

非金融公司 | 公司深度 | 鱼跃医疗 (002223)

# 聚焦成长赛道的家用医疗器械龙头



## | 报告要点

鱼跃医疗作为国内家用医疗器械平台型公司，凭借呼吸制氧、血糖、消毒感控、家用电子检测等领域的布局，近年来业绩持续稳健增长。长期看，国内人口老龄化趋势明显，未来家用医疗器械市场空间广阔，公司有望发挥品牌和渠道优势，在国内市场持续提升市占率；海外业务公司也通过多年的积累，属地化渠道逐步完善，有望打开新的成长空间。

## | 分析师及联系人



郑薇



许津华

SAC: S0590521070002 SAC: S0590523070004

## 鱼跃医疗(002223)

# 聚焦成长赛道的家用医疗器械龙头

行业：医药生物/医疗器械  
投资评级：买入（维持）  
当前价格：38.20 元

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股) 1,002/939  
流通A股市值(百万元) 35,857.33  
每股净资产(元) 12.50  
资产负债率(%) 18.26  
一年内最高/最低(元) 42.08/30.05

### 股价相对走势



### 相关报告

1、《鱼跃医疗(002223)：高基数影响表现业绩，血糖及海外表现亮眼》2024.08.27



扫码查看更多

### 投资要点

鱼跃医疗是国内家用医疗器械龙头公司，自2008年上市以来，经历了制氧机、血压计业务持续快速增长，新拓展的急救、眼科业务等贡献增量的过程。经过多次收购兼并的尝试后，公司在2021年制定了业务聚焦的战略，聚焦成长赛道。公司通过多年在产品领域的完善布局和渠道多年经营，塑造了令人信赖的家用医疗器械品牌形象，在老龄化大背景下，有望保持持续稳健的业绩增长。

#### ➤ 家用医疗器械具备长期增长的潜力

中国65岁及以上人口和占比持续提升，老龄化进程加速，根据育娲人口预测，预计到2032年左右进入老年人口占比超过20%的超级老龄化社会。老龄化趋势下，居家使用的检测、治疗、康复等家用医疗器械需求持续增长，根据医械汇测算，2023年国内家用医疗设备市场规模约为2343亿元，保持双位数以上增长。从商业模式上看，家用医疗器械具有医疗+消费属性，未来自费市场空间潜力大。

#### ➤ 呼吸制氧、血糖等业务具备成长性

全球慢病人群逐年增长，带动家用器械需求持续增长。据灼识咨询预测，2025年全球家用呼吸机市场规模有望达55.8亿美元（2020-2025年CAGR为15.5%），全球糖尿病监测医疗器械市场规模有望达到442亿美元（2020-2025年CAGR为10.5%）。随着国内居民健康意识和使用渗透率提升，国内呼吸制氧等慢病管理相关家用器械市场规模增速有望高于全球。公司第三代呼吸机、便携式制氧机、第二代CGM等重点产品陆续上市，有望贡献业绩新增量。

#### ➤ 家用医疗器械平台型公司，维持“买入”评级

我们预计公司2024-2026年收入分别为81.59/93.69/106.83亿元，同比增速分别为2.36%/14.82%/14.03%，归母净利润分别为20.20/23.09/26.54亿元，同比增速分别为-15.69%/14.31%/14.93%，EPS分别为2.01/2.30/2.65元/股。绝对估值法测得合理股价46.99元，可比公司2025年平均PE为22倍。考虑公司是国内家用医疗器械龙头，综合绝对估值法和相对估值法，维持“买入”评级。

**风险提示：**新产品市场推广不及预期；竞争加剧导致产品降价；终端需求下降风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7102	7972	8159	9369	10683
增长率(%)	3.01%	12.25%	2.36%	14.82%	14.03%
EBITDA(百万元)	2007	2954	2613	2919	3286
归母净利润(百万元)	1595	2396	2020	2309	2654
增长率(%)	7.60%	50.21%	-15.69%	14.31%	14.93%
EPS(元/股)	1.59	2.39	2.01	2.30	2.65
市盈率(P/E)	24.0	16.0	19.0	16.6	14.4
市净率(P/B)	3.9	3.3	2.9	2.6	2.3
EV/EBITDA	13.5	9.6	11.6	10.0	8.3

数据来源：公司公告、iFinD，国联民生证券研究所预测；股价为2025年02月19日收盘价

## 投资聚焦

### 核心逻辑

- 1) 家用医疗器械行业长期受益老龄化趋势，需求持续稳定，同时具备消费属性，自费市场和海外市场空间大。
- 2) 公司聚焦在呼吸治疗、血糖管理等成长性赛道，全球相关慢病人群基数大、家用医疗器械使用渗透率持续提升。
- 3) 公司是国内家用医疗器械龙头，多年积累品牌和渠道优势，在拓展新品类时发挥重要优势，有望帮助新品快速提升市占率。

### 核心假设

对公司核心成长业务进行假设：

- 1) 呼吸治疗解决方案：2024 年制氧机等产品逐步消化前期高基数影响，随着公司三代呼吸机等新产品的放量、制氧机等在海外的拓展，整体有望恢复增长。我们预计 2024-2026 年收入增速分别为-9.59%/13.08%/12.12%，毛利率维持稳定。
- 2) 糖尿病护理解决方案：BGM 产品市占率持续提升，海外拓展顺利；CGM 产品持续迭代升级，竞争力有望持续提升。我们预计 2024-2026 年收入增速分别为 53.84%/40.15%/30.17%，由于新产品占比提升和规模效应毛利率有望小幅提升。

### 盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 81.59/93.69/106.83 亿元，同比增速分别为 2.36%/14.82%/14.03%，归母净利润分别为 20.20/23.09/26.54 亿元，同比增速分别为-15.69%/14.31%/14.93%，EPS 分别为 2.01/2.30/2.65 元/股。绝对估值法测得公司每股价值 46.99 元，可比公司 2025 年平均 PE 为 22 倍。考虑公司是国内家用医疗器械龙头，长期受益老龄化，新品和海外空间大，综合绝对估值法和相对估值法，我们给予公司 2025 年 20 倍 PE，对应目标价 46.07 元，维持“买入”评级。

## 正文目录

1.	品牌和渠道优势领先的家用医疗器械龙头	6
1.1	深耕行业的家用医疗器械平台公司	6
1.2	管理层行业经验丰富	6
1.3	业绩稳定增长，盈利能力持续提升	8
2.	聚焦三大赛道，老龄化推动行业成长	9
2.1	呼吸制氧：渗透率提升市场持续扩容	10
2.2	血糖管理：国产企业进入快速成长期	14
2.3	感控等其他行业：潜在拓展空间大	18
3.	内外兼修持续打造家用医疗器械龙头公司	20
3.1	发展战略：并购扩张与业务聚焦兼顾	20
3.2	产品优势：规模优势领先的平台公司	22
3.3	渠道优势：电商和海外业务快速增长	25
4.	盈利预测、估值与投资建议	26
4.1	盈利预测	26
4.2	估值与投资建议	28
5.	风险提示	30

## 图表目录

图表 1:	鱼跃医疗发展历程	6
图表 2:	公司股权结构图	7
图表 3:	公司主要管理层	7
图表 4:	鱼跃医疗 2018-2024Q3 营收及增速	8
图表 5:	鱼跃医疗 2018-2024Q3 归母净利润及增速	8
图表 6:	鱼跃医疗 2024H1 主营构成	9
图表 7:	鱼跃医疗 2024H1 主营业务毛利率	9
图表 8:	2018-2024Q3 公司毛利率和净利率	9
图表 9:	2018-2024Q3 公司费用（百万元）及费用率（右轴）	9
图表 10:	2023-2050 年 65 岁以上人口数预测	10
图表 11:	2016-2023 年家用医疗设备市场规模及增速	10
图表 12:	2016-2025E 中国 COPD 患病人数及增速	10
图表 13:	2016-2025E 中国 OSA 患病人数及增速	10
图表 14:	2016-2025E 全球家用呼吸机规模及增速	11
图表 15:	2016-2025E 中国家用呼吸机规模及增速	11
图表 16:	制氧机工作原理	11
图表 17:	中国制氧机线上渠道销售额	12
图表 18:	鱼跃医疗与瑞思迈部分呼吸机产品价格对比	12
图表 19:	鱼跃医疗制氧机产品情况	13
图表 20:	中国呼吸机主要品牌市占率（按线上销额）	14
图表 21:	中国制氧机主要品牌市占率（按线上销额）	14
图表 22:	2011-2021 年全球 20-79 岁糖尿病患者数	14
图表 23:	2011-2021 年中国 20-79 岁糖尿病患者数	14
图表 24:	2015-2030 年全球糖尿病监测医疗器械市场规模	15

图表 25:	2018 年全球不同地区 BGM 竞争格局 .....	15
图表 26:	2020 年全球 CGM 竞争格局 .....	15
图表 27:	部分获得 CE 认证的 CGM 产品列举 .....	16
图表 28:	鱼跃医疗 BGM 产品部分列举 .....	17
图表 29:	鱼跃医疗血糖业务收入及增速 .....	18
图表 30:	血糖业务毛利率 .....	18
图表 31:	中国消毒剂市场规模 .....	18
图表 32:	公司感控业务收入及增速 .....	19
图表 33:	鱼跃医疗 AED 业务收入及增速 .....	19
图表 34:	AED 业务毛利率 .....	19
图表 35:	迅捷医疗股权激励考核目标 .....	20
图表 36:	内生和外延推动公司业绩与股价持续提升 .....	21
图表 37:	子公司上海医疗器械（集团）收入利润情况 .....	21
图表 38:	子公司中优医药收入利润情况 .....	21
图表 39:	公司战略布局概览 .....	22
图表 40:	A 股代表家用医疗器械公司产品布局 .....	22
图表 41:	A 股代表家用医疗器械公司收入比较（亿元） .....	23
图表 42:	A 股代表家用医疗器械公司毛利率比较 .....	24
图表 43:	A 股代表家用医疗器械公司净利率比较 .....	24
图表 44:	公司核心业务毛利率持续提升 .....	24
图表 45:	公司研发费用和费用率 .....	25
图表 46:	鱼跃医疗智能工厂提高生产效率 .....	25
图表 47:	鱼跃线上销售额持续增长 .....	25
图表 48:	鱼跃历年双十一全网销售额统计 .....	25
图表 49:	上市以来鱼跃医疗国内外收入及增速 .....	26
图表 50:	鱼跃医疗营收拆分及预测 .....	27
图表 51:	鱼跃医疗盈利预测情况 .....	28
图表 52:	FCFF 模型关键假设 .....	28
图表 53:	FCFF 模型敏感性测试 .....	28
图表 54:	FCFF 估值明细 .....	29
图表 55:	鱼跃医疗与家电指数、小家电指数 PE TTM 对比（单位：倍） .....	29
图表 56:	鱼跃医疗可比公司估值 .....	30

## 1. 品牌和渠道优势领先的家用医疗器械龙头

### 1.1 深耕行业的家用医疗器械平台公司

鱼跃医疗成立于1998年，以轮椅车、制氧机、血压计等家用医疗器械产品起家；2013年，公司新设了电子商务部，并在天猫、京东等主要电商平台设立品牌旗舰店，线上销售成为公司新的业绩增长点；从2015年开始，公司通过收并购快速拓宽业务范围，对消毒感控、眼科、急救等多领域进行布局；2021年，公司积极调整战略方向，明确了呼吸、血糖及家用POCT、消毒感控三大核心成长赛道。

经过多年在家用医疗器械领域的深耕，通过产品的迭代升级和打磨、线上渠道的发展，鱼跃医疗塑造了良好的品牌形象，是医疗器械行业内第一个获得“中国名牌”的企业。

图表1：鱼跃医疗发展历程

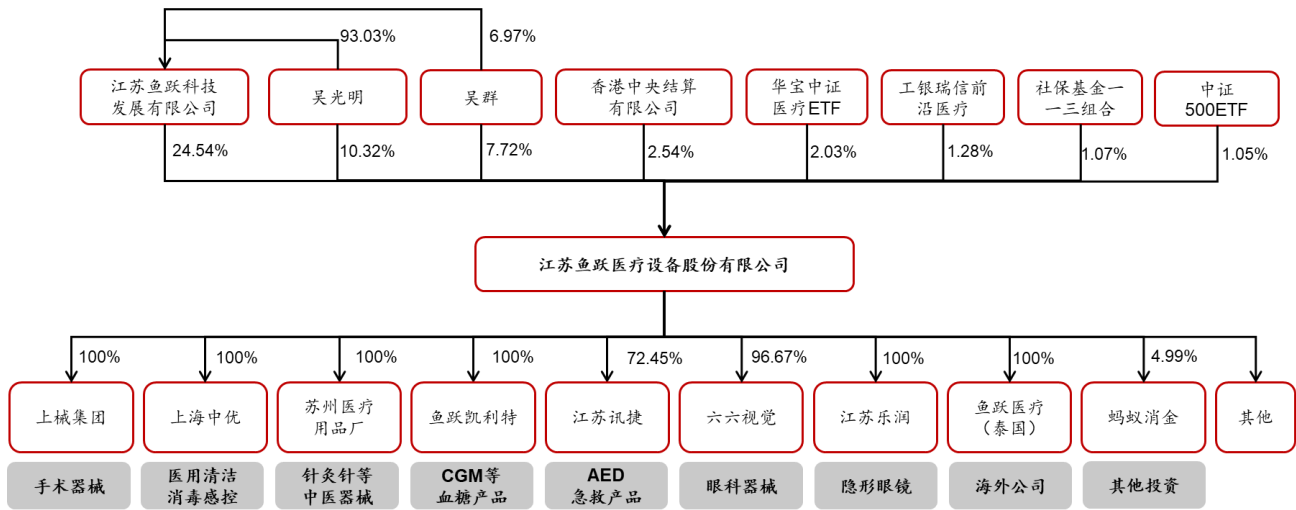


资料来源：公司官网，国联民生证券研究所

### 1.2 管理层行业经验丰富

公司股权结构清晰稳定。截至2024年三季报，吴光明先生为公司实际控制人，直接持股10.32%，与吴群先生（父子关系）为公司一致行动人，合计持股18.04%，并通过江苏鱼跃科技发展公司间接持股24.54%的股份，公司股权结构稳定。

图表2：公司股权结构图



资料来源：公司官网，iFind，国联民生证券研究所 注：截至 2024 年三季报

公司核心管理团队具备多年家用医疗器械研发、生产、销售经验。董事长吴群先生最早于 2011 年进入公司从事电商业务，具备多年实战经验，2019 年出任鱼跃医疗总经理，开始全面执掌鱼跃医疗的全球化战略、自主研发和商业模式创新，并以“让科技律动生命”为使命，开启鱼跃医疗 C 端化、年轻化、数字化的新征程。

图表3：公司主要管理层

<p><b>吴群</b> 董事长</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>1988 年出生，研究生学历</li> <li>曾任职苏州索尼液晶显示器有限公司生产企划部担任助理职务</li> <li>2011 年 7 月入职本公司，曾任职本公司电子商务部经理</li> <li>2013 年 9 月至 2020 年 10 月任本公司副董事长</li> <li>2019 年 4 月至今担任本公司总裁，现任本公司董事长</li> </ul>	<p><b>荆伟</b> 副总经理</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>企业经济管理博士，现任公司副总经理，负责数字化运营中心，同时分管创新孵化事业群</li> <li>曾任 IBMGBS 全球合伙人，SAP 中国区副总裁，百度在线网络技术（北京）有限公司副总裁，苏宁易购集团股份有限公司 IT 总部执行总裁；拥有数字营销，市场预测，供应链管理，大数据运营模型等多项专利</li> </ul>
<p><b>赵帅</b> 董事，副总经理</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>工学硕士，高级工商管理硕士（EMBA），高级工程师职称</li> <li>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</li> <li>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</li> <li>现任公司董事，副总经理，消费健康事业群总裁</li> </ul>	<p><b>徐楠轩</b> 副总经理</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>毕业于南京师范大学</li> <li>2010-2012 年期间先后就职于苏宁，美的等公司，从事线上、线下营销工作</li> <li>2012 年 9 月加入鱼跃医疗，担任电商部业务经理，先后担任过电商业务经理，电商部经理，新零售事业部总经理，人力资源中心总裁等职务</li> <li>现担任本公司副总经理，主要负责鱼跃医疗消费健康事业群国内营销业务</li> </ul>
<p><b>王丽华</b> 董事</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>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</li> <li>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</li> <li>2020 年 1 月加入本公司，负责公司发展战略。现担任本公司董事，医疗健康事业群总裁</li> </ul>	<p><b>张勇</b> 首席财务官</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>上海财经大学经济学学士，墨尔本大学应用金融硕士，会计师中级职称，持有美国特许金融分析师（CFA）特许状</li> <li>曾先后在上海花王有限公司（日本花王株式会社中国子公司），诺基亚中国投资有限公司和贝塔斯曼直接集团从事财务管理的工作，曾任美智荐投资咨询（上海）有限公司执行董事，华轩（上海）股权投资基金有限公司总经理，鱼跃科技副总经理</li> <li>现任公司副总经理，首席财务官</li> </ul>

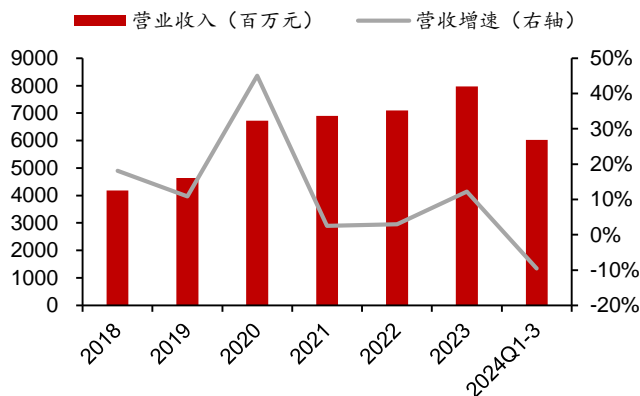
资料来源：iFind，国联民生证券研究所

### 1.3 业绩稳定增长，盈利能力持续提升

公司业绩近年来呈稳定增长趋势。2020 年以来受公共卫生事件影响，公司呼吸制氧产品销量波动较大，但整体业绩稳健，2018-2023 年公司营收由 41.83 亿元增长至 79.72 亿元，CAGR 为 13.76%；归母净利润由 7.27 亿元增长至 23.96 亿元，CAGR 为 26.24%。公司降本增效、规模效应显现，盈利能力提升。2024 年前三季度由于去年同期呼吸制氧类产品需求激增导致高基数，公司营收 60.28 亿元，同比下降 9.53%；归母净利润 15.32 亿元，同比下降 30.09%。

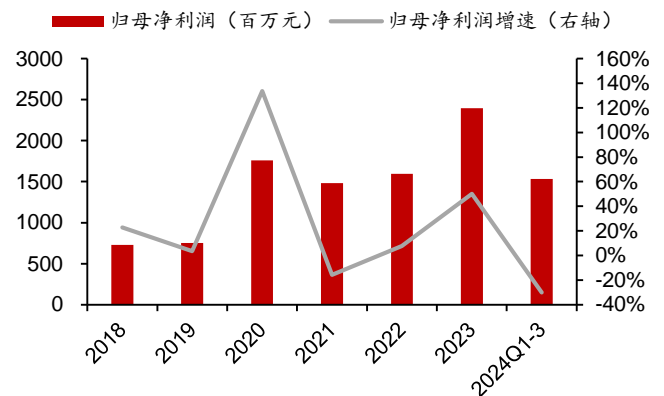
2023 年 9 月 13 日公布新一轮员工持股计划，拟对公司管理人员及核心成员等不超过 150 人进行激励。目标以 2021-2022 年净利润均值（15.39 亿）为基数，2023-2025 年净利润分别不低于 20.00、20.31、23.39 亿元。股权激励目标保持增长，彰显公司长期稳健发展的信心。

图表4：鱼跃医疗 2018-2024Q3 营收及增速



资料来源：iFind，国联民生证券研究所

图表5：鱼跃医疗 2018-2024Q3 归母净利润及增速

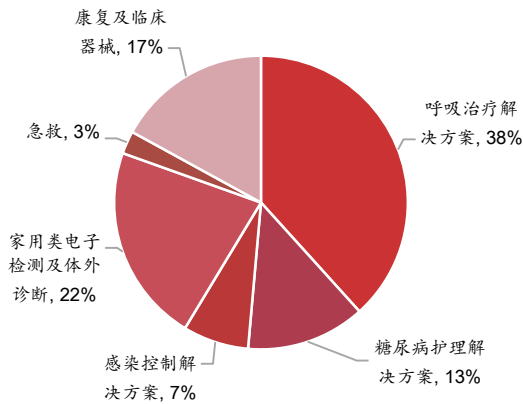


资料来源：iFind，国联民生证券研究所

从各业务板块看，2024 年上半年公司呼吸治疗解决方案实现收入 16.42 亿元，同比下降 28.88%；糖尿病护理解决方案收入 5.62 亿元，同比增长 54.94%；感染控制解决方案收入 3.11 亿元，同比下降 26.79%；家用类电子检测及体外诊断收入 9.35 亿元，同比下降 12.49%；急救业务收入 1.08 亿元，同比增长 34.67%；康复及临床器械收入 7.30 亿元，同比增长 3.06%。

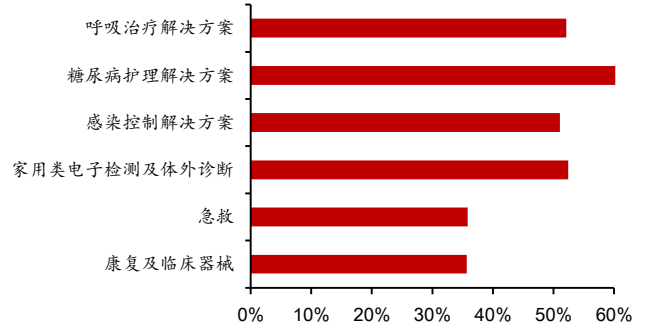
从毛利率看，糖尿病护理解决方案毛利率最高，2024 年上半年达 60.19%；康复器械和急救业务毛利率较低，分别为 35.68%和 35.81%。

图表6: 鱼跃医疗 2024H1 主营构成



资料来源: iFind, 国联民生证券研究所

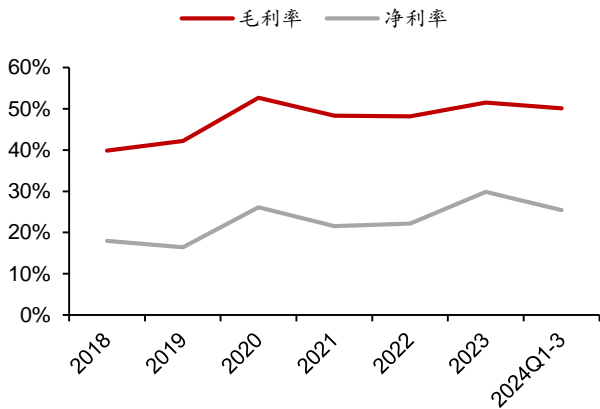
图表7: 鱼跃医疗 2024H1 主营业务毛利率



资料来源: iFind, 国联民生证券研究所

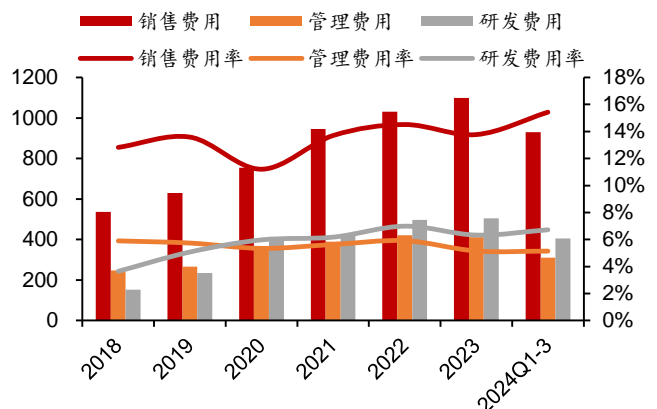
**规模效应显现, 盈利能力持续提升。**随着公司营收规模的提升、自动化工厂的逐步使用, 规模效应逐步显现, 以及新产品占比提升, 毛利率从 2018 年的 39.8% 提升至 2024 年前三季度的 50.1%; 电商平台等支出使得销售费用持续增加, 费用率整体相对稳定, 净利率从 2018 年的 17.9% 提升至 2024 年前三季度的 25.4%。

图表8: 2018-2024Q3 公司毛利率和净利率



资料来源: iFind, 国联民生证券研究所

图表9: 2018-2024Q3 公司费用 (百万元) 及费用率 (右轴)



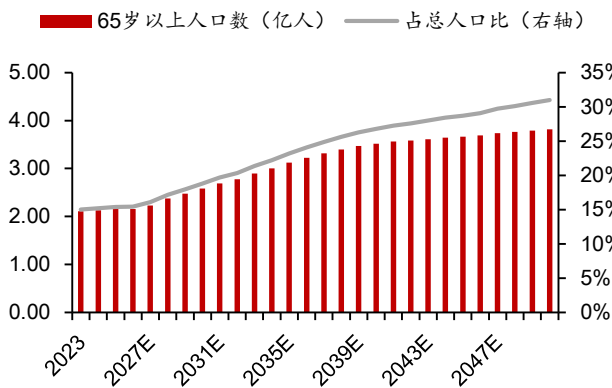
资料来源: iFind, 国联民生证券研究所

## 2. 聚焦三大赛道, 老龄化推动行业成长

我国 65 岁及以上人口和占比持续提升, 老龄化进程加速。2023 年我国 65 岁及以上人口有 2.1 亿人, 占比总人口 15.0%。根据育娲人口预测, 随着第二、三轮婴儿潮人口逐渐进入老龄阶段, 叠加低生育率影响, 老龄化趋势将加速, 预计到 2032 年左右进入老年人口占比超过 20% 的超级老龄化社会。

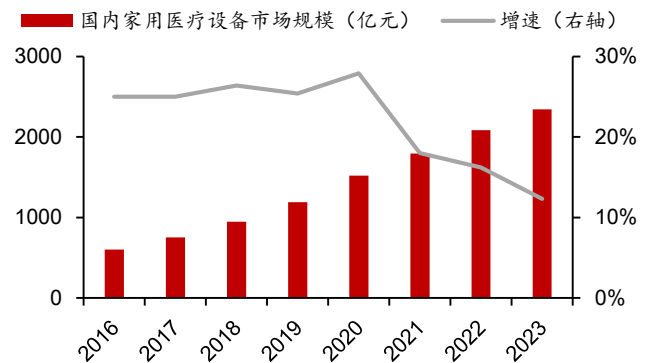
随着国内老龄化程度加深、居民生活质量提高、健康意识不断加强，检测、治疗、康复等用途的家用医疗器械使用渗透率有望不断提升，市场规模有望持续扩容。根据医械汇测算，2023年国内家用医疗设备市场规模约为2343亿元，保持较快增长。按应用领域看，呼吸制氧、血糖管理等相关产品成为近年来发展迅速的家用医疗器械。

图表10: 2023-2050年65岁以上人口数预测



资料来源: 育娲人口, 国联民生证券研究所

图表11: 2016-2023年家用医疗设备市场规模及增速

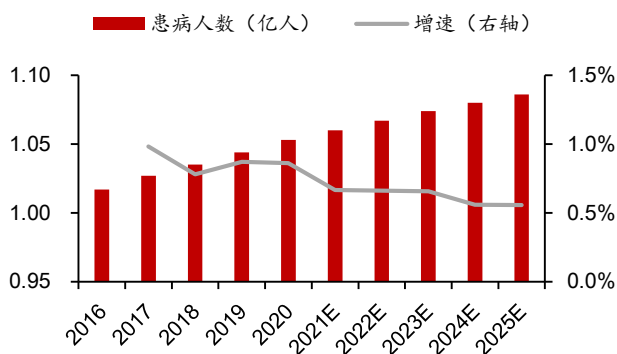


资料来源: 医械汇, 国联民生证券研究所预测

## 2.1 呼吸制氧: 渗透率提升市场持续扩容

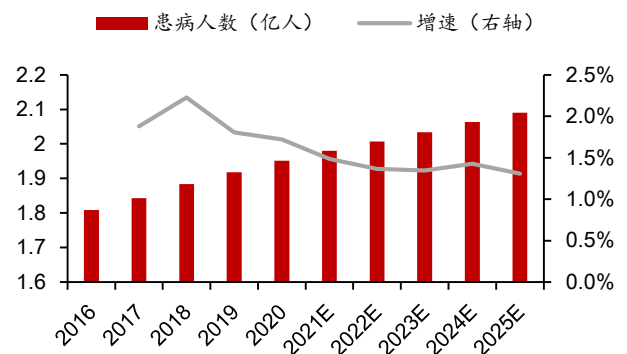
家用呼吸机主要针对慢性呼吸疾病患者, 如慢性阻塞性肺疾病 (COPD) 和阻塞性睡眠呼吸暂停综合征 (OSA) 患者。随着这些患者人数的不断增加, 家用呼吸机市场正在经历高速扩张。在中国, 随着人口老龄化的加剧和慢性呼吸系统疾病发病率的上升, 家用呼吸机的需求持续增长。

图表12: 2016-2025E 中国 COPD 患病人数及增速



资料来源: Frost & Sullivan, 国联民生证券研究所

图表13: 2016-2025E 中国 OSA 患病人数及增速

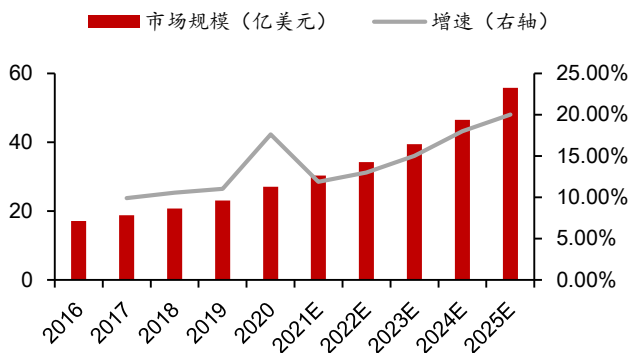


资料来源: Frost & Sullivan, 国联民生证券研究所

全球家用呼吸机市场正经历显著的增长, 2020年市场规模达27.1亿美元。据弗若斯特沙利文预测, 2025年全球家用呼吸机市场规模有望增长至55.8亿美元, 2020-

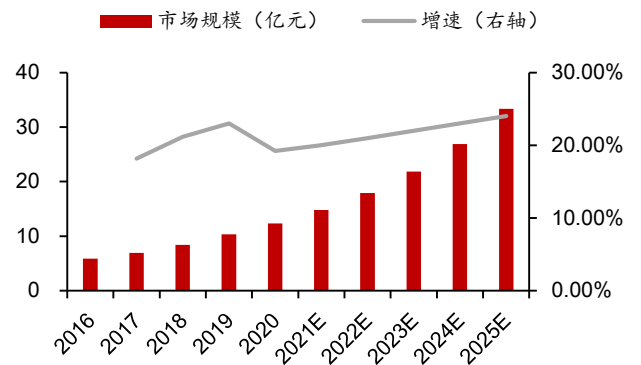
2025 年 CAGR 将达到 15.5%。在中国，随着居民的生活水平不断提高，健康管理意识不断增强，以及对 OSA 和 COPD 等慢性呼吸疾病的认识加深，家用呼吸机市场也在迅速扩大。根据弗若斯特沙利文的数据显示，2020 年中国家用呼吸机市场的规模为 12.3 亿元，预计到 2025 年，市场规模将以 22.0% 的 CAGR 增长至 33.3 亿元。

图表 14: 2016-2025E 全球家用呼吸机规模及增速



资料来源: Frost & Sullivan, 国联民生证券研究所

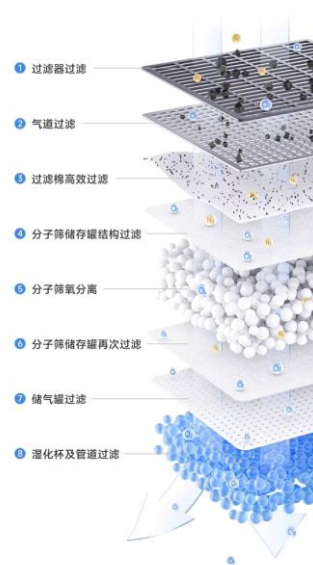
图表 15: 2016-2025E 中国家用呼吸机规模及增速



资料来源: Frost & Sullivan, 国联民生证券研究所

制氧机通过物理或化学方法从空气中分离出氧气，以满足医疗或个人保健的需要。目前市场上主要采用分子筛技术，该技术利用分子筛对空气中的氮气和氧气进行选择性的吸附，从而实现氧氮分离。分子筛制氧机的核心部件为压缩机和分子筛，能够提供稳定流量和浓度的氧气，适用于多种医疗和家庭保健场景。

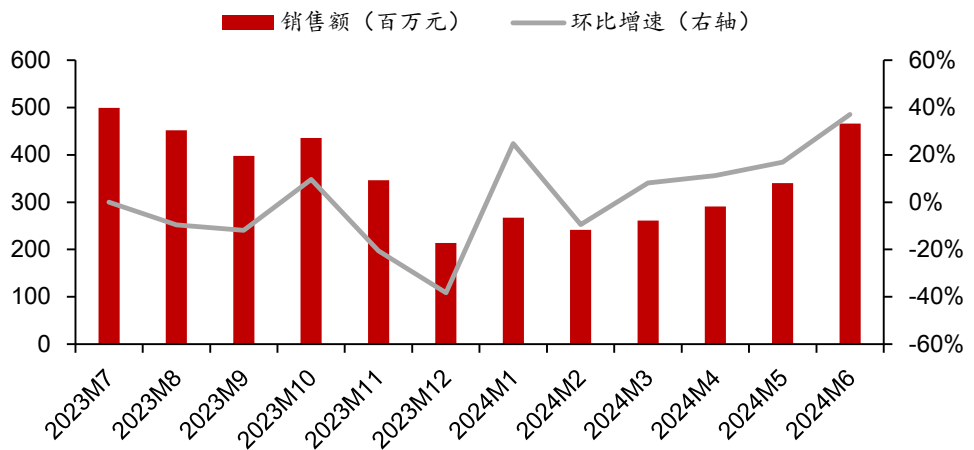
图表 16: 制氧机工作原理



资料来源: 鱼跃官方旗舰店, 国联民生证券研究所

全球人口老龄化和慢性病患者数量增加的背景下，家庭保健需求的上升推动了制氧机市场的扩张。在中国随着居民健康意识的提高和消费水平的提升，家用制氧机逐渐成为家庭健康管理的一部分，未来市场仍有进一步提升的潜力。根据线上销售数据统计，国内 2023-2024 年度线上销售总额为 42 亿元。

图表17：中国制氧机线上渠道销售额



资料来源：久谦数据库，国联民生证券研究所

**呼吸机领域：**公司呼吸机产品主要分为单水平和双水平两大类，并根据其压力设置范围、操作模式和是否配备血氧监测等高级功能，覆盖从低到高不同价格区间。整体而言，与海外龙头公司瑞思迈的产品相比，鱼跃呼吸机在价格上具有较明显的优势。同时公司不断推陈出新，提高呼吸机产品线的竞争力，第三代睡眠呼吸机 Breathcare III，采用了自研低噪高效风机和全新一体式气道设计，实现了低噪音运行，并且在压力稳定性、智能化方面有显著提升，提供了更好的用户体验。

图表18：鱼跃医疗与瑞思迈部分呼吸机产品价格对比

分类	鱼跃医疗		瑞思迈	
	产品	价格 (元)	产品	价格 (元)
单水平呼吸机	YH-550 全自动	3580	AirSense 10 Elite	5980
	YH-450 全自动	4980	AirMini	6980
	YH-680D 全自动	8370	AirSense 10 AutoSet	8980
双水平呼吸机	YH-720S	5380		
	YH-720ST	6180	S9 VPAP ST	10800
	YH-820	5910	AirCurve 10 VAuto Plus C	20150
	YH-825	6270	Lumis 100 ST	14800

YH-725	8820	Lumis 150 VPAP ST	23750
YH-730	10550		

资料来源：鱼跃官方旗舰店，瑞思迈旗舰店，国联民生证券研究所 注：价格为优惠前金额，截至 2025 年 1 月 10 日

**制氧机领域：**鱼跃医疗的制氧机产品线丰富，涵盖医用、家用、高原、车载等多种应用场景，满足不同用户的需求。公司不断推出新品，如 2024 年上半年推出的 5 款制氧机新品及 2 款双水平智能呼吸机，通过技术精进和新品开发，保持在细分领域的产业优势。

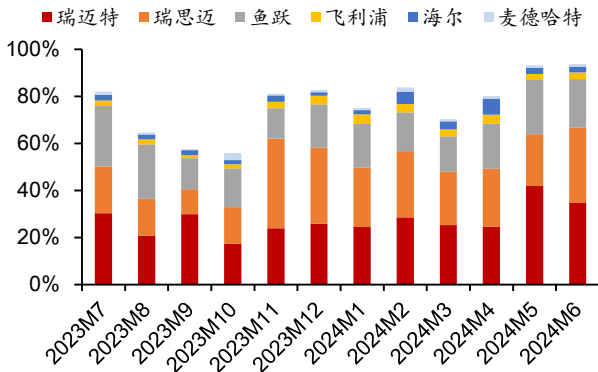
图表 19：鱼跃医疗制氧机产品情况

分类	氧流量	型号	氧气浓度	净重 (kg)	噪音 (dB)	功能	价格 (元)
家用保健	1-2L	YU100、YU300、YU360、YU560、YU800 等	1 L/min 时，氧浓度 90%	5.5-7.5	整机 48-50	UOP 分子筛	898-3280
	3L	7F-3GW、8F-3AW、8F-3ZW、9F-3AW	93%±3%	9.5-19.5	39-60	UOP 分子筛、雾化功能、部分型号具备血氧检测功能	2390-4780
医用	5L	8F-5AW、8F-5W、9F-5BW	93%±3%	15.5-23	41-60	UOP 分子筛、雾化功能	3390-4390
	8-10L	8F-8W、8F-10W	93%±3%	23-23.5	55-60	UOP 分子筛、雾化功能	7580-9980
医用便携	3L	Spirit-3	93%±3%	2.2	≤53	法国 CECA 分子筛	12800
高流量呼吸湿化治疗仪	2-60L	HF-60M	21%-100%	15	-	-	28800

资料来源：公司官网，京东，国联民生证券研究所 注：价格截至 2025 年 1 月 10 日

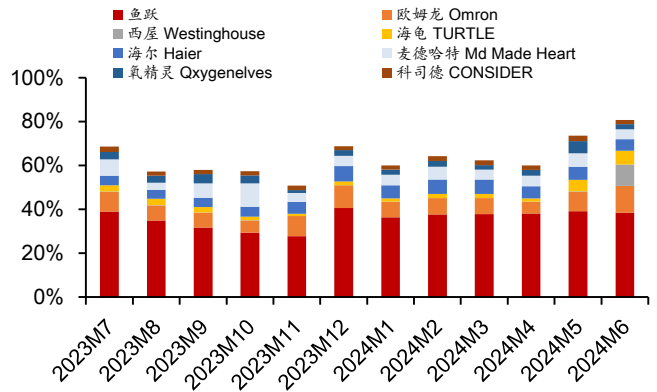
**鱼跃医疗在呼吸制氧领域持续深耕多年，市场地位遥遥领先。**在制氧机领域，鱼跃是国内领导者，市占率多年第一，2021 年公司制氧机全球年销量超过 100 万台，已经成为全球最大的制氧机生产商之一。呼吸机领域，鱼跃通过不断的推陈出新，产品矩阵布局完善，已经与瑞思迈、怡和嘉业（品牌为瑞迈特）成为国内主要领导品牌。在国际市场，公司积极推进呼吸制氧产品海外获证，未来拓展空间有望进一步打开。

图表20: 中国呼吸机主要品牌市占率 (按线上销额)



资料来源: 久谦数据库, 国联民生证券研究所

图表21: 中国制氧机主要品牌市占率 (按线上销额)

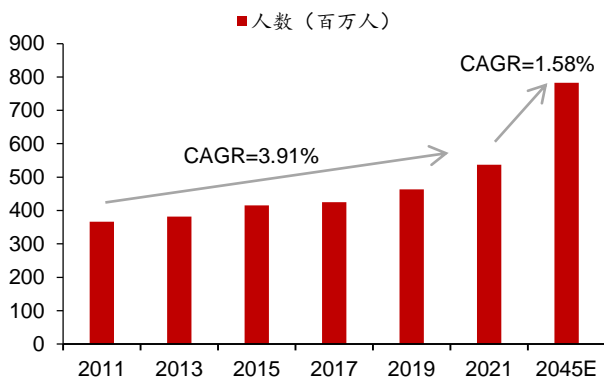


资料来源: 久谦数据库, 国联民生证券研究所

## 2.2 血糖管理: 国产企业进入快速成长期

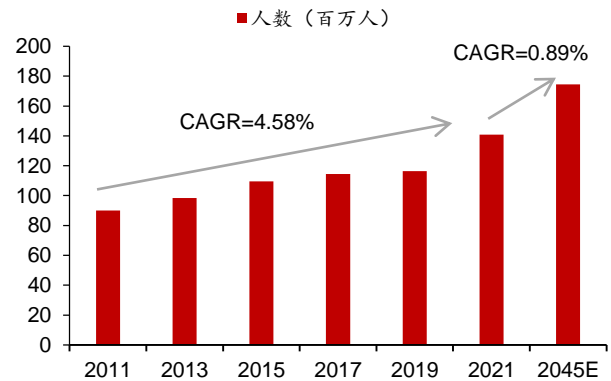
中国是糖尿病患者人数最多的国家, 糖尿病患病率显著增加。根据国际糖尿病联盟 (IDF) 数据, 中国糖尿病患者人数从 2011 年 0.9 亿增至 2021 年 1.4 亿, 年复合增速为 4.58%, 高于世界增长水平。未来随着中国人口老龄化趋势、肥胖率的提高以及城镇化进程, 我们预计糖尿病患者人数或将进一步扩大。根据《中国 2 型糖尿病防治指南 (2020 年版)》, 我国糖尿病患病率仍在上升, 2015 至 2017 年达到 11.2%。

图表22: 2011-2021 年全球 20-79 岁糖尿病患者数



资料来源: IDF, 国联民生证券研究所

图表23: 2011-2021 年中国 20-79 岁糖尿病患者数

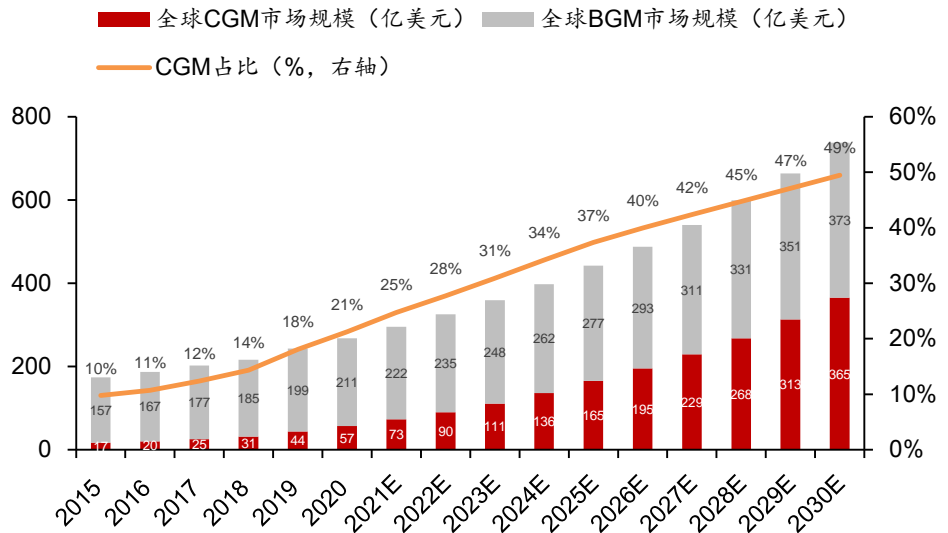


资料来源: IDF, 国联民生证券研究所

血糖监测市场空间广阔。血糖监测在糖尿病管理中发挥重要作用, 根据灼识咨询数据, 2020 年全球糖尿病监测器械市场规模 268 亿美元, 并将以 10.5% 的 CAGR 增长至 2025 年的 442 亿美元。血糖监测主要包括传统血糖监测 BGM 和连续血糖监测 CGM 两大主要技术, 近年来 CGM 由于可以连续监测血糖浓度, 避免指尖采血带来的疼痛与不便, 渗透率逐步提升。根据灼识咨询测算, 预计到 2025 年 CGM 全球行

业规模达 165 亿美元，在整个血糖监测市场规模中占比提升至 37%。

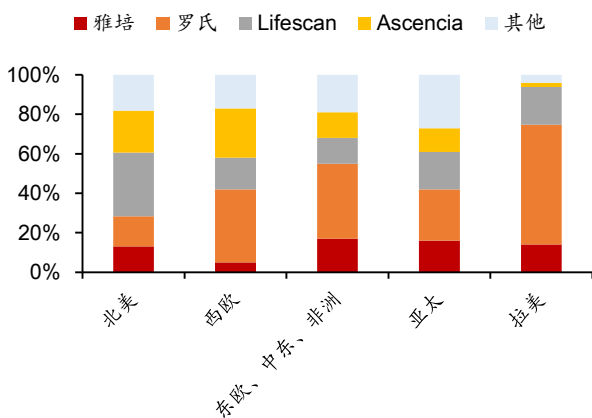
图表24：2015-2030 年全球糖尿病监测医疗器械市场规模



资料来源：灼识咨询，IDF，国联民生证券研究所

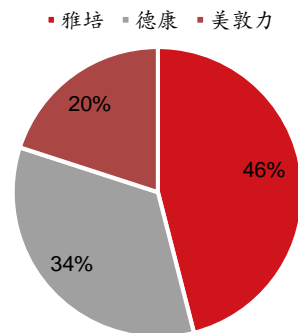
全球 BGM 生产商数量较多，主要由罗氏、Lifescan、Ascensia、雅培等企业占据市场主导地位，它们共同控制了超过 80% 的市场份额。而 CGM 由于起步更晚，技术壁垒高，市场份额更为集中，目前主要参与者包括美敦力、雅培、德康、Senseonics。根据各公司销售数据测算，全球 CGM 市场被雅培、德康和美敦力三大巨头垄断，其中 2023 年雅培 CGM 业务收入超过 53 亿美元，德康收入 36 亿美元。

图表25：2018 年全球不同地区 BGM 竞争格局



资料来源：Clinton Health Access Initiative，国联民生证券研究所

图表26：2020 年全球 CGM 竞争格局



资料来源：Bloomberg，各公司官网，国联民生证券研究所

国产企业快速布局，国内外拓展空间大。随着国内企业技术的不断突破，近年市场上

国产产品数量增多，主要包括硅基医疗、三诺生物、鱼跃医疗、微泰医疗等。与进口产品相比，国产产品优势逐渐凸显，主要体现在传感器寿命更长、MARD 值高、使用成本更低等方面。目前国内企业正逐步拓展海外市场，部分产品已获得 CE 认证，有望打开欧美等发达国家市场；同时迭代体积更小、准确性更高的下一代产品。

**图表27：部分获得 CE 认证的 CGM 产品列举**

公司	产品	CE 获批时间	NMPA 获批时间	尺寸 (mm)	传感器寿 命 (天)	校准次数 (n/ 天)	MARD	获批年龄
德康医疗 Dexcom	G7	2022	均未在国 内获批	体积减小 60%的 一体式可穿戴设 备	10	无需校准	8.20%	2 岁及以上的糖 尿病患者，包括 孕妇
	G6	2018		直径约 3 厘米	10	无需校准	9%	2 岁以上
	G5	2015		直径约 3 厘米	7	2	9%	成人及儿童
	G4 PLATINUM	2012		直径约 3 厘米	7	1	13%	成人及儿童
	STS CGM	2006		较大，约 4 厘米	3	2	26%	成人
	SEVEN CGM	2007		约 4 厘米	7	2	17%	成人
	SEVEN PLUS	2009		约 4 厘米	7	2	16%	成人
雅培	FreeStyle Libre3	2020	-	直径约 2 厘米	14	无需校准	7.90%	成人及儿童
	FreeStyle Libre2	2018	2023	直径约 3.5 厘米	14	无需校准	9.20%	成人及儿童
	FreeStyle Libre	2014	2016	直径 35mm，高 5mm	14	无需校准	9.40%	成人及儿童
	FreeStyle Navigator II	2011	-	约 4 厘米	5	4	12.30%	成人
	FreeStyle Navigator	2008	-	约 4 厘米	5	4	12.30%	成人
美敦力	Zeus™ Sensor	2020	-	长度约 2.5 厘米	7	首日校准	8.20%	成人及儿童
	Guardian™ Sensor 3	2018	2020	长度约 2.5 厘米	7	2	9.1%- 10.6%	成人及儿童
	Enlite™ Sensor	2016	-	长度约 2.5 厘米	6	2	14.5%	成人及儿童
Senseonics	Eversense E3	2022	-	植入式，5mm	180	最初 21 天每 天一次，之后 每周一次	8.5%	成人
罗氏	Accu-Chek SmartGuide	2024	-		7	2	9.20%	成人
硅基仿生	SIBIONICS GS1	2023	2021	33.5mm× 20.0mm× 5.3mm	14	无需校准	8.83%	成人
三诺生物	I3	2023	2023	直径 32.0mm， 高 5.7 mm	15	无需校准	8.71%	成人

鱼跃凯立特	CT3	2024	2023	39mm× 30.1mm× 6.4mm	14	无需校准	9.60%	成人
微泰医疗	AiDEX G7	2020	2021	直径约 25mm, 厚度约 4mm	14	无需校准	9.08%	适用于 4 岁及以上的用户
九诺医疗	Glnovo p3	2021	2021	直径约 22mm, 厚度约 3.5mm	14	无需校准	9.38%	2 岁及以上

资料来源：各公司官网，国联民生证券研究所

鱼跃医疗在血糖检测领域已经取得了显著的成绩，BGM 技术经过多年的研发，测试范围、采血量等指标的表现与国际品牌的最优表现接近。根据电池、充电、语音、背光、记忆值组数、蓝牙、试纸等不同的组合，公司开发了多种 BGM 血糖仪，产品线丰富，在院内外均取得了良好的市场表现。

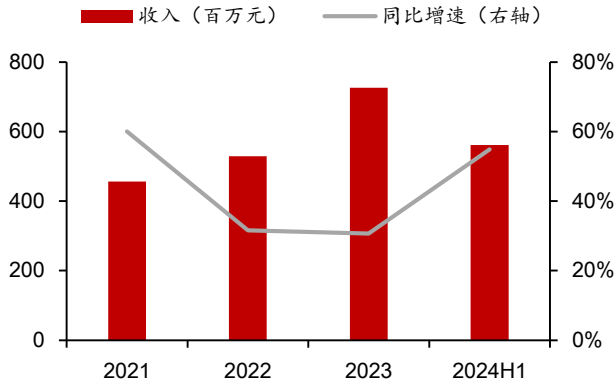
图表28：鱼跃医疗 BGM 产品部分列举



资料来源：公司官网，国联民生证券研究所

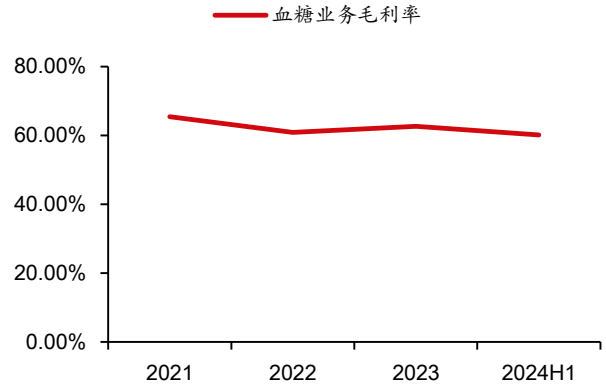
CGM 产品有望进一步放量。CGM 领域为公司 2021 年 5 月收购凯立特后进入；2023 年 3 月，公司最新一代 CGM 产品 CT3 系列（14 天免校准）取得 NMPA 注册证，产品性能进一步提升，有望加入放量，进一步推动公司血糖业务增长。公司糖尿病护理解决方案业务在 2024 年上半年实现收入 5.62 亿元，占营业收入 13.05%，同比增长 54.94%，毛利率为 60.19%，是公司毛利率最高的业务板块。

图表29：鱼跃医疗血糖业务收入及增速



资料来源：iFind，国联民生证券研究所

图表30：血糖业务毛利率

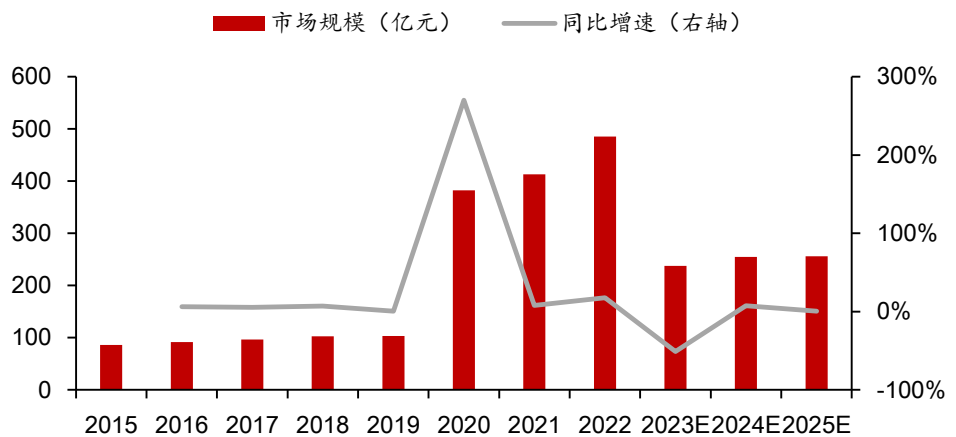


资料来源：iFind，国联民生证券研究所

### 2.3 感控等其他行业：潜在拓展空间大

艾媒咨询的统计数据显示，2020-2022 年间，中国消毒剂市场的规模显著增长，到 2022 年市场规模增至 485.5 亿元。随着公共卫生事件影响褪去，消毒产品市场规模有所回落，但由于人们健康意识的提高，消费者对消毒液、酒精、免洗洗手液等消毒产品的需求相对持续，整体市场规模仍超过 200 亿元。

图表31：中国消毒剂市场规模

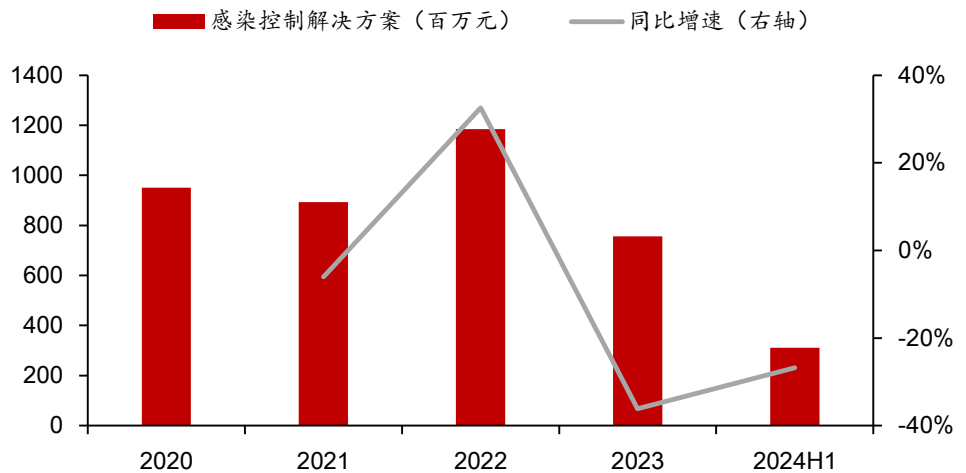


资料来源：艾媒咨询，国联民生证券研究所

消毒感控专业的品牌形象深入人心。公司的消毒感控业务主要由子公司中优医药负责，旗下拥有 400 多个产品，其中包括“洁芙柔”、“安尔碘”、“点而康”、“葡泰”等知名品牌。凭借在传染病防控与感染控制的细分领域多年耕耘，以及鱼跃品牌及营销能力的加持下，品牌形象深入人心，特别是“安尔碘”，已经成为皮肤消毒标注术语

之一，而“洁芙柔”则成为手消感控的代名词。2024年上半年公司感控业务收入3.11亿元，同比下降主要因为公共卫生事件期间基数较高，但相较2023年降幅有所收窄。

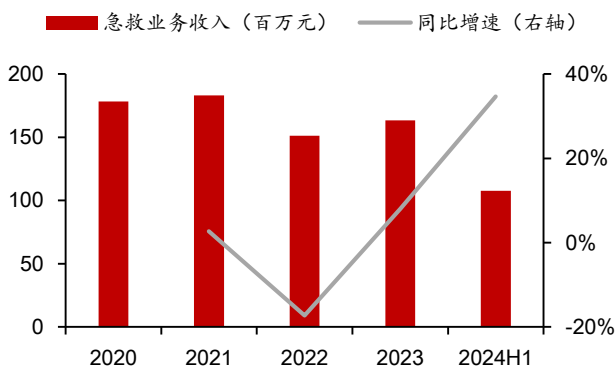
图表32：公司感控业务收入及增速



资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

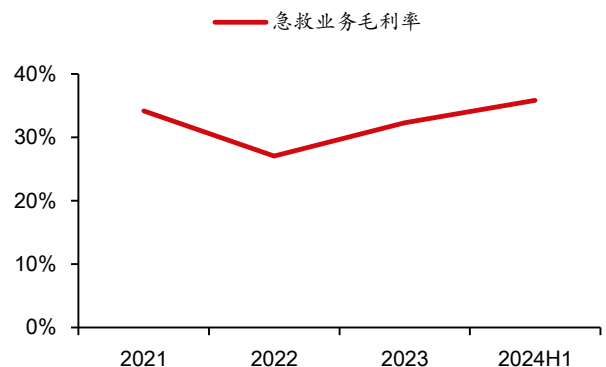
**AED 急救业务：**2017年公司通过收购德国普美康（Primedic）切入急救业务，其在医疗急救领域拥有40余年的经验，旗下AED与心脏除颤监护产品在全球具备较高的知名度。2021年公司设全资子公司讯捷医疗，后得到腾讯增资，与合作伙伴携手共同促进社会智能急救安全网络的构建和完善。2024年上半年，公司AED业务收入1.08亿元，同比增长34.67%，毛利率提升至35.81%，主要因为公司AED国产化进程不断推进，在自主研发的AED产品M600获证后，业务规模得到加速拓展。

图表33：鱼跃医疗 AED 业务收入及增速



资料来源：iFind，国联民生证券研究所

图表34：AED 业务毛利率



资料来源：iFind，国联民生证券研究所

2024年8月1日，公司对讯捷医疗实施股权激励计划，首次授予的激励对象共计31人，拟授予期权总量为433.95万份（每1份对应讯捷医疗1元注册资本，期权总量对应讯捷医疗注册资本总额的2.33%）；在满足行权条件的情况下，激励对象拥有在规定的期限内以行权价格购买讯捷医疗股权的权利。本次激励计划分三批次在相应的考核要求达标的条件下行权，三个行权批次对应的等待期分别为自首次授予日起12个月、24个月、36个月。股权激励计划体现公司对AED业务发展的重视和信心。

**图表35：讯捷医疗股权激励考核目标**

行权批次	考核要求	可行权比例
第一批次	讯捷医疗2024年7月1日至2025年6月30日营业收入较2023年7月1日至2024年6月30日营业收入增长50%及以上	30%
第二批次	讯捷医疗2025年7月1日至2026年6月30日营业收入较2024年7月1日至2025年6月30日营业收入增长50%及以上	30%
第三批次	讯捷医疗2026年7月1日至2027年6月30日营业收入较2025年7月1日至2026年6月30日营业收入增长50%及以上	40%

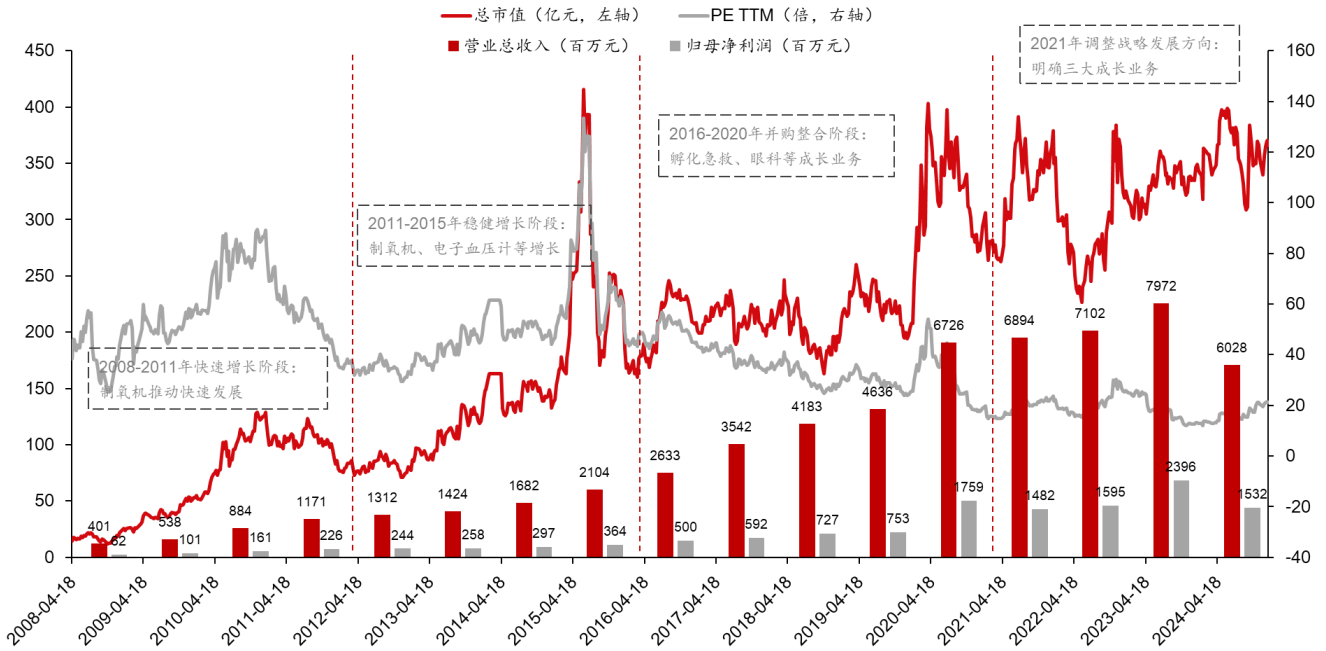
资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

## 3. 内外兼修持续打造家用医疗器械龙头公司

### 3.1 发展战略：并购扩张与业务聚焦兼顾

自2008年上市以来，公司经历了制氧机、血压计业务持续快速增长，新拓展的急救、眼科业务等贡献增量的过程。经历了多次收并购的尝试后，公司在2021年制定了业务聚焦的战略，聚焦成长赛道。在最近的10年中（2014H1-2024H1），公司营业收入复合增速达到16.5%，呈现了稳健的成长能力。展望未来，公司有望进入新一轮由产品力提升和海外市场拓展贡献的增长。

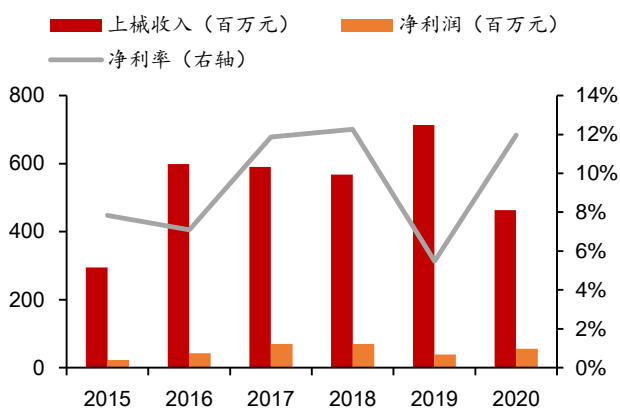
图表36：内生和外延推动公司业绩与股价持续提升



资料来源：Wind，公司公告，国联民生证券研究所整理 注：市值截至2024年12月31日；营收和归母净利润截至2024年前三季度

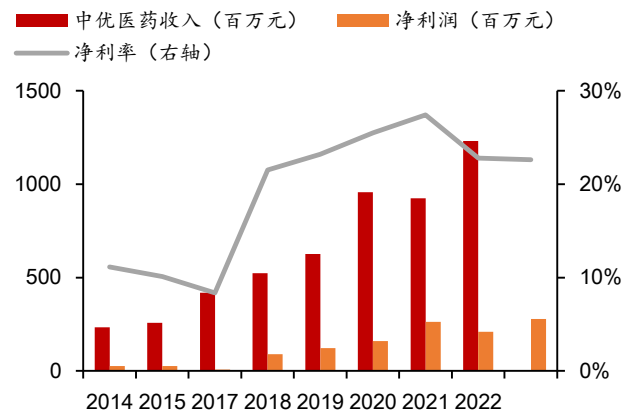
外延并购赋能取得良好成效。在2015年完成对上械集团收购，2016年完成对上海中优的收购后，公司拥有产品种类多达百种、拥有产品注册证近600张，产品规格近万个，覆盖家庭医疗器械、医疗设备、医用耗材、中医器械、手术器械、药用贴膏和高分子辅料、医院消毒与感染控制等各个方面。在品牌和营销渠道的加持下，子公司业务收入和盈利能力呈现上升趋势。

图表37：子公司上海医疗器械（集团）收入利润情况



资料来源：iFind，国联民生证券研究所

图表38：子公司中优医药收入利润情况

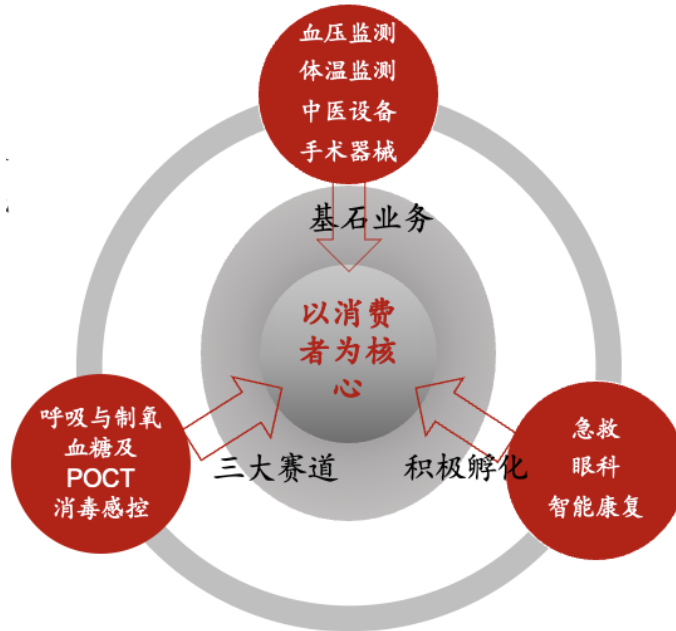


资料来源：iFind，国联民生证券研究所

遵循“创新重塑医疗器械”战略，以消费者为核心，公司在血压监测、体温监测、中

医设备、手术器械等基石业务基础上，不断拓展呼吸与制氧、血糖管理、消毒感控三大核心赛道，并对急救、眼科、智能康复等高潜力业务进行积极孵化。2021年公司积极调整战略方向，明确了呼吸、血糖及家用 POCT、消毒感控三大核心成长赛道。

图表39：公司战略布局概览



资料来源：公司官网，国联民生证券研究所整理

### 3.2 产品优势：规模优势领先的平台公司

产品矩阵布局完善，规模效应明显。鱼跃医疗目前是国内上市公司中产品矩阵布局最完善的家用医疗器械公司之一，产品持续朝便携式、小型化、智能化等方向发展，在家庭检测、护理和治疗的场景下为客户提供更加完善的解决方案。由于家用器械的品牌和渠道具有复用性，相比专注于某一领域的公司更能体现品牌优势和规模效应。

图表40：A股代表家用医疗器械公司产品布局

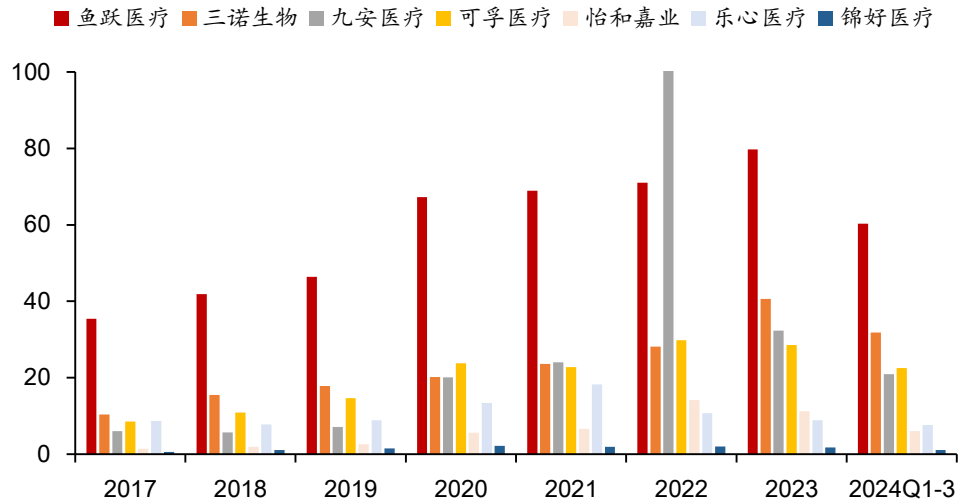
	鱼跃医疗	三诺生物	九安医疗	可孚医疗	怡和嘉业	乐心医疗	锦好医疗
呼吸制氧	制氧机	√		√	√		
	呼吸机	√		√	√		
	雾化器	√		√	√		√
血糖仪	BGM	√	√	√			
	CGM	√	√	√			
家用电子检测	血压计	√	√	√		√	
	温度计	√		√	√		
	血氧仪	√			√		

康复类	康复床	✓	✓
	轮椅	✓	✓
手消		✓	✓
助听器			✓
中医理疗	针灸针等	✓	✓
急救	AED	✓	

资料来源：各公司官网，国联民生证券研究所整理

从收入规模看，除去在新冠期间九安医疗的抗原检测试剂盒需求增加，2022 年收入超过鱼跃之外，鱼跃在家用医疗器械产品相关的公司中收入规模持续保持领先地位。

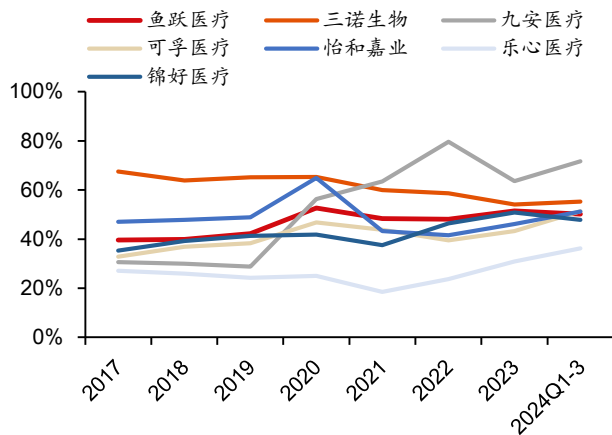
图表41：A 股代表家用医疗器械公司收入比较（亿元）



资料来源：iFind，国联民生证券研究所

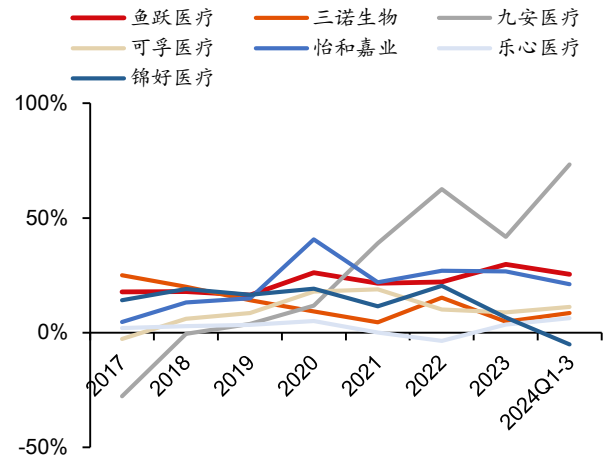
从盈利水平看，鱼跃医疗在 2024 年前三季度毛利率达到 50.13%，净利率和扣非净利率分别为 25.44%和 21.13%，超过 2019 年水平，同时也在同行中处于领先地位，体现公司整体运营效率较高。

图表42: A股代表家用医疗器械公司毛利率比较



资料来源: iFind, 国联民生证券研究所

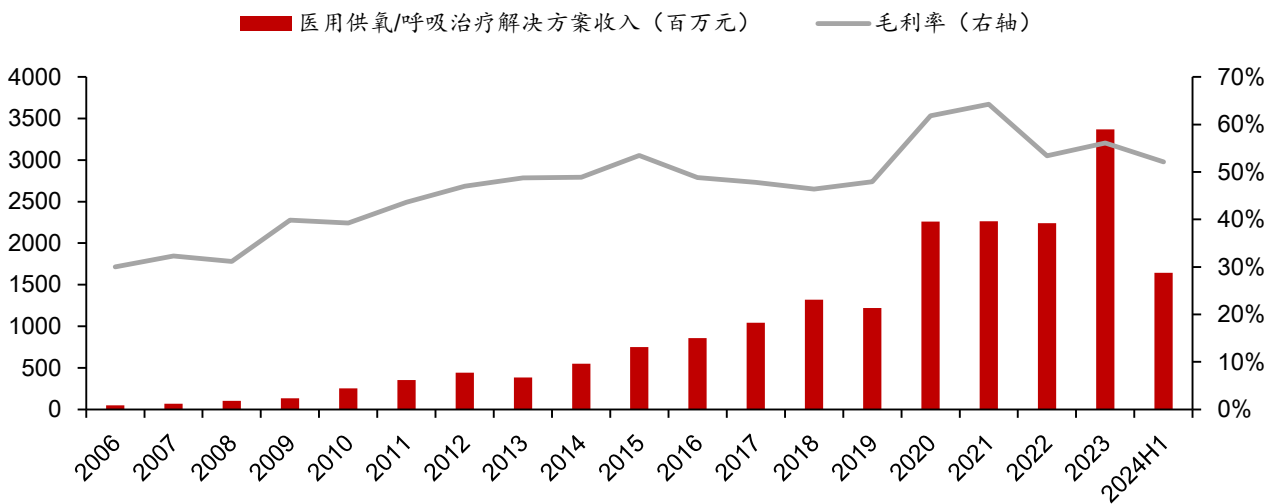
图表43: A股代表家用医疗器械公司净利率比较



资料来源: iFind, 国联民生证券研究所

**品牌优势带来价格优势和规模效应。**以公司核心业务医用供氧(2021年调整口径为呼吸治疗解决方案)为例,业务整体呈现增长趋势,主要产品包括制氧机、呼吸机、雾化器等,收入从2006年的0.5亿元增长至2023年的33.71亿元,近五年(2018-2023年)的年均复合增速达20.65%。随着生产规模的提升,毛利率从2006年的30%提升至2024H1的52%。

图表44: 公司核心业务毛利率持续提升

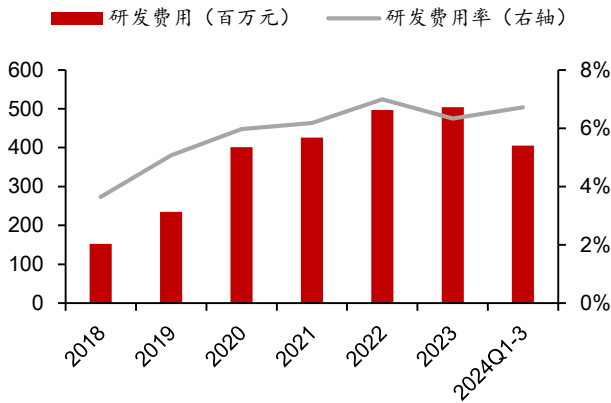


资料来源: iFind, 国联民生证券研究所

**持续的研发投入和数智化转型,保持产品力领先和生产效率提升。**公司研发费用从2018年的1.52亿元提升至2023年的5.04亿元,研发费用率提升明显,显示公司对于产品打磨和迭代的持续投入。同时公司注重数智化转型,鱼跃智能制造工厂被认

定为 2021 年度全国“智能制造试点示范工厂”，其由 6 种柔性生产线和机加 SMT 产线、车间智能立体仓储构成，可实现多品种混线生产、故障自诊断、生产异常报警、在线数据采集等，适应“多场景、多型号、多规格”的柔性生产需求。

图表45：公司研发费用和费用率



资料来源：iFind，国联民生证券研究所

图表46：鱼跃医疗智能工厂提高生产效率

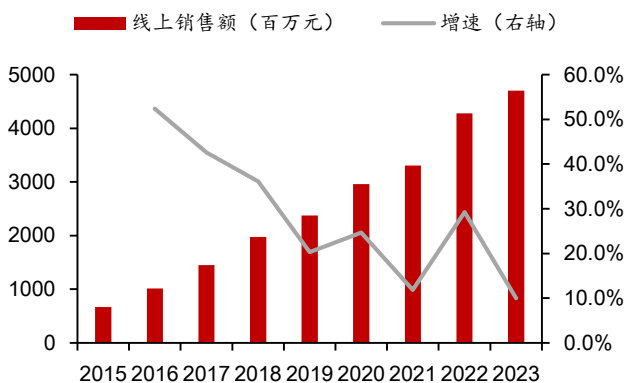


资料来源：公司官网，国联民生证券研究所

### 3.3 渠道优势：电商和海外业务快速增长

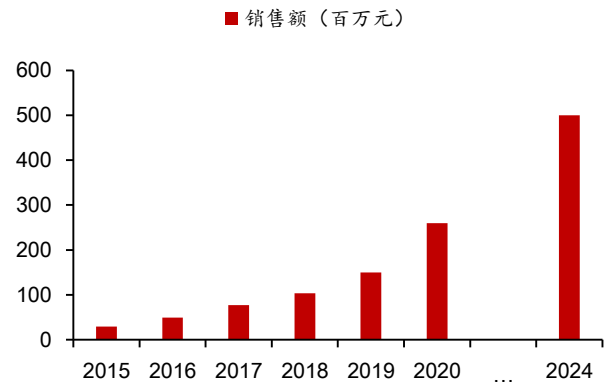
线上销售持续增长，渠道和品牌效应增强。公司较早布局线上销售渠道，在各主要电商平台均设立有品牌旗舰店，直营能力不断加强，主要产品线上销量处于行业领先地位。根据公司官方公众号显示，2024 年双十一全网销售额超过 5 亿元，录得家用医疗器械行业 10 连冠，2015-2024 年双十一销售额年复合增速超过 37%；其中多个品类行业第一，制氧机保持连续 11 年全网销量第一。

图表47：鱼跃线上销售额持续增长



资料来源：Wind，国联民生证券研究所 注：此数据为 Wind 线上月度销售额加总得到，不可作为公司财报收入参考

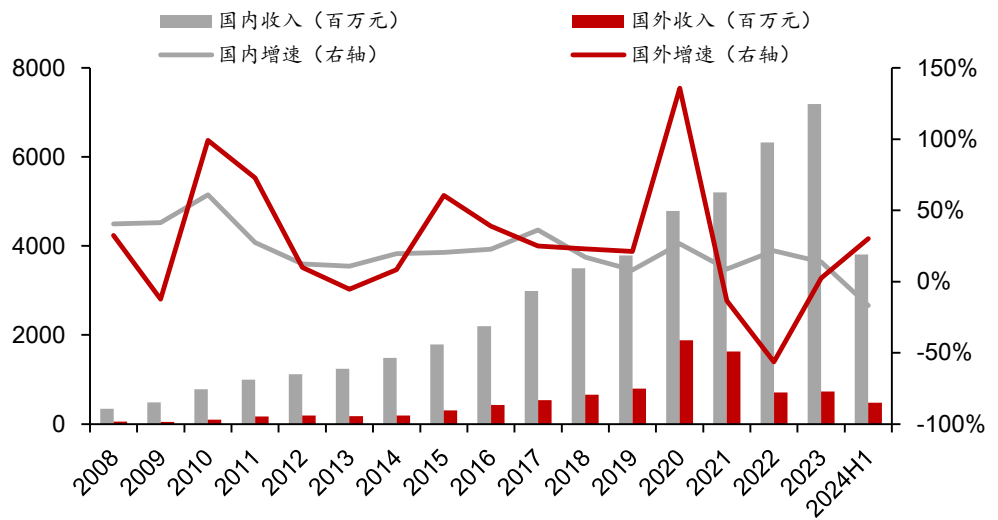
图表48：鱼跃历年双十一全网销售额统计



资料来源：公司官方公众号，国联民生证券研究所

海外渠道持续加强，全球拓展未来可期。公司众多产品的海外注册工作逐步落地，海外团队属地化布局日益完善、近年历经国际性医疗卫生事件考验营销能力持续提升，凭借优秀的产品力与品牌力，公司海外业务持续推进。2024年上半年，公司实现外销收入4.79亿元，同比增长30.19%，海外收入占比达11.13%。2025年1月，公司认购Inogen发行的股票并签署战略合作协议，在国际分销业务、商标许可及分销业务、联合研发、供应链优化等方面展开深入合作，成为公司国际化战略的重要落子。

图表49：上市以来鱼跃医疗国内外收入及增速



资料来源：iFind，国联民生证券研究所

## 4. 盈利预测、估值与投资建议

### 4.1 盈利预测

我们对公司核心业务、基石业务、孵化业务等不同板块收入增速进行假设。

- 呼吸治疗解决方案：**2024年制氧机等产品逐步消化前期高基数影响，随着公司三代呼吸机等新产品的放量、制氧机等在海外的拓展，整体有望恢复增长。我们预计2024-2026年收入增速分别为-9.59%/13.08%/12.12%，毛利率维持稳定。
- 糖尿病护理解决方案：**BGM产品市占率持续提升，海外拓展顺利；CGM产品持续迭代升级，竞争力有望持续提升。我们预计2024-2026年收入增速分别为53.84%/40.15%/30.17%，由于新产品占比提升和规模效应毛利率有望小幅提升。
- 感染控制解决方案：**受公共卫生事件影响需求有所波动，未来院内消毒和院外手消等产品有望恢复正常增长。我们预计2024-2026年收入增速分别为-

13.74%/13.00%/12.00%，毛利率随规模增长小幅度提升。

- 4) **家用电子检测及诊断**: 公司基石业务, 红外测温仪等产品高基数影响逐步减弱, 电子血压计稳步增长, 整体有望稳定增长。我们预计 2024-2026 年收入增速分别为 7.76%/7.17%/6.58%, 毛利率保持稳定。
- 5) **急救业务**: 公司自主研发的 M600 获证后业务规模有望加速拓展, 未来有望拓展更多新产品。我们预计 2024-2026 年收入增速分别为 47.60%/50.00%/50.00%, 随着 AED 国产化进程不断推进, 生产成本得到优化, 毛利率有望稳步提升。
- 6) **康复及临床器械**: 主要为轮椅、华佗牌中医器械等产品, 传统主业保持稳健发展, 我们预计 2024-2026 年收入增速分别为 2.00%/2.00%/2.00%, 毛利率稳定。

图表50: 鱼跃医疗营收拆分及预测

百万元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	6894.31	7101.68	7971.73	8159.47	9368.74	10683.43
YoY	2.51%	3.01%	12.25%	2.36%	14.82%	14.03%
毛利率	48.29%	48.13%	51.49%	50.53%	51.15%	51.64%
<b>1、呼吸治疗解决方案</b>	2622.79	2239.26	3371.24	3047.82	3446.44	3864.10
YoY	16.04%	-14.62%	50.55%	-9.59%	13.08%	12.12%
毛利率	55.43%	53.37%	56.12%	53.00%	53.00%	53.00%
<b>2、糖尿病护理解决方案</b>	456.53	529.78	726.43	1117.57	1566.24	2038.80
YoY	70.10%	16.04%	37.12%	53.84%	40.15%	30.17%
毛利率	65.48%	60.85%	62.68%	60.10%	61.00%	62.00%
<b>3、感染控制解决方案</b>	893.27	1184.21	756.13	652.26	737.05	825.50
YoY	-6.03%	32.57%	-36.15%	-13.74%	13.00%	12.00%
毛利率	54.46%	55.64%	49.86%	51.01%	51.50%	52.00%
<b>4、家用电子检测及诊断</b>	1447.56	1520.86	1673.72	1803.60	1932.84	2059.99
YoY	-18.11%	5.06%	10.05%	7.76%	7.17%	6.58%
毛利率	50.53%	46.22%	52.54%	52.72%	53.00%	53.00%
<b>5、急救</b>	183.05	151.34	163.50	241.32	361.98	542.97
YoY	2.69%	-17.33%	8.04%	47.60%	50.00%	50.00%
毛利率	34.18%	27.07%	32.31%	35.36%	35.50%	36.00%
<b>6、康复及临床器械</b>	1227.92	1408.46	1227.90	1252.46	1277.51	1303.06
YoY	13.35%	14.70%	-12.82%	2.00%	2.00%	2.00%
毛利率	22.64%	33.29%	33.87%	35.00%	35.00%	35.00%
<b>7、其他</b>	63.00	67.00	52.81	44.46	46.68	49.01
YoY	5.00%	6.35%	-21.18%	-15.82%	5.00%	5.00%
毛利率	28.13%	42.87%	61.41%	65.00%	65.00%	65.00%

资料来源: iFind, 公司公告, 国联民生证券研究所

我们预计 2024-2026 年公司收入分别为 81.59/93.69/106.83 亿元，同比增速分别为 2.36%/14.82%/14.03%，毛利率分别为 50.53%/51.15%/51.64%。公司整体费用率有望保持稳定，我们预计 2024-2026 年归母净利润分别为 20.20/23.09/26.54 亿元，同比增速分别为 -15.69%/14.31%/14.93%。

**图表51：鱼跃医疗盈利预测情况**

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	7102	7972	8159	9369	10683
增长率 (%)	3.01%	12.25%	2.36%	14.82%	14.03%
EBITDA (百万元)	2007	2954	2613	2919	3286
归母净利润 (百万元)	1595	2396	2020	2309	2654
增长率 (%)	7.60%	50.21%	-15.69%	14.31%	14.93%
EPS (元/股)	1.59	2.39	2.01	2.30	2.65
市盈率 (P/E)	24.0	16.0	19.0	16.6	14.4
市净率 (P/B)	3.9	3.3	2.9	2.6	2.3
EV/EBITDA	13.5	9.6	11.6	10.0	8.3

资料来源：iFind，国联民生证券研究所预测；股价为 2025 年 2 月 19 日收盘价

## 4.2 估值与投资建议

我们采用两种估值方法对公司进行估值：

1) 绝对估值：考虑到公司盈利能力较好，我们采用 FCFF 方法进行估值。无风险收益率采用十年国债收益率 1.62%；市场收益率假设 10%；假设第二阶段 6 年，增长率 5%，长期增长率为 1.5%。

**图表52：FCFF 模型关键假设**

估值假设	数值
无风险利率 Rf	1.62%
市场预期回报率 Rm	10.00%
第二阶段年数	6
第二阶段增长率	5.00%
永续增长率	1.50%
有效税率 T	14.67%
Ke	8.45%
Kd	4.14%
Wd	13.19%
WACC	7.88%

资料来源：iFind，国联民生证券研究所

**图表53：FCFF 模型敏感性测试**

WACC	永续增长率				
	1.24%	1.36%	1.50%	1.65%	1.82%
6.52%	57.62	58.59	59.72	61.04	62.58
7.17%	51.30	52.03	52.89	53.87	55.01
7.88%	45.78	46.34	46.99	47.72	48.58
8.67%	40.96	41.38	41.87	42.42	43.06
9.54%	36.72	37.04	37.40	37.82	38.30

资料来源：iFind，国联民生证券研究所

图表54: FCFF 估值明细

FCFF 估值 (百万元)	现金流折现值	价值百分比
第一阶段	5,751.48	12.41%
第二阶段	11,692.13	25.22%
第三阶段 (终值)	28,920.29	62.38%
<b>企业价值 AEV</b>	<b>46,363.90</b>	
加: 非核心资产	1,602.59	3.46%
减: 带息债务 (账面价值)	712.59	1.54%
减: 少数股东权益	151.94	0.33%
<b>股权价值</b>	<b>47,101.97</b>	101.59%
除: 总股本 (股)	1,002,476,929.00	
<b>每股价值 (元)</b>	<b>46.99</b>	

资料来源: iFind, 国联民生证券研究所

如上所述, 在绝对估值 FCFF 模型下, 测算得到的每股价值为 46.99 元, 测算得到的合理市值为 471 亿元。

2) 相对估值: 我们选择了使用场景较为类似的小家电作为估值参考。由于家用医疗器械具有医疗器械准入标准的要求、长期受益老龄化需求相对持续和稳定, 我们认为可以给予更高的估值, 当下仍处于低估位置。

图表55: 鱼跃医疗与家电指数、小家电指数 PE TTM 对比 (单位: 倍)



资料来源: iFind, 国联民生证券研究所 注: 日期截至 2025 年 2 月 19 日

我们选取家用医疗器械板块的三诺生物、可孚医疗、怡和嘉业作为可比公司。2025

年可比公司平均 PE 为 22 倍，鉴于公司是国产家用医疗器械平台型企业，多年深耕行业领先，新产品有望推动公司业绩增长，全球品牌拓展潜力大，给予 2025 年 20 倍 PE，对应市值 462 亿元，目标价 46.07 元，维持“买入”评级。

**图表56：鱼跃医疗可比公司估值**

股票 代码	证券 简称	市值 亿元	归母净利润（亿元）			PE (X)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
300298.SZ	三诺生物	142	3.73	4.82	6.06	38	29	23
301087.SZ	可孚医疗	78	3.58	4.56	5.63	22	17	14
301367.SZ	怡和嘉业	57	2.05	2.69	3.42	28	21	17
<b>平均值</b>						<b>28</b>	<b>22</b>	<b>18</b>
002223.SZ	鱼跃医疗	383	20.20	23.09	26.54	19	17	14

资料来源：iFind，国联民生证券研究所测算，股价取 2025 年 2 月 19 日收盘价，可比公司盈利预测取自 iFind 一致预期

公司是国内家用医疗器械龙头公司，受益老龄化市场空间广阔，CGM 等新产品以及海外业务推动，公司业绩有望持续增长。我们预计 2024-2026 年公司收入分别为 81.59/93.69/106.83 亿元，同比增速分别为 2.36%/14.82%/14.03%，归母净利润分别为 20.20/23.09/26.54 亿元，同比增速分别为-15.69%/14.31%/14.93%。综合 FCFE 绝对估值法和相对估值法的结果，我们给予公司 2025 年 20 倍 PE，对应目标价 46.07 元，维持“买入”评级。

## 5. 风险提示

**新产品市场推广不及预期风险：**公司 CGM 业务处于上市推广早期阶段，海外品牌长期占据垄断地位，可能因用户习惯、消费意愿等因素影响使得上市推广不及预期。

**竞争加剧导致产品降价风险：**布局家用医疗器械产品的国内企业较多，随着竞争对手的数量增加，产品存在降价的风险。

**终端需求下降风险：**呼吸制氧产品受公共卫生事件影响需求增加，后续存在需求下降带来业绩波动的风险；其他家用产品受经济环境影响也可能存在需求波动的风险。



## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 法律主体声明

本报告由国联民生证券股份有限公司或其关联机构制作，国联民生证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“国联民生证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联民生证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

国联民生证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。国联证券国际金融有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 权益披露

国联证券国际金融有限公司跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务关系，且雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联民生证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联民生证券”）。未经国联民生证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联民生证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联民生证券不因收件人收到本报告而视其为国联民生证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联民生证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联民生证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联民生证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联民生证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联民生证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联民生证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联民生证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联民生证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

未经国联民生证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层  
 无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层  
 深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼