

血糖业务快速增长，全球化持续推进

鱼跃医疗(002223)

医药/必需消费

■ 鱼跃医疗 2025A & 2026Q1 业绩点评

姓名	电话	邮箱	登记编号
江坤(分析师)	021-23185638	jiangshen@gtht.com	S0880525090001
赵峻峰(分析师)	0755-23976629	zhaojunfeng@gtht.com	S0880519080017
余文心(分析师)	021-38676666	yuwenxin@gtht.com	S0880525040111

本报告导读:

公司整体业绩稳健，呼吸治疗板块整体稳健，血糖板块保持快速增长，战略入股 Inogen 后海外拓展加速，维持增持评级。

投资要点:

- 维持增持评级。**25A 实现收入 79.55 亿元(+5.14%)，归母净利润 14.82 亿元(-17.94%)，扣非净利润 11.69 亿元(-16.10%)。26Q1 实现收入 23.70 亿元(-2.69%)，归母净利润 4.28 亿元(-31.44%)，扣非净利润 4.10 亿元(-20.00%)。考虑线下消费及流感周期波动因素带来的阶段影响及全球化、新品推广带来的销售投入增加，下调公司呼吸治疗、临床器械及康复等业务的收入预期，上调销售费用率预期，调整 2026-2027 年预测 EPS 为 1.60/1.81 元(原 2.28/2.64 元)，新增 2028 年预测 EPS 为 2.04 元。考虑公司血糖等核心产品及海外市场的增长潜力，给予 2026 年目标 PE 23X，调整目标价为 36.88 元(原 45.47 元)，维持增持评级。
- 呼吸板块阶段承压，血糖及急救快速增长。**2025 年，公司呼吸治疗解决方案板块业务营收 25.49 亿元(-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收窄；血糖管理及 POCT 解决方案业务板块收入 12.81 亿元(+24.34%)，其中 CGM 业务营收规模实现翻倍以上增长。同时，公司积极孵化高潜力业务，急救解决方案及其他业务 2025 年收入 3.55 亿元(+48.69%)。
- 外销收入保持高增长，全球化战略稳步推进。**2025 年，公司实现外销收入 12.32 亿元，同比增长 29.86%，占总营收比例提升至 15.49%。公司有序推进呼吸治疗、血糖管理、家用健康检测、急救设备等重点品类的国际化落地，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，公司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。
- 全球化及新品推广阶段增加销售投入，有望逐步优化。**2025 年公司销售费用率 22.17%(+4.17pct)，年度销售费用增长主要系围绕全球化布局、新品市场推广及品牌价值建设实施前瞻性战略投入所致。在全球化战略推进阶段，公司持续深化海外属地运营体系建设，完善本地化团队搭建，相应带来薪酬费用、差旅开支及海外会展等投入增加。国内市场端，伴随多款战略产品陆续上市，公司有序加大新品市场宣传、渠道推广与品牌体系建设力度。
- 风险提示。**产品研发推进不及预期；产品商业化不及预期等。

财务摘要(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	7,566	7,955	8,678	9,584	10,686
(+/-)%	-5.1%	5.1%	9.1%	10.4%	11.5%
净利润(归母)	1,806	1,482	1,607	1,816	2,047
(+/-)%	-24.6%	-17.9%	8.5%	13.0%	12.7%
每股净收益(元)	1.80	1.48	1.60	1.81	2.04
净资产收益率(%)	14.4%	11.2%	11.7%	12.7%	13.7%
市盈率(现价&最新股本摊薄)	16.26	19.81	18.26	16.16	14.34

资料来源: Wind, 国泰海通证券研究

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**目标价格(元): **36.88**

当前价格(元): 29.28

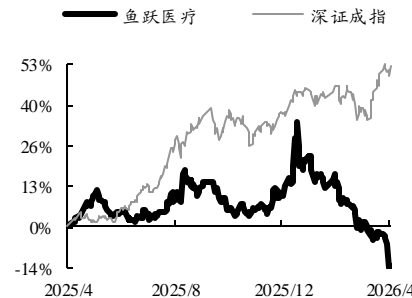
交易数据

52 周内股价区间(元)	29.08-45.40
总市值(百万元)	29,353
总股本/流通 A 股(百万股)	1,002/942
流通 B 股/H 股(百万股)	0/0

资产负债表摘要(LF)

股东权益(百万元)	13,650
每股净资产(元)	13.62
市净率(现价)	2.2
净负债率	-6.73%

52周股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-15%	-27%	-13%
相对指数	-25%	-33%	-66%

相关报告

海外保持高增长，拓展 AI 智能穿戴设备
2025.10.31

业绩增长稳健，国际化拓展加速 2025.05.02

财务预测表

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	6,619	579	1,289	2,179	3,209	营业总收入	7,566	7,955	8,678	9,584	10,686
交易性金融资产	0	0	0	0	0	营业成本	3,772	3,930	4,274	4,693	5,203
应收账款及票据	742	718	698	711	729	税金及附加	74	76	83	92	103
存货	1,440	1,478	1,479	1,489	1,502	销售费用	1,361	1,763	1,909	2,108	2,351
其他流动资产	458	1,022	3,148	3,208	3,269	管理费用	428	476	512	546	588
流动资产合计	9,259	3,797	6,614	7,586	8,709	研发费用	547	570	599	652	716
长期投资	65	65	65	65	65	EBIT	1,690	1,474	1,642	1,879	2,137
固定资产	1,956	1,845	1,704	1,550	1,387	其他收益	352	360	347	364	385
在建工程	4	5	6	5	10	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产及商誉	1,576	1,537	1,503	1,468	1,433	投资收益	23	34	34	38	42
其他非流动资产	2,785	8,835	6,835	6,821	6,793	财务费用	-236	-199	-166	-164	-165
非流动资产合计	6,387	12,287	10,112	9,909	9,688	减值损失	-68	-33	-40	-15	-15
总资产	15,646	16,084	16,726	17,496	18,396	资产处置损益	6	1	2	2	2
短期借款	0	0	0	0	0	营业利润	1,932	1,700	1,810	2,045	2,304
应付账款及票据	1,529	1,617	1,662	1,734	1,850	营业外收支	1	-16	-2	-2	-2
一年内到期的非流动负债	23	24	17	17	17	所得税	129	200	199	225	253
其他流动负债	1,140	818	904	1,011	1,131	净利润	1,804	1,484	1,609	1,818	2,049
流动负债合计	2,693	2,459	2,582	2,761	2,997	少数股东损益	-1	2	2	2	2
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	1,806	1,482	1,607	1,816	2,047
应付债券	0	0	0	0	0						
租赁负债	20	14	15	16	17	主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
其他非流动负债	279	256	284	284	284	ROE(摊薄,%)	14.4%	11.2%	11.7%	12.7%	13.7%
非流动负债合计	299	270	300	301	302	ROA(%)	11.4%	9.4%	9.8%	10.6%	11.4%
总负债	2,992	2,729	2,882	3,062	3,299	ROIC(%)	12.4%	9.7%	10.5%	11.6%	12.6%
实收资本(或股本)	1,002	1,002	1,002	1,002	1,002	销售毛利率(%)	50.1%	50.6%	50.8%	51.0%	51.3%
其他归母股东权益	11,533	12,238	12,726	13,313	13,976	EBIT Margin(%)	22.3%	18.5%	18.9%	19.6%	20.0%
归属母公司股东权益	12,535	13,241	13,728	14,316	14,978	销售净利率(%)	23.8%	18.7%	18.5%	19.0%	19.2%
少数股东权益	119	114	116	118	120	资产负债率(%)	19.1%	17.0%	17.2%	17.5%	17.9%
股东权益合计	12,654	13,355	13,844	14,433	15,098	存货周转率(次)	2.6	2.7	2.9	3.2	3.5
总负债及总权益	15,646	16,084	16,726	17,496	18,396	应收账款周转率(次)	13.0	11.2	12.4	13.8	15.1
						总资产周转率(次)	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
						净利润现金含量	1.0	1.0	-0.1	1.2	1.2
现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	资本支出/收入	1.6%	0.7%	0.8%	0.6%	0.4%
经营活动现金流	1,816	1,503	-161	2,131	2,408	EV/EBITDA	15.17	21.07	14.89	12.76	10.93
投资活动现金流	-25	-6,652	1,953	-13	7	P/E(现价&最新股本摊薄)	16.26	19.81	18.26	16.16	14.34
筹资活动现金流	-2,399	-822	-1,070	-1,228	-1,384	P/B(现价)	2.34	2.22	2.14	2.05	1.96
汇率变动影响及其他	17	-52	-34	0	0	P/S(现价)	3.88	3.69	3.38	3.06	2.75
现金净增加额	-592	-6,023	688	890	1,030	EPS-最新股本摊薄(元)	1.80	1.48	1.60	1.81	2.04
折旧与摊销	288	318	245	253	257	DPS-最新股本摊薄(元)	0.80	1.00	1.08	1.23	1.38
营运资本变动	-134	-265	-2,016	82	129	股息率(现价,%)	2.7%	3.4%	3.7%	4.2%	4.7%
资本性支出	-124	-53	-70	-60	-45						

资料来源: Wind, 国泰海通证券研究

表1: 可比公司估值表

股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	归母净利润(亿元)			PE		
			2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
300529.SZ	健帆生物	152	5.3	6.7	7.5	29	23	20
300298.SZ	三诺生物	93	0.9	4.3	5.2	101	22	18
	平均值					65	22	19

数据来源: Wind, 国泰海通证券研究。

注: 选取两家医疗器械企业作为公司的可比公司; 上市公司市值取 2026 年 4 月 30 日收盘市值, 可比公司 2026 及 2027 年营业收入取 Wind 一致预期。PE=市值/归母净利润, 市值及营业收入均为表中对应数据。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（以下简称“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的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰海通证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	股票投资评级	增持 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上 谨慎增持 相对沪深 300 指数涨幅介于 5% ~ 15%之间 中性 相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5% 减持 相对沪深 300 指数下跌 5%以上
	行业投资评级	增持 明显强于沪深 300 指数 中性 基本与沪深 300 指数持平 减持 明显弱于沪深 300 指数

国泰海通证券研究所

地址 上海市黄浦区中山南路 888 号

邮编 200011

电话 (021) 38676666