下载日志已记录，仅供内部参考

国海证券 SEALAND SECURITIES

证券研究报告
医疗器械
2026年10月21日

鱼跃医疗（002223.SZ）公司深度报告：家用医疗器械多元布局，关注血糖管理与海外拓展

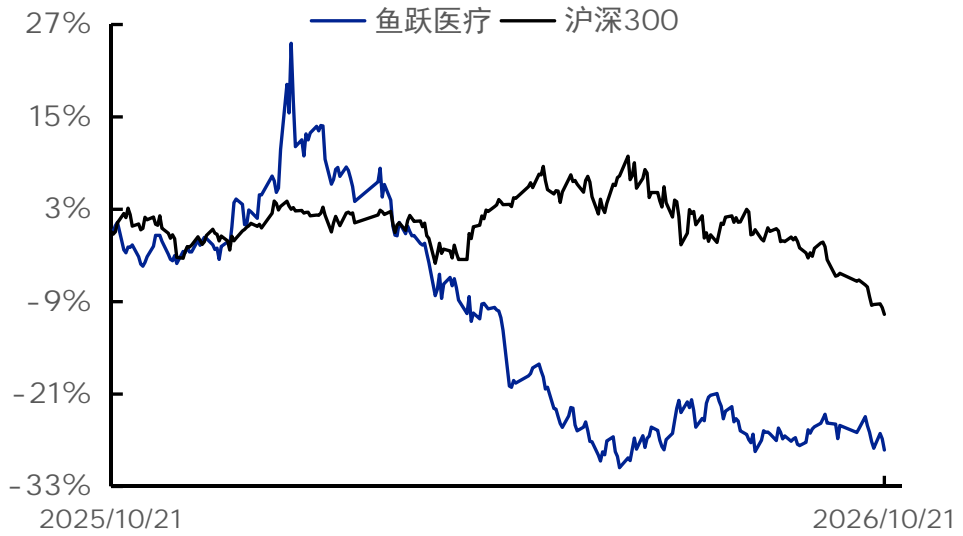
评级：买入(首次覆盖)

曹泽运(证券分析师)
S0350525110001
caozy@ghzq.com.cn

林羽茜(证券分析师)
S0350524070002
linyx@ghzq.com.cn

下载日志已记录，仅供内部参考

最近一年走势



市场数据 2026/10/21

当前价格（元）	25.15
52周价格区间（元）	23.90-46.31
总市值（百万）	25,015.37
流通市值（百万）	23,501.75
总股本（万股）	99,464.68
流通股本（万股）	93,446.32
日均成交额（百万）	224.89
近一月换手（%）	1.03

相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
鱼跃医疗	-4.6%	-7.2%	-28.4%
沪深300	-9.4%	-13.2%	-10.8%

下载日志已记录，仅供内部参考

预测指标

预测指标	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	7955	8260	9277	10390
增长率(%)	5	4	12	12
归母净利润（百万元）	1482	1444	1727	2002
增长率(%)	-18	-3	20	16
摊薄每股收益（元）	1.49	1.45	1.74	2.01
ROE(%)	11	11	12	14
P/E	25.82	17.32	14.49	12.49
P/B	2.89	1.89	1.80	1.71
P/S	4.82	3.03	2.70	2.41
EV/EBITDA	21.07	12.92	10.83	9.02

资料来源：Wind资讯、国海证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

核心提要

本篇报告重点回答三个问题：第一，公司多品类医疗器械平台的基本盘是否稳固；第二，血糖管理、急救及海外业务能否提供新增量；第三，收入结构变化能否逐步转化为盈利改善。

- **第一，多品类平台覆盖家用与临床场景，传统业务仍是经营基本盘。**公司已形成呼吸治疗、血糖管理及POCT、家用健康检测、临床器械及康复、急救等多业务布局。2026年上半年，呼吸治疗、家用健康检测及临床器械与康复业务收入分别为14.51亿元、9.69亿元和11.30亿元，合计收入35.50亿元，占公司营业收入的77.70%。其中，呼吸及家用健康检测业务仍处于调整阶段，但临床器械及康复业务整体保持平稳，多元业务布局有助于平滑单一品类需求波动。
- **第二，血糖、急救及海外业务表现较好，是公司中期增长的重要观察方向。**2026年上半年，公司血糖管理及POCT业务收入7.95亿元，同比增长17.94%，公司披露CGM业务收入实现翻倍以上增长；急救解决方案及其他业务收入2.05亿元，同比增长50.30%。同期外销收入8.24亿元，同比增长35.76%。血糖新品放量、AED产品矩阵完善及多品类出海，为公司收入增长提供了新的业务支撑。
- **第三，收入结构向成长业务倾斜，毛利改善仍需观察费用投入的转化效率。**我们预计2026—2028年公司综合毛利率分别为49.50%、49.57%和49.81%。2026年上半年，血糖管理及POCT解决方案、急救解决方案及其他业务合计实现收入10.00亿元，同比增长23.37%，占公司营业收入的21.89%，较上年同期提升4.49个百分点。公司研发、品牌及海外渠道投入仍在持续，后续利润表现仍需观察新品销售、传统业务经营及费用投入效率的实际变化。

我们预计公司2026—2028年营业收入分别为82.60亿元、92.77亿元和103.90亿元，归母净利润分别为14.44亿元、17.27亿元和20.02亿元。按2026年10月21日收盘价25.15元计算，对应2026—2028年预测市盈率分别为17.32倍、14.49倍和12.49倍。考虑公司多品类医疗器械平台基础，以及血糖管理、急救和海外业务的增长潜力，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：国内医疗器械市场格局变化引发的竞争挑战；成本和费用上涨带来的管理压力；业务发展及并购整合带来的管理风险；并购标的经营不及预期及商誉减值风险；业绩预测不及预期风险；负面舆情及品牌声誉风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1. 公司概况：多品类医疗器械平台，家用与临床场景协同
2. 行业空间与竞争格局：呼吸治疗、血糖监测与急救赛道需求扩容
3. 公司成长逻辑：新品迭代、全球化与数智化布局打开增长空间
4. 盈利预测与风险提示

下载日志已记录，仅供内部参考

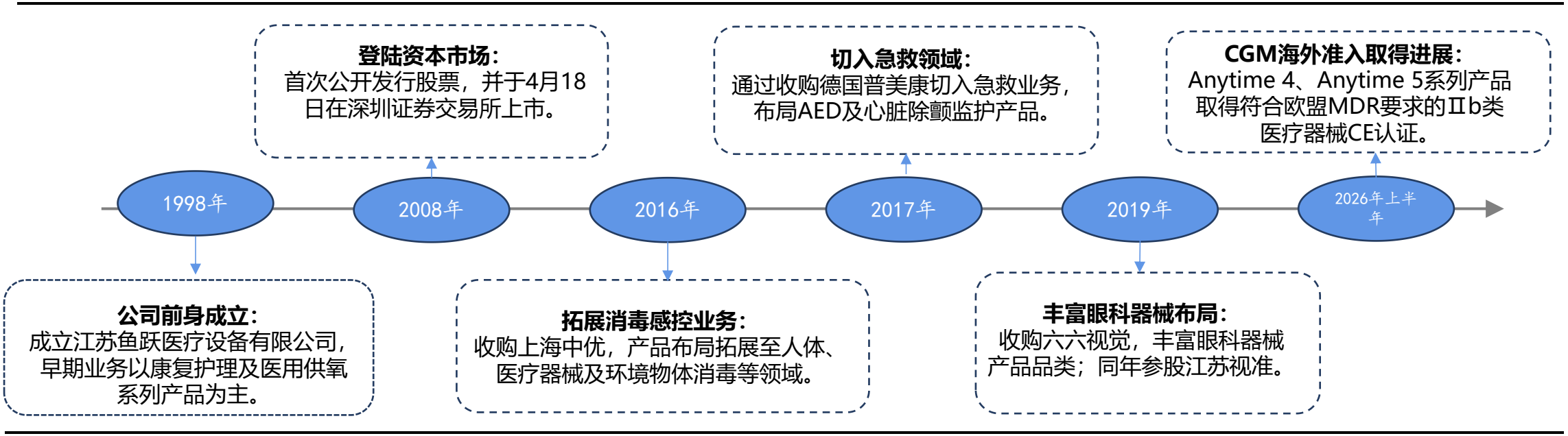
第一部分：公司概况

下载日志已记录，仅供内部参考

1.1 以康复护理和医用供氧起步，逐步拓展产品布局

- 公司前身成立于1998年，2007年整体变更为股份有限公司，早期业务主要包括康复护理和医用供氧系列医疗器械。此后，公司通过收购拓展业务范围，2016年收购上海中优，2017年切入急救领域，2019年收购六六视觉，增加眼科器械产品布局。
- 目前，公司业务覆盖呼吸治疗、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领域，并推进“全球化、数智化、穿戴化”战略。

图：公司发展历程及主要重大事件

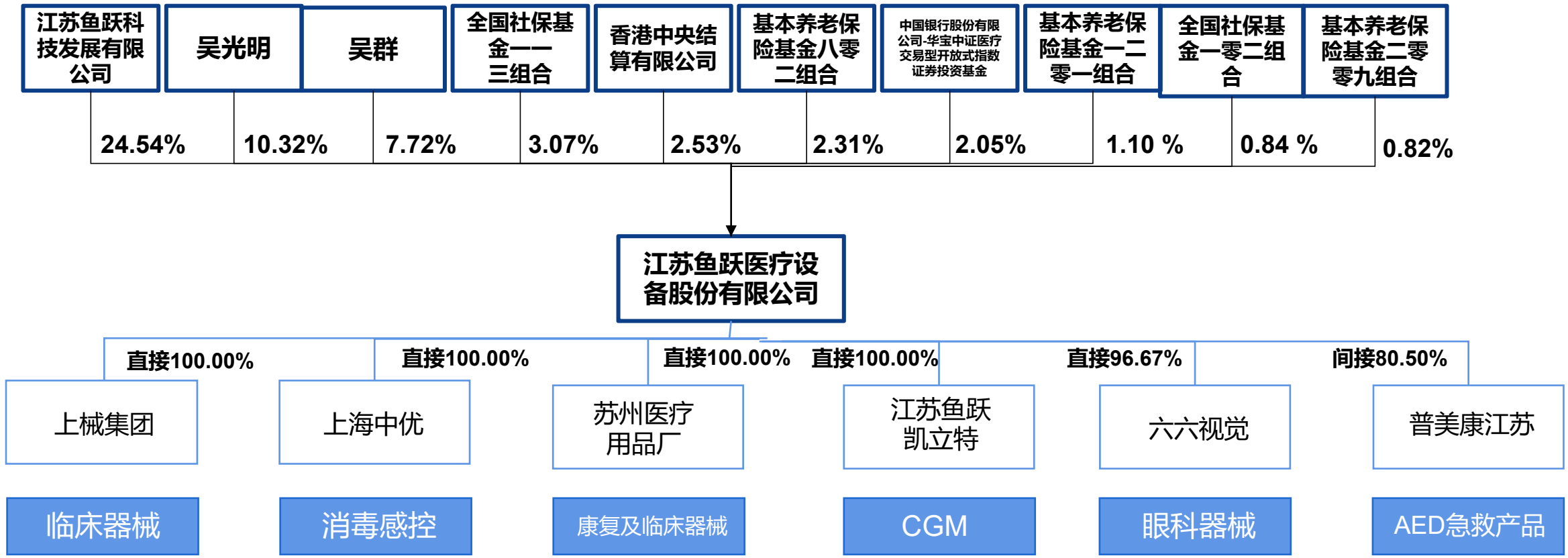


下载日志已记录，仅供内部参考

1.2 吴光明为实际控制人，多家子公司承接业务布局

- 截至2026年6月30日，公司实际控制人为吴光明，控股股东江苏鱼跃科技发展有限公司持股24.54%，吴光明、吴群分别直接持股10.32%、7.72%。吴光明与吴群系父子关系，共同控制鱼跃科技。
- 公司直接持有上海中优、江苏鱼跃凯立特各100%股权，直接持有六六视觉96.67%股权；对江苏讯捷直接和间接持股比例分别为72.45%、8.05%。

图：鱼跃医疗前十大股东持股及部分核心子公司情况（截至2026年6月30日）



资料来源：iFinD，公司公告，国海证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

1.3 2026H1 呼吸治疗为最大收入板块，血糖管理及急救相关板块保持增长

- 2026年上半年，公司实现营业收入45.69亿元，同比下降1.92%。呼吸治疗、临床器械及康复解决方案收入分别为14.51亿元、11.30亿元，占营业收入的31.75%、24.74%，为收入规模最大的两个业务板块。
- 同期，血糖管理及POCT、急救解决方案及其他板块收入分别为7.95亿元、2.05亿元，同比增长17.94%、50.30%；呼吸治疗收入同比下降13.33%，各业务板块表现分化。

表：业务及收入结构表

业务板块	代表产品或品类	2026H1收入（亿元）	占比	YoY
呼吸治疗	制氧机、呼吸机、雾化器等	14.51	31.75%	-13.33%
血糖管理及POCT	BGM、CGM、POCT产品	7.95	17.41%	17.94%
家用健康检测	血压计、体温计、血氧仪等	9.69	21.21%	-4.41%
临床器械及康复	中医理疗、消毒感控、康复护理等	11.3	24.74%	-0.34%
急救解决方案及其他	AED、除颤监护仪等	2.05	4.48%	50.30%
其他业务	—	0.19	0.41%	-28.08%
合计	—	45.69	100.00%	-1.92%

注：部分板块名称简写；收入由元换算为亿元，保留两位小数；YoY为较上年同期增减。代表产品并非完整清单。

下载日志已记录，仅供内部参考

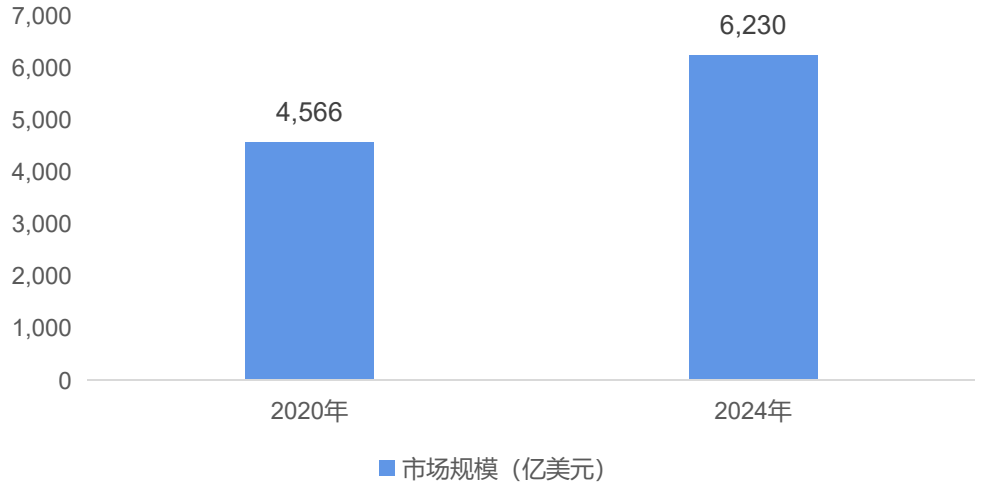
第二部分：行业空间与竞争格局

下载日志已记录，仅供内部参考

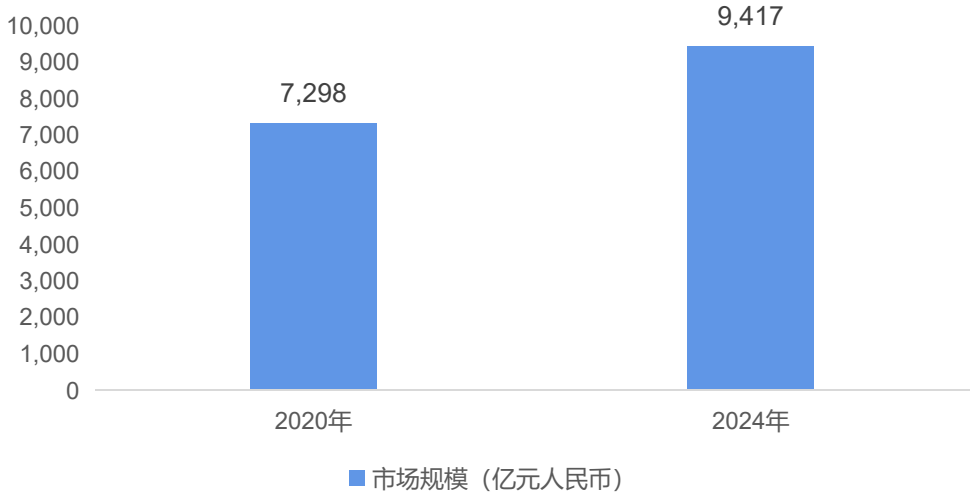
2.1 医疗器械：行业规模持续扩容，关注细分需求与产品升级

- 全球及中国医疗器械市场规模持续扩大。根据鱼跃医疗2026年半年报转引的Frost & Sullivan数据，2020—2024年，全球医疗器械市场规模由4,566亿美元增长至6,230亿美元，年复合增长率约8.1%；同期中国市场规模由7,298亿元增长至9,417亿元。医疗需求增长与产品技术升级，为医疗器械企业拓展业务提供了市场基础。
- 公司成长空间需进一步落实到具体产品与使用场景。鱼跃医疗覆盖呼吸治疗、血糖管理、家用健康检测等领域，不同产品的需求基础和更新频率存在差异。我们认为，分析公司中长期成长性，应在行业扩容基础上，进一步关注呼吸治疗需求转化、连续血糖监测产品应用，以及企业获取新增需求的能力。

图：2020年及2024年全球医疗器械市场规模



图：2020年及2024年中国医疗器械市场规模



下载日志已记录，仅供内部参考

2.2 呼吸治疗：产品覆盖不同需求，关注设备与服务结合

- **呼吸治疗产品对应不同需求，制氧机与呼吸机应分别分析。**根据公司2026半年报，制氧机产品覆盖不同氧疗使用场景，呼吸机则包括正压和双水平正压产品，用于相应患者的无创通气治疗。公司同时布局面罩、雾化器、吸痰器及高流量呼吸湿化治疗仪，形成较为完整的呼吸治疗产品组合。
- **从产品销售延伸至使用服务，是公司呼吸业务的重要布局方向。**2026年上半年，公司推出ET5-25Auto双水平睡眠呼吸机、Pocket X便携式呼吸机，并布局线下门店和睡眠呼吸体验服务中心。我们认为，呼吸业务的持续拓展需要产品与渠道服务配合，后续应关注新品销售、服务触达及用户持续使用情况。

表：鱼跃医疗呼吸治疗产品布局

产品类别	公司披露的产品或布局	简要说明
制氧机	不同款型及便携式产品	氧疗产品布局
呼吸机	正压、双水平正压产品	无创通气产品布局
配套及其他产品	面罩、雾化器、吸痰器、高流量呼吸湿化治疗	补充呼吸治疗组合

图：鱼跃医疗呼吸治疗主要产品示意图



下载日志已记录，仅供内部参考

2.3 呼吸治疗竞争：细分品类格局不同，市占率需统一口径

- **家用无创呼吸机已有国产企业形成一定市场份额。**根据瑞迈特2026年半年报转引的沙利文数据（2026年5月披露），按销量计算，2025年瑞迈特家用无创呼吸机全球市占率为14.1%，国内市占率为26.8%。该数据反映特定企业在家用无创呼吸机市场的位置，不能直接用于判断制氧机市场格局或其他企业份额。
- **鱼跃医疗呼吸板块内部经营表现分化，需分别跟踪各品类竞争力。**2026年上半年，公司呼吸治疗板块收入14.51亿元，同比下降13.33%，其中家用呼吸机收入增长，制氧机及雾化器收入下降。我们认为，判断板块后续表现，应分别观察呼吸机新品与渠道拓展，以及制氧机、雾化器需求变化，避免用板块整体增速替代单品竞争力判断。

表：2025年瑞迈特家用无创呼吸机销量市占率

市场范围	瑞迈特市占率
全球市场	14.10%
国内市场	26.80%

表：2026H1鱼跃医疗呼吸治疗板块经营表现

项目	披露情况
呼吸治疗板块收入	14.51亿元
板块收入同比	-13.33%
家用呼吸机收入	同比增长
制氧机收入	同比下降
雾化器收入	同比下降

注：瑞迈特市占率为2025年家用无创呼吸机销量口径，数据由其2026年半年报转引沙利文；鱼跃医疗经营数据为2026年上半年，两者不用于直接计算份额。

下载日志已记录，仅供内部参考

2.4 血糖监测：从单次检测到连续监测，耗材使用形成持续需求

- **BGM与CGM的主要区别在于检测方式及所提供的信息。**BGM为血糖监测（Blood Glucose Monitoring），传统指血检测通过采血及试纸获得单次血糖读数；CGM为连续葡萄糖监测（Continuous Glucose Monitoring），通过传感器监测组织间液葡萄糖水平，提供随时间变化的趋势信息。两类产品的应用应结合具体产品适用范围及用户监测需求判断。
- **两类产品均包含耗材使用，但商业化关注点有所不同。**BGM配合试纸完成检测，CGM传感器则需按产品规定更换。我们认为，分析血糖监测业务，应同时关注新增用户与后续使用频率；对于CGM，佩戴体验、支付负担及持续使用情况，都会影响用户规模向耗材销售的转化。

表：BGM与CGM产品及商业模式对照

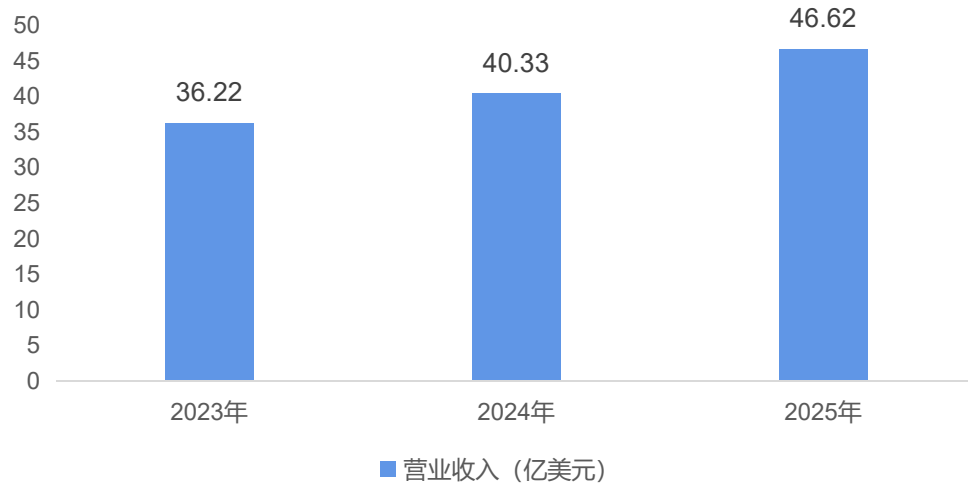
对比维度	BGM传统指血检测	CGM连续葡萄糖监测
检测对象	血液中的葡萄糖	组织间液中的葡萄糖
信息呈现	单次检测读数	连续读数及变化趋势
主要使用方式	采血、试纸及血糖仪配合	佩戴传感器进行监测
耗材使用	检测时使用试纸	按产品规定更换传感器

下载日志已记录，仅供内部参考

2.5 CGM市场空间：关注用户渗透与持续使用，区分患者规模和实际需求

- **海外企业收入增长为观察CGM商业化进展提供参考。**Dexcom披露，2025年营业收入达到46.62亿美元，较2024年的40.33亿美元增长约16%。企业收入扩张体现其商业化规模增长，但单一企业收入并不等于全球CGM市场规模，也不能据此直接推算中国市场渗透率。
- **CGM市场空间应从适用人群、使用转化及年度耗材支出逐层分析。**我们认为，潜在人群向实际市场需求的转化，需要结合支付能力、产品适用范围和持续使用情况判断。除新增用户外，年均使用时长和传感器价格也会影响市场金额；因此，患者数量、产品销量和市场收入应分别测算，避免将全部糖尿病患者直接视为全年使用CGM的用户。

图：Dexcom营业收入持续增长（亿美元）



表：CGM耗材市场需求拆解

分析环节	核心变量	测算关系
用户转化	适用人群、实际使用比例	实际用户数＝适用人群×使用比例
持续使用	人均年度耗材使用数量	年度耗材需求量＝实际用户数×人均年用量
支出形成	耗材平均单价	年度市场金额＝年度耗材需求量×平均单价

市场金额取决于用户数、使用量和价格三项因素。

注：分析师测算框架，仅讨论耗材市场，不含接收器等其他收入。

下载日志已记录，仅供内部参考

2.6 CGM竞争：产品迭代与市场准入并进，鱼跃医疗拓展商业化布局

- **国际企业已形成较大的商业化规模，并持续推进产品更新。**雅培披露，2025年第四季度CGM产品销售额约20亿美元，按报告口径同比增长15.0%；Dexcom同期在美国推出G7 15 Day产品。我们认为，观察CGM竞争，应综合比较产品使用体验、市场准入和商业化能力，单一技术参数不足以概括企业整体竞争力。
- **鱼跃医疗已实现多代CGM产品商业化，关注新品放量及海外拓展。**2026年上半年，Anytime 4、Anytime 5系列持续放量，公司CGM业务收入实现翻倍以上增长，两系列产品获得符合欧盟MDR要求的IIb类医疗器械CE认证。产品迭代与认证进展为业务拓展提供基础，其对长期收入的贡献仍需结合销售和持续使用情况跟踪。

表：部分CGM企业商业化及产品进展

企业	已披露进展	对应时期
雅培	CGM销售额约20亿美元，报告口径同比增长15.0%	2025Q4
Dexcom	在美国推出G7 15 Day CGM产品	2025Q4
鱼跃医疗	CGM收入翻倍以上增长；Anytime 4、5系列取得上述CE认证	2026H1

资料来源：公司公告，雅培及Dexcom公司官网，国海证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2.7 其他业务：检测与临床康复提供收入基础，急救业务拓展应用场景

- **家用健康检测与临床康复覆盖多类需求，是公司重要收入来源。**公司家用健康检测产品包括血压计、体温计等，临床器械及康复业务涵盖中医理疗、消毒感控、康复护理、手术器械及眼科诊断。2026年上半年，两板块分别实现收入9.69亿元、11.30亿元，同比分别下降4.41%、0.34%，其中电子血压计及部分临床康复品类收入增长。
- **急救业务结合产品扩充与渠道拓展，贡献新增收入。**2026年上半年，公司急救解决方案及其他板块收入2.05亿元，同比增长50.30%，并取得HeartSave H8、HP系列AED产品国内注册证。公司已参与学校、企业园区、地铁等公共场所设备铺设；我们认为，后续应关注产品销售、运维和培训服务的协同推进，以及业务增长的持续性。

表：鱼跃医疗其他主要业务布局及2026H1经营情况

业务板块	主要产品示意	收入（亿元）	同比
家用健康检测	血压计、体温计等	9.69	-4.41%
临床器械及康复	中医理疗、消毒感控、康复护理、手术及眼科器械	11.3	-0.34%
急救解决方案及其他	AED、除颤监护仪等	2.05	50.30%

注：收入为公司披露的业务板块口径；“急救解决方案及其他”包含其他业务，不等同于AED单项收入。

下载日志已记录，仅供内部参考

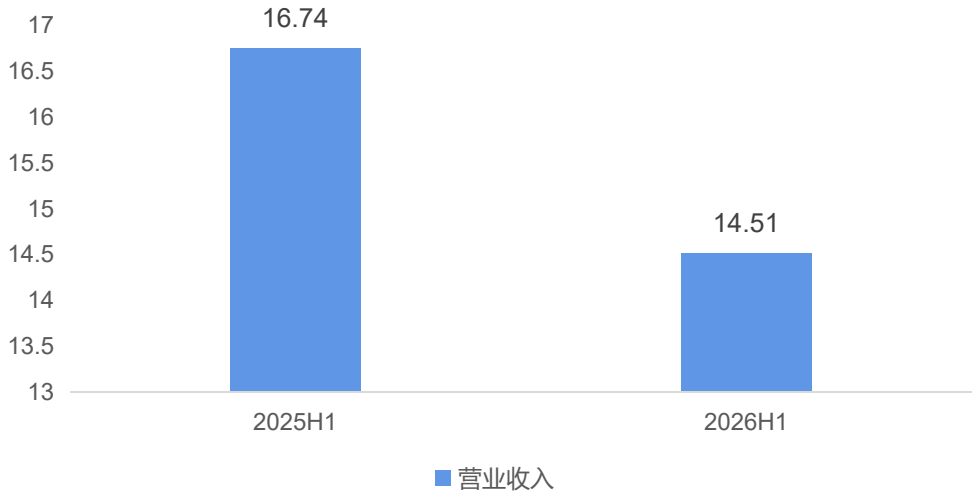
第三部分：公司成长逻辑

下载日志已记录，仅供内部参考

3.1 呼吸治疗：主业仍承压，呼吸机新品与渠道服务持续推进

- **呼吸治疗仍是公司重要收入来源，板块恢复对整体经营具有较大影响。**2026年上半年，公司呼吸治疗板块收入14.51亿元，占营业收入31.75%，同比下降13.33%，较上年同期减少约2.23亿元；板块毛利率为51.31%，同比下降2.39个百分点。其中，家用呼吸机收入同比增长，制氧机及雾化器收入同比下降，板块内部表现存在分化。
- **产品迭代与服务布局同步推进，为呼吸机业务拓展提供支撑。**公司推出ET5-25Auto双水平睡眠呼吸机、Pocket X便携式呼吸机，并通过线下门店和睡眠呼吸体验服务中心，将服务向睡眠慢病长期管理延伸。我们认为，后续应分别跟踪呼吸机新品销售与制氧机、雾化器经营改善，判断新增业务能否抵补现有收入缺口。

图：呼吸治疗板块收入变化（亿元）



表：呼吸治疗主要品类经营与布局

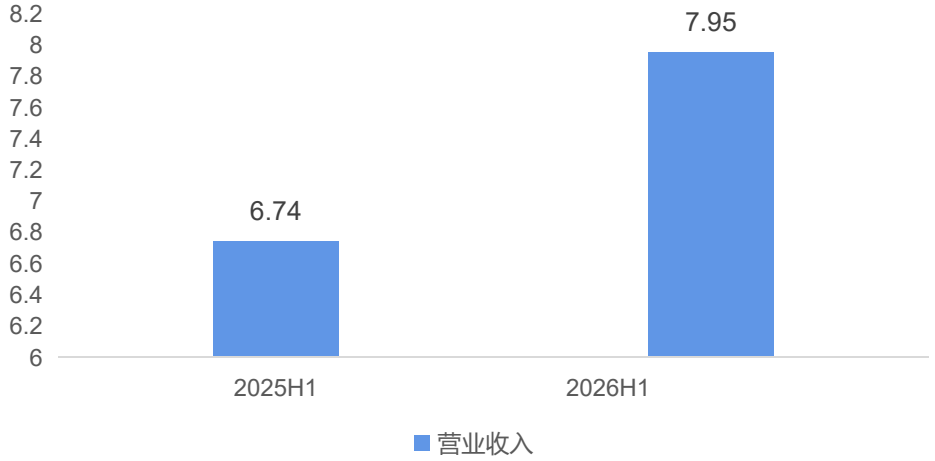
品类	2026H1收入表现	公司披露的推进方向
家用呼吸机	同比增长	新品推出、睡眠呼吸体验服务中心
制氧机	同比下降	产品迭代、海外市场拓展
雾化器	同比下降	应用场景拓展、产品矩阵完善

下载日志已记录，仅供内部参考

3.2 血糖管理：CGM新品推动增长，关注放量后的盈利表现

- **血糖管理及POCT板块贡献收入增量，CGM新品是重要增长来源。**2026年上半年，板块收入7.95亿元，同比增长17.94%，较上年同期增加约1.21亿元，占公司营业收入17.41%。公司披露，Anytime 4、Anytime 5系列持续放量，带动CGM业务收入实现翻倍以上增长，血糖业务对公司收入结构的贡献进一步提升。
- **研发生产与销售资源形成业务基础，海外认证拓展市场准入。**公司已建立传统血糖仪研发生产体系与服务网络，并具备CGM研发和规模化生产能力；Anytime 4、5系列于2026年1月取得符合欧盟MDR要求的IIb类医疗器械CE认证。不过，上半年板块毛利率为56.79%，同比下降3.30个百分点，收入增长尚未伴随板块毛利率提升，后续需关注放量后的盈利表现。

图：血糖管理及POCT板块收入（亿元）



表：鱼跃医疗血糖管理业务基础与近期进展

环节	公司已披露情况
传统血糖检测	已建立研发、生产体系与服务网络
CGM产品	Anytime 4、5系列持续放量
CGM经营表现	2026H1收入翻倍以上增长
海外准入	Anytime 4、5系列取得上述CE认证

注：左图为血糖管理及POCT板块收入，不等同于CGM单项收入；毛利率同为板块口径，不能据此推断CGM单项毛利率。

下载日志已记录，仅供内部参考

3.3 品牌与渠道：多品类共享经营资源，销售投入支撑市场拓展

- **多品牌与多品类布局，为公司提供覆盖家庭和临床场景的经营基础。**“鱼跃”品牌覆盖制氧机、呼吸机、血压计及血糖检测等产品，“华佗”“普美康”“金钟”等品牌分别布局中医器械、急救和手术器械。公司披露，其通过跨品类研发资源共享、生产体系联动、品牌营销协同与渠道复用，扩大终端覆盖。
- **渠道覆盖与专业团队为新品推广提供条件，经营效率仍需结合投入考察。**公司拥有超过1,000人的专业销售团队，覆盖国内分销、终端直营及海外拓展，并在主要电商平台设立品牌旗舰店。2026年上半年销售费用8.34亿元，同比增长2.70%；按披露数据计算，销售费用率由2025H1的17.44%升至2026H1的18.26%。我们认为，渠道基础有利于新品推广，其效果还需通过后续销售和费用效率验证。

表：鱼跃医疗主要品牌与产品领域

品牌	主要产品领域
鱼跃 yuwell	呼吸治疗、血压及血糖检测等
华佗 Hwato	针灸针等中医器械
普美康 PRIMEDIC	AED及除颤监护产品
洁芙柔、安尔碘	消毒感控
金钟 JZ	医用手术器械
六六视觉	眼科器械

表：公司营销渠道布局

渠道	披露的布局
国内分销	专业销售团队覆盖国内分销网络
终端直营	团队覆盖终端直营业务
线上电商	主要电商平台品牌旗舰店
海外市场	属地化团队、海外子公司及外销渠道

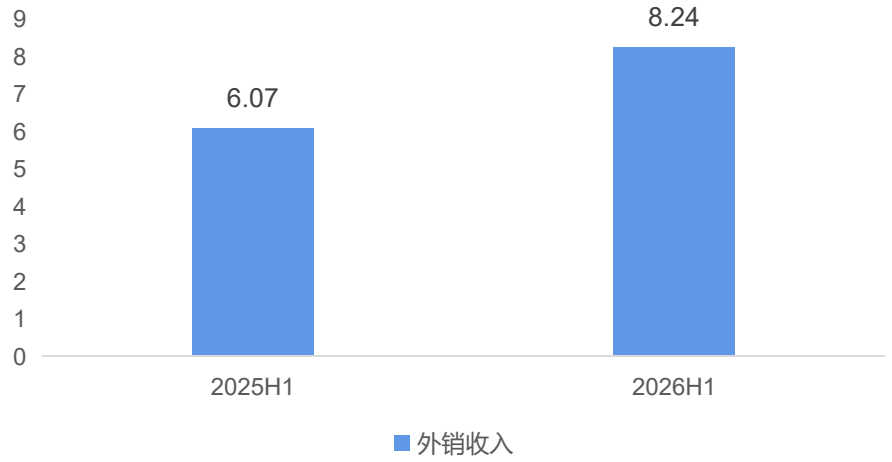
注：品牌对应主要产品领域，为公司披露的简要整理；渠道表仅列示公司披露的主要营销渠道及布局情况，不涉及各渠道收入金额、收入占比或渠道贡献排序。

下载日志已记录，仅供内部参考

3.4 海外拓展：外销收入与毛利率提升，多品类逐步导入

- **海外业务贡献收入增量，在公司收入中的占比进一步提升。**2026年上半年，公司外销收入8.24亿元，同比增长35.76%，较上年同期增加约2.17亿元，收入占比由2025H1的13.03%升至2026H1的18.03%。公司披露，欧美区域业务持续突破，东南亚、南美等区域保持增长；呼吸治疗业务已形成一定规模，血糖管理、家用检测、急救及康复等产品正处于快速导入期。
- **海外盈利水平有所改善，利润贡献仍需结合产品结构与投入观察。**2026年上半年，外销毛利率为38.57%，同比提升5.95个百分点，但仍低于内销的52.15%。公司持续推进海外注册认证、子公司和属地化团队建设。我们认为，海外业务的增长空间除销售区域扩展外，亦需关注渠道导入更多品类的进展；后续需关注新增收入的毛利贡献及配套费用投入。

图：鱼跃医疗外销收入（亿元）



表：2026H1内外销经营表现对比

指标	内销	外销
收入同比	-7.44%	35.76%
毛利率	52.15%	38.57%
毛利率同比变化	-0.98个百分点	+5.95个百分点

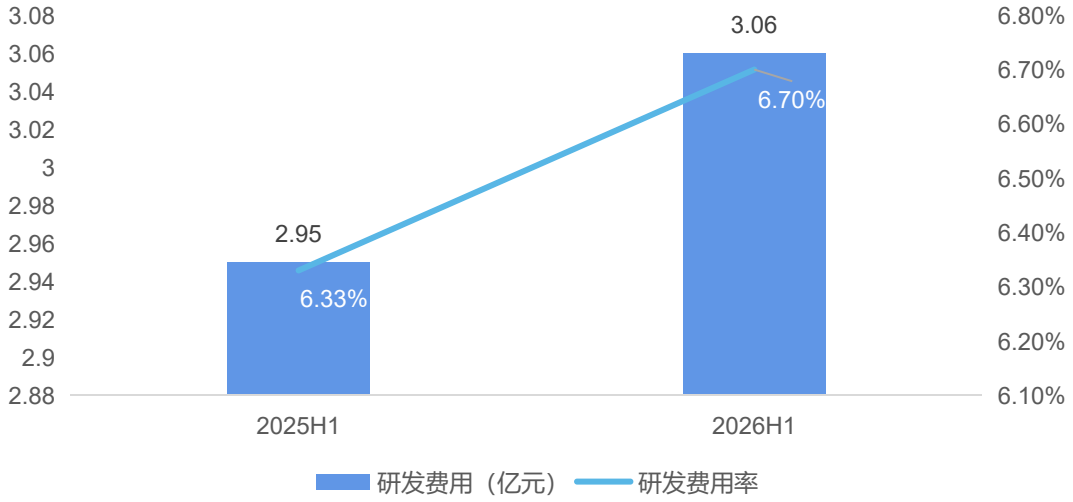
注：区域采用公司“内销、外销”披露口径；外销收入与血糖等产品收入存在交叉，两种维度的收入增量不可相加。

下载日志已记录，仅供内部参考

3.5 研发与智能制造：持续投入支撑产品迭代与全球化布局

- **研发投入保持增长，支撑核心产品迭代与海外注册推进。**2026年上半年，公司研发费用3.06亿元，同比增长3.80%；按披露数据计算，研发费用率由上年同期6.33%升至6.70%。公司在德国罗特维尔、上海、深圳、南京、苏州、西藏及丹阳设有研发中心，通过自主研发与合作研发推进产品开发，并结合市场需求调整产品功能。
- **规模化制造与跨品类资源协同，为产品落地提供生产基础。**公司拥有多个规模化生产基地，丹阳核心园区配置智能加工单元、自动化生产线及智能检测装备，并通过车间数据交互开展数智化制造管理。我们认为，研发与制造能力应结合新品销售、交付能力及盈利表现综合评价；现有布局为业务扩张提供条件，但尚不足以量化其相对同行的成本优势。

图：研发费用与研发费用率



表：公司研发及制造能力布局

环节	公司披露的基础
研发网络	德国罗特维尔及国内多地研发中心
开发方式	自主研发、合作研发
制造装备	智能加工单元、自动化生产线、智能检测装备
制造管理	物理车间与虚拟车间实时数据交互

注：研发费用率根据合并报表研发费用与营业收入计算；研发费用不等同于全部研发投入，图中统一采用费用口径。

资料来源：公司公告，国海证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

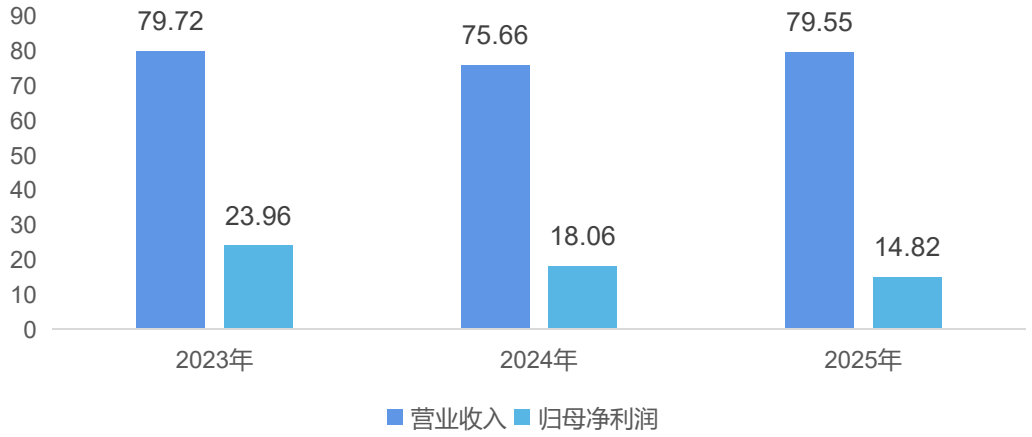
第四部分：盈利预测与风险提示

下载日志已记录，仅供内部参考

4.1 经营表现：短期利润承压，经营现金流保持稳定

- **收入整体保持平稳，利润端仍面临调整压力。**2025年公司实现营业收入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%。2026年上半年，公司实现营业收入45.69亿元，同比下降1.92%；归母净利润8.43亿元，同比下降29.92%，扣非归母净利润7.61亿元，同比下降16.69%。扣非归母净利润降幅小于归母净利润，非经常性损益减少是影响利润同比表现的因素之一。
- **费用投入与收入增长尚未同步，现金流表现相对稳定。**2026年上半年，公司销售、管理及研发费用分别同比增长2.70%、3.09%和3.80%，在收入小幅下降的背景下，相关费用率有所上升；同期综合毛利率为49.80%，同比下降0.56个百分点。公司经营活动现金流量净额为11.82亿元，同比增长1.31%。后续盈利改善需关注收入恢复、产品结构变化及费用投入转化效果。

图：2023—2025年营业收入及归母净利润（亿元）



表：2026年上半年主要财务指标 （单位：亿元）

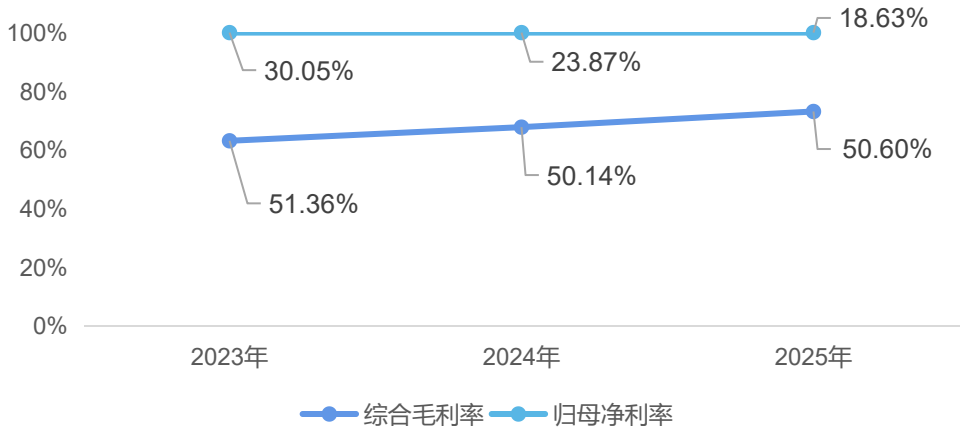
指标	2025H1	2026H1	同比变化
营业收入	46.59	45.69	-1.92%
归母净利润	12.03	8.43	-29.92%
扣非归母净利润	9.14	7.61	-16.69%
综合毛利率	50.37%	49.80%	-0.56个百分点
经营活动现金流量净额	11.67	11.82	1.31%

下载日志已记录，仅供内部参考

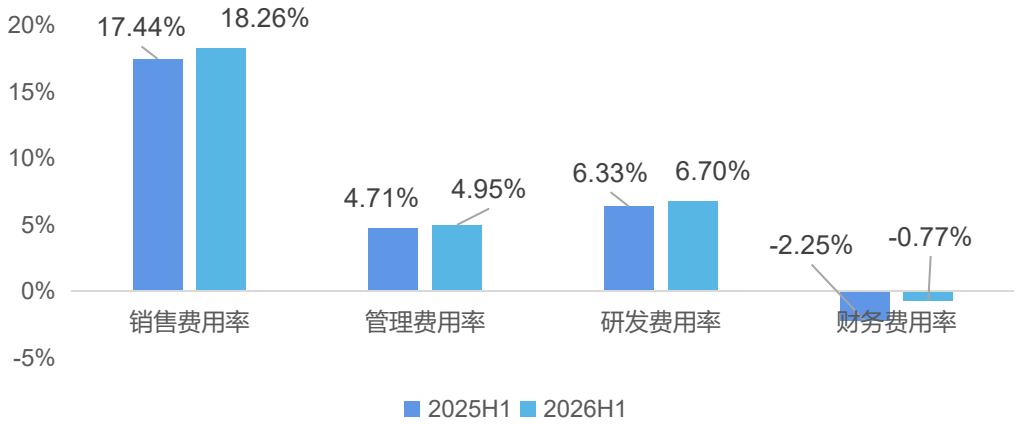
4.2 盈利质量：费用投入及非经常性损益变化影响利润表现

- **毛利率相对平稳，归母净利率有所回落。**2023—2025年，公司综合毛利率分别为51.36%、50.14%和50.60%，归母净利率分别为30.05%、23.87%和18.63%。2025年毛利率较上年小幅提升，但归母净利率继续下降，反映利润表现还受到费用及其他损益项目影响。判断公司盈利变化，需要结合主营业务毛利、期间费用及非经常性损益综合分析。
- **研发及渠道投入持续，收入承压阶段费用率有所上升。**2026年上半年，公司销售、管理及研发费用率分别为18.26%、4.95%和6.70%，较上年同期均有所提高；财务费用由－1.05亿元变为－0.35亿元，公司披露主要与汇率变动产生的汇兑损失有关。同期其他收益由3.09亿元降至0.67亿元，也对利润同比表现形成影响。后续需关注新品及海外业务增长能否有效覆盖前期投入。

图：2023—2025年综合毛利率与归母净利率



图：2025H1、2026H1期间费用率对比



注：综合毛利率＝（营业收入－营业成本）÷营业收入；归母净利率＝归母净利润÷营业收入；各项费用率＝对应费用÷营业收入。指标均按合并报表口径计算。

下载日志已记录，仅供内部参考

4.3.1 业务拆分：血糖与急救业务贡献增量，传统业务逐步恢复

表：业务拆分

鱼跃医疗丨业务拆分预测

单位：百万元；2024—2025为实际值；2026—2028为预测值（E），所有预测数值统一黄色底色。

项目		2024	2025	2026E	2027E	2028E
呼吸治疗解决方案						
营业收入		2,597.48	2,548.84	2,413.16	2,654.48	2,866.84
同比增速	n.a.		(1.9%)	(5.3%)	10.0%	8.0%
收入占比		34.3%	32.0%	29.2%	28.6%	27.6%
毛利率		52.5%	53.2%	51.2%	51.0%	51.0%
血糖管理及POCT解决方案						
营业收入		1,029.89	1,280.61	1,553.13	1,941.42	2,426.77
同比增速	n.a.		24.3%	21.3%	25.0%	25.0%
收入占比		13.6%	16.1%	18.8%	20.9%	23.4%
毛利率		61.1%	58.4%	56.4%	56.0%	56.0%
家用健康检测解决方案						
营业收入		1,563.95	1,578.17	1,561.66	1,686.59	1,821.52
同比增速	n.a.		0.9%	(1.0%)	8.0%	8.0%
收入占比		20.7%	19.8%	18.9%	18.2%	17.5%
毛利率		52.9%	53.8%	52.6%	52.5%	52.5%
临床器械及康复解决方案						
营业收入		2,092.57	2,137.94	174.223	2,282.94	2,397.09
同比增速	n.a.		2.2%	1.7%	5.0%	5.0%
收入占比		27.7%	26.9%	26.3%	24.6%	23.1%
毛利率		40.6%	41.2%	40.4%	40.4%	40.4%

盈利预测核心假设

- **收入总量假设**：我们预计2026—2028年公司营业收入分别为82.60亿元、92.77亿元和103.90亿元，同比增长3.84%、12.31%和12.00%。2026年采用上半年实际值与下半年预测值加总，后续增长主要考虑血糖、急救业务扩张及传统业务逐步恢复。

- **分业务增长假设**：预计2026年血糖管理及POCT、急救解决方案及其他收入分别增长21.28%和43.95%；2027—2028年血糖板块增速均为25%，急救板块分别为30%和25%。呼吸业务2026年全年预计下降5.32%，2027—2028年分别增长10%和8%。

我们预计血糖与急救业务的收入贡献逐步提升，传统业务恢复情况仍是影响整体增长的重要变量。

注：A为实际值，E为研究所预测；2026E由上半年实际值与下半年预测值加总。“n.a.”表示本表未列示同口径同比数据。预测不构成公司业绩指引；分项与合计可能因四舍五入存在尾差。

下载日志已记录，仅供内部参考

4.3.2 业务拆分：血糖与急救业务贡献增量，传统业务逐步恢复

表：业务拆分（续）

鱼跃医疗丨业务拆分预测						
单位：百万元；2024—2025为实际值；2026—2028为预测值（E），所有预测数值统一黄色底色。						
项目		2024	2025	2026E	2027E	2028E
急救解决方案及其他						
营业收入		239.03	355.43	511.63	665.11	831.39
同比增速	n.a.		48.7%	43.9%	30.0%	25.0%
收入占比		3.2%	4.5%	6.2%	7.2%	8.0%
毛利率		37.6%	42.5%	48.1%	48.0%	48.0%
其他业务收入						
营业收入		42.90	54.03	46.68	46.68	46.68
同比增速	n.a.		25.9%	(13.6%)	0.0%	0.0%
收入占比		0.6%	0.7%	0.6%	0.5%	0.4%
毛利率		75.8%	69.0%	69.6%	65.0%	65.0%
营业收入合计						
营业收入		7,565.82	7,955.02	8,260.49	9,277.22	10,390.29
同比增速		(5.1%)	5.1%	3.8%	12.3%	12.0%
综合毛利率		50.1%	50.6%	49.5%	49.6%	49.8%

盈利预测核心假设

- **毛利率假设：**预计2026—2028年综合毛利率分别为49.5%、49.6%和49.8%。2026年下半年及2027—2028年，呼吸治疗业务各期毛利率均按51%预测，血糖管理及POCT业务均按56%预测，急救解决方案及其他业务均按48%预测。2026年全年毛利率由上半年实际收入、成本与下半年预测收入、成本合并计算。

我们预计血糖与急救业务的收入贡献逐步提升，传统业务恢复情况仍是影响整体增长的重要变量。

注：A为实际值，E为研究所预测；2026E由上半年实际值与下半年预测值加总。“n.a.”表示本表未列示同口径同比数据。预测不构成公司业绩指引；分项与合计可能因四舍五入存在尾差。

下载日志已记录，仅供内部参考

4.4 可比公司估值

- 我们预计公司2026—2028年营业收入分别为82.60/92.77/103.90亿元，归母净利润分别为14.44/17.27/20.02亿元。按2026年10月21日收盘价25.15元计算，对应2026—2028年预测P/E分别为17.32/14.49/12.49倍。考虑公司多品类医疗器械平台基础，以及血糖管理、急救和海外业务的增长潜力，首次覆盖，给予“买入”评级。

表：可比公司估值

公司	总市值（亿元）	营业收入（亿元）				归母净利润（亿元）				PE			
		2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
九安医疗	246.56	13.66	13.82	15.92	18.51	22.67	43.57	44.44	49.82	8.21	5.66	5.55	4.95
可孚医疗	119.15	33.88	42.52	51.28	61.31	3.72	4.62	5.85	7.17	25.11	27.53	21.76	17.74
瑞迈特	58.24	11.59	14.81	18.26	22.53	2.26	2.82	3.54	4.4	34.03	20.65	16.46	13.24
鱼跃医疗	250.15	79.55	82.6	92.77	103.9	14.82	14.44	17.27	20.02	25.82	17.32	14.49	12.49

资料来源：iFind，国海证券研究所（可比公司预测营业收入、净利润、估值来自iFinD一致预期，数据截至2026年10月21日）

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

- **国内医疗器械市场格局变化引发的竞争挑战。**公司未来发展重点包括研发、制造和销售精细化的中高端器械产品；在相关市场中，公司将面临外资企业竞争，以及跨国企业本地化研发、合作与市场下沉带来的竞争压力。若公司产品竞争力、研发效率或渠道拓展不及预期，可能对业务增长及盈利能力产生影响。
- **成本和费用上涨带来的管理压力。**劳动力、材料等成本变化，以及新品研发、海内外营销体系建设、医院临床拓展和品牌推广等投入，均可能对公司成本费用管控提出更高要求。若收入增长未能有效覆盖相关成本及投入，可能影响公司利润表现。
- **业务发展及并购整合带来的管理风险。**公司通过内生发展与外延整合拓展业务，随着经营规模扩大及业务范围延伸，对组织管理、资源协同和内部控制提出更高要求。若被并购主体在业务协同、人员管理或运营整合等方面不及预期，可能影响公司经营效率和业务发展。
- **并购标的经营不及预期及商誉减值风险。**截至2026年6月末，公司商誉为10.76亿元，占资产总额的6.37%。若被收购企业经营表现、盈利能力或未来现金流低于预期，公司可能面临商誉减值风险，从而对当期利润产生影响。
- **业绩预测不及预期风险。**本报告对公司未来收入、毛利率及费用水平作出预测。若市场竞争、成本费用、产品销售及业务整合等因素发生不利变化，实际经营结果可能与预测存在差异。
- **负面舆情及品牌声誉风险。**若公司或相关主体出现负面舆情，可能对公司品牌形象、市场推广及业务经营产生不利影响。

下载日志已记录，仅供内部参考

盈利预测表

证券代码： 002223　　股价： 25.15　　投资评级： 买入(首次覆盖)　　日期： 20261021

资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	579	1247	2161	3124
应收款项	718	1021	1069	1146
存货净额	1478	1433	1530	1621
其他流动资产	1022	4771	4793	4816
流动资产合计	**3797**	**8472**	**9553**	**10707**
固定资产	1845	1765	1693	1636
在建工程	5	18	29	39
无形资产及其他	10372	6259	6237	6234
长期股权投资	65	64	63	62
资产总计	**16084**	**16577**	**17575**	**18679**
短期借款	0	0	0	0
应付款项	1617	1970	2209	2463
合同负债	117	149	167	187
其他流动负债	725	823	888	958
流动负债合计	**2459**	**2942**	**3265**	**3608**
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	270	281	281	281
长期负债合计	**270**	**281**	**281**	**281**
负债合计	**2729**	**3223**	**3546**	**3889**
股本	1002	995	995	995
股东权益	13355	13354	14029	14790
负债和股东权益总计	**16084**	**16577**	**17575**	**18679**

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**7955**	**8260**	**9277**	**10390**
营业成本	3930	4172	4679	5215
营业税金及附加	76	83	93	104
销售费用	1763	1611	1763	1922
管理费用	476	438	473	520
财务费用	-199	-156	-220	-234
其他费用/（-收入）	570	570	640	717
营业利润	**1700**	**1650**	**1981**	**2299**
营业外净收支	-16	15	10	10
利润总额	**1684**	**1665**	**1991**	**2309**
所得税费用	200	212	254	294
净利润	**1484**	**1453**	**1737**	**2015**
少数股东损益	2	9	10	12
归属于母公司净利润	**1482**	**1444**	**1727**	**2002**
现金流量表（百万元）	**2025A**	**2026E**	**2027E**	**2028E**
经营活动现金流	**1503**	**1857**	**2199**	**2478**
净利润	1482	1444	1727	2002
少数股东损益	2	9	10	12
折旧摊销	318	333	342	354
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	-265	-24	112	106
投资活动现金流	**-6652**	**283**	**-207**	**-243**
资本支出	-53	134	-170	-205
长期投资	-252	68	0	0
	-6347	81	-37	-38
筹资活动现金流	**-822**	**-1449**	**-1078**	**-1273**
债务融资	-21	-19	-15	-20
权益融资	0	0	0	0
其它	-801	-1430	-1063	-1253
现金净增加额	**-6023**	**649**	**915**	**962**

每股指标与估值	2025A	2026E	2027E	2028E
每股指标				
EPS	1.48	1.45	1.74	2.01
BVPS	13.21	13.30	13.97	14.72
估值				
P/E	25.8	17.3	14.5	12.5
P/B	2.9	1.9	1.8	1.7
P/S	4.8	3.0	2.7	2.4
财务指标	**2025A**	**2026E**	**2027E**	**2028E**
盈利能力				
ROE	11%	11%	12%	14%
毛利率	51%	50%	50%	50%
期间费率	26%	23%	22%	21%
销售净利率	19%	17%	19%	19%
成长能力				
收入增长率	5%	4%	12%	12%
利润增长率	-18%	-3%	20%	16%
营运能力				
总资产周转率	0.50	0.51	0.54	0.57
应收账款周转率	11.17	9.68	9.09	9.62
存货周转率	2.69	2.87	3.16	3.31
偿债能力				
资产负债率	17%	19%	20%	21%
流动比	1.54	2.88	2.93	2.97
速动比	0.54	0.80	1.02	1.22

资料来源：Wind，国海证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

研究小组介绍

医药小组介绍

曹泽运，医药首席分析师，毕业于北京大学，北京理工大学EMBA，10年药企产业经验，熟悉创新药商业化、临床开发流程。
孔维崎，医药联席首席分析师，北京大学药学院化学生物学硕士，4.5年医药股权投资经验，4年医药二级研究经验，主要覆盖创新药和CXO板块。
赵宁宁，医药分析师，中南财经政法大学金融硕士，生物工程+金融复合背景，2021年加入国海证券医药组，主要覆盖中药、生物药。
韩乐，医药分析师，中科院生物物理研究所博士，2026年加入国海证券，主要覆盖创新药板块。
林羽茜，医药分析师，悉尼大学数据分析硕士，2021年加入国海证券医药组，主要覆盖医疗器械板块。
郭磊，医药分析师，南开大学硕士，化学+金融复合背景，2023年加入国海证券。

分析师承诺

曹泽运，林羽茜，本报告中的分析师均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，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；
增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%～20%之间；
中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%～10%之间；
卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明和风险提示

免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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，请公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司的证券研究报告。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。

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。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。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。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

下载日志已记录，仅供内部参考

国海证券 SEALAND SECURITIES

国海证券·研究所·医药研究团队

心怀家国，洞悉四海

国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597