

海外业务保持快速增长，可穿戴产品有望陆续上市

鱼跃医疗 (002223.SZ)

核心观点

2025 年收入符合预期，利润低于预期，主要由于公司加大新产品推广及海外布局投入导致销售费用大幅提升所致。一季报收入、利润低于预期，主要由于国内消费大环境背景下公司线下业务收入承压，公司 25 年下半年开始主动进行线下业务组织架构及销售策略调整，对业绩产生负面影响。展望全年，公司国内收入有望实现平稳增长，海外收入有望延续快速增长趋势，费用率有望持续改善，在可穿戴设备等新产品陆续推出及海外布局持续深化下，公司全年有望实现收入、利润稳健增长，业绩节奏预计呈现前低后高趋势。

事件

公司发布 2025 年年报及 2026 年一季报

2025 年实现收入 79.55 亿元，同比增长 5.14%；归母净利润 14.82 亿元，同比下降 17.94%；扣非归母净利润 11.69 亿元，同比下降 16.10%。基本每股收益 1.48 元/股。向全体股东每 10 股派发现金红利 6.00 元（含税）。

2026Q1 实现收入 23.70 亿元，同比下降 2.69%；归母净利润 4.28 亿元，同比下降 31.44%；扣非归母净利润 4.10 亿元，同比下降 20.00%。基本每股收益 0.43 元/股。

简评

2025 年销售费用提升明显导致利润承压，一季报业绩略低预期

2025 年公司实现收入 79.55 亿元，同比增长 5.14%；归母净利润 14.82 亿元，同比下降 17.94%；扣非归母净利润 11.69 亿元，同比下降 16.10%。其中 Q4 单季度收入 14.10 亿元，同比减少 8.31%；归母净利润 0.16 亿元，去年同期 2.74 亿元；扣非归母净利润-0.01 亿元，去年同期 1.19 亿元。2025 年收入符合预期，利润低于预期，主要由于公司加大新产品推广及海外布局投入导致销售费用大幅提升所致。

2026Q1 实现收入 23.70 亿元，同比下降 2.69%；归母净利润 4.28 亿元，同比下降 31.44%；扣非归母净利润 4.10 亿元，同比下降 20.00%。收入、利润低于预期，主要由于国内消费大环境背景下公司线下业务收入承压，公司 25 年下半年开始主动进行线下业务组织架构及销售策略调整，对业绩产生负面影响。

维持

买入

袁清慧 yuanqinghui@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520030001

SFC 编号:BPW879

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

贺菊颖 hejuying@csc.com.cn

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

发布日期：2026 年 05 月 28 日

当前股价：27.48 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
-13.53/-13.87	-27.89/-26.62	-25.35/-47.66
12 月最高/最低价 (元)		45.40/27.18
总股本 (万股)		100,247.69
流通 A 股 (万股)		94,229.45
总市值 (亿元)		275.48
流通市值 (亿元)		258.94
近 3 月日均成交量 (万)		920.53
主要股东		
江苏鱼跃科技发展有限公司		24.54%

股价表现



呼吸治疗板块逐步企稳，血糖管理及急救业务快速增长

分产品来看，呼吸治疗解决方案业务 2025 年收入 25.49 亿元，同比-1.87%；其中家用呼吸机业务营收同比增长，制氧机业务营收同比降幅缩窄，雾化器业务因流感周期波动影响营收同比有所下降。血糖管理及 POCT 解决方案收入 12.81 亿元，同比+24.34%；其中重点新品 Anytime 4、Anytime 5 系列 2025 年陆续上市，带动 CGM 业务营收实现翻倍以上增长。家用健康检测解决方案收入 15.78 亿元，同比+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收入 21.38 亿元，同比+2.17%；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收入 3.55 亿元，同比+48.69%，主要得益于新产品注册获批及海内外营销渠道的有效拓展。

海外业务保持快速增长，全球化布局持续推进

分地区来看，公司 2025 年内销收入 66.69 亿元，同比+1.44%，外销收入 12.32 亿元，同比+29.86%，海外收入占总收入比例提升至 15.49%。公司稳步推进各重点区域及国家的产品注册认证与渠道建设，持续加强属地化运营，已在多国完成子公司布局，并逐步配齐本地化营销、注册、用户服务、管理等团队。2026 年公司海外业务有望延续快速增长趋势。

Anytime 4/5 获得欧盟 MDR 认证，可穿戴产品陆续上市

2026 年 1 月，控股子公司鱼跃凯立特的 CGM 产品 Anytime 4 及 Anytime 5 获得 CE MDR 认证。2025 年 Anytime4/5 在国内获批后取得了良好的用户反馈和销售表现，本次获批 MDR 有望进一步推动公司 CGM 产品在海外布局。此外，公司也在积极研发新一代 CGM 产品，预计将在产品性能、专利保护等方面具有显著提升。公司持续加强可穿戴产品线的研发，2026 年一季度公司推出了鱼跃健康戒指 R3，该产品为消费级健康监测产品，公司后续将进一步推出具备医疗器械注册证的医疗级可穿戴戒指、手表等产品。

展望全年，国内业务有望实现平稳增长，海外业务有望延续快速增长趋势

国内消费大环境及公司线下渠道改革影响下，国内业务短期有所承压，但全年来看，公司国内业务有望实现正增长。海外业务目前收入占比仍然不高，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。展望 2026 年，公司国内收入有望实现平稳增长，海外收入有望延续快速增长趋势，费用率有望持续改善，在可穿戴设备等新产品陆续推出及海外布局持续深化下，公司全年有望实现收入、利润稳健增长，业绩节奏预计呈现前低后高趋势。

毛利率基本稳定，销售费用率提升明显

2025 年销售毛利率 50.60% (+0.46pp)，基本保持稳定。销售费用率 22.17% (+4.18pp)，主要由于公司加大新产品推广及海外布局投入所致。管理费用率 5.98% (+0.32pp)，研发费用率 7.17% (-0.06pp)，财务费用率-2.50% (+0.62pp)。经营活动产生的现金流净额 15.03 亿元，同比下降 17.25%，主要由于经营活动现金流入增速慢于流出增速。年末货币资金 5.79 亿元，同比下降 38.70%，主要系定期存单从货币资金重分类到其他流动资产和其他非流动资产所致。

2026Q1 销售毛利率 50.21% (-0.09pp)，销售费用率 17.00% (+2.10pp)，管理费用率 4.66% (+0.47pp)，研

发费用率 6.70% (+0.28pp)，财务费用率-0.32% (+1.26pp)，主要受汇兑损益影响。其他收益较去年同期下降 81.30%，主要由于收到的政府补助下降所致。经营活动产生的现金流净额 5.97 亿元，同比下降 9.21%，主要系购买商品、接受劳务支付的现金增加较多所致。

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，海外市场持续拓展，有望助力公司实现业绩稳健增长。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 2026-2028 年收入 87.25 亿元、96.05 亿元、106.12 亿元，同比增长 9.7%、10.1%、10.5%；归母净利润分别为 15.07 亿元、17.16 亿元、19.98 亿元，同比增长 1.7%、13.9%、16.4%，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受消费情况、国补政策等因素影响，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	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	7,955	8,725	9,605	10,612
增长率(%)	5.1%	9.7%	10.1%	10.5%
归属母公司股东净利润	1,482	1,507	1,716	1,998
增长率(%)	-17.9%	1.7%	13.9%	16.4%
每股收益(元)	1.48	1.50	1.71	1.99
市盈率(P/E)	19	18	16	14

资料来源: Wind, 中信建投 注: 收盘日期截至2026年5月25日

图表2： 财务预测

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债表 (百万元)						
现金及现金等价物	7215	6619	6800	6709	6709	8329
应收款项	472	765	739	736	891	955
存货净额	1412	1440	1478	1620	1790	1966
其他流动资产	261	386	(5482)	(1761)	(2689)	(4141)
流动资产合计	9385	9259	3797	7566	6963	7371
固定资产	2085	1961	1850	1746	1657	1590
无形资产及其他	511	492	460	441	423	405
投资性房地产	3761	3869	9912	9912	9912	9912
长期股权投资	226	65	65	85	107	131
资产总计	15967	15646	16084	19751	19063	19408
短期借款及交易性金融负债	526	23	24	2541	899	135
应付款项	1411	1529	1617	1704	1914	2107
其他流动负债	937	1140	818	1143	1232	1264
流动负债合计	2873	2693	2459	5388	4045	3506
长期借款及应付债券	684	0	0	0	0	0
其他长期负债	495	299	270	249	168	124
长期负债合计	1178	299	270	249	168	124
负债合计	4052	2992	2729	5637	4213	3630
少数股东权益	152	119	114	115	117	118
股东权益	11764	12535	13241	13998	14733	15660
负债和股东权益总计	15967	15646	16084	19751	19063	19408
利润表 (百万元)						
营业收入	7972	7566	7955	8725	9605	10612
营业成本	3867	3772	3930	4309	4711	5184
营业税金及附加	81	74	76	86	94	103
销售费用	1098	1361	1763	1832	1969	2165
管理费用	915	975	1046	1153	1229	1355
财务费用	(157)	(236)	(199)	(145)	(124)	(202)
投资收益	143	23	34	67	41	47
资产减值及公允价值变动	(97)	(47)	(30)	(58)	(45)	(44)
其他收入	680	337	357	230	200	261
营业利润	2893	1932	1700	1729	1923	2270
营业外净收支	(45)	1	(16)	(20)	(11)	(16)
利润总额	2849	1933	1684	1709	1912	2254
所得税费用	472	129	200	200	193	253
少数股东损益	(19)	(1)	2	2	3	3
归属于母公司净利润	2396	1806	1482	1507	1716	1998

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金流量表 (百万元)						
净利润	2396	1806	1482	1507	1716	1998
资产减值准备	(33)	(15)	(35)	(16)	(1)	(1)
折旧摊销	207	213	239	211	220	230
公允价值变动损失	97	47	30	58	45	44
财务费用	(157)	(236)	(199)	(145)	(124)	(202)
营运资本变动	(1210)	(443)	(485)	(3485)	819	1393
其它	19	15	36	17	2	2
经营活动现金流	1476	1622	1266	(1708)	2801	3667
资本开支	(11)	(0)	(20)	(130)	(156)	(187)
其它投资现金流	2514	(24)	(212)	0	0	0
投资活动现金流	2520	136	(231)	(150)	(178)	(211)
权益性融资	24	17	0	0	0	0
支付股利、利息	(661)	(1224)	(799)	(750)	(981)	(1071)
其它融资现金流	1329	1446	744	2518	(1642)	(764)
融资活动现金流	(1619)	(2355)	(854)	1768	(2623)	(1835)
现金净变动	2377	(597)	181	(91)	0	1620
货币资金的期初余额	4838	7215	6619	6800	6709	6709
货币资金的期末余额	7215	6619	6800	6709	6709	8329

资料来源: 公司公告, Wind, 中信建投

分析师介绍

袁清慧

中信建投研究发展部医药及大健康联席组长，医药行业首席分析师。中山大学理学本科，佐治亚州立大学理学硕士，北卡大学教堂山分校医学院研究学者。曾从事阿尔茨海默、肿瘤相关新药研发，擅长创新药产业研究。2018 年加入中信建投证券研究发展部。

2020 年-2023 年新财富最佳分析师医药行业入围、第 5 名、第 4 名、第 3 名团队核心成员，2024-2025 年证券时报医药行业最佳分析师第 2 名团队核心成员。2024 年-2025 年新浪金麒麟创新药行业最佳分析师第 1 名、第 2 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。

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。

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