	46.31/28.90
总市值(百万元)	29,071.83
流通市值(百万元)	27,326.51
总股本(百万股)	1,002.48
资产负债率(%)	18.50
每股净资产(元/股)	13.62

资料来源：聚源数据

投资要点：

- 事件：**鱼跃医疗公布2025年年报&2026年一季报。2025年全年实现收入79.55亿元，同比+5.14%；实现归母净利润14.82亿元，同比-17.94%；实现扣非归母净利润11.69亿元，同比-16.10%。26Q1单季度实现收入23.70亿元，同比-2.69%；实现归母净利润4.28亿元，同比-31.44%；实现扣非归母净利润4.10亿元，同比-20%。业绩承压主要是由于国内消费大环境、以及公司主动进行线下业务组织架构及销售策略调整等因素所致。
- CGM、急救业务增速亮眼，呼吸治疗海外第二增长曲线可期。**2025年，呼吸治疗解决方案板块业务营业收入同比下降1.87%，其中家用呼吸机业务在国内外均实现快速增长，制氧机业务营收同比降幅缩窄，雾化器业务受到流感周期波动影响营收同比有所下降。公司正推进全球化战略布局，相关产品预计逐步在全球各地获得注册认证，海外第二增长曲线可期；血糖管理及POCT解决方案业务板块营收规模同比增长24.34%，CGM业务营收规模实现翻倍以上增长；家用健康检测解决方案业务板块营业收入同比增长0.91%，其中电子血压计、红外测温仪等产品实现同比增长；临床器械及康复解决方案业务板块营业收入同比增长2.17%，经营情况平稳，其中消毒感控、针灸针、电动轮椅等产品实现同比增长；急救解决方案及其他板块营业收入同比增长48.69%，其中孵化业务急救品类营收同比高速增长。
- 毛利率稳中有升，销售投入增加。**2025年公司实现销售毛利率50.60%，同比提升0.46pct，销售/管理/研发费用率分别为22.2%、6.0%、7.2%，同比+4.2pct、+0.3pct、-0.1pct，销售费用率提升幅度较大，主要是由于公司围绕全球化布局、新品市场推广及品牌价值建设实施前瞻性战略投入所致。
- 持续加码海外市场布局，海外收入继续高增。**2025年，公司海外业务覆盖范围进一步拓宽，销售网络延伸至更多国家，稳步推进各重点区域及国家的产品注册认证与渠道建设。2025年，公司实现外销收入12.32亿元，同比增长29.86%，占总营收比例由2024年的12.54%提升至15.49%，预计未来外销业务将继续释放增长势能，逐步成为公司发展的重要引擎。
- 盈利预测与评级：**预计2026-2028年公司归母净利润分别为16.0/18.1/20.7亿元，同比增长7.9%、12.9%、14.9%，对应PE分别为18X、16X、14X。公司为国内平台型家用器械龙头，具备较强品牌力，出海布局稳步推进，天花板有望打开，维持公司“买入”评级。
- 风险提示：**产品销售不及预期；海外拓展不及预期；竞争格局恶化风险。

盈利预测与估值(人民币)

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	7,566	7,955	8,813	9,864	11,134
同比增长率(%)	-5.09%	5.14%	10.79%	11.92%	12.88%
归母净利润(百万元)	1,806	1,482	1,599	1,805	2,074
同比增长率(%)	-24.63%	-17.94%	7.93%	12.86%	14.88%
每股收益(元/股)	1.80	1.48	1.60	1.80	2.07
ROE(%)	14.40%	11.19%	11.14%	11.55%	12.14%
市盈率(P/E)	16.10	19.62	18.18	16.11	14.02

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	579	1,848	3,355	4,990
应收票据及账款	739	724	784	854
预付账款	47	48	54	61
其他应收款	20	24	27	31
存货	1,478	1,580	1,680	1,801
其他流动资产	934	1,000	1,100	1,210
流动资产总计	3,797	5,226	7,000	8,946
长期股权投资	65	64	63	62
固定资产	1,882	1,805	1,718	1,621
在建工程	5	14	14	13
无形资产	460	434	430	422
长期待摊费用	116	111	102	90
其他非流动资产	9,759	9,563	9,371	9,198
非流动资产合计	12,287	11,991	11,697	11,405
资产总计	16,084	17,217	18,697	20,351
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	1,617	1,288	1,383	1,426
其他流动负债	842	1,210	1,362	1,561
流动负债合计	2,459	2,498	2,745	2,987
长期借款	14	11	8	5
其他非流动负债	256	230	200	160
非流动负债合计	270	241	208	165
负债合计	2,729	2,739	2,953	3,153
股本	1,002	1,002	1,002	1,002
资本公积	1,847	1,847	1,847	1,847
留存收益	10,391	11,511	12,774	14,226
归属母公司权益	13,241	14,360	15,624	17,076
少数股东权益	114	117	120	123
股东权益合计	13,355	14,477	15,744	17,198
负债和股东权益合计	16,084	17,217	18,697	20,351

现金流量表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	1,484	1,449	1,635	1,886
折旧与摊销	318	340	378	426
财务费用	-199	-33	-71	-114
投资损失	-34	-38	-41	-45
营运资金变动	-258	-120	-21	-69
其他经营现金流	192	132	152	169
经营性现金净流量	1,503	1,731	2,032	2,252
投资性现金净流量	-6,652	-12	-52	-106
筹资性现金净流量	-822	-450	-473	-511
现金流量净额	-6,023	1,270	1,506	1,635

利润表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	7,955	8,813	9,864	11,134
营业成本	3,930	4,273	4,718	5,258
税金及附加	76	85	95	107
销售费用	1,763	1,727	2,022	2,338
管理费用	476	485	543	612
研发费用	570	617	690	779
财务费用	-199	-33	-71	-114
资产减值损失	-30	-10	-8	-8
信用减值损失	-4	-5	-4	-6
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	34	38	41	45
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	1	2	1	0
其他收益	360	150	170	187
营业利润	1,700	1,834	2,068	2,373
营业外收入	26	28	31	33
营业外支出	42	44	46	49
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	1,684	1,818	2,052	2,357
所得税	200	216	244	280
净利润	1,484	1,602	1,808	2,077
少数股东损益	2	3	3	3
归属母公司股东净利润	1,482	1,599	1,805	2,074
EPS(元)	1.48	1.60	1.80	2.07

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	5.14%	10.79%	11.92%	12.88%
营业利润增长率	-11.97%	7.86%	12.74%	14.75%
归母净利润增长率	-17.94%	7.93%	12.86%	14.88%
经营现金流增长率	-17.25%	15.19%	17.35%	10.85%
盈利能力				
毛利率	50.60%	51.52%	52.17%	52.78%
净利率	18.66%	18.18%	18.33%	18.65%
ROE	11.19%	11.14%	11.55%	12.14%
ROA	9.21%	9.29%	9.65%	10.19%
ROIC	20.57%	14.05%	15.43%	17.74%
估值倍数				
P/E	19.62	18.18	16.11	14.02
P/S	3.65	3.30	2.95	2.61
P/B	2.20	2.02	1.86	1.70
股息率	1.38%	1.65%	1.86%	2.14%
EV/EBITDA	20	12	10	9

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本报告的版权归本公司所有，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授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。