

鱼跃医疗（002223.SZ）

优于大市

营收与利润短期承压，血糖板块及海外业务维持增长

核心观点

公司 26H1 收入及利润阶段性承压。2026H1 公司实现营业收入 45.69 亿元，同比下降 1.9%；归母净利润 8.43 亿元，同比下降 29.9%；扣非归母净利润 7.61 亿元，同比下降 16.7%。收入端主要受国内线下组织架构及销售策略调整、呼吸类产品去年同期国补高基数影响；利润端还受到其他收益减少、汇兑收益下降及线上阶段性让利等因素影响。公司 CGM、急救和海外业务保持较快增长，家用呼吸机、电子血压计等核心产品仍在推进产品升级和渠道调整，整体经营处于业务结构切换和增长动能重建阶段。

费用投入保持稳定，毛利率短期有所承压。2026H1 公司销售费用率 18.3%（+0.9pp），主要由于公司持续推进 CGM、可穿戴设备、AI 医疗及海外渠道建设；管理费用率 5.0%（+0.2pp）；财务费用率-0.8%（+1.5pp），主要受汇率变动影响；研发费用率 6.7%（+0.4pp），研发投入同比增长 3.8%。公司 2026H1 毛利率 49.8%（-0.6pp），净利率 18.6%（-7.1pp），短期受呼吸类产品结构变化、海外业务占比提升及线上大促让利影响；后续随着高毛利产品放量、海外毛利率改善及规模效应体现，公司利润端仍有改善空间。

呼吸业务短期回落，血糖管理、急救及海外业务增速亮眼。2026H1 公司呼吸治疗解决方案收入 14.51 亿元（-13.3%），主要因国内制氧机、雾化器需求回落以及去年同期国补形成较高基数。血糖管理及 POCT 解决方案收入 7.95 亿元（+17.9%），CGM 业务收入实现翻倍以上增长。家用健康检测解决方案收入 9.69 亿元（-4.4%），主要受水银血压计停止销售影响，电子血压计实现增长；临床器械及康复解决方案收入 11.30 亿元（-0.3%）；急救解决方案及其他收入 2.05 亿元（+50.3%），AED 等产品持续放量，板块毛利率 48.2%（+15.3pp）。

投资建议：公司为国产家用医疗器械龙头，CGM 等热门新产品放量空间较大。考虑到呼吸治疗及家用健康检测板块业务波动、短期费用投入规划以及汇兑、政府补助等非经常项目的影响，下调 2026-2027 年盈利预测，引入 2028 年盈利预测，预计公司 2026-2028 年营业收入 83.77/94.92/107.12 亿元（2026-2027 原为 97.72/110.55 亿元），同比增速 5.3%/13.3%/12.9%；预计公司 2026-2028 年归母净利润 14.89/17.69/21.15 亿元（2026-2027 原为 23.72/27.75 亿元），同比增速 0.5%/18.8%/19.6%，当前股价对应 PE=17.1/14.4/12.1 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：产品销售不及预期风险、集采政策风险、研发风险、市场竞争加剧风险。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	7,566	7,955	8,377	9,492	10,712
(+/-%)	-5.1%	5.1%	5.3%	13.3%	12.9%
归母净利润(百万元)	1806	1482	1489	1769	2115
(+/-%)	-24.6%	-17.9%	0.5%	18.8%	19.6%
每股收益(元)	1.80	1.48	1.49	1.76	2.11
EBIT Margin	18.3%	14.3%	19.5%	20.4%	21.8%
净资产收益率 (ROE)	14.4%	11.2%	10.6%	11.9%	13.5%
市盈率 (PE)	14.1	17.2	17.1	14.4	12.1
EV/EBITDA	17.9	20.5	17.9	15.0	12.3
市净率 (PB)	2.04	1.93	1.83	1.72	1.62

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

医药生物·医疗器械

证券分析师：陈曦炳

0755-81982939

chenxibing@guosen.com.cn

S0980521120001

证券分析师：彭思宇

0755-81982723

cnpengsiyu@guosen.com.cn

S0980521060003

证券分析师：贾瑞祥

021-60875137

jiaruixiang@guosen.com.cn

S0980526070005

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	25.47 元
总市值/流通市值	25533/24000 百万元
52 周最高价/最低价	46.31/23.90 元
近 3 个月日均成交额	314.64 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

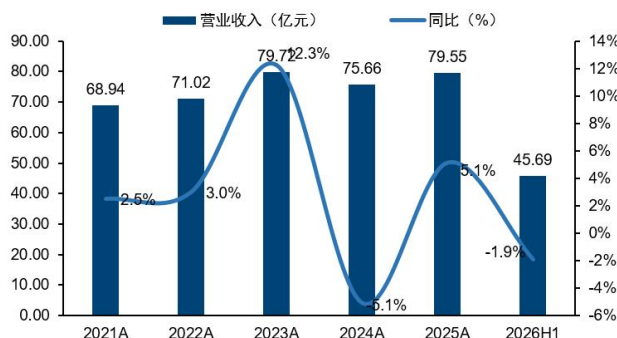
相关研究报告

《鱼跃医疗（002223.SZ）-呼吸治疗业务企稳回升，血糖管理业务表现亮眼》——2025-08-26

《鱼跃医疗（002223.SZ）-国产家用医疗器械龙头，沉淀聚焦高成长赛道》——2025-08-21

公司 26H1 收入及利润阶段性承压。2026H1 公司实现营业收入 45.69 亿元，同比下降 1.9%；归母净利润 8.43 亿元，同比下降 29.9%；扣非归母净利润 7.61 亿元，同比下降 16.7%。收入端主要受国内线下组织架构及销售策略调整、呼吸类产品去年同期国补高基数影响；利润端还受到其他收益减少、汇兑收益下降及线上阶段性让利等因素影响。公司 CGM、急救和海外业务保持较快增长，家用呼吸机、电子血压计等核心产品仍在推进产品升级和渠道调整，整体经营处于业务结构切换和增长动能重建阶段。

图1：鱼跃医疗营业收入及增速（单位：亿元、%）



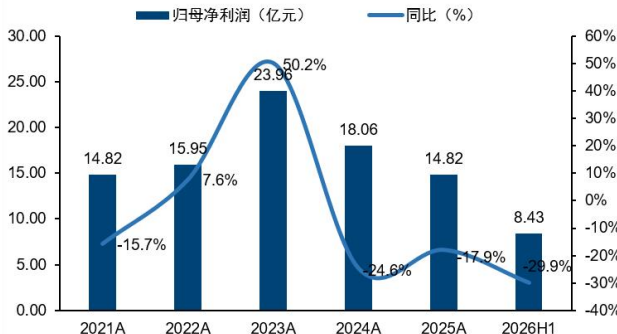
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图2：鱼跃医疗单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



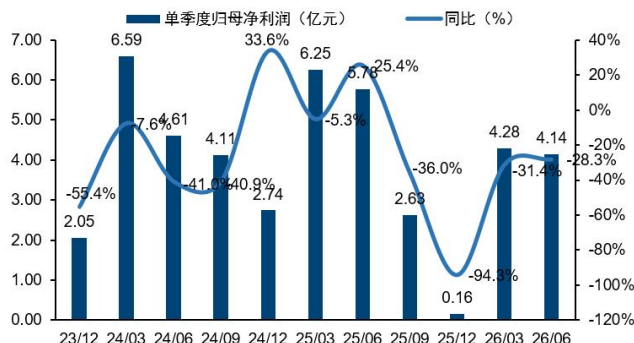
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图3：鱼跃医疗归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

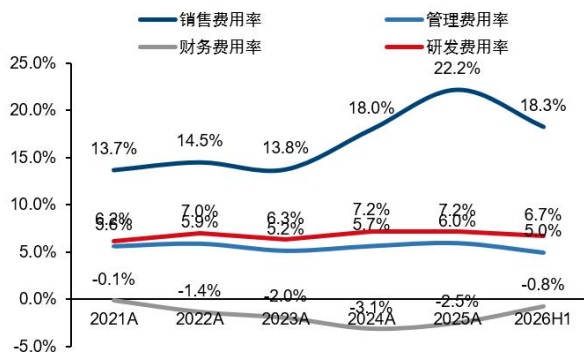
图4：鱼跃医疗单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

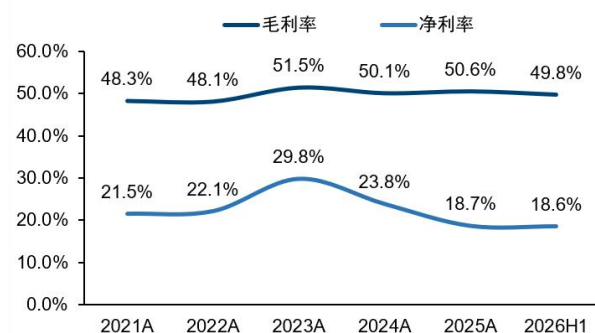
费用投入保持稳定，毛利率短期有所承压。2026H1 公司销售费用率 18.3%（+0.9pp），主要由于公司持续推进 CGM、可穿戴设备、AI 医疗及海外渠道建设；管理费用率 5.0%（+0.2pp）；财务费用率-0.8%（+1.5pp），主要受汇率变动影响；研发费用率 6.7%（+0.4pp），研发投入同比增长 3.8%。公司目前正处于产品迭代、市场投入和海外体系建设阶段，预计销售费用与研发费用仍将维持较高投入。公司 2026H1 毛利率 49.8%（-0.6pp），净利率 18.6%（-7.1pp），短期受呼吸类产品结构变化、海外业务占比提升及线上大促让利影响；后续随着高毛利产品放量、海外毛利率改善及规模效应体现，公司利润端仍有改善空间。

图5: 鱼跃医疗费用率变化情况



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

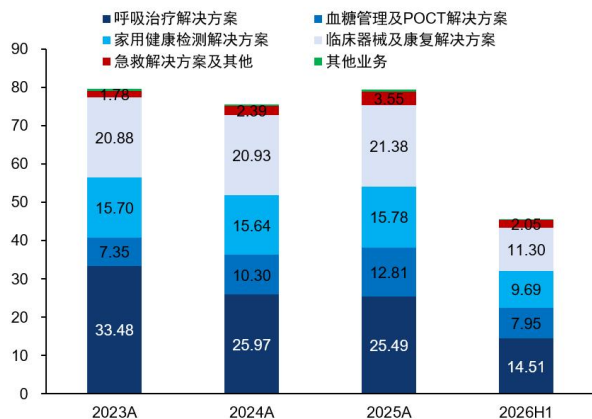
图6: 鱼跃医疗毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

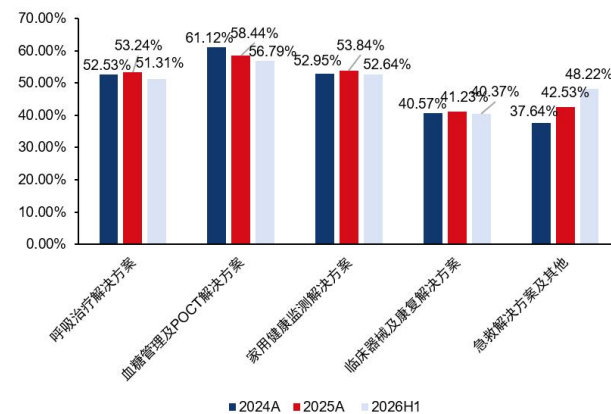
呼吸业务短期回落, 血糖管理、急救及海外业务增速亮眼。2026H1 公司呼吸治疗解决方案收入 14.51 亿元 (-13.3%), 主要因国内制氧机、雾化器需求回落以及去年同期国补形成较高基数。血糖管理及 POCT 解决方案收入 7.95 亿元 (+17.9%), 其中 CGM 业务收入实现翻倍以上增长。家用健康检测解决方案收入 9.69 亿元 (-4.4%), 主要受水银血压计停止销售影响, 电子血压计实现增长; 临床器械及康复解决方案收入 11.30 亿元 (-0.3%); 急救解决方案及其他收入 2.05 亿元 (+50.3%), AED 等产品持续放量, 板块毛利率 48.2% (+15.3pp)。各板块毛利率表现有所分化, 呼吸治疗、血糖管理及 POCT、家用健康检测、临床器械及康复、急救解决方案及其他的毛利率分别为 51.3%、56.8%、52.6%、40.4%和 48.2%。

图7: 鱼跃医疗收入拆分 (按业务板块, 单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

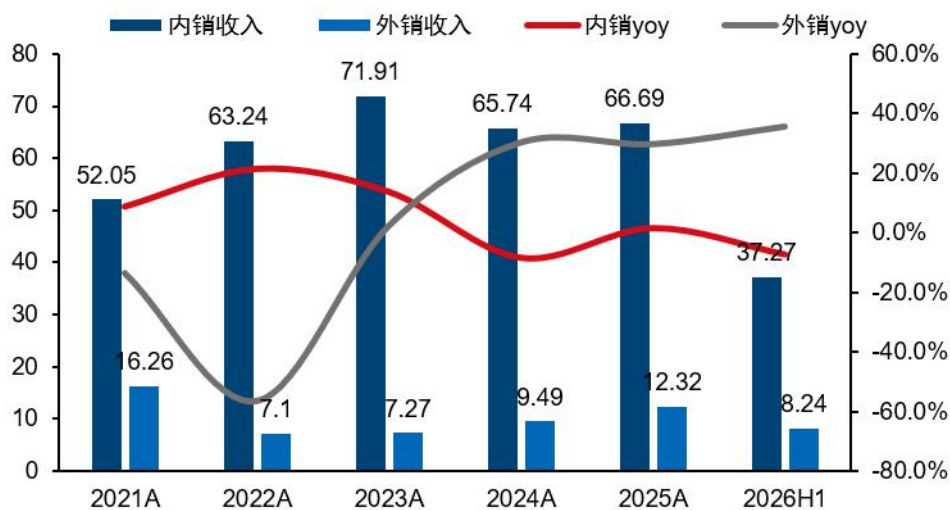
图8: 鱼跃医疗各业务板块毛利率情况



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

公司外销收入规模持续扩大, 海外营销体系进入产品和组织协同建设阶段。2026H1 公司外销收入 8.24 亿元, 同比增长 35.8%, 占营业收入比重提升至 18.0%, 外销毛利率为 38.6%, 同比提升约 6.0 个百分点。近年来公司持续强化海外本土化团队建设, 在多个国家设立子公司并拓宽外销渠道, 呼吸治疗产品在欧洲、东南亚、南美及中东等区域持续导入。公司针对呼吸产品线的海外组织架构已基本搭建完成, 随着核心产品在海外持续取得注册认证、属地化运营不断深入, 预计公司外销收入规模仍将保持较快增长。

图9：鱼跃医疗内外销收入及增速情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	6619	579	6500	6500	6500	营业收入	7566	7955	8377	9492	10712
应收款项	765	739	689	780	880	营业成本	3772	3930	4090	4575	5105
存货净额	1440	1478	1480	1657	1818	营业税金及附加	74	76	84	95	107
其他流动资产	386	740	335	380	428	销售费用	1361	1763	1550	1756	1928
流动资产合计	9259	3797	9265	9579	9888	管理费用	428	476	437	484	533
固定资产	1961	1850	1731	1615	1503	研发费用	547	570	586	645	707
无形资产及其他	492	460	442	425	408	财务费用	(236)	(199)	17	24	(23)
投资性房地产	3869	9912	9912	9912	9912	投资收益	23	34	75	75	75
长期股权投资	65	65	65	65	65	资产减值及公允价值变动	(47)	(30)	(30)	(20)	(10)
资产总计	15646	16084	21416	21596	21776	其他收入	(210)	(213)	(586)	(645)	(707)
短期借款及交易性金融负债	23	24	4664	3637	2546	营业利润	1932	1700	1657	1968	2421
应付款项	1529	1617	1615	1859	2079	营业外净收支	1	(16)	0	0	0
其他流动负债	1140	818	715	804	895	利润总额	1933	1684	1657	1968	2421
流动负债合计	2693	2459	6995	6301	5520	所得税费用	129	200	166	197	303
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(1)	2	2	3	3
其他长期负债	299	270	320	370	420	归属于母公司净利润	1806	1482	1489	1769	2115
长期负债合计	299	270	320	370	420	现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	2992	2729	7315	6671	5940	净利润	1806	1482	1489	1769	2115
少数股东权益	119	114	115	117	118	资产减值准备	(15)	(35)	(2)	(2)	(2)
股东权益	12535	13241	13986	14808	15717	折旧摊销	213	239	210	216	223
负债和股东权益总计	15646	16084	21416	21596	21776	公允价值变动损失	47	30	30	20	10
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	财务费用	(236)	(199)	17	24	(23)
每股收益	1.80	1.48	1.49	1.76	2.11	营运资本变动	(443)	(6707)	396	68	49
每股红利	1.22	0.80	0.74	0.94	1.20	其它	15	36	3	3	4
每股净资产	12.50	13.21	13.95	14.77	15.68	经营活动现金流	1622	(4955)	2126	2075	2398
ROIC	12.07%	9.52%	9%	9%	11%	资本开支	0	(20)	(101)	(101)	(101)
ROE	14.40%	11.19%	11%	12%	13%	其它投资现金流	(24)	(212)	0	0	0
毛利率	50%	51%	51%	52%	52%	投资活动现金流	136	(231)	(101)	(101)	(101)
EBIT Margin	18%	14%	19%	20%	22%	权益性融资	17	0	0	0	0
EBITDA Margin	21%	17%	22%	23%	24%	负债净变化	(684)	0	0	0	0
收入增长	-5%	5%	5%	13%	13%	支付股利、利息	(1224)	(799)	(745)	(946)	(1205)
净利润增长率	-25%	-18%	1%	19%	20%	其它融资现金流	1445	744	4641	(1027)	(1091)
资产负债率	20%	18%	35%	31%	28%	融资活动现金流	(2355)	(854)	3896	(1974)	(2297)
股息率	4.8%	3.1%	2.9%	3.7%	4.7%	现金净变动	(597)	(6040)	5921	0	0
P/E	14.1	17.2	17.1	14.4	12.1	货币资金的期初余额	7215	6619	579	6500	6500
P/B	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6	货币资金的期末余额	6619	579	6500	6500	6500
EV/EBITDA	17.9	20.5	17.9	15.0	12.3	企业自由现金流	0	(5483)	1971	1927	2211
						权益自由现金流	0	(4739)	6596	878	1140

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032