

鱼跃医疗（002223）深度研究报告

老牌家用医疗器械龙头轻装上阵，迈入成长新阶段

- ❖ **国产家用医疗器械龙头，发展由“扩面”转向“聚焦”。**鱼跃医疗成立于 1998 年，在家用医疗器械领域优势显著，占据较高市场份额。公司发展前期以业务线“扩面”为主，2008 年上市之后，公司通过密集并购来快速推进业务版图扩充，截至 2020 年末，公司拥有产品品类 600 多种，产品规格近万个，2021 年，公司管理层对业务板块进行了重新梳理，积极规划战略方向，发布全新战略，重点聚焦三大核心赛道：呼吸治疗解决方案、糖尿病管理及 POCT、感染控制，标志着公司战略“扩面”转向“聚焦”，进入精细化发展阶段。
- ❖ **锚定三大核心赛道，打开公司成长天花板。**1) **呼吸治疗解决方案：**公司呼吸机产品性能比肩进口，国内业务有望受益于国产替代，同时海外注册进度领先，海外业务有望持续贡献增量。公司制氧机产品矩阵布局完善，国内市占率稳居第一梯队，2025 年公司拟参股 Inogen 并签署战略合作协议，有望拓宽公司欧美销售渠道，助力制氧机业务加速发展。2) **糖尿病管理及 POCT：**2021 年公司通过并购浙江凯立特切入 CGM 赛道，此后陆续推出了 Anytime CT3 系列等高性能 CGM 产品，产品性能对标国际一线，有望贡献业绩增量。公司 BGM 业务积累多年进入稳步发展阶段，产品检测精度业内领先。公司 POCT 产品聚焦家用市场，应用前景广阔。3) **感染控制解决方案：**2016 年公司通过并购上海中优切入感染控制赛道，当前上海中优已成为国内医院感染控制领域的第一品牌，公司感染控制解决方案依托上海中优开展。上海中优旗下的“洁芙柔”、“安尔碘”在感染控制领域具有强有力的市场知名度，“洁芙柔”已是手消感控的代名词，院内外品牌知名度拔群，“安尔碘”也已经成为国内医疗行业皮肤消毒剂的标注术语之一。
- ❖ **后疫情时代，可持续发展驱动力强劲。**1) 公司在重点聚焦三大核心赛道的同时，正对眼科、急救、智能康复等高潜力业务进行积极孵化，有望构筑第二增长曲线。2) 疫情期间公司巩固了海外业务发展根基，当前公司正快速推进 CGM、呼吸机等高毛利率产品的海外注册，同时公司也正通过参股、战略合作、自建海外业务团队等形式积极完善海外渠道布局，双向发力下海外业务放量可期。3) 2012 年公司即已成立电商事业部，当前线上销售能力国内领先，连续 10 年成为家用医疗器械行业“双十一”销冠。医药电商成为“互联网+”时代新蓝海，正处于快速发展阶段，有望驱动公司线上业务持续贡献业绩增量。
- ❖ **投资建议：**公司是老牌国产家用医疗器械龙头，发展正由“扩面”转向“聚焦”，进入到精细化发展阶段。公司新战略重点聚焦三大核心赛道，有望打开公司成长天花板。同时，公司也正积极孵化高潜力业务、快速推进海外业务、积极借力线上渠道，后疫情时代公司可持续发展驱动力强劲。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 20.0、23.0、26.5 亿元，同比-16.4%、+14.7%、+15.2%，对应 EPS 分别为 2.00、2.29、2.64 元。考虑到公司三大核心业务线较高的成长天花板及高潜力业务的未来放量潜力，我们给予公司 2025 年 21 倍 PE 估值，对应目标价约 48 元。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- ❖ **风险提示：**1) 新品推广进展不及预期；2) 海外拓展进程不及预期；3) 家用医疗器械行业价格竞争加剧。

主要财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万)	7,972	7,719	8,823	10,156
同比增速(%)	12.3%	-3.2%	14.3%	15.1%
归母净利润(百万)	2,396	2,004	2,298	2,647
同比增速(%)	50.2%	-16.4%	14.7%	15.2%
每股盈利(元)	2.39	2.00	2.29	2.64
市盈率(倍)	16	19	16	14
市净率(倍)	3.2	2.9	2.6	2.3

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2025 年 2 月 18 日收盘价

推荐（首次）

目标价：48 元

当前价：37.47 元

华创证券研究所

证券分析师：郑辰

邮箱：zhengchen@hcyjs.com

执业编号：S0360520110002

证券分析师：李婵娟

邮箱：lichajuan@hcyjs.com

执业编号：S0360520110004

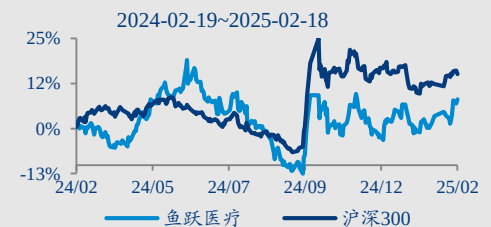
联系人：陈俊威

邮箱：chenjunwei@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	100,247.69
已上市流通股(万股)	93,867.36
总市值(亿元)	375.63
流通市值(亿元)	351.72
资产负债率(%)	18.26
每股净资产(元)	12.50
12 个月内最高/最低价	41.80/30.49

市场表现对比图(近 12 个月)



投资主题

报告亮点

通过复盘鱼跃医疗发展历程，客观判断了公司当前发展阶段，同时基于公司战略规划，对公司重点聚焦的三大产品线的情况进行了剖析，此外基于后疫情时代的大背景，展望了公司未来可持续发展能力。

投资逻辑

锚定三大核心赛道，打开公司成长天花板。1) **呼吸治疗解决方案：**公司呼吸机产品性能比肩进口，国内业务有望受益于国产替代，同时海外注册进度领先，海外业务有望持续贡献增量。公司制氧机产品矩阵布局完善，国内市占率稳居第一梯队，2025 年公司拟参股 Inogen 并签署战略合作协议，有望拓宽公司欧美销售渠道，助力制氧机业务加速发展。2) **糖尿病管理及 POCT：**公司并购切入 CGM 赛道后陆续推出多个高性能 CGM 产品，产品性能对标国际一线，有望贡献业绩增量。公司 BGM 业务积累多年进入稳步发展阶段，产品检测精度业内领先。公司 POCT 产品聚焦家用市场，应用前景广阔。3) **感染控制解决方案：**公司感染控制解决方案依托上海中优开展，旗下品牌具备较强影响力。

后疫情时代，可持续发展驱动力强劲。1) 公司在重点聚焦三大核心赛道的同时，正对多个高潜力业务进行积极孵化，有望构筑第二增长曲线。2) 疫情期间公司巩固了海外业务发展根基，当前公司正快速推进高毛利率产品的海外注册，同时公司也正积极完善海外渠道布局，双向发力下海外业务放量可期。3) 2012 年公司即已成立电商事业部，当前线上销售能力国内领先。医药电商成为“互联网+”时代新蓝海，正处于快速发展阶段，有望驱动公司线上业务持续贡献业绩增量。

关键假设、估值与盈利预测

公司是老牌国产家用医疗器械龙头，发展正由“扩面”转向“聚焦”，进入到精细化发展阶段。公司新战略重点聚焦三大核心赛道，有望打开公司成长天花板。同时，公司也正积极孵化高潜力业务、快速推进海外业务、积极借力线上渠道，后疫情时代公司可持续发展驱动力强劲。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 20.0、23.0、26.5 亿元，同比-16.4%、+14.7%、+15.2%，对应 EPS 分别为 2.00、2.29、2.64 元。考虑到公司三大核心业务线较高的成长天花板及高潜力业务的未来放量潜力，我们给予公司 2025 年 21 倍 PE 估值，对应目标价约 48 元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

目 录

一、国产家用医疗器械龙头，发展由“扩面”转向“聚焦”	6
二、锚定三大核心赛道，打开公司成长天花板	8
（一）呼吸治疗解决方案：呼吸机性能比肩进口，制氧机市占率稳居第一梯队	8
1、呼吸机：产品性能比肩进口，国内外业务双向推进	9
2、制氧机：产品矩阵布局完善，国内市占率稳居第一梯队	11
（二）糖尿病管理及 POCT：BGM 及 POCT 稳步发展，CGM 贡献主要增量	12
1、CGM：并购切入共享行业红利，强性能产品推出有望贡献业绩增量	13
2、BGM：积累多年进入稳步发展阶段，产品检测精度业内领先	16
3、POCT：产品聚焦家用市场，应用前景广阔	18
（三）感染控制解决方案：依托全资子公司上海中优开展，旗下品牌知名度高	19
三、后疫情时代，可持续发展驱动力强劲	21
（一）积极孵化高潜力业务，构筑第二增长曲线	21
（二）产品注册及渠道布局双向发力，海外业务放量可期	23
（三）线上业务布局较早，“医药电商化”趋势下有望持续贡献业绩增量	23
四、盈利预测与估值	24
五、风险提示	26

图表目录

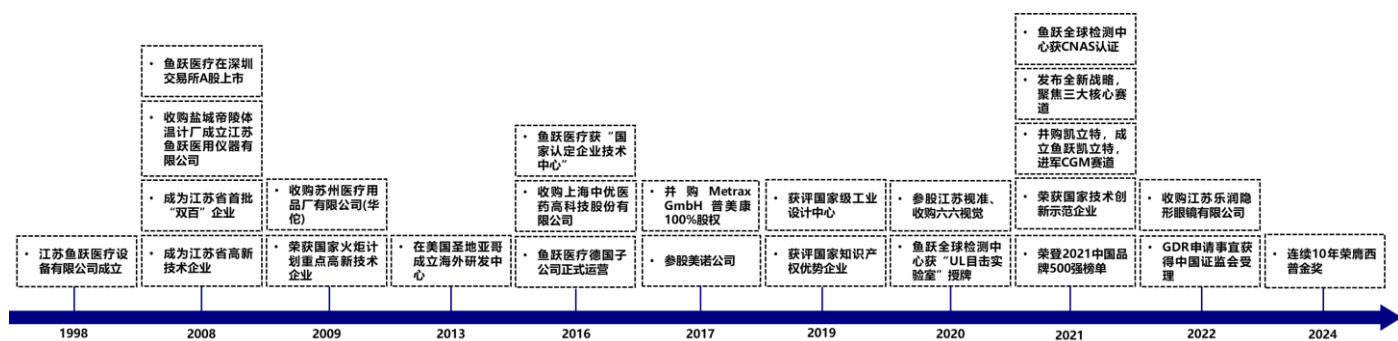
图表 1	公司历史沿革	6
图表 2	公司上市以来进行过的并购梳理	6
图表 3	公司业务线情况	7
图表 4	公司营收分布情况	7
图表 5	公司股权结构	7
图表 6	公司营收及增速	8
图表 7	公司归母净利润及增速	8
图表 8	公司费用率情况	8
图表 9	公司利润率情况	8
图表 10	公司呼吸治疗解决方案产品线布局	9
图表 11	公司呼吸治疗解决方案收入及增速	9
图表 12	全球家用呼吸机市场规模	10
图表 13	我国家用呼吸机市场规模	10
图表 14	2020 年我国家用呼吸机市场竞争格局	10
图表 15	鱼跃医疗、ResMed 产品参数对比（中国地区在售核心产品）	11
图表 16	我国制氧机市场规模	12
图表 17	公司制氧机产品布局情况	12
图表 18	公司糖尿病管理及 POCT 产品线布局情况	13
图表 19	公司糖尿病管理解决方案收入及增速	13
图表 20	CGM 能检测到 BGM 的监控盲区	14
图表 21	传统血糖检测和连续血糖监测对比	14
图表 22	全球 CGM 市场规模（亿美元）	14
图表 23	我国 CGM 行业空间测算	15
图表 24	2020 年全球 CGM 竞争格局	15
图表 25	2020 年我国 CGM 竞争格局	15
图表 26	Anytime CT3/CT15 系列及 Anytime 4 系列 CGM 产品获批信息	16
图表 27	全球 BGM 市场规模	17
图表 28	2020 年我国 BGM 市场竞争格局	17
图表 29	公司 BGM 产品和竞品的准确性检测结果对比	17
图表 30	公司 POCT 产品布局	18
图表 31	公司感染控制解决方案收入及增速	19
图表 32	疫情后民众对日用品消毒感控属性的关注度提升	20
图表 33	全球感染控制产品市场规模	20

图表 34	公司感染控制产品梳理	21
图表 35	公司在眼科领域的布局	22
图表 36	公司急救业务收入及增速	22
图表 37	公司海外业务及国内业务收入及增速	23
图表 38	公司海外业务及国内业务收入占比	23
图表 39	公司线上销售额情况	24
图表 40	鱼跃医疗收入预测	25
图表 41	可比公司估值	26

一、国产家用医疗器械龙头，发展由“扩面”转向“聚焦”

30 年沉淀家用医疗器械龙头。鱼跃医疗成立于 1998 年，是一家以提供家用医疗器械、医用临床产品以及与之相关的医疗服务为主要业务的公司，公司在家用医疗器械领域优势显著，占据较高市场份额。目前公司已在全球建立了 9 个研发中心、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，覆盖海外 100 多个国家和地区，惠及全球 3 亿家庭。

图表 1 公司历史沿革



资料来源：公司官网，公司公告，华创证券

公司发展前期以业务线“扩面”为主。在成立初期，公司产品相对单一，主要生产听诊器和水银血压计，此后公司通过拓展医用轮椅业务稳固了基本盘。2008 年，公司在深交所上市，此后通过密集收购兼并来快速推进业务版图扩充，加快发展步伐，进入业务线扩面阶段，此外，公司也曾参与设立/认购了多个医疗健康领域的投资基金，包括苏州盛宇医疗天使基金、阿斯利康中金创业投资、华盖信诚医疗健康投资等，来辅助进行业务线扩面。

图表 2 公司上市以来进行过的并购梳理

时间	并购标的	并购成果
2009	苏州医疗用品厂	切入中医器械领域，引入针灸针，可吸收缝合线等产品
2013	上海优阅光学	切入光学眼镜(隐形眼镜)领域
2015	上海医疗器械集团	切入手术器械、医用辅卫生料等领域
2016	中优医药	切入医院消毒感染控制领域
2017	德国 Metrax	切入自动体外除颤器（AED）领域
2019	苏州六六视觉	扩充公司在眼科器械细分领域的布局广度
2021	浙江凯立特	切入 CGM 领域
2022	江苏乐润	巩固在光学眼镜(隐形眼镜)领域的布局
2023	上海倍爱你	丰富在感染控制领域的产品线

资料来源：公司公告，华创证券

公司当前发展战略由“扩面”转向“聚焦”。截至 2020 年末，公司拥有产品品类达 600 多种，产品规格近万个，覆盖家庭医疗器械、专业消毒与感染控制、医院设备、临床耗材、

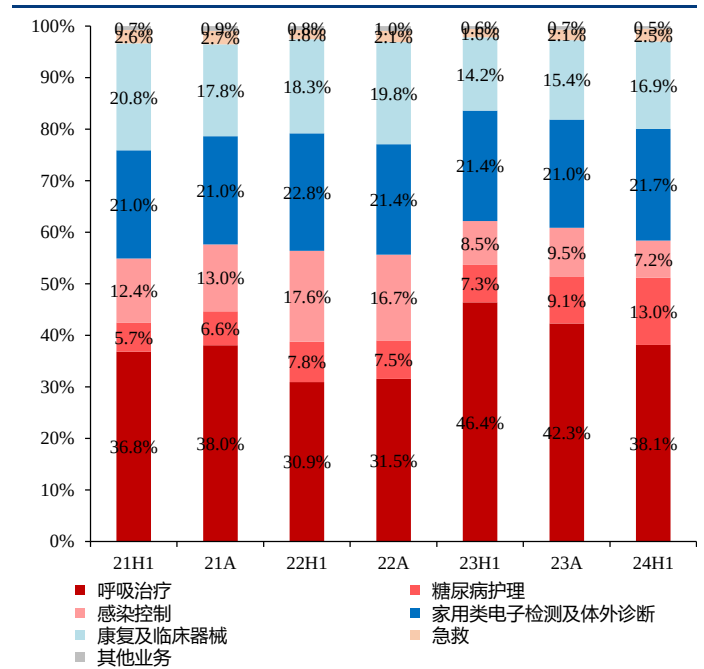
急救设备、中医器械、手术器械，眼科器械及眼部健康等各个领域。2021 年，公司管理层对业务板块进行了重新梳理，积极规划战略方向，发布全新战略，重点聚焦三大具备高成长性的核心赛道：呼吸治疗解决方案、糖尿病管理及 POCT、感染控制，标志着公司战略“扩面”转向“聚焦”，进入精细化发展阶段。

图表 3 公司业务线情况

类别	业务线	相关产品
核心业务	呼吸治疗	呼吸机、制氧机、雾化器、呼吸湿化治疗仪等
	糖尿病护理及 POCT	BGM、CGM、甲乙流感病毒检测试剂盒、艾滋/梅毒/乙肝/丙肝传染病四联检等
	感染控制	免洗手消毒凝胶、84 消毒液、术前皮肤消毒液等
基石业务	血压检测	电子血压计
	体温检测	电子体温计、红外体温计
	血氧检测	血氧仪
	中医理疗	针疗仪、针灸针、电疗仪等
	临床器械	手术剪、阻断钳、压肠板等
高潜力业务	康复	轮椅
	急救	AED
	眼科	隐形眼镜、手术显微镜、眼底相机等
	智能康复	--

资料来源：公司官网，公司公告，华创证券

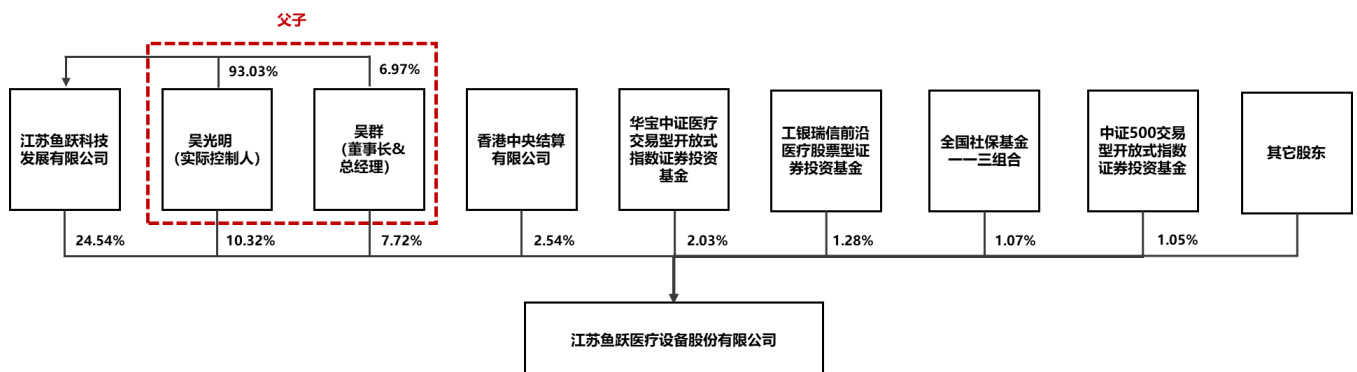
图表 4 公司营收分布情况



资料来源：Wind，华创证券

实际控制人持股比例 33.15%，公司股权结构稳定。截至 2024 年三季报，公司实际控制人吴光明直接&间接持有公司 33.15%的股份。公司实际控制人吴光明和董事长&总经理吴群系父子关系，吴群直接&间接持有公司 9.43%的股份，吴光明和吴群合计持有公司 42.58%的股份，股权结构稳定。

图表 5 公司股权结构



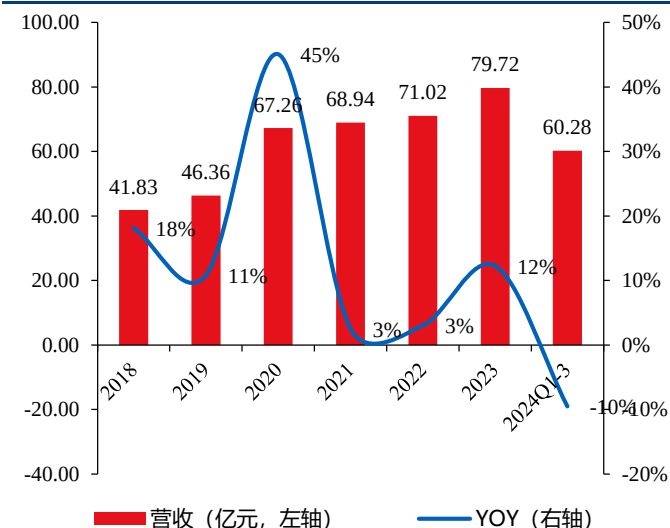
资料来源：Wind，华创证券

疫后轻装上阵，高基数影响逐步出清。2020 年，疫情爆发，公司及时有效地响应了海内外防疫产品及服务需求，各板块业务得到有力推进，业绩显著增长。2023 年，国内防疫政策优化，此外叠加 2023 年初 ICU 病房建设加速，公司呼吸治疗产品的采购需求增加，驱动 2023 年公司营收端实现 12%的增长，归母净利润端实现 50%的增长。2024Q1-3，公

司实现营收 60.28 亿元，归母净利润 15.32 亿元。在高基数背景下，2024Q1-3 公司营收增速为-10%，归母净利润增速为-30%，但随着 2024 年高基数影响和防疫业务逐步扰动出清，2025 年公司有望轻装上阵，业绩有望回归正常增长通道。

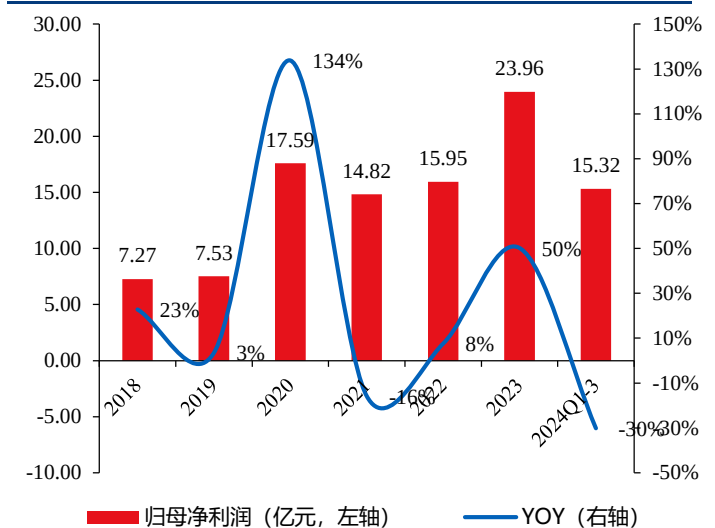
盈利水平稳步提升。费用率端，近几年 CGM 等新品陆续推出，带来推广投入需求，驱动公司销售费用率上升，除此之外，公司其余费用率皆维持稳定。利润率端，得益于公司产品结构优化，CGM、呼吸治疗等高毛利率业务收入占比提升，公司整体毛利率和净利润水平呈现出稳步上升态势。

图表 6 公司营收及增速



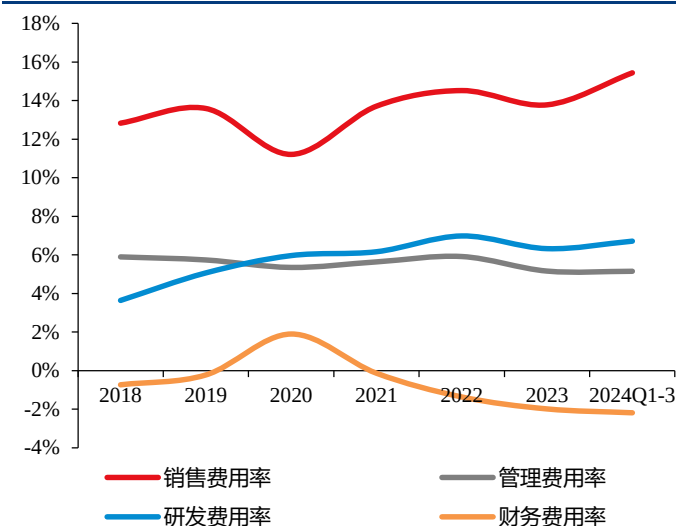
资料来源: Wind, 华创证券

图表 7 公司归母净利润及增速



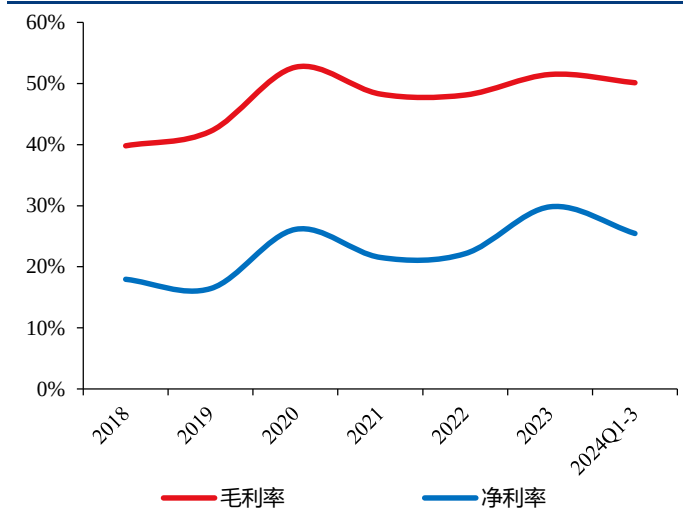
资料来源: Wind, 华创证券

图表 8 公司费用率情况



资料来源: Wind, 华创证券

图表 9 公司利润率情况



资料来源: Wind, 华创证券

二、锚定三大核心赛道，打开公司成长天花板

（一）呼吸治疗解决方案：呼吸机性能比肩进口，制氧机市占率稳居第一梯队

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、持续正压通气面罩等一系列产品，其中，以呼吸机和制氧机产品为核心。

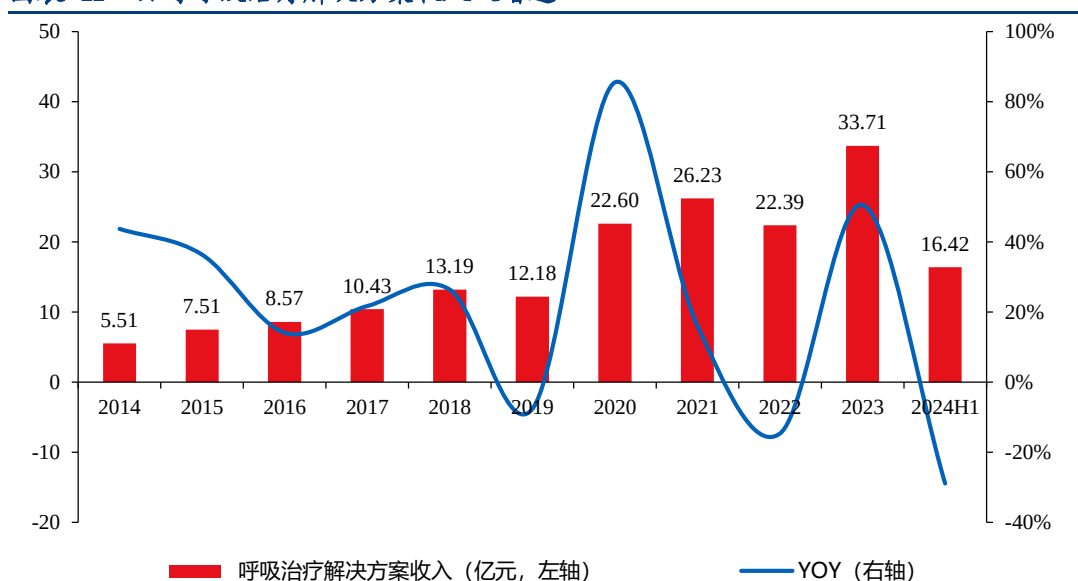
图表 10 公司呼吸治疗解决方案产品线布局



资料来源：公司官网，华创证券

2023 年公司呼吸治疗解决方案收入实现了显著增长，主要是因为国内防疫放开叠加 ICU 病房建设加速带来的增量采购需求。2023 年高基数背景下，2024H1 公司呼吸治疗解决方案收入增速为-29%，但细分来看，除制氧机产品收入承压比较大外，公司家用呼吸机产品和雾化器在 2024H1 皆维持了较好的收入增速，同时板块内核心产品在海外市场的拓展也正不断推进。

图表 11 公司呼吸治疗解决方案收入及增速



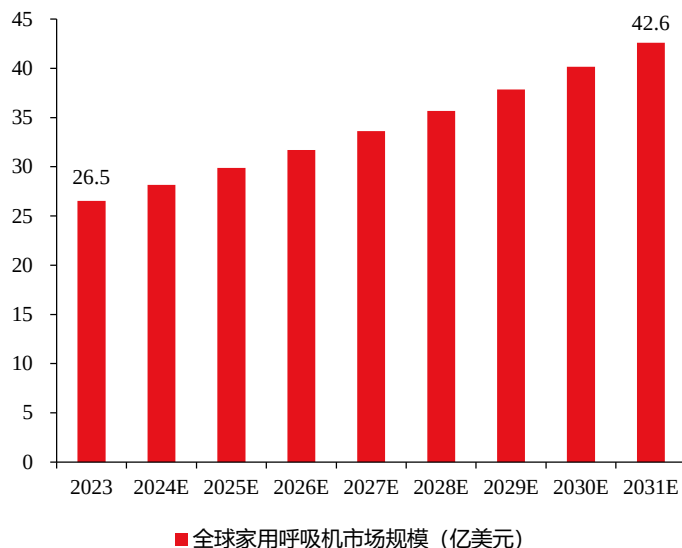
资料来源：Wind，华创证券

1、呼吸机：产品性能比肩进口，国内外业务双向推进

家用呼吸机治疗是 OSA（阻塞性睡眠呼吸暂停综合征）和 COPD（慢性阻塞性肺疾病）的主流疗法。对于 OSA 患者，传统治疗方法为气管切开术，可选手术疗法还包括悬雍垂腭咽成形术等，但这些有创手术通常费用昂贵，且通常涉及长时间的恢复期且伴随经常性疼痛，而无创的口腔矫治器治疗和药物治疗又分别存在适用范围局限和疗效不确定的弊端，而家用呼吸机治疗相较而言是一种较为理想治疗方式，是当前 OSA 患者的首选和初选治疗手段。对于 COPD 患者，治疗策略包括药物治疗和非药物治疗（呼吸机治疗、氧疗、外科治疗、康复治疗、姑息治疗等），其中家用双水平呼吸机治疗是 COPD 非药物治疗的首选治疗方案。

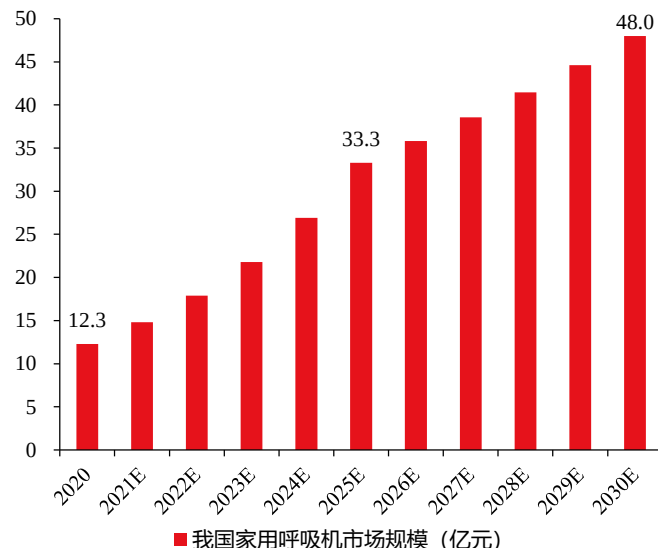
家用呼吸机需求有望进一步释放，市场规模预计快速增长。从全球来看，2023 年全球家用呼吸机市场规模为 26.5 亿美元，随着家用无创呼吸机在包括中国在内的新兴市场不断普及，预计 2031 年全球家用呼吸机市场规模将增长至 42.6 亿美元，2023-2031 年 CAGR 预计为 6.1%。从我国来看，2020 年我国家用呼吸机市场规模为 12.3 亿元，随着疫情影响结束，睡眠科等科室就诊人次回升，叠加疫情期间宣传推广下患者对于呼吸机的认知加深，我国家用呼吸机需求有望进一步释放，预计 2025 年我国家用呼吸机市场规模将增长至 33.3 亿元，2030 年将进一步增长至 48.0 亿元，2020-2030 年 CAGR 预计为 14.6%。

图表 12 全球家用呼吸机市场规模



资料来源：MRI 咨询，华创证券

图表 13 我国家用呼吸机市场规模

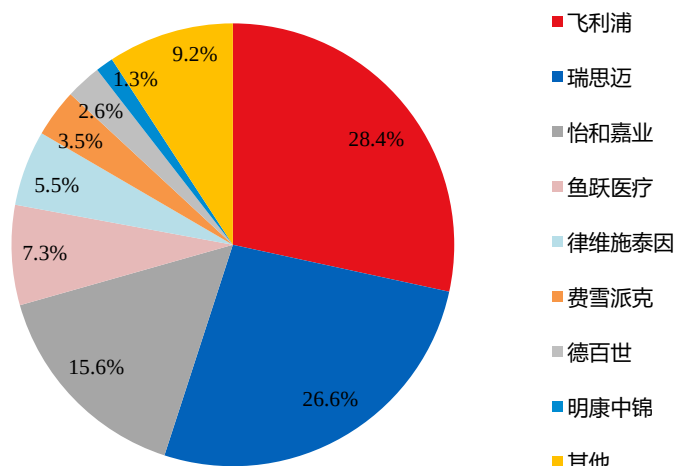


资料来源：怡和嘉业招股说明书，中研普华研究院，华创证券

注：26-29 年数据系根据 25、30 年数据线性外推得来

我国家用呼吸机市场国产替代空间广阔。根据怡和嘉业招股说明书，2020 年，按销售金额计，我国家用呼吸机市场呈现出寡头垄断的局势，市场集中度较高，瑞思迈和飞利浦的合计市占率超 50%，国产替代空间广阔。当前国产产品的技术水平正从中低端领域向高端领域迭代，有望驱动国产替代加速推进。

图表 14 2020 年我国家用呼吸机市场竞争格局



资料来源：怡和嘉业招股说明书，华创证券

公司呼吸机产品性能比肩进口，国内业务有望受益于国产替代。通过横向对比鱼跃医疗与全球龙头 ResMed 当前在中国地区在售产品的指标，我们认为，鱼跃医疗的产品和进口产品在核心性能参数上已无明显差距，且定价相对更低。性价比优势下，公司国内业务有望受益于国产替代的加速推进。

图表 15 鱼跃医疗、ResMed 产品参数对比（中国地区在售核心产品）

	双水平机型		单水平机型	
品牌	ResMed	鱼跃医疗	ResMed	鱼跃医疗
典型型号	Air Cruve10	YH-825	AirSense10	YH-680
工作模式	CPAP、Vauto、S	CPAP、Auto S、S	AutoSet、CPAP	CPAP、APAP
压力范围	4-25cmH2O	4-25cmH2O	4-20cmH2O	4-20cmH2O
可调间隔	0.2cmH2O	0.5cmH2O	0.2 cmH2O	0.5cmH2O
延迟升压	0-45 分钟(5 分钟/递增)	0-45 分钟(5 分钟/递增)	0-45 分钟(5 分钟/递增)	0-60 分钟(5 分钟/递增)
舒适性技术	Easy-Breath 轻松呼吸技术、EPR 压力释放技术	智能识别睡眠事件、自动漏气补偿	Easy-Breath 轻松呼吸技术、EPR 压力释放技术	屏幕自动感光、IOT 智能呼吸管家
加湿功能	有	有	有	有
重量	1208g(含加湿器)	约 1500g(含加湿器)	1208g(含加湿器)	约 1500g(含加湿器)
尺寸	225*116*150mm	285*155*125mm	225*150*116mm	265*135*105mm
噪音水平	25 士 2 分贝	< 35 分贝	25 士 2 分贝	< 28 分贝

资料来源：各公司官网&公告&官方旗舰店，华创证券

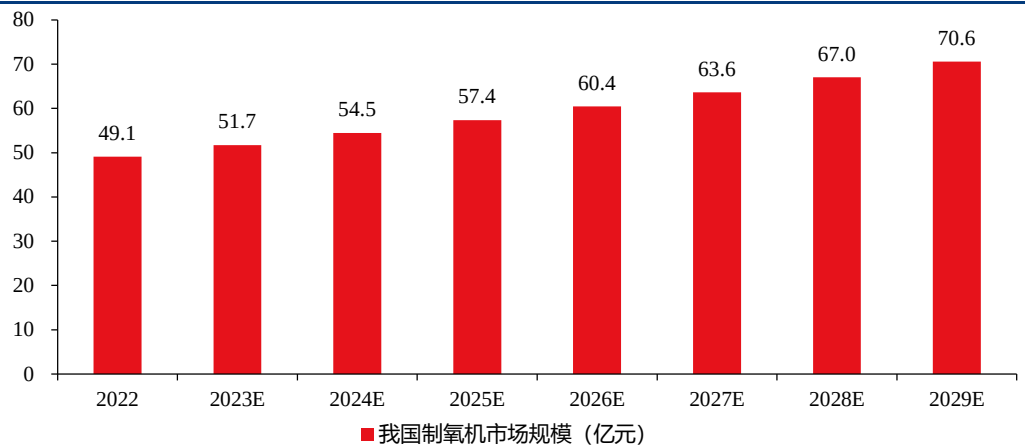
公司呼吸机产品海外注册进度领先，海外业务有望持续贡献增量。2020 年，鱼跃医疗获得美国 FDA 签发的针对无创呼吸机的紧急使用授权（EUA），成为国内首家获得该资质的无创呼吸机研发制造企业，并且此前，公司已获得欧盟 CE 认证，产品海外注册进度领先，出海具备先发优势。当前，公司正积极推进呼吸机产品在 FDA 510(k) 的注册工作，以在 FDA 宣布呼吸机的应急使用授权结束后，维持公司呼吸机产品在美国地区的销售，与此同时，公司在同步与美国销售合作伙伴洽谈，为后续呼吸机美国销售工作开展做充分准备，海外业务有望持续贡献增量。

2、制氧机：产品矩阵布局完善，国内市占率稳居第一梯队

制氧机可应用于医疗及保健两个领域。在医疗领域，制氧机可提供高纯度氧气，支持病人治疗，在临床上，制氧机可用于辅助治疗心脑血管疾病、呼吸系统疾病、慢性阻塞性肺炎等，及煤气中毒及其它严重缺氧病症。在保健领域，制氧机能够通过给氧改善用户身体供氧状况，达到补氧保健的目的，适用于中老年人，体质较差者，孕期妇女，高考学生等存在不同程度缺氧的人群，也可在重体力或脑力消耗后，缓解疲劳，恢复身体机能。

我国制氧机市场规模预计持续增长。根据 QYResearch，2022 年我国制氧机市场规模为 49.1 亿元，随着人口老龄化带来的院内采购需求增长，叠加未来消费复苏带来的院外购买需求增长，预计 2029 年我国制氧机市场规模将达到 70.6 亿元，期间 CAGR 为 5.3%。

图表 16 我国制氧机市场规模



资料来源: QYResearch, 华创证券

公司制氧机产品矩阵布局完善，国内市占率稳居第一梯队。公司是全球领先的制氧机研发制造商之一，已经构建了比较完善的制氧机产品矩阵，不同款型的制氧机产品可满足院内外多类用户群体的需求。除适用于呼吸衰竭、严重缺氧患者的传统医用制氧机 8F、9F 系列（包括 8F-3AW、8F-3ZW、9F-3AW 等）外，公司也推出了 spirit-6 便携式制氧机，为户外活动爱好者提供更加健康、安全的呼吸保障。同时，针对有保健需求的老年人、学生族、孕期群体、三高人群和上班族等，公司推出了 YU 系列的保健类制氧机，通过吸氧增加脑供血、提高血氧浓度的方式，改善用户生活质量。从市占率来看，公司制氧机产品在中国地区具有较高的品牌知名度，连续多年市占率保持领先。

图表 17 公司制氧机产品布局情况

分类	型号	氧流量	氧浓度	噪音(分贝)
保健	YU300、YU360、YU560、YU800 等	1-2L	90%	48-50
医用	9F-3AW、9F-3W、9F-5W、9F-5AW 等	1-3/5L	93% ± 3%	45 左右
	8F-3AW、8F-3GW 等	1-5L	93% ± 3%	39-46
	8F-3CW、8F-3ZW 等			
便携	spirit-6	3L	93% ± 3%	<55

资料来源: 公司公告, 公司官方旗舰店, 华创证券

拟参股 Inogen 并签署战略合作协议，助力制氧机业务加速发展。2025 年 1 月，公司公告称拟通过全资子公司“鱼跃香港”认购 Inogen 定向增发的 263 万股的股票（占比 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、供应链优化四个方面开展深度战略合作。Inogen 2001 年创立于美国，是全球便携式制氧机头部企业，收入主要来源于欧美地区，具备完善的制氧机欧美销售渠道，当前公司制氧机销售渠道在亚洲地区的布局较为集中，签署战略合作协议并参股 Inogen 后，有利于公司进一步拓宽在欧美地区的制氧机渠道，助力制氧机业务加速发展。

（二）糖尿病管理及 POCT: BGM 及 POCT 稳步发展，CGM 贡献主要增量

公司糖尿病管理及 POCT 板块包括 BGM 指尖血糖检测产品、CGM 持续血糖监测产品及家用 POCT 产品。

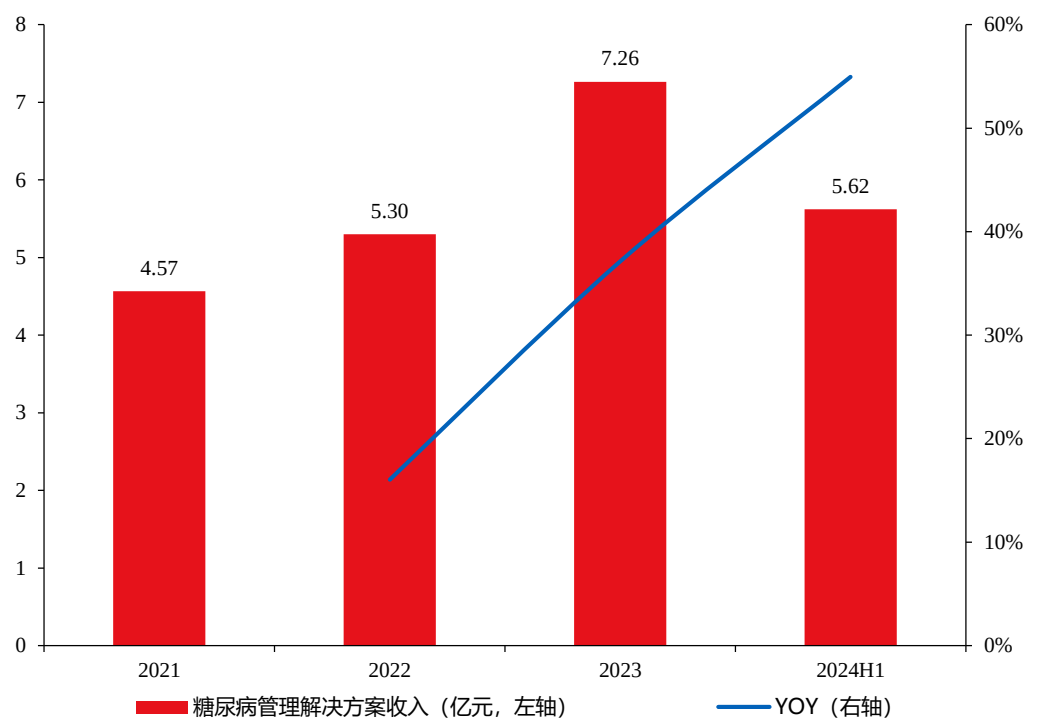
图表 18 公司糖尿病管理及 POCT 产品线布局情况



资料来源：公司官网，公司公众号，华创证券

自 2021 年公司提出聚焦糖尿病解决方案并并购浙江凯利特以来，近几年公司糖尿病管理解决方案收入增速持续升高，2024H1，公司糖尿病管理解决方案收入为 5.62 亿元，超过了 2021 年全年，收入增速达到了 55%。

图表 19 公司糖尿病管理解决方案收入及增速



资料来源：ifind，华创证券

1、CGM：并购切入共享行业红利，强性能产品推出有望贡献业绩增量

连续血糖监测（CGM）助力血糖控制，有效性优于传统指血检测（BGM）。CGM 通过植入葡萄糖传感器对皮下组织液葡萄糖浓度进行实时监测。与 BGM 相比，CGM 不仅可有效减轻患者痛苦程度，而且可以持续提供数天的全天血糖信息，及时发现不易被传统血糖检测探测到的隐性性高/低血糖，全面了解血糖波动情况，帮助患者有效进行血糖控制。

图表 20 CGM 能检测到 BGM 的监控盲区



资料来源：美敦力官网，华创证券

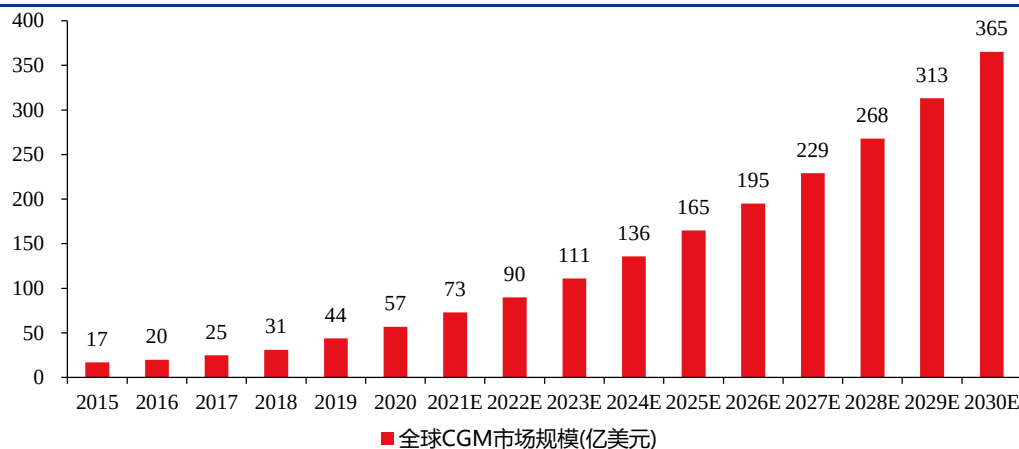
图表 21 传统血糖检测和连续血糖监测对比

	传统血糖检测	连续血糖监测
机制和性能	1、一次性试纸检测 2、部分血糖仪具有数据存储功能，可通过管理软件将血糖信息输入电脑	1、使用葡萄糖传感器连续监测 2、记录仪或显示器可获得监测结果，通过分析软件获得监测图谱和数据
数据特点	1、如“快照”即时反映某点血糖 2、糖尿病管理方案制定基于分散数据，数据部分反映患者血糖随饮食、药物、运动等事件的变化 3、血糖仪导出记录可回顾性描述由少数血糖值组成的血糖谱	1、如“录像”反映血糖变化情况 2、连续反映患者血糖随饮食、药物、运动等事件的变化 3、反映血糖变化趋势的数据（如变化的速率和方向等），可帮助患者了解血糖变化的整体趋势和个体化特征
测量方法	1、测定毛细血管血中葡萄糖水平 2、用采血针和试纸取血，一般采用手指血，也可使用其他部位	1、测定皮下组织液葡萄糖水平 2、葡萄糖传感器埋植于腹部皮下，或手臂等其他部位

资料来源：中华医学会糖尿病学分会《中国持续葡萄糖监测临床应用指南（2017 年版）》，华创证券

全球 CGM 行业市场空间广阔。根据微泰医疗招股书的数据，2020 年全球 CGM 市场规模约为 57 亿美元，占全球糖尿病检测器械市场的 21.4%。2023 年，雅培的 FreeStyle Libre 系列 CGM 产品销售额达到 53 亿美元，同比增长 25.5%，德康营收达到 36 亿美元，同比增长 24.5%，行业龙头业绩快速增长，全球 CGM 市场规模预计已超百亿美元。随着 CGM 市场不断扩容，至 2030 年全球 CGM 市场有望达到 365 亿美元，届时将占糖尿病检测器械市场的 49.4%，2020-2030 年 CAGR 预计为 20.3%。

图表 22 全球 CGM 市场规模（亿美元）



资料来源：灼识报告、IDF，转引自微泰医疗招股书，华创证券

据 IDF 数据，2011 年我国成人（20-79 岁）糖尿病患者 0.90 亿，2021 年 1.41 亿，2045 年有望达 1.74 亿。基于此，进行中国 CGM 市场空间测算，假设：

- 1、年使用费用：**雅培辅理善瞬感占据中国 CGM 较大市场，以雅培传感器国内售价计算 2023 年 CGM 年使用费用为 1.06 万元，我们预计，随着 CGM 的年使用时长提升，CGM 的年平均使用费用将升高，此后随价格降低而下降。
- 2、成人患者人数：**假设基于 IDF 给出的 2021 年数据和 2045 年数据进行线性推算，假设中国各类型患者占比与柳叶刀披露的全球数据保持一致。
- 3、CGM 产品渗透率：**2021 年在 1 型患者中的渗透率为 10.0%，在 2 型胰岛素强化患者中的渗透率为 0.6%，在 2 型非胰岛素强化患者中的渗透率为 0.2%。

我国 CGM 市场规模有望超百亿。据测算，2021 年我国 CGM 行业市场规模为 20 亿元，2025 年市场规模将增至 76 亿元，2030 年预计进一步增至 149 亿元。

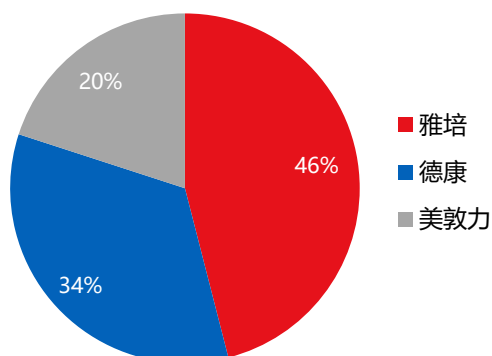
图表 23 我国 CGM 行业空间测算

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
CGM 产品年使用费用（元）	9577	10056	10559	11087	10311	9589	8918	8294	7713	7173
成人患者（万人）	14090	14216	14343	14471	14600	14730	14862	14994	15128	15263
I 型成人患者（万人）	564	569	574	579	584	589	594	600	605	611
渗透率	10.0%	13.1%	16.2%	19.3%	22.5%	25.6%	28.7%	31.8%	34.9%	38.0%
I 型成人患者平均使用月数	3.8	4.2	4.6	5	5.4	5.8	6.2	6.6	7	7.4
I 型成人患者对应的规模（亿元）	17	26	38	52	61	70	79	87	95	103
II 型成人患者（万人）	13526	13647	13769	13892	14016	14141	14267	14395	14523	14653
II 型胰岛素强化患者（万人）	1353	1365	1377	1389	1402	1414	1427	1439	1452	1465
渗透率	0.6%	0.8%	1.2%	1.6%	2.0%	2.8%	3.6%	4.4%	5.2%	6.0%
II 型胰岛素强化患者平均使用月数	1.3	1.45	1.6	1.75	1.9	2.05	2.2	2.35	2.5	2.65
II 型胰岛素强化成人患者对应的规模（亿元）	1	1	2	4	5	6	8	10	12	14
II 型非胰岛素强化患者（万人）	12174	12282	12392	12503	12614	12727	12841	12955	13071	13188
渗透率	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%	0.7%	0.9%	1.1%	1.3%	1.5%
II 型非胰岛素强化患者平均使用月数	1.3	1.45	1.6	1.75	1.9	2.05	2.2	2.35	2.5	2.65
II 型非胰岛素强化成人患者对应的规模（亿元）	2	3	6	9	11	15	20	24	28	32
中国 CGM 行业总规模（亿元）	20	31	46	64	76	92	106	121	135	149

资料来源：IDF，雅培淘宝旗舰店，器械之家，华创证券预测

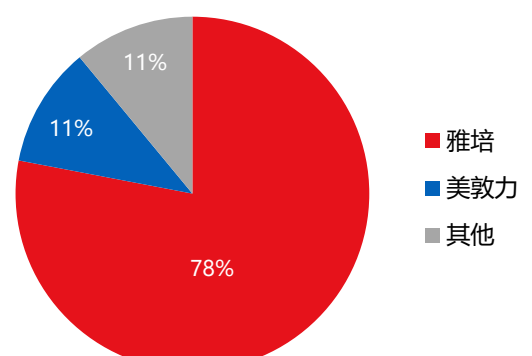
优质国产产品上市，CGM 行业进口垄断有望被逐步打破。2020 年，全球 CGM 市场中雅培、德康、美敦力分别占据了 46%、34%、20% 的市场份额，我国 CGM 市场中雅培、美敦力分别占据了 78%、11% 的市场份额，国产厂商份额较低，主要原因在于当时国产产品的性能和进口产品相比还有较大差距。如果将当时雅培辅理善瞬感产品（进口产品）和圣美迪诺雷兰 CGM-303（国产产品）对比，可以发现圣美迪诺雷兰 CGM-303 在尺寸与厚度、针头长度和设计、最长佩戴天数、是否需指血校准等患者使用友好性方面与国外产品皆存在较大差距。但随着三诺生物、浙江凯立特（鱼跃医疗子公司）、深圳硅基等国内企业陆续推动优质 CGM 产品在国内外注册上市，进口垄断有望被逐步打破。

图表 24 2020 年全球 CGM 竞争格局



资料来源：观研报告网，华创证券

图表 25 2020 年我国 CGM 竞争格局



资料来源：智研咨询公众号，华创证券

公司通过并购浙江凯立特切入 CGM 赛道。2021 年 5 月，江苏鱼跃医疗第五届董事会第六次临时会议审议通过了浙江凯立特收购议案，同意公司以自有资金 3.66 亿元收购浙江凯立特 50.99% 的股份（目前已持股 100%），浙江凯立特拥有在糖尿病及传感器技术领域耕耘数十年的研发团队及领军人才，具备成熟可靠的技术、生产系统，其 CGM 产品在 2016 年和 2021 年已经分别获得欧盟 CE 认证和 NMPA 医疗器械注册证，凭借此次战略收购，公司正式切入 CGM 赛道。

强性能产品持续推出，有望贡献业绩增量。2023 年 3 月凯立特的 Anytime CT3/CT15 系列 CGM 产品获得 NMPA 颁发的《医疗器械注册证》，具体型号包括 CT3、CT3A、CT3B、CT3C、CT15。从应用场景来看，CT3 系列不同型号的产品可以根据使用和销售场景分为

院线、OTC、电商款等，有望帮助鱼跃医疗实现对于院端和院外应用场景的充分覆盖。从性能指标来看，CT3 系列的整体 MARD 值为 9.07%，已进入国际上 CGM 系统所能产生的最优 MARD 值范围内，同时其使用寿命最长为 14 天，达到国际一线水平，同时 CT3 系列集成了免校准功能，帮助用户简化使用体验。2025 年 1 月凯立特的 Anytime 4 系列 CGM 产品获得 NMPA 颁发的《医疗器械注册证》，具体型号包括 4H、4H Plus、4h、4h Plus、4、4SE、4Pro，其中 4H、4H Plus、4h、4h Plus 型号产品锚定医疗机构市场，4、4SE、4Pro 型号产品锚定家用市场，新获证的 CGM Anytime 4 系列 CGM 产品使用时间由 Anytime CT3/CT15 系列的最长 14 天提升至最长 15 天，同时具备免校准/可校准双模式，能够充分满足用户使用需求。公司 CGM 产品具有较大的市场空间与发展潜力，且已经为相关产品的量产、智能化、客户服务以及交互软件的全新升级做了大量准备工作，随着强性能产品持续推出，公司 CGM 业务有望贡献业绩增量。

图表 26 Anytime CT3/CT15 系列及 Anytime 4 系列 CGM 产品获批信息

产品名称	持续葡萄糖监测系统	
注册人名称	浙江凯立特医疗器械有限公司（鱼跃医疗子公司）	
注册分类	III 类	III 类
获批时间	2023 年 3 月 15 日	2025 年 1 月 24 日
型号、规格	CT3、CT3A、CT3B、CT3C、CT15	4H、4H Plus、4h、4h Plus、4、4SE、4Pro
结构及组成	该产品由一次性葡萄糖传感器（探头）、发射器、软件和附件组成。软件包括持续葡萄糖数据监测移动应用程序、医院血糖管理系统软件。附件包括 Type-C 充电线、充电座、电源适配器（选配）。	该产品由一次性葡萄糖传感器（探头）、发射器、持续葡萄糖数据监测应用程序（发布版本 2）、Type-C 充电线和充电座（选配）组成。
适用范围	产品用于糖尿病成年患者（≥18 岁）的组织间液葡萄糖水平的连续或定期监测。产品可提供并存储实时葡萄糖值，供用户跟踪葡萄糖浓度变化的趋势。如葡萄糖水平低于或高于预设值，产品可发出提醒。葡萄糖传感器仅供单个用户使用，不需要用户进行校准，使用时间最长 14 天。	该产品可用于糖尿病成年患者（≥18 岁）的组织间液葡萄糖水平的连续或定期监测，可提供并存储实时葡萄糖值，供用户跟踪葡萄糖浓度变化的趋势。如果葡萄糖水平低于或高于预设值，该产品可发出提示。Anytime 4H、Anytime 4H Plus、Anytime 4h、Anytime 4h Plus 型号产品在医疗机构中使用，Anytime 4SE、Anytime 4Pro、Anytime 4 型号产品在家庭中使用，一次性葡萄糖传感器仅供单个用户使用，不需要用户进行校准，使用时间最长 15 天。该产品测量结果不作为决定和调整糖尿病患者治疗方案的依据。

资料来源：公司公告，华创证券

2、BGM：积累多年进入稳步发展阶段，产品检测精度业内领先

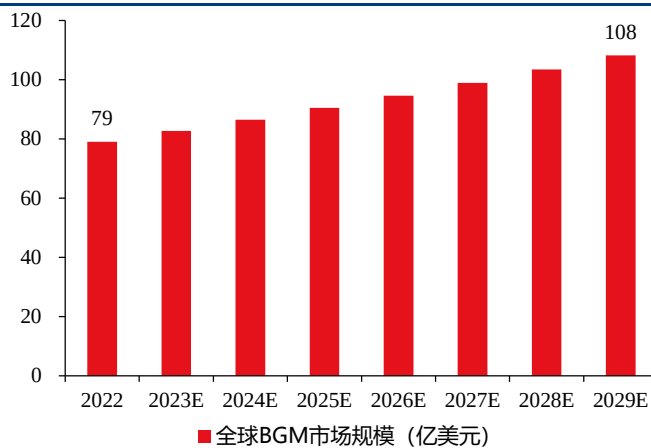
BGM 为当前市场上主要的血糖检测产品。血糖检测产品主要可分为传统指尖血糖检测仪（BGM）、持续血糖监测系统（CGM）及其他器械（生化分析仪器等）。其中，BGM 通过刺破手指采取血样，检测实时血糖指标。BGM 技术成熟且简单便捷，是当前市场中运用最广的血糖检测产品，2022 年，我国 BGM 产品市场规模在整体血糖检测产品市场规模中的占比达到 72.2%。

糖尿病患者人数预计持续升高，支撑 BGM 采购需求。根据国际糖尿病联盟公布的数据，从全球来看，2000 年全球有 1.51 亿成人（20-79 岁）患糖尿病，患病率 4.6%，2021 年该数量增长到 5.37 亿，患病率达 9.8%，2030 年该数量将增长至 6.43 亿，2045 年预计进一步增长至 7.84 亿。从我国来看，2021 年我国有 1.41 亿成人（20-79 岁）患糖尿病，2045 年

该数量预计增长至 1.74 亿人。

BGM 市场规模预计持续增长，国产替代仍有空间。从市场规模来看，2022 年全球 BGM 市场规模为 79 亿美元，持续增长的糖尿病患者人群形成了巨大的血糖管理需求，随着经济快速发展叠加人民健康意识提升，BGM 市场规模将继续增长，预计 2029 年将达到约 108 亿美元，期间 CAGR 预计为 4.6%。从市场竞争格局来看，无论是全球市场还是我国市场，进口品牌仍占据较大的市场份额，2020 年我国 BGM 市场中，强生、罗氏、雅培三家进口厂商分别占据 34%、19%、8%的市场份额，合计占据 61%的市场份额，国产替代还有较大提升空间。

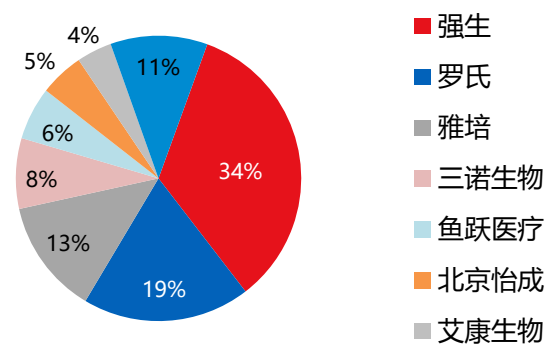
图表 27 全球 BGM 市场规模



资料来源：QYResearch，华创证券

注：23-28 年数据系根据 22、29 年数据线性外推得来

图表 28 2020 年我国 BGM 市场竞争格局



资料来源：华经产业研究院，华创证券

积累多年，公司 BGM 产品检测精度业内领先。多年以来，公司在 BGM 业务研发、生产、销售等各环节持续发力，保持了较高的年复合增长率，形成了完整的业务体系与服务网络，且构筑了强劲的产品力。公司 BGM 产品在核心技术指标——准确度和精密度（重复性）等方面表现突出，其代表性家用血糖仪产品 660，在确保中低水平质控品准确度的基础上，在检测高水平质控品时，是市场上极少数检测结果与质控品靶值偏差不超过 $\pm 15\%$ 的产品之一，且能长期保持检测结果较好的一致性与精密度，具备性能优势，构筑了产品竞争壁垒。

图表 29 公司 BGM 产品和竞品的准确性检测结果对比

序号	品牌	型号	低水平 Level1 (靶值 3.5)										均值	偏差
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10		
1	鱼跃	660	3.5	3.4	3.5	3.5	3.5	3.4	3.5	3.6	3.4	3.4	3.5	0.03
2	罗氏	智航	3.4	3.5	3.4	3.7	3.4	3.4	3.8	3.4	3.3	3.2	3.5	0.05
3	强生	稳捷	3.4	3.4	3.6	3.4	3.5	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	0.07
4	罗氏	智航宽	3.4	3.5	3.4	3.6	3.2	3.3	3.4	3.4	3.3	3.4	3.4	0.11
5	欧姆龙	i-sens631	3.3	3.2	3.5	3.4	3.4	3.4	3.3	3.4	3.4	3.3	3.4	0.14
6	拜耳	拜安进	3.4	3.3	3.4	3.4	3.3	3.4	3.3	3.3	3.4	3.3	3.4	0.15
7	罗氏	Guide(海外版)	3.2	3.4	3.3	3.3	3.4	3.4	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	0.16
8	怡成	5DM-2A	3.9	3.9	3.9	3.9	3.7	3.8	3.9	4.0	3.9	3.7	3.9	0.36
9	掌护	A608	3.5	3.6	3.3	3.8	2.8	2.7	2.7	2.7	3.0	3.2	3.1	0.37
10	雅培	Freestyle Lite	3.2	3.1	3.0	3.1	3.1	3.0	3.1	3.1	3.3	3.1	3.1	0.39
11	雅培	Freestyle Libre	2.7	2.9	2.7	3.1	3.2	2.8	3.4	2.8	2.9	2.8	2.9	0.57
12	三诺	GA-3	3.0	2.9	2.9	2.8	2.9	2.8	3.0	2.8	2.7	2.8	2.9	0.64
13	微泰	倍稳 2	3.8	4.2	4.1	4.3	4.1	4.3	4.1	4.1	4.2	4.3	4.2	0.65
14	艾科	灵睿 2	4.1	4.1	4.3	4.2	4.2	4.4	4.2	4.1	4.0	4.1	4.2	0.67
15	瓊泓	一安	5.8	5.6	5.8	5.7	5.5	5.5	5.5	5.7	5.5	5.6	5.6	2.12

序号	品牌	型号	中水平 Level12 (靶值 7.5)											
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	均值	偏差
1	欧姆龙	i-sens631	7.7	7.6	7.7	7.5	7.5	7.6	7.5	7.5	7.3	7.7	7.6	1%
2	罗氏	Guide(海外版)	7.4	7.3	7.3	7.4	7.3	7.1	7.2	7.4	7.4	7.4	7.3	2%
3	鱼跃	660	7.5	7.2	7.3	7.3	7.3	7.1	7.1	7.3	7.5	7.0	7.3	3%
4	罗氏	智航宽	7.5	7.3	7.3	7.3	7.3	7.2	7.1	7.2	7.1	7.1	7.2	3%
5	雅培	Freestyle Libre	8.1	8.0	7.5	8.0	7.6	7.6	7.7	8.0	7.8	7.5	7.8	4%
6	罗氏	智航	8.0	8.4	8.3	8.3	8.3	8.6	8.5	7.2	7.4	7.1	8.0	7%
7	雅培	Freestyle Lite	8.2	8.6	8.2	7.8	8.1	8.3	8.2	7.9	8.2	8.0	8.2	9%
8	拜耳	拜安进	8.0	8.2	8.2	8.2	8.4	8.3	8.3	8.3	8.6	8.4	8.3	11%
9	强生	稳捷	8.4	8.7	8.4	8.7	8.7	8.9	8.8	9.3	9.3	9.4	8.9	18%
10	三诺	GA-3	9.5	9.8	10.2	10.1	10.1	9.8	9.7	10.0	9.8	9.9	9.9	32%
11	怡成	SDM-2A	10.8	10.6	10.9	10.4	10.2	10.2	9.9	10.4	10.3	10.4	10.4	39%
12	掌护	A608	9.6	12.4	11.6	12.8	12.2	11.6	11.2	12.7	12.2	11.7	11.8	57%
13	艾科	灵睿 2	14.2	13.3	13.4	14.0	12.1	12.4	12.4	12.2	12.2	11.8	12.8	71%
14	微泰	倍稳 2	14.3	14.4	14.2	14.4	14.7	14.3	14.6	14.7	14.2	14.6	14.4	93%
15	瓊泓	一安	14.7	15.1	14.8	14.8	15.0	14.8	14.8	14.9	14.9	15.1	14.9	99%

序号	品牌	型号	高水平 Level13 【靶值 12.1】											
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	均值	偏差
1	罗氏	Guide(海外版)	11.9	11.8	11.9	12.1	12.1	12.0	12.2	12.3	12.1	12.4	12.1	0%
2	罗氏	智航	12.4	12.0	12.4	12.3	12.4	11.6	11.6	11.5	11.4	11.5	11.9	2%
3	罗氏	智航宽	11.6	11.4	11.3	11.8	11.4	11.9	11.7	12.0	12.0	11.9	11.7	3%
4	鱼跃	660	11.8	11.6	11.7	11.7	11.6	11.4	11.4	11.3	11.2	11.1	11.5	5%
5	欧姆龙	i-sens631	13.8	14.8	13.0	12.4	12.5	12.6	12.9	12.7	12.9	13.0	13.1	8%
6	强生	稳捷	13.5	14.2	13.4	14.2	14.4	13.7	14.4	13.5	14.4	14.2	14.0	16%
7	雅培	Freestyle Libre	14.6	14.6	14.3	13.8	13.7	14.1	13.9	14.1	14.3	14.0	14.1	17%
8	雅培	Freestyle Lite	13.0	14.9	14.1	14.1	14.3	14.4	14.6	14.2	14.0	14.5	14.2	17%
9	拜耳	拜安进	14.9	14.8	15.4	15.3	15.4	15.4	15.4	15.6	16.3	14.6	15.3	27%
10	三诺	GA-3	15.3	16.4	15.9	15.3	15.1	15.8	15.8	15.8	16.1	16.0	15.8	30%
11	掌护	A608	19.7	20.0	19.1	20.6	19.9	19.3	19.6	19.7	19.4	19.9	19.7	63%
12	怡成	SDM-2A	19.1	19.7	19.4	19.5	20.4	19.9	19.0	20.5	20.2	20.2	19.8	64%
13	艾科	灵睿 2	21.7	21.1	21.4	21.2	21.4	21.8	22.0	22.2	22.1	22.8	21.8	80%
14	瓊泓	一安	24.7	23.7	24.3	25.1	24.5	25.2	24.9	25.1	24.6	25.0	24.7	104%
15	微泰	倍稳 2	26.8	26.3	26.3	26.4	26.3	26.6	24.4	25.4	25.2	25.8	26.0	114%

资料来源：欧星医疗公众号，华创证券

3、POCT：产品聚焦家用市场，应用前景广阔

公司 POCT 产品聚焦家用市场，覆盖四大类别。目前鱼跃 POCT 系列已上市 10 余款产品，覆盖慢病管理与癌症早筛、一般传感病检测、两性健康检测、高危传染病自测四大类别，聚焦家用场景，用于辅助诊断和预防性排查，助力普通民众实现从“被动治病”到“主动健康”的转变，具备广阔应用前景。

图表 30 公司 POCT 产品布局

类别	产品	特点
慢病管理与癌症早筛	幽门螺旋杆菌抗体检测试剂盒	居家自检（10-20min 出结果）、清晰可靠
	幽门螺旋杆菌抗原检测试剂盒	灵敏自检（15min 出结果）、卫生方便
	便隐血肠癌早筛检测试剂盒	免疫层析技术（结果清晰可靠）、无创无痛（居家自检）、灵敏快捷
	尿微量白蛋白检测试剂盒	免疫层析技术（5min 出结果）、独立检测板（干净卫生）、灵敏显色
一般传感病检测	C 反应蛋白检测试剂盒	快速检测（10min 出结果）、居家检测（分型用药）、微创无菌（微量采血）
	甲乙流感病毒检测试剂盒	快速检测（8min 出结果）
	衣原体肺炎检测试剂盒	居家自检（15min 出结果）、显色灵敏（结果清晰）

	支原体肺炎检测试剂盒	居家自检（10min 出结果）、卫生方便
两性健康检测	阴道炎 6 联检测试剂盒	细菌性、霉菌性、滴虫性、非特异性
	精子活力 SP10 检测试剂盒	胶体金法（结果清晰）、私密发货、方便卫生
高危传染病自测	HIV1+2 型抗体检测试剂盒	抗体血检（综合准确率 99.99%）、微创无菌采血包（防止二次感染）、隐私简便
	梅毒螺旋体抗体检测试剂盒	高度灵敏（10-20min 出结果）、单项检查更精准（综合准确率 99.99%）、私密发货
	艾滋/梅毒/乙肝/丙肝传染病四联检	高度灵敏（15-30min 出结果）、一卡四检、私密发货

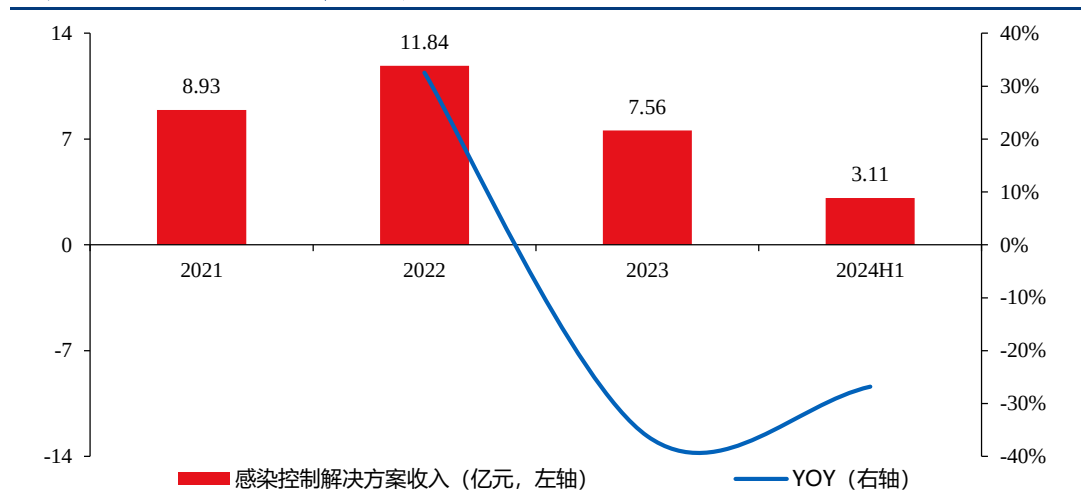
资料来源：公司公众号，华创证券

（三）感染控制解决方案：依托全资子公司上海中优开展，旗下品牌知名度高

公司感染控制业务主要由全资子公司上海中优开展。上海中优产品线涵盖人体消毒剂、医疗器械消毒剂、环境物体消毒剂及消毒配套器材等领域 400 多个产品，拥有“洁芙柔”、“安尔碘”、“点而康”、“葡泰”等极具竞争力的品牌和产品。

近几年，随着全球防疫进入到常态化阶段，公司感染控制解决方案业务收入增速逐渐趋缓，但随着疫情相关业务的高基数扰动逐渐出清，公司感染控制业务有望逐步恢复正常增长通道。

图表 31 公司感染控制解决方案收入及增速



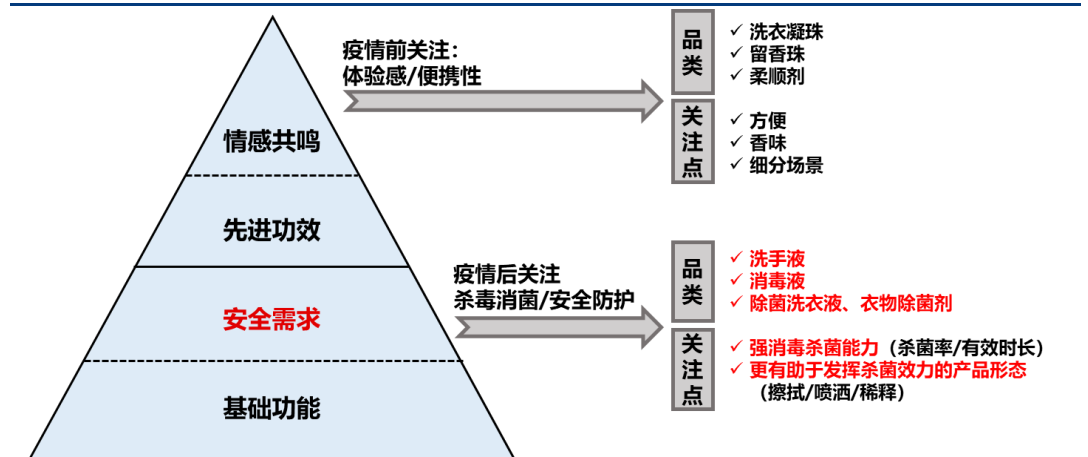
资料来源：ifind，华创证券

全球院内感控能力建设仍有空间。根据世界卫生组织 2022 年披露的数据，在急诊医院中，高收入国家每百名患者中有 7 名、低收入和中等收入国家每百名患者中有 15 名在住院期间至少发生一次医疗感染，且平均而言，每 10 名受影响的患者中就有 1 名会死于医疗感染。院内感控能力建设具备强必要性，良好的感染预防和控制规划可将相关感染减少 70%，然而根据 2021-2022 年世界卫生组织在 106 个国家中的调查显示，只有 4 个国家（3.8%）在国家层面落实了针对感染预防和控制的所有最低要求，综合来看，全球院内感控能力建设仍有空间。

疫情期间民众消毒感控意识提升，后疫情时代院外感控需求增长具备持续性。疫情期间，物品、地面、空气及手部消毒得到民众重视，专业消毒感控产品逐步普及到普通家庭，民众的消毒杀菌意识得到显著提升。根据前瞻产业研究院调查显示，8 成以上的消费者表示疫情后对于居家清洁卫生的重视度有所增强，其中在个人清洁方面，更加注重杀菌除菌和感控防护，对于消毒液、灭菌洗手液、除菌洗衣液、衣物除菌剂等品类的需求有所

提升，因此我们认为，后疫情时代院外感控需求增长具备持续性。

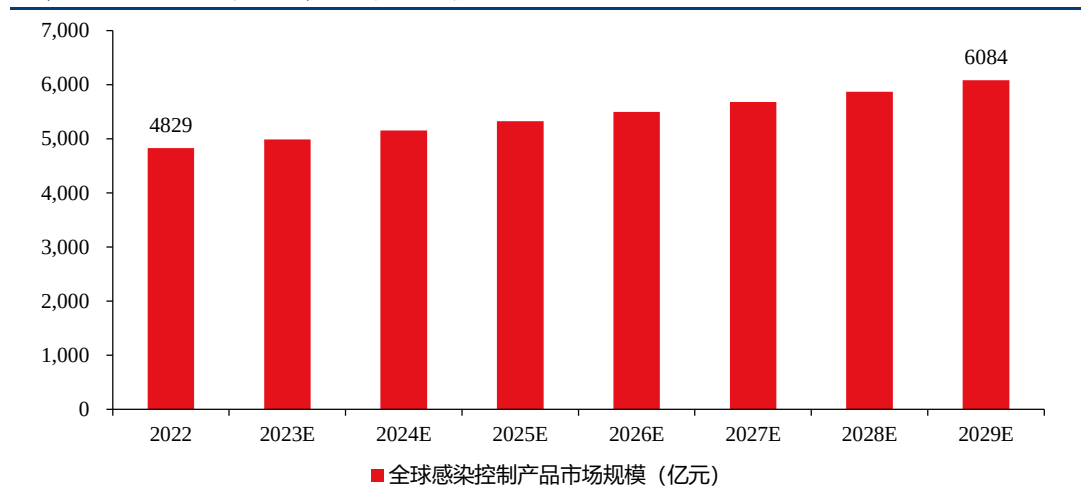
图表 32 疫情后民众对日用品消毒感控属性的关注度提升



资料来源：前瞻产业研究院，华创证券

全球感染控制产品市场规模预计持续增长。2022 年，全球感染控制产品市场规模为 4829 亿元，随着全球院内感控能力建设持续推进，叠加院外感控需求持续增长，预计 2029 年全球感染控制产品市场规模将达到 6084 亿元，期间 CAGR 预计为 3.3%。

图表 33 全球感染控制产品市场规模



资料来源：QYResearch，华创证券

注：23-28 年数据系根据 22、29 年数据线性外推得来

2016 年，公司通过并购上海中优切入感染控制赛道。上海中优是 1998 年由第二军医大学创建的消毒行业第一家高新技术企业，其主要从事医用清洁消毒、工业清洗消毒及个人护理类产品的研发、生产和销售。经过多年的发展，上海中优已成为中国院内传染病防控与感染控制细分领域龙头企业，特别在手部和皮肤消毒领域是行业标杆。2016 年，公司并购上海中优，切入了感染控制领域。

并购后协同效应显现，当前公司感染控制业务竞争力强劲。并购后，在鱼跃品牌及营销能力的加持下，上海中优业务规模进一步扩大，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，传播途径切断以及易感人群保护能力，成为国务院联防联控医疗物资保障组征用产品，近年来凭借优异表现，已成为我国院内感

染控制第一品牌。上海中优旗下品牌众多，其中“洁芙柔”、“安尔碘”在感染控制领域具有强有力的市场知名度。“洁芙柔”已是手消毒控的代名词，院内外品牌知名度拔群，“安尔碘”是国内医疗行业皮肤消毒剂的标注术语之一。

图表 34 公司感染控制产品梳理

系列	品牌	产品名称	系列	品牌	产品名称
手部消毒系列	洁芙柔	洁芙柔免洗手消毒凝胶	环境消毒系列	点而康	点而康表面消毒液
		洁芙柔速干手消毒液			点而康表面湿巾
	葡泰	葡泰免洗手消毒液			点而康过氧化氢湿巾
器械消毒系列	点而康	点而康 2%强化戊二醛消毒剂			点而康喷雾消毒剂
		点而康 2%碱性戊二醛消毒液			点而康复合季铵盐消毒液
		点而康快速多酶洗液（手洗型）		利康牌	利康牌 84 消毒液
		点而康快速多酶洗液（机洗型）		爱尔施	爱尔施牌含氯消毒片
		点而康医用多酶清洗剂			爱尔施牌消毒剂
		点而康医用中性酶清洗剂	皮肤消毒系列	安尔碘	安尔碘皮肤消毒剂
		点而康通用酶洗液			安尔碘 II 型皮肤消毒剂
		点而康特效清洁液			安尔碘 III 型皮肤消毒剂
		点而康医疗器械消毒剂			安尔碘皮肤冲洗消毒液
		点而康医用除锈除垢剂			安尔碘抗菌洗液
		点而康医用碱性清洗剂			安尔碘术前皮肤消毒液
	利康	利康牌清洗消毒液		点而康	点而康碘伏皮肤消毒液
		利康牌柠檬酸透析机消毒液			点而康复合碘皮肤消毒液
		利康牌柠檬酸透析机消毒液（II 型）			点而康聚维酮碘消毒液
	立能	立能牌戊二醛消毒液			点而康乙醇消毒液
个人护理系列	幽螺莎星	幽螺莎星 HP 牙膏		葡泰	葡泰 2%葡萄糖酸氯己定醇皮肤消毒液
	葡泰	葡泰皮肤护理湿巾			葡泰黏膜护理消毒液
		葡泰免洗抗菌清洁护理帽			--

资料来源：公司官网，华创证券

三、后疫情时代，可持续发展驱动力强劲

（一）积极孵化高潜力业务，构筑第二增长曲线

公司在重点聚焦三大核心赛道的同时，正在对眼科、急救、智能康复等高潜力业务进行积极孵化。

从眼科行业来看，我国眼疾患者人数规模庞大，青少年屈光不正患病率持续提高，中老年白内障手术量增加，眼科器械市场基础需求稳固。此外，速度快、经营效率高的民营眼科医疗机构近年来乘势而上，规模不断扩大，带来眼科医疗器械增量需求。2022 年初，

国卫医发 1 号文件印发国家卫健委关于“十四五”全国眼健康的规划通知，将眼健康做放在医疗卫生体系问题层面的突出位置，正进一步加速眼科医疗器械行业发展。

从公司眼科业务来看，2013 年，公司并购上海优阅光学，切入光学眼镜市场(隐形眼镜)领域，2019 年，公司并购苏州六六视觉，拓展了眼科显微镜、眼底照相机等眼科医疗器械品类，显著扩充了公司在眼科器械细分领域的布局广度，2019 年，公司参股了江苏视准，丰富了隐形眼镜品类，且扩充了眼科护理液产品。2022 年，公司参股了江苏乐润，进一步巩固了在光学眼镜(隐形眼镜)领域的布局。

图表 35 公司在眼科领域的布局

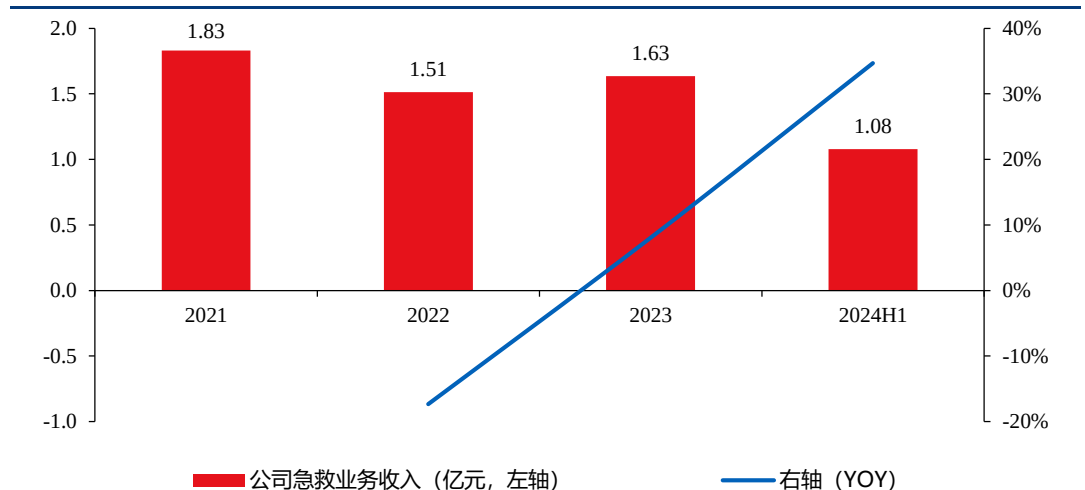
时间	并购/参股标的	成果
2013	上海优阅光学	切入光学眼镜(隐形眼镜)领域
2019	苏州六六视觉	拓展了眼科显微镜、眼底照相机等眼科医疗器械品类，显著扩充了公司在眼科器械细分领域的布局广度
2019	江苏视准	丰富了隐形眼镜品类，且扩充了眼科护理液产品，完善了公司在隐形眼镜领域的布局
2022	江苏乐润	巩固了在光学眼镜(隐形眼镜)领域的布局

资料来源：公司公告，华创证券

从急救行业来看，根据国家心血管病中心发布的《中国心血管病报告》，我国每年发生 54.4 万例心脏性猝死（以下简称“SCD”），而造成 SCD 的最大原因是心搏骤停。半自动体外心脏除颤器（AED）能有效对患者进行电除颤，帮助恢复心率，提高患者的存活率。目前我国 AED 保有量不足，与发达国家相比存在显著差距，我国 AED 市场仍有较大发展空间。

从公司急救业务来看，2017 年公司通过全资收购德国 Primedic 切入急救业务，Primedic 在医疗急救领域拥有 40 余年的经验，旗下 AED 与心脏除颤监护产品在全球医疗急救行业具备较高的知名度。近几年，公司急救业务收入皆维持在亿元以上的水平。当前，公司在推动相关产品海外业务持续发展的同时，积极参与国内商务中心、中小学校、大型企业园区、地铁等公共场所的设备铺设。未来几年预计将是国内 AED 市场快速成长的重要阶段，公司计划把握机遇，通过战略布局与产品强竞争力获取更多市场份额。

图表 36 公司急救业务收入及增速



资料来源：ifind，华创证券

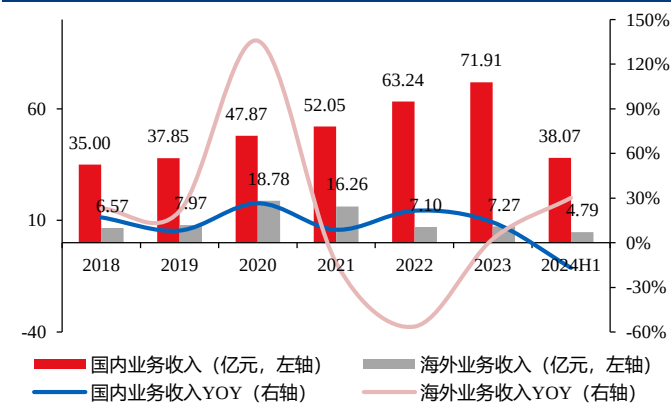
公司智能康复业务端，公司传统康复业务经过多年发展，使“鱼跃”品牌康复类医疗器械产品已畅销多年，产品力已深入人心，未来公司计划进一步研发推出更高端、更智能的康复产品，向智能康复方向发展，提升患者体验的同时，有望持续提高公司毛利率水平。

（二）产品注册及渠道布局双向发力，海外业务放量可期

疫情期间公司巩固了海外业务发展根基。2020 年全球疫情爆发的大背景下，公司海外收入达到 18.78 亿元，同比+135.78%，实现显著增长。2021 年开始，随着新冠疫苗逐渐在全球普及，呼吸机、感控等产品需求下降，公司海外业务收入增速下降。但在疫情期间，公司除妥善完成了大量海外订单的对接统筹工作外，亦建立、拓宽了海外销售渠道，加深了品牌影响力，大幅提升了海外销售能力，孕育了业绩长期增长驱动力。

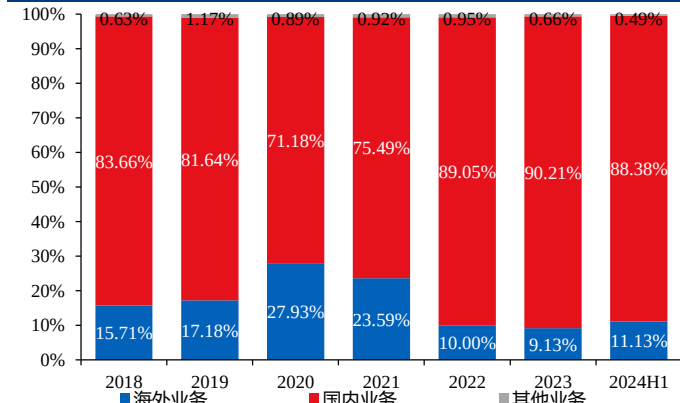
海外产品注册快速推进叠加海外渠道布局持续推进，海外业务放量可期。2024H1，公司实现海外收入 4.79 亿元，同比增长 30.19%，随着公司海外团队属地化布局有所成效，凭借优秀的产品力与品牌力，公司海外业务在后疫情时代贡献了新增量。当前公司正稳步推进核心板块产品在海外的注册证落地工作，截至 2024 年底，公司 CGMCT3 系列产品已取得欧洲地区的注册认证，正处于放量阶段，呼吸机产品也已经切入南美、欧洲等地区的市场并取得良好进展，且正在推进美国地区注册认证。此外公司也在持续推进海外渠道布局，其中包括 2025 年 1 月公司公告称拟参股 Inogen 并签署战略合作协议，完善公司呼吸类产品在欧美地区的渠道布局，此外公司也将在欧美地区自建业务团队，进一步增强海外销售能力。当前公司海外业务收入占比较低，随着公司产品海外注册快速推进叠加海外渠道逐渐完善，公司海外业务放量可期，有望进一步贡献业绩增量。

图表 37 公司海外业务及国内业务收入及增速



资料来源：Wind，华创证券

图表 38 公司海外业务及国内业务收入占比

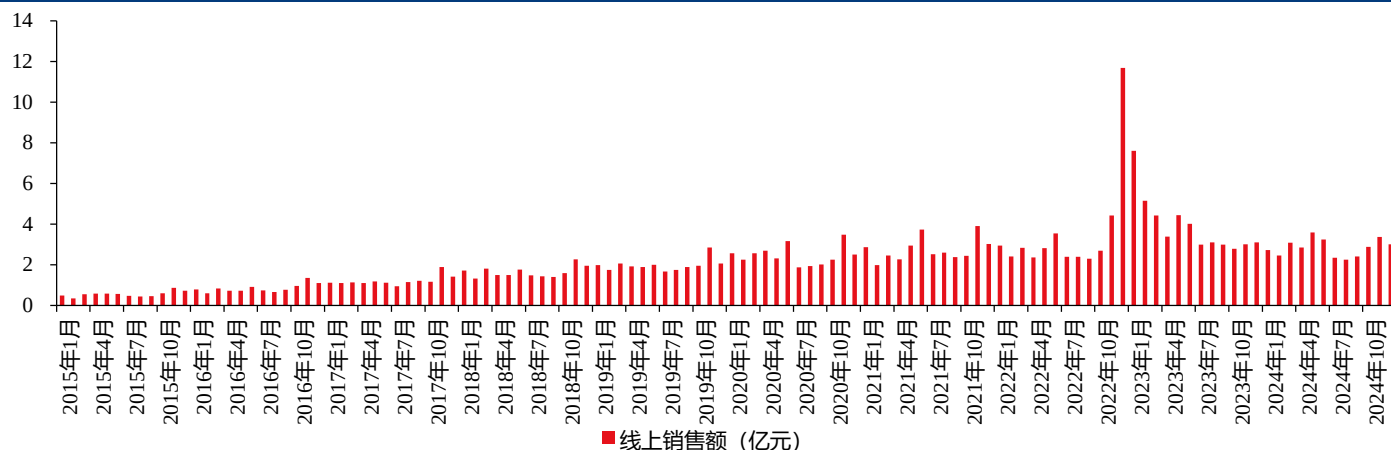


资料来源：Wind，华创证券

（三）线上业务布局较早，“医药电商化”趋势下有望持续贡献业绩增量

2012 年公司即已成立电商事业部，当前线上销售能力国内领先。2012 年公司电商事业部成立，并由吴群担任公司电商事业部负责人（现公司董事长），自公司电商事业部成立以来，公司线上业务实现了快速突破，截至 2024 年中报，公司已建立超过 1000 人的渠道、终端团队，多个区域服务中心，且在各主要电子商务平台均设立有品牌旗舰店，各线上平台营销推广能力及主要产品线上销量均处于行业领先地位。根据公司 2024 年双十一战报，24 年双十一期间公司全平台声量突破 2 亿次，并实现全网销售额超 5 亿元，再创历史新高，并再次成为家用医疗器械行业双十一销冠，截至 2024 年，公司已连续 10 年成为家用医疗器械行业“双十一”销冠。

图表 39 公司线上销售额情况



资料来源：Wind，华创证券 注：数据来源于Wind 采集自鱼跃医疗天猫、京东等线上电商平台开设的旗舰店、直营店的每日销售情况

医药电商成为“互联网+”时代新蓝海，公司线上业务有望持续贡献业绩增量。移动互联网塑造了全新的社会生活形态。医药电商的消费人群不断扩大，“互联网+”行动计划不断助力企业发展，互联网对于医药行业的影响已进入到新的阶段。当下医药电商企业已经不再是单纯的商品买卖平台，多元渠道、多元产品、多元服务、多元模式已将医药电商企业的触角延伸至整个医药产业链，成为推动医药电商乃至医药全产业链发展的力量，医药电商行业当前正处于快速发展阶段，公司线上业务有望持续贡献增量。

四、盈利预测与估值

关键假设：

1、呼吸治疗解决方案：公司呼吸机产品性能比肩进口，国内业务有望受益于国产替代，同时海外注册进度领先，海外业务有望持续贡献增量。公司制氧机产品国内市占率稳居第一梯队，2025年公司拟参股Inogen并签署战略合作协议，有望拓宽公司欧美销售渠道，助力制氧机业务加速发展。2023年公司高基数背景下2024年公司呼吸治疗解决方案收入增速阶段性承压，2025年开始有望实现恢复性增长。预计2024-2026年公司呼吸治疗解决方案收入增速分别为-14%、+13%、+13%，毛利率分别为54.5%、55.0%、55.5%。

2、糖尿病护理解决方案：公司BGM业务积累多年进入稳步发展阶段，产品检测精度业内领先，预计实现稳步发展。CGM助力血糖控制，有效性优于BGM，市场空间广阔。近两年公司陆续推出了Anytime CT3/CT15、Anytime 4系列等高性能CGM产品，产品性能对标国际一线，有望打破进口垄断，实现快速放量。预计2024-2026年公司糖尿病护理解决方案收入增速分别为+40%、+30%、+30%，毛利率分别为61.5%、62.5%、63.0%。

3、感染控制解决方案：公司感染控制解决方案依托上海中优开展，上海中优旗下的“洁芙柔”、“安尔碘”在感染控制领域具有强有力的市场知名度，“洁芙柔”已是手消感控的代名词，院内外品牌知名度拔群，“安尔碘”也已经成为国内医疗行业皮肤消毒剂的标注术语之一。近几年，随着全球防疫进入到常态化阶段，公司感染控制解决方案业务收入增速逐渐趋缓，但随着疫情相关业务的高基数扰动逐渐出清，公司感染控制业务有望逐步恢复正常增长通道。预计2024-2026年公司感染控制解决方案收入增速分别为-20%、+10%、+10%，毛利率分别为51.5%、52.0%、52.5%。

4、家用类电子检测及体外诊断：家用类电子检测业务是公司基石业务的重要组成部分，多年来，公司自主研发的相关产品通过关键零部件技术突破，核心测量技术迭代，智能

算法升级，产品力强劲，其中，在电子血压计领域，公司已是国内市场第一品牌，海外市场亦在逐步突破。公司 POCT 系列已上市 10 余款产品，覆盖慢病管理与癌症早筛、一般传感病检测、两性健康检测、高危传染病自测四大类别，聚焦家用场景，预计稳步放量。预计 2024-2026 年公司家用类电子检测及体外诊断收入增速分别为-5%、+7%、+9%，毛利率分别为 53.0%、53.5%、54.0%。

5、康复及临床器械：公司传统康复业务经过多年发展，使“鱼跃”品牌康复类医疗器械产品已畅销多年，产品力已深入人心，未来公司将进一步研发推出更高端、更智能的康复产品，向智能康复方向发展，构筑第二增长曲线。公司“华佗”品牌历史悠久，针灸针等中医器械成长稳健。公司“金钟”系列手术器械产品拥有 80 余年历史，在国内手术器械领域具有较高的知名度和影响力，预计稳步增长。我国眼疾患者人数规模庞大，2013 年开始，公司通过多次并购/参股切入了眼科赛道，目前已完成了对相关业务领域的初步布局，放量可期。预计 2024-2026 年公司康复及临床器械收入增速分别为+10%、+15%、+15%，毛利率分别为 36.5%、37.0%、37.5%。

6、急救：AED 能有效对患者进行电除颤，帮助恢复心率，提高患者的存活率，但目前我国 AED 保有量不足，与发达国家相比存在显著差距，我国 AED 市场仍有较大发展空间。2017 年公司通过全资收购德国 Primedic 切入急救业务，Primedic 在医疗急救领域拥有 40 余年的经验，旗下 AED 与心脏除颤监护产品在全球医疗急救行业具备较高的知名度。未来几年预计将是国内 AED 市场快速成长的重要阶段，公司有望把握机遇，通过战略布局与产品强竞争力获取更多市场份额。预计 2024-2026 年公司急救收入增速分别为+35%、+25%、+22%，毛利率分别为 36.0%、36.5%、37.0%。

图表 40 鱼跃医疗收入预测

单位：亿元	业务	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总表	营业总收入	68.94	71.02	79.72	77.19	88.23	101.56
	yoy	2.51%	3.01%	12.25%	-3.17%	14.30%	15.11%
	毛利率	48.29%	48.13%	51.49%	51.27%	51.91%	52.54%
呼吸治疗解决方案	收入	26.23	22.39	33.71	28.99	32.76	37.02
	yoy	16.04%	-14.62%	50.55%	-14%	13%	13%
	毛利率	55.43%	53.37%	56.12%	54.50%	55.00%	55.50%
	业务收入占比	38.04%	31.53%	42.29%	37.56%	37.13%	36.45%
糖尿病护理解决方案	收入	4.57	5.30	7.26	10.17	13.22	17.19
	yoy	70.10%	16.04%	37.12%	40%	30%	30%
	毛利率	65.48%	60.85%	62.68%	61.50%	62.50%	63.00%
	业务收入占比	6.62%	7.46%	9.11%	13.17%	14.98%	16.92%
感染控制解决方案	收入	8.93	11.84	7.56	6.05	6.65	7.32
	yoy	-6.03%	32.57%	-36.15%	-20%	10%	10%
	毛利率	54.46%	55.64%	49.86%	51.50%	52.00%	52.50%
	业务收入占比	12.96%	16.68%	9.49%	7.84%	7.54%	7.21%
家用类电子检测及体外诊断	收入	14.48	15.21	16.74	15.90	17.01	18.54
	yoy	-18.11%	5.06%	10.05%	-5%	7%	9%
	毛利率	50.53%	46.22%	52.54%	53.00%	53.50%	54.00%

	业务收入占比	21.00%	21.42%	21.00%	20.60%	19.28%	18.26%
康复及临床器械	收入	12.28	14.08	12.28	13.51	15.53	17.86
	yoy	13.35%	14.70%	-12.82%	10%	15%	15%
	毛利率	22.64%	33.29%	33.87%	36.50%	37.00%	37.50%
	业务收入占比	17.81%	19.83%	15.40%	17.50%	17.60%	17.59%
急救	收入	1.83	1.51	1.63	2.21	2.76	3.37
	yoy	2.69%	-17.33%	8.04%	35%	25%	22%
	毛利率	34.18%	27.07%	32.31%	36.00%	36.50%	37.00%
	业务收入占比	2.66%	2.13%	2.05%	2.86%	3.13%	3.31%
其他业务	收入	0.63	0.68	0.53	0.37	0.30	0.27
	yoy	5.41%	7.26%	-22.07%	-30%	-20%	-10%
	毛利率	28.13%	42.87%	61.41%	70.00%	70.00%	70.00%
	业务收入占比	0.92%	0.95%	0.66%	0.48%	0.34%	0.26%

资料来源：Wind，公司公告，华创证券预测

公司是老牌国产家用医疗器械龙头，发展正由“扩面”转向“聚焦”，进入到精细化发展阶段。公司新战略重点聚焦三大核心赛道，有望打开公司成长天花板。同时，公司也正积极孵化高潜力业务、快速推进海外业务、积极借力线上渠道，后疫情时代公司可持续发展驱动力强劲。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 20.0、23.0、26.5 亿元，同比-16.4%、+14.7%、+15.2%，对应 EPS 分别为 2.00、2.29、2.64 元。选取呼吸治疗器械企业怡和嘉业、糖尿病监测仪器企业三诺生物、家用医疗器械企业可孚医疗作为可比公司，考虑到鱼跃医疗三大核心业务线较高的成长天花板及高潜力业务的未来放量潜力，我们给予公司 2025 年 21 倍 PE 估值，对应目标价约 48 元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

图表 41 可比公司估值

公司名称	股票代码	总市值（亿元）	EPS				P/E			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
怡和嘉业	301367.SZ	56.59	4.7	2.3	3.0	3.9	19.0x	27.2x	20.8x	16.4x
三诺生物	300298.SZ	141.86	0.5	0.7	0.9	1.1	49.9x	38.1x	29.4x	23.4x
可孚医疗	301087.SZ	78.24	1.2	1.7	2.2	2.7	30.8x	21.8x	17.1x	13.9x
行业平均			2.1	1.6	2.0	2.5	33.2x	29.0x	22.5x	17.9x
调整后平均			1.2	1.7	2.2	2.7	30.8x	27.2x	20.8x	16.4x

资料来源：Wind，华创证券（截至 2025/02/18，可比公司预测来源于 Wind 一致预期）

五、风险提示

- 1、新品推广进展不及预期：若 CGM 等新品的推广进展不及预期，将对业绩造成扰动。
- 2、海外拓展进程不及预期：产品出海是公司重点发力的方向之一，若受到国际形势因素影响，导致海外拓展进程不及预期，可能影响公司业绩释放节奏。
- 3、家用医疗器械行业价格竞争加剧：家用医疗器械行业厂商众多且品牌效应显著，品牌力较低的厂商若通过较为激进的促销策略抢占市场份额，可能导致行业价格竞争加剧。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	7,215	7,638	8,907	10,465
应收票据	0	0	0	0
应收账款	448	585	656	754
预付账款	42	60	64	77
存货	1,412	1,350	1,579	1,814
合同资产	7	3	4	6
其他流动资产	260	347	375	405
流动资产合计	9,385	9,982	11,586	13,521
其他长期投资	758	738	828	938
长期股权投资	226	226	226	226
固定资产	1,974	2,210	2,274	2,336
在建工程	111	197	284	371
无形资产	511	465	424	391
其他非流动资产	3,003	3,032	3,057	3,072
非流动资产合计	6,582	6,869	7,093	7,333
资产合计	15,967	16,851	18,679	20,855
短期借款	0	0	0	0
应付票据	275	115	163	231
应付账款	1,136	1,128	1,282	1,491
预收款项	0	0	0	0
合同负债	183	177	202	233
其他应付款	234	234	234	234
一年内到期的非流动负债	526	526	526	526
其他流动负债	520	494	548	613
流动负债合计	2,873	2,674	2,956	3,327
长期借款	684	558	470	380
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	495	495	495	495
非流动负债合计	1,178	1,053	965	875
负债合计	4,052	3,727	3,920	4,202
归属母公司所有者权益	11,764	12,966	14,593	16,472
少数股东权益	152	158	165	180
所有者权益合计	11,916	13,124	14,758	16,652
负债和股东权益	15,967	16,851	18,679	20,855

现金流量表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2,127	1,623	2,183	2,549
现金收益	2,457	2,055	2,421	2,779
存货影响	97	63	-230	-235
经营性应收影响	266	-245	-114	-150
经营性应付影响	-257	-199	281	372
其他影响	-436	-50	-176	-216
投资活动现金流	1,735	-525	-375	-367
资本支出	-191	-517	-371	-385
股权投资	17	0	0	0
其他长期资产变化	1,909	-8	-4	18
融资活动现金流	-1,465	-675	-539	-624
借款增加	-873	-126	-88	-90
股利及利息支付	-661	-685	-783	-899
股东融资	103	103	103	103
其他影响	-34	33	229	262

利润表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	7,972	7,719	8,823	10,156
营业成本	3,867	3,761	4,243	4,820
税金及附加	81	75	87	101
销售费用	1,098	1,212	1,226	1,351
管理费用	411	417	450	488
研发费用	504	509	533	597
财务费用	-157	-173	-120	-116
信用减值损失	9	-30	-20	-10
资产减值损失	-93	-70	-50	-50
公允价值变动收益	-4	-1	-1	-1
投资收益	143	80	100	120
其他收益	115	475	290	160
营业利润	2,893	2,382	2,729	3,140
营业外收入	3	3	5	10
营业外支出	48	2	2	2
利润总额	2,849	2,383	2,732	3,148
所得税	472	395	453	522
净利润	2,376	1,988	2,279	2,626
少数股东损益	-19	-16	-19	-21
归属母公司净利润	2,396	2,004	2,298	2,647
NOPLAT	2,245	1,844	2,179	2,529
EPS(摊薄) (元)	2.39	2.00	2.29	2.64

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	12.3%	-3.2%	14.3%	15.1%
EBIT 增长率	54.1%	-17.9%	18.2%	16.1%
归母净利润增长率	50.2%	-16.4%	14.7%	15.2%
获利能力				
毛利率	51.5%	51.3%	51.9%	52.5%
净利率	29.8%	25.8%	25.8%	25.9%
ROE	20.4%	15.5%	15.7%	16.1%
ROIC	28.3%	20.5%	21.3%	21.7%
偿债能力				
资产负债率	25.4%	22.1%	21.0%	20.2%
债务权益比	14.3%	12.0%	10.1%	8.4%
流动比率	3.3	3.7	3.9	4.1
速动比率	2.8	3.2	3.4	3.5
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转天数	25	24	25	25
应付账款周转天数	111	108	102	104
存货周转天数	136	132	124	127
每股指标(元)				
每股收益	2.39	2.00	2.29	2.64
每股经营现金流	2.12	1.62	2.18	2.54
每股净资产	11.73	12.93	14.56	16.43
估值比率				
P/E	16	19	16	14
P/B	3	3	3	2
EV/EBITDA	13	16	14	12

资料来源：公司公告，华创证券预测

医药组团队介绍

组长、首席分析师：郑辰

复旦大学金融学硕士。曾任职于中海基金、长江证券。2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师第四名。

联席首席分析师：刘浩

南京大学化学学士、中科院有机化学博士，曾任职于海通证券、长江证券。2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师第四名团队成员。

医疗器械组组长、高级分析师：李婵娟

上海交通大学会计学硕士。曾任职于长江证券。2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师第四名团队成员。

中药和流通组组长、高级分析师：高初蕾

中国科学院理学博士，曾就职于华泰证券，2023 年所在团队获得机构投资者 All China 评比第二名，2024 年加入华创证券。

分析师：王宏雨

西安交通大学管理学学士，复旦大学金融硕士。2023 年加入华创证券研究所。

分析师：万梦蝶

华中科技大学工学学士，中南财经政法大学金融硕士，医药金融复合背景。2021 年加入华创证券研究所。

分析师：朱珂琛

中南财经政法大学金融硕士。2022 年加入华创证券研究所。

助理研究员：张良龙

中国科学技术大学生物科学学士，复旦大学生物化学与分子生物学硕士。2023 年加入华创证券研究所。

助理研究员：陈俊威

西澳大学生物化学与分子生物学学士，悉尼大学会计和商业分析硕士。2023 年加入华创证券研究所。

助理研究员：段江瑶

帝国理工学院生物科学学士，伦敦大学学院细胞生物学硕士。2024 年加入华创证券研究所。

助理研究员：赵建韬

北京大学硕士，2024 年加入华创证券，研究方向为中药、流通、药房。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	张婷	华北机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	蔡依林	资深销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	张效源	销售经理		zhangxiaoyuan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	郑璐丹	销售经理		zhengjundan@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	高级销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	高级销售经理		wufeyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	张玉恒	销售经理		zhangyuheng@hcyjs.com
	张晨奕	销售经理		zhangchenhuan@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com
	胡玉青	销售经理		huyuqing@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明：

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/纳斯达克指数。

公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%；

中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间；

回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上；

中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%；

回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的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；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未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，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编：100033 传真：010-66500801 会议室：010-66500900	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编：518034 传真：0755-82027731 会议室：0755-82828562	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编：200120 传真：021-20572500 会议室：021-20572522