

鱼跃医疗（002223.SZ）

国产家用医疗器械龙头，沉淀聚焦高成长赛道

优于大市

核心观点

公司历经二十余年深耕已成长为国内家用医疗器械领军企业。公司最初以轮椅、制氧机、血压计等产品起家，业务现已覆盖呼吸治疗、糖尿病管理、感染控制、急救等十多个医疗健康领域。多年来公司通过持续的外延并购丰富产品线版图，先后涉足消毒感控、眼科、急救等新业务领域。公司在全球布局9个研发中心和7个生产基地，服务超过30万家医疗机构，覆盖国内90%以上三甲医院，产品销往100多个国家和地区，惠及全球约3亿家庭。依托稳健的基本盘以及对核心高成长赛道的聚焦，公司未来成长动能充足。

聚焦呼吸治疗、血糖管理及家用健康检测三大核心赛道，打造高壁垒产品矩阵。公司已构建涵盖制氧机、无创呼吸机、血糖仪、连续血糖监测仪（CGM）、电子血压计等在内的多元产品体系，形成深度覆盖家庭慢病管理的核心业务布局。在国内多个细分领域实现市场占有率领先，其中制氧机市占率稳居第一梯队，呼吸机性能比肩进口品牌。随着人口老龄化、慢性病患者率提升以及睡眠呼吸障碍认知加深，呼吸治疗需求持续扩大；血糖管理板块中，传统BGM业务稳健增长，CGM产品持续放量，有望成为新增长引擎；健康检测领域则凭借电子血压计等成熟产品稳定支撑营收，新品拓展亦在稳步推进。三大赛道协同发力，助力公司打开成长天花板。

积极孵化高潜力业务，全球化与AI智能化进程加快释放新动能。在稳固主业的基础上，公司不断拓展新兴业务边界，急救设备（AED）、眼科医疗器械等高潜力板块已显现成效，构建“第二增长曲线”；同时，借助收购Inogen等路径加快出海步伐，外销收入快速增长，全球化战略初见成效。面向未来，公司积极推进AI与硬件产品的融合，打造智能化家用医疗生态圈，抢占“AI+医疗”新蓝海。

盈利预测与估值：国产家用医疗器械龙头，核心业务重点聚焦，积极孵化高潜力业务，海内外成长空间广阔。短期看，公司部分产品需求逐步恢复正常，CGM等热门新产品短期放量空间较大；中长期看，公司品牌深入人心，产品布局完整，随着老龄化加重及居民健康意识的提升，成长空间充足。海外业务布局正在加速完善，有望凭借产品力及运营能力打开海外市场。预计公司2025-2027年收入86.31/97.72/110.55亿元，同比+14.1%/13.2%/13.1%；归母净利润20.13/23.72/27.75亿元，同比+11.5%/17.9%/17.0%。我们认为公司合理市值区间为472.98~493.11亿元，对应股价为47.18~49.19元，较当前有32%~38%溢价空间，维持“优于大市”评级。

风险提示：产品迭代不及预期、海外拓展不及预期、竞争加剧。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,972	7,566	8,631	9,772	11,055
(+/-)%	12.3%	-5.1%	14.1%	13.2%	13.1%
归母净利润(百万元)	2396	1806	2013	2372	2775
(+/-)%	50.2%	-24.6%	11.5%	17.9%	17.0%
每股收益(元)	2.39	1.80	2.01	2.37	2.77
EBIT Margin	25.2%	18.3%	22.7%	24.2%	25.7%
净资产收益率(ROE)	20.4%	14.4%	14.4%	15.2%	15.9%
市盈率(PE)	15.0	19.8	17.8	15.1	12.9
EV/EBITDA	18.0	24.3	17.9	15.1	12.8
市净率(PB)	3.05	2.86	2.56	2.29	2.05

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

医药生物·医疗器械

证券分析师：陈曦炳

0755-81982939

chenxibing@guosen.com.cn

S0980521120001

证券分析师：彭思宇

0755-81982723

cnpengsiyu@guosen.com.cn

S0980521060003

联系人：贾瑞祥

021-60875137

jiaruixiang@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	47.18 - 49.19 元
收盘价	36.20 元
总市值/流通市值	36290/34034 百万元
52周最高价/最低价	42.08/30.05 元
近3个月日均成交额	297.68 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

公司概况：国产家用医疗器械龙头企业	5
发展历程：二十余年沉淀成就家用医疗器械领航者	5
股权结构：股东结构稳定清晰，控股核心业务子公司	5
公司高管：行业经验丰富，管理能力出众	6
产品管线：基石业务稳健发展，三大核心赛道持续聚焦	7
业绩回顾：收入规模逐步提升，盈利水平迈入新台阶	7
重点聚焦三大业务板块，打开公司成长天花板	10
呼吸治疗：呼吸机性能比肩进口，制氧机市占率稳居第一梯队	10
血糖管理及 POCT：业绩表现亮眼，CGM 成为新增长引擎	17
家用健康检测：国内电子血压计第一品牌，新品布局逐渐完善	21
临床器械步入稳定期，高潜力业务+出海注入发展活力	23
扎根临床器械及康复业务，品牌优势显著	23
孵化急救、眼科等高潜力业务，积极打造第二增长曲线	24
业务国际化步伐加快，全球市场海阔凭鱼跃	26
产品管线全线智能化布局，拥抱 AI+家用医疗器械新时代	27
盈利预测	29
假设前提	29
未来三年业绩预测	30
盈利预测敏感性分析	31
估值与投资建议	32
绝对估值：494.71~540.73 亿元	32
绝对估值敏感性分析：	33
相对估值：472.98~493.11 亿元	33
投资建议	33
风险提示	34
估值的风险	34
盈利预测的风险	34
市场竞争加剧的风险	34
成本及费用上升的风险	34
业务发展带来的管理风险	35
产品迭代不及预期的风险	35
海外市场扩张风险	35
附表：财务预测与估值	36

图表目录

图 1: 鱼跃医疗发展历程	5
图 2: 鱼跃医疗股权穿透图 (截止 2024 年 12 月末)	6
图 3: 鱼跃医疗产品管线	7
图 4: 公司营业收入情况 (2018A-2024A)	8
图 5: 公司单季度营业收入情况 (2022Q3-2025Q1)	8
图 6: 公司扣非归母净利润情况 (2018A-2024A)	8
图 7: 公司单季度扣非归母净利润情况 (2022Q3-2025Q1)	8
图 8: 公司费用率情况 (2019A-2025Q1)	9
图 9: 公司利润率情况 (2019A-2025Q1)	9
图 10: 公司各板块收入情况 (单位: 亿元)	9
图 11: 公司各板块毛利率情况	9
图 12: 公司呼吸治疗解决方案收入变化 (单位: 亿元)	10
图 13: OSA 患者呼吸暂停症状成因演示	10
图 14: 全球 OSA 患病人数 (30-69 岁, 单位: 百万人)	11
图 15: 我国 OSA 患病人数 (30-69 岁, 单位: 百万人)	11
图 16: 2012 年主要国家 OSA 患病人数测算 (单位: 百万人)	11
图 17: 全球 OSA 患病率地区分布 (AHI $\geq$ 5)	11
图 18: 常见的 COPD 包括慢性支气管炎和肺气肿	12
图 19: 全球 COPD 患病人数 (单位: 百万人)	12
图 20: 中国 COPD 患者人数 (单位: 百万人)	12
图 21: 中国及美国 COPD 诊疗情况对比 (2019, 单位: 百万人)	12
图 22: 全球制氧机市场规模 (单位: 亿美元)	13
图 23: 中国制氧机市场规模 (单位: 亿元)	13
图 24: 全球家用无创呼吸机市场规模 (出厂价口径, 单位: 百万美元)	15
图 25: 中国家用无创呼吸机市场规模 (出厂价口径, 单位: 百万元)	15
图 26: 全球通气面罩市场规模预测 (出厂价口径, 单位: 百万美元)	16
图 27: 中国通气面罩市场规模预测 (出厂价口径, 单位: 百万人民币)	16
图 28: 2020 年中国家用无创呼吸机市场份额 (按出厂价)	16
图 29: 2020 年中国家用无创呼吸机出口市场份额 (按出厂价)	16
图 30: 公司血糖管理及 POCT 解决方案 (糖尿病护理解决方案) 收入情况	17
图 31: 中国糖尿病患者人数 (单位: 亿人)	18
图 32: 全球糖尿病患者人数 (单位: 亿人)	18
图 33: 全球 CGM 市场规模 (亿元)	19
图 34: 2025 年全球 CGM 地区市场份额	19
图 35: 美国、欧洲五国及中国 CGM 渗透率情况 (2020 及 2030E)	19
图 36: 全球 BGM 市场规模及增速 (单位: 亿美元)	21
图 37: 国内 BGM 市场竞争格局 (2020 年)	21

图 38: 公司家用健康检测解决方案（家用类电子检测及体外诊断）收入（单位：亿元）	21
图 39: 不同调查年份成人高血压患病率情况	22
图 40: 不同调查年份高血压知晓/治疗/控制率情况	22
图 41: 我国血压监测市场规模及预测	22
图 42: 鱼跃医疗主要血压计产品	22
图 43: 公司临床器械及康复解决方案（及往年可比业务）收入情况	23
图 44: 公司“金钟”手术器械主要覆盖品种	24
图 45: 全球感控产品市场规模	24
图 46: 公司感染控制解决方案收入	24
图 47: 我国 AED 市场规模情况（单位：亿元）	25
图 48: 普美康主要 AED 产品情况	25
图 49: 我国眼科医疗器械市场规模（单位：亿元）	25
图 50: 公司外销收入及增速情况（单位：亿元）	26
图 51: Inogen 营业收入情况（单位：亿美元）	26
图 52: Inogen 利润率情况	26
图 53: 公司当前结合 AI 技术的重点产品	27
图 54: 鱼跃 AI Agent 小程序端功能展示	28
表 1: 公司管理层情况	6
表 2: 不同类型家庭氧疗方式的定义及适应证	13
表 3: 鱼跃医疗制氧机产品参数及价格情况	14
表 4: 成人阻塞性睡眠呼吸暂停多学科治疗细则	14
表 5: 鱼跃医疗于瑞思迈旗舰呼吸机产品性能比较	17
表 6: BGM 与 CGM 主要区别	18
表 7: 主要内外资厂家 CGM 产品性能参数对比	20
表 8: 鱼跃医疗主要 CGM 产品参数	20
表 9: 鱼跃医疗主要 BGM 产品参数	21
表 10: 公司眼科业务相关子公司主要情况	25
表 11: 收入拆分及预测（单位：百万元）	30
表 12: 未来三年盈利预测（单位：百万元）	30
表 13: 情景分析（单位：百万元）	31
表 14: 公司盈利预测假设条件	32
表 15: 资本成本假设	32
表 16: 鱼跃医疗 FCFF 估值表（单位：百万元）	32
表 17: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）	33
表 18: 可比公司估值表	33

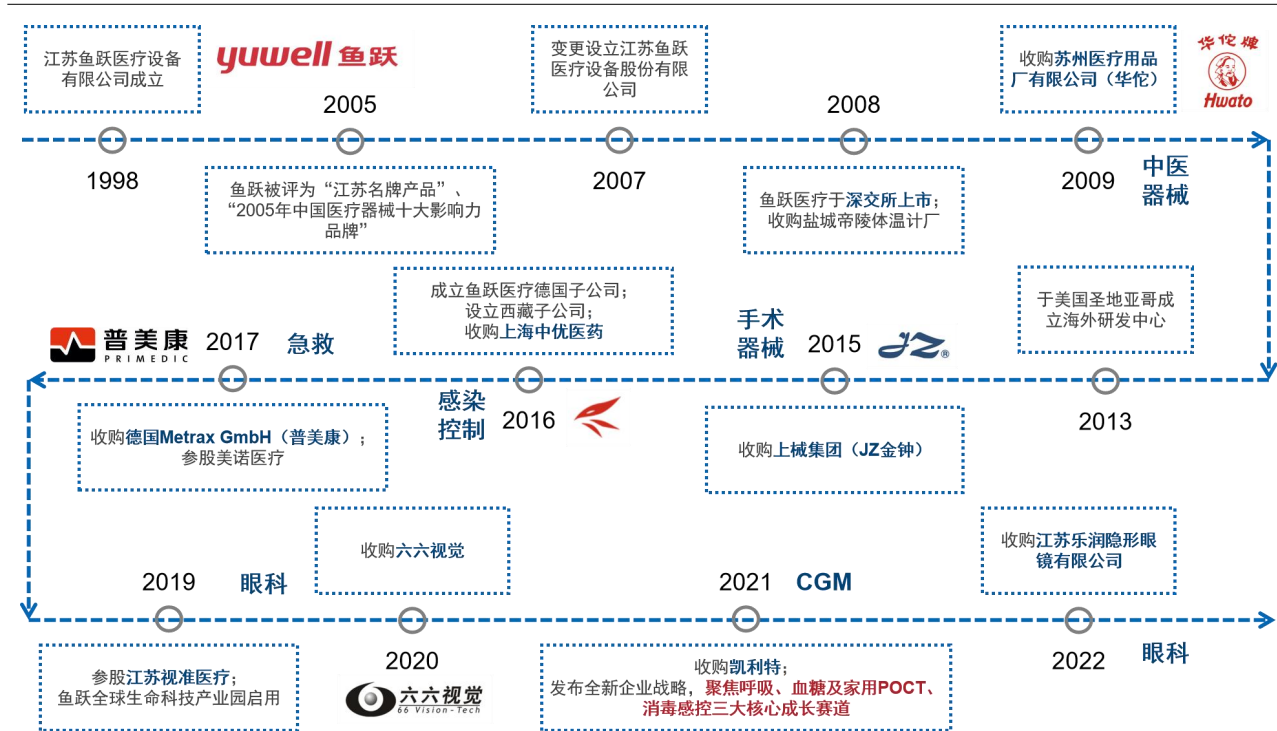
公司概况：国产家用医疗器械龙头企业

发展历程：二十余年沉淀成就家用医疗器械领航者

鱼跃医疗成立于1998年，经过二十余年的发展，已成为家用医疗器械行业的领军企业。公司最初以轮椅车、制氧机、血压计等产品起家，至今已覆盖包括呼吸治疗、糖尿病管理及体外诊断、感染控制、急救等10个医疗健康领域。

成立以来公司不断通过外延并购扩充产品管线丰富度。2013年，公司新设电子商务部并在各大电商平台开设旗舰店，线上销售成为新的业绩增长点。自2015年起，公司加速通过收并购扩宽业务领域，包括消毒感控、眼科及急救等多个领域。并于2024年调整战略，聚焦呼吸治疗、血糖管理及家用POCT、家用健康检测等核心成长赛道。多年来，鱼跃医疗不断通过产品迭代升级和品牌形象塑造，成为医疗器械行业内首个获得“中国名牌”的企业。还在全球拥有9个研发中心和7个生产基地，服务全球超过30万家医疗机构和国内90%以上的三甲医院，产品覆盖超过100个国家和地区，惠及全球3亿家庭。

图1：鱼跃医疗发展历程

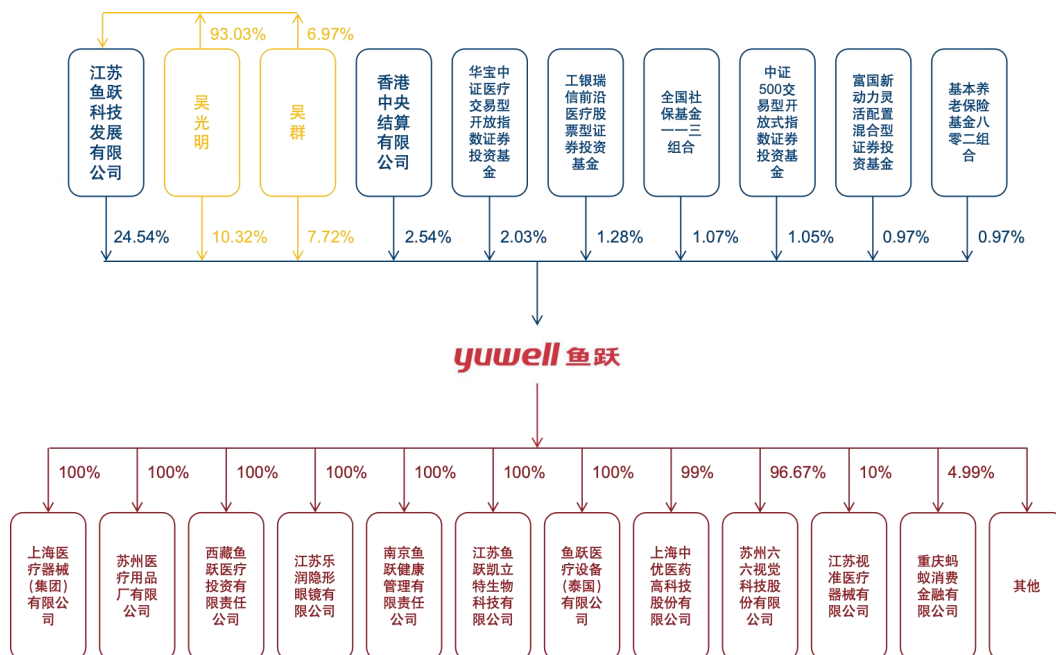


资料来源：公司官网，公司公告，国信证券经济研究所整理

股权结构：股东结构稳定清晰，控股核心业务子公司

公司实际控制人为吴光明，股权结构稳定。公司实际控制人吴光明与董事长兼总经理吴群为父子关系，吴光明直接加间接控制公司33.15%股权，吴群直接加间接控制公司9.43%股权，二人合计持有公司42.58%股份。公司全资控股部分核心业务子公司，如上械集团（手术器械）、苏州医疗用品厂（中医器械）、鱼跃凯利特（CGM），有助于实现资源整合、提高运营效率并降低业务风险。

图2：鱼跃医疗股权穿透图（截止 2024 年 12 月末）



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

公司高管：行业经验丰富，管理能力出众

公司管理层具有丰富的医疗器械行业从业经验。公司董事长吴群先生自 2011 年起担任公司电子商务部经理，积累了多年业务及管理经验。公司多位高管曾任职迈瑞医疗、华润医疗等行业领先企业，深耕医疗器械行业多年。吴群 2019 年出任公司总经理后，制定了鱼跃全球化品牌和市场战略、自主研发和商业模式创新，并提出集团发展“C 端化、年轻化、数字化”的方向和理念。2021 年吴群在人民日报健康时报主办的健康中国论坛上当选十大医药产业人物。

表1：公司管理层情况

姓名	职务	任职日期	个人简历
吴群	董事长、总经理	2013/9/18	1988 年出生，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 月入职公司，曾任职公司电子商务部经理，2013 年 9 月至 2020 年 10 月任职公司副董事长，2019 年 4 月至今担任公司总经理，现任公司董事长
郑洪喆	董事、副总经理	2013/9/18	1982 年出生，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 年加入公司，历任医疗器械事业部产品经理，南京研发中心总经理，现任公司董事，战略部总裁
陈建军	董事	2020/10/27	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 年入职公司，曾担任血糖分厂项目负责人，现担任公司董事，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
王丽华	董事、财务负责人	2020/10/27	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 月加入公司，负责公司发展战略。现担任公司董事，医疗健康事业群总裁
王瑞洁	董事、董事会秘书	2020/10/27	1992 年出生，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 月加入公司，现担任公司董事，董事会秘书
赵帅	董事、副总经理	2020/10/27	1981 年出生，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，消费健康事业群总裁

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

产品管线：基石业务稳健发展，三大核心赛道持续聚焦

公司产品管线深度覆盖家用医疗器械领域，品类及规格不断丰富。公司医疗产品众多、覆盖面较广，已拥有产品品类超 600 种，产品规格近万个。目前公司旗下品牌众多，包括“鱼跃 yuwell”（制氧机、电子血压计、呼吸机等）、“洁芙柔”及“安尔碘”（院内感控）、“华佗”（中医器械）、“金钟 JZ”（医用手术器械）、“普美康”（AED）以及“六六视觉”（眼科器械）等知名品牌。

公司将业务聚焦三大业务板块，积极孵化高潜力业务。其中，公司重点聚焦呼吸治疗、血糖管理及 POCT、家用健康检测解决方案，扎根临床器械及康复解决方案，并积极孵化急救、眼科等高潜力业务。公司通过构建覆盖多领域的多元化产品矩阵。一方面，公司通过跨品类的研发协同、生产体系联动、品牌和渠道共享，推动产业链资源高效整合，提升整体运营效率，并不断扩大终端市场的覆盖广度；另一方面，丰富的产品结构有助于分散单一市场带来的波动风险，同时凭借研发、产能和供应链资源的灵活调配能力，公司能够快速应对市场变化或政策调整，动态优化业务布局，从而增强整体的抗风险能力。

图3：鱼跃医疗产品管线



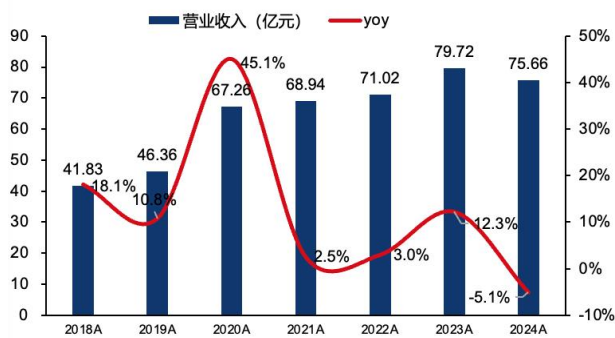
资料来源：公司官网，公司公告，国信证券经济研究所整理

业绩回顾：收入规模逐步提升，盈利水平迈入新台阶

公司营业收入与利润规模呈增长趋势，短期内增速受到基数影响。2024 年公司实现营业收入 75.66 亿元，同比下降 5.1%；扣非归母净利润 13.93 亿元，同比下降 -24.1%，主要因为 2023 年同期受到公共卫生事件影响造成基数较高。公司过去数年一直维持较高的收入与利润增长水平，营收规模从 2018 年的 41.83 亿元增

长至 2024 年的 75.66 亿元，对应 CAGR 为 10.38%；扣非归母净利润从 2018 年的 6.42 亿元增长至 2024 年的 13.93 亿元，对应 CAGR 为 13.78%。从单季度收入来看，2025Q1 公司收入 24.36 亿元，同比增加 9.2%。随着高基数影响的逐渐出清，预计公司营收将重回增长轨道。

图4：公司营业收入情况（2018A-2024A）



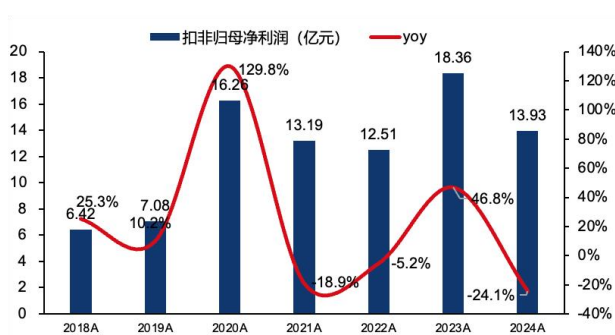
资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图5：公司单季度营业收入情况（2022Q3-2025Q1）



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图6：公司扣非归母净利润情况（2018A-2024A）



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

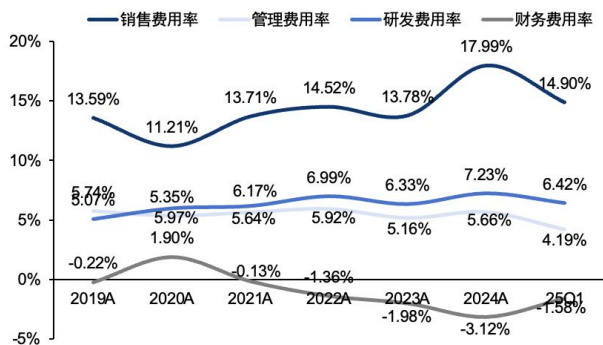
图7：公司单季度扣非归母净利润情况（2022Q3-2025Q1）



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

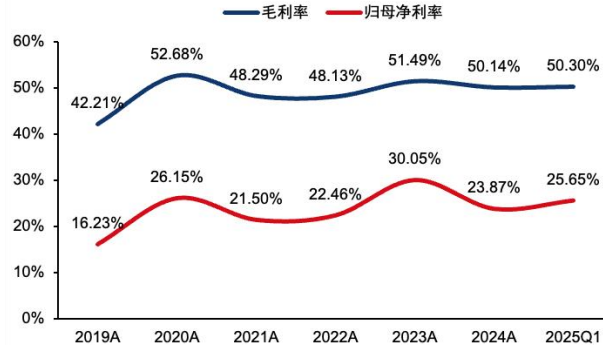
公司销售费用率有所提升，盈利能力逐渐迈上新台阶。从费用端来看，近几年由于新产品的陆续推出，带来市场推广需求提升驱动公司销售费用率上升，2024 年公司销售费用率 17.99% (+4.21pp)；公司其余费用率保持较为稳定的水平，2024 年公司管理费用率 5.66% (+0.50pp)，研发费用率 7.23% (+0.90pp)，财务费用率 -3.12% (-1.14pp)。从利润率端，公司近年来盈利能力迈上新台阶，2024 年毛利率为 50.14% (-1.35pp)，归母净利率 23.87% (-6.18pp)，2024 年同比下滑主要因 2023 年疫情相关高毛利产品放量。2025Q1 公司毛利率 50.30% (+0.36pp)，归母净利率 25.65% (-3.90pp)。

图8: 公司费用率情况 (2019A-2025Q1)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

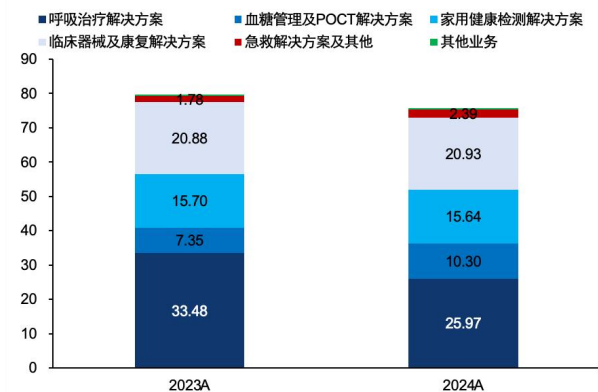
图9: 公司利润率情况 (2019A-2025Q1)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

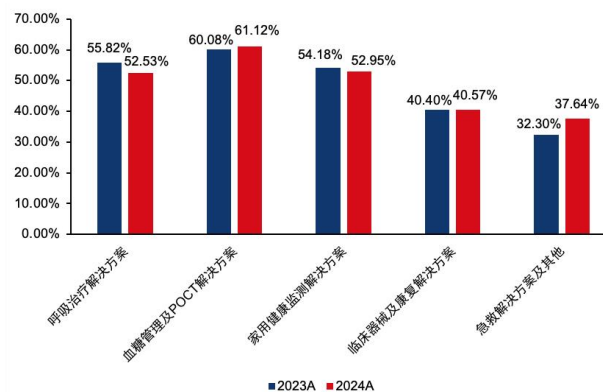
各业务板块协同发展, 血糖管理及 POCT 增长势头强势。分业务看, 公司 2024 年呼吸治疗解决方案收入 25.97 亿元 (-22.42%), 主要因 2023 年同期制氧机、高流量呼吸湿化治疗仪等产品受需求波动影响收入基数较高; 血糖管理及 POCT 解决方案收入 10.30 亿元 (+40.20%), 主要受益于 BGM 产品客户群体的拓展以及 CGM 产品的翻倍增长; 家用健康检测解决方案收入 15.64 亿元 (-0.41%), 电子血压计的双位数增长被红外测温仪产品的营收回落所抵消; 临床器械及康复解决方案收入 20.93 亿元 (+0.24%), 其中感控类产品同比有所下滑; 急救解决方案及其他收入 2.39 亿元 (+34.05%), 公司急救产品在海内外进展顺利推进。从毛利率来看, 公司血糖管理及 POCT 解决方案毛利率较高, 后续随着 CGM 等产品的放量, 预计会带动公司整体毛利率提升。

图10: 公司各板块收入情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图11: 公司各板块毛利率情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

重点聚焦三大业务板块，打开公司成长天花板

呼吸治疗：呼吸机性能比肩进口，制氧机市占率稳居第一梯队

呼吸治疗解决方案板块收入出现较大波动，随需求恢复正常有望企稳。公司呼吸治疗解决方案业务覆盖呼吸机、制氧机、雾化器、吸引器、高流量呼吸湿化治疗仪、持续正压通气用面罩等一系列产品。公司 2024 年呼吸治疗解决方案收入 25.97 亿元（同比-22.4%），主要因 2023 年因社会公共需求波动导致制氧机、高流量呼吸湿化治疗仪相关产品基数较高。分产品看，公司家用呼吸机、雾化器均实现同比增长。随着后续需求端逐渐稳定，叠加制氧机、呼吸机等产品的海外市场拓展，公司呼吸治疗解决方案业务有望重回增长。

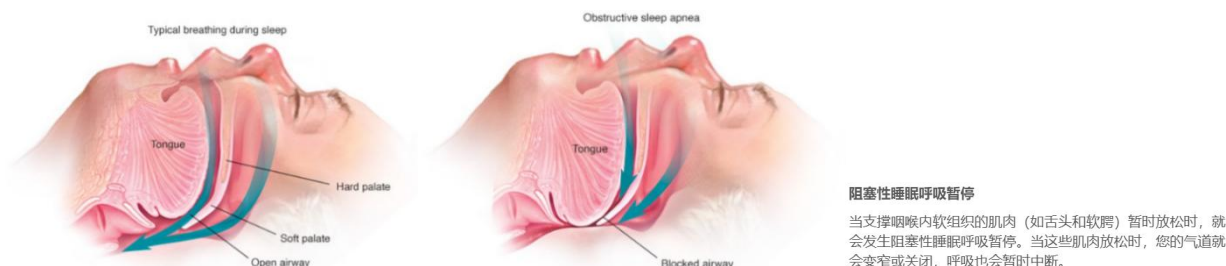
图12：公司呼吸治疗解决方案收入变化（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

OSA 为一类常见的睡眠障碍，影响睡眠质量的同时会对全身健康造成多方面危害。OSA（Obstructive Sleep Apnea，阻塞性睡眠呼吸暂停综合征）的特征为睡眠期间反复发生上呼吸道阻塞，导致气流无法正常通过，进而引发呼吸暂停或浅表呼吸。每次呼吸暂停的持续时间通常为 10 秒以上，严重时可持续数十秒甚至超过一分钟。一般判断标准为呼吸暂停低通气指数（AHI，即每小时呼吸暂停低通气的平均次数）大于 5 次。OSA 的症状主要为夜间打鼾、呼吸暂停、频繁觉醒以及白天过度嗜睡、精力不集中等。OSA 症状严重者还可能出现心理、智力、行为异常，以及伴发高血压、中风、心肌缺氧、心肌梗塞等并发症，对人体健康造成多方面的危害。体重超标、年龄较大、糖尿病患者等人群为 OSA 的高发群体。

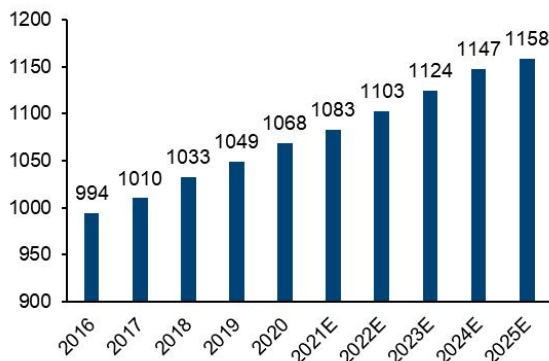
图13：OSA 患者呼吸暂停症状成因演示



资料来源：梅奥诊所官网，国信证券经济研究所整理

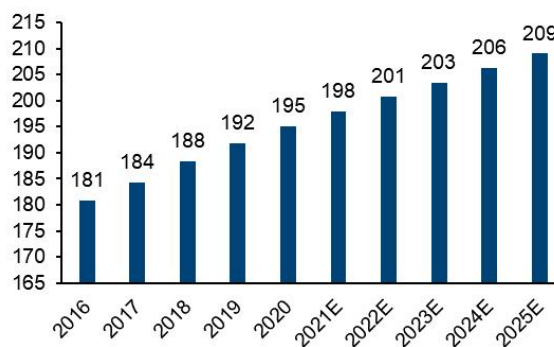
全球 OSA 患病人群数量庞大，我国 OSA 患者数量全球排名第一。根据弗若斯特沙利文的测算，2020 年全球 OSA 患病人数为 10.68 亿人，至 2025 年预计将达到 11.58 亿人。中国 2020 年 OSA 患病人数为 1.95 亿人，至 2025 年预计将达到 2.09 亿人。根据 Adam V Benjafield 等人 2019 年发表在 The Lancet 上的文章，我国轻度 OSA ($5 \leq \text{AHI} < 15$) 的患者群体和中度及以上 OSA ($15 \leq \text{AHI}$) 的患者群体数量均处于全球首位。分地区来看，俄罗斯以及部分南美洲、非洲、西欧国家的 OSA 患病率较高，说明 OSA 患病率与经济发展水平并无显著相关关系，患病率的高低受到多重因素影响。

图14: 全球 OSA 患病人数 (30-69 岁, 单位: 百万人)



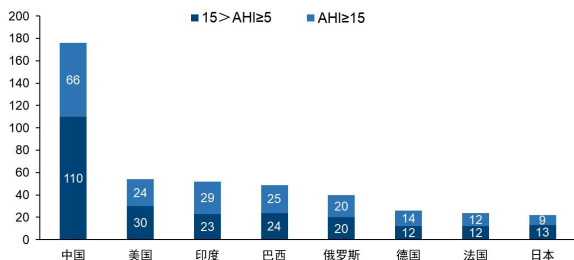
资料来源: 弗若斯特沙利文, 公司招股书, 国信证券经济研究所整理

图15: 我国 OSA 患病人数 (30-69 岁, 单位: 百万人)



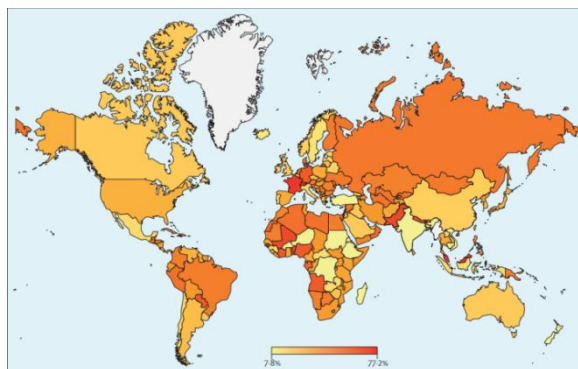
资料来源: 弗若斯特沙利文, 公司招股书, 国信证券经济研究所整理

图16: 2012 年主要国家 OSA 患病人数测算 (单位: 百万人)



资料来源: Benjafield A V. Estimation of the global prevalence and burden of obstructive sleep apnoea: a literature-based analysis[J]. The Lancet, 2019(8), 国信证券经济研究所整理

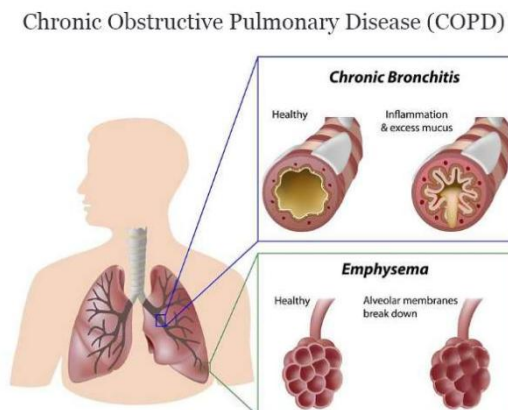
图17: 全球 OSA 患病率地区分布 (AHI ≥ 5)



资料来源: Benjafield A V. Estimation of the global prevalence and burden of obstructive sleep apnoea: a literature-based analysis[J]. The Lancet, 2019(8), 国信证券经济研究所整理

COPD 为常见的慢性肺部疾病，多发于 40 岁以上人群。COPD (Chronic Obstructive Pulmonary Disease, 慢性阻塞性肺疾病) 主要表现为气流受限，患者长期存在呼吸困难、咳嗽和痰多等症状，COPD 的主要特征为气道慢性炎症和肺组织的不可逆损害，常见的疾病包括慢性支气管炎和肺气肿。根据 WHO 的统计数据，COPD 多发于 40 岁以上人群，且已经成为全球第三大死因，2019 年造成 323 万人死亡。

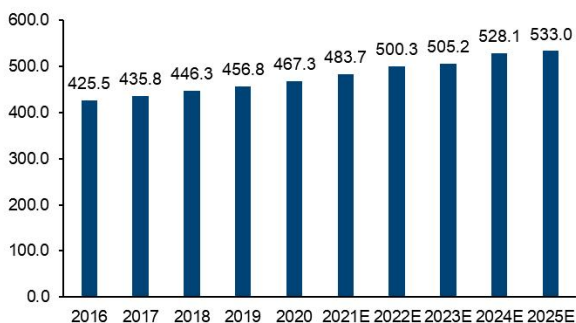
图18: 常见的 COPD 包括慢性支气管炎和肺气肿



资料来源: Cleveland Clinic 官网, 国信证券经济研究所整理

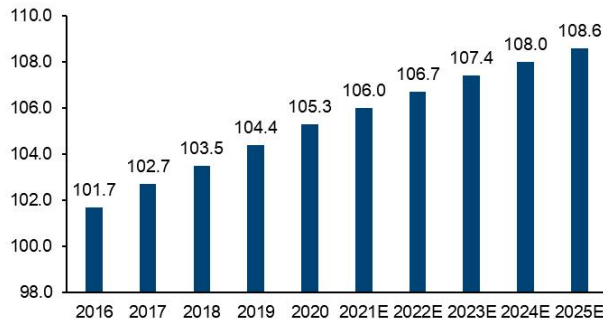
我国 COPD 患者数量约占全球总量的 1/5, 但诊断率及控制率水平远低于美国。根据弗若斯特沙利文的测算, 2020 年全球 COPD 患者数量约为 4.67 亿人, 预计至 2025 年增长至 5.33 亿人; 2020 年中国 COPD 患者数量约为 1.05 亿人, 预计至 2025 年增长至 1.09 亿人, 占全球总患病人口的约 1/5。考虑到新冠疫情可能导致肺部疾病的患病率有所上升, 以上测算可能相对比较保守。尽管我国 COPD 患者基数巨大, 但疾病认识及重视程度依然不足, 从 2019 年数据来看, 我国 COPD 的诊断率及控制率分别为 26.8% 及 20.2%, 远低于美国的 68.3% 及 58.3%。

图19: 全球 COPD 患病人数 (单位: 百万人)



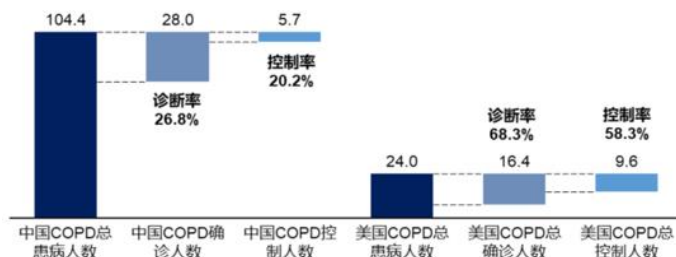
资料来源: 弗若斯特沙利文, 公司招股书, 国信证券经济研究所整理

图20: 中国 COPD 患者人数 (单位: 百万人)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 公司招股书, 国信证券经济研究所整理

图21: 中国及美国 COPD 诊疗情况对比 (2019, 单位: 百万人)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 国信证券经济研究所整理

慢阻肺患者长期氧疗需求较强，家用制氧机为提供居家氧疗的重要设备。根据中华医学会发布的《中国成人呼吸系统疾病家庭氧疗指南（2024 年）》，家庭氧疗是慢性呼吸系统疾病患者治疗的重要组成部分，能够减少患者住院次数、预防疾病加重、提高患者生活质量和降低病死率。慢阻肺等疾病推荐采用长期氧疗（LTOT）的家庭氧疗方式，即长期每天连续使用氧气不少于 15h。制氧机（氧浓缩器）为家庭氧疗重要的常见供氧来源，相较于压缩氧和液态氧具备安全性高、免于反复灌装等优势。

表2: 不同类型家庭氧疗方式的定义及适应证

家庭氧疗方式	定义	适应证
长期氧疗（LTOT）	长期每天连续使用氧气不少于 15h	慢阻肺病、间质性肺病、肺动脉高压、慢性心力衰竭等各种原因导致的慢性呼吸衰竭或缺氧
夜间氧疗（NOT）	夜间睡眠时进行的氧疗	睡眠时出现低氧血症的患者
移动氧疗（AOT）	运动和日常活动中通过可移动的氧气装置进行氧疗	运动或活动时 SpO ₂ <88%的慢阻肺病、间质性肺病患者
姑息氧疗（POT）	终末期患者为缓解呼吸困难进行的氧疗	生命终末期临终关怀的患者
短时间冲击氧疗（SBOT）	活动前或急性呼吸困难发作时短时间内使用的氧疗	由于活动、急性呼吸困难、术后恢复期需要临时氧疗的患者

资料来源：《中国成人呼吸系统疾病家庭氧疗指南（2024 年）》，国信证券经济研究所整理

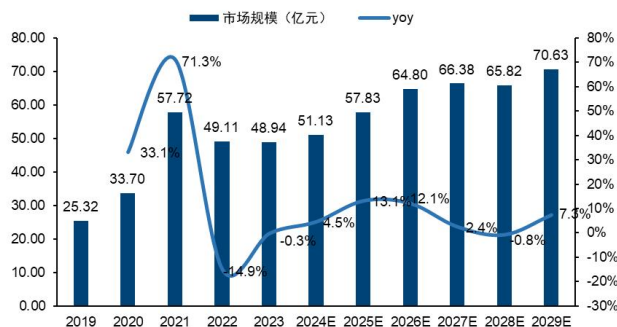
全球制氧机市场稳健增长，鱼跃医疗国内市场市占率领先。根据 WISE GUY Reports 的测算，全球制氧机市场规模预计将由 2024 年的 127.9 亿美元增长至 2032 年的 294.1 亿美元，对应 2024-2032 年 GACR 为 10.97%。中国市场制氧机渗透率较低，《家用制氧机技术及标准分析研究》中提到在经济发达国家约 20% 以上家庭拥有小型制氧设备，而疫情前我国制氧设备家庭拥有率不足 1%，与发达国家差距较大。随着疫情催化与居民居家健康管理意识的提升，我国制氧机市场规模预计也将由 2019 年的 25.3 亿元提升至 2029 年的 70.6 亿元，对应 2019-2029 年 CAGR 为 10.80%。制氧机市场竞争格局呈现“三超多强”格局，根据 QYResearch 的统计，2024 年全球制氧机市场中 Inogen、鱼跃医疗以及亚适三大厂商占据 35% 的市场份额；从国内市场情况来看，鱼跃医疗市占率领先，占国内市场份额的 35%。

图22: 全球制氧机市场规模（单位：亿美元）



资料来源：WISE GUY Reports，国信证券经济研究所整理

图23: 中国制氧机市场规模（单位：亿元）



资料来源：QYResearch，国信证券经济研究所整理

公司制氧机产品型号布局完善，便携式制氧机推动应用场景扩展。根据不同程度的治疗需求以及使用场景的差异，用户对制氧机性能的偏好各不相同。噪音较低的型号一般适用于夜间氧疗需求的群体，流量较大的型号适用于病症较重的患者群体。公司不同流量、不同尺寸的产品型号布局齐全，能够满足用户的多样化需求。公司高原便携式制氧机目前已经量产投入市场，并于 2025 年 7 月份开始为雅鲁藏布江下游水电站工程部分办公场所安装、供应高原中心供氧设备、台式制氧机、便携式制氧机、便携式氧气呼吸器等高原供氧产品，公司产品应用场景得

到进一步拓展。

表3: 鱼跃医疗制氧机产品参数及价格情况

产品型号	重量	尺寸	噪音	输入功率	推荐流量	附加功能	电商平台价格（元）
8F-5AW	16.5kg	39×24.5×50cm	≤60dB(A)	500VA	1.0-5.0 L/min	遥控、雾化	3680
8F-5W	24kg	48×30×65cm	41dB(A)	500VA	0.5-5.0 L/min	遥控、雾化	4590
8F-10W	24kg	41×37.5×66.8cm	≤60TdB(A)	850VA	1.0-10.0 L/min	雾化	10800
9F-5BW	17.5kg	40×30×55cm	45dB(A)	500VA	0.5-5.0 L/min	雾化	4390
9F-5DW	20kg	37×30.5×54cm	45dB(A)	500VA	1.0-5.0 L/min	雾化、遥控、触摸屏	5770
9F-5ZW	21kg	46.8×26.2×59cm	45dB(A)	500VA	1.0-5.0 L/min	雾化、遥控	6080
Spirit-6	2.3kg	22×9×22cm	≤55dB(A)	120VA	1-6 档	实体按键、彩色屏	5980

资料来源：公司官网，京东，国信证券经济研究所整理 注：表中电商平台价格为 2025 年 7 月 27 日旗舰店标价，仅供参考

CPAP（持续气道正压通气）治疗为成人 OSA 患者的首选和初始治疗手段。根据中华医学会在《成人阻塞性睡眠呼吸暂停基层诊疗指南》中的治疗建议，无创气道正压通气治疗（NPPV）为成人 OSA 患者的首选和初始治疗手段，其中 CPAP 为首选方案，BPAP（双水平气道正压通气）适用于合并慢阻肺或肥胖低通气综合征的患者。中国医师协会在《成人阻塞性睡眠呼吸暂停多学科诊疗指南》给出了 OSA 患者多学科治疗的细则，依然将 CPAP 作为一线治疗手段。

表4: 成人阻塞性睡眠呼吸暂停多学科治疗细则

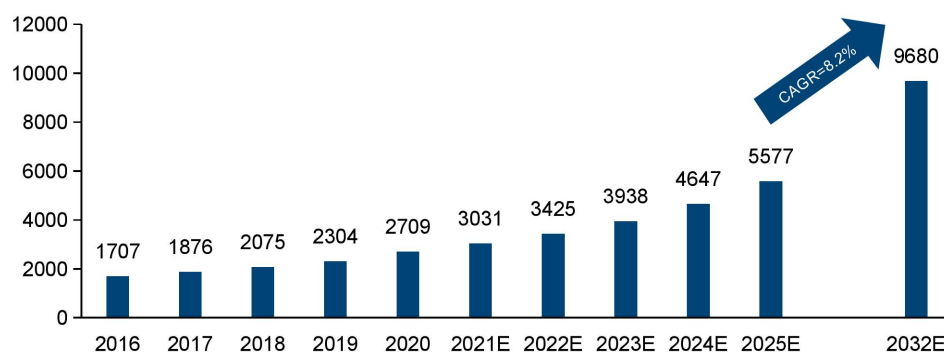
治疗方案	推荐意见
一般治疗	（1）推荐对所有超重患者（BMI≥23kg/m ² ）应鼓励其减重；肥胖患者根据不同病情，减重方法可分为非手术治疗和手术治疗； （2）推荐 OSA 患者戒烟、戒酒、慎用镇静催眠药物及其他可引起或加重 OSA 的药物； （3）建议体位治疗，包括侧卧位睡眠、适当抬高床头； （4）建议避免日间过度劳累，避免睡眠剥夺。
无创气道正压通气治疗	（1）NPPV 工作模式的选择： ① CPAP 为一线治疗手段 ，包括合并心功能不全者； ②自动持续气道正压通气（APAP）适用于 CPAP 不耐受者、饮酒后 OSA、体位及睡眠时相相关 OSA、体质量增减显著的患者等； ③ 双水平气道正压通气（BiPAP）适用于 CPAP 治疗压力超过 15cmH₂O、不能耐受 CPAP 者以及合并 CSA 或肺泡低通气疾病，如慢阻肺、神经肌肉疾病及肥胖低通气综合征。 （2）压力滴定：①PSG 下整夜人工压力滴定定为金标准，可选用 CPAP 或 BiPAP 进行；②APAP 和人工 CPAP 滴定对于无合并症的中重度 OSA 中的应用价值相同。
氧疗	（1）CPAP 治疗消除所有呼吸事件后，若 SaO ₂ 仍有较大波动，尤其是在 REM 睡眠期 SaO ₂ ≤88%，可辅氧疗； （2）对于合并慢阻肺、心力衰竭或神经肌肉疾患的 OSA 患者，首先需给予有效的治疗模式如 BiPAP，解除患者上气道塌陷，消除阻塞性与中枢性呼吸事件及肺泡低通气，可在此基础上适当辅氧疗。
口腔矫治器治疗	（1）口腔矫治器可作为单纯鼾症和轻、中度患者的一线治疗方法，可与手术或 NPPV 联合应用治疗重度 OSA； （2）口腔矫治器治疗时，需根据患者具体情况选择或定制； （3）建议口腔矫治器治疗前后均进行 PSG 监测； （4）建议头颅定位侧位片和曲面断层片为常规影像学检查； （5）口腔矫治器为长期医疗过程，推荐制定长期复诊方案。
鼻腔手术	（1）单独鼻腔手术并不能有效降低 AHI，故不推荐作为 OSA 的一线治疗； （2）鼻腔手术有助于降低鼻腔阻力从而提高 CPAP 治疗依从性，但需注意保证鼻腔支架的稳定性，推荐术后再次行压力滴定调整相关参数后继续 CPAP 治疗。
扁桃体和腺样体切除术	（1）推荐术前 AHI<30 次/h 的扁桃体肥大患者行单纯扁桃体切除术； （2）建议对患者进行鼻咽喉镜检查，发现腺样体明显肥大时，建议同期行腺样体切除手术。
外科治疗	（1）推荐用于治疗非严重肥胖的中度或轻度 OSA 患者以及扁桃体 II 度及以上肥大的重度 OSA 患者； （2）推荐同时进行双侧扁桃体切除术； （3）建议术前系统评估患者上气道形态，可采用 Friedman 分型系统以及 TCM 手术疗效评分预测系统预估手术疗效； （4）推荐制定长期复诊方案，术后跟踪随访 PSG。
悬雍垂腭咽成形术	可用于治疗 BMI<32kg/m ² 且没有任何其他解剖部位狭窄及 OSA 手术治疗史的轻中度患者；该项治疗目前国内尚未广泛开展，远期疗效有待进一步观察。
软腭植入术	
舌根及舌骨手术	（1）舌根及舌骨手术推荐用于治疗轻度至中度存在舌根平面狭窄的 OSA 患者； （2）舌根及舌骨手术与其他外科手术联合进行，即多层面手术，可提高手术疗效。

资料来源：中华医学会《成人阻塞性睡眠呼吸暂停多学科诊疗指南》，国信证券经济研究所整理

根据弗若斯特沙利文的测算，按出厂价计算 2025 年全球及国内的家用无创呼吸机市场分别为 55.8 亿美元和 33.3 亿人民币。全球家用无创呼吸机市场规模预计将从 2020 年的 27.1 亿美元增长至 55.8 亿美元，并将继续以 8.2% 的年均复合增长率增长至 2032 年的 96.8 亿美元。国内家用无创呼吸机市场规模将由 2020 年的 12.3 亿人民币增长至 2025 年的 33.3 亿人民币，期间双水平呼吸机占比由

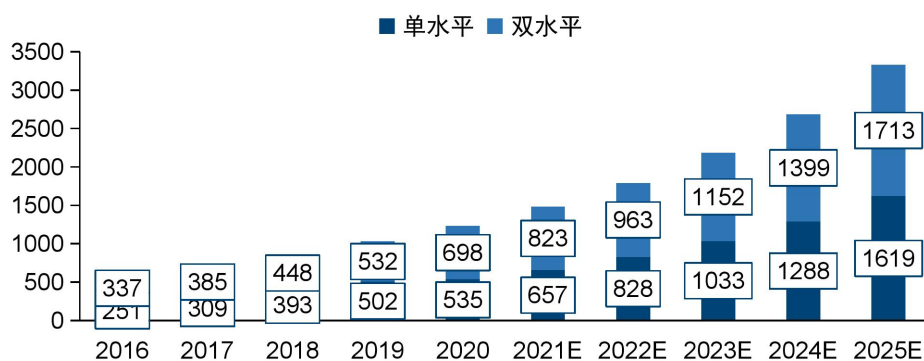
43.4%提升至 48.6%。

图24: 全球家用无创呼吸机市场规模（出厂价口径，单位：百万美元）



资料来源：弗若斯特沙利文，Global Market Statistics，国信证券经济研究所整理

图25: 中国家用无创呼吸机市场规模（出厂价口径，单位：百万元）



资料来源：弗若斯特沙利文，国信证券经济研究所整理

家用呼吸机耗材市场规模增速略低于设备增速。根据沙利文预测，2025 年全球及中国通气面罩市场规模将分别达到 29.0 亿美元和 4.6 亿人民币，分别对应 2020-2025 年 CAGR 为 12.4%和 19.2%，略低于设备的复合增速（分别为 15.5%和 22.0%）。我们认为随着后续全球家用呼吸机存量的不断增长，将逐步带来配套通气面罩的购买和替换需求，带动通气面罩市场增速提升。

图26: 全球通气面罩市场规模预测（出厂价口径，单位：百万美元）



资料来源：弗若斯特沙利文，国信证券经济研究所预测

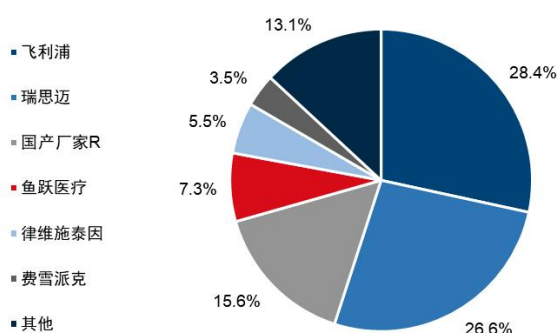
图27: 中国通气面罩市场规模预测（出厂价口径，单位：百万人民币）



资料来源：弗若斯特沙利文，国信证券经济研究所预测

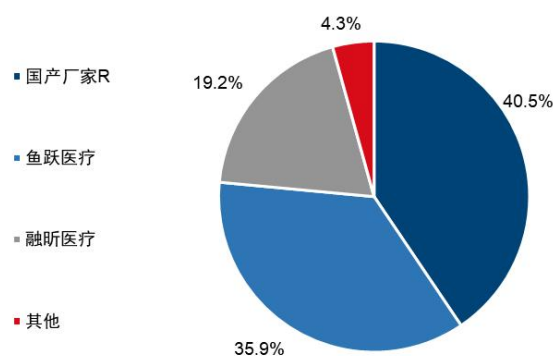
鱼跃医疗在国内家用无创呼吸机市场份额位居前列。根据弗若斯特沙利文的统计，鱼跃医疗 2020 年在按出厂价计算的国内家用无创呼吸机市场市占率为 7.3%，排名第四，在国产厂家中排名第二。在按出厂价计算的出口市场中，鱼跃医疗占据 35.9% 的份额，排名第二。公司家用呼吸机产品在海外不断获证，随着公司在海外市场投入不断提升以及与海外领先企业达成合作，公司家用呼吸机产品未来收入增长空间仍较乐观。

图28: 2020 年中国家用无创呼吸机市场份额（按出厂价）



资料来源：弗若斯特沙利文，国信证券经济研究所预测

图29: 2020 年中国家用无创呼吸机出口市场份额（按出厂价）



资料来源：弗若斯特沙利文，国信证券经济研究所预测

公司家用呼吸机产品性能处于行业前列，相较外资品牌具备性价比优势。公司家用呼吸机产品分为单水平及双水平两类，在可选择的工作模式、压力范围以及漏气补偿等智能化操控等重要参数上已经与外资龙头瑞思迈基本达到相同水平。但从价格上公司产品相较瑞思迈更低，有利于公司产品在国内市场的拓展。

表5: 鱼跃医疗于瑞思迈旗舰呼吸机产品性能比较

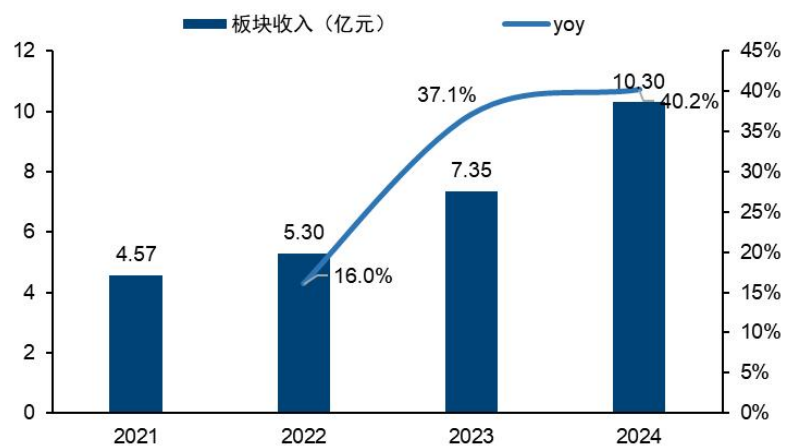
	鱼跃医疗		瑞思迈	
产品型号	YH-680D	YH-920Auto	S10 AutoSet	AirCurve10
产品类型	单水平	双水平	单水平	双水平
工作模式	CPAP/APAP	CPAP/S/Auto S	CPAP/AutoSet	CPAP/S/Auto
压力范围	4-20 cmH ₂ O	4-20 cmH ₂ O	4-20 cmH ₂ O	2-25 cmH ₂ O
噪音	<28dB(A)	≤30dB(A)	25±2dB(A)	25±2dB(A)
漏气补偿	自动	自动	自动	自动
自动加湿	支持	支持	支持	支持
自动启停	支持	支持	支持	支持
压力调节幅度	0.5 cmH ₂ O	0.5 cmH ₂ O	0.2 cmH ₂ O	0.2 cmH ₂ O
价格(元)	6180	12800	8980	16790

资料来源: 各公司官网, 京东, 国信证券经济研究所整理 注: 产品价格为各品牌京东旗舰店标价

血糖管理及 POCT: 业绩表现亮眼, CGM 成为新增长引擎

2024 年板块增速亮眼, 受益于 CGM 产品的高增长。2024 年公司血糖管理及 POCT 板块实现收入 10.30 亿元, 同比增加 40.2%, 其中 CGM 产品实现翻倍增长。公司院内外市场协同拓展, 构建起 BGM+CGM 的多元化血糖监测产品矩阵。后续随着公司 CGM 产品的不断更新迭代, 预计公司该板块短期内仍将保持较高增速。

图30: 公司血糖管理及 POCT 解决方案(糖尿病护理解决方案)收入情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理 注: 公司 2024 年对业务板块进行重组调整, 图中数据 2021-2023 年为“糖尿病护理解决方案”, 2024 年为“血糖管理及 POCT 解决方案”

全球糖尿病患者人数与患病率持续攀升, 正推动全球范围糖尿病管理需求逐渐提升。根据灼识咨询的数据显示, 中国糖尿病患者总数从 2017 年的 1.16 亿人上升至 2022 年的 1.41 亿, 预计到 2027 年将达到 1.54 亿。其中, II 型糖尿病占据绝对多数, 2027 年将达到 1.49 亿人。同时, 中国糖尿病患病率也呈现出持续上升趋势, 从 2005 年的 7.53% 增长至 2023 年的 13.63%, 预计在 2050 年将突破 29.10%, 即接近每三位成年人中就有一位患病。全球层面, 糖尿病总患者人数由 2017 年的 4.15 亿增长至 2022 年的 5.28 亿, 预计到 2027 年将超过 6 亿, 增长态势明显。

图31：中国糖尿病患者人数（单位：亿人）



资料来源：灼识咨询，国信证券经济研究所预测

图32：全球糖尿病患者人数（单位：亿人）



资料来源：灼识咨询，国信证券经济研究所预测

连续血糖监测仪（CGM）作为智能健康管理领域的重要技术，正快速引领糖尿病管理方式的变革。CGM 通过皮下微型传感器，实现全天候、实时的血糖动态监测，为患者提供远高于传统指尖测血糖的便捷性与精准性。其不仅能大幅提升患者的自我管理水平和自我管理水平，更为医生提供了完整的趋势数据，成为现代慢病管理数字化的重要基础设施。作为一种可穿戴设备，CGM 正在成为“医疗终端+数据平台”的关键入口，具备高频刚需、高粘性、平台化延伸等特征。根据治疗指南，II 型糖尿病在开始治疗及口服药治疗前等阶段需要进行一日多次的血糖检测，而 I 型糖尿病对检测频次的需求更高，需要每日至少检测 4-5 次。随着患者血糖监测习惯的逐渐培养，未来 CGM 产品在全球潜力巨大。

表6：BGM 与 CGM 主要区别

	BGM	CGM
使用方法	测定指血中的葡萄糖水平	感应器埋植于腹部或手臂部位，将皮下组织间液反映葡萄糖浓度的电信号转化为血糖值
性能	通过一次性试纸检测，部分血糖仪具有数据储存能力	皮下感应器实现 24 小时连续监测，血糖记录器中的数据可提取，并进行定性定量分析
数据	反映即时的血糖值，是分散的数据，只可以部分地反映患者血糖随饮食、药物、运动等的变化	连续显示血糖变化情况，可帮助患者了解整体变化趋势和个体化特征
优势	性价比高，结果准确	对治疗有指导意义、避免频繁采血导致感染、预警血糖水平
劣势	疼痛感强	价格相对较高

资料来源：灼识咨询，国信证券经济研究所整理

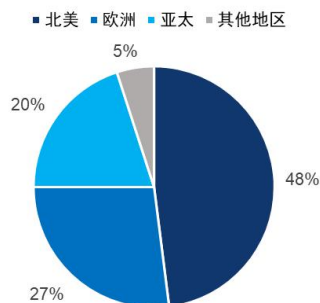
全球范围内 CGM 市场正呈现出快速增长趋势，当前中国 CGM 市场渗透率仍处于较低水平。2020 年中国 I 型糖尿病患者的 CGM 渗透率仅为 6.9%，II 型糖尿病和妊娠糖尿病的渗透率更是低至 1.1%和 0.3%，远低于同期美国（如 I 型糖尿病 63.7%）和欧盟五国的使用水平。即便到 2030 年，中国在各类人群中的渗透率预期仍未超过 40%。然而全球市场方面，CGM 整体市场规模从 2019 年的 286.52 亿元预计将增长至 2032 年的 1852.03 亿元，年均复合增长率高达 14.5%。其中，美国、欧盟等成熟市场仍占主导。在糖尿病患者人数持续上升和政策支持逐步完善的背景下，中国 CGM 市场未来存在较为显著的“低渗透-高成长”机会。

图33: 全球 CGM 市场规模 (亿元)



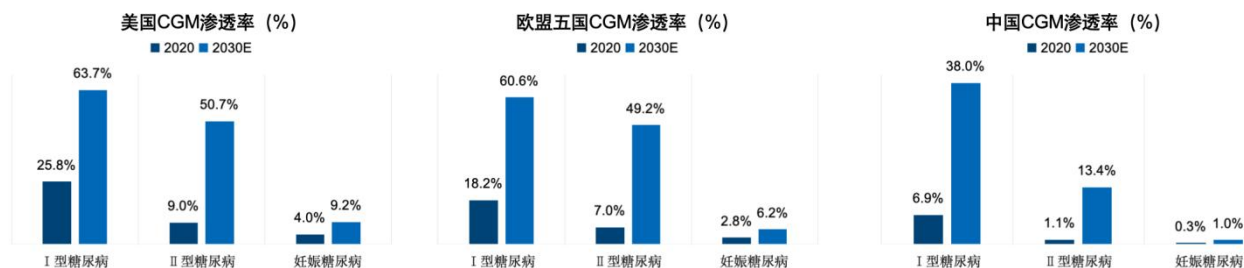
资料来源: 问可汇, 国信证券经济研究所预测

图34: 2025 年全球 CGM 地区市场份额



资料来源: 问可汇, 国信证券经济研究所预测

图35: 美国、欧洲五国及中国 CGM 渗透率情况 (2020 及 2030E)



资料来源: 微泰医疗招股书, 国信证券经济研究所整理

国内 CGM 市场海外品牌仍占据主导地位, 但国产产品在精度、功能和价格方面的持续优化正加速其本土替代进程。2020 年, 雅培和美敦力两家企业合计占据了我国 CGM 市场的约 89% 份额, 尤其是雅培凭借 FreeStyle Libre 系列产品在无创、长寿命和无需校准等方面的表现, 取得了 78% 的市场占有率。然而, 随着国产品牌快速崛起, 这一格局正逐步被打破。从技术参数来看, 国产产品的 MARD 已趋于国际先进水平, 如可孚欧态 M8 的 MARD 仅为 8.11%、鱼跃凯立特的 Anytime5 Pro 为 8.58%, 均优于美敦力 Guardian Sensor 3 (9.1%–10.6%)。此外, 国产产品在使用寿命 (多为 14–16 天)、无需校准、覆盖人群广泛等方面也实现了全面对标甚至超越, 同时价格优势显著, 部分型号 (如 SIBIONICS GS1、I3、M8) 在电商平台售价仅为国际品牌的三分之一。综合来看, 国产 CGM 产品正凭借“高性价比+技术成熟+政策支持”逐步打开市场, 在中长期具备强劲的本土竞争优势和进口替代潜力。

表7: 主要内外资厂家 CGM 产品性能参数对比

公司	产品	NMPA 获批时间	尺寸 (直径 mm)	使用寿命 (天)	MARD	电商平台价格
德康	G7	未在国内获批	30	10	8.20%	-
雅培	FreeStyle Libre2	2023	35	14	9.20%	440
	FreeStyle Libre	2016	35	14	9.40%	345
美敦力	Guardian™ Sensor 3	2020	25	7	9.10%-10.60%	-
罗氏	Accu-Chek SmartGuide	未在国内获批	-	7	9.20%	-
硅基仿生	SIBIONICS GS1	2021	33.5	14	8.83%	114
三诺生物	I3	2023	32	15	8.71%	129
鱼跃凯立特	CT3	2023	39	14	9.60%	338
	Anytime5 Pro	2025	23	16	8.58%	339
微泰医疗	AiDEX G7	2021	25	14	9.08%	218
九诺医疗	GluNovo p3	2021	22	14	9.38%	-
可孚欧态	M8	2024	24	14	8.11%	125

资料来源: 各公司官网, 京东, 国信证券经济研究所整理

公司并购浙江凯立特进军 CGM 赛道, 产品持续迭代, 性能对标行业龙头。2021 年公司以 3.66 亿元自有资金收购浙江凯立特 50.99% 的股份, 正式进军 CGM 赛道。2025 年 2 月公司四代 CGM 产品获批; 2025 年 4 月, 公司在第 88 届 CMEF 上正式发布 CGM 新品 Anytime 5 系列, 在 MARD 值、续航天数等重要参数上优于雅培的 FreeStyle Libre 系列产品。公司产品迭代速度行业领先, 协同公司在国内市场强大的渠道能力, 以及 CGM 产品与 AI 技术的结合, 预计公司 CGM 产品未来在国内市场竞争力将会逐步提升。根据京东官网披露的数据, 2025 年鱼跃医疗 CGM 产品在 618 活动期间销售额同比增长超 165%, 展现出“价格更优、质量过硬、销量增长”的良性发展态势。

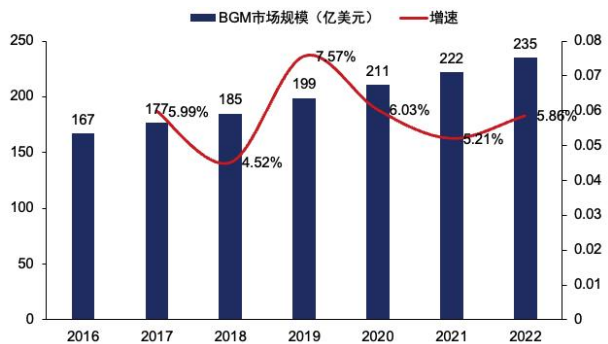
表8: 鱼跃医疗主要 CGM 产品参数

型号	CT15	Anytime 5 Pro
血糖报告范围	1.7-27.8mmol/L	1.7-27.8mmol/L
MARD 值	9.07%	8.58%
校准类型	免校准	免校准
数据报告频率	3 分钟	3 分钟
传感器初始化时间	1 小时	45 分钟
传感器佩戴寿命	14 天	16 天
防水等级	IP58	IP58

资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

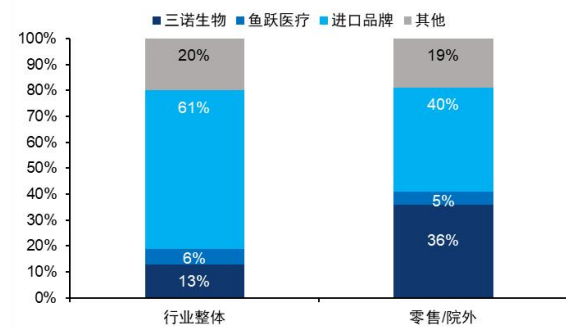
公司 BGM 产品借助渠道优势在国内市场占据一席之地。BGM 作为血糖监测的传统手段, 目前市场规模依然较大, 但增速预计略低于 CGM 产品。根据观研天下的测算, 2022 年全球 BGM 市场规模为 235.0 亿美元。外资品牌在 BGM 市场具备先发优势, 2020 年占据国内 BGM 院内市场的 90% 左右。国产品牌则凭借渠道及性价比的优势在院外渠道表现较好。公司 2020 年在国内 BGM 市场整体市占率为 6%, 位于国产品牌前列。

图36: 全球 BGM 市场规模及增速（单位：亿美元）



资料来源：观研天下，国信证券经济研究所预测

图37: 国内 BGM 市场竞争格局（2020 年）



资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所预测

表9: 鱼跃医疗主要 BGM 产品参数

型号	测试范围	测试时间	采血量	HCT 范围	记忆容量
305A	0.6-33.3 mmol/L	8 秒	1μL	30%-60%	300 条
580	0.6-33.3 mmol/L	8 秒	1μL	30%-60%	250 条
660	0.6-33.3 mmol/L	8 秒	0.8μL	10%-70%	500 条
790	0.6-33.3 mmol/L	8 秒	1μL	30%-60%	500 条
860	0.6-33.3 mmol/L	8 秒	0.8μL	10%-70%	999 条
GU200	0.6-33.3 mmol/L	8 秒	1μL	30%-60%	100 条

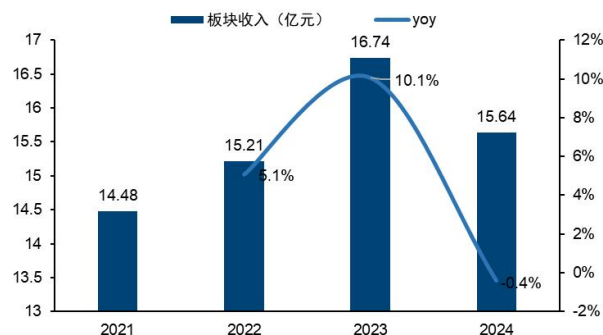
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

注：GU200 为血糖尿酸测试仪

家用健康检测：国内电子血压计第一品牌，新品布局逐渐完善

家用健康检测为公司重要的稳定营收来源，产品管线日渐丰富。公司家用健康检测解决方案 2024 年收入 15.64 亿元（同比-0.4%，2023 年可比口径板块收入 15.70 亿元），出现同比下滑主要因 23 年同期红外测温仪等产品基数较高。2024 年公司电子血压计产品在现有规模下依然实现同比双位数增长。公司不断完善在血压检测、体温检测等领域的产品布局，推出房颤血压双测机、耳温枪等新品，构筑覆盖从低端至高端的完整管线。

图38: 公司家用健康检测解决方案（家用类电子检测及体外诊断）收入（单位：亿元）



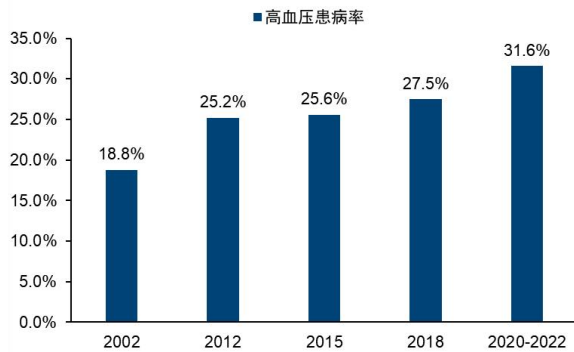
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

注：图中 2021-2023 年数据为公司此前披露的家用类电子检测及体外诊断收入

高血压为最常见的慢性非传染疾病，家用血压检测设备市场空间庞大。根据《中

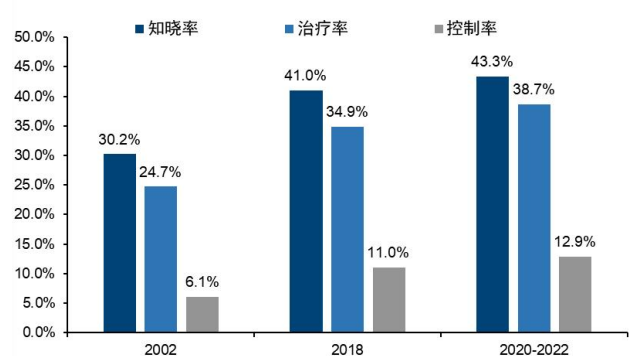
《国心血管健康与疾病报告（2023）》统计的数据，我国成人高血压患病率从 2002 年的 18.8% 攀升至 2022 年的 31.6%。且随着我国老龄化的加重，预计高血压患病率仍呈现不断提升的趋势。此外，我国成人高血压的知晓率、治疗率和控制率在过去十几年也有明显提升，居民慢病管理意识逐渐成熟。

图39：不同调查年份成人高血压患病率情况



资料来源：中国心血管健康与疾病报告（2023），国信证券经济研究所整理

图40：不同调查年份高血压知晓/治疗/控制率情况



资料来源：中国心血管健康与疾病报告（2023），国信证券经济研究所整理

公司血压计产品布局完善，在国内处于领先地位。公司血压计产品覆盖家用和医用不同应用场景，并配备不同型号规格。根据公司 2024 年年度报告，公司已成为国内市场电子血压计的第一品牌，海外市场亦在逐步突破。公司持续加大该板块的新品研发力度，2024 年推出房颤血压计 S67XR，搭载自研房颤风险筛查技术，可敏锐捕捉到房颤的细微迹象，及时检测血压问题可能带来的房颤风险。根据 Research And Markets 的测算，预计 2030 年我国血压监测设备市场规模将达到 10.1 亿美元，对应 2023-2030 年 CAGR 为 13.0%。

图41：我国血压监测市场规模及预测



资料来源：Research And Markets，国信证券经济研究所整理

图42：鱼跃医疗主要血压计产品

定位	型号	价格
院线同款	臂筒式血压计YE698	1580
	房颤款血压计S67XR	299
热门款	臂式血压计680AR	257
	臂式血压计680AR	139
旗舰款	臂式血压计YE690CR	339
	臂式血压计630AR	375
便携款	臂式血压计960	799
	腕式血压计YE8800AR	159

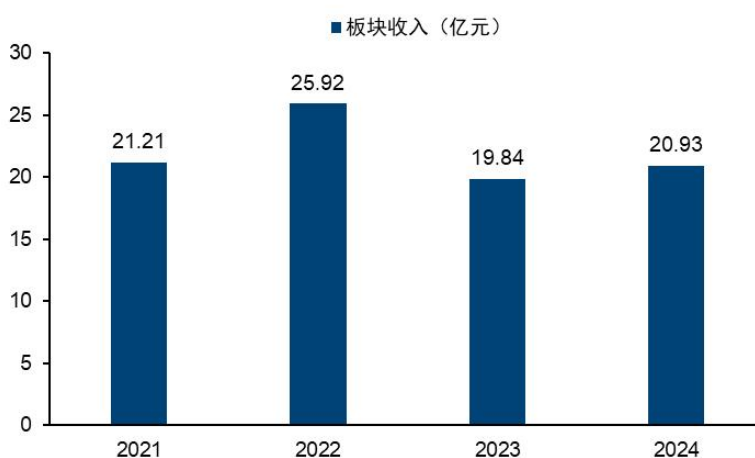
资料来源：公司官网，京东，国信证券经济研究所整理

临床器械步入稳定期，高潜力业务+出海注入发展活力

扎根临床器械及康复业务，品牌优势显著

临床器械及康复业务为公司长期稳健发展奠定基础。公司临床器械及康复解决方案主要包括康复护理、手术器械、中医理疗、感染控制等系列产品，公司在该板块市场地位稳固，产品矩阵丰富，逐渐成为支撑公司长期发展的稳固基石。2024年公司临床器械及康复解决方案收入 20.93 亿元，同比增长 0.24%。其中针灸针、轮椅、手术器械等产品增长较快，感控产品受基数影响同比下滑。

图 43：公司临床器械及康复解决方案（及往年可比业务）收入情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 注：公司在 2024 年进行业务板块的调整，图中 2021-2023 年数据为此前“康复及临床器械”和“感染控制解决方案”两个业务板块收入之和，仅供参考

子公司上械集团深耕手术器械领域，院内渠道能力强。公司 2015 年收购上海医疗器械（集团）有限公司手术器械厂，上械集团历史悠久，拥有品牌“金钟”“上卫”等，在国内竞争力较强，手术器械产品的品种规格超 14000 个，覆盖从基础外科到耳鼻喉科、神经外科、肝胆外科等各个专科的多类型手术器械。上械集团医院渠道优势明显，与公司强大的院外市场能力形成互补。

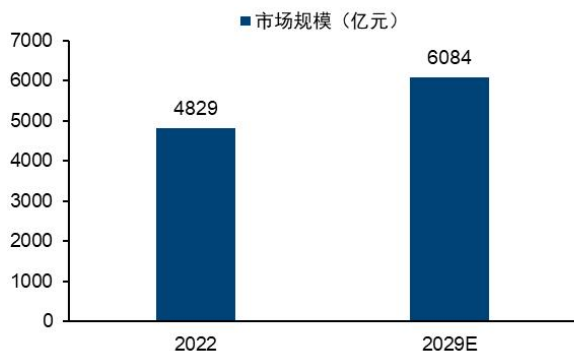
图44: 公司“金钟”手术器械主要覆盖品种



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

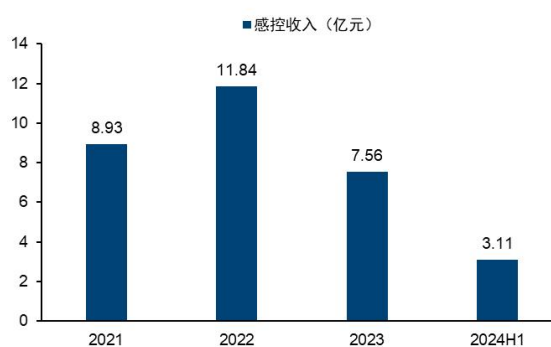
子公司中优医药旗下拥有多个知名消毒感控品牌。公司感控业务由全资子公司上海中优开展，其旗下的“洁芙柔”“安尔碘”“葡泰”等已具备较高的品牌知名度，“安尔碘”在皮肤消毒领域、“洁芙柔”在手消感控领域均处于绝对领先地位。全球感染控制产品市场规模将不断受益于院内外感控需求的增长而扩张，根据 QYResearch 的测算，2029 年全球感控产品市场规模预计将达到 6084 亿元。过去几年受疫情影响，该类产品需求波动较大，但目前需求端已逐步恢复正常。预计公司该业务将继续受益于强大品牌力而逐渐重回增长轨道。

图45: 全球感控产品市场规模



资料来源：QYResearch，国信证券经济研究所整理

图46: 公司感染控制解决方案收入



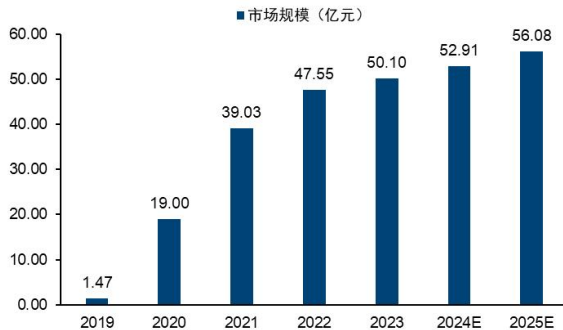
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 注：2024 年年度报告中未单独披露该感控业务收入

孵化急救、眼科等高潜力业务，积极打造第二增长曲线

社会急救网络迅速发展的背景下，公司积极培育急救业务的发展。我国现阶段自动体外除颤器（AED）配置率较低，仅为 0.2 台/10 万人，远低于发达国家水平（美国 317 台/10 万人、日本 555 台/10 万人），近年来推动公共场所 AED 配置的指南和政策频出，国内急救网络建设开始加速。2024 年我国 AED 市场规模约为 53 亿元。公司 2017 年收购德国普美康（Primedic）进军急救领域，并在 2021 年设立子公司讯捷医疗，与腾讯携手促进社会智能急救安全网络的构建和完善。在国

内市场高速增长的阶段，公司有望凭借 Primedic 在急救领域的丰富经验以及性能优异的产品，实现该板块业务收入的迅速提升，打造公司第二增长曲线。

图47：我国 AED 市场规模情况（单位：亿元）



资料来源：观研天下，国信证券经济研究所整理

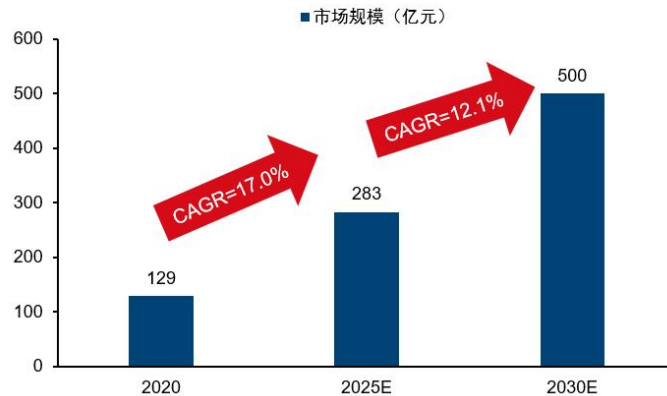
图48：普美康主要 AED 产品情况



资料来源：Primedic 官网，国信证券经济研究所整理

公司通过不断外延并购强化在眼科领域的布局。在我国眼科疾病患病人群庞大以及近视率持续提升的背景下，眼科医疗器械市场的需求不断增加。根据弗若斯特沙利文的数据，我国 2025 年眼科医疗器械市场规模将达到 283 亿，至 2030 年可达到接近 500 亿。公司 2013 至 2022 年先后并购（或参股）了上海优阅光学、苏州六六视觉、江苏视准以及江苏乐润，在隐形眼镜等眼科耗材、眼底照相机和眼科显微镜等眼科设备实现深度布局。

图49：我国眼科医疗器械市场规模（单位：亿元）



资料来源：Frost & Sullivan，国信证券经济研究所整理

表10：公司眼科业务相关子公司主要情况

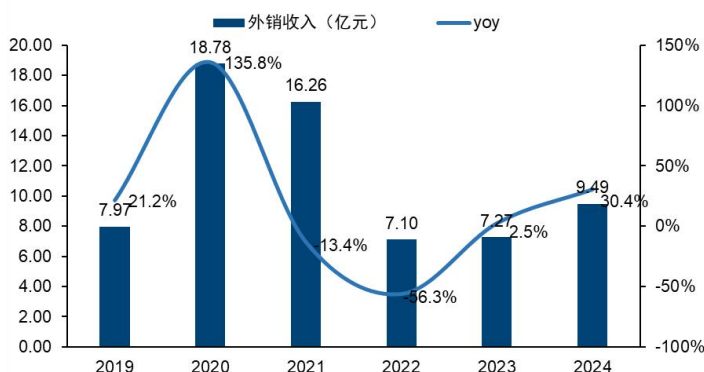
相关子公司	并购/参股时间	主要业务
上海优阅光学	2013	验光配镜、眼镜
苏州六六视觉	2019	裂隙灯显微镜系列、手术显微镜系列、显微手术器械系列、电子器械系列
江苏视准	2019	软性亲水接触镜等日戴型视力矫正产品
江苏乐润	2022	隐形眼镜、护理液、保存液、清洗液等

资料来源：公司官网，公司公告，国信证券经济研究所整理

业务国际化步伐加快，全球市场海阔凭鱼跃

公司外销收入增速回升，打造具备国际影响力的品牌。公司 2024 年外销收入 9.49 亿元，同比增长 30.4%。公司 2020-2021 年外销收入曾出现明显的规模增长，主要因全球公共卫生事件带来呼吸机、制氧机及感控等产品的需求量激增。2020 年美国卫生与公众服务部宣布进入 PHE(公共卫生紧急状态)，随后推出了针对 IVD、个人呼吸防护等产品的 4 项 EUA 政策，为此前未取得 FDA 批准的产品进入美国市场开通了准入通道。公司的家用呼吸机产品在此期间得到 EUA 授权可以临时在美国市场销售带来收入增量。随着疫情影响的逐渐出清以及 EUA 授权的失效，公司海外销售逐渐回归正常增长。

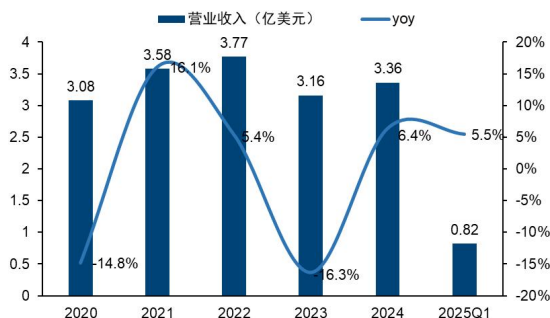
图50: 公司外销收入及增速情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

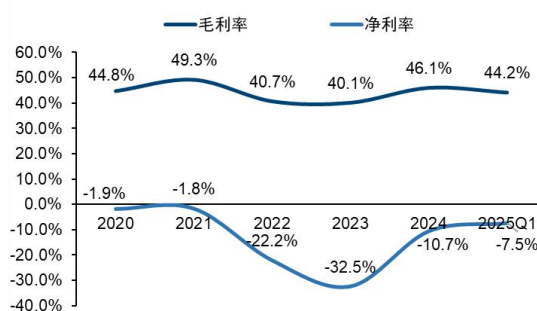
与海外龙头携手，协同打开全球市场。公司 2025 年 1 月宣布认购 Inogen 的股票并签署战略合作协议，Inogen 作为全球领先的便携式制氧机制造商，拥有先进的呼吸技术、国际品牌声誉和欧美广泛销售网络；而鱼跃则具备强大的台式制氧机研发制造能力、亚洲地区成熟的渠道体系及规模化生产优势。公司将借助 Inogen 的渠道拓展欧美市场，提升品牌国际影响力；同时也为 Inogen 在亚洲业务拓展、产品多元化及成本优化方面提供支撑。双方还将围绕呼吸类产品展开从台式、便携式制氧机到呼吸机等系列产品的联合开发，并在全球范围内推出创新产品，提升双方在呼吸领域的整体竞争力。Inogen 目前处于业绩回暖的阶段，2024 年收入 3.36 亿美元，同比增长 6.4%；2025Q1 收入 0.82 亿美元，同比增长 5.45%。2024 年毛利率 46.1%，同比增加 6.0pp。

图51: Inogen 营业收入情况（单位：亿美元）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图52: Inogen 利润率情况



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

产品管线全线智能化布局，拥抱 AI+家用医疗器械新时代

公司积极引入 AI 技术，推动医疗器械向“智能化、家庭化”方向升级。公司已在血糖监测、生命体征监测、制氧设备等多个领域探索 AI 赋能路径，例如通过深度学习算法优化制氧机智能调节功能、结合大数据平台开展慢病远程管理、推动可穿戴设备实现多参数实时监测与预警。AI 技术的融合不仅增强了产品的使用体验与诊疗效率，也为公司打开了“硬件+服务”模式的成长空间。在产业数字化浪潮推动下，公司逐步构建起具有自主技术优势的智能医疗生态体系，未来有望在数字健康领域持续释放成长动能，进一步巩固其在家用医疗器械赛道的龙头地位。

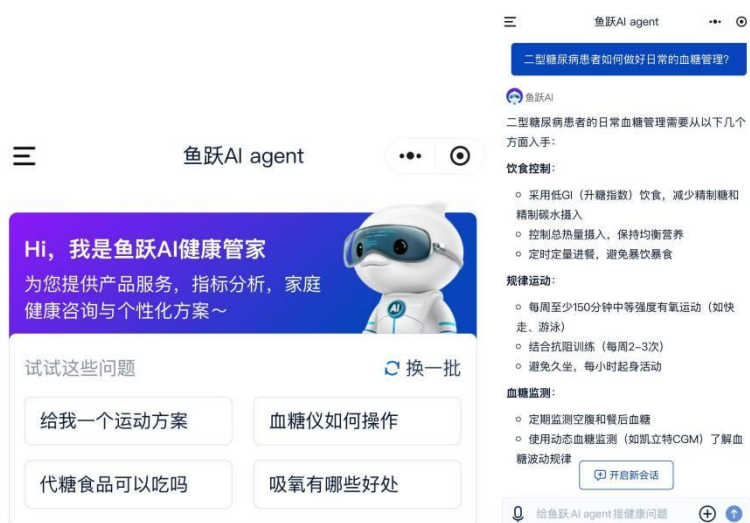
图53：公司当前结合 AI 技术的重点产品



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

推出鱼跃医疗大模型，奠定 AI 赋能公司及行业发展的基调。公司于 2025 年 4 月 26 举办春季新品发布会，聚焦 AI 于医疗健康的深度融合，推出 30 余款革新产品，并重磅发布鱼跃医疗大模型，开启 AI agent 健康管家公测。鱼跃 AI agent 是一款面向家庭健康管理的智能助手，能够连接公司的多种医疗设备，如血压计、血糖仪、制氧机等，对采集到的健康数据进行整合分析，并根据用户情况提供个性化的健康建议和预警提醒。同时，AI agent 还能与家庭成员或医生联动，实现远程健康管理服务。

图54: 鱼跃 AI Agent 小程序端功能展示



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

呼吸治疗解决方案：公司该业务板块的制氧机等部分产品 2024 年受到高基数的影响较大，该影响在 2025 年基本已出清，国内市场预计将恢复增长。公司产品持续更新迭代，并与海外龙头公司 Inogen 合作积极拓展海外市场，预计公司将凭借市场领先的品牌及渠道能力，引领行业增长。预计该板块 2025-2027 年收入为 30.52/25.86/42.14 亿元，同比+17.5%/+15.0%/+15.0%；预计 2025-2027 年毛利率为 54.0%/54.5%/55.0%。

血糖管理及 POCT 解决方案：公司 BGM 产品院内外市场逐渐拓展，CGM 产品加速更新迭代，性能位列行业第一梯队，2025 年 618 电商平台销售额表现亮眼，预计能够维持较高增长。预计 2025-2027 年收入为 12.87/15.77/18.92 亿元，对应同比增速 25.0%/22.5%/20.0%；新款 CGM 产品逐步放量，有望带来板块毛利率的提升，预计 2025-2027 年毛利率为 61.6%/62.1%/62.6%。

家用健康检测解决方案：电子血压计产品市占率领先，增速较为稳定，红外测温仪等产品因需求波动 2024 年收入回落，预计后续将逐步恢复正常增长，房颤血压双测机等新陆续上市，逐渐满足更多的居家检测应用场景。预计 2025-2027 年收入为 17.20/18.92/20.82 亿元，同比+10.0%/+10.0%/+10.0%；医用产品毛利率相对较高，预计 2025-2027 年毛利率为 53.5%/54.0%/54.5%。

临床器械及康复业务解决方案：公司在手术器械、感控类产品等领域品牌力强大，市场地位稳固，新品开发与新客户拓展为板块增长持续注入动力，该业务作为公司经营长期稳健发展的基础，预计将保持稳定增长。预计 2025-2027 年收入为 22.50/24.18/26.00 亿元，同比+7.5%/+7.5%/+7.5%；预计 2025-2027 年毛利率为 40.8%/41.0%/41.2%。

急救解决方案及其他：急救为公司重点孵化的高潜力业务，自主研发的产品持续技术升级，同时同步推进急救产品海外布局，已有产品获得欧盟 MDR 认证。未来国内急救网络建设预计将加速进展，公司该业务板块成长空间较大。预计 2025-2027 年收入为 2.75/3.23/3.88 亿元，同比+15.0%/+17.5%/+20.0%；预计 2025-2027 年毛利率为 38.6%/39.6%/40.6%。

表11: 收入拆分及预测（单位：百万元）

		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入		7971.73	7565.82	8631.33	9772.37	11054.64
	yoy	12.3%	-5.1%	14.1%	13.2%	13.1%
毛利		4104.86	3793.55	4421.49	5073.18	5811.25
	毛利率	51.5%	50.1%	51.2%	51.9%	52.6%
1、呼吸治疗解决方案		3348.182	2597.48	3052.04	3509.84	4036.32
	yoy	49.5%	-22.4%	17.5%	15.0%	15.0%
	毛利率	55.8%	52.5%	54.0%	54.5%	55.0%
2、血糖管理及 POCT 解决方案		734.59	1029.89	1287.36	1577.02	1892.42
	yoy		40.2%	25.0%	22.5%	20.0%
	毛利率	60.1%	61.1%	61.6%	62.1%	62.6%
3、家用健康检测解决方案		1570.32	1563.95	1720.34	1892.38	2081.61
	yoy		-0.4%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	54.2%	53.0%	53.5%	54.0%	54.5%
4、临床器械及康复解决方案		2087.50	2092.57	2249.51	2418.22	2599.59
	yoy		0.2%	7.5%	7.5%	7.5%
	毛利率	40.4%	40.6%	40.8%	41.0%	41.2%
5、急救解决方案及其他		178.32	239.03	274.89	322.99	387.59
	yoy		34.0%	15.0%	17.5%	20.0%
	毛利率	32.3%	37.6%	38.6%	39.6%	40.6%
6、其他业务		52.81	42.90	47.19	51.91	57.10
	yoy		-18.8%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	81.3%	75.7%	77.5%	77.5%	77.5%

资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理预测

综上所述，预计公司 2025-2027 年营收 86.31/97.72/110.05 亿元，同比 +14.1%/+13.2%/+13.1%；毛利率 51.2%/51.9%/52.6%，毛利 44.21/50.73/58.11 亿元。

未来三年业绩预测

表12: 未来三年盈利预测（单位：百万元）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	7972	7566	8631	9772	11055
营业成本	3867	3772	4210	4699	5243
销售费用	1098	1361	1381	1515	1658
管理费用	411	428	443	489	539
研发费用	504	547	552	606	663
财务费用	-157	-236	-176	-212	-263
营业利润	2893	1932	2180	2633	3168
利润总额	2849	1933	2180	2633	3168
归母净利润	2396	1806	2013	2372	2775
摊薄 EPS（元）	2.39	1.80	2.01	2.37	2.77
ROE	20.4%	14.4%	14.4%	15.2%	15.9%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测

销售费用率：公司 2024 年因 CGM 等重点产品市场推广的需要，销售费用提升较多，主要用于电商平台的费用投入以及销售团队的工资薪金支出增加，随着公司在电商平台领先地位的逐渐稳固以及团队建设的完善，销售费用的增长速度预计将会放缓。预计 2025-2027 年销售费用率为 16.0%/15.5%/15.0%。

管理费用率：公司管理费用控制能力较强，2024 年由于收入规模下降导致管理费用率有所提升，预计将随着公司收入的增长逐步降低。预计 2025-2027 年管理费

用率为 4.9%/4.8%/4.7%。

研发费用率：公司部分新兴领域产品有持续的研发投入需求，预计公司研发费用仍有提升趋势，费用率随收入规模扩大而缓慢降低。预计 2025-2027 年研发费用率为 6.4%/6.2%/6.0%。

按上述假设条件，我们得到公司 2024-2026 年营收 86.31/97.72/110.55 亿元，同比 +14.1%/+13.2%/+13.1%；归母净利润 20.13/23.72/27.75 亿元，同比 +11.5%/+17.9%/+17.0%；每股收益 2.01/2.37/2.77 元；ROE 14.4%/15.2%/15.9%。

盈利预测敏感性分析

考虑以下三种情况对公司经营情况的影响分析，乐观假设与悲观假设在现有预测基础上下浮动 10%。

表13: 情景分析（单位：百万元）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
乐观预测					
营业收入	7,972	7,566	8,738	10,009	11,453
yoy	12.3%	-5.1%	15.5%	14.5%	14.4%
归母净利润	2396	1806	2683	3152	3681
yoy	50.2%	-24.6%	48.6%	17.5%	16.8%
EPS（元）	2.39	1.80	2.68	3.14	3.67
中性预测					
营业收入	7,972	7,566	8,631	9,772	11,055
yoy	12.3%	-5.1%	14.1%	13.2%	13.1%
归母净利润	2396	1806	2013	2372	2775
yoy	50.2%	-24.6%	11.5%	17.9%	17.0%
EPS（元）	2.39	1.80	2.01	2.37	2.77
悲观预测					
营业收入	7,972	7,566	8,525	9,539	10,666
yoy	12.3%	-5.1%	12.7%	11.9%	11.8%
归母净利润	2396	1806	1368	1640	1944
yoy	50.2%	-24.6%	-24.2%	19.9%	18.5%
EPS（元）	2.39	1.80	1.36	1.64	1.94

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：494.71~540.73 亿元

未来 10 年估值假设条件见下表：

表14：公司盈利预测假设条件

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
营业收入增长率	14.08%	13.22%	13.12%	12.78%	12.35%	11.08%	10.10%	7.86%	7.22%	5.84%
营业成本/营业收入	48.77%	48.09%	47.43%	46.88%	46.32%	45.80%	45.35%	45.52%	45.32%	45.10%
管理费用/营业收入	4.90%	4.80%	4.70%	4.60%	4.60%	4.60%	4.60%	4.60%	4.60%	4.60%
研发费用/营业收入	6.40%	6.20%	6.00%	5.80%	5.80%	5.80%	5.80%	5.80%	5.80%	5.80%
销售费用/销售收入	16.00%	15.50%	15.00%	14.70%	14.40%	14.10%	13.80%	13.50%	13.20%	12.90%
营业税及附加/营业收入	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
所得税税率	7.75%	10.00%	12.50%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
股利分配比率	27.50%	31.00%	34.50%	38.00%	41.50%	45.00%	48.50%	52.00%	55.50%	59.00%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

表15：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.20	T	15.0%
无风险利率	2.0%	Ka	9.8%
股票风险溢价	6.5%	有杠杆 Beta	1.22
公司股价	35.74	Ke	9.9%
发行在外股数	1002	E/(D+E)	98.6%
股票市值(E)	35829	D/(D+E)	1.4%
债务总额(D)	500	WACC	9.8%
Kd	5.3%	永续增长率（10年后）	2.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司股票价格区间为 49.35~53.94 元，对应市值区间为 494.71~540.73 亿元。

表16：鱼跃医疗 FCFF 估值表（单位：百万元）

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	TV
EBIT	1,959.1	2,366.1	2,840.0	3,349.2	3,886.3	4,446.2	5,026.1	5,446.1	5,938.7	6,395.6	
所得税税率	7.75%	10.00%	12.50%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	
EBIT*(1-所得税税率)	1,807.3	2,129.5	2,485.0	2,846.8	3,303.3	3,779.3	4,272.2	4,629.2	5,047.9	5,436.3	
折旧与摊销	225.6	232.3	238.9	245.4	251.9	258.3	264.8	271.2	277.7	284.1	
营运资金的净变动	(314.2)	45.6	40.2	17.9	43.5	43.6	44.7	80.6	72.7	78.0	
资本性投资	(101.0)	(101.0)	(101.0)	(101.0)	(101.0)	(101.0)	(101.0)	(101.0)	(101.0)	(101.0)	
FCFF	1,617.7	2,306.4	2,663.0	3,009.1	3,497.7	3,980.2	4,480.7	4,880.0	5,297.3	5,697.4	74,258.2
PV(FCFF)	1,473.0	1,912.1	2,010.3	2,068.3	2,189.1	2,268.2	2,325.0	2,305.6	2,278.8	2,231.7	29,087.0
核心企业价值	50,149.1										
减：净债务	(1,508.5)										
股票价值	51,657.6										
每股价值（元）	51.53										

资料来源：国信证券经济研究所预测

绝对估值敏感性分析：

该绝对估值对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表17：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化					
永续 增长 率变 化	51.49	9.4%	9.6%	9.8%	10.0%	10.2%	
	2.6%	57.67	55.84	54.12	52.50	50.96	
	2.4%	56.62	54.87	53.21	51.65	50.17	
	2.2%	55.62	53.94	52.35	50.84	49.41	
	2.0%	54.68	53.06	51.53	50.08	48.70	
	1.8%	53.79	52.23	50.75	49.35	48.01	
	1.6%	52.94	51.44	50.01	48.65	47.36	
	1.4%	52.13	50.68	49.31	47.99	46.74	

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：472.98~493.11 亿元

公司为国产家用医疗器械龙头，我们选择同属于家用医疗器械的可孚医疗、三诺生物作为可比公司。以 2025 年 8 月 20 日股价为基础，两家可比公司 2025 年平均 PE 为 25.06 倍，考虑到公司行业领先地位、出色的运营能力以及新业务的积极布局，我们给予鱼跃医疗 2025 年 23.50~24.50 倍 PE，合理市值为 472.98~493.11 亿元，对应目标价 47.18~49.19 元。

表18：可比公司估值表

证券代码	证券简称	股价 (元)	市值 (亿元)	归母净利润（亿元）				PE				ROE		PEG	评级
				2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E		
300298.SZ	三诺生物	21.00	117.66	3.26	4.31	5.23	6.31	36.06	27.29	22.51	18.66	9.7%	0.85		无评级
301087.SZ	可孚医疗	42.00	87.82	3.12	3.85	4.60	5.52	28.17	22.83	19.08	15.92	6.5%	0.88		无评级
	平均							32.11	25.06	20.80	17.29	8.1%	0.87		
002223.SZ	鱼跃医疗	36.20	362.90	18.06	20.13	23.72	27.75	20.10	18.03	15.30	13.08	14.4%	1.55		优于大市

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：三诺生物、可孚医疗为 Wind 一致预期

投资建议

国产家用医疗器械龙头，核心业务重点聚焦，积极孵育高潜力业务，海内外成长空间广阔，给予“优于大市”评级。短期来看，公司呼吸治疗、感控及家用检测等业务板块的部分产品需求逐步恢复正常，有望重回营收增长状态，CGM 等热门新产品短期放量空间较大；中长期看，公司家用医疗器械品牌深入人心，深耕慢病管理领域，产品管线布局完整，随着老龄化加重及居民健康管理意识的提升，未来成长空间充足。此外，公司海外业务布局正在加速完善，有望凭借优秀的产品力及运营能力打开海外广阔市场。预计公司 2025-2027 年收入 86.31/97.72/110.55 亿元，同比+14.1%/13.2%/13.1%；2025-2027 年归母净利润 20.13/23.72/27.75 亿元，同比+11.5%/17.9%/17.0%。综合绝对估值和相对估值，我们认为公司合理市值区间为 472.98~493.11 亿元，对应股价为 47.18~49.19 元，较当前有 30%~36%溢价空间。

风险提示

估值的风险

- ◆ 我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 472.98~493.11 亿元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：
- ◆ 可能由于对公司收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- ◆ 加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.0%、风险溢价 6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；
- ◆ 我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- ◆ 相对估值方面：我们选取了与公司业务相近的三诺生物、可孚医疗的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2025 年平均 PE 作为相对估值的参考，最终给予公司 2025 年 PE 为 23.50~24.50，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入同比+14.1%/13.2%/13.1%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险；
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 51.2%/51.9%/52.6%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

市场竞争加剧的风险

随着公司整体竞争力的不断提升，研发、生产及销售精细化、高毛利率和高附加值的中高端器械产品，已成为公司未来的重要发展方向。在中国中高端医疗器械市场中，外资企业目前占据着显著优势，与其正面竞争已势在必行。同时，在医疗改革背景下，跨国公司为巩固并扩大其在中国医疗器械市场的份额，正积极通过与本土企业合作、推进本地化研发等方式，加速向中低端市场渗透。近年来国产医疗器械公司也逐渐崛起，公司目前重点布局领域如家用呼吸机、CGM 等领域均有其他优秀国内竞争者，未来可能在市占率提升等方面对公司造成挑战。

成本及费用上升的风险

劳动力成本、原材料成本等运营支出持续上涨已成为未来发展的必然趋势。同时，新产品研发、海内外营销体系建设、医院临床渠道拓展、品牌推广与品牌价值提升等方面均需要大量资金投入。在此背景下，如何有效控制成本与各项费用支出，并在确保公司国内乃至国际知名医疗器械企业地位的同时，持续保持综合竞争力，

对公司管理层的经营管控能力与统筹平衡能力提出了更高要求。

业务发展带来的管理风险

公司正处于快速发展阶段，通过内生性增长与外延式扩张相结合，是公司实现“做专、做强”的核心发展路径。随着经营规模的持续扩大，公司亟需与时俱进的管理理念，并引进高层次管理人才，这在提升运营水平的同时，也增加了运营管理的复杂性与潜在风险。此外，通过兼并收购实现规模化扩张，对公司的资源整合能力提出了更高要求。尽管公司管理层在整合方面积累了丰富经验，但并购企业在文化理念上的差异，以及人员管理的多样性与复杂性，仍然为公司运营管理带来一定的不确定性。

产品迭代不及预期的风险

公司产品管线数量较多，部分产品种类如 CGM、家用呼吸机等，技术及性能迭代较快，需要公司投入较多的研发费用，若公司产品迭代速度放缓，可能会影响公司在对应领域的竞争力，进而造成营收增速放缓。

海外市场扩张风险

公司外销收入进入快速增长阶段，在海外销售网络布局逐渐完善，出海产品品类不断完善。近年来由于地缘政治因素造成国内部分产品品类出口受到影响，尽管从以往经验来看家用呼吸机、制氧机、CGM 等重点产品收到关税政策变动较小，但部分低毛利、较低技术门槛的家用器械未来可能有受到国际贸易局势变动的影响，进一步影响公司海外业务的开展。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	7215	6619	8394	10026	11930	营业收入	7972	7566	8631	9772	11055
应收款项	472	765	709	803	909	营业成本	3867	3772	4210	4699	5243
存货净额	1412	1440	1565	1696	1891	营业税金及附加	81	74	86	98	111
其他流动资产	261	386	345	391	442	销售费用	1098	1361	1381	1515	1658
流动资产合计	9385	9259	11063	12965	15221	管理费用	411	428	443	489	539
固定资产	2085	1961	1829	1701	1576	研发费用	504	547	552	606	663
无形资产及其他	511	492	473	455	436	财务费用	(157)	(236)	(176)	(212)	(263)
投资性房地产	3761	3869	3869	3869	3869	投资收益	143	23	75	75	75
长期股权投资	226	65	65	65	65	资产减值及公允价值变动	(97)	(47)	(30)	(20)	(10)
资产总计	15967	15646	17300	19055	21168	其他收入	176	(210)	(552)	(606)	(663)
短期借款及交易性金融负债	526	23	500	300	200	营业利润	2893	1932	2180	2633	3168
应付款项	1411	1529	1631	1820	2077	营业外净收支	(45)	1	0	0	0
其他流动负债	937	1140	708	789	879	利润总额	2849	1933	2180	2633	3168
流动负债合计	2873	2693	2839	2909	3156	所得税费用	472	129	169	263	396
长期借款及应付债券	684	0	0	0	0	少数股东损益	(19)	(1)	(2)	(2)	(2)
其他长期负债	495	299	349	399	449	归属于母公司净利润	2396	1806	2013	2372	2775
长期负债合计	1178	299	349	399	449	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	4052	2992	3188	3308	3605	净利润	2396	1806	2013	2372	2775
少数股东权益	152	119	118	116	115	资产减值准备	(33)	(15)	(4)	(5)	(4)
股东权益	11764	12535	13995	15631	17448	折旧摊销	207	213	226	232	239
负债和股东权益总计	15967	15646	17300	19055	21168	公允价值变动损失	97	47	30	20	10
关键财务与估值指标						财务费用	(157)	(236)	(176)	(212)	(263)
每股收益	2.39	1.80	2.01	2.37	2.77	营运资本变动	(1210)	(443)	(314)	46	40
每股红利	0.66	1.22	0.55	0.73	0.95	其它	19	15	3	3	3
每股净资产	11.73	12.50	13.96	15.59	17.41	经营活动现金流	1476	1622	1953	2669	3062
ROIC	16.46%	12.07%	16%	19%	22%	资本开支	0	(0)	(101)	(101)	(101)
ROE	20.37%	14.40%	14%	15%	16%	其它投资现金流	2514	(24)	0	0	0
毛利率	51%	50%	51%	52%	53%	投资活动现金流	2531	136	(101)	(101)	(101)
EBIT Margin	25%	18%	23%	24%	26%	权益性融资	24	8	0	0	0
EBITDA Margin	28%	21%	25%	27%	28%	负债净变化	(825)	(684)	0	0	0
收入增长	12%	-5%	14%	13%	13%	支付股利、利息	(661)	(1224)	(553)	(735)	(957)
净利润增长率	50%	-25%	11%	18%	17%	其它融资现金流	1318	1455	477	(200)	(100)
资产负债率	26%	20%	19%	18%	18%	融资活动现金流	(1630)	(2355)	(77)	(935)	(1057)
股息率	1.8%	3.4%	1.5%	2.0%	2.6%	现金净变动	2377	(597)	1775	1632	1904
P/E	15.1	20.1	18.0	15.3	13.1	货币资金的期初余额	4838	7215	6619	8394	10026
P/B	3.1	2.9	2.6	2.3	2.1	货币资金的期末余额	7215	6619	8394	10026	11930
EV/EBITDA	18.2	24.6	18.1	15.2	13.0	企业自由现金流	0	1060	1618	2306	2663
						权益自由现金流	0	1831	2257	2297	2793

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032