

公司深度

鱼跃医疗 (002223.SZ)

医药生物 | 医疗器械

家用医疗器械龙头，聚焦核心业务发展

2024年12月23日

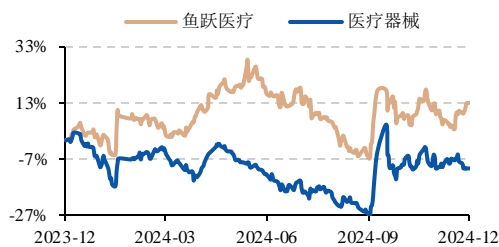
评级 **增持**

评级变动 首次

交易数据

当前价格(元)	36.44
52周价格区间(元)	30.49-41.80
总市值(百万)	36530.26
流通市值(百万)	34205.27
总股本(万股)	100247.70
流通股(万股)	93867.40

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
鱼跃医疗	1.79	16.76	13.17
医疗器械	-2.75	19.35	-11.18

龙靖宁

分析师

执业证书编号:S0530523120001
longjingning@hncasing.com

预测指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入(亿元)	71.02	79.72	81.70	93.15	105.25
归母净利润(亿元)	15.95	23.96	20.03	23.37	26.16
每股收益(元)	1.59	2.39	2.00	2.33	2.61
每股净资产(元)	9.84	11.73	13.13	14.65	16.34
P/E	22.90	15.25	18.24	15.63	13.96
P/B	3.70	3.11	2.77	2.49	2.23

资料来源: iFinD, 财信证券

投资要点:

- **家用医疗器械龙头，实力强劲，业绩亮眼。**公司自1998年成立以来，始终秉持“帮患者减轻痛苦，帮助医生提升医术”的使命，专注于生命健康事业。经过多年的发展，鱼跃医疗已从一家专注于康复护理和医用供氧系列医疗器械生产的企业，逐步成长为拥有丰富产品线、涵盖多个医疗领域的综合性医疗设备制造商。公司股权结构稳定，管理层行业经验丰富，为公司的稳健发展提供了坚实的支撑。在线上销售方面，鱼跃医疗积极布局主流电商平台，线上销售额持续增长，连续10年为家用医疗器械行业“双11”销冠。公司业务结构均衡，高潜力业务不断发展，呼吸治疗解决方案、家用类电子检测等基石业务为公司贡献主要收入来源，同时急救、眼科等高潜力业务也在积极孵化中。在疫情后，公司整体毛利率保持在历史高位水平，营收及利润均较疫情前大幅增长。
- **把握行业发展脉搏，聚焦三大核心业务发展。**公司凭借前瞻性的战略眼光，精准把握家用医疗器械行业的发展脉搏。家用医疗器械行业正经历着显著的变革，线上销售、产品小型化、智能化成为核心趋势。公司巧妙地将业务布局与这些趋势深度融合，通过线上平台更直接地触达消费者，提升品牌知名度和市场占有率。同时，公司积极顺应产品小型化、智能化的趋势，推出了一系列便于携带、操作简便的家用医疗器械产品。在业务布局上，公司重点聚焦呼吸与制氧、血糖及POCT、消毒感控三大核心赛道，并持续拓展。呼吸治疗板块产品矩阵丰富，满足用户各类需求；糖尿病护理业务通过收购浙江凯立特，成功拓展至CGM领域，业绩快速增长；感染控制业务则由全资子公司上海中优开展，品牌力卓越，市场份额领先。
- **投资建议:**公司为国内家用医疗器械龙头，疫情后抓住行业发展机遇，积极拓展业务，敏锐掌握行业趋势推陈出新，同时通过创新营销不断加强品牌力影响，当前公司业务已逐步回归常态化的可持续发展轨道，未来公司可凭借丰富的产品布局、独特的产品功能创新、创新的营销推广，持续提升家用医疗器械行业市占率，我们预计2024—2026年公司营收分别为81.70、93.15、105.25亿元，同比增速分别为2.48%、

14.02%、12.98%；对应归母净利润分别为 20.03、23.37、26.16 亿元，同比增速分别为-16.40%、16.70%、11.93%；EPS 分别为 2.00、2.33、2.61 元，当前股价对应 PE 分别为 18.24、15.63、13.96 倍，首次覆盖，予以“增持”评级。

- 风险提示：行业竞争加剧导致产品价格下降，产品研发失败，国际贸易摩擦，并购标的运营不达预期带来的商誉减值风险等。

内容目录

1 公司简介：专注家用医疗器械	4
2 把握行业发展脉搏，聚焦三大核心业务发展	10
2.1 触觉敏锐，精准捕捉家用器械发展趋势.....	10
2.2 战略转型，聚焦三大核心业务.....	14
2.2.1 糖尿病护理业务：拓展 CGM 业务，快速发展.....	14
2.2.2 呼吸健康解决方案：自主研发，行业领先.....	17
2.2.3 感染与控制业务：深耕多年，品牌力卓越.....	19
3 盈利预测	21
4 风险提示	23

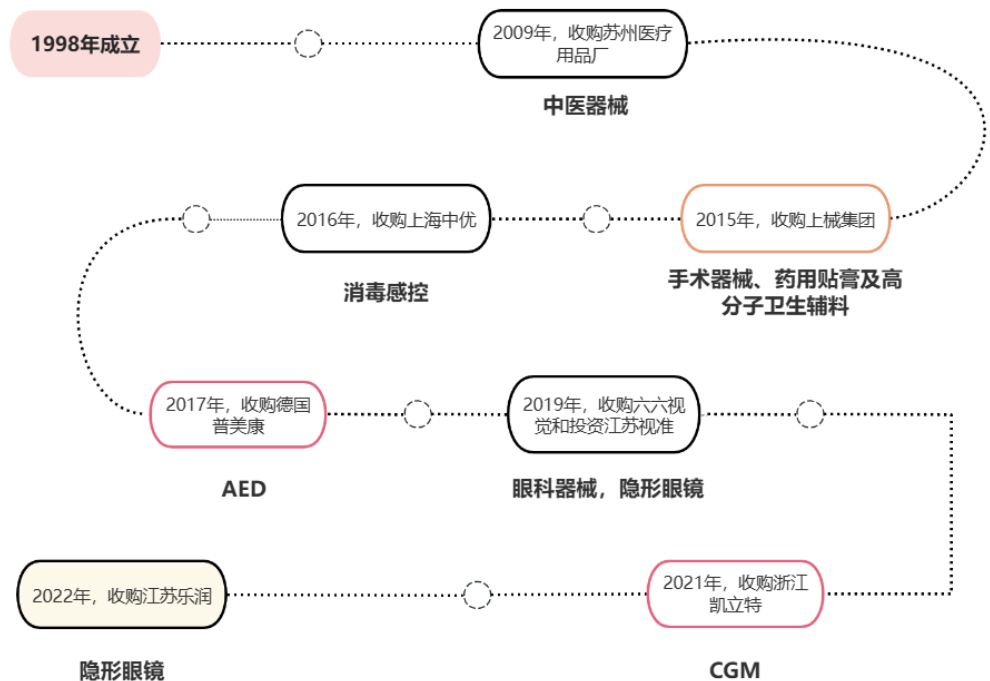
图表目录

图 1：公司主要收并购事件.....	4
图 2：公司旗下部分品牌.....	6
图 3：公司股权结构图.....	7
图 4：2015-2024 前三季度公司营收及增速（亿元）.....	9
图 5：2015-2024 前三季度公司归母净利润及增速（亿元）.....	9
图 6：2015-2024 前三季度公司期间费用率.....	9
图 7：2015-2024 前三季度公司毛利率及净利率.....	9
图 8：2021-2024H1 公司营收构成（亿元）.....	9
图 9：2021-2024H1 公司各业务板块毛利率（%）.....	9
图 10：公司产品线上销售额.....	10
图 11：2016—2023 年中国家用医疗器械市场规模及增速.....	10
图 12：家用医疗器械趋向线上销售、产品小型化、智能化.....	11
图 13：公司聚焦于产品智能化建设.....	12
图 14：公司为客户提供个性化血糖管理方案.....	13
图 15：CT15 产品力表现优异.....	16
图 16：2021-2024H1 公司糖尿病护理业务营收及收入占比.....	16
图 17：2021-2024H1 公司糖尿病护理业务毛利率.....	16
图 18：OSA 高危人群筛查及管理流程图.....	17
图 19：公司雾化器产品.....	18
图 20：2021-2024H1 公司呼吸治疗业务营收及收入占比.....	19
图 21：2021-2024H1 公司呼吸治疗业务毛利率.....	19
图 22：安尔碘消毒原理示意图.....	20
图 23：2021-2024H1 公司感染控制业务营收及收入占比.....	21
图 24：2021-2024H1 公司感染控制业务毛利率.....	21
表 1：公司主要产线.....	6
表 2：公司管理层简介.....	7
表 3：常用血糖监测方式的特点及临床应用.....	14
表 4：国内已上市 CGM 情况.....	15
表 5：分产品线收入及毛利率（亿元）.....	22

1 公司简介：专注家用医疗器械

鱼跃医疗成立于1998年，历经多年的发展，从一家专注于康复护理和医用供氧系列医疗器械生产的企业，逐步成长为拥有丰富产品线、涵盖多个医疗领域的综合性医疗设备制造商。公司始终秉持“帮患者减轻痛苦，助医生提升医术”的使命，以消费者为核心专注生命健康事业，产品赢得了广泛的认可。公司在德国、上海、南京、苏州、丹阳、西藏、深圳等地建立了多个研发中心和制造中心，拥有国家企业技术中心、国家工业设计中心、国家博士后科研工作站等多个科研创新平台，形成了完整的全球研发、生产、营销、服务网络。

图 1：公司主要收并购事件



资料来源：鱼跃医疗公告，财信证券

多次收并购，业务范围不断拓展。成立以来，公司通过加大技术研发投入、与高校和研究机构建立紧密的产学研合作关系，不断提升技术创新能力，并多次进行战略收购：

- 1) 2009年，收购苏州医疗用品厂，取得了中华老字号品牌“华佗”及其相关业务，标志公司正式进军中医器械领域。
- 2) 2015年，收购上海医疗器械（集团）有限公司（简称“上械集团”），通过此次收购，公司将产线延伸到医用手术器械、药用贴膏及高分子卫生辅料等领域，取得“金针”品牌。
- 3) 2016年，收购上海中优，获得了“安尔碘”和“洁芙柔”品牌，成为国内医院感染和控制领域的领先品牌，进一步提升了公司的技术实力和市场份额。

- 4) 2017年，全资收购德国国际急救品牌普美康，业务拓展至半自动体外心脏除颤器（AED）。
- 5) 2019年，收购眼科器械企业六六视觉，并投资参股隐形眼镜企业江苏视准，正式进军眼科领域，布局隐形眼镜领域。
- 6) 2021年，收购浙江凯立特51%的股权，进军CGM（持续葡萄糖监测）领域。
- 7) 2022年，收购江苏乐润隐形眼镜有限公司，进一步丰富了公司在眼科领域的产品线，提升了公司在隐形眼镜市场的竞争力。

公司产线丰富，品类多样。截至2024年12月，公司业务范围已覆盖呼吸制氧、糖尿病护理、感染控制解决方案、家用类电子检测及体外诊断、急救与临床及康复器械等领域。在持续发展血压检测、体温检测、中医设备、手术器械等基石业务的基础上，重点聚焦呼吸与制氧、血糖及POCT、消毒感控三大核心赛道不断拓展，并对急救、眼科、智能康复等高潜力业务进行积极孵化。

矩阵构建完善，品牌力强劲。公司目前拥有“鱼跃 yuwell”“洁芙柔”“华佗 Hwato”“金钟 JZ”“安尔碘”“普美康 PRIMEDIC”“六六视觉”等几大主要品牌。其中，“鱼跃 yuwell”品牌主要用于制氧机、电子血压计、呼吸机、血糖仪及试纸、红外体温计等医疗器械产品，经过多年的努力，“鱼跃”品牌深入人心，依托鱼跃产品力的不断提升及有效的品牌传播，以及旗下产品在海内外医疗一线的卓越表现，公司品牌价值和品牌优势显著提升。“洁芙柔”“安尔碘”系全资子公司上海中优品牌，是国内医院感染和控制领域的第一品牌。“洁芙柔”已是手消感控的代名词，院内外品牌知名度拔群。“安尔碘”为国内医疗行业皮肤消毒剂的标注术语之一。“华佗”品牌主要用于针灸针等中医器械，品牌历史悠久，2011年被商务部认定为“中华老字号”，同时公司是针灸针ISO/TC249国际标准的起草者，这是中医药领域的首个ISO标准，也是我国起草的唯一医疗器械产品ISO国际标准。“金钟”品牌主要用于医用手术器械产品，“金钟”品牌具有80余年的悠久历史，为“上海市著名商标”，在国内手术器械领域具有较高的知名度和影响力。“Primedic 普美康”所属德国子公司Metrax GmbH，Primedic在医疗急救领域拥有40余年的经验，旗下AED与心脏除颤监护产品在全球医疗急救行业具备较高的知名度。临床眼科器械方面，六六牌眼科器械、六六牌眼科显微镜曾获中国名牌称号，且连续多年被认定为江苏名牌产品，“六六”商标连续多年被认定江苏省著名商标与苏州市知名商标，具有较高的知名度。

营销体系覆盖全国。多年来，公司持续打造专业的营销体系，在团队建设、终端销售推广、制度设计以及用户管理方面不断完善。公司拥有超过1000人的渠道、终端线上及外销团队，多个区域服务中心，公司在各主要电子商务平台均设立有品牌旗舰店，直营能力不断加强，各线上平台营销推广及主要产品线上销量均处于行业领先地位。通过强化海外属地化团队建设，外销渠道持续拓宽，海外团队近年历经国际性医疗卫生事件考验营销能力持续提升。线上线下、院内院外、海外区域多级分类营销系统不断完善，覆盖全国，优势明显。

表 1：公司主要产线

业务板块	主要产品
呼吸治疗	正压呼吸机，双水平正压呼吸机，雾化器，制氧机，高流量呼吸湿化治疗仪等
消毒感控	免洗手消毒凝胶，皮肤消毒剂，各类环境消毒剂等
糖尿病护理	持续血糖监测系统（CGM），血糖尿酸测试仪等
家用类电子检测	血压计，体温计，指夹脉搏血氧仪等
康复与临床器械	轮椅，针灸针等中医器械，各类外科手术器械等
急救	除颤监护仪，自动体外除颤器等

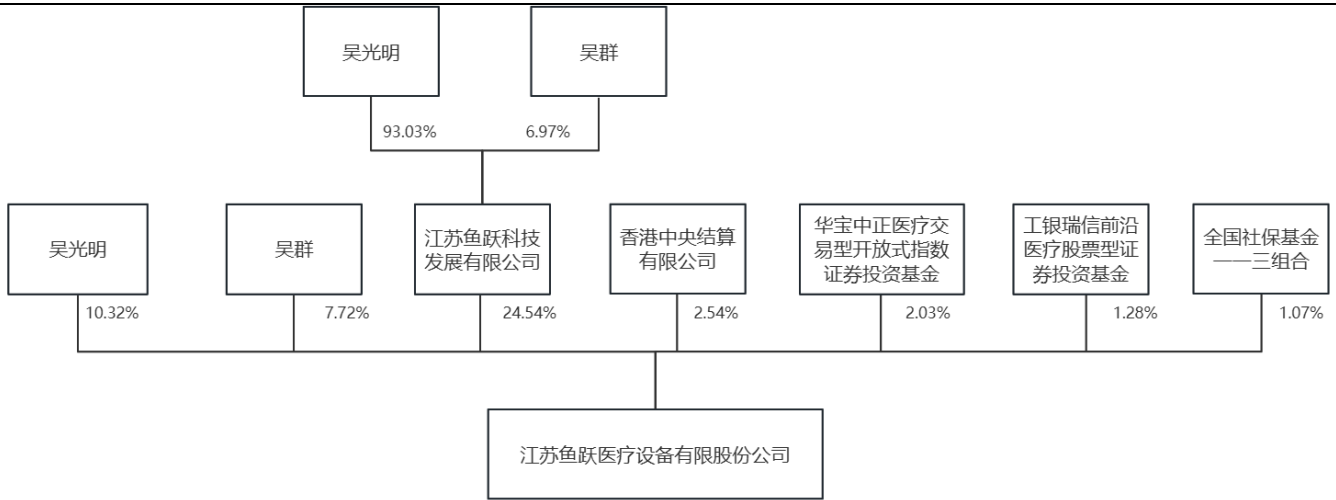
资料来源：鱼跃医疗官网及公告，财信证券

图 2：公司旗下部分品牌


资料来源：鱼跃医疗官网及公告，财信证券

公司股权结构稳定，管理层行业经验丰富。公司股权结构较为集中，实际控制人为吴光明和吴群父子。吴光明先生为公司法人、前董事长，现任中国医疗器械协会副会长，通过直接和间接方式持有公司股份 33.15%。吴群先生为公司现任董事长，2011 年 7 月入职，历任鱼跃医疗电子商务部经理、副董事长，当前持有公司 9.43% 股权。管理层行业经验丰富，核心成员均具备深厚的医疗健康和科技背景。董事长吴群及多位董事、高管曾在国内外知名企业担任要职，拥有丰富的市场运营、技术研发及管理经验。副总经理等管理团队则在医疗器械、电子商务等领域深耕多年，为公司的稳健发展提供了坚实的支撑。

图 3：公司股权结构图



资料来源：Wind，财信证券

表 2：公司管理层简介

姓名	职位	简介
吴光明	公司法人, 实际控制人	EMBA，高级经济师职称，中国医疗器械行业协会副会长
吴群	董事长	曾任职苏州索尼液晶显示器有限公司生产企划部经理助理、云南白药控股有限公司董事。2011年7月入职鱼跃医疗，曾任电子商务部经理、副董事长，2019年4月起任总经理，现任董事长，兼任北京万东医疗科技股份有限公司副董事长、云南白药集团股份有限公司监事。
王瑞洁	董事会秘书	曾任职上海盛宇股权投资基金管理有限公司金融投资部高级研究员。2020年8月加入鱼跃医疗，现任董事、董事会秘书。
赵帅	副总经理	工学硕士、高级工商管理硕士（EMBA），高级工程师职称，曾任深圳华为技术有限公司TK项目经理、中东/中亚地区采购经理。2009年至今任职于鱼跃医疗，历任供应链管理部经理、总经理秘书、总经理助理、副总经理，现任董事、副总经理，分管消费健康业务。
郑洪喆	副总经理	东南大学生物医学工程硕士，曾就职于深圳迈瑞生物医疗电子股份有限公司超声事业部，历任需求工程师、产品经理。2010年加入鱼跃医疗，历任医疗事业部产品经理、南京研发中心总经理，现任董事、副总经理，分管公司战略及市场。
毛坚强	副总经理	曾任丹阳柴油机厂车间主任，技术科长，2001年起任职于江苏鱼跃医疗设备股份有限公司，曾任江苏鱼跃医疗设备股份有限公司医电分厂厂长，江苏鱼跃医疗设备股份有限公司监事会主席（已辞去监事职务），现任江苏鱼跃医疗设备股份有限公司副总经理。
景国民	副总经理	曾担任丹棉集团化纤纺织分厂动力车间负责人，担任丹阳市顺达线厂企业管理工作，2003年进入江苏鱼跃医疗设备股份有限公司，历任综合分厂厂长，监事，现任江苏鱼跃医疗设备股份有限公司副总经理，全资子公司苏州医疗用品厂有限公司总经理。
张勇	首席财务官, 副总经理	上海财经大学经济学学士，墨尔本大学应用金融硕士，会计师中级职称，持有美国特许金融分析师（CFA）特许状，曾先后在上海花王有限公司，诺基亚中国投资有限公司和贝塔斯曼集团从事财务管理工作，曾任美智荐投资咨询（上海）有限公司执行董事，华轩（上海）股权投资基金有限公司总经理，江苏鱼跃科技发展有限公司副总经理。
荆伟	副总经理	企业经济管理博士，现任江苏鱼跃医疗设备股份有限公司副总经理，兼任南京大学工程管理学院产业教授。曾任 IBM GBS 全球合伙人，SAP 中国区副总裁，百度在线网络技术（北京）有限公司副总裁，苏宁易购集团股份有限公司 IT 总部执行总裁；拥有数字

营销，市场预测，供应链管理，大数据运营模型等多项专利。

刘丽华 财务负责人 EMBA，高级会计师职称。曾先后任职于江苏丹棉集团，江苏恒宝股份有限公司，2006年至今任职于江苏鱼跃医疗设备股份有限公司，曾任财务部副经理，现任江苏鱼跃医疗设备股份有限公司总会计师，系公司财务负责人。

资料来源：Wind，财信证券

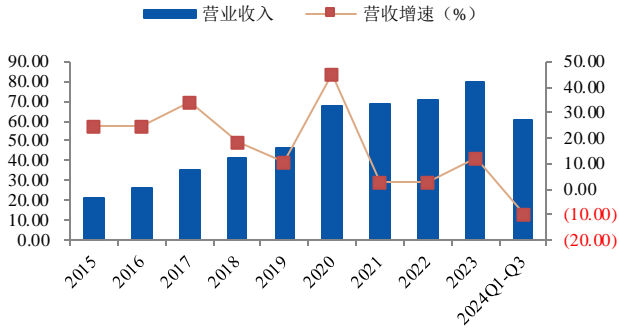
抓住疫情行业机遇，营收端、利润端快速增长。公司主营业务包括呼吸制氧、糖尿病护理、感染控制解决方案等，在疫情期间，随着上述医疗产品全球需求的急剧增加，公司凭借丰富的产品线、优秀的产品力、高效的生产力，呼吸机、制氧机、血氧仪、体温计、消毒剂等产品销量大幅增长，带动公司营收迈入新台阶。2020年，公司营收同比增长45.08%至67.26亿元，归母净利润同比增长133.74%至17.59亿元。随后公司营收均保持在高位，2023年国内疫情放开，旺盛的国内需求带动公司营收进一步增至79.72亿元，归母净利润增至23.96亿元。疫情不仅带来相关医疗设备渗透率提升、需求增加，也显著提升了公司的品牌影响力。虽然2024年疫情需求退潮，但公司业绩及利润均较疫情前大幅增长，2024Q1-Q3实现营收60.28亿元，实现归母净利润15.32亿元，较2019年归母净利润已实现翻倍增长。

线上销售额持续增长。公司在线上各主要平台的业务发展都已经非常成熟，整体业务中，线上销售规模较大。据Wind数据，2015年至今公司线上收入不断增长，2024年1-10月，公司线上销售额（天猫、京东等线上电商平台开设的旗舰店、直营店销售额）已经达27.83亿元。

业务结构均衡，高潜力业务不断发展。呼吸治疗解决方案、家用类电子检测、康复及临床器械、糖尿病护理作为传统强势业务，为公司贡献主要的收入来源，2024H1分别实现业务收入16.42、9.35、7.30、5.62亿元，营收占比分别为38.11%、21.70%、16.94%、13.05%。除核心赛道不断拓展外，公司对急救、眼科等高潜力业务进行积极孵化，其中，以AED为代表的急救业务快速发展，2024H1营收同比增长35.00%至1.08亿元。

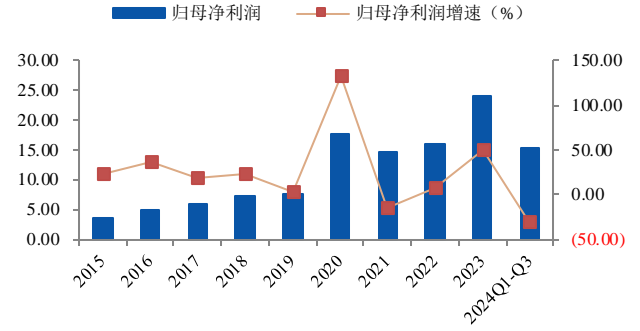
盈利水平保持稳定。虽然社会公共需求波动有所影响，但得益于公司产品结构持续优化，毛利率较高的呼吸治疗、糖尿病护理、家用类电子检测及体外诊断业务占比提升，以及公司新产品迭代、对成本的精益控制等多方面努力，疫情后公司整体毛利率保持在历史高位水平，2024Q1-Q3公司毛利率达50.13%，相较2019年Q1-Q3提升8.21pcts。同时，公司不断提升运营效率，在保障业务拓展和品牌建设等必要事项的前提下，期间费用率保持稳定，进而净利率维持在较高水平，2024Q1-Q3公司净利率为25.44%，相较2019年Q1-Q3提升5.21pcts。

图 4：2015-2024 前三季度公司营收及增速（亿元）



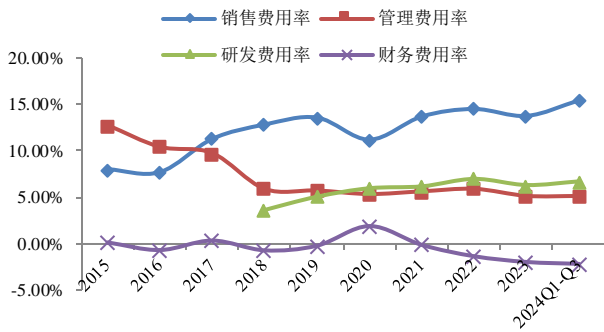
资料来源：Wind，财信证券

图 5：2015-2024 前三季度公司归母净利润及增速（亿元）



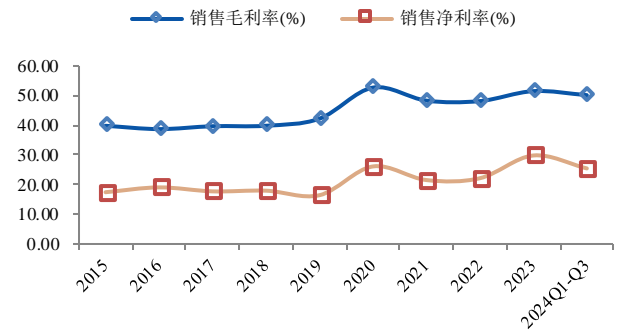
资料来源：Wind，财信证券

图 6：2015-2024 前三季度公司期间费用率



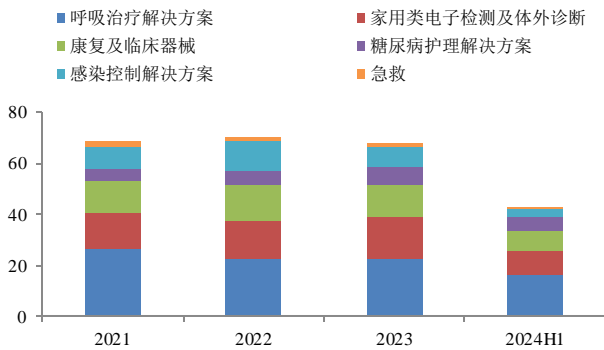
资料来源：Wind，财信证券

图 7：2015-2024 前三季度公司毛利率及净利率



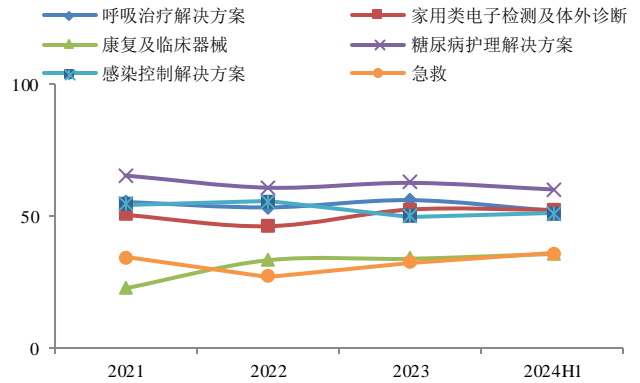
资料来源：Wind，财信证券

图 8：2021-2024H1 公司营收构成（亿元）



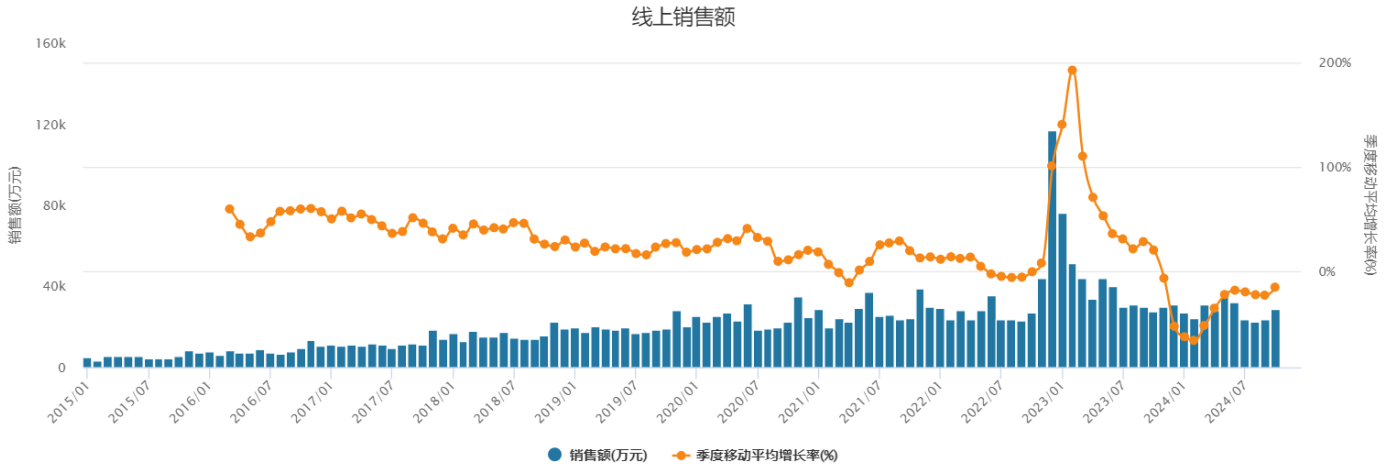
资料来源：Wind，财信证券

图 9：2021-2024H1 公司各业务板块毛利率（%）



资料来源：Wind，财信证券

图 10：公司产品线上销售额



注：季度移动平均同比增长率为（近三月合计值-去年同期三月合计值）/去年同期三月合计值*100

资料来源：Wind，财信证券

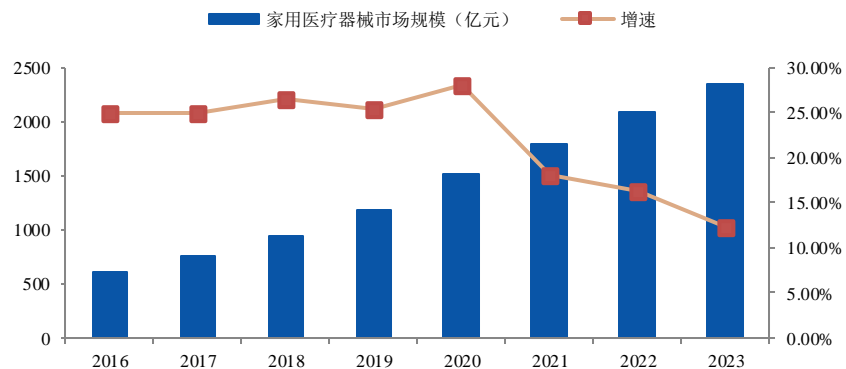
2 把握行业发展脉搏，聚焦三大核心业务发展

2.1 触觉敏锐，精准捕捉家用器械发展趋势

家用医疗器械，主要适用于家庭使用，它区别于医院使用的医疗器械，操作简单、体积小、携带方便是其主要特征。常见的家用医疗器械分为：家用治疗仪器，如远红外线治疗仪、磁疗仪等；家用检测器械，如血压检测仪、血糖检测仪、电子体温表、听诊器等；家用医疗康复器具，如家用制氧机、颈椎腰椎牵引器、矫形器等；家用医用耗材，如棉签、纱布、脱脂棉球等；家用敷贴类，如退热贴、热敷贴等。

国内家用医疗器械市场规模达 2343 亿元，前景广阔。家用医疗器械属于健康消费品领域，受行业政策影响较小，市场潜力巨大。随着国家政策助力国产高端器械进口替代进程加速，疫情下对各类家用医疗器械需求走高，且亚健康、专业康复、老龄等人群健康管理意识提升，家用医疗器械已经成为很多家庭的必备“小家电”。据《中国医疗器械蓝皮书 2024》数据，2023 年我国家用医疗器械市场规模达 2343 亿元，同比增长 12.32%。

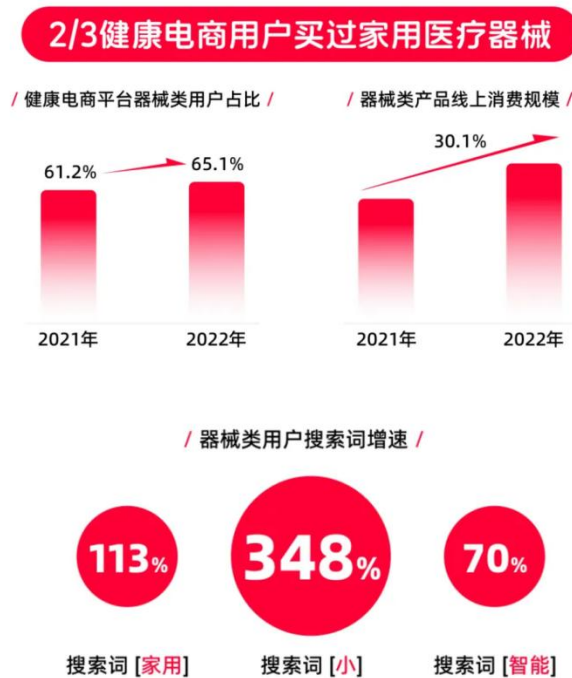
图 11：2016—2023 年中国家用医疗器械市场规模及增速



资料来源：《中国医疗器械蓝皮书 2024》，财信证券

家用医疗器械行业趋势为线上销售、产品小型化、智能化。当前行业正经历着显著的变革，其核心趋势聚焦于线上销售、产品小型化以及智能化三大方向。随着互联网技术的飞速发展，线上销售渠道已成为家用器械市场的主流趋势。消费者越来越倾向于通过电商平台或品牌官网进行产品浏览、比较和购买，阿里健康研究院、天猫健康发布的《诊疗家庭化消费趋势洞察》数据显示，2/3的健康电商用户购买过家用医疗器械。线上销售不仅为厂商提供了更广阔的市场覆盖，还极大地提升了交易效率与消费者体验。与此同时，产品小型化趋势日益明显，旨在适应现代家庭空间有限的特点。小巧轻便、易于存放与携带的家用器械，如便携式呼吸机、迷你血糖仪等，更能满足城市居民的多样化需求。智能化则是家用器械行业未来发展的关键驱动力。结合物联网、大数据、人工智能等先进技术，家用器械能够实现更加个性化、精准的服务，如智能血糖仪、智能轮椅等，不仅能实时监测用户健康数据，医生还能通过线上平台为患者提供定制化管理方案，极大地提升产品用户体验。

图 12：家用医疗器械趋向线上销售、产品小型化、智能化



资料来源：《诊疗家庭化消费趋势洞察》

公司凭借其前瞻性的战略眼光与卓越的业务布局能力，精准捕捉到了家用器械行业的核心趋势，巧妙地将业务布局与行业的三大趋势——线上销售、产品小型化、智能化——深度融合。

客户为本，深耕智慧医疗领域。公司建立以用户为中心的包容性设计理念，聚焦重点产品数字化建设，将传统的医疗产品服务与信息技术相结合，制定医疗器械的数据标准，通过建立开放式赋能型平台，为个人与家庭建立健康数据档案，打造数字化医疗服务生态。例如，公司推出的第三代睡眠呼吸机，利用全新算法自动识别更多睡眠事件，匹配每一种事件进行个性化的治疗方案；利用 15mm 小管径的智能加温管路，通过智能

控温技术，减少冷凝水困扰，让呼吸更加温润舒适；机器内置标配了4G IOT 模块，睡眠报告可自动上传微信小程序，方便患者及时掌握每日治疗效果并一键分享睡眠报告，实现远程监控和指导，方便医生及时了解用户治疗情况和睡眠质量，患者无需频繁前往医院，就能得到及时、有效的治疗，产品操作简单、便捷。

图 13：公司聚焦于产品智能化建设



资料来源：鱼跃医疗公告，财信证券

专注于小型化、轻量化设计。公司凭借深厚的技术积累和品牌优势，不断推出小型化、轻量化、便携化的产品。例如，传统制氧装备重量超过十公斤，只能在固定空间使用，在高海拔地区制氧浓度不足。公司对产品外观、结构、人机交互及用户研究方面等进行创新设计，研发设计出便携式制氧机，该产品通过高精密度压力与流量传感器对呼吸节律实时监测，控制设备节律性提供氧气，降低氧耗量，提升供氧效率，减小装备体积，提高受氧舒适度，重量仅 2.4 千克，适用于各类户外场景。公司的胎心仪，外观采用一体式设计，取消连接的弹簧线，进一步减小整机体积。电动轮椅产品采取轻量化电机设计，开发口袋电池应用，进而提升产品空间使用效率，减小产品体积。

线上渠道：早期布局主流平台，疫情后加速发展

公司敏锐地意识到了电商带来的渠道优势，2012 年已成立电商事业部，并由吴群先生担任公司电商事业部负责人，积极打造线上业务平台，在各主要电子商务平台设立有品牌旗舰店。随后新冠疫情也加速了行业线上销售的发展，公司积极抓住这一机遇，加大了线上销售渠道的投入和布局，使得线上销售额大幅提升。通过线上平台，公司更直接地触达消费者，提高品牌知名度和市场占有率。当前公司在线上各主要平台的业务发展都已经非常成熟，包括但不限于天猫、京东、淘宝等主流电商平台。同时，公司也积极拓展其他线上销售渠道，如自建官方网站、社交媒体平台等，以进一步扩大线上销售规模。

主要产品线上销量连年攀升。当前公司核心赛道如呼吸治疗类主要产品、糖尿病护理板块产品，以及基石业务的家用电子检测类产品在内的销售类目中，线上营业收入占比大于线下，线上渠道优势明显。公司为家用医疗器械行业“双11”连续10年销冠。2024年“双11”期间，健康监测类器械中，公司血压计单品品类排名第一；制氧机连续11年销量单品第一；血糖仪销量同比增长超40%；血氧仪、吸引器、胎心仪、轮椅全网销售额第一；雾化器销量第一。

精益求精，持续优化线上销售策略。在线上销售规模扩大的同时，公司还不断优化线上销售渠道和营销策略，以提升线上业务的竞争力和盈利能力。线上营销方面公司采取了多种策略，以提升品牌知名度和销售业绩。例如，公司通过社交媒体平台发布产品信息、健康知识等内容，吸引用户关注和互动；与电商平台合作开展促销活动，如限时折扣、满减优惠等，以激发用户的购买欲望；同时，公司还注重线上客户服务，提供及时、专业的咨询和售后服务，为客户定制个性化服务方案，以提升用户满意度和忠诚度。

图 14：公司为客户提供个性化血糖管理方案



资料来源：鱼跃医疗公众号，财信证券

2.2 战略转型，聚焦三大核心业务

2021年起，公司遵循“创新重塑医疗器械”的战略，在持续发展血压检测、体温检测、中医设备、手术器械等基石业务的基础上，重点聚焦呼吸与制氧、血糖及 POCT、消毒感控三大核心赛道不断拓展。

2.2.1 糖尿病护理业务：拓展 CGM 业务，快速发展

糖尿病患者众多，需进行病程有效管理。糖尿病是一种由多种病因引起的以慢性高血糖为特征的代谢性疾病，伴随因胰岛素分泌或（和）利用缺陷引起的糖、脂肪和蛋白质代谢异常。该病可导致多系统损害，包括眼、肾、神经、心脏、血管等组织的慢性进行性病变、功能减退及衰竭，病情严重或应激时可发生急性严重代谢紊乱，如糖尿病酮症酸中毒（DKA）、高渗高血糖综合征（HHS）。据 IDF（国际糖尿病联盟）估计，2021 年全球成年糖尿病患者数为 5.4 亿，到 2045 年全球患者人数预计将达到 7.8 亿。2021 年我国成年糖尿病患者人数约 1.4 亿，预计 2045 年将达到 1.74 亿人。糖尿病可能导致心脏病、中风、肾损伤及神经损伤在内的潜在并发症，需要进行有效管理，血糖监测是糖尿病管理的重要内容。

CGM 有利于减少糖尿病患者日常血糖波动。近年来，血糖监测技术不断向便捷、微创及无创的方向发展。《中国血糖监测临床应用指南（2021 年版）》指出，目前临床上常用的血糖监测方法包括用血糖仪进行的毛细血管血糖监测、持续血糖监测（CGM）、糖化白蛋白（GA）和糖化血红蛋白（HbA1C）等。其中，毛细血管血糖检测是目前糖尿病患者日常管理最基础和最常用的方法；CGM 是指通过感应器监测皮下组织间液的葡萄糖浓度而间接反映血糖水平的监测技术，可提供连续、全面、可靠的全天血糖波动数据，其优势在于可以帮助发现隐匿的高血糖和低血糖，适用于 T1DM 患者、需要胰岛素强化治疗的 T2DM 患者，以及在自我血糖监测指导下使用降糖治疗后仍出现较大血糖波动的 T2DM 患者等。CGM 的使用能够协助 T2DM 患者稳定血糖水平，进而降低低血糖的风险，并减少日常血糖波动。2023 版《ADA 糖尿病医学诊疗标准》中明确推荐糖尿病患者尽早并持续使用 CGM。

表 3：常用血糖监测方式的特点及临床应用

血糖监测方式	临床意义	临床应用
毛细血管血糖	反映实时血糖水平	血糖监测的基本形式。根据患者病情和治疗的实际需求制定个体化监测方案与频率
糖化血红蛋白	反映既往 2~3 个月血糖水平	制定糖尿病患者降糖方案、评估慢性并发症发生风险的重要依据
糖化白蛋白 CGM	反映既往 2~3 周血糖水平 反映连续、全面的血糖信息	评价短期血糖情况，可以辅助鉴别应激性高血糖 了解血糖波动的趋势和特点，发现不易被传统监测方法所探测到的隐匿性高血糖和低血糖，尤其是餐后高血糖和夜间无症状性低血糖

资料来源：《中国血糖监测临床应用指南（2021 年版）》，财信证券

收购浙江凯立特，业务从 BGM 拓展至 CGM。此前公司糖尿病护理业务主要为血糖仪和配套试纸的销售，2021 年公司完成对浙江凯立特的股权收购。浙江凯立特拥有在糖尿病及传感器技术领域耕耘数十年的研发团队及领军人才、成熟可靠的技术、生产系统与成熟的持续血糖监测产品。通过此次并购的成功实施，公司顺利推出“安耐糖”持续血糖监测系列产品，进入 CGM 领域，进一步完善了公司在糖尿病赛道的业务布局。

公司 CGM 产品力表现出色。公司最新 CGM 产品为 CT15，该产品每三分钟生成 1 次血糖值，MARD 值达 9.07%，无需校准，防尘防水。相较 CT14，CT15 的柔性探针缩短 33%，体积缩小 20%，佩戴更加舒适，产品更为轻巧便携。整体而言，CT15 具有免采血、高精度、实时动态监测、血糖预警、多维度报告、便捷数据管理以及时尚便携等优点。未来公司将在国内推出数款 CGM 新品，进一步和 BGM 系列产品形成血糖产品矩阵，为用户提供更多选择。

表 4：国内已上市 CGM 情况

序号	公司	产品型号	中国获批时间	注册证编号	其他市场获批情况
1	雅培	FreeStyle Libre	2016/7/21	国械注进 20163072472（原注册证编号：国械注进 20163212472）	美国 FDA：2016，欧盟 CE：2014
2	雅培	FreeStyle Libre H	2022/2/25	国械注进 20173075196	美国 FDA：2020
3	雅培	FreeStyle Libre2	2023/11/22	国械注进 20233070538	欧盟 CE：2018
4	美敦力	GuanrdianConnect	2020/8/7	国械注进 20203070391	美国 FDA:2019
5	鱼跃凯立特	CT2、CT3、CT3A、CT3B、CT3C、CT15	2021/2/7;2023/3/15	国械注准 20173070694，国械注准 20233070325	欧盟 MDR：2024/04
6	美奇医疗	RGMS-I 型、RGMS-II 型、RGMS-III 型	2021/9/26	国械注准 20173070694	欧盟 CE：2019
7	九诺医疗	GN-1、GN-2	2021/10/26;2024/2/21	国械注准 20213070855；国械注准 20243070372	欧盟 CE：2019/12
8	硅基仿生	GS1、GS1-P1、GS1-P2	2021/11/04;2023/8/1	国械注准 20213070871；国械注准 20233071065	欧盟 MDR：2023/10
9	微泰医疗	GX-01、GX-02、GX-03、GX-01S、GX-02S、GX-03S	2024/2/5 等	国械注准 20243070269 等	欧盟 CE：2020/09
10	圣美迪诺	CGM-SF203、CGM-303	2022/4/1;2023/3/14	国械注准 20173071476；国械注准 20183070421	欧盟 CE：2017/03
11	普林斯顿	CGMS-2009 型	2023/2/20	国械注准 20143071986	欧盟 MDR：2023/09
12	三诺生物	i3、H3、I3、h3	2023/3/31	国械注准 20233070435	欧盟 MDR：2023/09，美国上市工作进行中
13	深纳普思（欧态）	M8	2024/2/5	国械注准 20243070268	TG-IA、TG-IB、TG-IC
14	中星医疗	TG-ID	2024/4/30	国械注准 20243070872	-
15	移宇科技	MD-MY-008	2024/5/10	国械注准 20193070324	-

资料来源：赛柏蓝器械，国家药品监督管理局，三诺生物公告，财信证券

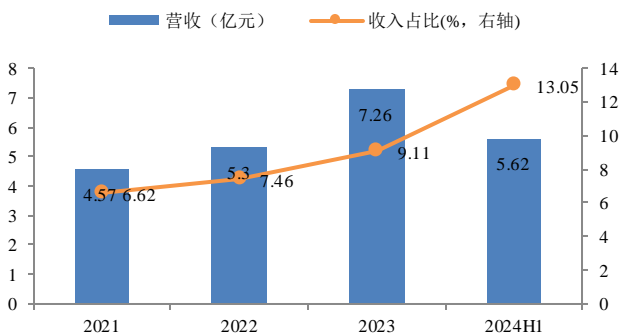
图 15：CT15 产品力表现优异



资料来源：鱼跃医疗官方旗舰店

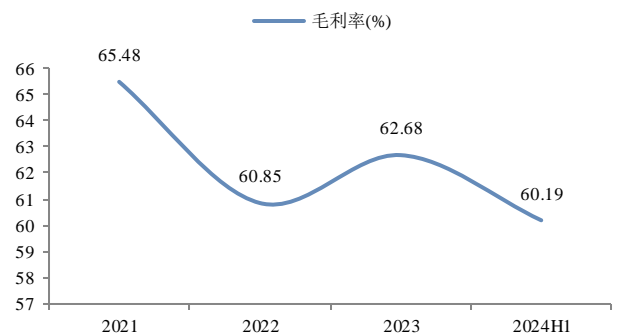
糖尿病业务快速增长，后续值得期待。糖尿病护理板块作为公司三大核心赛道之一，公司通过持续升级技术，同步优化对用户的服务水平等措施，不断提升血糖仪的产品及服务质量，同时，公司对院内市场持续开拓，通过在院内的布局，形成了对公司血糖类产品较强的专业背书，不断扩大公司血糖产品的影响力。近年来，公司糖尿病护理板块业绩持续增长，2024H1 营收同比增长 54.82%至 5.62 亿元，相较于 2021 年，营收占比提升 6.43pcts 至 13.05%。受新品推出、行业竞争等因素影响，板块毛利率有所波动，但基本维持在 60% 以上。海外市场方面，公司 CGM 产品 CT3 已获得欧盟 MDR，未来公司会推出多种类型的 CGM 产品供院内外不同客户选择。公司通过持续提升产品力、拓宽销售渠道、增强品牌影响力等多方面措施，未来有望把握好糖尿病护理业务的发展节奏和市场规律，进一步提升公司在糖尿病业务的市场地位。

图 16：2021-2024H1 公司糖尿病护理业务营收及收入占比



资料来源：Wind，财信证券

图 17：2021-2024H1 公司糖尿病护理业务毛利率



资料来源：Wind，财信证券

2.2.2 呼吸健康解决方案：自主研发，行业领先

OSA 及 COPD 发病率高，社会负担重。

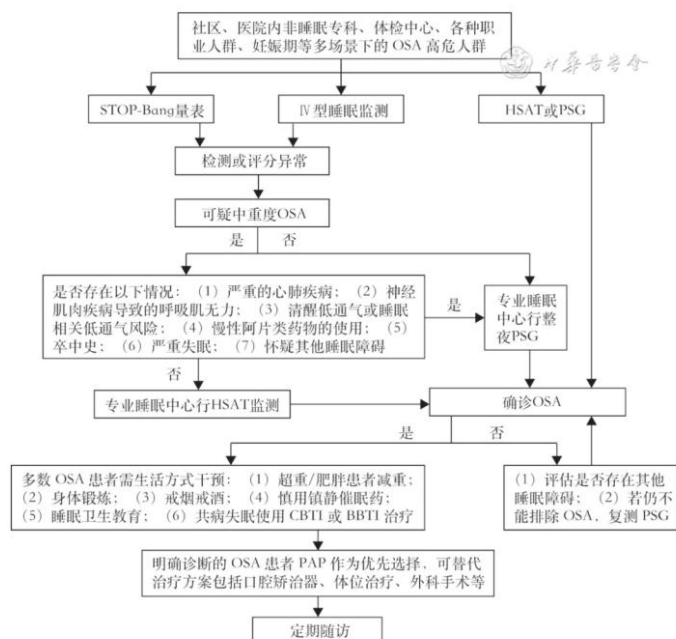
慢性阻塞性肺疾病（简称慢阻肺，COPD）是一种异质性肺部病变，其特征是慢性呼吸系统症状（呼吸困难、咳嗽、咳痰），原因与气道异常（支气管炎、细支气管炎）和（或）肺泡异常（肺气肿）相关，通常表现为持续性、进行性加重的气流阻塞。慢阻肺是我国最常见的慢性呼吸系统疾病，患病率高，疾病负担重。王辰院士牵头的“中国肺部健康研究”显示我国 40 岁以上人群中慢阻肺发病率达 13.7%。全国慢阻肺总患病人数约 1 亿人。慢阻肺已成为我国第四大死因。

阻塞性睡眠呼吸暂停（obstructive sleep apnea, OSA）是一种常见的睡眠呼吸疾病，以呼吸暂停低通气指数（apnea-hypopnea index, AHI） ≥ 5 次/h 为诊断标准，我国约有 1.76 亿患者，患病人数居全球首位。

非药物干预是稳定期 COPD 治疗的重要组成部分，包括呼吸训练、家庭氧疗、家庭无创通气等。慢性呼吸衰竭的患者进行长期氧疗（LTOT）可以提高静息状态下严重低氧血症患者的生存率，对血流动力学、血液学特征、运动能力、肺生理和精神状态都会产生有益的影响。对于存在严重二氧化碳潴留（ $\text{PaCO}_2 \geq 52\text{mmHg}$ ， pH 值 >7.30 ）的重度或极重度慢阻肺患者，hNPPV 可以改善症状、降低住院需求和病死率；尤其适合于合并阻塞性睡眠障碍的患者。

PAP（气道正压通气）为 OSA 一线治疗手段。OSA 确诊患者一线治疗手段为 PAP，即通过鼻面罩将呼吸机与病人相连接，由呼吸机提供正压支持而完成通气辅助。PAP 治疗使用时间越长，患者获益越大。配合减重、改变不良生活习惯等，治疗效果更明显。

图 18：OSA 高危人群筛查及管理流程图



注：OSA为阻塞性睡眠呼吸暂停；HSAT为家庭睡眠呼吸暂停监测；PSG为多导睡眠图；CBTi为失眠认知行为治疗；BBTi为失眠简明行为治疗；PAP为气道正压通气

资料来源：《成人阻塞性睡眠呼吸暂停高危人群筛查与管理专家共识》，财信证券

未来全球家用无创呼吸机市场规模预计超 50 亿美元。随着以 COPD 和 OSA 为主的睡眠健康领域相关疾病患者人数持续增长，全球对家用无创呼吸机的需求也逐年增长，据智研咨询数据，2023 年全球家用无创呼吸机市场规模达 39.38 亿美元，同比增长 14.89%，随着家用无创呼吸机在包括中国在内的新兴市场不断普及，未来全球家用无创呼吸机市场规模有望突破 50 亿美元。

呼吸治疗板块是公司三大核心板块之一，板块内产品主要包括制氧机、呼吸机、雾化器等。

产品矩阵丰富，功能细分，满足用户各类需求。公司呼吸治疗板块产品十分丰富，涵盖了多个细分市场和用户需求。以雾化器为例，公司产品包含压缩空气式雾化器、网式雾化器、超声雾化器，分别适用于全家下呼吸道治疗、便携式下呼吸道治疗、上呼吸道治疗。制氧机也包含多种型号和规格，对应家庭、办公或外出使用。

图 19：公司雾化器产品



资料来源：鱼跃医疗公众号

自研式功能创新，产品脱颖而出。公司在研发领域深耕细作，致力于将最前沿的科技理念融入产品设计之中，通过不断地探索与实践，成功打造出了一系列具有独特竞争力的产品。例如便携式雾化器 M104，以尖端科技将产品压缩到巴掌大小，分量比 3 个硬币还轻，并进行了穿戴式设计，实现颠覆行业的创新。以及公司自主研发的 Breathcare III 第三代睡眠呼吸机，该产品具有安静、舒适、智能三大优势。第三代睡眠呼吸机采用自研低噪高效风机和全新一体式气道设计，流量大、体积小、运转时低于 28 分贝。舒适性方面，第三代睡眠呼吸机的压力稳定性可以提升到±0.2cmH₂O 的水平，达到世界一流标准的要求，呼吸体验稳定柔和，全新算法自动甄别多种睡眠事件，15mm 轻盈加温管路，实时采集面罩端温度与环境温湿度，减少冷凝水困扰，让呼吸更加温润舒适。智能化方面，第三代睡眠呼吸机自带 4.3 英寸高清大屏自动感光，全触摸人机交互，无扰睡眠，还

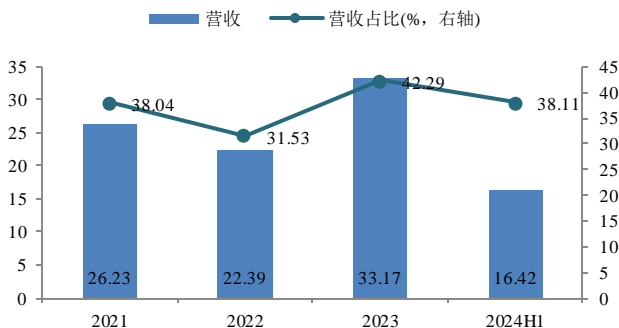
可手机绑定 IoT 智能呼吸睡眠管家，睡眠报告自动上传，有助医生及时掌握治疗情况。

产品质量过硬，获得权威认可。公司制氧机、高流量呼吸湿化治疗仪入选《第九批优秀国产医疗设备产品目录》。优秀国产医疗设备遴选工作由国家卫健委规划与信息司委托中国医学装备协会组织开展，是医疗机构购买设备的有力参考。公司多款产品入选，彰显实力。

全球化布局，海外业务进展良好。睡眠呼吸机在欧洲业务发展顺利，例如西班牙、意大利等国家，公司产品已经切入市场并取得良好进展。公司正积极推进呼吸机产品在美国的注册工作，与此同时，公司在同步与美国的销售合作伙伴洽谈，为后续销售工作顺利开展做充分准备。

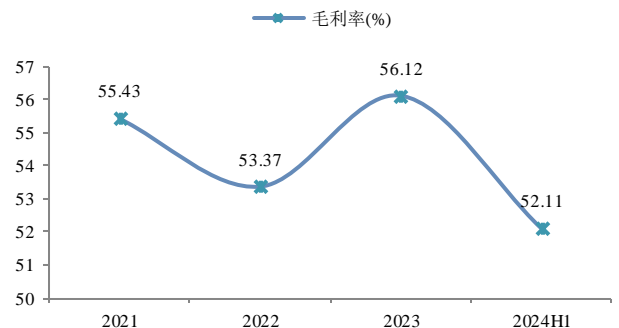
疫情影响逐步消退，板块业绩回归常态发展。新冠疫情期间，公司呼吸机、制氧机、雾化器、高流量呼吸湿化治疗仪等产品销售量大幅增长，带动板块业绩增长，2021 年板块营收同比增长 16.04% 至 26.23 亿元。2023 年国内疫情管控放开，国内需求快速增长，带动板块实现营收 33.17 亿元，达历年最高，营收贡献达 42.29%，毛利率升至 56.12%。得益于公司优秀的品牌力及产品口碑，虽然 2024H1 海内外疫情需求消退，板块业绩仍取得较好成绩，实现营收 16.42 亿元，相较于 2021H1 增长 24.21%。分产品看，2024H1 家用呼吸机业绩实现较好的同比增长，市占率稳步提升；制氧机市场需求已逐步回归常态化发展轨道，在海外市场上业务推进良好；雾化产品销售业绩保持了良好增速，较上年同期实现了双位数的增幅。

图 20：2021-2024H1 公司呼吸治疗业务营收及收入占比



资料来源：Wind，财信证券

图 21：2021-2024H1 公司呼吸治疗业务毛利率



资料来源：Wind，财信证券

2.2.3 感染与控制业务：深耕多年，品牌力卓越

公司感染控制业务主要由全资子公司上海中优开展。上海中优研制生产了涵盖人体消毒剂、医疗器械消毒剂、环境物体消毒剂及消毒配套器材等多种产品，形成了丰富的产品线。这些产品广泛应用于医疗机构、公共场所及家庭等多个场景，可满足不同用户群体的需求。

深耕清洁消毒领域，品牌力卓越。上海中优一直扎根于最专业的院内感控领域，旗下专业消毒感控产品覆盖国内三甲医院，历经 SARS、埃博拉、新冠肺炎等战役考验，产品品质卓越。“洁芙柔”“安尔碘”是国内医院感染和控制领域的第一品牌，“洁芙柔”已是

国内手消感控的代名词，“安尔碘”更是成为国内医疗行业皮肤消毒剂的标注术语之一，院内外品牌知名度拔群。2023年，洁芙柔荣获沙利文“中国手部卫生清洁品牌全国销售额第一”的认证。

独有技术，开创皮肤消毒新时代。碘能氧化细菌原浆蛋白的活性基因，起主导杀菌作用。醇能促进碘的渗透力，使皮肤快速干燥。洗必泰持久抗菌，对皮肤无刺激，性能稳定。安尔碘充分利用“碘+醇+氯己定”的优势互补强强联合，配方独特、科学，多靶点攻击细菌，杀菌力极强，并有利于防止细菌产生抗性，其核心成分可打破生物膜，促使消毒液充分渗透膜内细菌，达到彻底杀菌的效果。安尔碘成功地将碘酊酒精三步消毒法简化为一步消毒法，成为国内医用皮肤消毒史上一项重大突破。“安尔碘消毒技术”被上海市卫生局列入三大重点医学成果，而且被国家卫生部列入“十年百项成果”重点计划在全国推广。

图 22：安尔碘消毒原理示意图



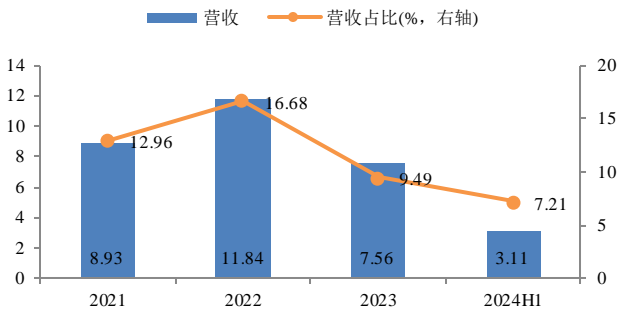
资料来源：利康消毒公司公众号，财信证券

营销创新，夯实品牌影响力。洁芙柔专注清洁消毒领域，作为清洁消毒行业领先的技术先导企业，成功开发了一系列高效清洁、温和亲肤的个护家清产品，消费端目标受众定位家庭人群。2024年5月，洁芙柔与京东健康联名，在京东强大的数据能力、数智化营销体系以及新潮传媒作为线下中心化媒体的联合赋能下，借助对人、货、场分别的数智洞察，根据目标受众画像精准筛选优质梯媒资源，再以线下广告曝光推动线上销量增长，让线上流量与线下流量充分融合，实现“流量+品牌”双轮驱动，助力洁芙柔品牌价值增长。

疫情影响较大，板块毛利率回升。自2016年公司收购上海中优以来，在鱼跃品牌及营销能力的加持下，感染控制业务规模持续扩大，疫情期间受公共需求影响，2022年板块营收同比增长32.59%至11.84亿元。随后疫情带来的需求逐渐消退，2024H1板块营收收缩减至3.11亿元，营收占比减少至7.21%，毛利率回升至51.03%。公司正积极探索感控新赛道，一方面将继续加强院内的产品推广和科室拓展，另一方面深耕民用产品开发和推广。同时，不断提升品牌力建设、团队执行力与资源使用效率，以巩固市场地位并推

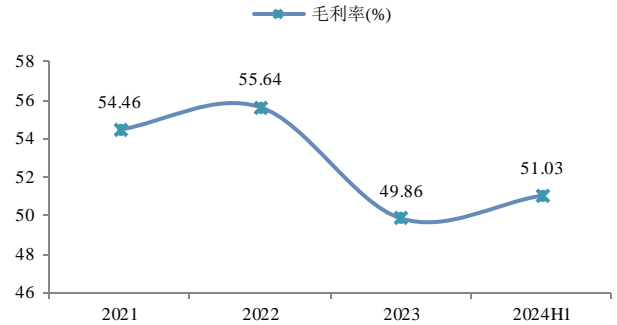
动相关业务的持续发展。

图 23：2021-2024H1 公司感染控制业务营收及收入占比



资料来源：Wind，财信证券

图 24：2021-2024H1 公司感染控制业务毛利率



资料来源：Wind，财信证券

3 盈利预测

核心假设：

1.呼吸治疗解决方案：2023 年国内疫情放开后板块业绩高基数，2024 年起呼吸治疗板块逐步恢复常规增长，2024H1 雾化器、家用呼吸机等销售均稳健增长，考虑到海内外需求、公司优秀的产品品质及品牌力，以及板块内核心产品在海外市场的拓展不断推进，我们估计 2024—2026 年板块营收分别为 32.03、36.83、42.36 亿元。

2.糖尿病护理解决方案：作为三大核心业务之一，公司近年来大力推动板块业务发展，CGM 上市销售状况良好，BGM 相关产品市场占有率持续攀升，客群规模进一步扩大，海内外品牌影响力不断扩大，在产品创新与渠道拓展的双轮驱动下，我们预计 2024—2026 年板块营收分别为 10.17、14.24、18.51 亿元。

3.感染控制解决方案：板块业绩受疫情需求影响较大，2024 年疫情影响褪去，公司正积极探索感控新赛道，凭借“洁芙柔”“安尔碘”强大品牌影响力，推陈出新，继续加强院内的产品推广和科室拓展，深耕民用产品开发和推广。我们预计 2024—2026 年板块营收分别为 6.81、7.83、8.61 亿元。

4.家用类电子检测及体外诊断：板块为公司基石业务之一，“鱼跃”品牌市场知名度高，且公司深度洞察客户需求，不断推出新品响应市场需求，电子血压计作为主要品类之一，其营收规模仍呈现稳步增长趋势，且始终保持着领先的市场地位。同时，在海外市场，公司紧贴客户需求，敏锐捕捉市场机遇，我们认为未来随着各类新产品的推出，公司的家用类电子检测及体外诊断业务将得到有序拓展，预计 2024—2026 年营收分别为 17.57、18.63、19.75 亿元。

5.康复及临床器械：“鱼跃”品牌康复类医疗器械产品已畅销多年，产品力已深入人心，随着更高端、更智能的康复产品的不断研发推出，公司有望继续保持领先的市场地位，且相关业务毛利水平仍有提升空间。我们预计 2024—2026 年板块营收分别为 12.52、12.78、13.03 亿元。

表 5：分产品线收入及毛利率（亿元）

		2023	2024E	2025E	2026E
呼吸治疗解决方案	收入	33.71	32.03	36.83	42.36
	yoy	50.55%	-5.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	56.12%	54.50%	55.00%	55.00%
家用类电子检测及体外诊断	收入	16.74	17.57	18.63	19.75
	YOY	10.05%	5.00%	6.00%	6.00%
	毛利率	52.54%	52.50%	52.00%	52.00%
康复及临床器械	收入	12.28	12.52	12.78	13.03
	YOY	-12.82%	2.00%	2.00%	2.00%
	毛利率	33.87%	35.00%	34.50%	34.00%
感染控制解决方案	收入	7.56	6.81	7.83	8.61
	YOY	-36.15%	-10.00%	15.00%	10.00%
	毛利率	49.86%	51.00%	51.00%	51.00%
糖尿病护理解决方案	收入	7.26	10.17	14.24	18.51
	YOY	37.12%	40.00%	40.00%	30.00%
	毛利率	62.68%	61.00%	61.50%	62.00%
合计	收入	79.72	81.70	93.15	105.25
	YOY	12.25%	2.48%	14.02%	12.98%
	毛利率	51.49%	51.11%	51.76%	52.29%

资料来源：iFind，财信证券

盈利预测：公司为国内家用医疗器械龙头，疫情后抓住行业发展机遇，积极拓展业务，敏锐掌握行业趋势推陈出新，同时通过创新营销不断加强品牌力影响。当前公司业务已逐步回归常态化的可持续发展轨道，未来公司可凭借丰富的产品布局、独特的产品功能创新、创新的营销推广，持续提升家用医疗器械行业市占率，我们预计 2024—2026 年公司营收分别为 81.70、93.15、105.25 亿元，同比增速分别为 2.48%、14.02%、12.98%；对应归母净利润分别为 20.03、23.37、26.16 亿元，同比增速分别为-16.40%、16.70%、11.93%；EPS 分别为 2.00、2.33、2.61 元，当前股价对应 PE 分别为 18.24、15.63、13.96 倍，首次覆盖，予以“增持”评级。

4 风险提示

行业竞争加剧导致产品价格下降风险：当前国内医疗器械行业蓬勃发展，家用医疗器械参与者众多，同时，随着国内乃至全球医保支付压力的逐渐增大，终端客户在采购产品时会加重产品性价比的权重考虑，市场竞争格局日益激烈，对企业持续提升市场竞争力提出新的挑战。如果企业产品价格的降低幅度较大，将可能影响公司未来的盈利能力。

产品研发失败风险：医疗器械行业属于技术密集型行业，对技术创新和产品研发能力要求较高、研发周期较长。因此在新产品研发的过程中，可能面临因研发技术路线出现偏差、研发投入成本过高、研发进程缓慢而导致研发失败的风险。若公司未来不能很好应对新产品研发中存在的风险，则将对公司新产品的研发进程造成不利影响，甚至导致新产品研发的失败。

国际贸易摩擦风险：国际贸易摩擦在法律监管等方面给企业的出海销售带来了诸多风险，或将对公司未来在海外商品销售推广、技术引进、人才引进、跨境并购等方面带来不确定性风险。

并购标的运营不达预期带来的商誉减值风险：通过外延式扩张进行产业整合是国内医疗器械企业未来发展的必经之路。自上市以来，公司通过收购兼并将业务范围不断扩大，公司的盈利能力和市场竞争力因此持续快速提升。截至 2024Q3，公司的商誉为 11.07 亿元，占公司资产总额比重为 7.14%，若未来并购标的经营情况不及预期，公司需对商誉进行减值计提，进而对公司盈利水平产生负面影响。

报表预测(单位: 亿元)						财务和估值数据摘要					
利润表	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	主要指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	71.02	79.72	81.70	93.15	105.25	营业收入	71.02	79.72	81.70	93.15	105.25
减: 营业成本	36.84	38.67	39.95	44.94	50.22	增长率(%)	3.01	12.25	2.48	14.02	12.98
营业税金及附加	0.70	0.81	0.81	0.92	1.04	归属母公司股东净利润	15.95	23.96	20.03	23.37	26.16
营业费用	10.31	10.98	11.60	13.04	14.73	增长率(%)	7.60	50.21	-16.40	16.70	11.93
管理费用	4.20	4.11	4.08	4.66	5.26	每股收益(EPS)	1.59	2.39	2.00	2.33	2.61
研发费用	4.96	5.04	4.90	5.78	6.53	每股股利(DPS)	0.60	0.80	0.60	0.82	0.91
财务费用	-0.96	-1.57	-0.15	-0.25	-0.34	每股经营现金流	2.28	2.10	1.95	2.34	2.61
减值损失	-1.17	-0.83	-0.83	-0.83	-0.83	销售毛利率	0.48	0.51	0.51	0.52	0.52
加: 投资收益	1.29	1.43	1.29	1.29	1.29	销售净利率	0.22	0.30	0.24	0.25	0.25
公允价值变动损益	0.02	-0.04	-0.04	0.00	0.00	净资产收益率(ROE)	0.16	0.20	0.15	0.16	0.16
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投入资本回报率(ROIC)	0.26	0.43	0.41	0.49	0.58
营业利润	18.42	28.93	23.41	27.30	30.54	市盈率(P/E)	22.90	15.25	18.24	15.63	13.96
加: 其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	市净率(P/B)	3.70	3.11	2.77	2.49	2.23
利润总额	18.42	28.49	23.31	27.20	30.44	股息率(分红/股价)	0.02	0.02	0.02	0.02	0.03
减: 所得税	2.70	4.72	3.42	3.99	4.47	主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	15.73	23.76	19.89	23.21	25.98	收益率					
减: 少数股东损益	-0.22	-0.19	-0.14	-0.16	-0.18	毛利率	48.13%	51.49%	51.11%	51.76%	52.29%
归属母公司股东净利润	15.95	23.96	20.03	23.37	26.16	三费/销售收入	21.80%	20.91%	19.39%	19.26%	19.32%
资产负债表	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	EBIT/销售收入	24.59%	33.76%	28.34%	28.93%	28.60%
货币资金	48.38	72.15	85.53	101.15	118.48	EBITDA/销售收入	27.93%	36.74%	31.20%	31.46%	30.51%
交易性金融资产	25.14	0.00	0.00	0.00	0.00	销售净利率	22.15%	29.81%	24.34%	24.91%	24.68%
应收和预付款项	7.84	5.75	8.23	9.39	10.61	资产获利率					
其他应收款(合计)	0.26	0.24	0.32	0.36	0.41	ROE	16.18%	20.37%	15.21%	15.92%	15.97%
存货	15.09	14.12	14.59	16.41	18.34	ROA	10.57%	15.00%	11.73%	12.48%	12.69%
其他流动资产	2.02	1.59	1.57	1.79	2.02	ROIC	25.86%	42.57%	40.92%	48.81%	57.61%
长期股权投资	2.43	2.26	2.37	2.48	2.59	资本结构					
金融资产投资	7.46	16.03	16.03	16.03	16.03	资产负债率	33.31%	25.38%	22.08%	20.97%	20.04%
投资性房地产	1.10	1.04	0.90	0.76	0.63	投资资本/总资产	28.36%	28.85%	26.17%	23.09%	20.48%
固定资产和在建工程	21.72	21.39	20.41	19.41	18.39	带息债务/总负债	31.73%	17.59%	13.34%	7.78%	3.21%
无形资产和开发支出	16.29	16.18	15.32	14.47	13.62	流动比率	3.10	3.27	3.94	4.09	4.24
其他非流动资产	3.22	8.93	5.46	5.10	5.10	速动比率	2.54	2.70	3.34	3.49	3.64
资产总计	150.95	159.67	170.72	187.34	206.20	股利支付率	37.48%	33.46%	30.00%	35.00%	35.00%
短期借款	0.55	0.00	0.00	0.00	0.00	收益留存率	62.52%	66.54%	70.00%	65.00%	65.00%
交易性金融负债	0.08	0.00	0.00	0.00	0.00	资产管理效率					
应付和预收款项	21.75	20.23	20.35	22.89	25.58	总资产周转率	0.47	0.50	0.48	0.50	0.51
长期借款	15.40	7.13	5.03	3.06	1.33	固定资产周转率	3.31	3.93	4.15	4.89	5.72
其他负债	12.50	13.17	12.32	13.34	14.42	应收账款周转率	10.12	14.94	10.74	10.74	10.74
负债合计	50.29	40.52	37.69	39.28	41.32	存货周转率	2.44	2.74	2.74	2.74	2.74
股本	10.02	10.02	10.02	10.02	10.02	估值指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	19.89	19.47	19.47	19.47	19.47	EBIT	17.46	26.91	23.15	26.95	30.10
留存收益	68.68	88.15	102.17	117.36	134.36	EBITDA	19.84	29.29	25.49	29.30	32.11
归属母公司股东权益	98.60	117.64	131.66	146.85	163.85	NOPLAT	13.42	18.23	18.85	21.80	24.92
少数股东权益	2.06	1.52	1.38	1.21	1.03	归母净利润	15.95	23.96	20.03	23.37	26.16
股东权益合计	100.66	119.15	133.03	148.06	164.88	EPS	1.59	2.39	2.00	2.33	2.61
负债和股东权益合计	150.95	159.67	170.72	187.34	206.20	BPS	9.84	11.73	13.13	14.65	16.34
现金流量表	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	PE	22.90	15.25	18.24	15.63	13.96
经营性现金净流量	22.82	21.02	19.51	23.42	26.20	PEG	3.01	0.30	-1.11	0.94	1.17
投资性现金净流量	-4.18	17.35	1.81	2.10	1.68	PB	3.70	3.11	2.77	2.49	2.23
筹资性现金净流量	3.55	-14.65	-7.95	-9.91	-10.54	PS	5.14	4.58	4.47	3.92	3.47
现金流量净额	23.55	23.96	13.37	15.62	17.33	PCF	16.01	17.38	18.72	15.59	13.94

资料来源: 财信证券, iFinD

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。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送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。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，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为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（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438