

鱼跃医疗 (002223.SZ)

老牌家用医疗器械龙头，战略转型焕新机

买入 (首次评级)

投资要点:

由“发散”到“聚焦”，老牌龙头战略引领公司转型

公司深耕医疗器械领域 20 余年，2020 年，公司完成领导层换届；2021 年起，公司由“发散”向“聚焦”转型，重点聚焦三大核心业务方向：呼吸与制氧、血糖及 POCT、消毒感控，同时基石业务夯实基本盘、孵化业务打开成长空间。战略转型引领下，公司业绩开启新一轮增长阶段，从 2017 年到 2023 年，公司的营业总收入从 35.4 亿元增长到 79.7 亿元，CAGR 达 14.5%；归母净利润从 5.9 亿元增长到 24.0 亿元，CAGR 达 26.2%。

三大核心赛道大市场、高增速，奠定未来增长确定性

公司新战略将聚焦呼吸、POCT、感控三大核心赛道：**1) 呼吸板块**：呼吸制氧百亿级市场规模，公司产品线广泛覆盖制氧机、呼吸机、高流量呼吸湿化治疗仪、雾化器等类别，制氧机稳居国产龙头地位，疫情期间品牌知名度进一步提升，呼吸机等新产品+海外市场开拓将成为呼吸板块的持续增长点。；**2) 糖尿病及家用 POCT**：血糖监测全球百亿美金级市场，国产份额加速提升。公司 BGM+CGM+POCT 布局完善，CGM 新品有望借力已有成熟渠道高速放量，24 年前三季度收入已超过 1 亿元，发展势头迅猛。后续随出海+线上渠道加速放量，持续打开公司成长曲线；**3) 感控业务**：公司消毒感控品牌矩阵丰富，旗下品牌“安尔碘”是皮肤消毒标注术语之一、“洁芙柔”已是手消感控的代名词。疫情期间产品被认定为国务院联防联控医疗物资保障组征用产品，品牌力持续提升，已成为院内消毒感控第一品牌。

眼科+急救高潜力业务积极孵化，出海打开成长空间

公司**新孵化业务**具备较高市场潜力 1)眼科：眼科业务覆盖眼外科以及视力保健两大细分领域。子公司六六视觉主要产品在国内市场占有率达到 70% 以上；江苏视准布局隐形眼镜大市场。2)急救板块收购的德国普美康 (Primedic) 在医疗急救领域拥有 40 余年的经验，旗下 AED 产品全球具备较高的知名度，产品现已投入部署数千台。同时，公司**出海稳步推进**，24H1 实现产品海外注册共计 52 项，海外营收达到 4.79 亿元，同比增长 30.2%，海外业务有望持续打开公司的远期成长空间，从家用器械国民品牌走向全球品牌。

盈利预测与投资建议

我们预计公司 24-26 年的营业收入增长率为 0%、15%、16%，归母净利润增长率为-16%、15%、16%。2025 年可比公司的平均 PE 为 17 倍。考虑到公司作为家用医疗器械老牌国产龙头企业，战略转型升级，聚焦制氧、血糖、消毒感控三大核心业务，享有较大的收入天花板，业绩有望持续稳健增长，赋予公司一定估值溢价。当前股价对应 25 年 PE 为 15 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

需求不及预期风险；市场竞争加剧风险；新品放量不及预期风险。

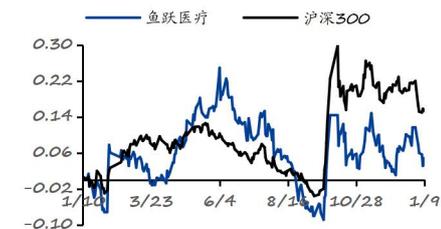
| 财务数据和估值 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 7,102 | 7,972 | 7,978 | 9,209 | 10,673 |
| 增长率 | 3% | 12% | 0% | 15% | 16% |
| 净利润 (百万元) | 1,595 | 2,396 | 2,022 | 2,328 | 2,700 |
| 增长率 | 8% | 50% | -16% | 15% | 16% |
| EPS (元/股) | 1.59 | 2.39 | 2.02 | 2.32 | 2.69 |
| 市盈率 (P/E) | 21.5 | 14.3 | 17.0 | 14.7 | 12.7 |
| 市净率 (P/B) | 3.5 | 2.9 | 2.6 | 2.4 | 2.1 |

数据来源：公司公告、华福证券研究所

基本数据

| | |
|---------------|-----------------|
| 日期 | 2025-01-09 |
| 收盘价: | 34.20 元 |
| 总股本/流通股本(百万股) | 1,002.48/938.67 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 32,102.64 |
| 每股净资产(元) | 12.50 |
| 资产负债率(%) | 18.26 |
| 一年内最高/最低价(元) | 42.08/30.05 |

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 陈铁林(S0210524080007)
ctl30598@hfzq.com.cn
分析师: 王艳(S0210524040001)
wy30524@hfzq.com.cn
分析师: 刘佳琦(S0210523090003)
LJQ3653@hfzq.com.cn
联系人: 黄冠群(S0210124040019)
hgq30485@hfzq.com.cn

相关报告



正文目录

| | |
|---|----|
| 1 家用医疗器械领军企业，多元化布局拓展业务品类 | 4 |
| 1.1 深耕医疗器械领域 20 余年，聚焦三大核心赛道 | 4 |
| 1.2 股权结构稳定，员工持股计划稳固核心团队 | 6 |
| 1.3 疫后公司轻装上阵，加码研发创新提供新增长动能 | 7 |
| 2 深耕呼吸、血糖、消毒感控赛道，品牌优势日益凸显 | 10 |
| 2.1 呼吸制氧：我国患者基数大，大量诊疗需求推动市场快速增长 | 10 |
| 2.1.1 呼吸机：大市场高增速，公司产品持续升级迭代 | 10 |
| 2.1.2 制氧机：老龄化下制氧机需求仍有望持续增长，公司稳居国产龙头 | 13 |
| 2.2 血糖及 POCT：大基数+低渗透率，BGM 高速增长，CGM 未来可期 | 15 |
| 2.3 消毒感控：院内消毒感控第一品牌，长线布局稳健发展 | 17 |
| 3 基石业务稳健发展，新孵化业务+出海打开成长天花板 | 19 |
| 3.1 电子血压计高增长市场，市占率国产第二 | 19 |
| 3.2 布局急救、眼科、智能康复三大高潜力领域，提供新增长动能 | 19 |
| 3.3 出海打开远期成长空间，从国民品牌走向全球品牌 | 20 |
| 4 盈利预测与投资建议 | 21 |
| 4.1 盈利预测 | 21 |
| 4.2 投资建议 | 22 |
| 5 风险提示 | 23 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图表 1: 公司发展历程 | 4 |
| 图表 2: 公司主要业务 | 5 |
| 图表 3: 公司各版块营业收入结构化占比 | 5 |
| 图表 4: 公司主要品牌及其业务 | 6 |
| 图表 5: 公司股权结构（截至 2024 年第三季度报告） | 6 |
| 图表 6: 公司 2023 年员工持股计划业绩考核目标 | 7 |
| 图表 7: 公司高级管理人员（截至 2023 年年报） | 7 |
| 图表 8: 公司营业收入及同比增速 | 8 |
| 图表 9: 公司归母净利润及同比增速 | 8 |
| 图表 10: 公司海内外收入情况 | 8 |
| 图表 11: 公司海内外营收占比情况 | 8 |
| 图表 12: 公司营业收入拆分（按板块） | 9 |
| 图表 13: 公司各板块营业收入同比增速 | 9 |
| 图表 14: 公司费用情况 | 9 |
| 图表 15: 公司费用率情况 | 9 |
| 图表 16: 公司各版块毛利率 | 9 |
| 图表 17: 公司整体毛利率及归母净利率 | 9 |
| 图表 18: 公司呼吸治疗解决方案营业收入、同比增速、毛利率 | 10 |
| 图表 19: 全球及中国 OSA 患病人数（30-69 岁），2016-2025E | 11 |
| 图表 20: 全球及中国 COPD 患病人数，2016-2025E | 11 |
| 图表 21: 全球家用无创呼吸机市场规模及预测（按出厂价口径），2016-2025E | 11 |
| 图表 22: 中国家用无创呼吸机市场规模及预测（按出厂价口径），2016-2025E | 11 |
| 图表 23: 2020 年中国家用无创呼吸机市场竞争格局 | 12 |
| 图表 24: 公司呼吸机产品举例 | 12 |
| 图表 25: 公司呼吸机相关在研项目（截至 2023 年报） | 13 |
| 图表 26: 中国家用制氧机市场规模预测 | 13 |
| 图表 27: 2019 年中国家用制氧机市场竞争格局 | 13 |
| 图表 28: 公司制氧机产品举例 | 14 |
| 图表 29: 经鼻高流量湿化氧疗仪示意图 | 14 |
| 图表 30: 国内高流量氧疗仪市场规模（百万元） | 14 |



| | | |
|--------|--|----|
| 图表 31: | 公司制氧机相关科研项目 (截至 2023 年报) | 15 |
| 图表 32: | 公司糖尿病护理解决方案营业收入、同比增速、毛利率 | 15 |
| 图表 33: | 全球糖尿病监测医疗器械市场规模 (单位: 十亿美元), 2015-2030E | 15 |
| 图表 34: | 全球 CGM 市场规模 (单位: 十亿美元), 2020-2030E | 15 |
| 图表 35: | BGM 和 CGM 临床应用对比 | 16 |
| 图表 36: | 2020 年中国 BGM 零售/院外市场竞争格局 | 16 |
| 图表 37: | 2020 年中国 CGM 市场竞争格局 | 16 |
| 图表 38: | 公司血糖仪产品举例 | 17 |
| 图表 39: | 公司血糖仪相关科研项目 (截至 2023 年报) | 17 |
| 图表 40: | 公司消毒感控板块产品举例 | 18 |
| 图表 41: | 公司感染控制解决方案营业收入、同比增速、毛利率 | 19 |
| 图表 42: | 六六视觉主要产品 | 20 |
| 图表 43: | 公司急救板块营业收入、同比增速、毛利率 | 20 |
| 图表 44: | 公司出海业务营业收入、同比增速、占比 | 21 |
| 图表 45: | 公司营业收入拆分预测表 (百万元) | 22 |
| 图表 46: | 可比公司估值表 | 22 |
| 图表 47: | 财务预测摘要 | 24 |

1 家用医疗器械领军企业，多元化布局拓展业务品类

1.1 深耕医疗器械领域 20 余年，聚焦三大核心赛道

由“发散”到“聚焦”，创新战略引领公司转型。鱼跃医疗成立于1998年，以提供家用医疗器械、医用临床产品以及与之相关的医疗服务为主要业务。目前公司产品主要集中在呼吸制氧、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业务领域。从2017年到2023年，公司的营业总收入从35.4亿元增长到79.7亿元，CAGR达14.5%；归母净利润从5.9亿元增长到24.0亿元，CAGR达26.2%。

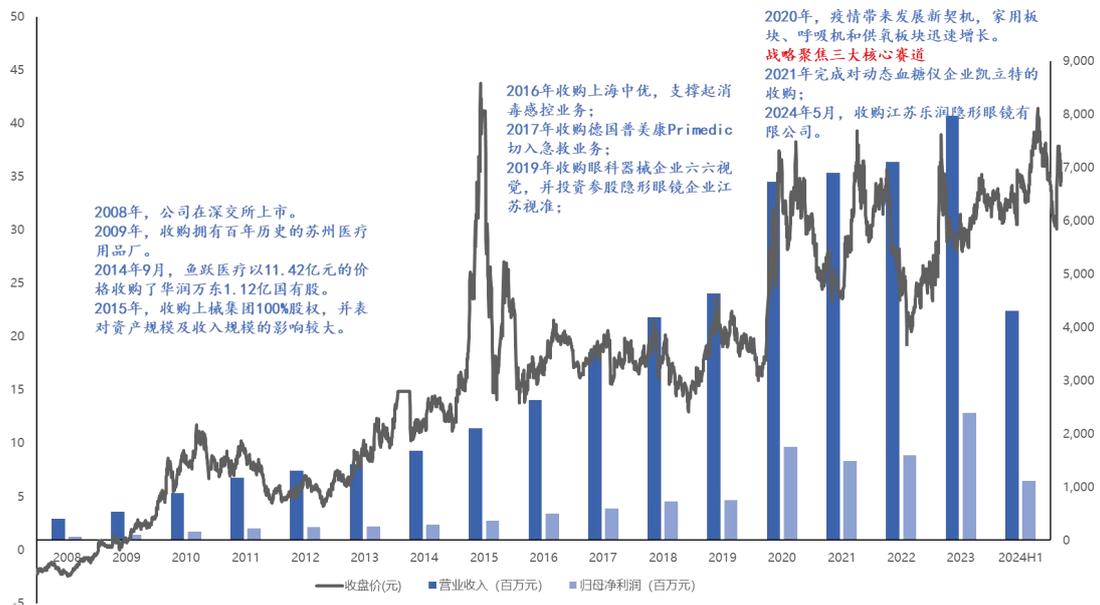
公司于2008年上市深交所以来，经历了以下几个阶段的发展：

1) 2008-2015年，公司稳步增长，公司利用已有渠道，依托品牌、技术和成本的优势，持续开发新产品、开拓国际市场，康复护理系列、呼吸治疗解决方案等基石业务稳健增长，收购上械厂等传统资产。

2) 2016-2020年，公司积极外延拓展。这一期间，公司完成了对上海中优、六六视觉等多家企业的收购，对美诺医疗 Amsino Medical 的投资，并参股于江苏视准医疗器械有限公司布局眼科大赛道。同时，公司大力开拓电商渠道，开辟新增长曲线。

3) 2021年起，公司由“发散”向“聚焦”转型。2020年，公司完成领导层换届；2021年，提出“创新重塑医疗器械”战略，聚焦三大战略发展方向：呼吸与制氧、血糖及POCT、消毒感控。公司战略调整后，业务聚焦具有竞争优势的高增长板块，有望开启第二成长阶段。

图表 1: 公司发展历程



数据来源：iFinD，公司公告，医曜公众号，华福证券研究所
注：左轴：收盘价（元）；右轴：营业收入（百万元），净利润（百万元）



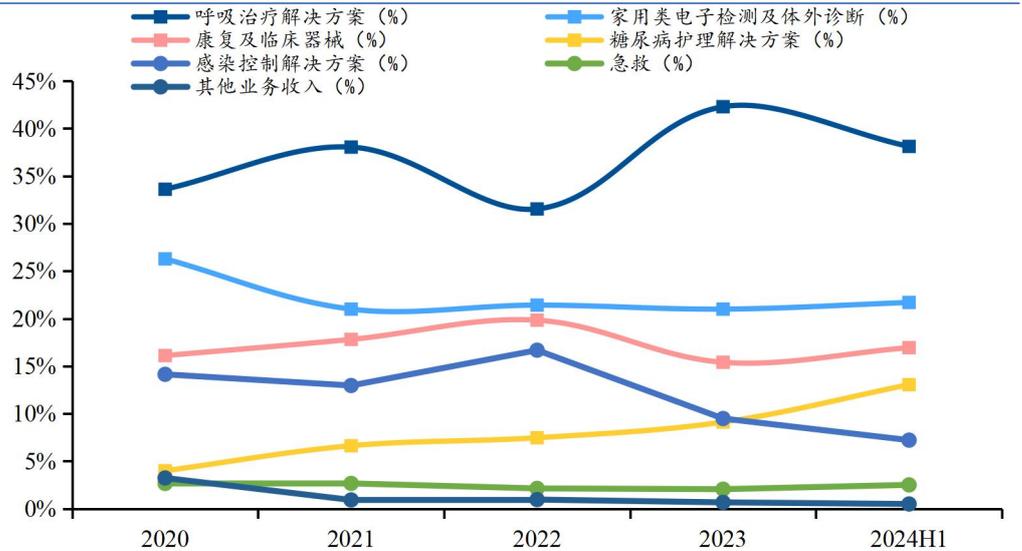
聚焦三大核心业务，高潜赛道业务齐拓展。公司在持续发展血压检测、体温检测、中医设备、手术器械等基石业务的基础上，对重点聚焦的呼吸与制氧、血糖及POCT、消毒感控三大核心赛道不断拓展，并对急救、眼科、智能康复等高潜力业务进行积极孵化。截至2024年中报，公司拥有产品品类达600多种，产品规格近万个。随着在品牌价值、产品结构、营销体系与自主创新等方面都表现出了明显的优势，公司已成为了国内医疗器械行业的领先企业。

图表 2: 公司主要业务

| 基石业务 | 核心赛道 | 孵化业务 |
|------|----------|------|
| 血压检测 | 呼吸与制氧 | 急救 |
| 体温检测 | 血糖及 POCT | 眼科 |
| 中医设备 | 消毒感控 | 智能康复 |
| 手术器械 | | |

数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 3: 公司各版块营业收入结构化占比



数据来源：iFinD，公司公告，华福证券研究所

品牌优势持续增强，多元化布局焕发公司增长新动能。公司近年战略布局由“守”向“攻”转型，即由成熟资产转向成长性业务。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。公司于近年接连完成了对浙江凯立特（连续血糖监测系统）、上海中优（消毒感控）、德国曼吉士 Metrax（AED 与心脏除颤监护产品）、上械集团（手术器械）、六六视觉（眼科器械）的收购。公司产品矩阵随着战略转型不断丰富，控股子公司浙江凯立特开发的 14 天免校准 CGM 产品于 2023 年 3 月正式获批上市，控股子公司普美康研发的 AED 产品 M600 于 2023 年 4 月获批上市。



图表 4: 公司主要品牌及其业务

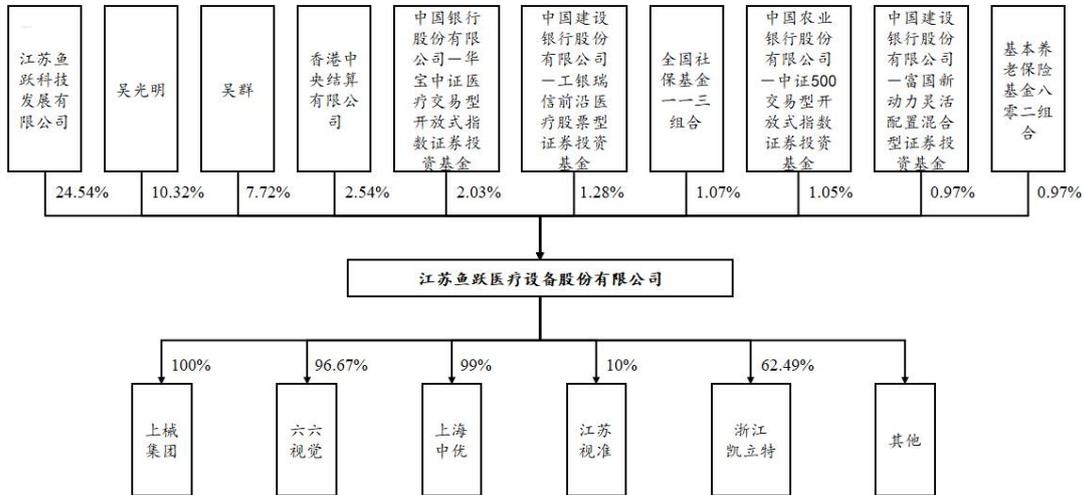
| 品牌 | 主要业务 |
|-----------------|---|
| 鱼跃 yuwell | 品牌深入人心，主要用于制氧机、电子血压计、呼吸机、血糖仪及试纸、红外体温计等医疗器械产品。 |
| 洁芙柔 | 手消感控的代名词，院内外品牌知名度拔群。 |
| 华佗 Hwato | 品牌历史悠久，被商务部认定为“中华老字号”，主要用于针灸针等中医器械。 |
| 金钟 JZ | 80 多年悠久历史，“上海市著名商标”，主要用于医用手术器械产品。 |
| 安尔碘 | 国内医疗行业皮肤消毒剂的标注术语之一。 |
| 普美康 PRIMEDIC | 所属德国子公司 Metrax GmbH 在医疗急救领域拥有 40 余年的经验，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。 |
| 六六视觉 | 六六牌眼科器械、六六牌眼科显微镜连续多年被认定为江苏名牌产品，六六牌眼科显微镜曾获中国名牌称号；“六六”商标连续多年被认定为江苏省著名商标与苏州市知名商标，具有较高的知名度。 |

数据来源：公司公告，华福证券研究所

1.2 股权结构稳定，员工持股计划稳固核心团队

股权结构稳定，一致行动人持股超 40%。截至 2024 年三季度末，吴光明为公司实际控制人，直接持股 10.32%。吴群自 2019 年 4 月担任公司总经理，2020 年 10 月起被任命为公司董事长。吴光明、吴群父子系一致行动人，合计直接持股 18.04%，并通过江苏鱼跃科技发展有限公司间接持股 24.54%。公司一致行动人合计持股超 40%，股权结构清晰稳定。

图表 5: 公司股权结构（截至 2024 年第三季度报告）



数据来源：公司公告，iFinD，华福证券研究所

员工持股计划稳固人才，强凝聚力促进长期发展。2021 年度第一期员工持股计划于 2021 年 8 月受让标的股票 662.2 万股，受让价格为 22.5 元/股。公司于 2023 年 9 月通过了 2023 年度员工持股计划（草案）。2023 年度员工持股计划于 2023 年 11 月受让标的股票 575.7 万股，受让价格为 17.3 元/股。首次受让部分的锁定期分为三个阶段，解锁时间点分别为持股计划名下股票过户完成后的 12 个月、24 个月和 36 个月。每期解锁的股份比例为持股计划首次受让股份总数的 34%、33%和 33%。计划旨在通过分阶段解锁股份的方式，激励公司管理层和核心员工，增强团队凝聚力和公司的市场竞争力，以促进公司的长期稳定发展。



图表 6: 公司 2023 年员工持股计划业绩考核目标

| 解锁期 | 业绩考核目标 |
|--------|--|
| 第一个解锁期 | 以公司前两年（2021 年-2022 年）净利润均值（约 15.39 亿元）为基数，2023 年净利润增长率不低于 30%。 |
| 第二个解锁期 | 以公司前两年（2021 年-2022 年）净利润均值（约 15.39 亿元）为基数，2024 年净利润增长率不低于 32%。 |
| 第三个解锁期 | 以公司前两年（2021 年-2022 年）净利润均值（约 15.39 亿元）为基数，2025 年净利润增长率不低于 52%。 |

数据来源：公司公告，华福证券研究所

核心团队行业经验丰富，多元人才共促公司发展。公司总经理吴群 2011 年 7 月入职公司，曾任公司电子商务部经理、副董事长，现任公司董事长兼总经理，多年实操积淀了丰富的管理经验。公司多位高管均具有深厚的专业背景和行业经验，团队实力强劲。

图表 7: 公司高级管理人员（截至 2023 年年报）

| 姓名 | 职务 | 年龄 | 性别 | 简历 |
|-----|----------|----|----|---|
| 吴群 | 董事/总经理 | 36 | 男 | 研究生学历，曾任职苏州索尼液晶显示器有限公司生产企划部担任经理助理职务，云南白药控股有限公司董事，2011 年 7 月入职本公司，曾任职本公司电子商务部经理，2013 年 9 月至 2020 年 10 月任职本公司副董事长，2019 年 4 月至今担任本公司总经理，现任本公司董事长。吴群先生与本公司实际控制人吴光明先生系父子关系。 |
| 赵帅 | 董事/副总经理 | 43 | 男 | 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 年至今任职于本公司，历任供应链管理部经理、总经理秘书、总经理助理，副总经理，苏州鱼跃医疗科技有限公司董事长。现任公司董事、副总经理，分管消费健康业务。 |
| 王丽华 | 董事 | 47 | 女 | 1977 年出生，北京大学医学院临床医学硕士、北京大学国家发展研究院国际 MBA、美国 Fordham University 国际金融硕士。曾任华润健康集团助理总经理，分管创新投资业务，期间兼任华润杭州润地健康投资管理有限公司总经理及法人；历任华润医疗集团战略运营部总经理、器械事业部总监。2020 年 1 月加入本公司，现担任本公司董事，分管公司诊断业务。 |
| 郑洪喆 | 董事/副总经理 | 42 | 男 | 东南大学生物医学工程硕士，工程师。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 年加入本公司，历任医疗事业部产品经理，南京研发中心总经理，现任本公司董事、副总经理，分管公司战略及市场。 |
| 陈建军 | 董事 | 44 | 男 | 1980 年出生，浙江大学生物技术专业学士。曾任职艾康生物技术（杭州）有限公司任血糖生产技术主管，2010 年入职本公司，曾担任血糖分厂项目负责人，现担任本公司董事，兼任江苏鱼跃凯立特生物科技有限公司董事、副总经理，浙江凯立特医疗器械有限公司董事。 |
| 王瑞洁 | 董事/董事会秘书 | 32 | 女 | 香港城市大学管理学学士，已获得法律职业资格证书、基金从业资格证。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 月加入本公司，现担任本公司董事、董事会秘书。 |
| 刘丽华 | 财务总监 | 46 | 女 | EMBA，正高级会计师职称。曾先后任职于江苏丹棉集团、江苏恒宝股份有限公司，2006 年至今任职于本公司，曾任财务部副经理，现任本公司总会计师、系公司财务负责人。 |

数据来源：公司公告，华福证券研究所

1.3 疫后公司轻装上阵，加码研发创新提供新增长动能

公司 23 年归母净利润实现高速增长，短期业绩受高基数扰动。公司 2023 年实现

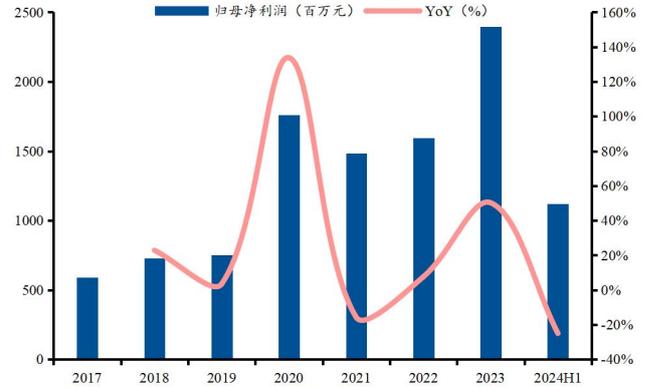
营业收入 79.7 亿元，同比增长 12.3%；实现归母净利润 24.0 亿元，同比增长 50.2%。
2024 上半年受到前期高基数扰动，公司实现营收 43.1 亿元，同比下滑 13.5%；实现归母净利润 11.2 亿元，同比下滑 25.0%。

图表 8：公司营业收入及同比增速



数据来源：iFinD，公司公告，华福证券研究所

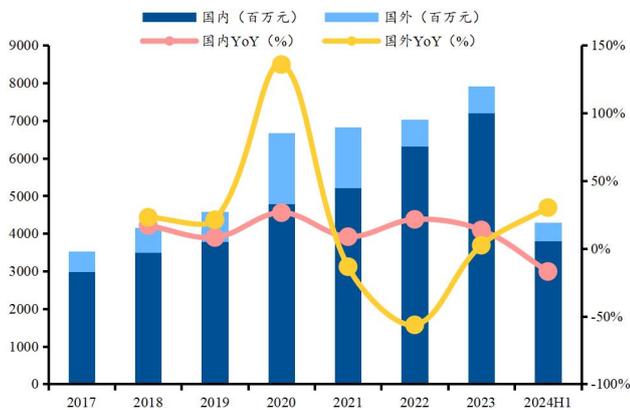
图表 9：公司归母净利润及同比增速



数据来源：iFinD，公司公告，华福证券研究所

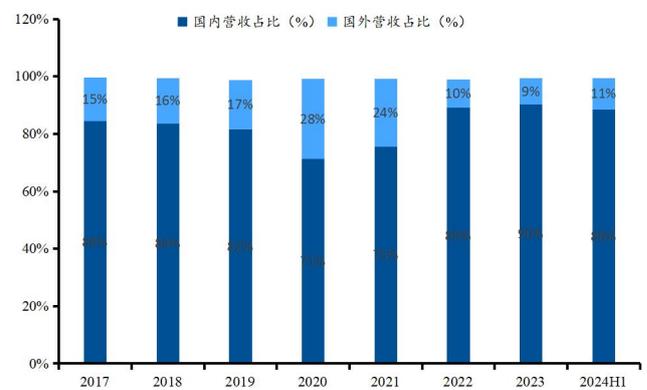
海外业务稳步推进，外销增长持续贡献营收。2023 年，公司内销收入 71.9 亿元，外销收入 7.3 亿元，较前年同期均稳定增长。2024 上半年，外销实现营业收入 4.8 亿元，同比增长 30.2%。随着公司众多产品的海外注册工作逐步落地、海外团队属地化布局日益完善，凭借优秀的产品力与品牌力，公司海外业务拓展持续深入，各重点国家和地区的业务实现了较全面的推进。

图表 10：公司海内外收入情况



数据来源：iFinD，公司公告，华福证券研究所

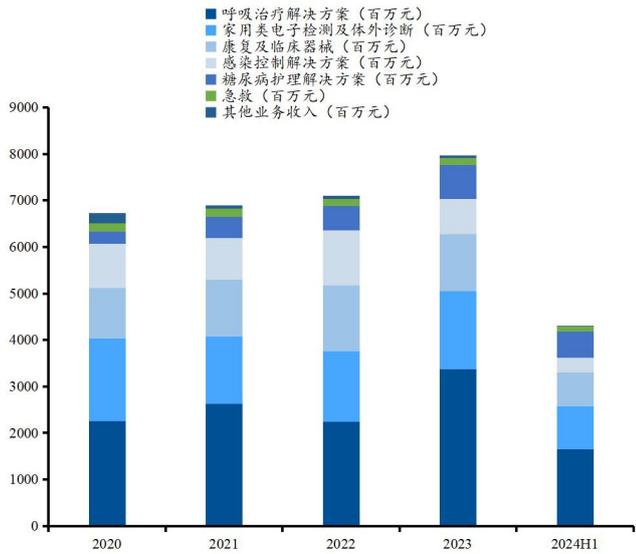
图表 11：公司海内外营收占比情况



数据来源：iFinD，公司公告，华福证券研究所

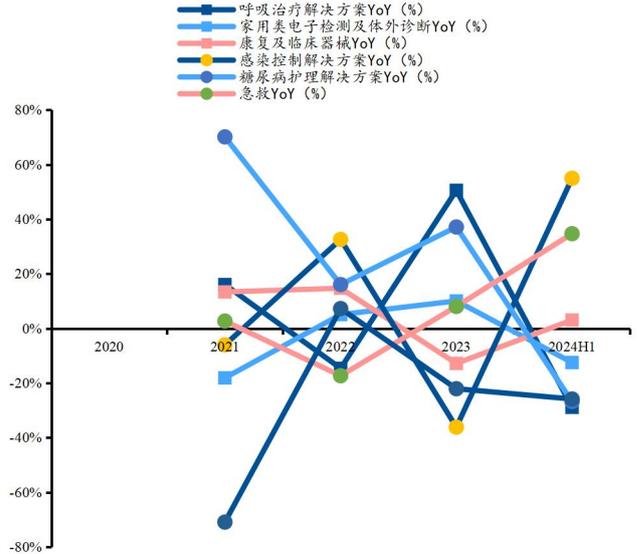
产品创新与渠道拓展双轮驱动，多板块业务增长显著。2023 年，公司凭借优秀产品力及高效的生产力，伴随市场需求的扩大，呼吸治疗解决方案板块业务实现同比 50.55% 的显著增长。糖尿病护理板块同比增长 37.12%；家用类电子检测板块同比增长 10.05%；急救板块同比增长 8.04%。2024 上半年，公司业务回归常态化的可持续发展轨道，与上年同期高基数相比较，业务规模有所下降。但部分板块业绩仍然亮眼，糖尿病护理解决方案营收规模同比增长 54.94%；AED 产品 M600 获证亦推动急救板块业务实现了 34.66% 的业绩增速；康复及临床器械板块业务同比增长 3.06%，其中中医类产品得益于政策扶持与公众认可提高而实现较快增长。

图表 12: 公司营业收入拆分 (按板块)



数据来源: iFinD, 公司公告, 华福证券研究所

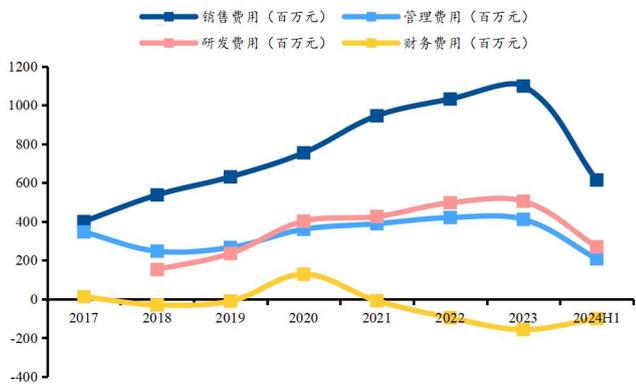
图表 13: 公司各板块营业收入同比增速



数据来源: iFinD, 公司公告, 华福证券研究所

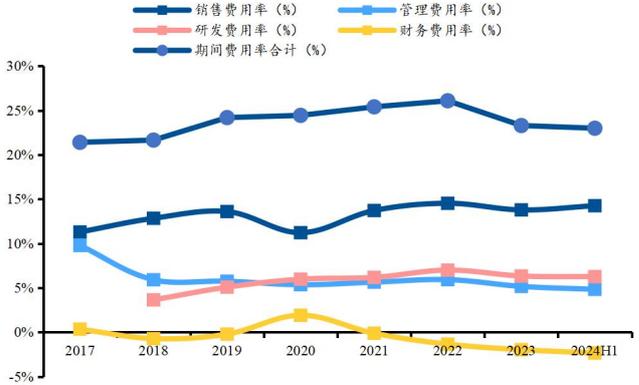
战略加码研发创新, 提供未来高增长动能。2023 年, 公司期间费用 18.56 亿元, 同比增加 0.23%。其中, 研发费用 5.04 亿元, 占公司营业收入的 6.33%; 管理费用 4.11 亿元, 同比减少 2.22%。2024 上半年, 公司期间费用 9.90 亿元。其中, 研发费用为 2.70 亿元, 费用率维持在 6.26% 的较高水平。公司在不断完善研发、营销、制造等体系的同时, 重视提升各项费用及资源的利用效率, 整体费用趋势稳中向好。

图表 14: 公司费用情况



数据来源: iFinD, 公司公告, 华福证券研究所
注: 2017 年的研发费用未作单独披露, 包含在管理费用中

图表 15: 公司费用率情况

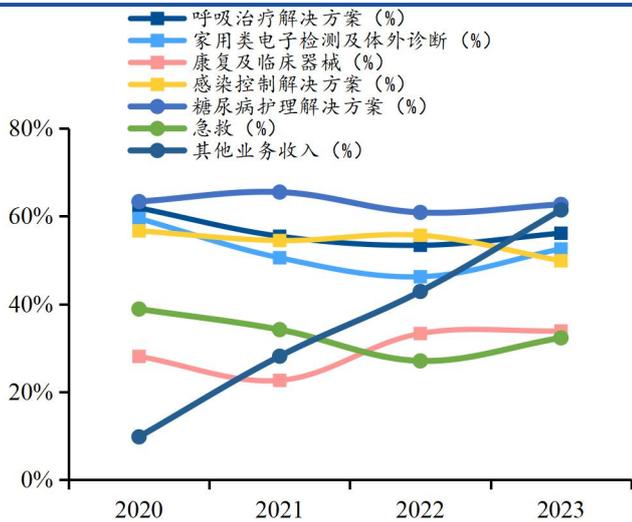


数据来源: iFinD, 公司公告, 华福证券研究所
注: 2017 年的研发费用未作单独披露, 包含在管理费用中

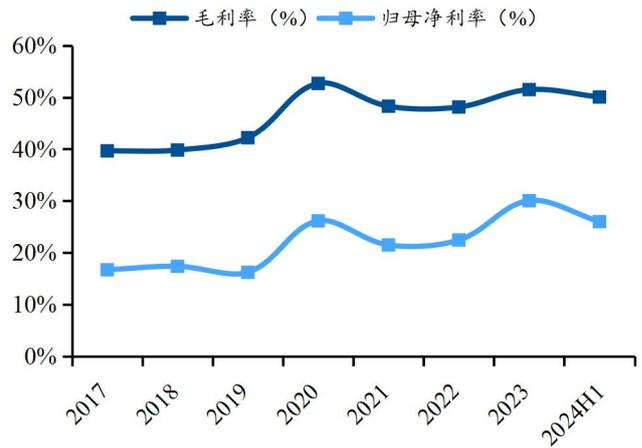
降本增效推进精益生产, 高端产品带动毛利率提升。通过持续优化成本管理途径、完善供应链体系、推进精益生产, 公司近年毛利率维持较高水平。2023 年, 实现销售毛利率 51.49%; 2024 上半年, 实现销售毛利率 50.06%。近年来, 糖尿病护理板块产品的市场地位不断提高, 公司 BGM 产品市占率不断攀升, CGM 产品的新品销售实现快速拓展。该板块的业绩增速显著, 毛利率维持在 60% 以上的高位, 占营业总收入比重由 2021 年的 6.62% 升至 2024 上半年的 13.05%。此外, AED 产品 M600 等高端新品也带动了所处板块的增长。公司高毛利产品品类占比增加, 高端产品陆续推出, 未来将持续推动整体毛利率提升。

图表 16: 公司各版块毛利率

图表 17: 公司整体毛利率及归母净利润率



数据来源: iFinD, 公司公告, 华福证券研究所



数据来源: iFinD, 公司公告, 华福证券研究所

2 深耕呼吸、血糖、消毒感控赛道，品牌优势日益凸显

2.1 呼吸制氧：我国患者基数大，大量诊疗需求推动市场快速增长

呼吸治疗板块高增速，推动公司业绩增长。呼吸与制氧是公司重点聚焦的三大核心赛道之一，2023年，呼吸治疗解决方案板块营收33.71亿元，在总收入中占比42.29%，同比增长50.55%。板块主要包括制氧机、呼吸机、雾化器等产品，其中制氧机产品业务规模同比增长近60%，呼吸机类产品业务增速超30%，雾化产品销售业务较去年同期增长超60%。

图表 18: 公司呼吸治疗解决方案营业收入、同比增速、毛利率



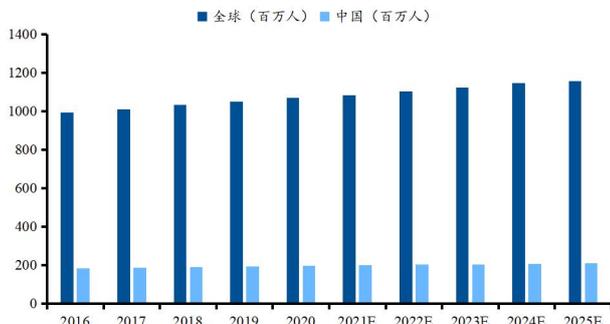
数据来源: iFinD, 公司公告, 华福证券研究所

2.1.1 呼吸机：大市场高增速，公司产品持续升级迭代

我国 COPD 与 OSA 患者基数大，呼吸机与制氧机市场广阔。慢性阻塞性肺疾病(COPD)是一种慢性气道阻塞性疾病的统称，特征为持续的呼吸道症状和气流受限，可引起多种并发症。《健康中国行动(2019-2030年)》调查结果显示，中国40岁以上人群患病率高达13.6%。据怡和嘉业招股说明书转引的弗若斯特沙利文分析，到2025年，全球和中国的COPD患病人数将分别增长至5.3亿人和1.09亿人。家用双水平呼吸机是COPD非药物治疗的首选治疗方案，长期家庭氧疗和低流量吸氧亦是

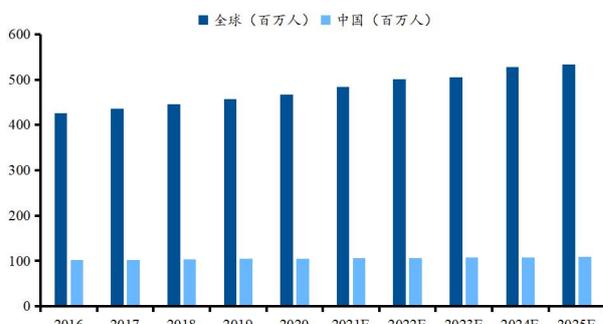
重要治疗手段。阻塞性睡眠呼吸暂停(OSA)是一种因睡眠过程中上气道反复塌陷引起的、以阻塞性呼吸暂停和低通气为特征性疾病。据怡和嘉业招股说明书转引的弗若斯特沙利文分析,到2025年,全球和中国的OSA患者人数将分别达到11.6亿人和2.1亿人。无创气道正压通气治疗是成人OSA患者的首选治疗方法。

图表 19: 全球及中国 OSA 患病人数 (30-69 岁), 2016-2025E



数据来源: 弗若斯特沙利文, 怡和嘉业招股说明书, 华福证券研究所

图表 20: 全球及中国 COPD 患病人数, 2016-2025E



数据来源: 弗若斯特沙利文, 怡和嘉业招股说明书, 华福证券研究所

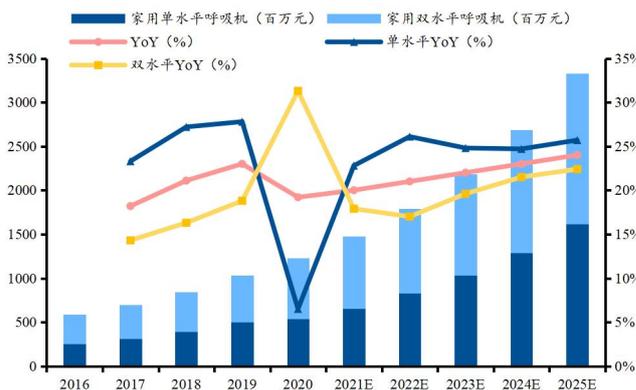
国内 COPD 与 OSA 诊断率低, 呼吸机、制氧机加速导入, 增速领先全球。国内 COPD 实际诊断率为 26.8%, OSA 诊断治疗率不足 1%, 均远低于美国同指标数据。随着患者数量增长以及公众认知加深, 诊疗需求有望进一步释放, 推动家用无创呼吸机的市场规模快速增长。根据怡和嘉业招股说明书转引的弗若斯特沙利文预测, 2025 年全球家用无创呼吸机市场规模可达 55.8 亿美元, 2020-2025 年间 CAGR 为 15.5%; 2025 年中国市场规模可达 33.3 亿元, CAGR 为 22.0%, 增速领先全球。

图表 21: 全球家用无创呼吸机市场规模及预测 (按出厂价口径), 2016-2025E



数据来源: 弗若斯特沙利文, 怡和嘉业招股说明书, 华福证券研究所

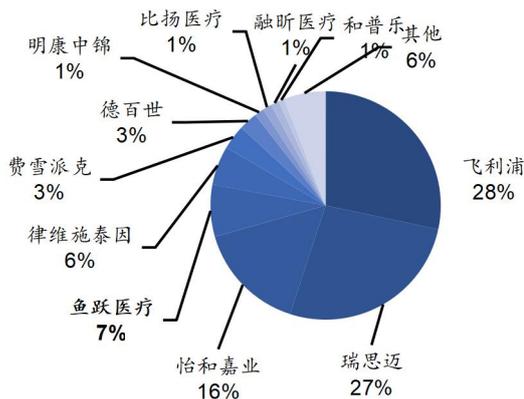
图表 22: 中国家用无创呼吸机市场规模及预测 (按出厂价口径), 2016-2025E



数据来源: 弗若斯特沙利文, 怡和嘉业招股说明书, 华福证券研究所

家用呼吸机竞争格局集中, 国内品牌份额有望持续提升。国内家用无创呼吸机的市场格局较为集中, 瑞思迈为代表的进口品牌占据主导地位, 怡和嘉业作为国产龙头, 市占率快速增长。2020 年, 鱼跃医疗市场占有率为 7%, 位列国产品牌第二。飞利浦召回事件后, 竞争格局有望重塑, 国产品牌凭借品牌力与性价比优势, 市场份额提升可期。

图表 23: 2020 年中国家用无创呼吸机市场竞争格局



数据来源: 弗若斯特沙利文, 怡和嘉业招股书, 华福证券研究所

呼吸机是公司呼吸与制氧业务板块的核心产品之一。公司呼吸机产品主要分为正压呼吸机和双水平正压呼吸机, 正压呼吸机适用于提供连续性呼吸道呼吸正压, 主要适用于打鼾憋气、阻塞性呼吸暂停等人群; 双水平正压呼吸机可供患有睡眠呼吸暂停、低通气综合征等成人患者在医院或家庭中进行双水平无创通气治疗用。

图表 24: 公司呼吸机产品举例



正压呼吸机 YH-480



正压呼吸机 YH-660



正压呼吸机 YH-670



正压呼吸机 YH-680D



正压呼吸机 YH-690F



双水平正压呼吸机



双水平正压呼吸机 YH-730



双水平正压呼吸机 YH-830

数据来源: 公司官网, 华福证券研究所

公司睡眠呼吸机持续迭代升级, 海内外布局同步进展。呼吸机品类繁多, 其中睡眠呼吸机为重磅品类。睡眠呼吸机可适用于呼吸暂停、低通气肺部疾病、二氧化碳潴留等, 中国拥有 2 亿打鼾患者, 市场广阔。公司通过技术升级, 开发高端睡眠呼吸机, 致力于提高患者的依从性和舒适度, 并于 2023 年实现了第三代睡眠呼吸机的重要技术突破。另一方面, 公司新款双水平呼吸机正在进行临床试验, 旨在进一步布局高端家用呼吸机市场, 提升产品的市场竞争力。随着慢性呼吸疾病患者数量的增加、销售渠道的优化以及居民健康管理意识的增强, 呼吸机业务潜力巨大。公司凭借在呼吸机领域的深厚研发制造与销售经验, 不断提升海内外品牌知名度, 提升呼吸类产品市场份额。



图表 25: 公司呼吸机相关在研项目 (截至 2023 年报)

| 主要研发项目名称 | 项目目的 | 项目进展 | 拟达到的目标 | 预计对公司未来发展的影响 |
|----------|--------------------------------------|-------|------------------|-------------------------|
| 医用大无创呼吸机 | 研发出医院场景使用的大型无创呼吸机 | 注册中 | 上市销售,提升呼吸类产品市场份额 | 完善院线市场布局,增强业内影响力 |
| 新款双水平呼吸机 | 研发第三代呼吸机 | 临床试验中 | 上市销售 | 布局高端家用呼吸机市场,提升呼吸机产品的竞争力 |
| 双水平睡眠呼吸机 | 研发新系列产品,通过技术升级,开发高端睡眠呼吸机,提升患者依从性、舒适度 | 临床试验中 | 上市销售 | 布局高端家用呼吸机市场,提升呼吸机产品竞争力 |

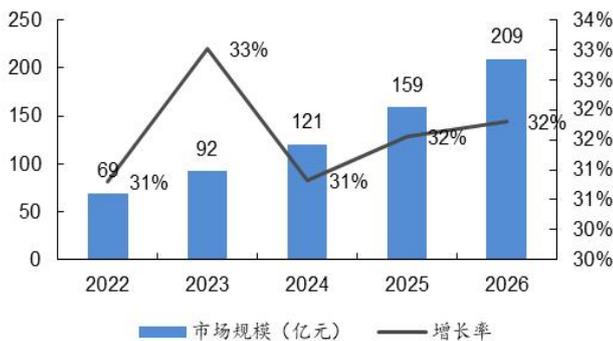
数据来源:公司公告,华福证券研究所

2.1.2 制氧机: 老龄化下制氧机需求仍有望持续增长, 公司稳居国产龙头

疫后老龄化背景下, 家用制氧机需求仍有望持续增长, 鱼跃医疗稳居国产龙头地位。老龄化背景下, 家用制氧机市场在疫情之后仍保持高速增长。据中经研究院统计数据, 2022 年我国家用制氧机市场规模为 69 亿元, 未来预计以超过 30% 的增长率逐年增长。

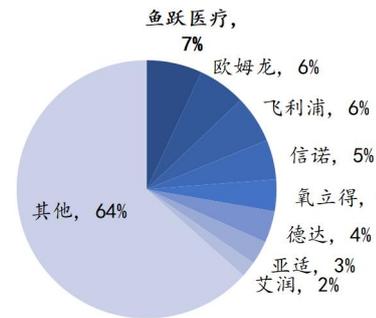
家用制氧机市场格局分散、竞争激烈, 公司制氧机产品处于领先地位。从市场竞争格局来看, 公司于 2003 年进入制氧机市场, 在早期布局后持续进行技术革新, 不断改进产品性能, 积极推出新品, 为制氧机行业的第一梯队品牌。从 2006 年起一直保持国内市场占有率第一, 稳居国产龙头地位; 外资品牌以日本欧姆龙、荷兰飞利浦等为代表。

图表 26: 中国家用制氧机市场规模预测



数据来源: 中经产业研究院, 华福证券研究所

图表 27: 2019 年中国家用制氧机市场竞争格局



数据来源: 华经产业研究院, 华福证券研究所

深耕制氧领域 21 年, 丰富产品线打造顶尖品牌力。从 2003 年首台自主研发的制氧机面市, 到 2020 年高流量呼吸湿化治疗仪, 公司持续进行技术革新, 不断在稳定、静音、轻量化三大属性方面进行改进, 积极推出新产品, 已成为临床和市场优选的重要品牌之一。经过多年的发展和市场推广, “鱼跃”品牌已经深入人心, 产品线覆盖医用小型制氧机、医用大型制氧机、中心供氧、家用保健制氧机、弥散制氧机、高原制氧机等品类, 可满足院内外多类用户群体的需求。鱼跃制氧机获 NMPA、CE、FDA 三大权威监管和认证机构, 2021 年 5 月鱼跃制氧机零缺陷通过欧盟 CE“飞

检”。此外，2019年，公司被国家工信部与工业经济联合会认定为制造业单项冠军产品，在公示的《第四批及拟通过复核的第一批制造业单项冠军》名单中，鱼跃医疗是全国唯一上榜的制氧机品牌。

图表 28: 公司制氧机产品举例



数据来源: 公司官网, 华福证券研究所

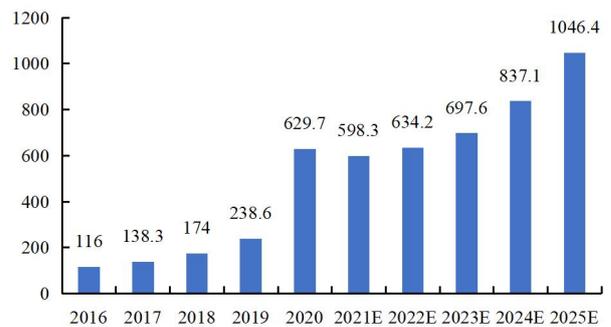
高性能新品类推出，多项科研助力全面升级。2020年5月，鱼跃发布新品鱼跃高流量呼吸湿化治疗仪。该仪器通过输送高流速气体的方式，可维持肺泡开放，有利于呼气末肺泡复张和气血交换，同时通过为患者提供恒定、可调节的高流速空氧混合气体，可明显减少患者下一次吸气时吸入的CO₂的含量，对呼吸衰竭患者有积极治疗作用。该产品已取得国内医疗器械产品注册证并获得欧盟MDR认证；截至2023年9月，该产品已覆盖全国超500家医院，并于各大电商平台销售。2023年，公司的制氧机领域包含新一代医用制氧机、新款制氧机（5L、6L）等7个研发项目，旨在通过产品升级、性能提升、成本优化等手段，满足市场需求，提升产品的国内外市场竞争力，丰富产品品类，提高市场份额。其中，大流量制氧机等产品实现了重要技术突破。

图表 29: 经鼻高流量湿化氧疗仪示意图



数据来源: 梅斯医学, 华福证券研究所

图表 30: 国内高流量氧疗仪市场规模 (百万元)



数据来源: 弗若斯特沙利文, 怡和嘉业招股书, 华福证券研究所



图表 31: 公司制氧机相关科研项目 (截至 2023 年报)

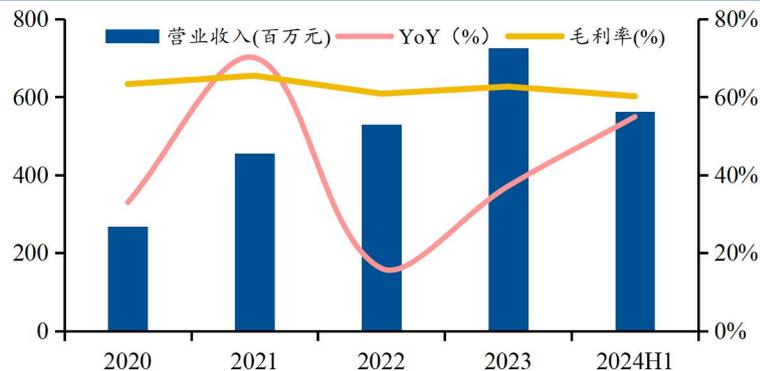
| 主要研发项目名称 | 项目目的 | 项目进展 | 拟达到的目标 | 预计对公司未来发展的影响 |
|---------------|-------------------------------------|---------------|--------|------------------------------|
| 新一代医用制氧机 | 产品迭代升级, 满足市场需求 | 样机测试 | 上市销售 | 丰富产品线, 提升产品竞争力与公司品牌力 |
| 新款制氧机 (5L、6L) | 降噪、静音, 提升产品性能、性价比 | 部分研发中, 部分批量生产 | 上市销售 | 丰富产品品类, 提高国内外市场竞争力, 提升产品市场份额 |
| 新一代便携制氧机 | 产品迭代升级, 提升产品性能 | 样机测试 | 上市销售 | 开拓高端市场, 提升公司品牌力 |
| 多系列新标准制氧机 | 国内标准升级 | 已上市 | 上市销售 | 及时满足法规要求与标准升级 |
| 方舱制氧设备 | 满足高原特需环境供氧需求, 增加系列型号, 为供氧单位增加机组选择方案 | 小批生产 | 上市销售 | 产品线拓展 |
| 壁挂式弥散制氧机 | 优化现有产品安装问题 | 完成设计, 可量产 | 上市销售 | 产品线拓展 |
| 成本优化制氧设备 | 优化设计, 降本增效, 提升产品竞争力 | 完成设计和样机测试验证 | 上市销售 | 提升产品竞争力 |

数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

2.2 血糖及 POCT: 大基数+低渗透率, BGM 高速增长, CGM 未来可期

糖尿病市场大规模, 公司 BGM+CGM+POCT 布局成熟。2023 年糖尿病护理解决方案营收 7.26 亿元, 同比增长 37.1%, 成为公司高速增长的重要业务板块之一。糖尿病护理板块主要包括 BGM、CGM、POCT 等重点产品。

图表 32: 公司糖尿病护理解决方案营业收入、同比增速、毛利率



数据来源: iFinD, 公司公告, 华福证券研究所

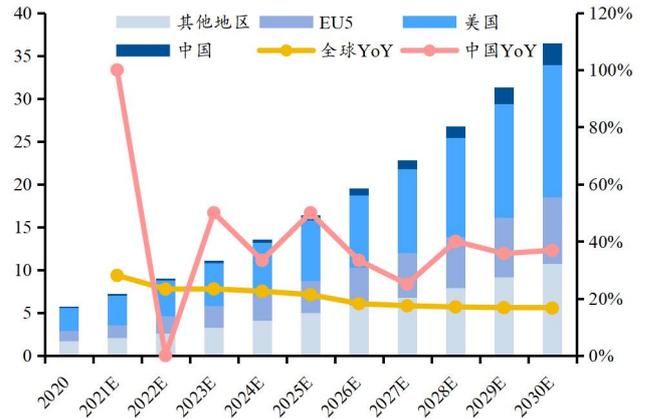
糖尿病患者基数大, 血糖监测百亿美金级大市场。据国际糖尿病联合会 (IDF) 统计, 2021 年全球有 5.37 亿成年人患有糖尿病, 其中我国患者人数达 1.41 亿人。根据华经产业研究院统计, 2022 年, 中国血糖监测行业市场规模为 129.6 亿元, 同比增长 14.79%。根据前瞻产业研究院统计, 2020 年我国血糖检测的平均渗透率仅有 20%, 农村人口仅 10%, 而欧美等发达国家中渗透率高达 90%。随着人均收入提高和公众健康意识的提升, 血糖监测渗透率将不断向发达市场追进, 增长潜力巨大。从市场产品构成来看, 糖尿病监测医疗器械可分为传统指血血糖仪 (BGM)、持续血糖监测系统 (CGM) 及其他器械 (生化分析仪器等), 目前 BGM 为主流产品。根据华经产业研究院统计, 2020 年, 全球血糖监测市场中 BGM 占比 50.2%; CGM 处于兴起阶段, 占比 21.3%。

图表 33: 全球糖尿病监测医疗器械市场规模 (单位: 十亿美元), 2015-2030E

图表 34: 全球 CGM 市场规模 (单位: 十亿美元), 2020-2030E



数据来源：灼识报告，IDF，微泰医疗招股说明书，华福证券研究所



数据来源：灼识报告，IDF，微泰医疗招股说明书，华福证券研究所

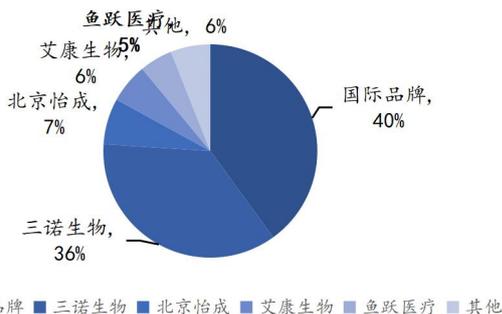
图表 35: BGM 和 CGM 临床应用对比

| 项目 | BGM | CGM |
|-------|---|--|
| 机制和性能 | 通过一次性试纸监测血糖值，部分血糖仪具有数据储存功能，可通过管理软件将血糖信息输入电脑 | 通过植入一次性葡萄糖传感器连续监测血糖；记录仪或显示器可获得监测结果，通过分析软件获得监测图谱和数据 |
| 数据特点 | 反映某时刻的血糖；基于分散的数据，可以部分反映患者血糖随饮食、药物、运动等的变化 | 连续反映血糖随饮食、药物、运动等的变化情况，帮助患者了解血糖变化的整体趋势和个体化特征 |
| 测量方法 | 测定毛细血管中葡萄糖水平，用采血针和试纸取血，一般采指血 | 测定皮下组织间液葡萄糖水平，传感器埋植于腹部皮下或手臂等部位 |

数据来源：《中国持续葡萄糖监测临床应用指南（2017年版）》，中华医学会糖尿病学分会，中华糖尿病杂志，华福证券研究所

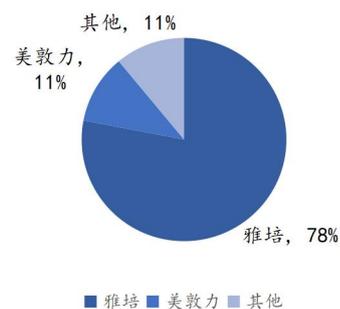
国产品牌性能赶超进口，加速抢占市场份额。 21 世纪初期，中国的血糖监测系统市场几乎全部被进口品牌占据，大规模的血糖试条生产能力仅为少数几家海外公司如强生、罗氏所掌握。2016 年起进口品牌美敦力、雅培的 CGM 产品相继进入中国市场，凭借其技术优势较早布局抢占先机。经过多年发展，国产品牌已建立起成熟的研发、生产、销售等环节，业务规模不断扩大。2020 年，零售/院外销售市场的 BGM 国产化率已达 60%左右，其中鱼跃医疗占国内市场份额达 5%。CGM 端，由于国产起步较晚，市占率还处在相对低位，后续随着国产产品力提升及品牌力建立，有望凭借性价比优势进一步抢占市场份额。

图表 36: 2020 年中国 BGM 零售/院外市场竞争格局



数据来源：华经产业研究院，华福证券研究所

图表 37: 2020 年中国 CGM 市场竞争格局



数据来源：智研咨询，华福证券研究所

BGM 业务增长稳健，CGM 高速增长中，潜力空间可期。公司于 2012 年推出血



糖业务,21年收购凯立特迅速布局CGM赛道,在血糖板块形成了传统血糖仪及CGM的完整布局。公司深耕BGM市场十余年,在研发、生产、销售等各环节持续发力,保持了较高的年复合增长率,已形成了完整的业务体系与服务网络,业务规模不断扩大。2023年3月,新一代CGM产品CT3正式上市,使用分体式传感器降低成本,使用时间由上一代CT2的7天延长至14天,产品性能持续提升。我们认为,随着后续公司CGM品牌力的逐步建立,有望借力公司在BGM领域的渠道能力持续拓展,发展潜力可期。

图表 38: 公司血糖仪产品举例



数据来源: 公司官网, 华福证券研究所

POCT 市场加速增长, 公司相关在研产品丰富。 POCT (Point-of-Care Testing) 即时检测又称“床旁检测”, 是利用便携式分析仪器及配套试剂快速得到检测结果的一种检测方式。2018年, 国内 POCT 市场规模占体外诊断整体市场的 10%以上, 增速超过 20%, 是体外诊断行业中增长较快的细分领域之一。除血糖仪外, 目前鱼跃医疗已推出 POCT 相关设备及产品十余种, 包括尿酸仪、肺炎支原体试剂测试盒、早期慢性病诊断试剂盒等, 覆盖居民自检的各个常规领域。此外, 公司血糖及 POCT 业务有多个在研项目, 有望持续丰富产品布局。

图表 39: 公司血糖仪相关科研项目 (截至 2023 年报)

| 主要研发项目名称 | 项目目的 | 项目进展 | 拟达到的目标 | 预计对公司未来发展的影响 |
|-----------------|------------------------|-------------------------|--------|---------------------------------------|
| 血糖尿酸总胆固醇测试仪 | 丰富产品线 | 注册中 | 上市销售 | 拓展产品线, 提升产品市场竞争力 |
| 血糖血红蛋白测试仪 | 丰富产品线 | 已上市 | 上市销售 | 拓展产品线, 提升产品市场竞争力 |
| 新系列多款血糖仪产品 | 主力产品迭代升级 | 部分已上市销售, 部分已完成产品定型或模具开制 | 上市销售 | 增加血糖产品线上线产品竞争力, 丰富产品线与价格带 |
| 新一代脱氢酶血糖仪 | 丰富产品线, 提升产品市场竞争力 | 研发中 | 上市销售 | 丰富公司产品线, 提升公司盈利能力 |
| 脱氢酶血糖试纸 PDA 一体机 | 满足院内试用需求, 提升产品竞争力 | 研发中 | 上市销售 | 丰富产品试用场景, 促进公司血糖类产品的发展 |
| 新款 CGM 产品 | 采用升级技术与新的工艺, 增强多方面竞争优势 | 临床、研发中 | 上市销售 | 丰富、完善 CGM 产品线, 产品迭代升级, 推动公司未来血糖监测产品发展 |

数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

2.3 消毒感控: 院内消毒感控第一品牌, 长线布局稳健发展



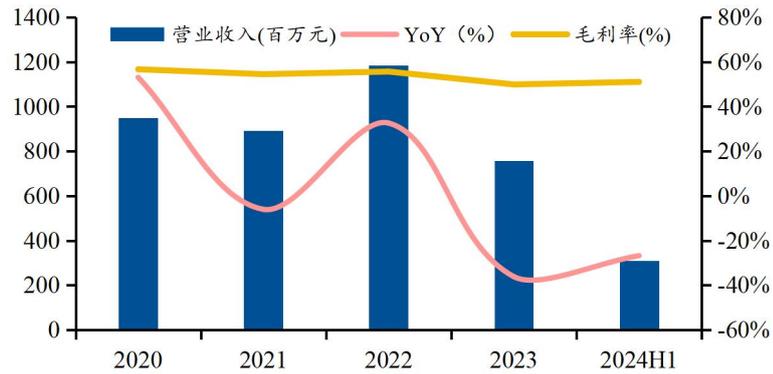
消毒感控品牌矩阵丰富，为院内消毒感控第一品牌。公司消毒感控业务主要由2016年收购的全资子公司上海中优开展，上海中优研制生产了涵盖人体消毒剂、医疗器械消毒剂、环境物体消毒剂及消毒配套器材等领域400多个产品，拥有“洁芙柔”、“安尔碘”、“点而康”、“葡泰”等极具竞争力的品牌和产品，其中“安尔碘”是皮肤消毒标注术语之一、“洁芙柔”已是手消感控的代名词。2016年收购以来，公司持续赋能消毒感控业务，叠加疫情期间产品被认定为国务院联防联控医疗物资保障组征用产品，品牌力持续提升，已成为院内消毒感控第一品牌。

图表 40: 公司消毒感控板块产品举例

| 系列 | 品牌 | 产品举例 | 图片举例 | 品牌 | 产品举例 | 图片举例 |
|------|------|------------|---|-----|---------|---|
| 手部消毒 | 洁芙柔 | 免洗手消毒凝胶 |  | 葡泰 | 免洗手消毒液 |  |
| | | 速干手消毒液 |  | | | |
| 皮肤消毒 | 安尔碘 | 皮肤消毒液 |  | 点而康 | 皮肤消毒液 |  |
| | | 皮肤黏膜冲洗消毒液 |  | 葡泰 | 黏膜护理消毒液 |  |
| 器械消毒 | 点而康 | 戊二醛消毒剂 |  | 立能 | 戊二醛消毒液 |  |
| | | 酶清洗液 |  | 利康 | 透析机消毒液 |  |
| 环境消毒 | 点而康 | 表面消毒液 |  | 利康 | 84消毒液 |  |
| | | 表面湿巾 |  | 爱尔施 | 含氯消毒片 |  |
| 个人护理 | 幽螺莎星 | HP 牙膏 |  | 葡泰 | 皮肤护理湿巾 |  |
| | 金钟达 | 洗必泰口腔护理抗菌液 |  | | | |

数据来源：公司官网，华福证券研究所

疫后感控需求有望保持稳健，公司长期战略持续推进。2023年公司感染控制解决方案板块营业收入为7.56亿元，较2022年的11.84亿元下降36.15%，占总营业收入的比重从16.68%降至9.49%，业务规模相较2022年同期特殊市场需求的高基数有所下降。但消毒感控的需求预计仍将保持稳健增长，公司继续通过细分市场积极拓展专科感控新赛道及民品业务线，不断强化品牌影响力与团队执行力，有望推动相应业务稳健发展。


图表 41: 公司感染控制解决方案营业收入、同比增速、毛利率


数据来源: iFinD, 公司公告, 华福证券研究所

3 基石业务稳健发展, 新孵化业务+出海打开成长天花板

3.1 电子血压计高增长市场, 市占率国产第二

血压检测、体温检测、中医设备、手术器械为公司的基石业务, 其中电子血压计仍在快速增长。根据《中国心血管健康与疾病报告 2022》显示, 我国约有 2.45 亿成人患有高血压, 正常高值人数高达 4.35 亿。而电子血压计作为测量血压的重要工具, 叠加电子血压计对水银血压计的确定性替代趋势, 市场需求不断提高。根据新思界产业研究中心, 从 2018 年到 2022 年我国电子血压市场规模由 26.7 亿元增长至 71.3 亿元, 年均复合增长率为 27.83%。鱼跃医疗为我国电子血压计龙二, 市场占有率为 11.6%, 仅次于海外品牌欧姆龙(市场占比 72.5%), 后续随着公司产品通过性价比优势逐步实现进口替代, 未来增长空间广阔。

3.2 布局急救、眼科、智能康复三大高潜力领域, 提供新增长动能

公司收购六六视觉以及江苏视准布局眼科大市场, 细分领域龙头地位优势显著。2019 年, 公司通过收购六六视觉以及投资参股江苏视准, 迅速开启在眼科医疗器械以及隐形眼镜等赛道的布局。

1) 六六视觉主要产品包括裂隙灯显微镜、手术显微镜、眼科显微手术器械、眼科电子诊疗器械、眼科激光医疗仪器、人工晶体等六大系列 160 多个品种、600 多种规格。六六视觉在眼科医疗器械领域已有极好的品牌积淀, 具有较高的知名度, 其主要产品在国内市场占有率达到 70% 以上, 并且远销美国、西班牙等三十多个国家和地区。

图表 42: 六六视觉主要产品



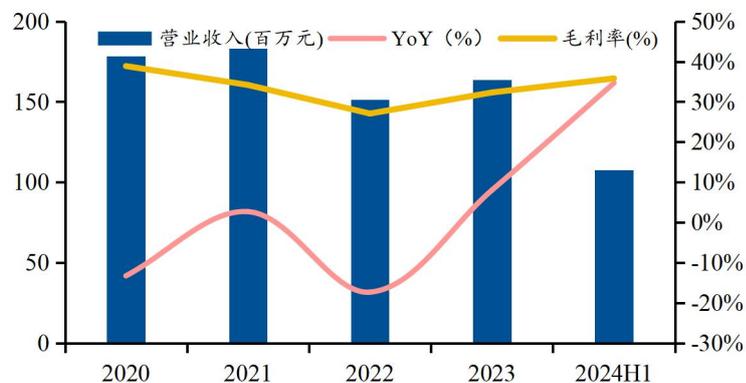
数据来源: 六六视觉官网, 华福证券研究所

2) 江苏视准成立于 2015 年, 其母公司望隼科技(股)公司于 2012 年起从事隐形眼镜的研发、制造及销售。江苏视准通过采用大陆代工大陆销售的生产模式, 已建立一条月产能达 1.2Mpcs 的量产线。目前, 江苏视准医疗器械主要生产并销售抛弃式软性隐形眼镜, 产品包括日抛、月抛镜片, 主要分为矫正近视用的单色水蓝片和具有彩妆效果的彩妆镜片。此外, 另有数款抛弃式隐形眼镜新品已在开发之中。

收购德国急救老牌器械迅速布局 AED 市场。

公司 2017 年收购的德国普美康(Primed)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。2005 年普美康在全球领先性地发布了除颤成功率更高的双向波技术除颤系列产品, 持续深耕行业奠定较好的市场口碑。自收购以来, 鱼跃已在全国多地的火车站、地铁站、机场、景点与商场等各个公共场所中, 投入部署了数千台 AED 产品, 23 年上半年公司自主研发的 AED 新品上市, 持续强化市场地位。2023 年公司急救板块收入为 1.63 亿元, 毛利率为 32.31%, 未来有望保持稳健增长态势。

图表 43: 公司急救板块营业收入、同比增速、毛利率



数据来源: iFinD, 公司公告, 华福证券研究所

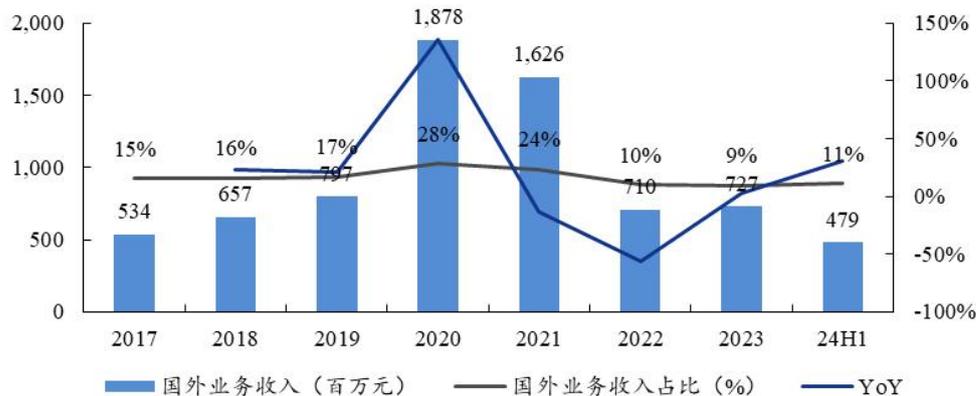
3.3 出海打开远期成长空间, 从国民品牌走向全球品牌

出海进展稳步推进, 24 年上半年增速亮眼, 有望持续打开远期成长空间。1) 渠



道端：公司近年来加速海外渠道的布局与完善，先后在东南亚、中东北非、拉美、西欧、北美等地区设立了 50 余家渠道代理商，并在泰国、德国、美国等地成立了分子公司及办事处。**2) 产品注册端：**2024 年公司在海外市场的产品准入资质获取步伐明显加快。24H1 实现产品海外注册共计 52 项，3 月份集中获批了包括电子血压计、制氧机在内的共计 34 款产品的 MDR 证书。公司 24H1 海外营收达到 4.79 亿元，同比增长 30.2%，营收占比提升 3.74pct。我们认为，随着公司在海外渠道的加码布局与针对海外本地化市场定制的新品陆续推出，海外业务有望持续打开公司的远期成长空间。

图表 44：公司出海业务营业收入、同比增速、占比



数据来源：iFinD，公司公告，华福证券研究所

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

我们对 2024-2026 年业绩做出以下假设：

1) 呼吸板块：高患病人群技术+低渗透率下，家用呼吸机市场前景广阔。我们认为未来随着公司持续推进海外注册推进、国内品牌力建设，有望进一步凭借强产品实力与成本优势在国内市场进一步实现国产替代、在全球市场抢占巨头份额，预计未来三年公司呼吸板块的同比增长将分别达到-10%、20%、20%。考虑到未来呼吸机收入增长有望带动产品结构优化，预计未来三年公司呼吸板块毛利率分别达到 52%、53%、54%。

2) 糖尿病板块：糖尿病患者基数大，检测渗透率低，公司新一代 CGM 产品上市有望提供打开第二增长曲线，我们预计未来三年公司糖尿病产品的同比增长将分别达到 43%、30%、30%。考虑到 CGM 销量提升后的规模效应，预计未来三年公司糖尿病板块毛利率分别达到 60%、62%、63%。

3) 感染控制：感染控制在疫情期间加速放量，为公司奠定品牌口碑基础。我们认为公司医用产品线在疫情后 24 年后续保持平稳增长。我们预计未来三年公司医用产品增速分别达 -20%、15%、10%。考虑到感控市场有望保持相对平稳，预计未来

三年公司感控板块毛利率分别达到 55%、55%、55%。

我们预计公司 24-26 年的营业收入增长率为 0%、15%、16%，归母净利润增长率为-16%、15%、16%。

图表 45: 公司营业收入拆分预测表 (百万元)

| 单位: 百万元 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024H1 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 6894 | 7102 | 7972 | 4308 | 7978 | 9209 | 10673 |
| yoy | 2.5% | 3.0% | 12.3% | -13.5% | 0.1% | 15.4% | 15.9% |
| 营业成本 | 3565 | 3684 | 3867 | 2151 | 3991 | 4511 | 5121 |
| yoy | 12.0% | 3.3% | 5.0% | -10.6% | 3.2% | 13.0% | 13.5% |
| 毛利率 | 48.3% | 48.1% | 51.5% | 50.06% | 49.98% | 51.01% | 52.02% |
| 1、呼吸板块 | 2623 | 2239 | 3371 | 1642 | 3034 | 3641 | 4369 |
| yoy | 16.0% | -14.6% | 50.6% | -28.9% | -10.0% | 20.0% | 20.0% |
| 毛利率 | 55.4% | 53.4% | 56.1% | 52.1% | 52.0% | 53.0% | 54.0% |
| 2、糖尿病 | 457 | 530 | 726 | 562 | 1039 | 1350 | 1756 |
| yoy | | 16.0% | 37.1% | 54.9% | 43.0% | 30.0% | 30.0% |
| 毛利率 | 65.5% | 60.9% | 62.7% | 60.2% | 60.0% | 62.0% | 63.0% |
| 3、感染控制 | 893 | 1184 | 756 | 311 | 605 | 696 | 765 |
| yoy | | 32.6% | -36.1% | -26.8% | -20.0% | 15.0% | 10.0% |
| 毛利率 | 54.5% | 55.6% | 49.9% | 51.0% | 55.0% | 55.0% | 55.0% |
| 4、家用电子 | 1448 | 1521 | 1674 | 935 | 1741 | 1828 | 1974 |
| yoy | | 5.1% | 10.1% | -12.5% | 4.0% | 5.0% | 8.0% |
| 毛利率 | 50.5% | 46.2% | 52.5% | 52.4% | 52.0% | 52.0% | 52.0% |
| 5、急救 | 183 | 151 | 163 | 108 | 213 | 276 | 318 |
| yoy | | -17.3% | 8.0% | 34.7% | 30.0% | 30.0% | 15.0% |
| 毛利率 | 34.2% | 27.1% | 32.3% | 35.8% | 35.0% | 35.5% | 36.0% |
| 6、康复及临床 | 1228 | 1408 | 1228 | 730 | 1289 | 1354 | 1421 |
| yoy | -71.1% | 14.7% | -12.8% | 3.1% | 5.0% | 5.0% | 5.0% |
| 毛利率 | 22.6% | 33.3% | 33.9% | 35.7% | 35.0% | 35.0% | 35.0% |
| 7、其他业务 | 63 | 68 | 53 | 21 | 58 | 64 | 70 |
| yoy | 5.4% | 7.3% | -22.1% | -25.8% | 10.0% | 10.0% | 10.0% |
| 毛利率 | 28.1% | 42.9% | 61.4% | 70.9% | 40.0% | 40.0% | 40.0% |

数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

4.2 投资建议

采用可比公司估值法, 我们选取同样具有呼吸机业务的上市公司怡和嘉业; 具有家用医疗器械业务的可孚医疗; 医疗器械板块龙头迈瑞医疗作为可比公司, 2025 年可比公司的平均 PE 为 17 倍。考虑到公司作为家用医疗器械老牌国产龙头企业, 战略转型升级, 聚焦制氧、血糖、消毒感控三大核心业务, 享有较大的收入天花板, 业绩有望持续稳健增长, 赋予公司一定估值溢价。当前股价对应 25 年 PE 为 15 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表 46: 可比公司估值表

| 公司名称 | 总市值 (亿元) | 收盘价 (元) | 归母净利润 (亿元) | | | PE (X) | | |
|------|----------|---------|------------|-------|-------|--------|-------|-------|
| | | | 2024E | 2025E | 2026E | 2024E | 2025E | 2026E |



| | | | | | | | | |
|-----------|--------|-------|-------|-------|-------|------|------|------|
| 怡和嘉业 | 56.1 | 62.6 | 2.0 | 3.0 | 4.0 | 27.6 | 18.4 | 14.0 |
| 可孚医疗 | 70.7 | 33.8 | 3.6 | 4.7 | 5.8 | 19.4 | 15.1 | 12.3 |
| 迈瑞医疗 | 2864.8 | 236.3 | 133.1 | 158.4 | 187.9 | 21.5 | 18.1 | 15.2 |
| 均值 | | | | | | 22.9 | 17.2 | 13.8 |
| 鱼跃医疗 | 342.8 | 34.2 | 20.2 | 23.3 | 27.0 | 17.0 | 14.7 | 12.7 |

数据来源：公司公告，iFind，华福证券研究所；注：可孚医疗、迈瑞医疗采用 ifind 一致预期，怡和嘉业&鱼跃医疗采用华福预测。数据截止 2025 年 1 月 9 日

5 风险提示

需求不及预期风险：若后续家用医疗器械市场的需求不及预期，则可能影响公司业绩增长。

市场竞争加剧风险：当前家用医疗器械的生产厂商众多，可能存在市场竞争加剧的风险。

新品放量不及预期风险：倘若新品放量不及预期，可能影响公司后续的盈利能力增长

图表 47: 财务预测摘要

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 单位:百万元 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 货币资金 | 7,215 | 8,636 | 10,185 | 12,109 | 营业收入 | 7,972 | 7,978 | 9,209 | 10,673 |
| 应收票据及账款 | 448 | 460 | 528 | 613 | 营业成本 | 3,867 | 3,991 | 4,511 | 5,121 |
| 预付账款 | 42 | 60 | 68 | 77 | 税金及附加 | 81 | 80 | 92 | 107 |
| 存货 | 1,412 | 1,398 | 1,645 | 1,894 | 销售费用 | 1,098 | 1,117 | 1,197 | 1,345 |
| 合同资产 | 7 | 3 | 4 | 6 | 管理费用 | 411 | 439 | 460 | 523 |
| 其他流动资产 | 268 | 186 | 217 | 252 | 研发费用 | 504 | 543 | 626 | 726 |
| 流动资产合计 | 9,385 | 10,741 | 12,643 | 14,945 | 财务费用 | -157 | -151 | -186 | -200 |
| 长期股权投资 | 226 | 226 | 226 | 226 | 信用减值损失 | 9 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 1,974 | 1,920 | 1,775 | 1,649 | 资产减值损失 | -93 | 0 | 0 | 0 |
| 在建工程 | 111 | 21 | 26 | 26 | 公允价值变动收益 | -4 | 0 | -1 | -2 |
| 无形资产 | 511 | 472 | 407 | 370 | 投资收益 | 143 | 50 | 50 | 50 |
| 商誉 | 1,107 | 1,107 | 1,107 | 1,107 | 其他收益 | 115 | 400 | 220 | 120 |
| 其他非流动资产 | 2,654 | 2,686 | 2,805 | 2,941 | 营业利润 | 2,893 | 2,411 | 2,777 | 3,220 |
| 非流动资产合计 | 6,582 | 6,431 | 6,345 | 6,318 | 营业外收入 | 3 | 1 | 1 | 1 |
| 资产合计 | 15,967 | 17,171 | 18,989 | 21,264 | 营业外支出 | 48 | 2 | 2 | 2 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 利润总额 | 2,849 | 2,410 | 2,776 | 3,219 |
| 应付票据及账款 | 1,411 | 1,320 | 1,540 | 1,812 | 所得税 | 472 | 386 | 444 | 515 |
| 预收款项 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 2,376 | 2,024 | 2,332 | 2,704 |
| 合同负债 | 183 | 239 | 276 | 320 | 少数股东损益 | -19 | 3 | 3 | 4 |
| 其他应付款 | 234 | 234 | 234 | 234 | 归属母公司净利润 | 2,396 | 2,022 | 2,328 | 2,700 |
| 其他流动负债 | 1,046 | 1,066 | 1,096 | 1,152 | EPS (按最新股本摊薄) | 2.39 | 2.02 | 2.32 | 2.69 |
| 流动负债合计 | 2,873 | 2,858 | 3,146 | 3,519 | | | | | |
| 长期借款 | 684 | 684 | 684 | 684 | | | | | |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 其他非流动负债 | 495 | 495 | 495 | 495 | | | | | |
| 非流动负债合计 | 1,178 | 1,178 | 1,178 | 1,178 | | | | | |
| 负债合计 | 4,052 | 4,037 | 4,325 | 4,697 | | | | | |
| 归属母公司所有者权益 | 11,764 | 12,980 | 14,506 | 16,405 | | | | | |
| 少数股东权益 | 152 | 154 | 158 | 162 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 11,915 | 13,134 | 14,664 | 16,567 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 15,967 | 17,171 | 18,989 | 21,264 | | | | | |

| 现金流量表 | | | | |
|----------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 经营活动现金流 | 2,127 | 2,109 | 2,172 | 2,556 |
| 现金收益 | 2,457 | 2,113 | 2,383 | 2,727 |
| 存货影响 | 97 | 14 | -247 | -249 |
| 经营性应收影响 | 332 | -30 | -76 | -94 |
| 经营性应付影响 | 12 | -91 | 220 | 272 |
| 其他影响 | -770 | 103 | -109 | -100 |
| 投资活动现金流 | 1,735 | -38 | -7 | -30 |
| 资本支出 | -191 | -57 | -33 | -59 |
| 股权投资 | 17 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期资产变化 | 1,909 | 19 | 26 | 28 |
| 融资活动现金流 | -1,465 | -651 | -616 | -602 |
| 借款增加 | -873 | 0 | 0 | 0 |
| 股利及利息支付 | -661 | -844 | -844 | -844 |
| 股东融资 | 103 | 0 | 0 | 0 |
| 其他影响 | -34 | 193 | 228 | 242 |

| 主要财务比率 | | | | |
|-----------------|-------|--------|-------|-------|
| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入增长率 | 12.3% | 0.1% | 15.4% | 15.9% |
| EBIT 增长率 | 54.1% | -16.1% | 14.7% | 16.6% |
| 归母公司净利润增长率 | 50.2% | -15.6% | 15.2% | 16.0% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 51.5% | 50.0% | 51.0% | 52.0% |
| 净利率 | 29.8% | 25.4% | 25.3% | 25.3% |
| ROE | 20.1% | 15.4% | 15.9% | 16.3% |
| ROIC | 26.5% | 19.6% | 19.8% | 20.2% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 25.4% | 23.5% | 22.8% | 22.1% |
| 流动比率 | 3.3 | 3.8 | 4.0 | 4.2 |
| 速动比率 | 2.8 | 3.3 | 3.5 | 3.7 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| 应收账款周转天数 | 25 | 20 | 19 | 19 |
| 存货周转天数 | 136 | 127 | 121 | 124 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 2.39 | 2.02 | 2.32 | 2.69 |
| 每股经营现金流 | 2.12 | 2.10 | 2.17 | 2.55 |
| 每股净资产 | 11.73 | 12.95 | 14.47 | 16.36 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 14 | 17 | 15 | 13 |
| P/B | 3 | 3 | 2 | 2 |
| EV/EBITDA | 33 | 39 | 35 | 30 |

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



分析师声明

本人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、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 评级 | 评级说明 |
|------|------|------------------------------------|
| 公司评级 | 买入 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上 |
| | 持有 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
| | 中性 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
| | 回避 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
| | 卖出 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下 |
| 行业评级 | 强于大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上 |
| | 跟随大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间 |
| | 弱于大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下 |

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn