



Research and
Development Center

“产品+营销”双轮驱动，塑造家用医疗器械领先品牌

—鱼跃医疗(002223)公司深度报告

2025年02月26日

唐爱金 医药行业首席分析师	曹佳琳 医药行业分析师
S1500523080002	S1500523080011
tangaijin@cindasc.com	caojialin@cindasc.com

证券研究报告

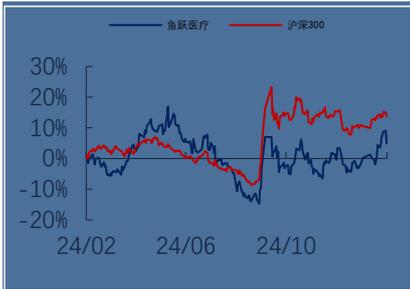
公司研究

公司深度报告

鱼跃医疗(002223)

投资评级 买入

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	37.54
52周内股价波动区间(元)	41.80-30.49
最近一月涨跌幅(%)	6.95
总股本(亿股)	10.02
流通A股比例(%)	93.64
总市值(亿元)	376.33

资料来源：聚源，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编：100031

“产品+营销”双轮驱动，塑造家用医疗器械领先品牌

2025年02月26日

本期内容提要：

核心观点：我们认为在人口老龄化的背景下，居民健康管理及家庭康养需求提升，家用医疗器械产品市场规模有望逐步扩大。公司作为国内领先的家用医疗器械厂商，随着产品管线逐步丰富，品牌影响力不断增强，市场份额有望不断提升，业务有望保持稳健增长。

1、呼吸治疗和糖尿病护理板块双轮驱动，核心业务增长强劲。①呼吸治疗业务：公司在呼吸治疗领域积淀深厚，产品矩阵丰富，能提供全套呼吸治疗相关解决方案，拳头产品如呼吸机、制氧机、高流量湿化治疗仪等，在业界享有较好的口碑，业务收入从2005年的2924万元增长到2023年的33.71亿元，年复合增长率达30.18%，我们认为随着疫情影响消退，公司呼吸治疗解决方案业务有望重回稳态增长。②糖尿病护理业务：2021年公司完成了对浙江凯立特的股权收购，布局连续血糖检测（CGM）市场，营收增长至4.57亿元（yoy+70.5%），随着公司在血糖检测领域的产品管线逐步完善，糖尿病护理方案的业务收入有望保持稳定增长态势。

2、孵化潜力赛道，多元化布局，有望打造新增长点。①2019年我国每万人AED配置率不到0.2台，与发达国家相比差距较大，目前我国公共场所的AED配置率亟待提升。公司收购德国普美康，增强在急救赛道的竞争力，并抓住市场机遇，迅速参与国内商务中心、中小学校、大型企业园区、地铁等公共场所的急救设备铺设，急救业务有望保持快速发展。②2019年公司参股江苏视准，2020年公司收购六六视觉95.95%的股份，布局高景气眼科赛道，为公司未来业务发展提供新的增长动力。

3、加大品牌建设，完善“OTC+医院+电商+海外”全渠道销售网络，夯实家用医疗器械龙头地位。近年来，公司加大营销投入，持续完善“OTC+医院+电商+海外”全渠道销售网络，其中电商业务依托互联网蓬勃发展的春风，销售额逐年走高，从2015年的6.67亿元增长到2024年的34.20亿元，年复合增长率为19.92%，2022年线上业务占比已超60%。在品牌力方面，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突出表现，公司品牌价值和品牌优势显著提升，客户粘性进一步增强，龙头地位得以夯实。

盈利预测与投资评级：我们预计公司2024-2026年营业收入分别为78.05、89.75、104.00亿元，同比增速分别为-2.1%、15.0%、15.9%，归母净利润分别为19.04、23.04、27.60亿元，同比增速分别为-20.5%、21.0%、19.8%，对应当前股价PE分别为20、16、14倍，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

风险提示：线上平台竞争加剧风险；海外市场拓展不及预期风险；并购整合不及预期及商誉减值的风险。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	7,102	7,972	7,805	8,975	10,400
增长率 YoY %	3.0%	12.3%	-2.1%	15.0%	15.9%
归属母公司净利润 (百万元)	1,595	2,396	1,904	2,304	2,760
增长率 YoY%	7.6%	50.2%	-20.5%	21.0%	19.8%
毛利率%	48.1%	51.5%	49.8%	49.9%	50.0%
净资产收益率ROE%	16.2%	20.4%	14.3%	15.2%	15.8%
EPS(摊薄)(元)	1.59	2.39	1.90	2.30	2.75
市盈率 P/E(倍)	23.59	15.71	19.76	16.33	13.64
市净率 P/B(倍)	3.82	3.20	2.82	2.48	2.16

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 2 月 25 日收盘价

一、家用医疗器械龙头，战略重整，赋能新成长	7
1.1 深耕家用医疗器械二十余年，“自研+并购”打造领先地位.....	7
1.2 吴氏家族控股超 42%，新一代管理层接力，发展迈入新征程.....	8
1.3 收入利润快速增长，盈利能力有望持续提升.....	9
二、呼吸治疗和糖尿病护理板块双轮驱动，核心业务增长强劲	11
2.1 呼吸治疗解决方案：老牌业务积淀深厚，“内需+外销”驱动增长.....	11
2.1.1 制氧机：产品业内领先，坚持研发注入新动力.....	11
2.1.2 呼吸机：国产渗透率低，疫情助力，乘风而起.....	13
2.2 糖尿病护理解决方案：布局 CGM，打造第二增长曲线.....	16
2.2.1 BGM：品牌力不断增强，市占率持续提升.....	17
2.2.2 CGM：国产替代扬帆起航，市场潜力逐步释放.....	17
2.3 感染控制解决方案：疫情消毒需求褪去，回归稳步增长轨道.....	19
三、孵化潜力赛道，多元化布局，有望打造新增长点	21
3.1 急救板块大有可为，AED 产品有望快速放量.....	21
3.2 眼科器械高景气，“并购+参股”快速布局.....	22
四、加强品牌建设，全渠道营销网络不断完善	24
4.1 加大品牌建设，夯实家用医疗器械龙头地位.....	24
4.2 营销投入持续，完善“OTC+医院+电商+海外”全渠道销售网络.....	25
五、盈利预测与投资建议	27
5.1 业务拆分与盈利预测.....	27
5.2 同行估值对比及投资建议.....	28
六、风险提示	30

表目录

表 1: 公司制氧机产品矩阵.....	11
表 2: 公司呼吸机产品情况.....	14
表 3: CGM 和 BGM 对比.....	18
表 4: 国内部分 CGM 获批产品情况.....	19
表 5: 公司消毒感控相关产品情况.....	20
表 6: 加强公共场所 AED 覆盖相关政策.....	21
表 7: 公司业务拆分 (2021-2026E).....	27
表 8: 公司盈利预测情况 (2022-2026E).....	28
表 9: 鱼跃医疗同行公司估值对比.....	29

图目录

图 1: 公司发展历程.....	7
图 2: 鱼跃医疗业务布局.....	8
图 3: 公司股权架构情况 (截止 2024 年三季报).....	8
图 4: 公司近年营业收入变动情况 (百万, %).....	9
图 5: 公司近年归母净利润变动情况 (百万, %).....	9
图 6: 公司近年收入结构变动情况 (分业务, %).....	9
图 7: 公司近年收入结构变动情况 (分地区, %).....	9
图 8: 公司近年销售毛利率和净利率变动情况 (%).....	10
图 9: 公司近年费用率变动情况 (%).....	10
图 10: 公司各项业务毛利率情况 (%).....	10
图 11: 呼吸治疗解决方案业务营收变化.....	11
图 12: 我国制氧机行业市场规模 (亿元, %).....	13
图 13: 我国制氧机出口金额和出口量上升.....	13
图 14: 我国制氧机市场格局情况.....	13
图 15: 2016-2025E 全球 COPD 患病人数.....	14
图 16: 2016-2025E 全球 OSA (30-69 岁) 患病人数.....	14
图 17: 2016-2025E 全球家用无创呼吸机市场规模及预测.....	15
图 18: 全球家用无创呼吸机市场格局 (2020 年, 销售额).....	15
图 19: 中国与美国 OSA 诊断率对比.....	15
图 20: 中国及美国 COPD 诊疗现状对比 (百万人).....	15
图 21: 2016-2025E 中国家用无创呼吸机市场规模及预测.....	16
图 22: 中国家用无创呼吸机市场格局 (2020 年, 销售额).....	16
图 23: 糖尿病护理方案业务营收变化.....	16

图 24: 我国糖尿病患者数量逐年	17
图 25: 我国糖尿病监测医疗器械市场规模	17
图 26: 传统血糖监测市场格局	17
图 27: CGM 市场规模情况	18
图 28: 2020 年我国 CGM 市场格局情况	18
图 29: 公司感染控制解决方案业务营收情况	20
图 30: 我国 AED 配置率与国际水平差距大	21
图 31: 急救业务营收变化	22
图 32: 我国眼科诊疗人数变化	22
图 33: 中国眼科医疗器械市场规模情况	22
图 34: 公司眼科产品情况	23
图 35: 公司在多领域拥有显著的品牌优势	24
图 36: 公司销售费用投入情况 (亿元)	25
图 37: 公司销售人员数量不断增加 (%)	25
图 38: 公司广告宣传费和电商平台费投入情况	25
图 39: 公司近 10 年线上销售额变化 (分季度)	26
图 40: 公司线上销售额分平台情况 (百万元) 及线上销售额占比情况 (%)	26

投资聚焦：

1、从业务层面来看：核心业务增长强劲，潜力赛道有望为公司提供第二增长曲线

①**核心业务：强化呼吸治疗和糖尿病护理两大业务，奠定增长基石。**就呼吸治疗业务来看，公司凭借深厚的技术积淀和丰富的产品矩阵，提供全面的呼吸治疗解决方案，拳头产品如呼吸机、制氧机等在业界口碑良好，业务收入从 2005 年的 2924 万元增长至 2023 年的 33.71 亿元，年复合增长率达 30.18%。随着疫情影响消退，该业务有望重回稳态增长。就糖尿病护理业务来看，公司通过收购浙江凯立特布局连续血糖检测（CGM）市场，营收增长至 4.57 亿元，同比增长 70.5%。随着产品管线逐步完善，糖尿病护理业务有望保持稳健增长。

②**潜力业务：布局 AED+眼科高潜赛道，有望打造新增长点。**一方面，公司通过收购德国普美康，增强急救赛道竞争力，并迅速参与国内公共场所急救设备铺设，急救业务有望保持快速发展。另一方面，公司通过参股江苏视准和收购六六视觉，布局高景气眼科赛道，为未来业务发展提供新的增长动力。

2、从销售层面来看：全渠道销售网络逐步完善，家用医疗器械品牌优势凸显

①**渠道方面：**公司构建了“OTC+医院+电商+海外”的全渠道销售网络，其中电商业务表现尤为突出，2024 年电商业务销售额达 34.20 亿元，年复合增长率为 19.92%，2022 年线上业务占比已超 60%。这种多元化的销售渠道有助于公司更好地覆盖不同消费群体，提升市场渗透率。

②**品牌方面：**公司凭借优质的产品和服务，品牌价值显著提升，旗下产品在国内外医疗一线表现出色，客户粘性不断增强。公司的品牌优势不仅巩固了其在家用医疗器械领域的龙头地位，还为其在国内外市场的拓展提供了有力支持。

一、家用医疗器械龙头，战略重整，赋能新成长

1.1 深耕家用医疗器械二十余年，“自研+并购”打造领先地位

鱼跃医疗专注于家用医疗器械和医用临床产品的研发、制造和销售，经过 20 多年的深耕，公司产品品类已达 600 余种，产品规格近万个，在品牌价值、产品结构、营销体系等多方面优势凸显，多项产品均在国内市场达到领先地位。

自研+并购，业务版图不断扩张。从发展历程来看，鱼跃医疗 1998 年成立于江苏丹阳，2008 年在深交所上市。公司成立之初，主要从事家用电子及耗材等产品的生产研发，2009 年公司并购苏州医疗用品厂，布局中医器械业务，随后公司先后收购上海医疗器械（医用高值耗材板块）、上海中优（消毒板块）、德国普美康（急救板块）、六六视觉（眼科板块）、凯立特（持续血糖监测）等公司，扩大业务版图，实现多元化布局，逐步成为国内家用医疗器械的龙头企业。

图1: 公司发展历程



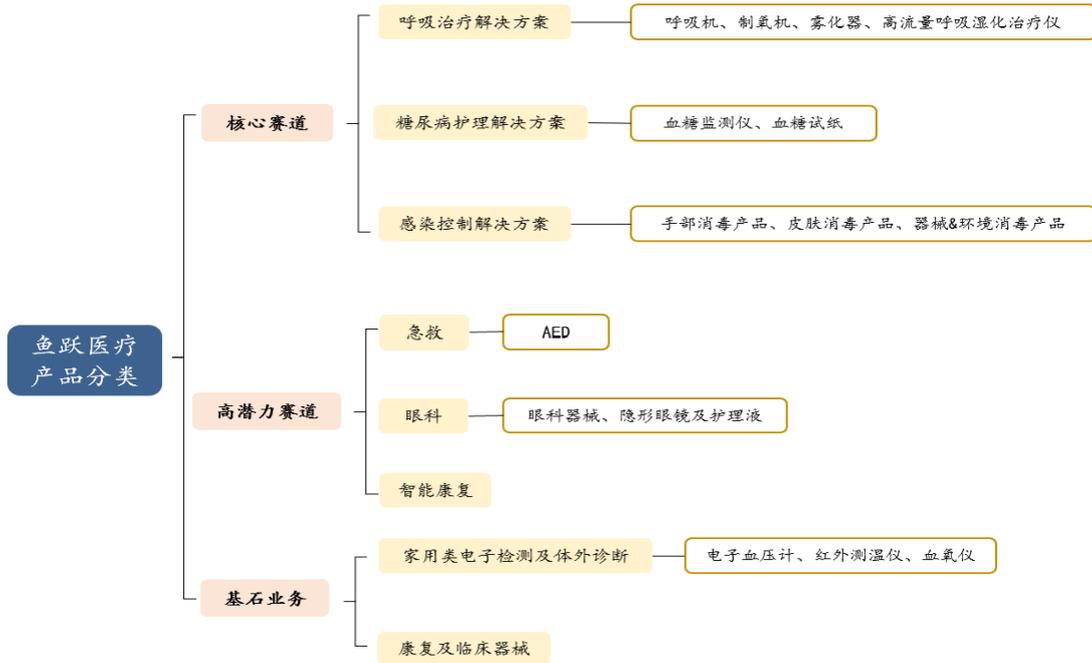
资料来源：ifind，大国品牌，消费日报财经，齐鲁壹点，公司公告，信达证券研发中心

重整战略，聚焦三大业务，驱动未来成长。2021 年公司重新梳理规划业务规划，在持续发展血压监测、体温监测、中医设备等基石业务的基础上，重点聚焦于呼吸治疗、糖尿病护理、消毒感控三大核心赛道，并对急救、眼科、智能康复等高潜力业务进行积极孵化，逐步搭建“基石业务、核心业务、高潜力业务”梯度发展的业务布局。

①**基石业务方面**，家用类电子检测及体外诊断产品包括电子血压计、红外体温计、指夹式血氧仪等；康复及临床器械产品包括各类中医器械等。

②**核心业务方面**，呼吸治疗解决方案的主要产品包括呼吸机、制氧机、雾化器、高流量呼吸湿化治疗仪等；糖尿病护理解决方案的主要产品包括各类血糖检测仪以及血糖试纸；感染控制解决方案包括手部、皮肤、器械&环境消毒产品。

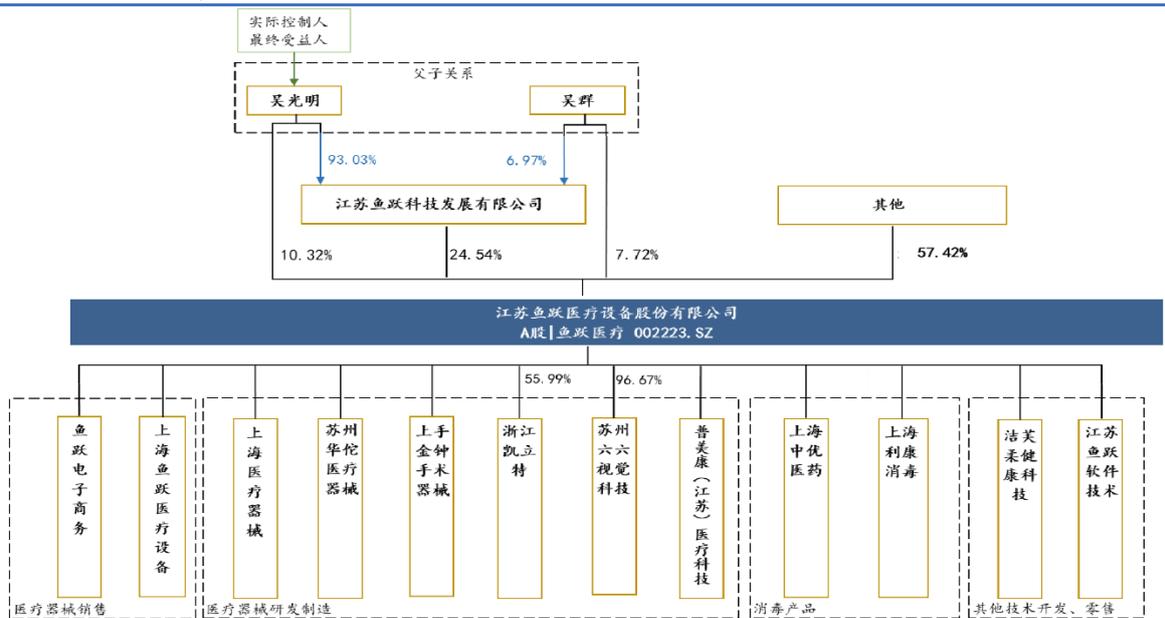
③**高潜力业务方面**，公司在急救板块布局半自动体外心脏除颤器（AED）、除颤监护仪等产品；公司通过收购切入眼科赛道，目前主要产品包括眼科各类器械，隐形眼镜等。

图2: 鱼跃医疗业务布局


资料来源: 公司官网, 公司年报, 信达证券研发中心

1.2 吴氏家族控股超 42%，新一代管理层接力，发展迈入新征程

吴群先生于 2020 年 10 月起任职鱼跃医疗董事长兼总经理，同期新一届董事会上任。截止 2023 年年报，吴光明先生为公司实际控制人，直接控股 10.32%，公司董事长吴群先生直接控股 7.72%，吴光明吴群父子通过江苏鱼跃科技发展有限公司共同间接控股 24.54%，合计控股 42.58%。公司旗下拥有 100 余家子公司，负责开展不同的业务。

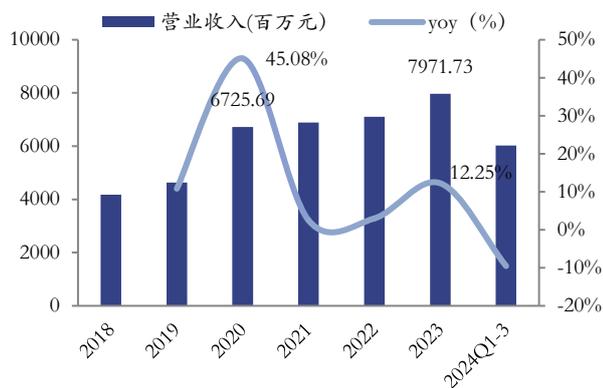
图3: 公司股权架构情况（截止 2024 年三季度）


资料来源: ifind, 公司年报, 信达证券研发中心

1.3 收入利润快速增长，盈利能力有望持续提升

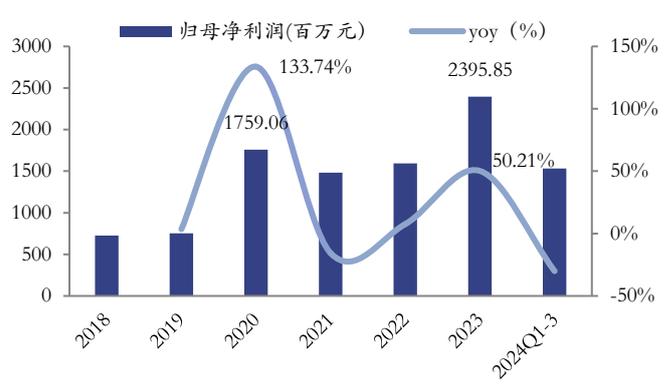
品牌家用器械受疫情需求拉动，公司 2023 年收入利润快速增长。2020 年受疫情影响，呼吸治疗、感染控制板块产品销量显著增长，公司实现营收 67.26 亿元 (yoy+45.08%)，归母净利润 17.59 亿元 (yoy+133.74%)，2021-2022 年在高基数影响下，收入增速放缓，随着疫情防控政策调整，2023Q1 呼吸治疗等产品需求大幅上升，助力公司收入和利润再上台阶，2023 年实现营业收入 79.72 亿元 (yoy+12.25%)，归母净利润 23.96 亿元 (yoy+50.21%)，随着疫情需求消退，2024 年前三季度在高基数影响下增长承压，实现收入 60.28 亿元 (yoy-9.53%)，其中 2024Q3 实现收入 17.20 亿元 (yoy+2.21%)，我们认为随着疫情影响逐步消退，公司业务回归常态，收入和利润均有望回归稳步增长轨道。

图4: 公司近年营业收入变动情况 (百万, %)



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

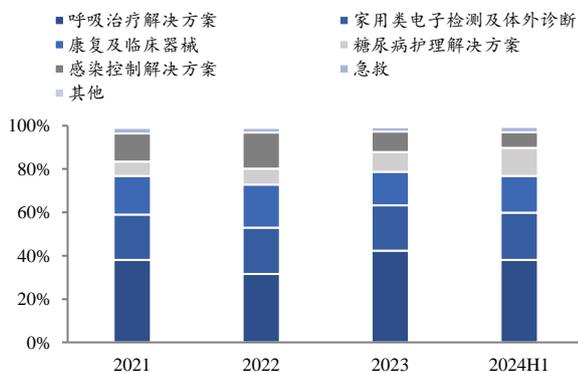
图5: 公司近年归母净利润变动情况 (百万, %)



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

2023 年三大核心业务占比超 60%，海外市场扬帆起航。2021 年公司完成战略重整，三大核心业务 (呼吸治疗解决方案、糖尿病护理解决方案、感染控制解决方案) 营收占比持续提升，2023 年三大核心业务收入占比达 60.89%，较 2022 年提升 5.22 个百分点，其中呼吸治疗解决方案占比为 42.29%、糖尿病护理解决方案占比为 9.11%。分区域来看，公司主要市场在中国大陆，国内市场营收近年稳步增长，2023 年国内市场收入占比为 90.21%，此外，公司积极布局海外市场，2020 年受疫情影响，海外市场对呼吸机和制氧机的需求大幅增加，公司国外收入大幅增长，达 18.78 亿元 (yoy+135.6%)，占公司营收比例达 27.93%，2023 年之后，公司海外收入回落至 10% 左右。我们认为疫情需求加速公司海外布局，公司产品在海外市场的品牌影响力不断增强，海外市场的开拓有望为公司贡献新的增长动力。

图6: 公司近年收入结构变动情况 (分业务, %)



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

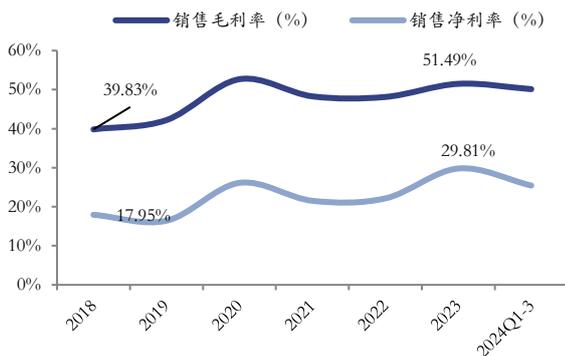
图7: 公司近年收入结构变动情况 (分地区, %)



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

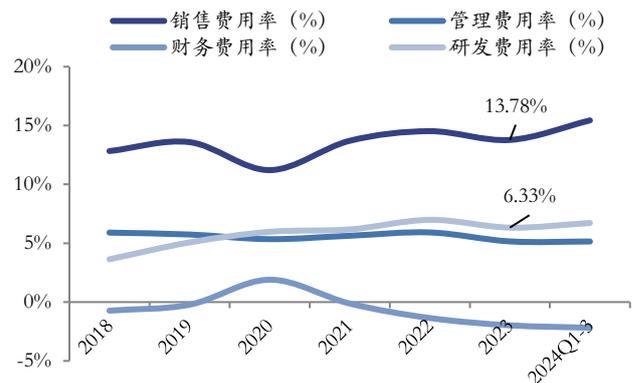
研销力度加大，助力业绩持续增长。从盈利能力来看，销售毛利率从2018年的39.83%提升到了2023年的51.49%，销售净利率从17.95%提升到了29.81%，2024年前三季度由于疫情需求消退，产品价格回归常态，叠加公司营收增长承压导致费用率短期提升，毛利率和净利率有所下滑。从费用率的角度来看，2021年公司销售团队进行了大量扩招，同时对重点业务线的研发团队进行优化补强，销售及研发费用率略有上涨，2023年销售费用率为13.78%、研发费用率为6.33%。我们认为研销力度加大有望给公司持续增长提供动力，未来随着公司运营效率提升，团队建设基本稳定，费用率有望进一步优化，盈利能力有望进一步提升。

图8: 公司近年销售毛利率和净利率变动情况 (%)



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

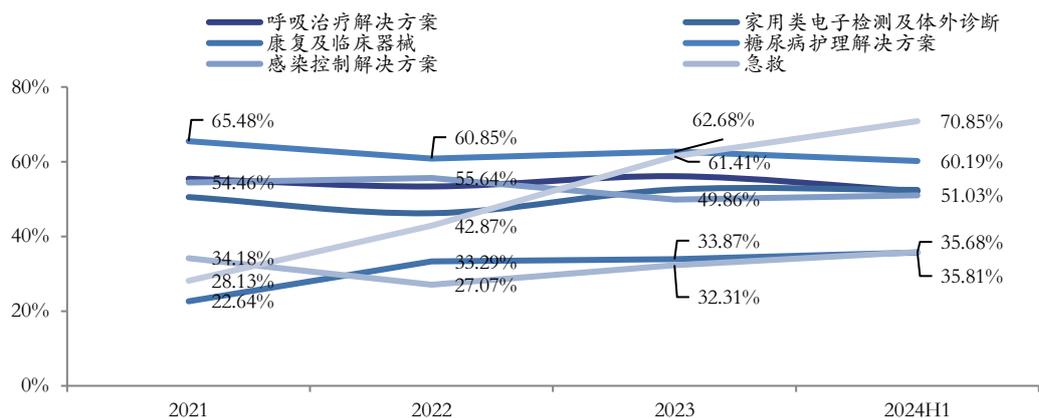
图9: 公司近年费用率变动情况 (%)



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

公司三大核心业务2024H1毛利率均超50%，核心业务收入占比提升带动销售毛利率上行。从业务板块来看，公司呼吸治疗解决方案、糖尿病护理解决方案、感染控制解决方案毛利率2023年分别为56.12%、62.68%、49.86%，2024H1分别为52.11%、60.19%、51.03%，三大核心业务均属于高毛利产线，我们认为近年来公司高毛利业务营收占比增大有望带动公司综合毛利率提升。

图10: 公司各项业务毛利率情况 (%)



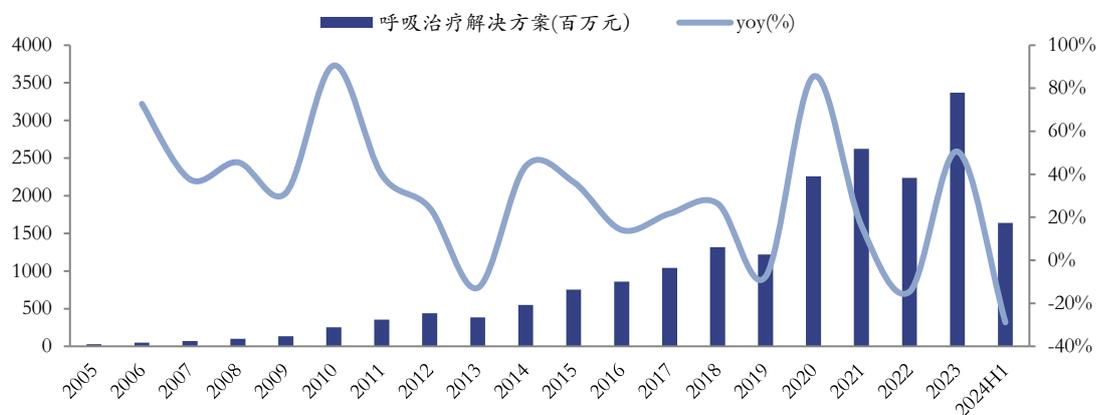
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

二、呼吸治疗和糖尿病护理板块双轮驱动，核心业务增长强劲

2.1 呼吸治疗解决方案：老牌业务积淀深厚，“内需+外销”驱动增长

内需+外销，驱动收入增长。公司在呼吸治疗领域稳扎稳打，业务收入从2005年的2924万元增长到2023年的33.71亿元，年复合增长率达30.18%，其中2020、2021、2023年受疫情影响，呼吸治疗产品在国内外快速放量，公司呼吸治疗业务收入分别达22.60亿元(yoy+85.51%)、26.23亿元(yoy+16.04%)、33.71亿元(yoy+50.55%)。2024年上半年在高基数影响下，增长承压，实现收入16.41亿元(yoy-28.88%)。我们认为公司在呼吸治疗领域积淀深厚，产品矩阵丰富，能提供全套呼吸治疗相关解决方案，拳头产品如呼吸机、制氧机、高流量湿化治疗仪等，在业界享有较好的口碑，随着疫情影响消退，公司呼吸治疗解决方案业务有望重回稳态增长。

图11: 呼吸治疗解决方案业务营收变化



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

2.1.1 制氧机：产品业内领先，坚持研发注入新动力

制氧机是公司呼吸制氧板块的核心产品。公司拥有不同款型的制氧机产品，包括7F、8F、9F等系列，覆盖1L、3L、5L、8L、10L多种容量，家用保健款、标准医用款、升级医用款等多种款式，可满足院内外多类用户群体的需求，可适用于呼吸衰竭、严重缺氧患者，帮助改善低氧血症、提高心肺功能。

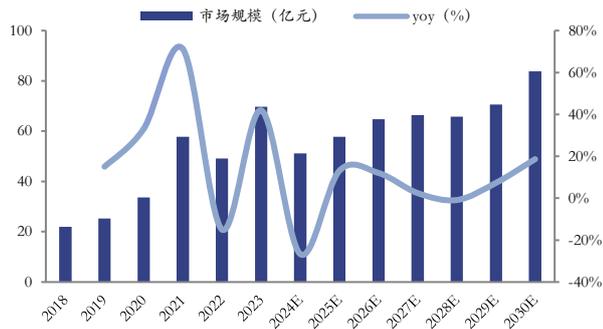
表1: 公司制氧机产品矩阵

产品型号	适用范围	价格(元)	净重(kg)	氧流量	出氧浓度	功率
 YU300	家用保健	998	7.5	1L	90%	135W
 YU100	家用保健	1098	5.5	1L	90%	135W

	7F-3GW	家用保健	2490	9.5	3L	90.3%±3%	380VA
	8F-3AW	医用	2790	11.8	3L	≥90%	320VA
	8F-3ZW	医用	3090	15.5	5L	≥90%	320VA
	8F-5AW	医用	3690	15.5	5L	≥90%	500VA
	8F-5W	医用	4690	23	5L	90.3%±3%	500VA
	8F-8W	医用	8180	23	8L	≥90%	500VA
	8F-10W	医用	10580	23.5	10L	≥90%	850W
	9F-5BW	医用	4290	17.5	5L	90.3%±3%	500VA
	Spirit-3	医用便携	9800	2.2	750mL	≥90%	750mL

资料来源：公司公告，鱼跃天猫旗舰店，信达证券研发中心

制氧机市场规模不断扩容，逐年增长。随着我国老龄化程度加深，居家养老人数增加，制氧机行业进入快速扩容阶段，据 QYR 最新调研，2023 年中国制氧机市场销售收入达到了 69.7 亿元，预计 2030 年可以达到 83.8 亿元，2024-2030 期间年复合增长率为 5.08%；从全球需求来看，2023 年全球制氧机市场规模大约为 152 亿元，预计 2030 年将达到 189 亿元，2024-2030 期间年复合增长率为 4.0%。疫情期间海外市场需求激增带动制氧机出口额快速增长，2021 年我国制氧机出口额达到 6.8 亿美元，同比增长 298.5%，出口数量大幅上涨至 141.41 万台，同比增长 287.32%，国内制氧机领先企业借此机会迅速布局海外市场，打造海外品牌口碑。我们认为国内制氧机市场的扩容和海外市场的突破，有望给国内制氧机领先企业提供较大的发展空间。

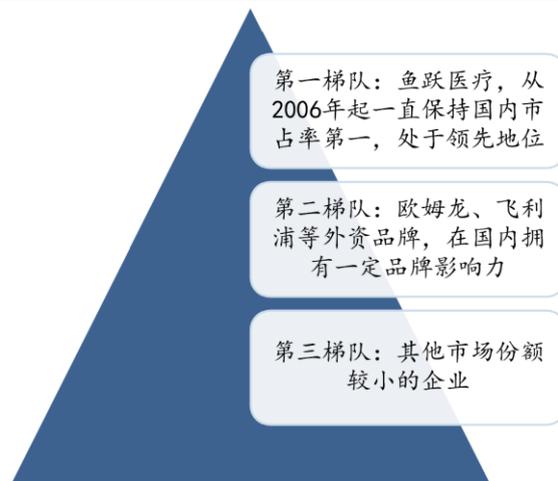
图12: 我国制氧机行业市场规模 (亿元, %)


资料来源: QYResearch, 信达证券研发中心

图13: 我国制氧机出口金额和出口量上升


资料来源: 华经产业研究院, 中国海关, 信达证券研发中心

就竞争格局来看, 鱼跃医疗的制氧机产品处于业内领先地位。根据华经产业研究院 2019 年的数据, 我国制氧机市场中鱼跃医疗自 2006 年起一直保持国内市场领先地位, 属于市场第一梯队品牌, 欧姆龙、飞利浦等外资品牌属于第二梯队品牌。2021 年, 鱼跃医疗宣布制氧机全球年销量超过 100 万台, 率先突破行业百万大关, 成为制氧机领域的领先企业。

图14: 我国制氧机市场格局情况


资料来源: 华经产业研究院, 信达证券研发中心

2.1.2 呼吸机: 国产渗透率低, 疫情助力, 乘风而起

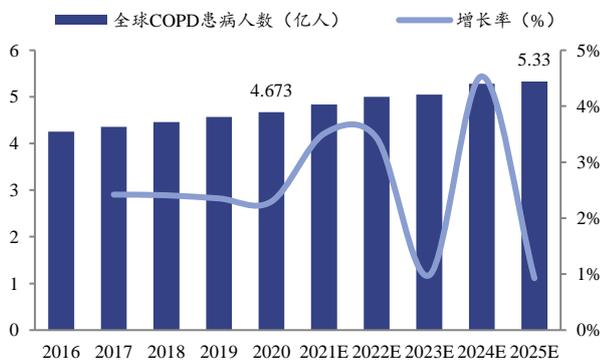
呼吸机是公司呼吸治疗解决方案板块的拳头产品。公司呼吸机产品主要分为正压呼吸机和双水平正压呼吸机, 以及配套的持续正压通气管面罩。正压呼吸机可提供连续性呼吸正压, 主要适用于打鼾、睡眠呼吸暂停等人群; 双水平正压呼吸机通过增加压力差来增强吸气力量支持和肺泡通气量, 从而降低 CO₂ 水平, 可用于在医院或家庭中进行无创通气治疗慢阻肺、支气管哮喘、肥胖低通气等引起的呼吸衰竭。

表2: 公司呼吸机产品情况

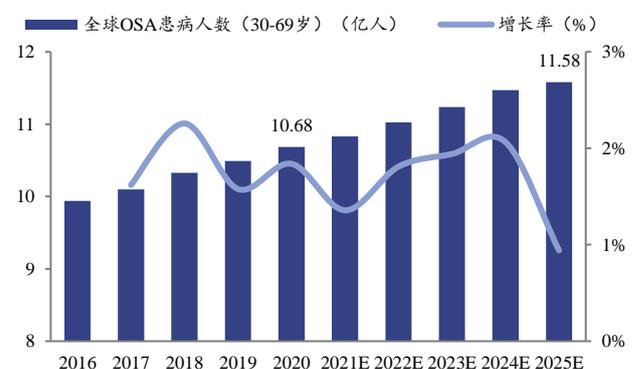
呼吸机系列		原理及适用范围
单水平正压呼吸机		在吸气和呼气时提供相同的治疗压力，用于打开气道。主要用于治疗睡眠呼吸暂停综合征，向患者的气道输入稳定、连续的加压气流，以防止气道塌陷和引起呼吸暂停事件。
双水平正压呼吸机		在患者呼气时，输出低压力气流；患者吸气时，输出高压力气流。主要用于治疗因阻塞型睡眠呼吸暂停和呼吸功能不全症引起的慢性呼吸衰竭，减缓患者呼吸困难症状并恢复其正常呼吸频率和心律，提升患者血氧饱和度值，降低二氧化碳滞留，改善血液 PH 值
持续正压通气管用面罩		直接与患者面部接触的界面连接装置，使正压气流经鼻/口输入气道。

资料来源：公司公告，鱼跃医疗京东旗舰店，弗若斯特沙利文分析，嘉裕检测网，信达证券研发中心

从市场规模来看，OSA 与 COPD 等慢性呼吸系统疾病的发病率增加，带动呼吸机市场需求。由于吸烟、空气污染以及职业性粉尘和化学品暴露等风险因素增加和人口老龄化趋势，呼吸系统疾病发病率不断提升，成为我国仅次于心血管与糖尿病的第三大慢性病，其中以慢性阻塞性肺疾病（chronic obstructive pulmonary disease, COPD）和阻塞性睡眠呼吸暂停低通气综合征（Obstructive Sleep Apnea Hypopnea Syndrome, OSA）最为常见较为典型。根据弗若斯特沙利文数据，2020 年全球 COPD 患病人数达到 4.7 亿人、OSA 患病人数（30-69 岁）已达 10.7 亿人（根据 2012 年美国睡眠协会判断标准），预计 2025 年将分别增至 5.3 亿人、11.6 亿人。而家用无创呼吸机作为睡眠呼吸暂停低通气综合征（OSA）、慢性阻塞性肺疾病（COPD）治疗首选，需求有望随着患病群体数量增加不断上升。

图15: 2016-2025E 全球 COPD 患病人数


资料来源：弗若斯特沙利文分析，怡和嘉业招股说明书，信达证券研发中心

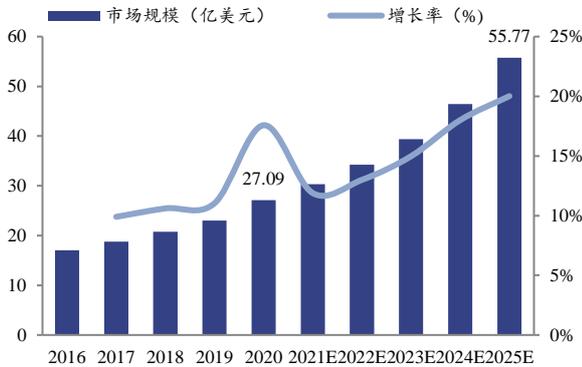
图16: 2016-2025E 全球 OSA (30-69 岁) 患病人数


资料来源：弗若斯特沙利文分析，怡和嘉业招股说明书，信达证券研发中心

全球呼吸机市场需求 2025 年有望达 55.77 亿美元，市场较为集中。根据弗若斯特沙利文数据，2016 年全球家用无创呼吸机市场规模约为 17.07 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逐年增长，2020 年全球家用无创呼吸机市场达到约 27.09 亿美元，年复合增长率达 12.2%，预计 2025 年全球家用无创呼吸机市场规模将达到 55.77 亿美元（CAGR5=15.5%）。2020 年，瑞思迈和飞利浦销售额分别为 10.9 亿美元、10.2 亿美元，合计占据约 80% 的市场份额，远远领先于其他厂商，位列第三到第六的费雪派克、律维施泰因（万曼）、德百世和怡和嘉业市占率均为个位数。随着飞利浦因质量问题，召回事件频发，2024 年 1 月，飞利浦宣布在美国市场

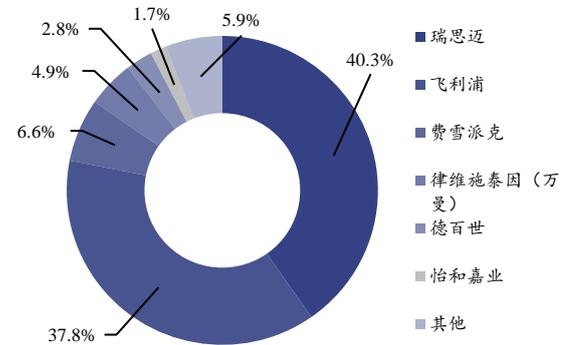
停止销售呼吸机业务线的重要产品、制氧机及睡眠诊断产品，专注于耗材配件的销售，2024年2月美敦力也宣布退出呼吸机产品线。我们认为随着跨国医疗器械巨头退出，全球呼吸机业务市场竞争格局迎来重塑契机。

图17: 2016-2025E 全球家用无创呼吸机市场规模及预测



资料来源：弗若斯特沙利文分析，怡和嘉业招股说明书，信达证券研发中心

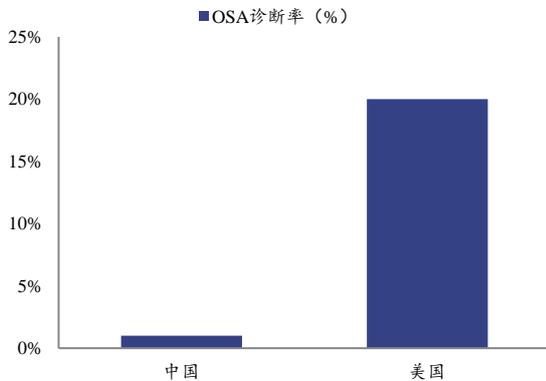
图18: 全球家用无创呼吸机市场格局 (2020年, 销售额)



资料来源：弗若斯特沙利文分析，怡和嘉业招股说明书，信达证券研发中心

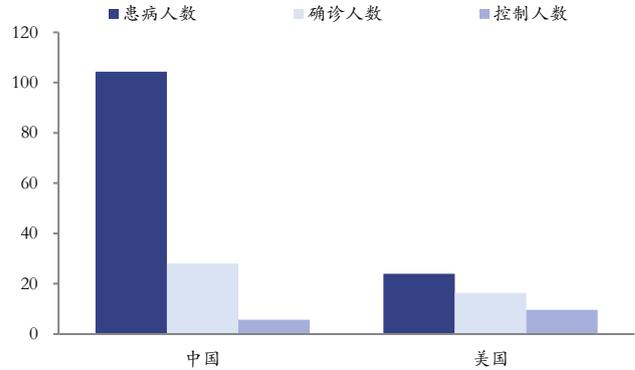
就国内市场来看，OSA 和 COPD 诊疗率提升带来呼吸机市场扩容。一方面，由于民众对 OSA 和 COPD 认知重视程度低，诊断率偏低，根据中国睡眠研究会统计，中国 OSA 诊断治疗率不到 1%，远低于美国 20% 的诊断率，中国大量的 OSA 患者亟需有效诊治和精细化慢病管理，COPD 实际诊断率不足 26.8%，控制率也远低于美国，由于确诊率较低，国内因 COPD 导致的死亡人数接近百万，因此国内 OSA 和 COPD 治疗市场具有极大的发掘潜力。

图19: 中国与美国 OSA 诊断率对比



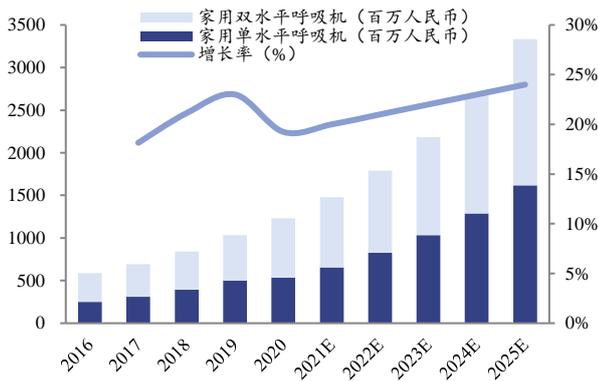
资料来源：弗若斯特沙利文分析，怡和嘉业招股说明书，信达证券研发中心

图20: 中国及美国 COPD 诊疗现状对比 (百万人)

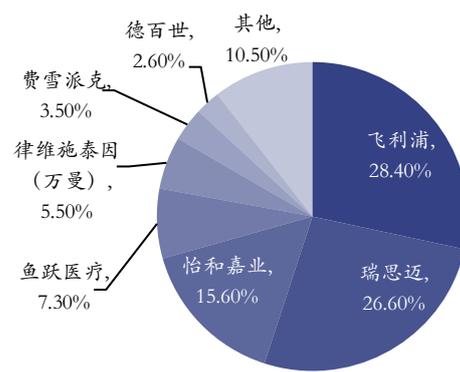


资料来源：弗若斯特沙利文分析，怡和嘉业招股说明书，信达证券研发中心

中国家用呼吸机市场正逐步增长，国产替代空间较大。弗若斯特沙利文分析预测到 2025 年家用无创呼吸机市场规模将增长至约 33.3 亿元人民币，其中单水平市场规模约 16.2 亿元人民币，双水平市场规模约 17.1 亿元人民币。就竞争格局来看，主要竞争者包括国内外知名品牌飞利浦、瑞思迈、怡和嘉业、鱼跃医疗、费雪派克、万曼等，2020 年飞利浦和瑞思迈在中国无创呼吸机市场合计占比超 50% (按销售额口径)，进口产品在我国家用呼吸机市场占据主导地位，国产企业有较大替代进口的空间。

图21: 2016-2025E 中国家用无创呼吸机市场规模及预测


资料来源: 弗若斯特沙利文分析, 怡和嘉业招股说明书, 信达证券研发中心

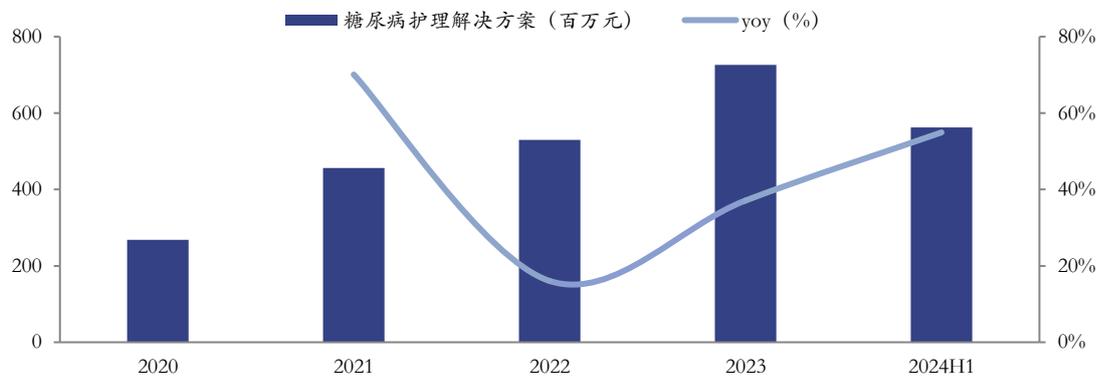
图22: 中国家用无创呼吸机市场格局 (2020年, 销售额)


资料来源: 弗若斯特沙利文分析, 怡和嘉业招股说明书, 信达证券研发中心

我们认为鱼跃医疗作为家用医疗器械领先企业, 具有较强的品牌效应, 随着呼吸机市场持续增长, 呼吸板块业务有望保持较快增速。

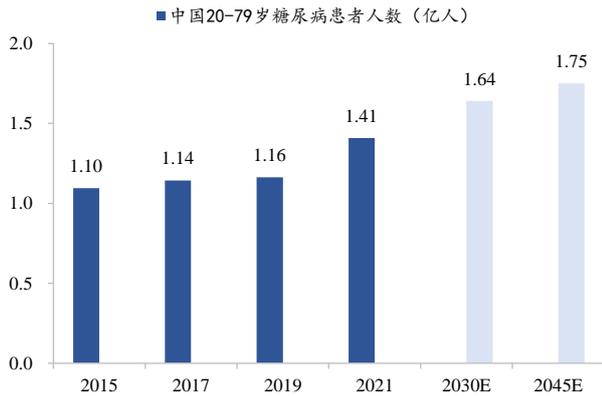
2.2 糖尿病护理解决方案: 布局 CGM, 打造第二增长曲线

糖尿病护理解决方案是公司三大核心业务之一, 近年持续放量增长。2020 年公司在糖尿病护理解决方案业务营收为 2.68 亿元, 2021 年公司完成了对浙江凯立特的股权收购, 布局连续血糖检测 (CGM) 市场, 营收增长至 4.57 亿元 (yoy+70.5%), 随着公司在血糖检测领域的产品管线逐步完善, 糖尿病护理方案营业收入持续保持增长态势, 2023 年实现 7.26 亿元 (yoy+37.12%), 2024 年上半年增速进一步加快, 实现营业收入 5.62 亿元 (yoy+54.94%)。

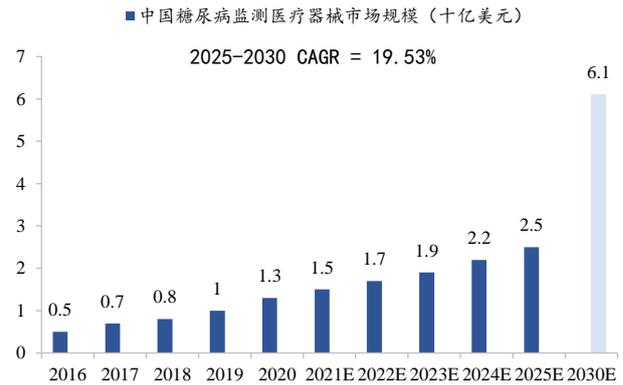
图23: 糖尿病护理方案业务营收变化


资料来源: ifind, 公司年报, 信达证券研发中心

我国糖尿病患者群体庞大, 血糖监测市场持续扩容。随着人口老龄化进程加快、肥胖程度增加, 叠加饮食不健康、身体活动不足等生活习惯影响, 我国糖尿病患者人数持续增长, 截止 2021 年, 我国糖尿病患者人数已经增加至 1.4 亿人, 较 2011 年增幅高达 56%, 根据 IDF 数据, 2030 年患者总数将增加至 1.64 亿人, 2045 年将增加至 1.75 亿人。我们认为快速增长的糖尿病患者人群形成了巨大的血糖管理需求, 随着经济的快速发展和人民健康意识的提升, 糖尿病监测医疗器械市场规模将保持增长。根据微泰医疗招股书数据, 2020 年中国血糖监测医疗器械市场规模为 13 亿美元, 预计 2030 年市场规模将增长到 61 亿美元, 2025-2030 年复合增速为 19.53%。

图24: 我国糖尿病患者数量逐年


资料来源: WIND, IDF, 信达证券研发中心

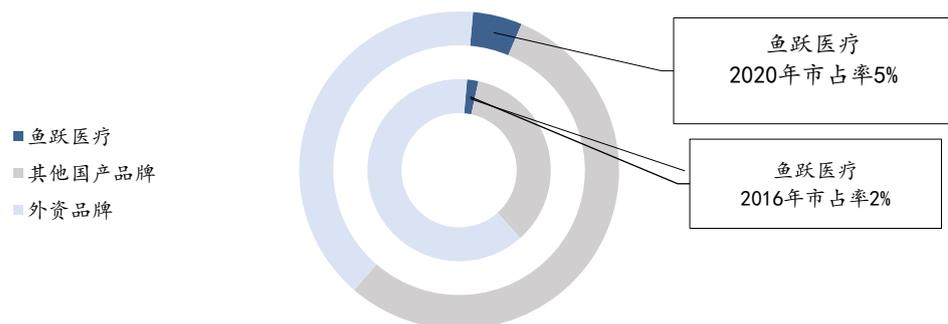
图25: 我国糖尿病监测医疗器械市场规模


资料来源: 微泰医疗招股书, 灼识报告, IDF, 信达证券研发中心

目前市场中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)。目前国内市场中血糖检测产品主要为传统指血血糖仪,即通过刺破手指采取血样,使用一次性试纸放入血糖仪,检测实时血糖指标。

2.2.1 BGM: 品牌力不断增强, 市占率持续提升

公司传统血糖监测业务市场占有率不断提升。2016年我国传统血糖仪市场仍被进口主导,外资品牌的市占率63%,国产品牌占37%,其中鱼跃医疗市占率为2%。2020年国产品牌逐渐占据主导地位,外资企业市占率下降至40%,国产企业市占率提升至60%,其中鱼跃医疗市占率提升至5%。公司传统血糖仪业务经过多年积淀,已形成了完整的业务体系与服务网络,业务规模不断扩大,近年来,随着公司在研发、生产、销售各环节持续发力,公司品牌和渠道营销能力不断增强,在过硬的产品质量加持下,我们认为公司在传统血糖仪市场的市占率有望稳步提升, BGM 业务保持较高的增速水平。

图26: 传统血糖监测市场格局


资料来源: 华经产业研究院, 华经情报网, 火石创造公众号, 新三板智库, 信达证券研发中心

2.2.2 CGM: 国产替代扬帆起航, 市场潜力逐步释放

产品优势明显, 国产替代扬帆起航。CGM(持续血糖监测)与传统指血血糖仪不同,持续血糖监测通过24小时的连续监测组织液中的葡萄糖水平,可更全面的获得身体葡萄糖水平的趋势数据,有助于更精确的调整用药改善血糖水平。相较于传统的指血血糖仪在临床效果、舒适性、便携性、安全性方面具有较强优势。

表3: CGM 和 BGM 对比

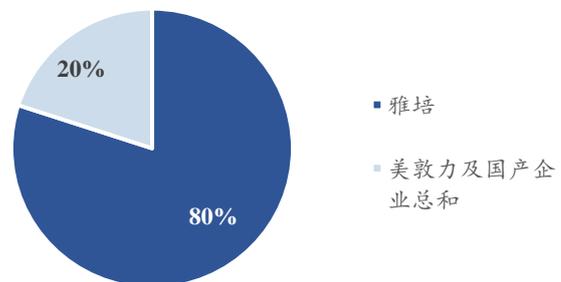
	传统毛细血管血糖监测 (BGM)	持续血糖监测 (CGM)
		
检测方法	使用采血笔和试纸，需刺破手指采血	将传感器植于皮下（通常植于手臂或腹部皮下），系统持续测量血糖水平
测量指标	指尖血液葡萄糖水平	皮下组织液葡萄糖水平
数据特点	通常一天测量多次，记录多个时间点的血糖值	持续监测，可反映 24 小时内的血糖变化
优点	1) 成本较低 2) 检测准确，反映实时血糖	1) 避免频繁采血的疼痛感和潜在感染风险 2) 反应全天血糖变化，覆盖传统血糖仪的检测盲区，尤其是餐后高血糖和夜间无症状性低血糖 3) 可发送实时血糖水平警报，并与胰岛素泵结合充当人工胰腺
缺点	1) 疼痛感强、携带不便 2) 仅能反应检测时刻的血糖值，存在监测盲区	1) 测量存在 3-5 分钟延迟，需要使用算法将组织液葡萄糖水平转化为实时血糖水平 2) 监测成本较高

资料来源：鱼跃医疗京东自营旗舰店，微泰医疗招股说明书，中华糖尿病杂志，新亮网，司一鸣等《持续葡萄糖监测临床应用国际专家共识解读》，信达证券研发中心

我国 CGM 市场处于早期，雅培、美敦力进口占据主导地位。根据灼识报告的数据，2020 年我国 CGM 市场规模约为 1 亿美元，预计在 2025 年达到 6 亿美元，2030 年达到 26 亿美元，2020-2030 CAGR 为 34%。由于行业技术壁垒高且国内市场尚且处于早期，目前外资品牌在中国连续血糖监测市场占据主导地位，国内有能力实现技术突破且形成销售规模的厂商较少，2020 年雅培占据国内约 80% 的市场份额，美敦力和其他国产厂商的市场份额之和仅为 20%。近年来，越来越多的国产企业切入持续血糖监测赛道，随着国产产品性能和质量不断提升，CGM 市场国产替代逐步启动。

图27: CGM 市场规模情况


资料来源：微泰医疗招股说明书，灼识报告，IDF，信达证券研发中心

图28: 2020 年我国 CGM 市场格局情况


资料来源：华经产业研究院，华经情报网，信达证券研发中心

并购加码，CGM 产品矩阵持续丰富，糖尿病护理业务迎来第二增长曲线。2021 年，公司完成了对浙江凯立特的股权收购，凯立特拥有成熟可靠的技术、生产系统与成熟的持续血糖监

测产品，通过该收购，公司布局 CGM 领域，完善公司在糖尿病赛道的业务布局。我们认为 CGM 产品有望依托公司在血糖领域的销售资源、软件开发资源及用户运营能力，成为公司糖尿病护理业务的第二增长动力。

产品不断丰富，性能不断提升。从产品矩阵来看，2021 年公司聚焦院内市场的 CGM 产品 CT2 获批，2022 年 11 月 CT2 升级的 CT2A、CT2B、CT14 等产品规格获批，MARD 值（指持续血糖监测系统检测值和参考值之间绝对误差，该值越低准确性越高）降至 9.29%。2023 年 3 月 15 日聚焦院外市场的新一代 CGM 产品（14 天免校准）CT3 获批，产品规格包括 CT3、CT3A、CT3B、CT3C、CT15，根据使用和销售场景分为院线、OTC、电商款等。从性能方面来看，新品性能进一步提升，MARD 值为 9.07%（达国际最优水平），此外，数据点较 CT2 更为丰富，全天 480 个数据点更好反应血糖波动、更易捕捉隐匿性低血糖。我们认为优异的产品性能为公司 CGM 产品放量奠定了较好的基础，提升公司在 CGM 国产替代进程中的优势。

表4: 国内部分 CGM 获批产品情况

公司名称	型号规格	获批时间	是否需要校准	传感器寿命	MARD 值 (准确性)
九诺医疗	GN-2	2024 年 2 月	否	14 天	
深纳普思	M8	2024 年 2 月	否	14 天	
三诺	i3、 H3、I3、h3	2023 年 3 月		8 天、15 天	
凯立特	CT3、CT3A、 CT3B、CT3C、 CT15	2023 年 3 月	否	14 天	
鱼跃医疗	CT3	2023 年 3 月	否	14 天	9.07%
硅基仿生	GS1	2021 年 11 月	否	14 天	8.83%
微泰医疗	AiDEX G7	2021 年 11 月	否	14 天	9.1%
鱼跃医疗	CT14	2021 年 11 月	是	14 天	9.29%
鱼跃医疗	CT2	2021 年 2 月	第 1-2 天每日二次校准， 3-8 天每日空腹一次校准	7 天	9.6%
美敦力	Guardian Connect	2020 年 8 月	一天两次	7 天	9.01%-10.55%
移宇科技	MD-MY-008	2019 年 5 月	12 小时一次	7 天	9.1%
圣美迪诺	CGM-303	2018 年 10 月	每天一次	5 天	-
雅培	FreeStyle Libre H	2017 年 6 月	否	14 天	9.7%
美奇医疗	RGMS-1	2017 年 4 月	首次使用需校准	15 天	-

资料来源：国家药品监督管理局，国家药品监督管理局政务服务门户，新浪新闻，看头条网，各公司官网，动脉网，微泰医疗招股书，金融界，各品牌京东旗舰店，信达证券研发中心（注：MARD 指平均绝对相对差，是持续血糖监测系统检测值和参考值之间绝对误差的平均值，该值越低，准确性越高）

2.3 感染控制解决方案：疫情消毒需求褪去，回归稳步增长轨道

感染控制业务主要由鱼跃医疗全资子公司上海中优负责。公司产品涵盖人体消毒剂、医疗器械消毒剂、环境物体消毒剂及消毒配套器材等领域，包括 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，上海中优凭借在传染病防控与感染控制的细分领域多年耕耘，相关产品以优秀的传染源控制能力，在疫情期间成为国

务院联防联控医疗物资保障组征用产品，推动其成为我国院内消毒感控第一品牌。

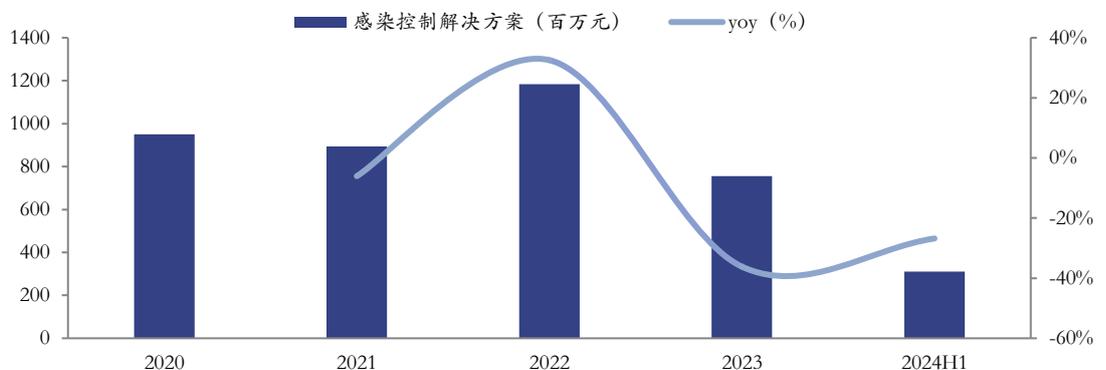
表5: 公司消毒感控相关产品情况

品牌	代表产品	图片
洁芙柔	速干手消毒液	
	免洗手消毒凝胶	
	酒精消毒湿巾	
安尔碘	III型医用碘伏	
	碘伏皮肤消毒液	
金钟达	口腔护理抗菌液	

资料来源：洁芙柔京东旗舰店，汇医仁聚大药房京东旗舰店，信达证券研发中心

营收受疫情需求扰动，现已逐步回归稳态。从感染控制解决方案的营收来看，2020-2022年受疫情感染防控需求拉动，公司感染控制板块分别实现营收9.5亿元、8.93亿元、11.84亿元，随着疫情消毒需求褪去，公司感染防控解决方案业务回归常态，2023年实现营业收入7.56亿元（yoy-36.15%），2024年上半年实现营业收入3.11亿元（yoy-26.79%）。从行业需求来看，我们认为，随着民众感控意识的普遍提升，公共场所及院内感控消毒要求的不断升级，未来感控市场需求有望持续旺盛，公司作为行业领先企业，随着各场景整体消毒感控综合解决方案不断完善，不断深化市场推广，品牌力不断增长，感染防控解决方案业务有望回归稳步增长轨道。

图29: 公司感染控制解决方案业务营收情况



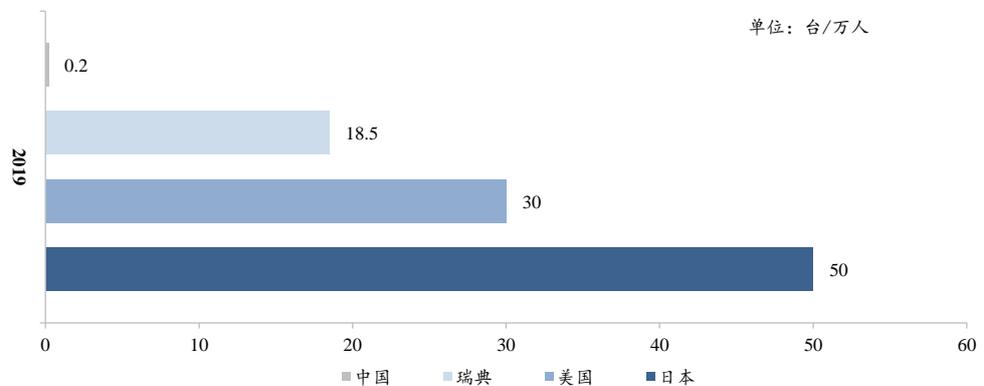
资料来源：ifind，公司年报，信达证券研发中心

三、孵化潜力赛道，多元化布局，有望打造新增长点

3.1 急救板块大有可为，AED 产品有望快速放量

AED 重要性凸显，公共场所配置率亟待提升。根据《中国心血管健康与疾病报告 2023》，我国每年约有 54.4 万人死于心源性猝死，其中 87.7% 致死案例发生在医院外，对于心脏骤停的患者，4 分钟内进行复苏者有一半的几率被救活，又称“黄金 4 分钟”，心脏骤停 4 分钟后，脑细胞就会出现不可逆的损害。AED（自动体外除颤器）是一种便携式、易于操作、用于患者心脏骤停后的早期除颤急救设备，对心脏骤停患者在 1 分钟内实施心肺复苏，3 至 5 分钟内进行 AED 除颤，可使心脏骤停患者存活率达到 50% 至 70%，可帮助患者牢牢把握住“黄金 4 分钟”。从配置类来看，北京市卫健委、北京急救中心专家在《中国 AED 配置现状分析与对策》中指出，我国每万人 AED 配置率不到 0.2 台，而 2019 年前后，日本和美国的 AED 配置率分别为 50 台/万人和 30 台/万人，与国际水平比有很大差距。

图30: 2019 年我国 AED 配置率与国际水平差距大



资料来源：新浪财经，21 世纪经济报道，信达证券研发中心

政策加码，AED 产品有望放量增长。目前国家和各级政府已出台相应政策提高公共场所 AED 覆盖率，2019 年 7 月 9 日，国家卫健委发布《健康中国行动（2019-2030 年）》，提出完善公共场所急救设施设备配备标准，其中包括在人员密集场所配备 AED。我们认为 AED 企业有望抓住政策助力带来机遇，实现 AED 产品快速放量。

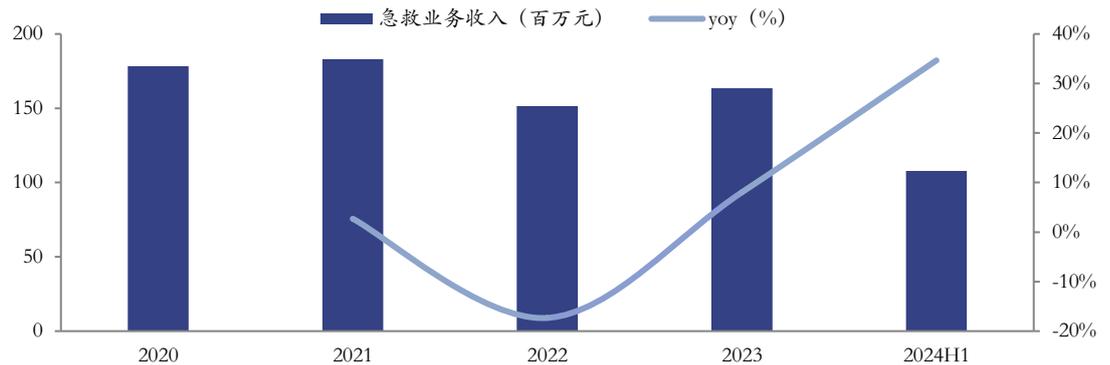
表6: 加强公共场所 AED 覆盖相关政策

单位/地点	出台时间	政策名称	主要内容
国家卫健委	2019.7	《健康中国行动（2019-2030 年）》	完善公共场所急救设施设备配备标准，在学校、机关、企事业单位和机场、车站、港口客运站、大型商场、电影院等人员密集场所配 AED
国家卫健委	2021.12	《公共场所自动体外除颤器配置指南（试行）》	按照科学规划、注重实效的原则加大 AED 配置密度，优先在人口流动量大、意外发生率高、环境相对封闭的公共场所配置 AED
北京卫健委和 15 部门联合	2021.12	《北京市重点公共场所急救能力建设三年行动方案（2021 年-2023 年）》	在 2023 年实现重点公共场所自动体外除颤器（AED）等急救设施设备全覆盖，实现社会急救与专业急救有效衔接，建成统一规范的社会急救培训体系
深圳	2023.3	《公共场所自动体外除颤器建设与管理规范》	将公共场所分为三类，各类公共场所的 AED 配置密度要求不同

资料来源：中华人民共和国中央政府网，光明网，健康报，国家卫生健康委网站，信达证券研发中心

收购德国普美康，布局急救市场。2017年公司通过全资收购德国普美康 Primedic 切入急救赛道，普美康为 AED 市场实力公司，其在医疗急救领域拥有 40 余年经验，旗下 AED 产品具有较高知名度。公司在推动相关产品海外业务持续发展的同时，迅速参与国内商务中心、中小学校、大型企业园区、地铁等公共场所的急救设备铺设，2021 年公司急救板块贡献收入 1.83 亿元（yoy+2.69%），2023 年 4 月 7 日，公司自主研发的国产化 AED 产品 M600 获得注册证，产品矩阵进一步丰富，2024 年上半年公司急救业务快速发展，实现营业收入 1.08 亿元（yoy+34.66%）。我们认为未来几年将是国内 AED 市场快速成长的重要阶段，公司有望抓住机遇，通过战略布局与产品强劲的竞争力获取更多的市场份额。

图31: 急救业务营收变化

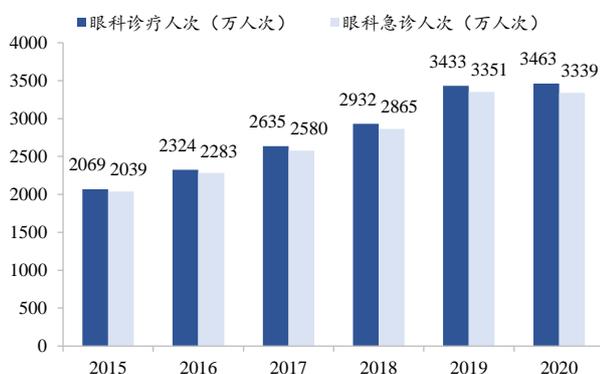


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

3.2 眼科器械高景气，“并购+参股”快速布局

眼科疾病高发，眼科器械市场发展潜力较大。受人口老龄化、电子产品广泛使用、用眼不当等因素影响，近年来，我国眼科疾病发病率较高。根据《2022 中、欧国际近视手术白皮书》显示，中国近视人数多达 6 亿，近视发生率达 48.5%，从诊疗人次来看，智研咨询的数据显示，2020 年我国眼科诊疗人次达到 3463 万人，眼科急诊人次达到 3339 万人。眼科就诊人数增加带动眼科医疗器械需求提升，根据动脉网的数据，中国眼科医疗诊断器械市场由 2017 年的 92 亿元增长至 2021 年的 160 亿元，复合年增长率为 11.7%，预计在 2025 年和 2030 年将分别达 283 亿元和 492 亿元。

图32: 我国眼科诊疗人数变化



资料来源: 智研咨询, 国家卫生健康委员会, 信达证券研发中心

图33: 中国眼科医疗器械市场规模情况



资料来源: 动脉网, Frost&Sullivan, 信达证券研发中心

并购+参股，布局高景气眼科赛道。在眼科业务上，2019年公司参股江苏视准，同步推出“百乐纯”系列隐形眼镜产品，2020年公司收购六六视觉95.95%的股份，正式开启眼科领域医疗器械的研发、生产及销售，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，具有较高的知名度。我们认为公司未来有望借助六六视觉的品牌基础以及公司现有的渠道优势实现眼科业务快速放量。

图34: 公司眼科产品情况



资料来源：六六视觉官网，鱼跃医疗公众号，信达证券研发中心

四、加强品牌建设，全渠道营销网络不断完善

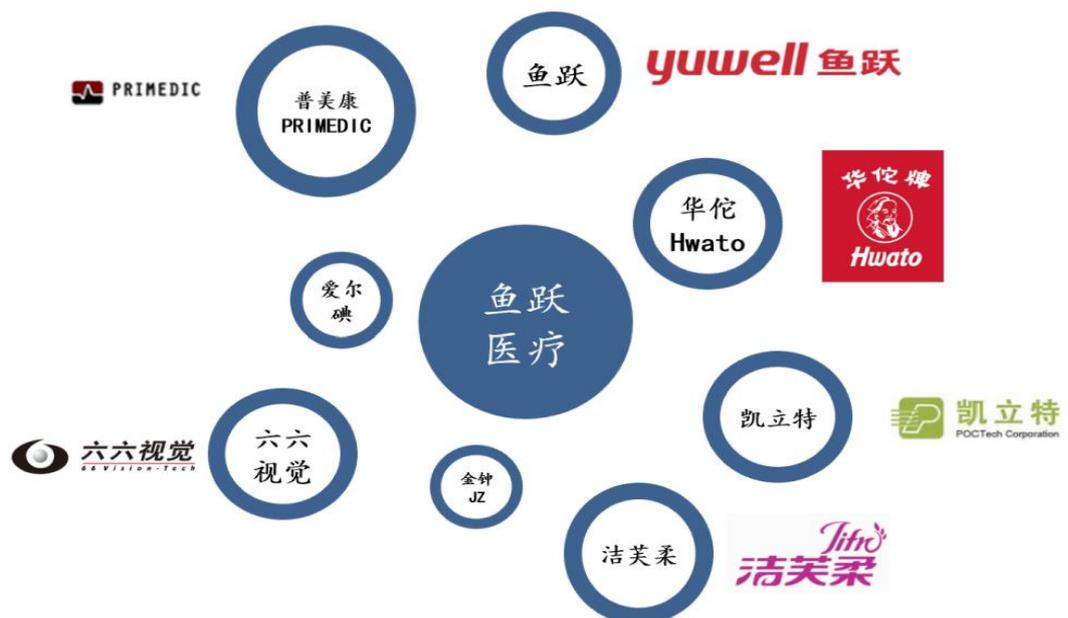
4.1 加大品牌建设，夯实家用医疗器械龙头地位

公司目前拥有“鱼跃 yuwell”、“洁美柔”、“华佗 Hwato”、“金钟 JZ”、“爱尔碘”、“普美康 PRIMEDIC”、“六六视觉”等几大主要品牌。其中：

- 1) “鱼跃”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，在 2007 年被国家工商总局认定为“中国驰名商标”；
- 2) “洁美柔”是手消感控的代名词，院内外品牌知名度较高；
- 3) “爱尔碘”成为国内医疗行业皮肤消毒剂的标注术语之一；
- 4) “华佗”品牌在 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（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）；
- 5) “金钟”品牌，具有 80 多年的悠久历史，是“上海市著名商标”；
- 6) “Primedic 普美康”所属德国子公司 Metrax GmbH 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；
- 7) 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，具有较高的知名度。

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突出表现，公司品牌价值和品牌优势显著提升，进一步夯实公司家用医疗器械龙头地位。我们认为优秀的品牌形象能够使产品与消费者之间产生粘性，进而有利于提高市场竞争力。

图35: 公司在多领域拥有显著的品牌优势



资料来源：公司年报，苏州医疗用品厂官网，洁美柔京东旗舰店，六六视觉官网，普美康官网，企查查，信达证券研发中心

4.2 营销投入持续，完善“OTC+医院+电商+海外”全渠道销售网络

公司营销网络覆盖面广，优势显著，实现“OTC+医院+电商+海外”全渠道覆盖。①在医院渠道方面，公司聚焦于临床应用，通过销售与售后工程师团队，提供医院手术器械、医院感染控制、中医器械等产品，积极推广呼吸制氧等产品在医院的投放量。②在线下 OTC 方面，公司经销商体系完善，拥有多个区域服务中心，凭借出色的品牌效益及服务保障，线下 OTC 渠道保持良好增长态势。③在线上销售方面，公司在京东、天猫等主要电子商务平台均设立有品牌旗舰店，依托货架电商和兴趣电商触达更多消费者。④在海外市场方面，公司不断强化海外属地化团队建设，外销渠道持续拓宽，成功打开全球医疗器械市场。

费用投入方面，公司销售费用逐年增长。2018 年公司销售费用为 5.37 亿元，随着收入规模扩大，公司销售费用逐步提升，2021 年公司销售费用为 9.45 亿元 (yoy+25.3%)，2023 年已增至 10.98 亿元 (yoy+6.5%)，销售费用率达 13.77%，营销投入持续加大。人员布局方面，随着公司销售费用投入持续增加，销售人员数量呈明显上升趋势，2020 年销售团队共有 953 人 (yoy+13.32%)，2023 年销售团队扩容至 1468 人，销售团队实力不断增强。

图36: 公司销售费用投入情况 (亿元)



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

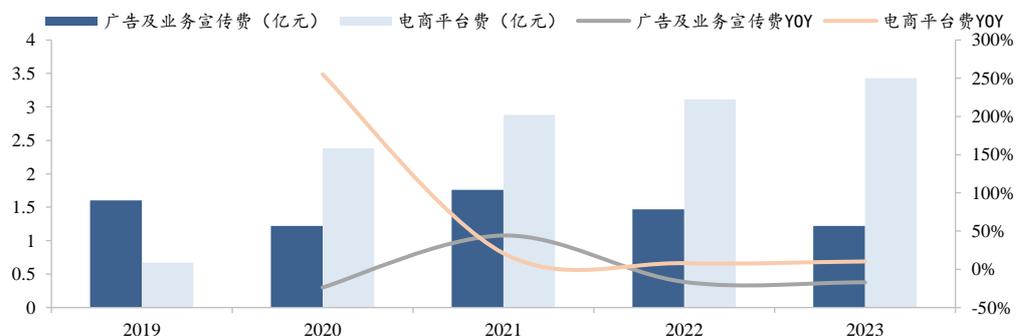
图37: 公司销售人员数量不断增加 (%)



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

从销售费用构成来看，广告营销费用近年相对稳定，电商平台费用持续增长。由于鱼跃在家用医疗器械领域已经具有较强的品牌影响力，费用投入效率逐步提升，广告营销方面，2019-2022 年公司广告及业务宣传费用均保持在 1.2 亿元以上，每年略有波动。电商平台方面，随着公司线上销售额不断增长，公司电商平台销售费用逐年增长，2022 年为 3.11 亿元，较 2021 年的 2.88 亿元同比增长 7.99%，2023 年进一步增长至 3.43 亿元 (yoy+10.29%)。

图38: 公司广告宣传费和电商平台费投入情况



资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

随着公司电商平台投入增加，电商业务呈现较好增长态势。近年来，电商蓬勃发展，越来越多的消费者选择在线上购买家用医疗器械，随着公司持续投入及公司品牌力不断增强，公司在电商平台的销售额逐年走高，从2015年的6.67亿元增长到2024年的34.20亿元，年复合增长率为19.92%，其中，2022年四季度和2023年一季度为近10年来公司线上销售额最高的两个季度，主要是受新冠感染患者大幅增加影响，制氧机、血氧仪、呼吸机等需求激增，公司线上业务分别实现18.80亿元（yoy+100.84%）和17.19亿元（yoy+110.10%）。

图39: 公司近10年线上销售额变化（分季度）



资料来源: wind, 信达证券研发中心

分平台来看，公司早期线上销售收入主要来自于天猫平台，2015年来自天猫的收入占线上销售额比重为60%，2020年开始，来自京东平台的销售额超过天猫，成为公司线上销售额第一大来源，我们认为京东销售额占比提升体现了公司不断增强的品牌影响力。从业务占比来看，线上销售额占比从2015年的31.69%提升到了2022年的60.22%，线上电商成为公司主要的销售渠道。

图40: 公司线上销售额分平台情况（百万元）及线上销售额占比情况（%）



资料来源: wind, 信达证券研发中心

五、盈利预测与投资建议

5.1 业务拆分与盈利预测

基于以上业务分析，我们对公司呼吸治疗解决方案、感染控制解决方案、糖尿病护理解决方案、家用类电子检测及体外诊断、康复及临床器械、急救六大业务分别做出如下假设：

(1) 呼吸治疗解决方案业务：考虑到疫情带来的高基数影响逐渐消除，随着国内呼吸机市场逐步扩容，公司在制氧机、雾化器等传统品类上品牌力不断增强，我们假设呼吸治疗解决方案业务 2024-2026 年营收增速分别为-15%、12%、15%，毛利率为 52%。

(2) 家用类电子检测及体外诊断业务：作为公司的基石业务，我们认为随着品牌力不断增强，公司电子血压计、红外体温仪等产品的市场份额有望逐步提升，我们假设家用类电子检测及体外诊断业务 2024-2026 年营收增速分别为 5%、10%、10%，毛利率为 52.5%。

(3) 康复及临床器械业务：随着人口老龄化加速，老年人健康管理及居家康养设备需求增加，叠加公司布局的高潜赛道-眼科业务逐步发力，我们假设康复及临床器械业务 2024-2026 年营收增速分别为 12%、15%、15%，毛利率为 35.5%。

(4) 糖尿病护理解决方案业务：考虑公司 CGM 产品 CT3 的获批上市为公司糖尿病护理业务提供新的增长动力，我们假设糖尿病护理解决方案业务 2024-2026 年营收增速分别为-40%、35%、30%，毛利率为 60%。

(5) 感染控制解决方案业务：随着公司在院内、院外市场不断开拓，针对不同场景的解决方案逐渐丰富，我们假设感染控制解决方案业务 2024-2026 年营收增速分别为-30%、5%、5%，毛利率为 50%。

(6) 急救业务：在政策推动下，AED 配置类有望提升带动急救设备销售量增长，我们假设急救业务 2024-2026 年营收增速分别为 30%、28%、26%，毛利率为 36%。

(7) 其他业务收入：我们假设 2024-2026 年营收增速分别为-10%、5%、5%，毛利率为 70%。

表7: 公司业务拆分 (2021-2026E)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	6894.31	7101.68	7971.73	7804.58	8974.78	10399.64
YOY (%)		3.01%	12.25%	-2.10%	14.99%	15.88%
营业成本 (百万元)	3565.30	3683.64	3866.87	3919.01	4495.01	5195.59
毛利 (百万元)	3329.01	3418.04	4104.86	3885.58	4479.77	5204.05
毛利率 (%)	48.29%	48.13%	51.49%	49.79%	49.92%	50.04%
分业务拆分：						
(1) 呼吸治疗解决方案						
收入 (百万元)	2,622.79	2,239.26	3,371.24	2865.56	3209.42	3690.84
yoy (%)		-14.62%	50.55%	-15%	12%	15%
毛利率 (%)	55.43%	53.37%	56.12%	52%	52%	52%
(2) 家用类电子检测及体外诊断						
收入 (百万元)	1,447.56	1,520.86	1,673.72	1757.40	1933.14	2126.46
yoy (%)		5.06%	10.05%	5%	10%	10%
毛利率 (%)	50.53%	46.22%	52.54%	52.50%	52.50%	52.50%

(3) 康复及临床器械						
收入 (百万元)	1, 227. 92	1, 408. 46	1, 227. 90	1375. 25	1581. 54	1818. 77
yoy (%)		14. 70%	-12. 82%	12%	15%	15%
毛利率 (%)	22. 64%	33. 29%	33. 87%	35. 50%	35. 50%	35. 50%
(4) 糖尿病护理解决方案						
收入 (百万元)	456. 53	529. 78	726. 43	1017. 00	1372. 95	1784. 84
yoy (%)		16. 04%	37. 12%	40%	35%	30%
毛利率 (%)	65. 48%	60. 85%	62. 68%	60%	60%	60%
(5) 感染控制解决方案						
收入 (百万元)	893. 27	1, 184. 21	756. 13	529. 29	555. 75	583. 54
yoy (%)		32. 57%	-36. 15%	-30%	5%	5%
毛利率 (%)	54. 46%	55. 64%	49. 86%	50%	50%	50%
(6) 急救						
收入 (百万元)	183. 05	151. 34	163. 50	212. 55	272. 06	342. 79
yoy (%)		-17. 33%	8. 04%	30%	28%	26%
毛利率 (%)	34. 18%	27. 07%	32. 31%	36%	36%	36%
(7) 其他业务收入						
收入 (百万元)	63. 18	67. 77	52. 81	47. 53	49. 91	52. 40
yoy (%)		7. 26%	-22. 07%	-10%	5%	5%
毛利率 (%)	28. 13%	42. 87%	61. 41%	70%	70%	70%

资料来源: ifind, 信达证券研发中心

根据以上假设, 我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 78.05、89.75、104.00 亿元, 同比增速分别为-2.1%、15.0%、15.9%, 归母净利润分别为 19.04、23.04、27.60 亿元, 同比增速分别为-20.5%、21.0%、19.8%, 对应当前股价 PE 分别为 20、16、14 倍。

表8: 公司盈利预测情况 (2022-2026E)

主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	7,102	7,972	7,805	8,975	10,400
同比 (%)	3.0%	12.3%	-2.1%	15.0%	15.9%
归属母公司净利润	1,595	2,396	1,904	2,304	2,760
同比 (%)	7.6%	50.2%	-20.5%	21.0%	19.8%
毛利率 (%)	48.1%	51.5%	49.8%	49.9%	50.0%
ROE (%)	16.2%	20.4%	14.3%	15.2%	15.8%
EPS (摊薄) (元)	1.59	2.39	1.90	2.30	2.75
P/E	23.59	15.71	19.76	16.33	13.64
P/B	3.82	3.20	2.82	2.48	2.16

资料来源: ifind, 信达证券研发中心 (注: 股价截止 2025 年 2 月 25 日)

5.2 同行估值对比及投资建议

我们选取家用医疗器械相关的可孚医疗、三诺生物、怡和嘉业作为可比企业, 在 PE 估值法下, 2024-2026 年可比公司平均 PE 约 29、22、18。鱼跃医疗作为家用医疗器械领域的领先企业, 我们认为人口老龄化趋势下, 健康管理及家庭康养需求提升, 从而带动家用医疗器械产品销售收入不断增加, 随着公司品牌力不断增强, 市场份额不断提升, 公司有望保持稳健增长, 首次覆盖, 予以“买入”评级。

表9: 鱼跃医疗同行公司估值对比

代码	公司	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			2024PE	2025PE	2026PE
			2024	2025	2026			
300298.SZ	三诺生物	139.15	3.74	4.84	6.02	37	29	23
301087.SZ	可孚医疗	80.90	3.58	4.56	5.62	23	18	14
301367.SZ	怡和嘉业	56.42	2.02	2.69	3.43	28	21	16
均值						29	22	18
002223.SZ	鱼跃医疗	376.33	19.04	23.04	27.60	20	16	14

资料来源: ifind, 信达证券研发中心 (注: 市值数据截止 2025 年 2 月 25 日, 鱼跃医疗为信达证券研发中心预测, 其余为 ifind 一致预期)

六、风险提示

(1) 线上平台竞争加剧风险：随着电商平台的快速发展，家用医疗器械线上销售市场竞争日益激烈，一方面面临来自白牌产品价格端的竞争，另外一方面小米、华为等科技巨头跨界进入医疗设备领域，其强大的品牌影响力和互联网渠道优势给公司带来较大的竞争压力。若公司不能有效提升线上运营能力和产品竞争力，可能面临市场份额下降的风险。

(2) 海外市场拓展不及预期风险：海外市场有较高的准入门槛，如果注册进度延迟或合作不及预期，可能导致海外业务增长不及预期，进而影响公司的整体业绩。此外，呼吸机和动态血糖仪海外市场较为成熟，且以国际巨头为主导，公司的产品在品牌知名度和市场份额上相对处于劣势，若海外市场拓展低于预期，公司业务增长速度或将变缓。

(3) 并购整合不及预期及商誉减值的风险：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，但若标的经营管理不达预期，或者对标的公司的整合不达预期，或许会对公司盈利产生不利影响，且可能存在商誉减值风险。

会计年度	单位:百万元				
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	9,873	9,385	10,307	12,525	15,051
货币资金	4,838	7,215	7,710	9,847	12,293
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	647	448	1,084	1,097	1,100
预付账款	82	42	59	72	72
存货	1,509	1,412	1,197	1,249	1,299
其他	2,797	268	257	261	286
非流动资产	5,222	6,582	6,281	6,293	6,324
长期股权投资	243	226	66	67	68
固定资产(合计)	2,099	1,974	1,956	1,959	1,962
无形资产	520	511	507	507	508
其他	2,361	3,871	3,752	3,759	3,786
资产总计	15,095	15,967	16,588	18,817	21,375
流动负债	3,186	2,873	2,632	2,994	3,330
短期借款	55	0	0	0	0
应付票据	190	275	435	437	484
应付账款	1,257	1,136	1,187	1,405	1,575
其他	1,683	1,463	1,009	1,152	1,271
非流动负债	1,843	1,178	463	463	463
长期借款	1,509	684	0	0	0
其他	333	495	463	463	463
负债合计	5,029	4,052	3,094	3,457	3,792
少数股东权益	206	152	154	156	159
归属母公司股东权益	9,860	11,764	13,340	15,204	17,423
负债和股东权益	15,095	15,967	16,588	18,817	21,375

会计年度	单位:百万元				
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	7,102	7,972	7,805	8,975	10,400
同比(%)	3.0%	12.3%	-2.1%	15.0%	15.9%
归属母公司净利润	1,595	2,396	1,904	2,304	2,760
同比(%)	7.6%	50.2%	-20.5%	21.0%	19.8%
毛利率(%)	48.1%	51.5%	49.8%	49.9%	50.0%
ROE%	16.2%	20.4%	14.3%	15.2%	15.8%
EPS(摊薄)(元)	1.59	2.39	1.90	2.30	2.75
P/E	23.59	15.71	19.76	16.33	13.64
P/B	3.82	3.20	2.82	2.48	2.16
EV/EBITDA	16.39	12.17	12.59	9.74	7.52

会计年度	单位:百万元				
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	7,102	7,972	7,805	8,975	10,400
营业成本	3,684	3,867	3,919	4,495	5,196
营业税金及附加	70	81	77	90	104
销售费用	1,031	1,098	1,171	1,346	1,560
管理费用	420	411	421	493	556
研发费用	496	504	499	590	669
财务费用	-96	-157	-91	-114	-146
减值损失合计	-104	-93	-51	-21	-21
投资净收益	129	143	138	161	186
其他	321	676	345	512	648
营业利润	1,842	2,893	2,239	2,727	3,273
营业外收支	1	-45	-5	-4	-3
利润总额	1,842	2,849	2,234	2,723	3,270
所得税	270	472	328	417	507
净利润	1,573	2,376	1,906	2,307	2,763
少数股东损益	-22	-19	2	2	3
归属母公司净利润	1,595	2,396	1,904	2,304	2,760
EBITDA	1,783	2,358	2,382	2,859	3,378
EPS(当年)(元)	1.61	2.41	1.90	2.30	2.75

会计年度	单位:百万元				
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金	2,305	2,127	1,690	2,356	2,638
净利润	1,573	2,376	1,906	2,307	2,763
折旧摊销	261	263	238	250	254
财务费用	-42	55	18	1	1
投资损失	-129	-143	-138	-161	-186
营运资金变动	740	-148	-184	282	256
其它	-98	-275	-151	-324	-450
投资活动现金流	-418	1,735	453	268	391
资本支出	-178	-101	152	128	236
长期投资	-349	1,747	150	-21	-31
其他	109	89	152	161	186
筹资活动现金流	355	-1,465	-1,632	-486	-582
吸收投资	291	103	0	0	0
借款	81	-881	-684	0	0
支付利息或股息	-351	-661	-418	-486	-582
现金流净增加额	2,378	2,421	494	2,137	2,447

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师，浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超9年。

贺鑫，医药分析师，医疗健康研究组长，北京大学汇丰商学院硕士，上海交通大学工学学士，5年医药行业研究经验，2024年加入信达证券，主要覆盖医疗服务、CXO、生命科学上游、中药等细分领域。

曹佳琳，医药分析师，中山大学岭南学院数量经济学硕士，3年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL等领域的研究工作。

章钟涛，医药分析师，暨南大学国际投融资硕士，超2年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

赵丹，医药分析师，北京大学生物医学工程硕士，2年创新药行业研究经历，2024年加入信达证券。主要覆盖创新药。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准15%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~15%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。