

家用医疗器械龙头：新品迭出，出海加速

——鱼跃医疗首次覆盖报告

核心观点

- 家用医疗器械龙头，布局广阔。**公司核心业务涵盖四大领域：1) 呼吸制氧：受上年同期社会公共需求波动影响，2024 年该板块营收为 26 亿元 (-22.9%)。未来，随着居民健康意识提升，作为头部企业之一，该业务有望稳健增长；2) 血糖及 POCT：2024 年，该板块实现营收 10.3 亿元 (+40.2%)，快速增长；3) 家用健康检测（电子血压计等）：我国高血压知晓率、治疗率、控制率仍较低，血压监测业务前景可期。2024 年，公司该板块实现营收 15.6 亿元 (-0.4%)；4) 临床器械及康复：2024 年，公司该板块实现收入 20.9 亿元 (+0.2%)，表现稳健。其次，公司正积极孵化急救业务（AED 等），2024 年公司急救业务实现收入 2.4 亿元 (+34.1%)，已初具规模。
- 注重研发，打造新兴增长点。**公司新品布局围绕全球化、数字化和可穿戴化进行，重点品类包括：呼吸类、持续监测型产品（如 CGM）等。我国糖尿病患者基数庞大，CGM 相较传统 BGM 具备显著技术优势，预计我国 2030 年市场规模达 26 亿美元。公司 CGM 产品已上市并持续迭代，24 年实现翻倍以上增长；最新 Anytime 5 系列已于 25 年 4 月获证。同时，公司积极研发 AI 智能穿戴医疗设备，基于公司在医疗领域的技术积累，将建设“监测-预警-干预”全链条管线。
- 全渠道营销，出海业务快速发展。**公司销售渠道全面覆盖院内院外、线上线下和海内外。公司紧跟电商平台趋势，25Q1 线上销售占比达 38%。同时，公司重视海外市场，2024 年海外业务实现收入 9.5 亿元 (+30.4%)，快速发展。2025 年初，公司与 Inogen 签署《战略合作协议》。Inogen 为一家美国呼吸制氧业务企业，拥有广泛的欧美销售渠道，预计将与公司优势互补，实现协作共赢。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 2025-2027 年 EPS 分别为 2.01、2.36 和 2.78 元。公司业务现已逐步回归疫情后的常态化、可持续发展轨道，作为国内家用医疗器械龙头，公司内生外延并举，产品线不断丰富，渠道持续开拓，长期空间广阔。根据可比公司 2025 年平均估值，给予公司 2025 年 24 倍 PE，对应目标价 48.24 元，首次给予“买入”评级。

风险提示

- 销售及产品推广不及预期；终端需求下降；渠道开拓不及预期；费用超预期风险。

公司主要财务信息

| | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------|-------|--------|-------|-------|--------|
| 营业收入(百万元) | 7,972 | 7,566 | 8,669 | 9,971 | 11,302 |
| 同比增长(%) | 12.3% | -5.1% | 14.6% | 15.0% | 13.4% |
| 营业利润(百万元) | 2,893 | 1,932 | 2,297 | 2,688 | 3,107 |
| 同比增长(%) | 57.1% | -33.2% | 18.9% | 17.0% | 15.6% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 2,396 | 1,806 | 2,011 | 2,370 | 2,787 |
| 同比增长(%) | 50.2% | -24.6% | 11.3% | 17.9% | 17.6% |
| 每股收益(元) | 2.39 | 1.80 | 2.01 | 2.36 | 2.78 |
| 毛利率(%) | 51.4% | 50.1% | 50.6% | 50.5% | 50.8% |
| 净利率(%) | 30.1% | 23.9% | 23.2% | 23.8% | 24.7% |
| 净资产收益率(%) | 22.2% | 14.9% | 15.1% | 15.9% | 16.7% |
| 市盈率 | 14.7 | 19.5 | 17.5 | 14.8 | 12.6 |
| 市净率 | 3.0 | 2.8 | 2.5 | 2.2 | 2.0 |

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

| 投资评级 | 买入（首次） |
|-----------------|----------------|
| 股价（2025年08月06日） | 35.08元 |
| 目标价格 | 48.24元 |
| 52周最高价/最低价 | 41.16/29.39元 |
| 总股本/流通A股（万股） | 100,248/94,016 |
| A股市值（百万元） | 35,167 |
| 国家/地区 | 中国 |
| 行业 | 医药生物 |
| 报告发布日期 | 2025年08月07日 |

股价表现

| | 1周 | 1月 | 3月 | 12月 |
|--------|-------|-------|-------|-------|
| 绝对表现% | -1.21 | -1.63 | 1.39 | 0.85 |
| 相对表现% | -0.3 | -4.93 | -6.62 | -22.2 |
| 沪深300% | -0.91 | 3.3 | 8.01 | 23.05 |



证券分析师

伍云飞 wuyunfei1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860524020001
香港证监会牌照：BRX199

联系人

陆佳晶 lujiajing@orientsec.com.cn

目录

| | |
|--------------------------------|----|
| 一、鱼跃医疗：家用医疗器械领军者..... | 5 |
| 二、聚焦核心赛道，打造增长引擎..... | 7 |
| 2.1 呼吸制氧：布局全面，不断升级..... | 7 |
| 2.1.1 呼吸机：患病人数高企，国内排名靠前..... | 7 |
| 2.1.2 制氧机：制造业单项冠军，市占率第一..... | 10 |
| 2.2 血糖及 POCT：CGM 酝酿第二增长曲线..... | 11 |
| 2.2.1 百亿市场，CGM 占比快速提升..... | 12 |
| 2.2.2 新一代 CGM 成功获批，抢占高地..... | 15 |
| 2.3 家用健康检测：长期深耕，电子血压计稳健..... | 17 |
| 2.4 临床器械及康复：空间广阔，品牌矩阵已成..... | 18 |
| 2.5 孵化业务：布局急救，初具规模..... | 21 |
| 三、渠道扩张：全面建设，积极出海..... | 24 |
| 四、盈利预测与投资建议..... | 27 |
| 盈利预测..... | 27 |
| 投资建议..... | 28 |
| 五、风险提示..... | 29 |
| 六、附录..... | 29 |
| 6.1 公司基本情况介绍..... | 29 |
| 6.2 公司近年财务表现..... | 30 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1：鱼跃医疗品牌矩阵已成，影响力强 | 6 |
| 图 2：上年同期社会公共需求波动下，24 年呼吸治疗营收有所下降 | 7 |
| 图 3：2016-2025E 中国 OSA 患病人数显著增长（单位：百万人） | 7 |
| 图 4：2016-2024E 中国 COPD 患病人数显著增长（单位：百万人） | 7 |
| 图 5：中国 OSA 检出率远低于美国 | 8 |
| 图 6：中国 COPD 患病、确诊及控制人数均远低于美国（单位：百万人） | 8 |
| 图 7：全球家用无创呼吸机市场规模不断提升（单位：百万美元） | 8 |
| 图 8：2020 年瑞思迈和飞利浦占据全球市场主要份额（按销售额拆分） | 8 |
| 图 9：中国家用无创呼吸机市场规模不断提升（单位：百万元） | 8 |
| 图 10：2020 年公司在我国市场位居第四（按销售额拆分） | 8 |
| 图 11：2014 年-2021 年我国制氧机需求量不断增长 | 11 |
| 图 12：我国制氧机市场规模持续提高（亿元） | 11 |
| 图 13：公司招标市占率行业领先（2023.06-2024.05） | 11 |
| 图 14：24 年公司血糖管理及 POCT 解决方案业绩表现亮眼 | 12 |
| 图 15：全球与中国糖尿病患者人数庞大且逐年提升（百万人） | 12 |
| 图 16：全球糖尿病监测医疗器械与 CGM 市场规模逐步增长（十亿美元） | 13 |
| 图 17：中国的 CGM 渗透率远低于美国/欧盟五国（2020-2030E） | 14 |
| 图 18：我国糖尿病监测医疗器械与 CGM 市场规模逐年增长（亿美元） | 14 |
| 图 19：2020 年 BGM 市场竞争格局 | 15 |
| 图 20：2020 年全球 CGM 竞争格局较为集中 | 15 |
| 图 21：2020 年中国 CGM 竞争格局显著集中 | 15 |
| 图 22：我国 CGM 获批产品多，竞争激烈 | 15 |
| 图 23：我国高血压患病率总体呈现逐年升高趋势 | 17 |
| 图 24：我国高血压知晓率、治疗率、控制率仍有待提升 | 17 |
| 图 25：2018 年以来我国电子血压计市场规模（亿元）逐年增长 | 18 |
| 图 26：2021 年公司电子血压计市占率仅次于欧姆龙 | 18 |
| 图 27：24 年公司家用健康检测板块业绩稍有回落 | 18 |
| 图 28：公司红外耳式体温计 YHT108 | 18 |
| 图 29：我国康复医疗器械市场不断增长 | 19 |
| 图 30：鱼跃医疗位居行业领先地位 | 19 |
| 图 31：2018 年以来我国消毒感控市场发展迅速 | 19 |
| 图 32：2017 年至 2025 年全球眼科医疗器械市场持续增长（单位：十亿美元） | 20 |
| 图 33：2017 年至 2025 年中国眼科医疗器械市场持续增长（单位：十亿人民币） | 20 |
| 图 34：2021 年，外资占据我国眼科诊断设备市场主导地位 | 20 |

| | |
|---|----|
| 图 35：2021 年，外资占据我国眼科治疗类设备市场主导地位 | 20 |
| 图 36：公司临床器械及康复业务营收稳健（单位：亿元） | 20 |
| 图 37：中国体外除颤设备市场规模快速提升 | 21 |
| 图 38：2022 年我国每 10 万人口 AED 配备数量极低（单位：台） | 21 |
| 图 39：2021-2024 年我国 AED 采购金额逐年提升 | 22 |
| 图 40：2021-2024 年我国 AED 采购数量快速增长 | 22 |
| 图 41：2021-2024 年 AED 国产占比较高 | 23 |
| 图 42：2024 年普美康位居我国 AED 除颤仪市占率 TOP5 | 23 |
| 图 43：公司急救解决方案及其他营收已初具规模 | 23 |
| 图 44：2024 年公司销售费用显著提高 | 24 |
| 图 45：2019-2024 年公司销售人员数量总体呈现增长趋势（单位：名） | 24 |
| 图 46：工资薪金支出、电商平台费为主要销售费用支出（单位：百万元） | 24 |
| 图 47：线上销售已成为公司主要收入来源之一（2016 年 1 月-2025 年 5 月） | 25 |
| 图 48：2016-2025Q1 公司线上销售额（单位：百万元）、yoy、营收占比 | 25 |
| 图 49：2024 年公司海外销售表现良好 | 25 |
| 图 50：公司海外营收占比有待进一步提升 | 25 |
| 图 51：公司股权结构图（截至 2024 年 12 月 31 日） | 29 |
| 图 52：业绩受社会公共需求影响而波动，25Q1 趋势向好 | 31 |
| 图 53：2024 年呼吸治疗解决方案贡献主要营收 | 31 |
| 图 54：毛利率保持稳定，净利率小幅波动 | 31 |
| 图 55：销售费用率存在一定波动 | 31 |
| | |
| 表 1：公司积极外延并购，横向拓展版图 | 5 |
| 表 2：公司具备多元化业务结构 | 5 |
| 表 3：公司呼吸机产品型号完备 | 9 |
| 表 4：鱼跃与瑞思迈单水平呼吸机产品对比 | 9 |
| 表 5：鱼跃与瑞思迈双水平呼吸机产品对比 | 10 |
| 表 6：公司制氧机产品型号完备 | 10 |
| 表 7：公司血糖监测产品型号丰富 | 12 |
| 表 8：相较于 BGM，CGM 具备显著优势 | 13 |
| 表 9：国内现有主流 CGM 产品参数对比 | 16 |
| 表 10：公司血压计产品型号丰富 | 17 |
| 表 11：临床器械及康复业务品类丰富 | 18 |
| 表 12：公司急救产品线已较为完备 | 21 |
| 表 13：可比公司估值 | 28 |
| 表 14：公司管理团队介绍（截至 2024 年 12 月） | 30 |

一、鱼跃医疗：家用医疗器械领军者

外延并购，多点开花。公司以家用医疗器械产品起家，自 2009 年起，通过积极收购投资，横向布局消毒感控、眼科等领域。目前，公司产品品类达 600 多种，规格近万个。

表 1：公司积极外延并购，横向拓展版图

| 时间 | 事件 | 业务 |
|-------------|------------------------------|---|
| 2009 年 8 月 | 收购苏州医疗用品厂 | 获得“华佗”品牌与业务，正式进军中医器械领域 |
| 2015 年 3 月 | 收购上械集团 100%股份 | 获得“金钟”品牌，其核心产品为手术器械、卫生材料及敷料、药用膏贴等，为手术器械国内行业龙头企业 |
| 2016 年 11 月 | 收购中优医药 61.6225%股份 | 获得“安尔碘”“洁芙柔”品牌，开展医用清洁消毒、工业清洗消毒及个人护理类产品等传染病防控与感染控制的细分领域业务 |
| 2017 年 3 月 | 全资收购德国普美康 Metrax GmbH 100%股份 | 将半自动体外心脏除颤器（AED）纳入产品线，研发、制造和销售心脏除颤器械产品 |
| 2017 年 5 月 | 收购 Amsino Medical 38.66%股份 | 生产并经销以感染控制、抗菌涂层和安全无针为核心技术的一次性医疗器械系列产品 |
| 2018 年 5 月 | 再次收购中优医药 38.3775%股份 | 强化感控控制业务布局 |
| 2018 年 10 月 | 收购江苏视准 20.96%股份 | 参股隐形眼镜企业，进军眼科，布局隐形眼镜领域 |
| 2019 年 10 月 | 收购六六视觉 95.95%股份 | 专注从事眼科医疗器械业务，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、600 多种规格 |
| 2021 年 5 月 | 并购浙江凯立特医疗 50.993%股份 | 凯立特产品包括动态血糖监测（CGM）、血气及电解质、以及其他 POCT 即时检验产品，提供全面、有效和经济的糖尿病管理方案 |
| 2022 年 5 月 | 收购江苏乐润 100%股份 | 专注隐形眼镜，进一步扩大眼科医疗器械领域业务 |
| 2025 年 1 月 | 参股 Inogen 9.9%股份 | 与 Inogen 达成合作协议，进一步开拓呼吸制氧国际市场 |

数据来源：公司公告，东方证券研究所

四大核心赛道，叠加潜力业务，打造业务矩阵。目前公司重点聚焦四大主要赛道，包括呼吸制氧、血糖及 POCT、家用健康检测、临床器械及康复，并积极孵化急救等高潜力业务，布局广阔。

表 2：公司具备多元化业务结构

| 板块 | 系列 | 产品 |
|----------|--------------|---------------------|
| 呼吸治疗解决方案 | 呼吸机系列 | 全自动双水平呼吸机、双水平正压呼吸机等 |
| | 制氧机系列 | 医用制氧机、便携制氧机 |
| | 雾化器系列 | 压缩空气式雾化器 |
| | 吸引器系列 | 便携式吸痰器、电动吸引器 |
| | 高流量呼吸湿化治疗仪系列 | 高流量呼吸湿化治疗仪 |
| | 持续正压通气用面罩系列 | 持续正压通气用面罩、持续正压通气用鼻罩 |

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

| | | |
|----------------|--------------|------------------------|
| 糖尿病管理及体外诊断解决方案 | BGM 指尖血糖检测系列 | 血糖尿酸测试仪、血糖仪 |
| | CGM 连续血糖监测系列 | 可持续动态血糖监测系统 |
| 血压检测解决方案 | 电子血压计系列 | 臂式电子血压计、腕式电子血压计 |
| | 医用电子血压计 | 医用全自动电子血压计 |
| 体温检测解决方案 | 电子体温计系列 | 医用电子体温计 |
| | 红外体温计系列 | 红外体温计、红外耳式体温计 |
| 血氧监测解决方案 | 血氧仪系列 | 血氧仪 |
| 康复护理解决方案 | 轮椅系列 | 电动轮椅车、手动轮椅车 |
| 急救解决方案 | | 自动体外心脏除颤器等 |
| 感染控制解决方案 | | 消毒剂、消毒液、表面湿巾等 |
| 中医理疗解决方案 | | 针灸针、电子针疗仪、中频电疗仪、低频电疗仪等 |
| 手术治疗解决方案 | | 手术剪、止血钳、医用镊等 |
| 眼科诊断解决方案 | | 裂隙灯显微镜、手术显微镜、眼底相机等 |

数据来源：公司官网，东方证券研究所

品牌矩阵已成，优势突出。公司注重构建优异的品牌形象，已形成“鱼跃 yuwell”、“洁芙柔”、“华佗 Hwato”、“金钟 JZ”、“安尔碘”、“普美康 PRIMEDIC”、“六六视觉”等几大主要品牌系列，知名度高。

图 1：鱼跃医疗品牌矩阵已成，影响力强



数据来源：公司官网，东方证券研究所

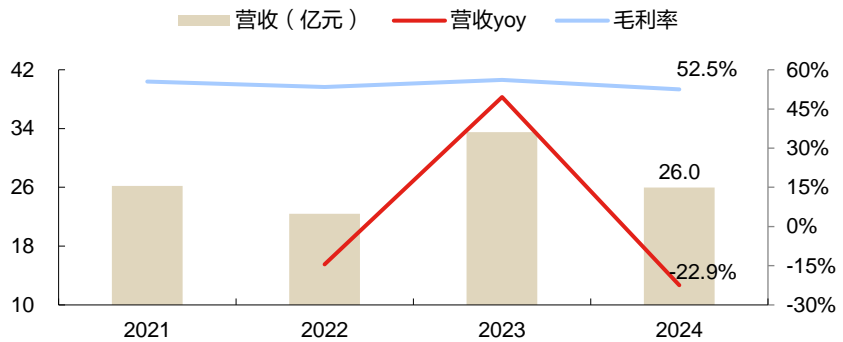
公司战略方向聚焦全球化、数字化和可穿戴化。作为家用器械领军者，公司积极开发新产品、新渠道。近年来，呼吸类产品、持续监测型产品等是重点新品研发方向；同时，公司持续开展 AI 智能穿戴医疗设备的研发工作，涉及血糖、血压、血氧等指标，在专业技术及数据积累方面已打下良好基础。其次，在海外业务上，公司海外属地布局日益完善，产品注册工作逐步落地，出海正当时。

二、聚焦核心赛道，打造增长引擎

2.1 呼吸制氧：布局全面，不断升级

行业领先，社会公共需求带来波动。在呼吸治疗解决方案中，公司主要产品包括：呼吸机、制氧机和雾化器。2024 年该板块营收为 26 亿元（-22.9%），系上年同期社会公共需求波动影响所致。在呼吸治疗领域，公司积累深厚，其中制氧机业内领先，被认定为单项冠军产品。

图 2：上年同期社会公共需求波动下，24 年呼吸治疗营收有所下降

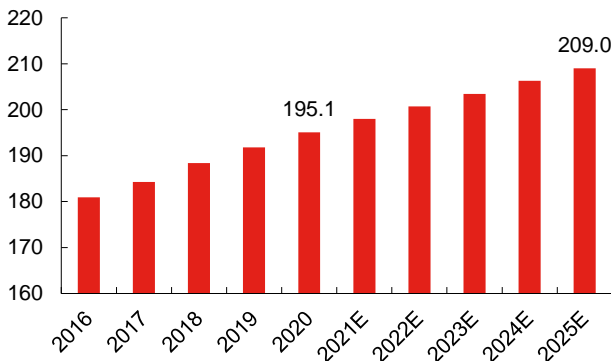


数据来源：wind，东方证券研究所

2.1.1 呼吸机：患病人数高企，国内排名靠前

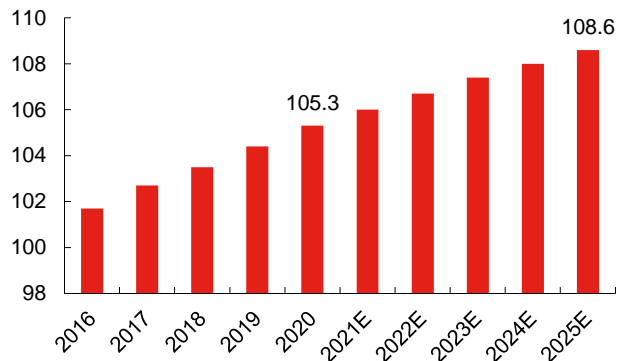
国内 OSA 与 COPD 患病率高企，呼吸机需求迫切。呼吸机可应用于睡眠呼吸暂停低通气综合征（OSA）、慢性阻塞性肺疾病（COPD）等疾病的治疗。根据弗若斯特沙利文，2020 年中国 OSA 患病人数已达 1.95 亿，居全球首位。而我国 40 岁及以上 COPD 患病率为 13.6%，总患病人数约 1 亿人。庞大的患病人数带来旺盛的呼吸机需求。

图 3：2016-2025E 中国 OSA 患病人数显著增长（单位：百万人）



数据来源：弗若斯特沙利文、瑞迈特招股说明书，东方证券研究所

图 4：2016-2024E 中国 COPD 患病人数显著增长（单位：百万人）

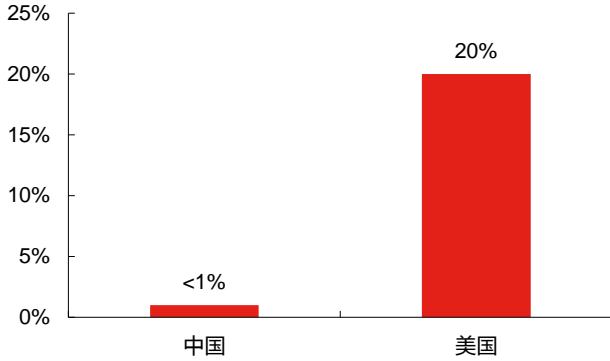


数据来源：弗若斯特沙利文、瑞迈特招股说明书，东方证券研究所

慢性呼吸系统疾病诊疗率低，渗透率有望进一步提升。目前，OSA 在中国的检出率不足 1%，远低于美国的 20%；且在确诊和控制率上，我国也均处于较低水平。未来，随着公众健康意识的提升、销售推广力度的加强，以及相关政策的支持，家用呼吸机市场将显著扩大。

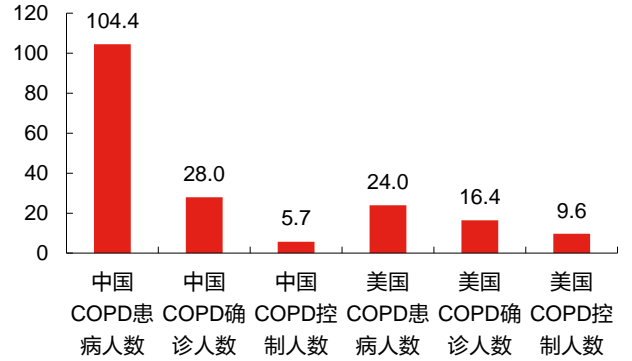
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 5：中国 OSA 检出率远低于美国



数据来源：弗若斯特沙利文、瑞迈特招股说明书，东方证券研究所

图 6：中国 COPD 患病、确诊及控制人数均远低于美国（单位：百万人）

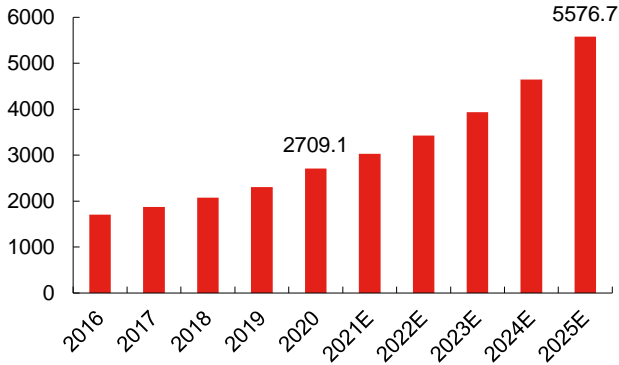


数据来源：弗若斯特沙利文、瑞迈特招股说明书，东方证券研究所

我国市场规模小，正快速增长。根据弗若斯特沙利文，全球无创呼吸机市场预计将从 2020 年的 27.1 亿美元增长至 2025 年的 55.8 亿美元，期间 CAGR 15.5%。而中国市场则增长更快，预计将在 2025 年达到 33.3 亿元，2020-2025 年 CAGR 为 22.0%。

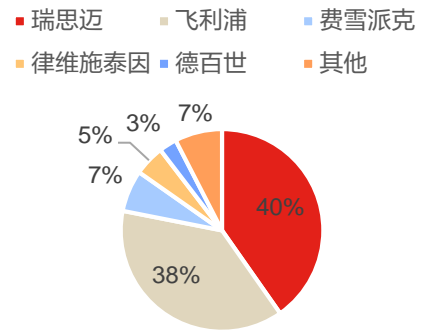
在竞争格局上，瑞思迈为全球龙头，国内企业处于追赶阶段。而在国内市场，2020 年，公司市占率约为 7.3%，位居第四，竞争力较强。

图 7：全球家用无创呼吸机市场规模不断提升（单位：百万美元）



数据来源：弗若斯特沙利文、瑞迈特招股说明书，东方证券研究所

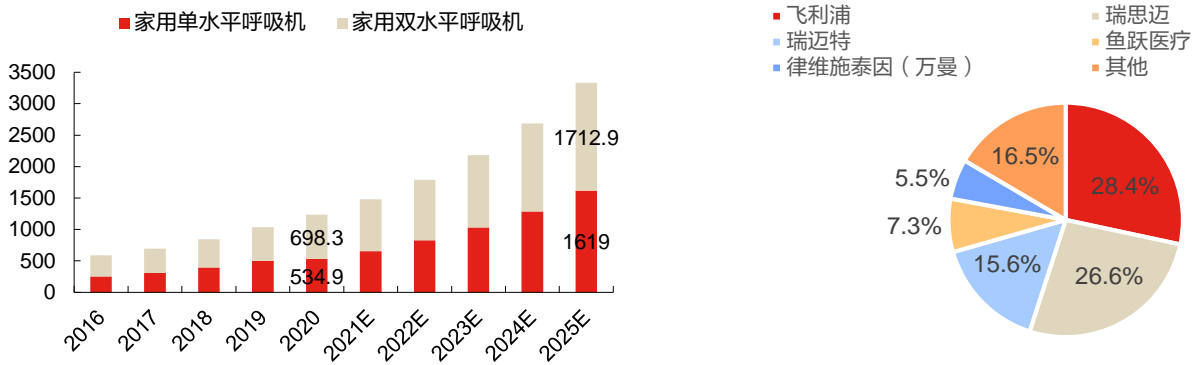
图 8：2020 年瑞思迈和飞利浦占据全球市场主要份额（按销售额拆分）



数据来源：弗若斯特沙利文、瑞迈特招股说明书，东方证券研究所

图 9：中国家用无创呼吸机市场规模不断提升（单位：百万元）

图 10：2020 年公司在我国市场位居第四（按销售额拆分）



数据来源：弗若斯特沙利文、瑞迈特招股说明书，东方证券研究所

数据来源：弗若斯特沙利文、瑞迈特招股说明书，东方证券研究所

呼吸机种类丰富，产品不弱于全球龙头。公司呼吸机产品布局全面，主要包括：正压和双水平正压呼吸机。其中，正压呼吸机适用于打鼾憋气、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。横向对比下，公司呼吸机产品参数表现不弱于瑞思迈。

表 3：公司呼吸机产品型号完备

| 型号 | 产品尺寸 | 延时升压 | 额外功能 | 压力范围 | 噪音 | 价格 (元) |
|------------|----------------|----------------------|------------------------------|------------------------|-------------|--------|
| YH-925Auto | 265*135*105mm | 自动/手动 0-60 分钟步长 5 分钟 | 自动加湿、自动背光、自动启停、支持面罩测试、自动漏气补偿 | 4-25cmH ₂ O | ≤32dB(A) | 线下款 |
| YH-690F | 265*135*105mm | 自动/手动 0-60 分钟步长 5 分钟 | 自动启停、支持面罩测试、自动漏气补偿 | 4-20cmH ₂ O | 28 ± 2dB(A) | 线下款 |
| YH-825Auto | 285*185*125mm | 自动/手动 0-60 分钟步长 5 分钟 | 自动启停、支持面罩测试、自动漏气补偿 | 4-25cmH ₂ O | - | 6480 |
| YH-830 | 285*185*125mm | - | 自动启停、支持面罩测试、自动漏气补偿 | 4-30cmH ₂ O | - | 线下款 |
| YH-450 | 285*185*125mm | 自动/手动 0-45 分钟步长 5 分钟 | 自动启停、支持面罩测试、自动漏气补偿 | 4-20cmH ₂ O | - | 4980 |
| YH-560 | 270*135*100mm | 自动/手动 0-45 分钟步长 5 分钟 | 自动启停、面罩脱落提示、自动漏气补偿 | 4-20cmH ₂ O | - | 3580 |
| YH-660 | 272.5*181*93mm | 自动/手动 0-45 分钟步长 5 分钟 | 自动启停、面罩脱落提示、自动漏气补偿 | 4-20cmH ₂ O | - | 线下款 |

数据来源：公司官网、京东，东方证券研究所

表 4：鱼跃与瑞思迈单水平呼吸机产品对比

| 品牌型号参数 | 鱼跃 YH-450 | 瑞思迈 S10 |
|--------|------------------------|------------------------|
| 市场价 | 4878 元 | 8800 元 |
| 工作模式 | CAPA、AutoCPAP | CAPA、AutoCPAP |
| 压力水平 | 4-20cmH ₂ o | 4-20cmH ₂ o |

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

| | | |
|---------|----------------|----------------|
| 压力上升水平 | 200ms+ | 150-600ms |
| 传感期精度 | 50HZ | 200HZ |
| 漏气补偿 | 60L/min | 60L/min |
| 血氧/脉率 | 有 | 无 |
| 噪音 | 28dB | 25dB |
| 数据传输 | SD 卡、蓝牙、USB | SD 卡、远程传输 |
| 压力释放与加湿 | 1-4 档，加湿 1-6 档 | 1-3 档，加湿 1-8 档 |

数据来源：鱼跃商城、瑞思迈官网，东方证券研究所

表 5：鱼跃与瑞思迈双水平呼吸机产品对比

| 品牌型号 | 鱼跃呼吸机 YH-720ST | 瑞思迈呼吸机 S9 VPAP ST |
|------|--------------------------------------|------------------------|
| 类型 | 双水平、医用级、家用 | 双水平、医用级、家用 |
| 市场价格 | 4580 元 | 9070 元 |
| 工作模式 | CPAP、S、T、ST | CPAP、S、T、ST |
| 压力范围 | 4-20cmH ₂ O | 2-25cmH ₂ O |
| 可调间隔 | 0.50cmH ₂ O (仅 CPAP 模式可调) | 0.20cmH ₂ O |
| 噪音 | 四级降噪 28 ± 2dB | 不高于 30dB |
| 其他功能 | 含加温湿化器，六档加温加湿 | 加湿，增湿器 |

数据来源：鱼跃商城、瑞思迈官网，东方证券研究所

2.1.2 制氧机：制造业单项冠军，市占率第一

持续革新，型号完备。在制氧机领域，公司在稳定、静音和轻量化三大属性方面持续升级，造就丰富产品线，可满足院内外不同群体需求。一方面，可帮助呼吸衰竭、严重缺氧患者有效改善低氧血症，显著提高生活质量；另一方面，对于有保健需求的大众群体，包括老年人、学生族、三高人群和上班族等，可增加脑供血、提高血氧浓度、提升工作和学习质量。

表 6：公司制氧机产品型号完备

| 型号 | 产品重量 | 产品尺寸 | 噪音 | 推荐流量 | 附加功能 | 输入功率 | 价格（元） |
|----------|--------|----------------|----------|-----------------|----------------------------------|-------|-------|
| 9F-5ZW | 21kg | 46.8*26.2*59cm | 45dB(A) | 1L/min-5L/min | 雾化、遥控 | 500VA | 5980 |
| 9F-5DW | 20kg | 37*30.5*54cm | 45dB(A) | 1L/min-5L/min | 雾化、遥控 | 500VA | |
| Spirit-6 | 2.3kg | 22*9*22cm | ≤55dB(A) | - | 智能脉冲供氧、九项报警、IP22 防淋防尘、可换电池、可换吸附塔 | 120VA | 9980 |
| 8F-5W | 24kg | 48*30*65cm | 41dB(A) | 0.5L/min-5L/min | 雾化、遥控 | 500VA | 4590 |
| 8F-5AW | 16.5kg | 39*24.5*50cm | ≤60dB(A) | 1L/min-5L/min | 雾化、遥控 | 500VA | 3590 |
| 8F-10W | 24kg | 41*37.5*66.8cm | ≤ | 1L/min-10L/min | 雾化 | 850VA | |

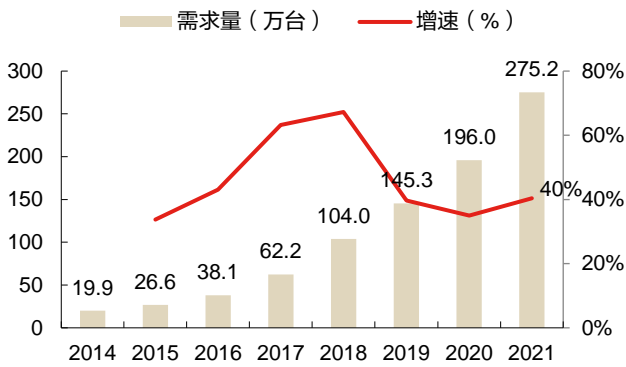
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

| | | | | | | | |
|--------|--------|------------|----------|-----------------|----|-------|------|
| | | | 60TdB(A) | | | | |
| 9F-5BW | 17.5kg | 40*30*55cm | 45dB(A) | 0.5L/min-5L/min | 雾化 | 500VA | 4090 |

数据来源：公司官网、京东，东方证券研究所

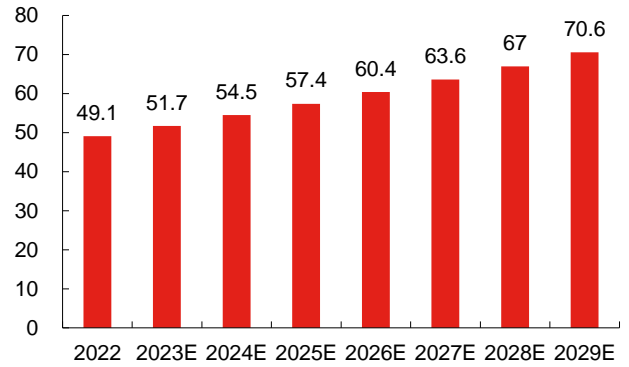
需求扩容，制氧机市场规模稳健增长。近年来，随着老龄化程度不断加深，慢性呼吸系统疾病患者数量增加，制氧机需求扩大，市场规模稳步提升。根据华经产业研究院，2021年，我国制氧机需求量为275.2万台；而根据未来智库预测，市场规模则预计将在2029年达到70.6亿元（2022-2029E CAGR=5.3%）。

图 11：2014 年-2021 年我国制氧机需求量不断增长



数据来源：华经产业研究院，东方证券研究所

图 12：我国制氧机市场规模持续提高（亿元）

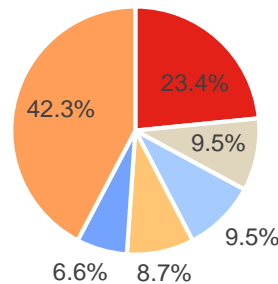


数据来源：未来智库，东方证券研究所

市占率第一，大幅领先。我国制氧机品牌较多，主要有鱼跃、欧格斯、双盛、新云等。根据喜鹊招标统计，从2023年6月至2024年5月的招标结果来看，公司市占率为23.4%，稳居第一。

图 13：公司招标市占率行业领先（2023.06-2024.05）

■ 鱼跃 ■ 欧格斯 ■ 双盛 ■ 新云 ■ 神鹿 ■ 其他



数据来源：喜鹊招标，东方证券研究所

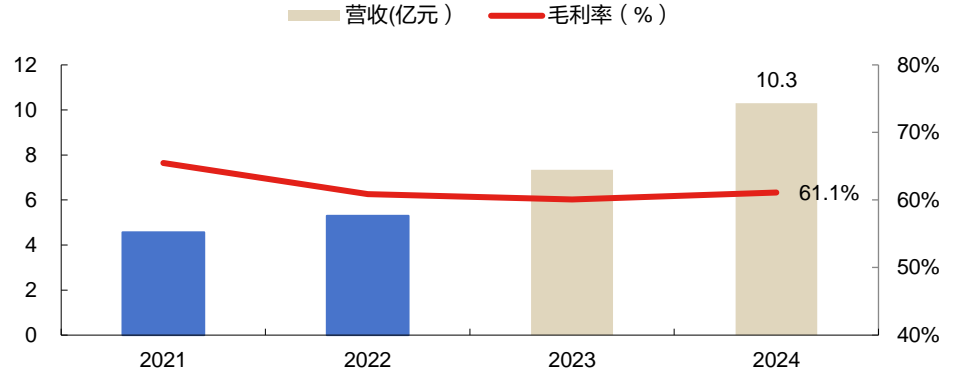
2.2 血糖及 POCT：CGM 酝酿第二增长曲线

公司血糖及 POCT 业务快速发展。公司血糖管理及 POCT 解决方案主要包括：传统指血血糖仪（Blood glucose monitoring, BGM），持续血糖监测系统（Continuous blood glucose

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

monitoring，CGM）及即时检验（Point-Of-Care Testing，POCT）产品等。2024年，该业务实现营收 10.3 亿元（同比+40.2%），其中 CGM 实现翻倍以上增长。

图 14：24 年公司血糖管理及 POCT 解决方案业绩表现亮眼



数据来源：Wind, 东方证券研究所 注：21-22 年收入分类为糖尿病护理与解决方案，存在小幅差异。

表 7：公司血糖监测产品型号丰富

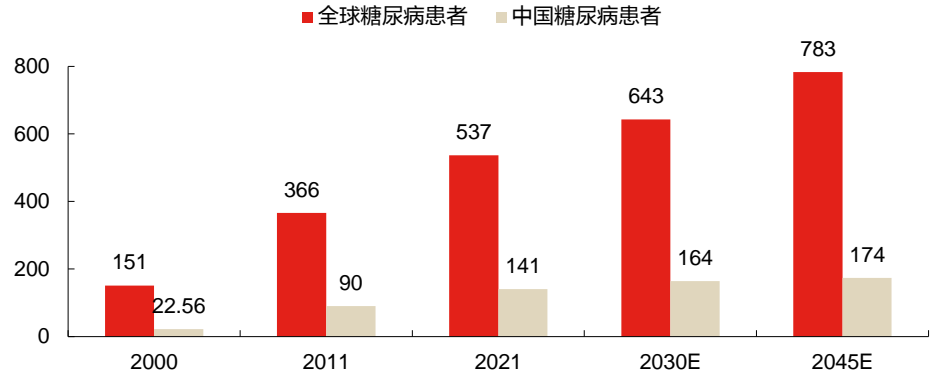
| BGM | | | | | | |
|-------|-----|-------|------|-----|-----|-----|
| | | | | | | |
| GU200 | 860 | 优准 II | 305A | 580 | 790 | 660 |
| CGM | | | | | | |
| | | | | | | |
| CT15 | | CT3 | | CT2 | | |

数据来源：公司官网，东方证券研究所

2.2.1 百亿市场，CGM 占比快速提升

我国糖尿病患者数量居全球首位，血糖管理亟需重视。根据观研报告网，2021 年国内糖尿病患者已达到 1.4 亿人，预计 2045 年将达到 1.7 亿人。糖尿病可能导致心脏病、中风、肾损伤和神经损伤等多项潜在并发症，疾病负担严重。并且，糖尿病为慢性病程，日常血糖管理需求庞大。

图 15：全球与中国糖尿病患者人数庞大且逐年提升（百万人）



数据来源：观研报告网，东方证券研究所

相较于传统 BGM，CGM 优势突出。血糖检测产品可分为：BGM、CGM 及其他。BGM 为市场主流产品，检测方法为刺破手指取样，并使用一次性试纸进行实时检测。而 CGM 为新兴检测产品，通过传感器皮下植入后，可实现 24 小时连续血糖监测。与 BGM 相比，CGM 在临床效果、舒适性、便携性、安全性方面具备显著优势。

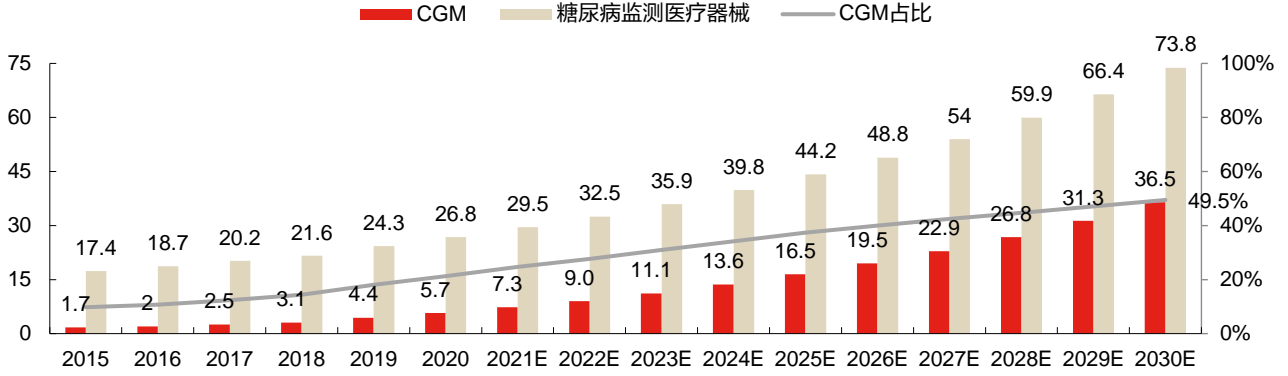
表 8：相较于 BGM，CGM 具备显著优势

| 类别 | 传统指血血糖仪 (BGM) | 持续血糖监测系统 (CGM) |
|------|-------------------------------------|--|
| 检测原理 | 通过检测血液中的葡萄糖与试纸上的酶发生化学反应产生的微电流来测量血糖值 | 通过植入皮下组织的传感器检测组织间液中的葡萄糖浓度，利用算法间接反映血糖水平。 |
| 检测方法 | 用采血笔刺破手指采血，测量血液中葡萄糖水平 | 将传感器植入皮下，监测皮下组织液葡萄糖水平 |
| 数据展示 | 测量的是某时点的瞬时血糖值，准确性较高 | 每几分钟记录一次血糖值，形成连续、全面的血糖图谱，包括血糖的波动趋势、高低血糖的时间和频率等信息 |
| 使用特点 | 操作简单，携带方便，随时随地可测。每次采血都有疼痛感；存在一定感染风险 | 佩戴设备体积较小，可固定在上臂或腹部等部位，相对隐蔽，但需定期更换传感器；感染风险相对较低 |

数据来源：中华医学会糖尿病学分会《中国动态血糖监测临床应用指南（2012 版）》，东方证券研究所

全球 CGM 市场规模增长较快。根据微泰医疗招股说明书，全球血糖监测产品的市场规模稳步上升，预计将于 2030 年达到 738 亿美元（2020-2030 CAGR=10.7%）。其中，CGM 占比正快速提升，预计将从 2020 年的 57 亿美元（占比 21.3%）增长至 2030 年的 365 亿美元（占比 49.5%），期间 CAGR 为 20.4%。

图 16：全球糖尿病监测医疗器械与 CGM 市场规模逐步增长（十亿美元）

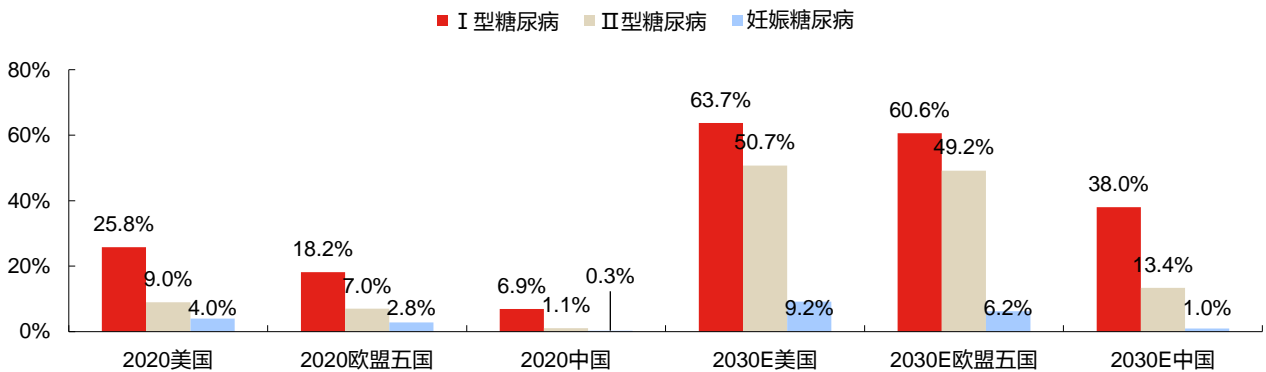


数据来源：微泰医疗招股说明书、灼识咨询、IDF，东方证券研究所

我国 CGM 市场正迅速成长。根据微泰医疗招股说明书，我国糖尿病监测医疗器械市场规模预计将由 2021 年的 15 亿美元增长至 2030 年的 61 亿美元 (CAGR=16.9%)。与美国和欧盟五国相比，我国 CGM 处于早期阶段，2020 年 CGM 在 1 型、2 型及妊娠糖尿病中的渗透率均较低。

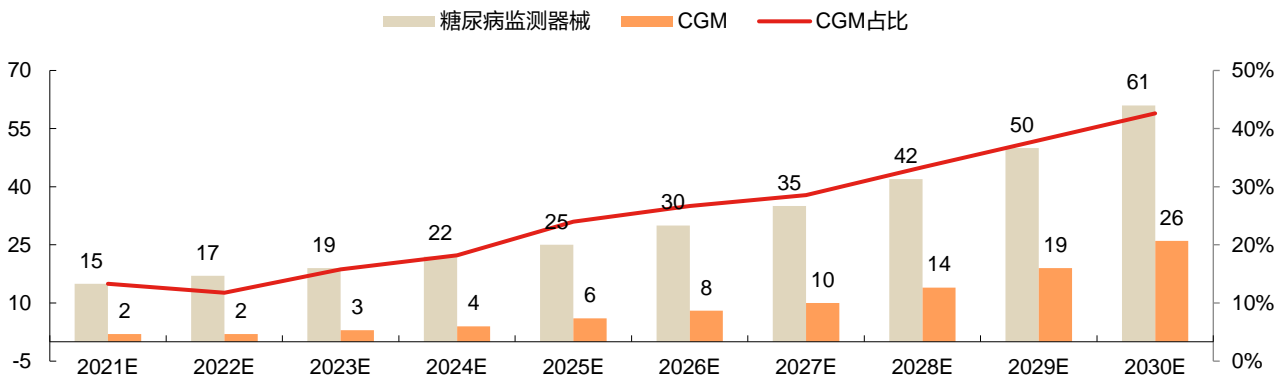
但是，随着市场教育的进行，患者健康意识增加等，预计我国 CGM 市场将迎来快速增长，2030 年市场规模将达 26 亿美元 (2021-2030 CAGR=33.0%)，且 CGM 占比会提升至 42.6%。

图 17: 中国的 CGM 渗透率远低于美国/欧盟五国 (2020-2030E)



数据来源：微泰医疗招股说明书，东方证券研究所

图 18: 我国糖尿病监测医疗器械与 CGM 市场规模逐年增长 (亿美元)



数据来源：微泰医疗招股说明书，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

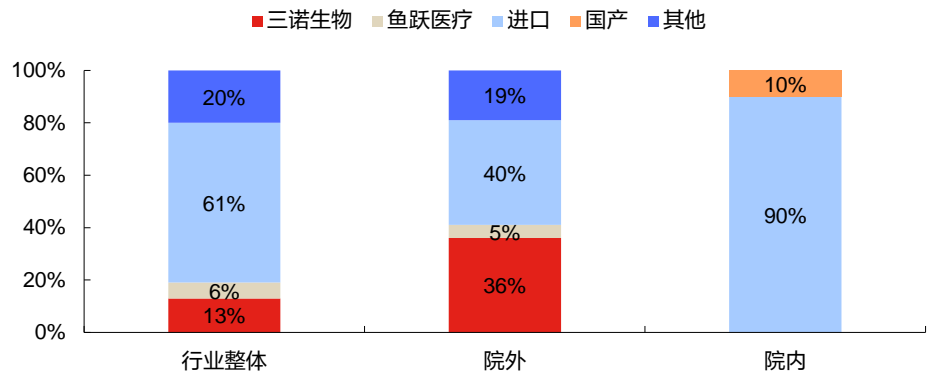
2.2.2 新一代 CGM 成功获批，抢占高地

在竞争格局方面，雅培等外资企业发展较早，在传统血糖监测和 CGM 领域均具备先发优势，我国企业快速追赶中。分产品来看：

1) 传统 BGM 市场：

根据观研天下，在 BGM 市场，2020 年强生、罗氏、雅培等外资企业占据 90% 院内份额，和 40% 院外份额。国产厂商凭借渠道及性价比优势，在院外渠道表现较好，其中鱼跃市占 5%。

图 19：2020 年 BGM 市场竞争格局



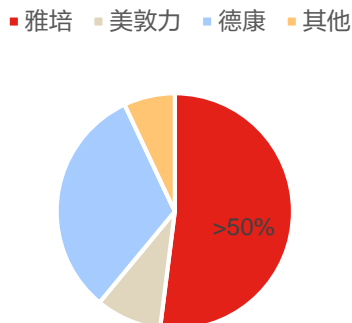
数据来源：观研天下，东方证券研究所

2) 新兴 CGM 市场：

国内企业积极抢占 CGM 市场，竞争激烈。在 CGM 领域，国外厂家如雅培、美敦力、德康布局较早。根据微泰医疗招股说明书，2020 年，全球市场中，雅培市占率超 50%；而根据智研咨询，在我国市场，雅培占据高达 78% 的市场份额。

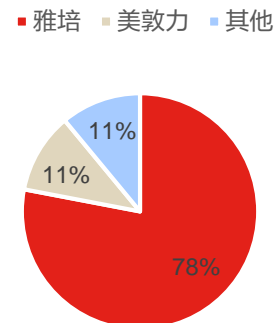
国内企业中，已实现技术突破且形成销售规模的厂商较少。CGM 市场广阔，国内企业正积极布局，鱼跃医疗、三诺生物、硅基仿生等企业均已有产品上市，产品数量不断增加。

图 20：2020 年全球 CGM 竞争格局较为集中



数据来源：微泰医疗招股说明书，东方证券研究所

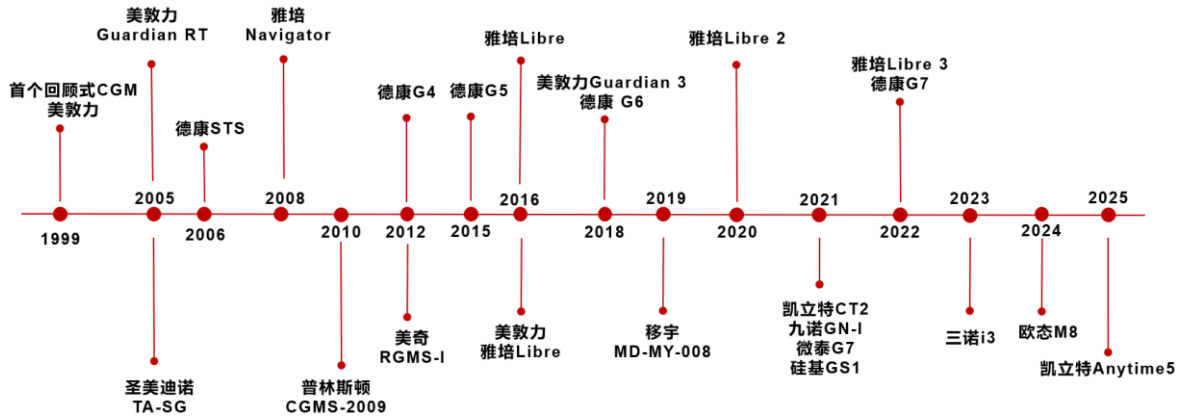
图 21：2020 年中国 CGM 竞争格局显著集中



数据来源：智研咨询公众号，东方证券研究所

图 22：我国 CGM 获批产品多，竞争激烈

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



数据来源：医械汇、NMPA，东方证券研究所

新一代 CGM 产品上市，构建增长新动能。2021 年 5 月，收购浙江凯立特后，公司切入 CGM 领域。2025 年 4 月，凯立特最新一代 CGM 产品 Anytime 5 系列成功获批 NMPA。从产品对比来看，公司 CGM 产品参数位于同行前列，竞争力强。

从市场推广来看，由于公司深耕糖尿病管理业务，CGM 产品预计能够与传统血糖管理业务形成协同效应，共享销售资源，从而快速推广，成为公司增长新动能。

表 9：国内现有主流 CGM 产品参数对比

| 序号 | 公司 | 品牌名 | 型号 | 传感器寿命 | 传感器活化时间 | MARD | 报警功能 | 指尖血校准 | 单次费用 (元) | 尺寸 | 数据更新频率 |
|----|-------|----------|------------------|-------|-------------------|-------|------|-------------|----------|------------------------|---------|
| 1 | 雅培 | 辅理善瞬感 | FreeStyle Libre | 14 天 | 1 小时 | 10.7% | 无 | 不需要 | 320 | 直径 35mm 厚度 5mm (一体化) | 15 分钟/次 |
| 2 | 美敦力 | 美预安 | Guardian Connect | 7 天 | 最短 35 分钟, 最长 2 小时 | 8.11% | 有 | 需要, 1 天 2 次 | 1440 | 40mm*36mm*9mm | 5 分钟/次 |
| 3 | 鱼跃凯立特 | 安耐糖 | CT15 | 14 天 | 1 小时 | 9.07% | 有 | 不需要 | 250 | 39mm*30.1mm*6.4mm | 3 分钟/次 |
| 4 | 三诺生物 | 爱看 | I3 | 15 天 | 2 小时 | 8.71% | 有 | 不需要 | 200 | 直径 32mm 厚度 5.7mm (一体化) | 3 分钟/次 |
| 5 | 硅基仿生 | 动感 | GS1 | 14 天 | 1 小时 | 8.83% | 有 | 不需要 | 300 | 33.5mm*20mm*5.3mm | 5 分钟/次 |
| 6 | 微泰医疗 | 动泰 | AiDEX G7 | 14 天 | 1 小时 | 9.08% | 有 | 不需要 | 195 | 14 天 | 5 分钟/次 |
| 7 | 深纳普思 | 欧态 Ottai | M8 | 14 天 | 1 小时 | 8.11% | 有 | 不需要 | 149 | 直径 24mm 厚度 3.4mm (一体化) | 5 分钟/次 |

数据来源：各公司官网，东方证券研究所 注：由于商家定价策略，促销活动等原因，单次费用存在波动。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

2.3 家用健康检测：长期深耕，电子血压计稳健

家用健康检测板块是公司业务的重要组成部分，主要产品为电子血压计，分为家用和医用两类。

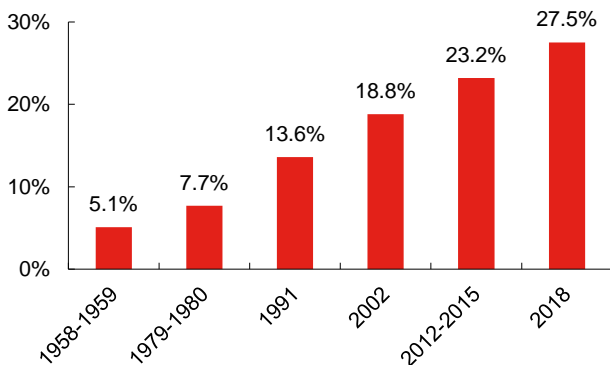
表 10：公司血压计产品型号丰富

| 产品型号 | 产品参数 |
|------------------|--|
| 医用全自动电子血压计 YE990 | 7 寸 TFT 彩屏，10 万次使用寿命，300 组记忆组数，智能加压与固定加压双模式测量 |
| 医用电子血压计 YE980 | 100 组记忆组数，示波测定法，（选配）蓝牙，袖带标配 M、L，选配 S 号，有袖带捆绑提示 |
| 臂式电子血压计 S68XR | 连续运行，适用 22-32cm/22-45cm 臂围范围，示波测定法，LCD 数字显示，脉率测量范围为 40-200 次/分钟，测量误差读数为 $\pm 5\%$ |
| 臂式电子血压计 YE666CR | 自动快速排气，半导体式压力传感器，自动加压，适用 22-32cm/22-45cm 臂围范围，示波测定法，LCD 数字显示，脉率测量范围为 40-200 次/分钟，测量误差读数为 $\pm 5\%$ |
| 臂式电子血压计 YE630CR | 自动快速排气，脉率测量误差读数为 $\pm 5\%$ ，适用 22-36cm 臂围范围，示波测定法，半导体式压力传感器，自动加压 |
| 臂式电子血压计 YE680CR | 自动快速排气，脉率测量误差读数为 $\pm 5\%$ ，适用 22-32cm 臂围范围，示波测定法，半导体式压力传感器，自动加压 |

数据来源：公司官网，东方证券研究所

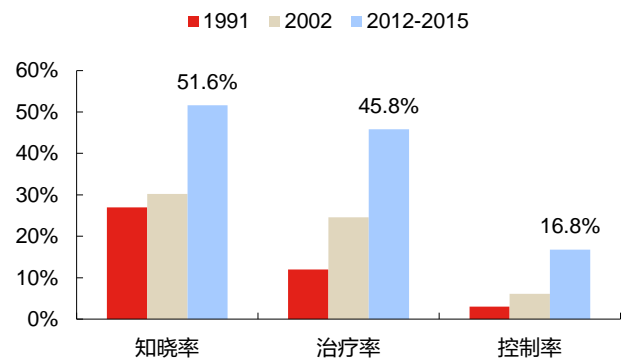
我国血压监测需求庞大。根据《中国心血管健康与疾病 2023 报告》，我国高血压患者约为 2.45 亿，血压监测业务前景广阔。根据高血压达标中心，自 1958 年以来，我国高血压患病率整体呈现上升趋势，近年高血压知晓率、治疗率和控制率分别为 51.6%、45.8%和 16.8%，仍有待提升。

图 23：我国高血压患病率总体呈现逐年升高趋势



数据来源：高血压达标中心，东方证券研究所

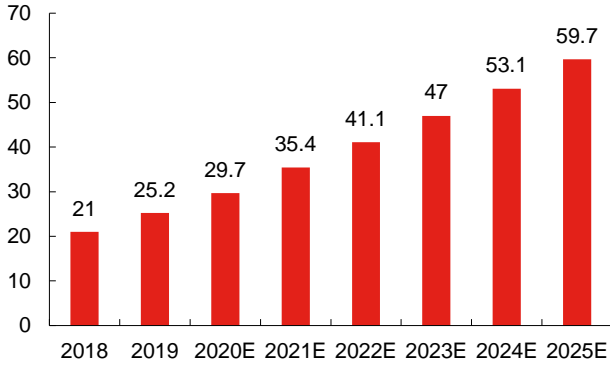
图 24：我国高血压知晓率、治疗率、控制率仍有待提升



数据来源：高血压达标中心，东方证券研究所

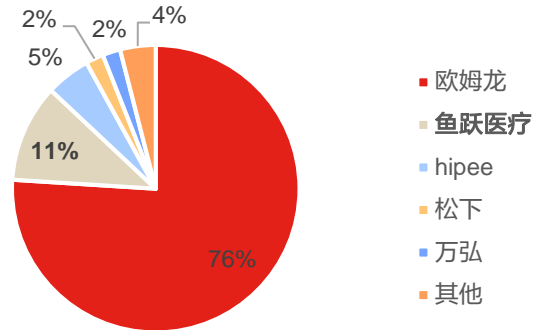
需求推动市场持续增长，公司市占率位居第二。根据 MCR 嘉世咨询预测，2025 年预计我国电子血压计市场规模达 59.7 亿元。而在竞争格局上，2021 年，欧姆龙、鱼跃医疗居于前列，其中欧姆龙占据市场领先地位（市占率 76%），鱼跃医疗则位居第二（市占率 11%）。

图 25：2018 年以来我国电子血压计市场规模（亿元）逐年增长



数据来源：MCR 嘉世咨询，东方证券研究所

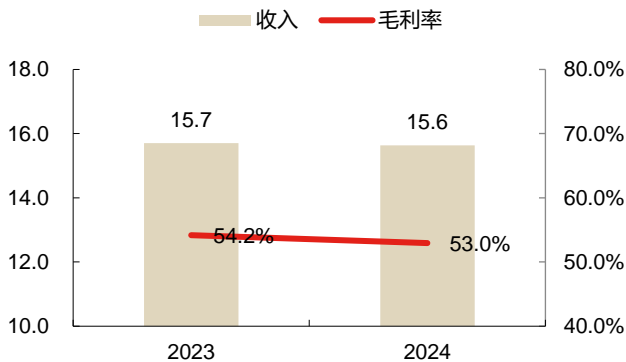
图 26：2021 年公司电子血压计市占率仅次于欧姆龙



数据来源：观研天下，东方证券研究所

电子血压计增长良好，推出高端新品。2024 年，公司家用健康检测解决方案业务实现营收 15.6 亿元（同比-0.4%）。其中，电子血压计保持双位数增长，而部分产品较上年同期高基数相比，有所回落。为进一步增强竞争力，24 年公司推出房颤血压双测机、新款耳温枪等一系列新品，致力于推动产品高端化。

图 27：24 年公司家用健康检测板块业绩稍有回落



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 28：公司红外耳式体温计 YHT108



数据来源：公司官网，东方证券研究所

2.4 临床器械及康复：空间广阔，品牌矩阵已成

公司临床器械及康复业务包含：“鱼跃”品牌康复类医疗器械、消毒感控业务、“华佗”品牌中医器械、“金钟”系列手术器械等。此外，公司通过收并购切入眼科器械领域。

表 11：临床器械及康复业务品类丰富

| 产品类别 | 主要品牌 | 主要产品 |
|---------|------------------------|-------------|
| 康复类医疗器械 | “鱼跃” | 轮椅等 |
| 消毒感控业务 | “洁芙柔”、“安尔碘”、“点而康”、“葡泰” | 免洗手消毒凝胶、碘伏等 |
| 中医器械 | “华佗” | 各类针灸针等 |

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

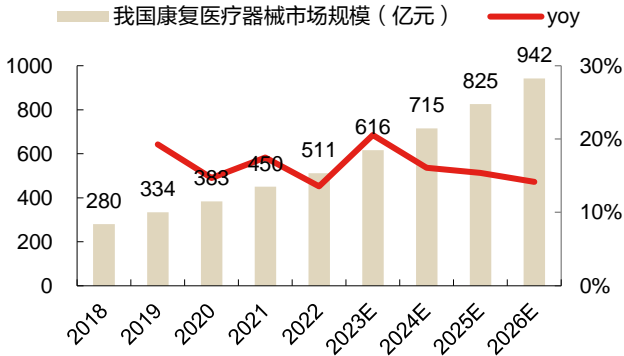
| | | |
|------|--------------------------------------|--------------|
| 手术器械 | “金钟” | 手术刀片、手术刀柄等 |
| 眼科器械 | 六六视觉（2016 年收购而来） 江苏视准（2016 年投资参股） | 裂隙灯显微镜、眼底相机等 |

数据来源：公司公告、公司官网，东方证券研究所

公司临床器械及康复业务涉及多个行业，分别来看：

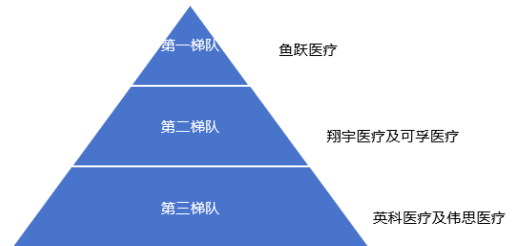
1) 康复医疗器械：国内市场持续扩容，公司处于领先地位。根据深创投产业研究院，2022 年我国康复医疗器械市场规模为 511 亿元，预计 2026 年将达到 942 亿元（2022-2026 年 CAGR=16.5%）。其中，鱼跃医疗处于领先地位，翔宇医疗和可孚医疗位居第二梯队。

图 29：我国康复医疗器械市场不断增长



数据来源：深创投产业研究院，东方证券研究所

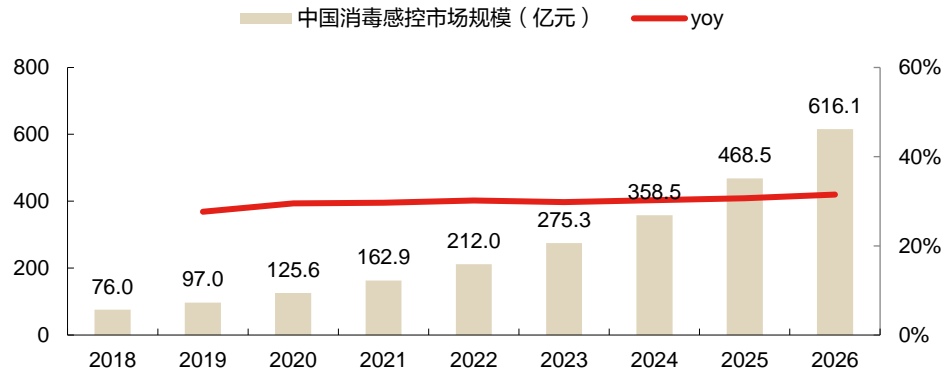
图 30：鱼跃医疗位居行业领先地位



数据来源：观研报告网，东方证券研究所

2) 消毒感控：我国消毒感控市场快速发展。根据智研瞻产业研究院预测，得益于公共卫生意识的提高、医疗卫生机构需求的增加及新型消毒技术的研发，我国消毒感控市场规模预计在 2026 年增长至 616.1 亿元（2018-2026 年 CAGR=30.0%）。

图 31：2018 年以来我国消毒感控市场发展迅速



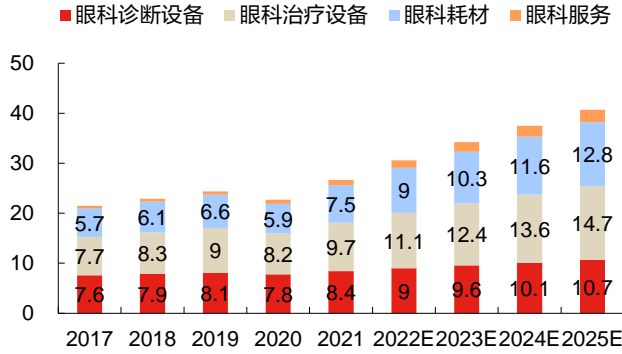
数据来源：智研瞻产业研究院，东方证券研究所

3) 眼科器械：根据摩熵咨询统计，我国眼病人数量庞大。其中，近视患者约 7 亿人（占比 50%）；其次分别是：干眼症、白内障、眼底血管和青光眼患者分别占比 25%、14%、4%和 2%。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

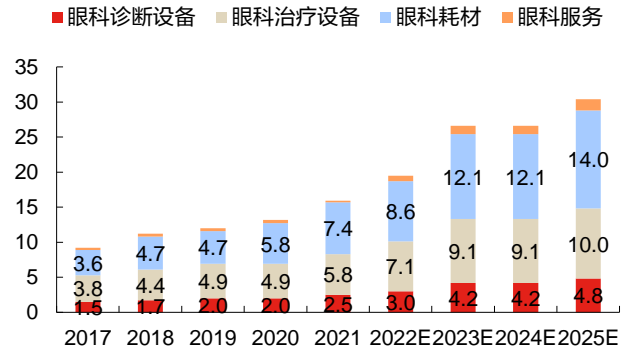
眼病市场复杂多样，且随着老龄化加速，患者规模逐步扩大。根据思宇 MedTech，2025 年全球和我国市场将分别达到 407 亿美元和 304 亿人民币。

图 32：2017 年至 2025 年全球眼科医疗器械市场持续增长（单位：十亿美元）



数据来源：思宇 MedTech，东方证券研究所

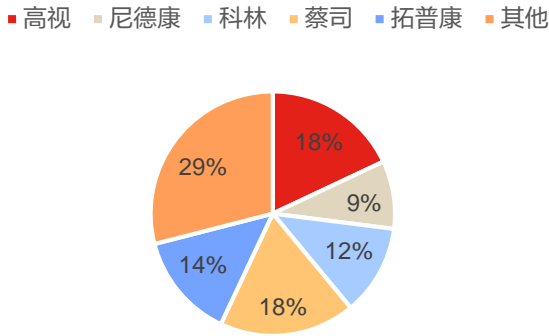
图 33：2017 年至 2025 年中国眼科医疗器械市场持续增长（单位：十亿人民币）



数据来源：思宇 MedTech，东方证券研究所

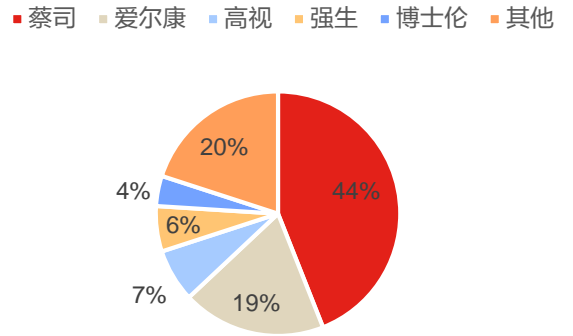
根据高视医疗招股说明书，2021 年，我国眼科诊断和治疗设备均主要为外资企业占据，蔡司等实力强劲。公司作为家用医疗器械龙头，渠道建设遍及院内外，新切入的眼科器械有可能与原有院内业务形成协同，快速成长。

图 34：2021 年，外资占据我国眼科诊断设备市场主导地位



数据来源：高视医疗招股说明书，东方证券研究所

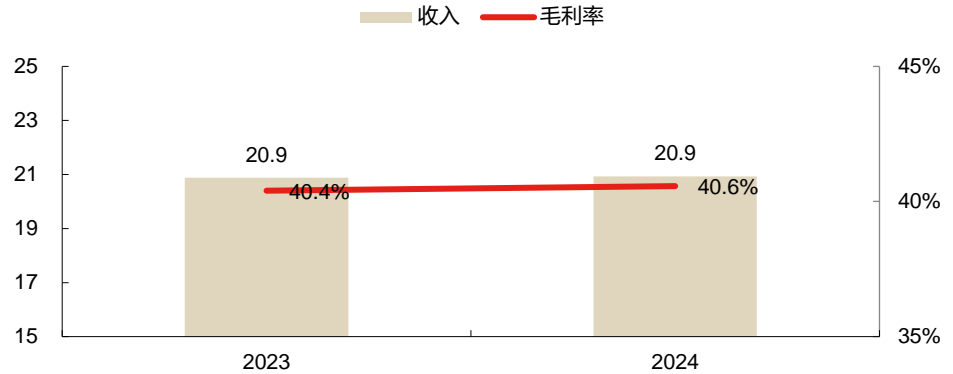
图 35：2021 年，外资占据我国眼科治疗类设备市场主导地位



数据来源：高视医疗招股说明书，东方证券研究所

表现稳健，强化品牌影响力。2024 年，公司临床器械及康复业务实现收入 20.9 亿元（同比 +0.2%），表现稳健。其中，针灸针、轮椅、手术器械产品增长趋势良好，而感染控制产品因上年同期需求波动影响，同比有所下降。公司积极开发新产品和客户群，有望进一步加强品牌力。

图 36：公司临床器械及康复业务营收稳健（单位：亿元）

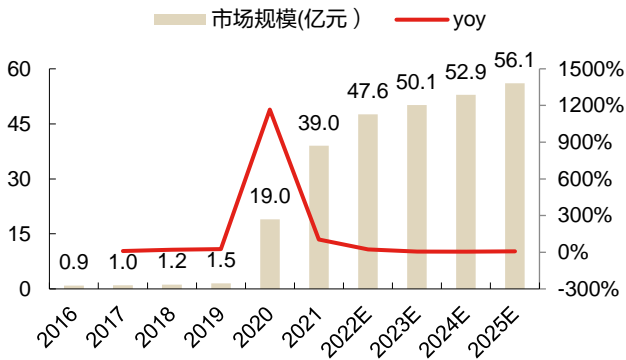


数据来源：公司公告，东方证券研究所

2.5 孵化业务：布局急救，初具规模

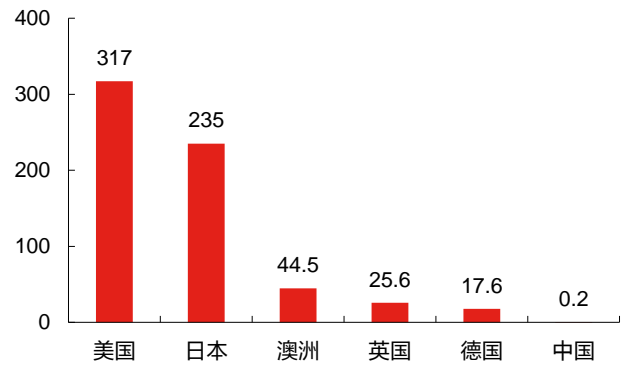
我国 AED 保有量极低，发展空间充足。根据《中国心血管病报告 2019》，估测我国每年发生 54.4 万例心脏性猝死，主要原因是心脏骤停。半自动体外心脏除颤器（AED）能够有效进行电除颤救治，是心脏骤停救治的关键一环。根据行业魔方，2022 年，我国每 10 万人 AED 配备数量为 0.2 台，远低于主流发达国家，AED 增长潜力较大。

图 37：中国体外除颤设备市场规模快速提升



数据来源：医械数据云，东方证券研究所

图 38：2022 年我国每 10 万人口 AED 配备数量极低（单位：台）



数据来源：行业魔方，东方证券研究所

普美康品牌成熟，精尖工艺赋能未来。公司于 2017 年全资收购德国普美康 Primedic，从而切入 AED 市场。Primedic 在急救领域拥有 40 余年经验，AED 与心脏除颤监护产品具备较强的产品力和品牌力。完成收购后，公司同步推进海内外急救业务发展。国内市场，公司迅速参与到多场所的设备铺设，包括商务中心、学校、企业园区、地铁等。

表 12：公司急救产品线已较为完备

| 型号 | 特点 | 产品示意图 |
|----|----|-------|
|----|----|-------|

| | | |
|-------------------------------|--|---|
| <p>DefiMonitor XD</p> | <p>手动除颤、6 导联心电图、AED 模式、外部起搏器、SpO₂（血氧饱和度监测）、内置打印机</p> |  |
| <p>HeartSave AED</p> | <p>半自动操作、最长可达 6 年待机、电极片（保质期 36 个月）、四种语言的语音提示、儿科模式&儿科按钮、最长可达 10 年保修</p> |  |
| <p>HeartSave AED-M</p> | <p>半自动操作、带照明显示屏、最长可达 6 年待机、电极片（保质期 36 个月）、儿科模式&儿科按钮、节拍器功能</p> |  |
| <p>HeartSave AS</p> | <p>全自动操作、最长可达 6 年待机、电极片（保质期 36 个月）、四种语言的语音提示、儿科模式&儿科按钮、最长可达 10 年保修</p> |  |
| <p>HeartSave PAD</p> | <p>半自动操作、最长可达 3 年待机、电极片（保质期 36 个月）、单语言语音提示、儿科模式&儿科按钮最长可达 10 年保修</p> |  |

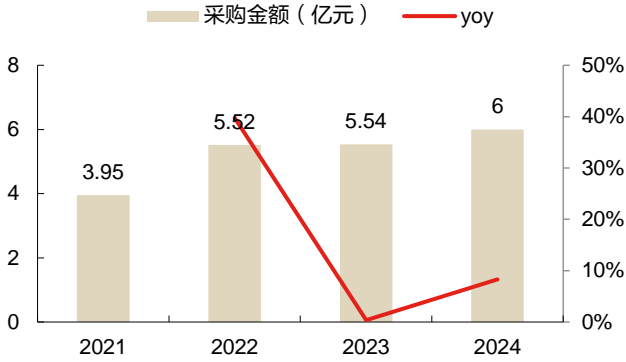
数据来源：公司官网、京东，东方证券研究所

AED 渗透率提升，公司市占率靠前。根据比地医械宝，2024 年我国 AED 总采购规模达 6.0 亿元，采购数量为 3.89 万台（+85%），增速较快。其中，国产化率达 79%，而公司 AED 市占率为 7.8%，位居第五。

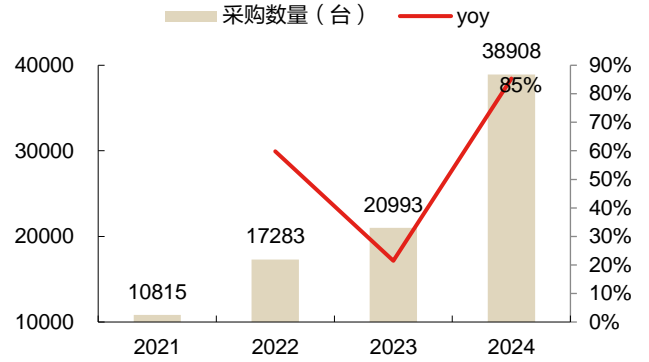
图 39：2021-2024 年我国 AED 采购金额逐年提升

图 40：2021-2024 年我国 AED 采购数量快速增长

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

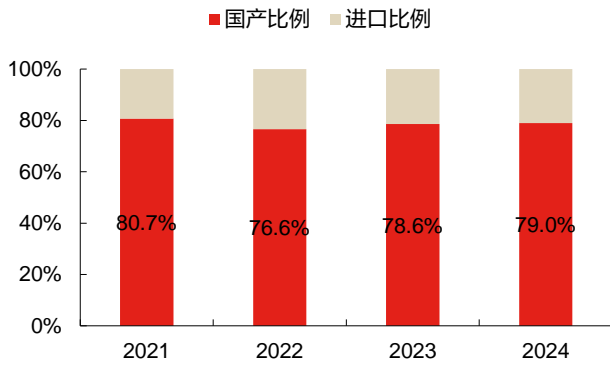


数据来源：比地医械宝，东方证券研究所



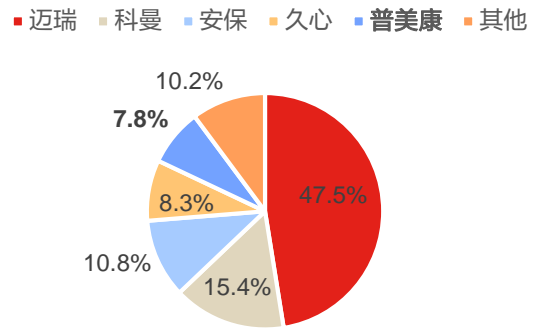
数据来源：比地医械宝，东方证券研究所

图 41: 2021-2024 年 AED 国产占比较高



数据来源：比地医械宝，东方证券研究所

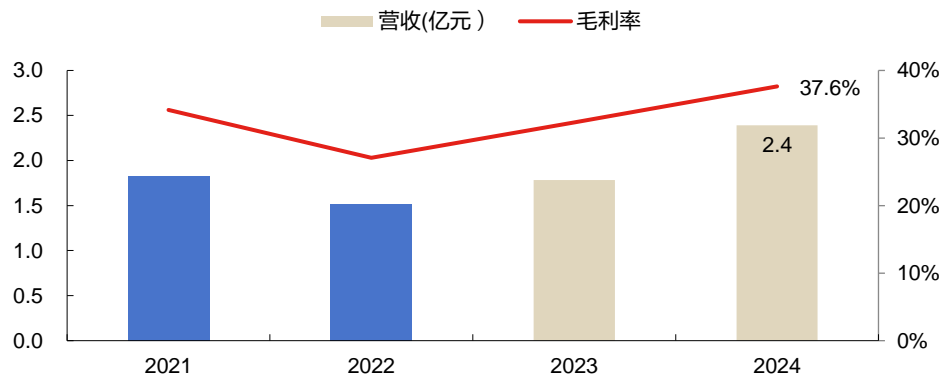
图 42: 2024 年普美康位居我国 AED 除颤仪市占率 TOP5



数据来源：比地医械宝，东方证券研究所

获得欧盟 CE 认证，有望快速增长。2024 年，公司急救解决方案及其他实现收入 2.4 亿元（+34.1%），表现良好。2025 年 5 月，公司 AED 产品 HeartSave myPAD 系列获得欧盟 MDR 的 CE 认证证书，该系列产品具备智能化特征。未来，随着我国 AED 保有量的提高和公司在海内外的积极布局，急救业务预计将实现进一步增长。

图 43: 公司急救解决方案及其他营收已初具规模

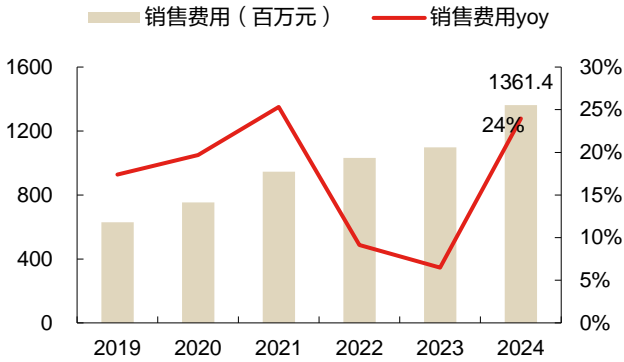


数据来源：wind，东方证券研究所 注：21-22 年收入分类为急救业务，存在小幅差异

三、渠道扩张：全面建设，积极出海

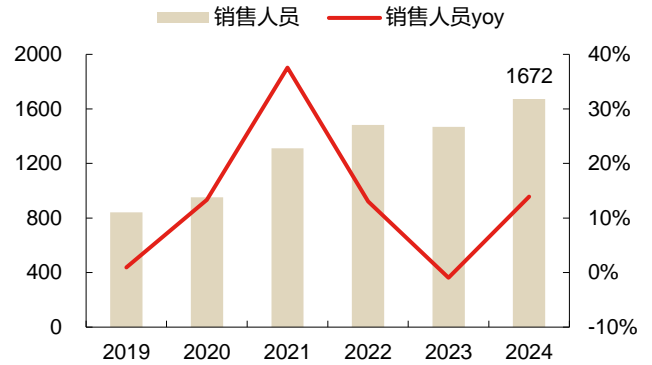
销售费用持续增长，团队壮大。随着营收规模增长，公司销售费用同步增加，从2019年的6.3亿元增长至13.6亿元。相对应地，销售团队规模从2019年的841人扩大至2024年的1672人。

图 44：2024 年公司销售费用显著提高



数据来源：wind，东方证券研究所

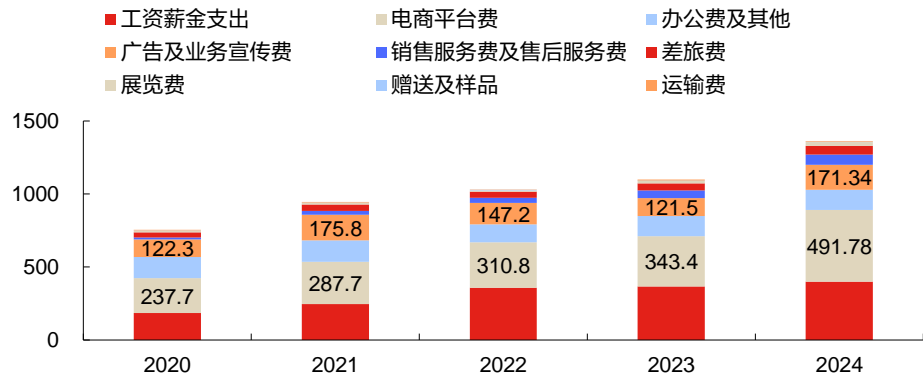
图 45：2019-2024 年公司销售人员数量总体呈现增长趋势（单位：名）



数据来源：wind，东方证券研究所

电商投入显著增加，21年起广告费用略有下降。从销售费用拆分来看，公司电商平台费、广告及业务宣传费等推广费用支出刚性。其中，公司电商平台费从2019年的0.7亿元持续增长至2024年的4.9亿元（CAGR=64.6%），而广告费用则在2021年后出现下降，系公司品牌效应增强，推广效率提升所致。

图 46：工资薪金支出、电商平台费为主要销售费用支出（单位：百万元）

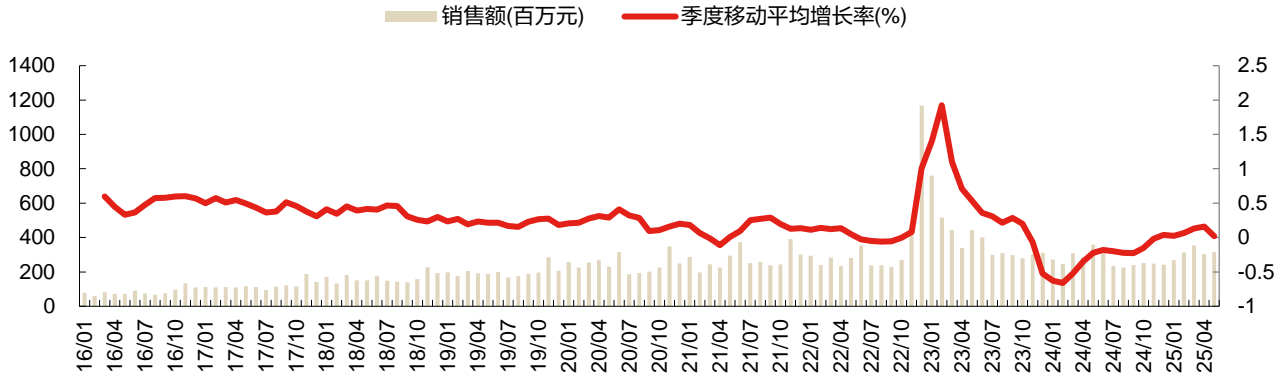


数据来源：公司年报，东方证券研究所

公司积极进行全方位渠道布局。公司销售渠道全面覆盖院内院外、线上线下、海外市场等。在院内市场，公司通过聚焦临床需求，持续增强产品力，加强医工交流，不断巩固市场影响力。而在线上、海外等市场，公司同样打造了专业营销体系，收入来源更加多元化，经营日趋稳健。

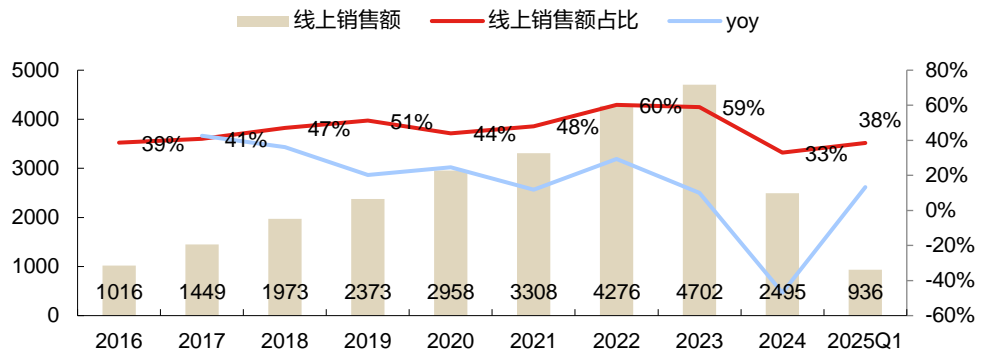
线上销售已成为公司主要营收来源之一。近年来，随着电商平台的迅猛发展，线上销售成为家用医疗器械领域的新趋势。公司在各主要电商平台均设有品牌旗舰店，线上销售额从2016年的10.2亿元增长至2022年的42.8亿元。2025Q1，公司线上销售额实现9.4亿元，营收占比为38%。

图 47：线上销售已成为公司主要收入来源之一（2016 年 1 月-2025 年 5 月）



数据来源：wind，东方证券研究所

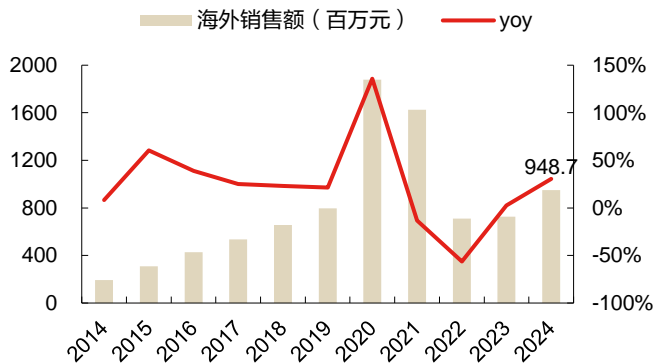
图 48：2016-2025Q1 公司线上销售额（单位：百万元）、yoy、营收占比



数据来源：wind，东方证券研究所

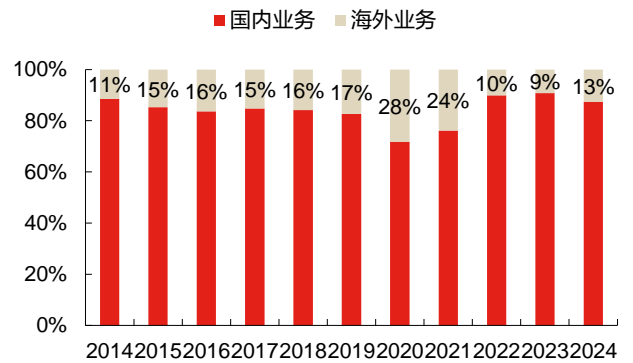
重视海外市场，外销业务全面推进。2024 年，公司海外实现收入 9.5 亿元（+30.4%），营收占比 13%，处于发展阶段。目前，公司海外产品注册工作正在逐步落地，主要覆盖区域包括：欧盟、东南亚、南美、中东等。同时，公司积极进行海外团队属地化布局，整体上海外业务预计将快速推进。

图 49：2024 年公司海外销售表现良好



数据来源：wind，东方证券研究所

图 50：公司海外营收占比有待进一步提升



数据来源：wind，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

2025 年 1 月，公司拟通过全资子公司“鱼跃香港”认购 Inogen 定向增发的 263 万股的股票，完成后持股比例为 9.9%；并与 Inogen 签署《战略合作协议》，约定在国际分销业务、商标许可及分销业务、联合研发、供应链优化方面开展深度战略合作。

Inogen 2001 年创立于美国，主营业务为便携式制氧机，拥有广泛的欧美销售渠道。而公司主要营收来源为国内，此次合作有利于公司拓宽欧美市场渠道，并在供应链和研发等方面优势互补，协作共赢，助力双方业务加速发展。

四、盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2025-2027 年盈利预测做如下假设：

- 1) 公司是我国家用医疗器械龙头，产品全面，收入增长主要来自以下六个部分：
 - i.呼吸治疗解决方案：2024 年，公司呼吸治疗解决方案板块业务由于受到上年同期社会公共需求波动影响，同比有所下降。但公司制氧机、雾化产品、家用呼吸机等产品在品质与品牌上均表现优秀，预计 25 年起将恢复稳健增长，25-27 年增速分别为 16.9%/17.8%/15.7%；
 - ii.血糖管理及 POCT 解决方案：公司 BGM 业务发展稳健，市占率持续攀升；而 CGM 新品处于上市推广阶段，产品竞争力强，且借助公司已有的强劲渠道优势，预计 CGM 产品将带动糖尿病护理板块的营收快速增长。因此，预计公司 25-27 年增速分别为 17.5%/20.9%/17.5%；
 - iii.家用健康检测解决方案：该业务主要包含测温仪、电子血压计等产品。受 23 年高基数影响，24 年公司家用健康检测解决方案业务板块营业收入有所承压，但 25 年起将恢复增长趋势。整体上，预计 25-27 年增速分别为 15.0%/9.1%/13.6%；
 - iv.临床器械及康复解决方案：2024 年公司临床器械及康复业务板块营业收入同比增长 0.24%，其中针灸针、轮椅、手术器械产品增长趋势良好，而感染控制产品因上年同期需求波动影响，同比有所下降。随着公司产品矩阵的进一步丰富，品牌影响力增强，预计 25-27 年增速分别为 11.3%/13.8%/8.7%；
 - v.急救解决方案及其他：公司正在同步推进急救产品的海外布局，近期 Y|YA 系列产品已顺利获得欧盟 MDR 认证，业务规模加速拓展，预计 25-27 年增速分别为 5.6%/10.0%/5.1%；
- 2) 公司 25-27 年毛利率分别为 50.6%/50.5%/50.8%，毛利率主要受产品结构影响，随着公司新品陆续上市，预计毛利率将会小幅上升。
- 3) 公司 25-27 年销售费用率为 15.78%/15.61%/15.66%，管理费用率为 4.96%/4.74%/4.71%，研发费用率为 6.55%/6.32%/6.33%。期间费用率的下降系收入规模增长及公司降本增效所致。

盈利预测核心假设

| | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 呼吸治疗解决方案 | | | | | |
| 销售收入（百万元） | 3,348.2 | 2,597.5 | 3,035.3 | 3,574.3 | 4,136.7 |
| 增长率 | 49.5% | -22.4% | 16.9% | 17.8% | 15.7% |
| 毛利率 | 55.8% | 52.5% | 53.5% | 54.0% | 55.0% |
| 血糖管理及 POCT 解决方案 | | | | | |
| 销售收入（百万元） | 734.6 | 1,029.9 | 1,209.9 | 1,462.7 | 1,719.2 |
| 增长率 | | 40.2% | 17.5% | 20.9% | 17.5% |
| 毛利率 | 60.1% | 61.1% | 61.1% | 61.1% | 61.1% |
| 家用健康检测解决方案 | | | | | |

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

| | | | | | |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|----------|
| 销售收入（百万元） | 1,570.3 | 1,563.9 | 1,798.8 | 1,961.7 | 2,228.0 |
| 增长率 | | -0.4% | 15.0% | 9.1% | 13.6% |
| 毛利率 | 54.2% | 52.9% | 52.9% | 52.5% | 52.4% |
| 临床器械及康复解决方案 | | | | | |
| 销售收入（百万元） | 2,087.5 | 2,092.6 | 2,328.2 | 2,648.7 | 2,879.7 |
| 增长率 | | 0.2% | 11.3% | 13.8% | 8.7% |
| 毛利率 | 40.4% | 40.6% | 40.4% | 39.4% | 38.6% |
| 急救解决方案及其他 | | | | | |
| 销售收入（百万元） | 178.3 | 239.0 | 252.5 | 277.7 | 291.7 |
| 增长率 | | 34.0% | 5.6% | 10.0% | 5.1% |
| 毛利率 | 32.3% | 37.6% | 37.6% | 37.6% | 36.5% |
| 其他业务 | | | | | |
| 销售收入（百万元） | 52.8 | 42.9 | 44.2 | 45.5 | 46.9 |
| 增长率 | | -18.8% | 3.0% | 3.0% | 3.0% |
| 毛利率 | 61.5% | 76.0% | 75.0% | 74.0% | 73.0% |
| 合计 | | | | | |
| 销售收入（百万元） | 7,971.7 | 7,565.8 | 8,668.9 | 9,970.6 | 11,302.3 |
| 增长率 | 256.0% | -5.1% | 14.6% | 15.0% | 13.4% |
| 综合毛利率 | 51.4% | 50.1% | 50.6% | 50.5% | 50.8% |

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

公司为国内领先的家用医疗器械平台型公司，主营业务包括呼吸治疗类、感染控制类、糖尿病监测类，以及家用电子检测、急救、康复及临床器械等，产品全面；同时渠道布局广泛，覆盖院内院外、线上线下、海内外。

基于公司业务属性，我们选取：爱迪特、可孚医疗、迈瑞医疗、瑞迈特和美好医疗这五家作为可比公司。爱迪特的主营业务是口腔修复材料及口腔数字化设备的研发、制造和销售，主要产品包括内镜诊疗器械和肿瘤消融设备及耗材；可孚医疗是一家国内领先的大型、综合性家用医疗器械企业，产品覆盖血压计、护理床、红外体温计、雾化器等等；迈瑞医疗是国内领先的医疗器械企业，业务覆盖生命信息与支持、体外诊断、医学影响三大领域；瑞迈特是国内主要的家用呼吸机生产商之一，主要产品涵盖家用无创呼吸机、通气面罩、睡眠监测仪、高流量湿化氧仪等；美好医疗主营业务是医疗器械精密组件及产品的设计开发、制造和销售，主要涉及家用呼吸机组件、人工耳蜗组件、家用及消费电子组件等。

我们预测公司 2025-2027 年 EPS 分别为 2.01、2.36 和 2.78 元。公司业务现已逐步回归疫情后的常态化、可持续发展轨道，作为国内家用医疗器械龙头，公司内生外延并举，产品线不断丰富，渠道持续开拓，长期空间广阔。根据可比公司 2025 年平均估值，给予公司 2025 年 24 倍 PE，对应目标价为 48.24 元，首次给予“买入”评级。

表 13：可比公司估值

| 公司 | 代码 | 最新价格(元) | | | | | 每股收益(元) | | | | | 市盈率 | | | |
|------|--------|----------|-------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--|
| | | 2025/8/6 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | |
| 可孚医疗 | 301087 | 37.59 | 1.49 | 1.84 | 2.20 | 2.64 | 25.21 | 20.43 | 17.08 | 14.25 | | | | | |
| 迈瑞医疗 | 300760 | 228.31 | 9.62 | 10.51 | 12.06 | 13.88 | 23.72 | 21.72 | 18.94 | 16.45 | | | | | |

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

| | | | | | | | | | | |
|--------------|--------|-------|------|------|------|------|-------|-----------|-----------|-----------|
| 爱迪特 | 301580 | 48.68 | 1.41 | 1.75 | 2.10 | 2.46 | 34.47 | 27.76 | 23.17 | 19.81 |
| 瑞迈特 | 301367 | 87.34 | 1.73 | 2.50 | 3.15 | 4.10 | 50.36 | 34.98 | 27.71 | 21.31 |
| 美好医疗 | 301363 | 18.78 | 0.64 | 0.81 | 1.00 | 1.23 | 29.37 | 23.29 | 18.86 | 15.29 |
| 最大值 | | | | | | | 50.36 | 34.98 | 27.71 | 21.31 |
| 最小值 | | | | | | | 23.72 | 20.43 | 17.08 | 14.25 |
| 平均数 | | | | | | | 32.63 | 25.63 | 21.15 | 17.42 |
| 调整后平均 | | | | | | | | 24 | 20 | 17 |

数据来源：wind，东方证券研究所

五、风险提示

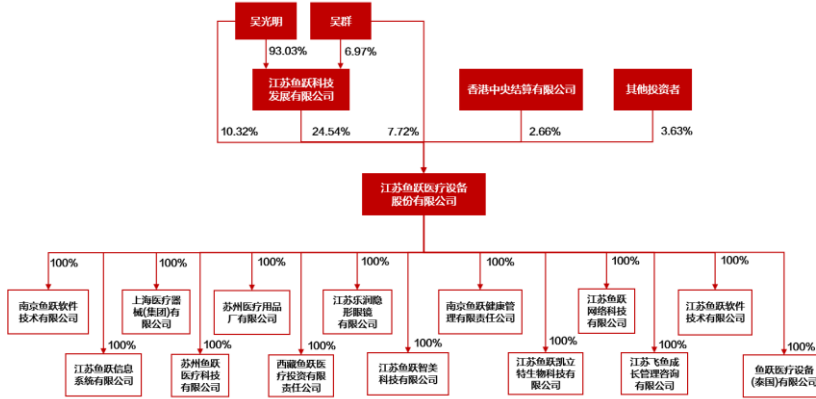
- **销售及产品推广低于预期。**公司 CGM 新品尚处于上市早期，雅培等外资品牌占据先发优势，同时国内 CGM 新品获批较多，市场竞争激烈。如公司 CGM 新品推广不及预期，则未来收入增速或将受到影响；
- **终端需求下降。**公司产品以家用医疗器械为主，受外部经济环境影响较大。如宏观经济环境出现波动，则可能出现需求波动的风险；
- **渠道开拓不及预期。**2025 年初，公司与 Inogen 签署《战略合作协议》，后续将在销售、供应链等方面开展合作。如该项合作事宜后续进展较慢，则可能影响公司海外开拓的进程。
- **费用超预期风险。**公司正积极进行海内外销售推广，如果投入费用较大，则可能对公司利润增速产生不利影响。

六、附录

6.1 公司基本情况介绍

鱼跃医疗是我国家用医疗器械领军企业，创立于 1998 年，于 2008 年在深交所上市。公司股权集中度较高，截止 2024 年底，实控人吴光明及其子吴群直接及间接持有 42.58% 股份。从管理团队构成来看，团队具备多行业背景，结构合理。

图 51：公司股权结构图（截至 2024 年 12 月 31 日）



数据来源：Wind, 东方证券研究所

表 14：公司管理团队介绍（截至 2024 年 12 月）

| 姓名 | 职务 | 出生年份 | 工作经历 |
|-----|----------|------|---|
| 吴群 | 董事长 | 1988 | 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 月入职本公司，曾任职本公司电子商务部经理，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。 |
| 赵帅 | 董事 | 1981 | 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 | 1977 | 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 | 1982 | 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 | 1980 | 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 | 1992 | 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 |

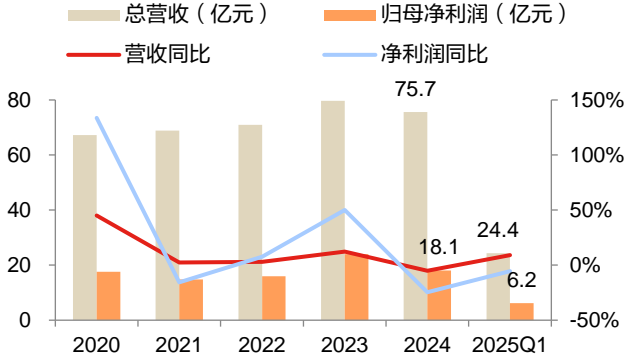
数据来源：公司年报，东方证券研究所

6.2 公司近年财务表现

业绩受社会公共需求波动影响，25Q1 环比向好。2020-2023 年，公司业绩稳中有升，24 年小幅回落，实现收入 75.7 亿元（同比-5.1%），归母净利润 18.1 亿元（同比-24.6%），系上年同期社会公共需求波动，基数较高所致。2025Q1 公司实现收入 24.4 亿元（环比+58.4%），归母净利润 6.2 亿元（环比+127.9%），显著修复。

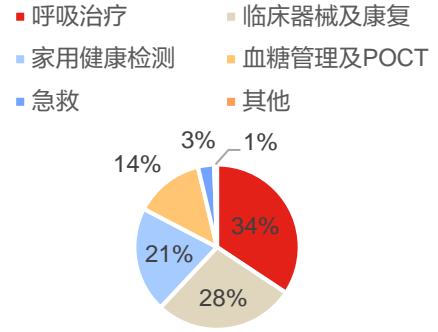
呼吸治疗解决方案是最主要收入来源。2024 年，呼吸治疗解决方案、临床器械及康复解决方案、家用健康检测解决方案的营收占比分别为 34%、28%、21%，是主要营收来源，血糖管理和急救等业务处于快速成长中。

图 52：业绩受社会公共需求影响而波动，25Q1 趋势向好



数据来源：Wind, 东方证券研究所

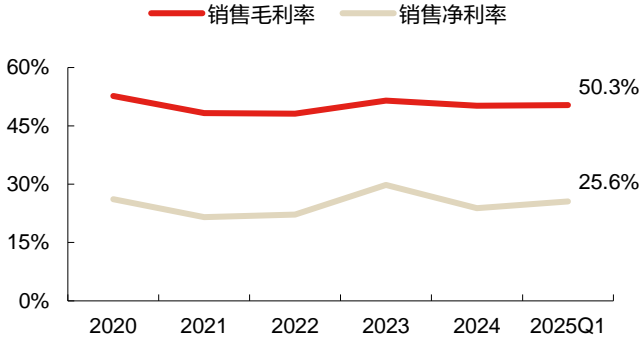
图 53：2024 年呼吸治疗解决方案贡献主要营收



数据来源：Wind, 东方证券研究所

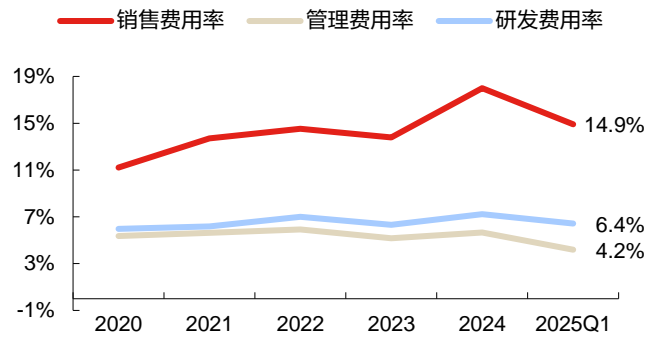
毛利率基本稳定，销售费用率有所波动。近五年，毛利率保持稳定，2025Q1 为 50.3%；净利率小幅波动，2025Q1 为 25.6%，略有上升，主要系销售费用率因规模效应稍有下降所致。公司管理费用率与研发费用率基本保持稳定。

图 54：毛利率保持稳定，净利率小幅波动



数据来源：Wind, 东方证券研究所

图 55：销售费用率存在一定波动



数据来源：Wind, 东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

| 资产负债表 | | | | | | 利润表 | | | | | |
|------------------|----------------|----------------|---------------|---------------|---------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 单位:百万元 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 货币资金 | 7,215 | 6,619 | 8,169 | 9,641 | 11,360 | 营业收入 | 7,972 | 7,566 | 8,669 | 9,971 | 11,302 |
| 应收票据、账款及款项融资 | 526 | 829 | 791 | 887 | 1,092 | 营业成本 | 3,877 | 3,772 | 4,285 | 4,935 | 5,557 |
| 预付账款 | 42 | 42 | 65 | 61 | 72 | 销售费用 | 1,088 | 1,361 | 1,368 | 1,556 | 1,770 |
| 存货 | 1,412 | 1,440 | 1,651 | 1,861 | 2,119 | 管理费用 | 411 | 428 | 430 | 473 | 532 |
| 其他 | 189 | 329 | 223 | 255 | 280 | 研发费用 | 504 | 547 | 567 | 631 | 715 |
| 流动资产合计 | 9,385 | 9,259 | 10,898 | 12,704 | 14,923 | 财务费用 | (157) | (236) | (176) | (207) | (250) |
| 长期股权投资 | 226 | 65 | 178 | 156 | 133 | 资产、信用减值损失 | 83 | 68 | 45 | 50 | 51 |
| 固定资产 | 1,974 | 1,956 | 1,973 | 1,995 | 2,023 | 公允价值变动收益 | (4) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 在建工程 | 111 | 4 | 73 | 125 | 163 | 投资净收益 | 143 | 23 | 25 | 25 | 25 |
| 无形资产 | 511 | 492 | 488 | 481 | 475 | 其他 | 589 | 283 | 123 | 131 | 155 |
| 其他 | 3,761 | 3,869 | 3,995 | 3,956 | 3,918 | 营业利润 | 2,893 | 1,932 | 2,297 | 2,688 | 3,107 |
| 非流动资产合计 | 6,582 | 6,387 | 6,707 | 6,713 | 6,712 | 营业外收入 | 3 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 资产总计 | 15,967 | 15,646 | 17,605 | 19,417 | 21,635 | 营业外支出 | 48 | 4 | 3 | 3 | 3 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 18 | 6 | 8 | 利润总额 | 2,849 | 1,933 | 2,299 | 2,690 | 3,109 |
| 应付票据及应付账款 | 1,411 | 1,529 | 1,660 | 1,903 | 2,183 | 所得税 | 472 | 129 | 290 | 322 | 324 |
| 其他 | 1,463 | 1,163 | 1,471 | 1,416 | 1,422 | 净利润 | 2,376 | 1,804 | 2,009 | 2,369 | 2,785 |
| 流动负债合计 | 2,873 | 2,693 | 3,149 | 3,325 | 3,613 | 少数股东损益 | (19) | (1) | (2) | (2) | (2) |
| 长期借款 | 684 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归属于母公司净利润 | 2,396 | 1,806 | 2,011 | 2,370 | 2,787 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股收益 (元) | 2.39 | 1.80 | 2.01 | 2.36 | 2.78 |
| 其他 | 495 | 299 | 290 | 290 | 290 | | | | | | |
| 非流动负债合计 | 1,178 | 299 | 290 | 290 | 290 | 主要财务比率 | | | | | |
| 负债合计 | 4,052 | 2,992 | 3,439 | 3,615 | 3,904 | | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 少数股东权益 | 152 | 119 | 117 | 115 | 113 | 成长能力 | | | | | |
| 实收资本 (或股本) | 1,002 | 1,002 | 1,002 | 1,002 | 1,002 | 营业收入 | 12.3% | -5.1% | 14.6% | 15.0% | 13.4% |
| 资本公积 | 1,833 | 1,842 | 1,916 | 1,916 | 1,916 | 营业利润 | 57.1% | -33.2% | 18.9% | 17.0% | 15.6% |
| 留存收益 | 8,917 | 9,520 | 11,130 | 12,769 | 14,700 | 归属于母公司净利润 | 50.2% | -24.6% | 11.3% | 17.9% | 17.6% |
| 其他 | 10 | 171 | 0 | 0 | 0 | 获利能力 | | | | | |
| 股东权益合计 | 11,915 | 12,654 | 14,165 | 15,802 | 17,732 | 毛利率 | 51.4% | 50.1% | 50.6% | 50.5% | 50.8% |
| 负债和股东权益总计 | 15,967 | 15,646 | 17,605 | 19,417 | 21,635 | 净利率 | 30.1% | 23.9% | 23.2% | 23.8% | 24.7% |
| | | | | | | ROE | 22.2% | 14.9% | 15.1% | 15.9% | 16.7% |
| | | | | | | ROIC | 18.1% | 12.3% | 13.6% | 14.3% | 15.0% |
| 现金流量表 | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| 单位:百万元 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 资产负债率 | 25.4% | 19.1% | 19.5% | 18.6% | 18.0% |
| 净利润 | 2,376 | 1,804 | 2,009 | 2,369 | 2,785 | 净负债率 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 折旧摊销 | 189 | 231 | 165 | 172 | 180 | 流动比率 | 3.27 | 3.44 | 3.46 | 3.82 | 4.13 |
| 财务费用 | (157) | (236) | (176) | (207) | (250) | 速动比率 | 2.75 | 2.90 | 2.93 | 3.24 | 3.52 |
| 投资损失 | (143) | (23) | (25) | (25) | (25) | 营运能力 | | | | | |
| 营运资金变动 | 52 | (41) | (48) | (139) | (185) | 应收账款周转率 | 14.6 | 13.0 | 12.1 | 13.1 | 12.4 |
| 其它 | (189) | 81 | (272) | 50 | 51 | 存货周转率 | 2.5 | 2.6 | 2.7 | 2.7 | 2.7 |
| 经营活动现金流 | 2,127 | 1,816 | 1,654 | 2,219 | 2,556 | 总资产周转率 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.6 |
| 资本支出 | (110) | (56) | (208) | (205) | (207) | 每股指标 (元) | | | | | |
| 长期投资 | 22 | 169 | (120) | 24 | 24 | 每股收益 | 2.39 | 1.80 | 2.01 | 2.36 | 2.78 |
| 其他 | 1,823 | (139) | 25 | 26 | 25 | 每股经营现金流 | 2.12 | 1.81 | 1.65 | 2.21 | 2.55 |
| 投资活动现金流 | 1,735 | (25) | (303) | (156) | (158) | 每股净资产 | 11.73 | 12.50 | 14.01 | 15.65 | 17.58 |
| 债权融资 | (818) | (1,187) | 333 | (54) | (75) | 估值比率 | | | | | |
| 股权融资 | 96 | 9 | 74 | 0 | 0 | 市盈率 | 14.7 | 19.5 | 17.5 | 14.8 | 12.6 |
| 其他 | (743) | (1,221) | (207) | (537) | (604) | 市净率 | 3.0 | 2.8 | 2.5 | 2.2 | 2.0 |
| 筹资活动现金流 | (1,465) | (2,399) | 200 | (591) | (678) | EV/EBITDA | 9.6 | 14.5 | 12.3 | 10.6 | 9.2 |
| 汇率变动影响 | 24 | 17 | -0 | -0 | -0 | EV/EBIT | 10.2 | 16.5 | 13.2 | 11.3 | 9.8 |
| 现金净增加额 | 2,421 | (592) | 1,550 | 1,472 | 1,720 | | | | | | |

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。