



多领域产品结构助力抢占市场变化先机，三大高增长赛道打开未来业绩空间 — 鱼跃医疗（002223.SZ）投资价值分析报告

核心观点

● 行业发展黄金期，调整战略发力点

二十大报告中指出，推进健康中国建设，把保障人民健康放在优先发展的战略位置。政策大力支持，行业迎来黄金发展期。公司调整战略方向，在持续发展血压监测、体温监测、中医设备、手术器械等基石业务的基础上，重点聚焦呼吸与制氧、血糖及 POCT、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。

● 疫情带动相关产品需求激增

公司 2015 年-2021 年公司营业收入从 2,103.74 百万元增长到 6,894.31 百万元，2015-2019 年 CAGR 为 21.84%。2020 年，受国内外疫情影响，呼吸机、制氧机、消毒感控等与疫情相关产品需求激增，海外订单爆发式增长，增长率高达 45.08%。随着我国疫情“放开”，未来国内市场有较大可能复制 2020 年、2021 年的海外订单增长趋势。

● 通过自身研发、外延式并购，不断延长产业链

公司在不断提升自有产品竞争力的同时，还将产业成功延伸到行业其他细分领域。目前，公司拥有产品品类达 600 多种，产品规格近万个。覆盖多领域的产品结构，给公司带来了较强的风险抵抗能力与应对各种突发市场状况的较快响应速度，有效保持公司在医疗器械行业的整体竞争能力。

● 持续血糖监测需求带动板块收入高增长

通过收购拥有了在糖尿病及传感器技术领域成熟可靠的技术、生产系统与持续血糖监测产品，公司糖尿病护理板块 2022 上半年营收同期增长 35.29%。中国是世界糖尿病病人最多的国家，快速增长的糖尿病患者人群形成了巨大的血糖管理需求。

● 公司盈利预测与估值

预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 7,022.76/8,213.87/9,345.72 百万元，YOY 分别为 1.86%/16.96%/13.78%；EPS 分别为 1.47/1.73/1.98 元/股，YOY 分别为 -0.61%/18.04%/13.96%。根据合理估值测算，结合股价催化因素，给予公司六个月内目标价为 34.5 元/股，给予公司“推荐（首次）”投资评级。

● 投资风险提示

国内疫情造成的业绩波动，并购带来的商誉减值风险，行业发展不及预期

● 核心业绩数据预测

项目	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6,894.31	7,022.76	8,213.87	9,345.72
YOY	2.51%	1.86%	16.96%	13.78%
归母净利润(百万元)	1,482.42	1,473.39	1,739.23	1,981.97
YOY	-15.73%	-0.61%	18.04%	13.96%
EPS(元)	1.48	1.47	1.73	1.98
ROE	17.92%	15.59%	16.05%	15.96%
P/E	21.17	21.3	18.05	15.84

数据来源：公司公告，华通证券国际研究部

公司投资评级

推荐（首次）

公司深度报告

华通证券国际研究部

医药生物行业组

SFC:AAK004

Email:research@waton.com

主要数据 2023.1.12

收盘价(元)	31.34
一年中最低/最高(元)	20.84/42.18
总市值(亿元)	314.20
ROE(TTM)	13.80%
PE(TTM)	24.81

股价相对走势





内容目录

内容目录	2
1. 公司所属行业现状与发展分析	5
1.1. 医疗器械行业基础信息及现状	5
1.2. 医疗器械行业发展趋势	7
2. 公司主要经营情况分析	8
2.1. 公司主营业务及产品介绍	8
2.1.1. 呼吸治疗板块	11
2.1.2. 家用类电子检测及体外诊断业务板块	15
2.1.3. 康复与临床器械板块	17
2.1.4. 感染控制业务板块	19
2.1.5. 糖尿病护理板块	20
2.1.6. 急救业务板块	22
2.1.7. 其他业务板块	23
2.2. 公司核心竞争力	26
2.3. 公司与可比公司及行业中值比较分析	27
2.4. 盈利预测	30
3. 2022-2024 年公司整体业绩预测	31
4. 公司估值分析	31
4.1. P/E 模型估值	31
4.2. PEG 模型	33
4.3. DCF 模型	33
5. 公司未来六个月内投资建议	33
5.1. 公司股价催化剂分析	33
5.2. 公司六个月内的目标价	34
6. 公司投资评级	34



图表目录

图 1 : 2012-2021 医疗器械生产企业总数	5
图 2 : 2013-2021 年全国 GDP (单位: 万亿元)	6
图 3 : 2013-2021 年居民人均可支配收入 (单位: 元)	6
图 4 : 2012-2013 年城镇居民家庭人均医疗保健消费支出	7
图 5 : 中国医疗器械行业市场规模及预测	7
图 6 : 2011-2021 年 60 岁及以上人口数量	8
图 7 : 鱼跃医疗公司	9
图 8 : 公司发展并购	10
图 9 : 公司战略方向	10
图 10 : 2015-2022H1 公司营业收入 (单位: 百万元)	11
图 11 : 2019-2022H1 外销营业收入	12
图 12 : 公司制氧机产品	12
图 13 : 中国、德国、美国人均 ICU 床位	13
图 14 : 公司呼吸机产品	14
图 15 : 鱼跃医疗与前沿生物签署战略合作协议	14
图 16 : 2021H1-2022H1 家用类电子检测及体外诊断营业收入	15
图 17 : 慢性病引起血栓	16
图 18 : 公司血压计产品	16
图 19 : 红外体温监测仪及血氧仪产品	17
图 20 : 2021H1-2022H1 康复及临床器械营业收入	18
图 21 : 公司华佗产品	18
图 22 : 公司金钟产品	19
图 23 : 2021H1-2022H1 感染控制营业收入	19
图 24 : 消毒感控产品	20
图 25 : 2021H1-2022H1 糖尿病护理营业收入	21
图 26 : 公司血糖仪产品	22
图 27 : 2021H1-2022H1 急救营业收入	22
图 28 : 公司急救产品	23



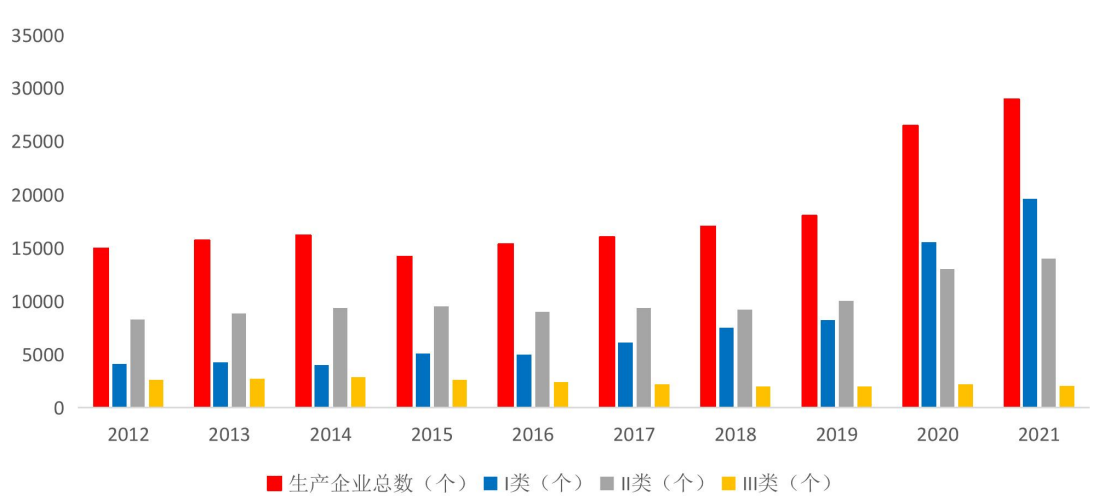
图 29 : 公司六六视觉产品	24
图 30 : 中国儿童弱视患者人数	25
图 31 : 中国儿童斜视患者人数	25
图 32 : 公司主要品牌展示	26
图 33 : 2019-2022Q3 应收账款周转率对比	27
图 34 : 2019-2022Q3 存货周转率对比	27
图 35 : 2019-2022Q3 销售费用率对比	28
图 36 : 2019-2022Q3 管理费用率对比	28
图 37 : 2019-2022Q3 销售毛利率对比	29
图 38 : 2019-2022Q3 销售净利率对比	29
图 39 : 鱼跃医疗 P/E(TTM)	32
图 40 : 可比公司 P/E (TTM)	32
表 1 : 盈利预测	31
表 2 : 可比公司 PE (倍) 估值表	32
表 3 : DCF 模型预测	33

1. 公司所属行业现状与发展分析

1.1. 医疗器械行业基础信息及现状

医疗器械是现代医疗的重要工具，在疾病的预防、诊断和治疗中发挥着极其重要的作用。现在，我国医疗器械已成为一个产业门类比较齐全、创新能力不断增强、市场需求旺盛的朝阳产业。受疫情催化，我国医疗器械生产企业数量 2020 年至 2021 年迅速增长，从 2013 年 1.5 万家增长到 2021 年的 2.9 万家，增长翻了近一倍。

图 1：2012-2021 医疗器械生产企业总数

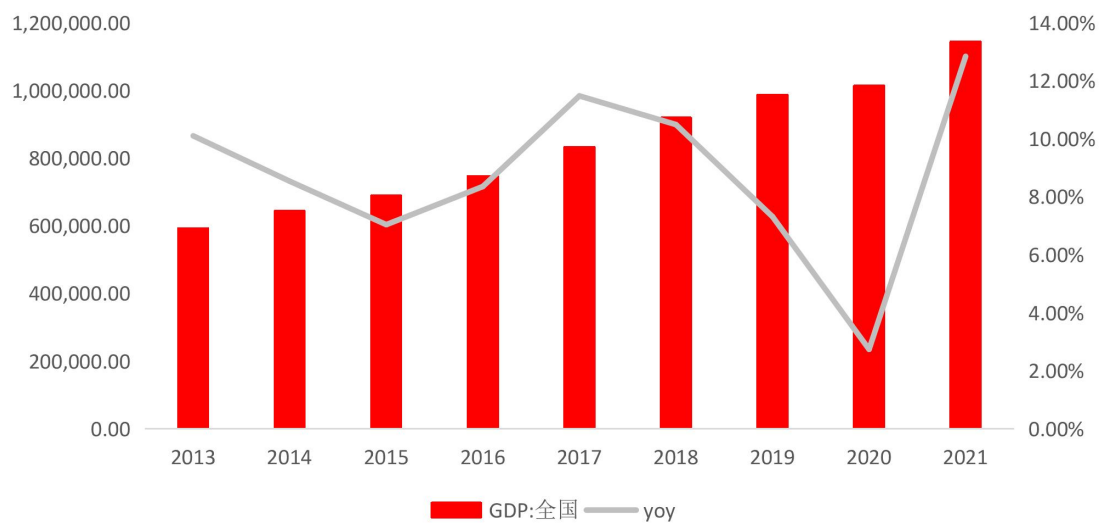


资料来源：同花顺 FinD，华通证券国际研究部

促使我国医疗器械行业高速发展的因素：国内居民生活水平的提高、医疗保健意识的增强，人口老龄化加快，加之近几年新冠疫情催化等多因素的驱动下，使我国医疗器械行业高速发展，技术不断突破。

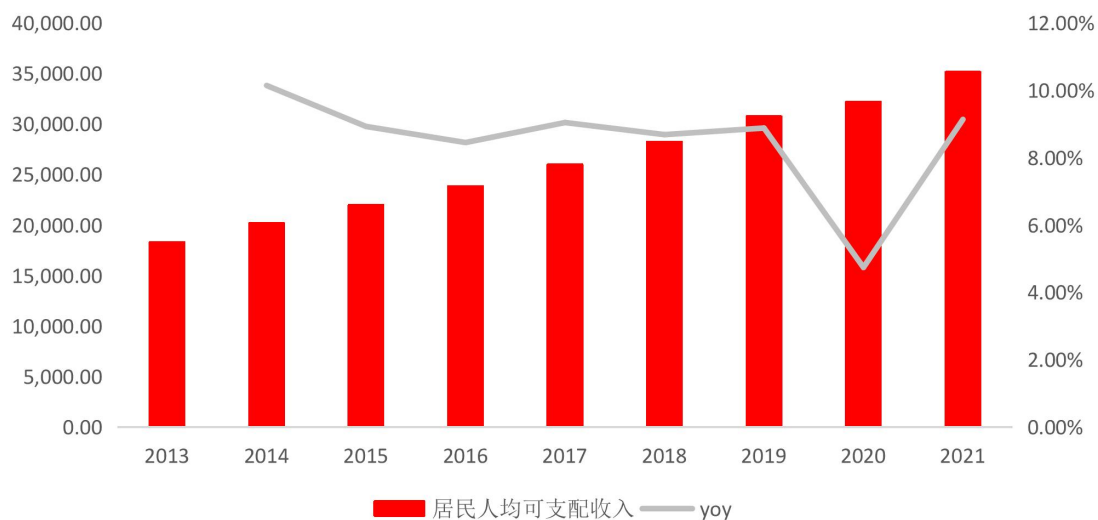
居民生活水平提高 随着我国社会经济的高速发展，人均 GDP 持续增长，从 2013 年国内生产总值 59.29 万亿元，到 2021 年国内生产总值达到 114.37 万亿元，整整翻了一倍多；人均生产总值也从 2012 年 39,771.37 元/人增长至 2021 年的 80,975.79 元/人。

图 2：2013-2021 年全国 GDP（单位：万亿元）



资料来源：同花顺 FinD，华通证券国际研究部

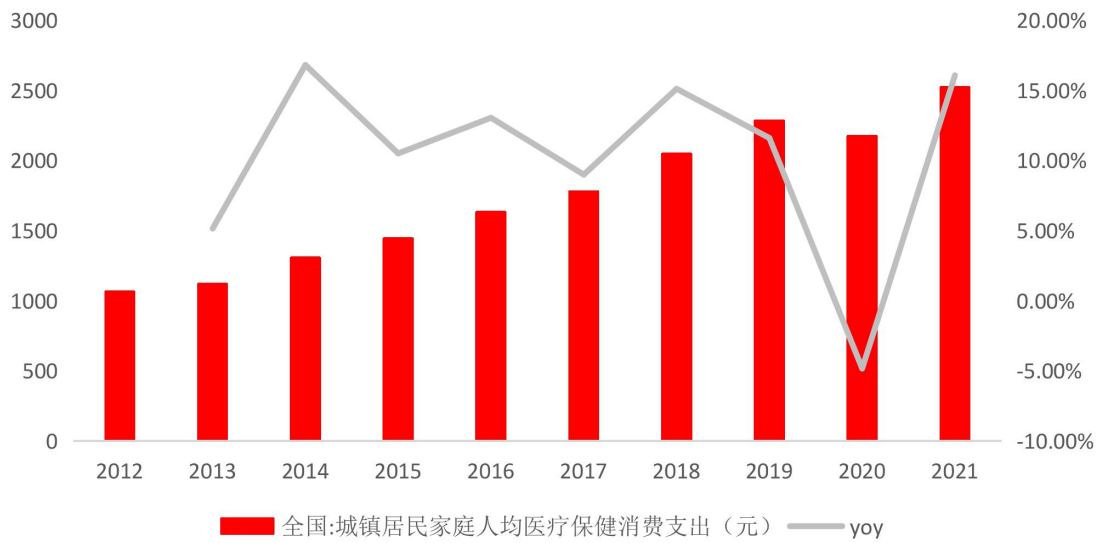
图 3：2013-2021 年居民人均可支配收入（单位：元）



资料来源：同花顺 FinD，华通证券国际研究部

人们的医疗保健意识不断加强 随着经济的不断发展，人民生活水平提高的同时，人们对自身的健康也越来越重视，我国城镇居民家庭人均医疗保健消费支出不断提高，由 2012 年 1,064 元上升至 2021 年的 2,521 元，2012-2021 年 CAGR 为 10.06%。

图 4：2012-2013 年城镇居民家庭人均医疗保健消费支出

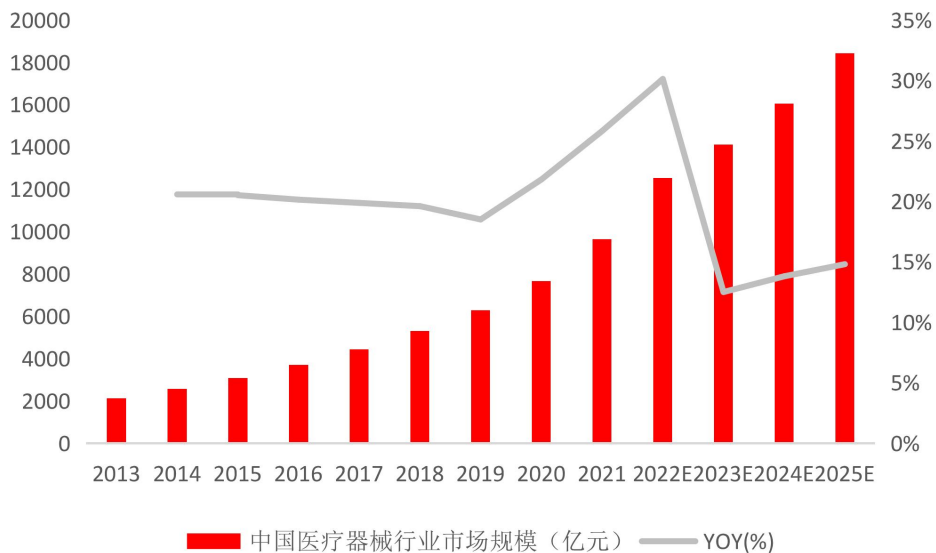


资料来源：同花顺 FinD，华通证券国际研究部

1.2. 医疗器械行业发展趋势

中国医疗器械市场近年表现突出，与其他国家相比，成长速度更快，发展潜力更强。数据显示，中国医疗器械行业市场规模由 2013 年的 2,120 亿元增长至 2021 年的 9,630 亿元，年复合增长率为 20.83%。预计 2025 年医疗器械行业规模将突破 1.8 万亿。

图 5：中国医疗器械行业市场规模及预测

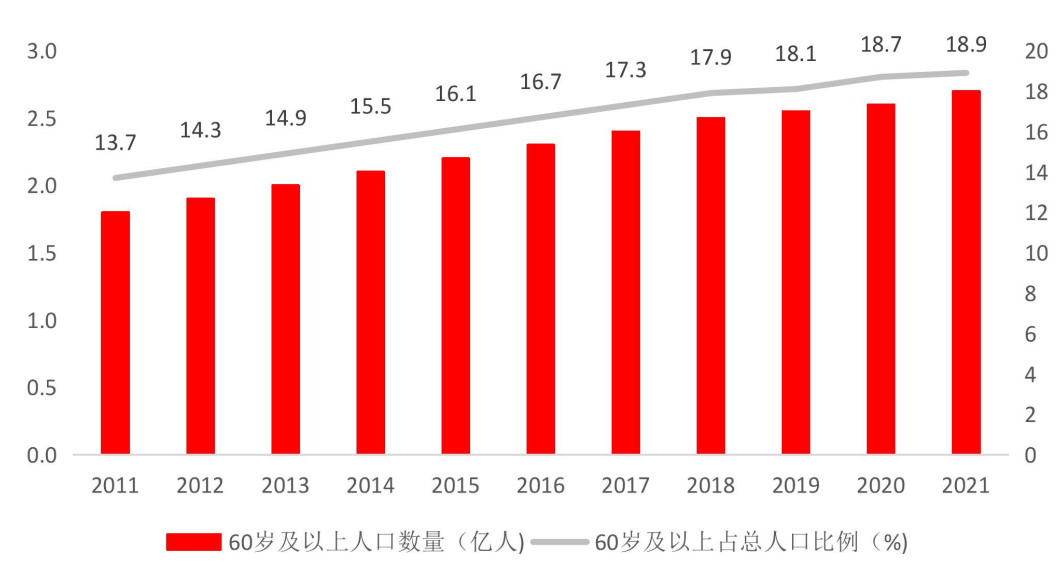


资料来源：艾媒数据中心，华通证券国际研究部

中国具有庞大的家用医疗器械潜在需求。家用医疗器械相对医院使用的医疗器械而言，具有非专业性、操作简单化、体积小便于携带等优势，一般以检测、康复、保健为主。日常常见设备有：血压计、体温计、血糖仪、物理治疗仪等。

截至 2021 年，我国 60 岁及以上人口 2.7 亿人，占总人口的 18.9%，其中患有一种及以上慢性病的老年人占比高达 75%，我国老龄化持续加剧，老年人群慢性病占比高。慢性病的日常护理需求增加，对各类家用医疗用品在出院后也存在依赖性，这些都为家用医疗器械行业的发展提供了极大需求。

图 6：2011-2021 年 60 岁及以上人口数量



资料来源：艾瑞咨询，华通证券国际研究部

2. 公司主要经营情况分析

2.1. 公司主营业务及产品介绍

鱼跃医疗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，研发、制造和销售医疗器械产品及提供相关解决方案是公司核心业务。

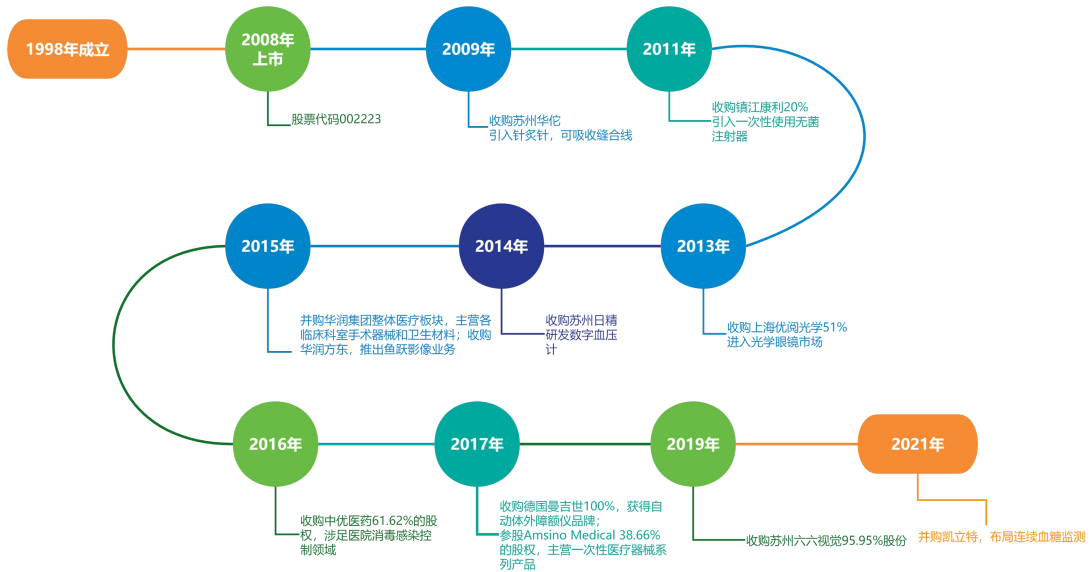
图 7：鱼跃医疗公司



资料来源：公司官网，华通证券国际研究部

公司以自主创新为主题，通过注重技术研发和收购兼并，不断延长产业链，实现发展扩张。公司成立于 1998 年；2008 年在深圳证券交易所上市，股票代码 002223；2009 年收购苏州华佗，引入针灸针，可吸收缝合线等，鱼跃信息中心成立并投入使用；2011 年收购镇江康利 20% 股权，引入一次性使用无菌注射器带针、一次性使用无菌溶药注射器带针、一次性使用无菌溶药针、一次性使用输注泵；2013 年收购上海优阅光学公司 51% 的股权，进入光学眼镜市场（隐形眼镜）；2014 年收购苏州日精，研发数字式血压计；2015 年并购华润集团整体医疗板块，主营各临床科室手术器械和卫生材料；收购华润方东，推出鱼跃影像业务；2016 年收购中优医药 61.62% 的股权，涉足医院消毒感染控制领域；2017 年，收购德国曼吉世 100%，获得自动体外除颤仪品牌；参股 Amsino Medical 38.66% 的股权，主营一次性医疗器械系列产品；2019 年，收购苏州六六视觉 95.95% 股份；2021 年，并购凯立特，布局连续血糖监测。

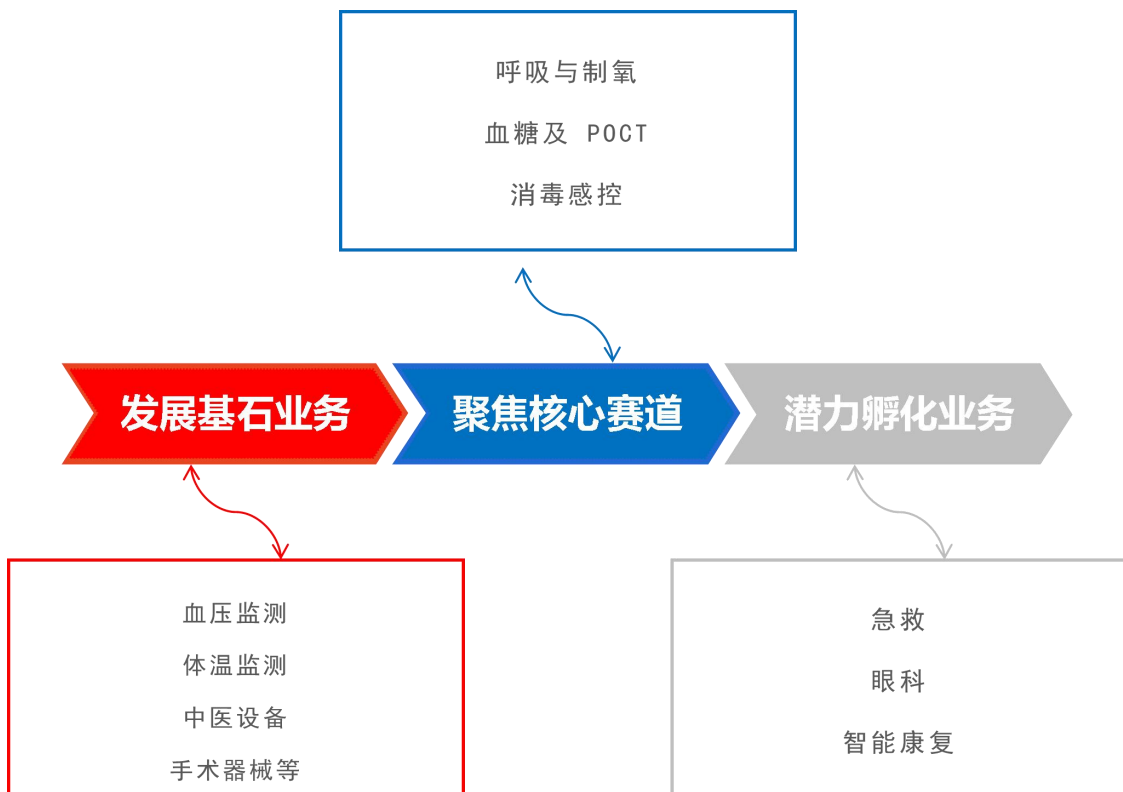
图 8：公司发展并购



资料来源：公司公告，华通证券国际研究部

公司产品主要集中在呼吸制氧、糖尿病护理、感染控制解决方案、家用类电子检测及体外诊断、急救与临床及康复器械等业务领域。以“创新重塑医疗器械”的战略，在持续发展血压监测、体温监测、中医设备、手术器械等基石业务的基础上，重点聚焦呼吸与制氧、血糖及POCT、消毒感控三大核心赛道不断拓展，并对急救、眼科、智能康复等高潜力业务进行积极孵化。

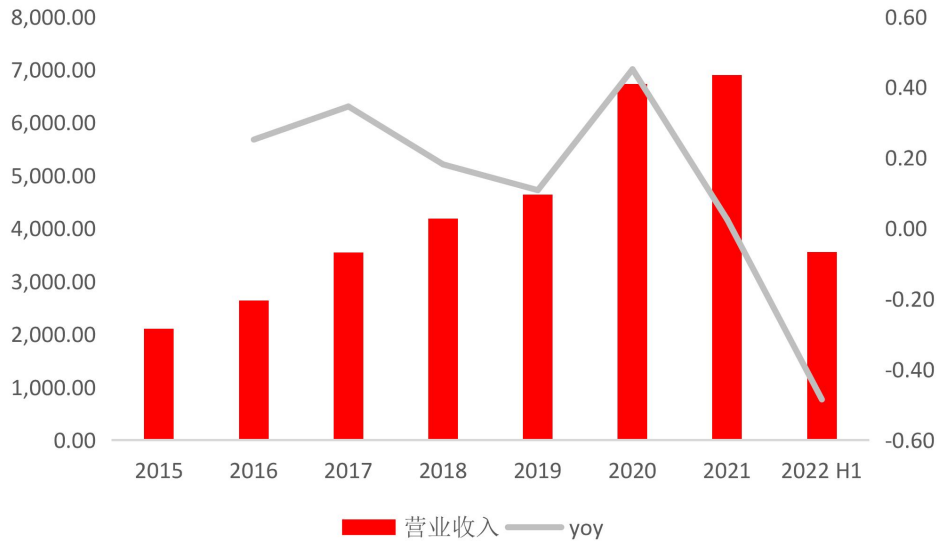
图 9：公司战略方向



资料来源：公司公告，华通证券国际研究部

公司营业收入稳定增长 2015-2021 年公司营业收入从 2,103.74 百万元增长到 6,894.31 百万元，2015-2019 年 CAGR 达到 21.84%。2020 年，受国内外疫情影响，海外订单爆发式增长，增长率高达 45.08%，经过 2020 年高基数增长，2021 年增长率有所下滑，但收入仍增长 168.62 百万元。2022 上半年，公司实现营业总收入 3,552.8 百万元，同比下降 1.11%，虽较 2021 年上半年，海外疫情类业务规模有所减少，但常规业务发展稳定。

图 10：2015-2022H1 公司营业收入（单位：百万元）

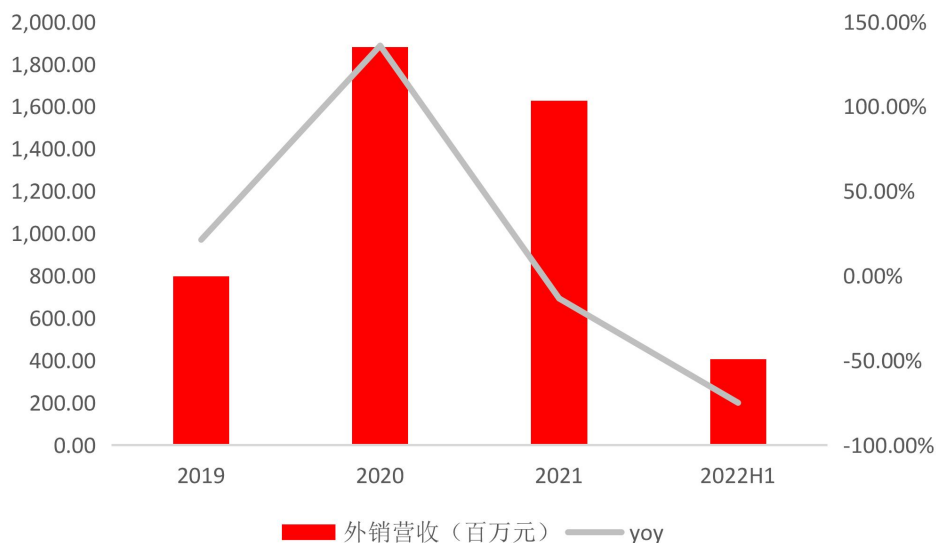


资料来源：公司公告，华通证券国际研究部

2.1.1. 呼吸治疗板块

呼吸与制氧业务板块是公司核心板块之一，也是公司营收占比最大的板块，板块产品包括医用呼吸机、制氧机、雾化器等产品。2021 年占到公司营收的 38%；2022 年上半年，营收占比下降到 31%，2022 年上半年营业收入较 2021 年同期下降 16.85%，制氧机产品较去年海外疫情类订单影响下的高基数有一定下滑，去除疫情扰动因素，其常规业务增长仍较为明显。雾化产品业务较去年同期进一步扩张，同比增速近 50%，呼吸机产品市场依旧保持稳定拓宽，公司呼吸治疗产品业务发展势头良好稳定。受疫情影响，特别是随着我国疫情的“放开”，该板块在未来市场有较大可能复制 2020 年、2021 年的海外订单增长趋势。

图 11：2019-2022H1 外销营业收入



资料来源：公司公告，华通证券国际研究部

公司生产的制氧机产品在业内处于领先地位。在国家工信部公示的《第四批及拟通过复核的第一批制造业单项冠军》名单中，被认定为单项冠军产品。制氧机可适用于呼吸衰竭、严重缺氧患者，帮助改善低氧血症、提高心肺功能。对于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，通过吸氧可增加脑供血、提高血氧浓度。国内外疫情需求的拉动与催化，海内外业务前景广阔。

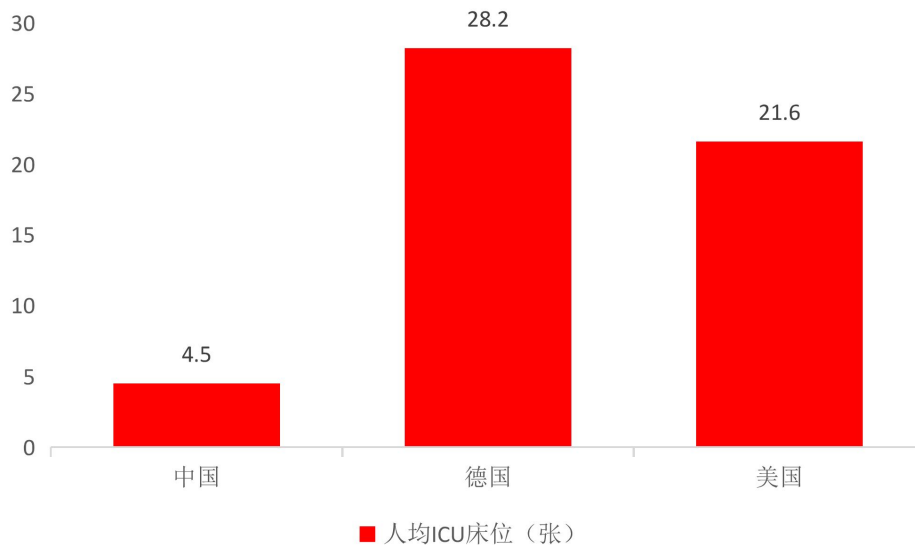
图 12：公司制氧机产品



资料来源：公司官网，华通证券国际研究部

呼吸机市场前景巨大 目前，我国医疗资源仍然面临总量不足、分布不均衡现状。我国人均 ICU 床位数配置远低于发达国家。根据 OECD 数据，2020 年中国每十万人 ICU 床位数为 4.5 张，远低于同期发达国家，如德国 28.2 张、美国 21.6 张。一个 ICU 床位配备的最常用的治疗设备即呼吸机，无创呼吸机和有创呼吸机。二十大报告中指出，推进健康中国建设，把保障人民健康放在优先发展的战略位置。国家政策大力发展医疗建设，未来将持续向发达国家看齐，呼吸机市场前景发展巨大。

图 13：中国、德国、美国人均 ICU 床位



资料来源：OECD, 华通证券国际研究部

呼吸机也是公司呼吸与制氧业务板块的核心产品之一，公司呼吸机产品主要分为正压呼吸机和双水平正压呼吸机，正压呼吸机适用于提供连续性呼吸道呼吸正压，主要适用于打鼾憋气、阻塞性呼吸暂停等人群；双水平正压呼吸机可供患有睡眠呼吸暂停、低通气综合征等成人患者在医院或家庭中进行双水平无创通气治疗用。根据柳叶刀 2016 年发布的“阻塞性睡眠呼吸暂停与全球经济负担”报告显示，我国有 1.76 亿人存在睡眠呼吸暂停症状，全球 30-69 岁人群中，接近 10 亿人达到中度患者程度，4.25 亿人达到中到重度患者程度。我国《健康中国行动 2019—2030 年》调查结果也显示我国 40 岁及以上人群慢性阻塞性肺疾病患病率为 13.6%，总患病人数接近 1 亿人，当前我国家用呼吸机市场规模仍处于发展阶段，渗透率较低，随着慢性呼吸疾病患者数量的增加、销售渠道的优化以及居民健康管理意识的增强，渗透率有望进一步提升，业务潜力巨大。

图 14：公司呼吸机产品



资料来源：公司官网，华通证券国际研究部

合作抗疫，扩大雾化机市场 2022年12月7日，鱼跃医疗与前沿生物达成合作，双方为推动抗击新冠病毒雾化吸入新药早日上市，签署了《战略合作协议》。《中国呼吸与危重监护杂志》指出，采用雾化治疗能将药物输送到达靶向部位，与其他给药方式相比，可达到较高的局部药物浓度，避免全身不良作用。此外，雾化在感冒、咽喉炎、支气管炎、支气管哮喘、肺结核、慢阻肺等呼吸道疾病的治疗中也应用广泛。此次战略合作具有重大意义，同时也将进一步扩大鱼跃雾化机市场。

图 15：鱼跃医疗与前沿生物签署战略合作协议

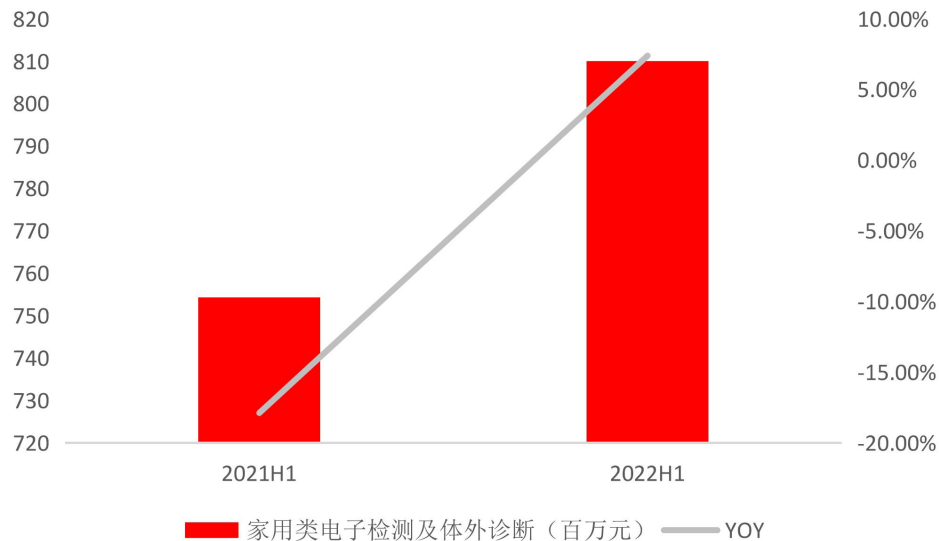


资料来源：公司微信公众号，华通证券国际研究部

2.1.2. 家用类电子检测及体外诊断业务板块

家用类电子检测业务是公司基石业务的重要组成部分，2021 年营业收入 1,447.56 百万元，占公司总收入 21%，毛利率 50.53%。2021H1 营业收入 754.31 百万元，2022H1 营业收入 809.98 百万元，同比增长 7.38%，占公司总营业收入 23%，毛利率 47.13%。主要产品电子血压计克服环境影响，逆市增长，产品渗透率及占有率不断提升，血氧仪、红外测温仪等产品表现良好。

图 16：2021H1-2022H1 家用类电子检测及体外诊断营业收入

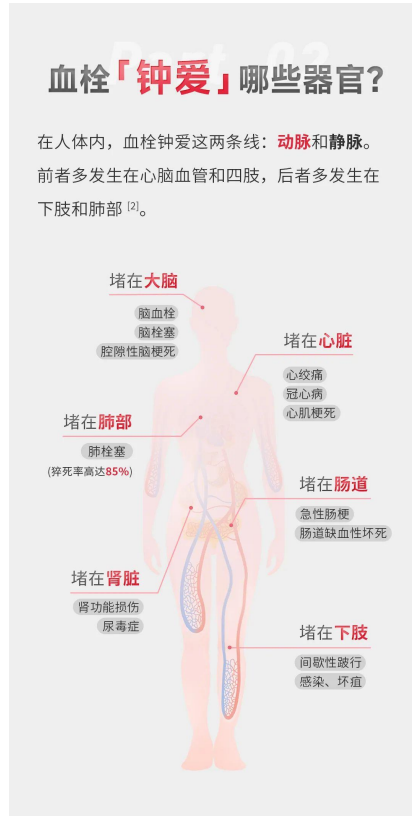


资料来源：公司公告，华通证券国际研究部

中国具有庞大的家用医疗器械潜在需求。家用医疗器械相对医院使用的医疗器械而言，具有非专业性、操作简单化、体积小便于携带等优势，一般以检测、康复、保健为主。

高血压是最常见的慢性非传染性疾病，由高血压引起的血栓是心脏病、脑卒中、肾病发病和死亡的最重要的危险因素。我国因心脑血管病导致的死亡占居民总死亡的 40%以上，约 70% 的脑卒中死亡和约 50% 的心肌梗死与高血压密切相关。高血压是全球疾病负担最重的疾病。也是我国人口致病致残的第一病因。根据 2021 年中国高血压年会调查数据显示，我国高血压患者已突破 3.3 亿人，高血压患者的人数仍在持续增长。

图 17：慢性病引起血栓



资料来源：公司微信公众号，华通证券国际研究部

鱼跃电子血压计为国内市场第一品牌 高血压患病率以及血压检测意识的持续提升推动市场需求的不断扩大，公司自主研发的电子血压计相关产品已是国内市场的第一品牌，同时，公司还在逐步突破海外市场，整体业务规模仍保持着较快的增长速度。电子血压计主要用于监测血压，以便患者清楚了解自身身体状况，电子血压计分为臂式和腕式。

图 18：公司血压计产品



资料来源：公司官网，华通证券国际研究部

红外体温监测仪和血氧仪都是疫情期间刚需产品，市场需求将保持稳定增长。

图 19：红外体温监测仪及血氧仪产品

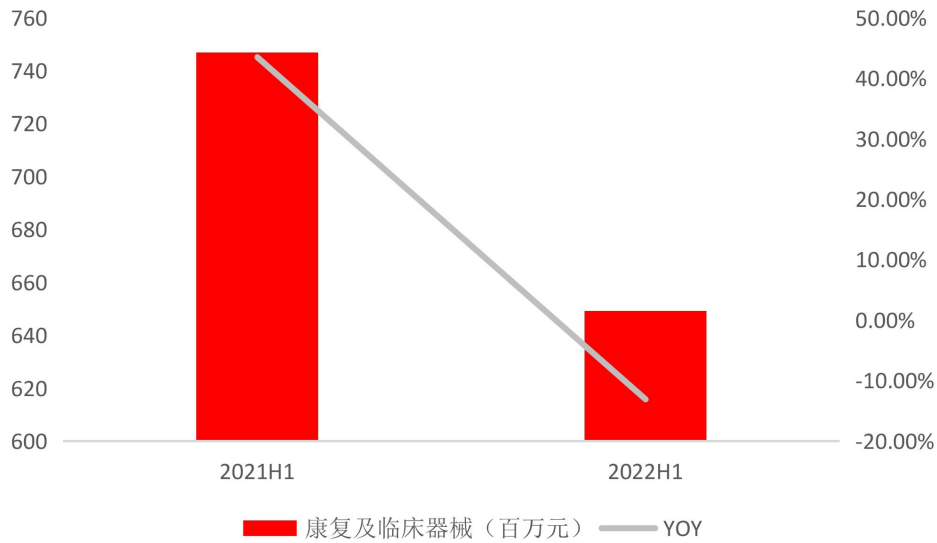


资料来源：公司官网，华通证券国际研究部

2.1.3. 康复与临床器械板块

“鱼跃”品牌康复类医疗器械产品已畅销多年，2021H1 营业收入 746.82 百万元，2022H1 营业收入 649.08 百万元，占公司总营业收入 18%。该板块经营稳定，虽受疫情反复影响，整体业务规模下降 13.09%，但其中轮椅类、针灸类产品业务较同期仍有一定增长。2021 年毛利率为 22.64%，随着更高端、更智能的康复产品的不断研发推出，相关业务毛利水平仍有提升空间。

图 20：2021H1-2022H1 康复及临床器械营业收入



资料来源：公司公告，华通证券国际研究部

公司“华佗”品牌历史悠久，针灸针等中医器械成长稳健，同时公司是针灸针 ISO/TC249 国际标准的起草者，这是中医药领域的首个 ISO 标准，也系我国起草的唯一医疗器械产品 ISO 国际标准。

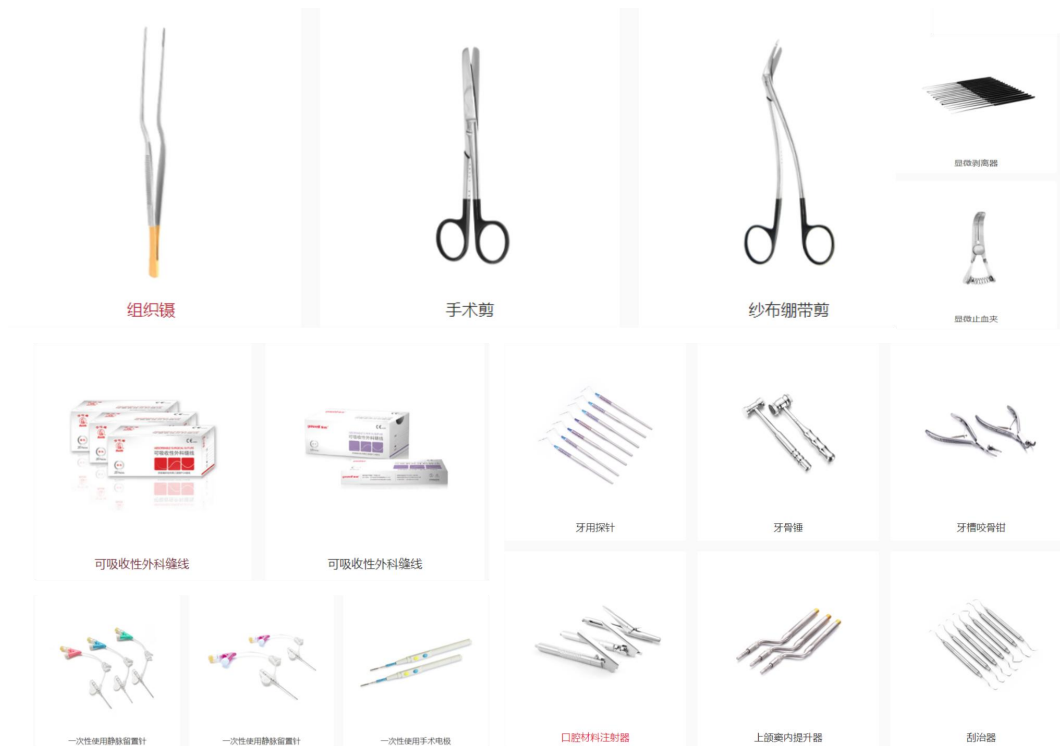
图 21：公司华佗产品



资料来源：公司官网，华通证券国际研究部

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。

图 22：公司金钟产品

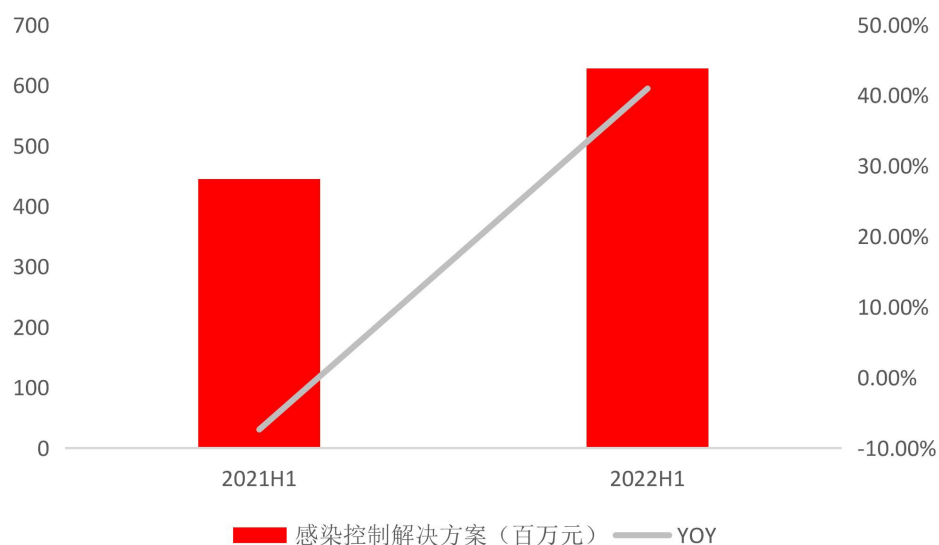


资料来源：公司官网，华通证券国际研究部

2.1.4. 感染控制业务板块

2021H1 营业收入 444.90 百万元，2022H1 营业收入 627.05 百万元，同期增长 40.94%。业务规模持续扩大，通过对国内地区性疫情需求的快速、高效响应，手卫及环境物表消毒增长尤为显著，院内外业务渠道加速拓宽。

图 23：2021H1-2022H1 感染控制营业收入



资料来源：公司公告，华通证券国际研究部

公司消毒感控业务涵盖人体消毒剂、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，其中“安尔碘”是皮肤消毒标注术语之一。自 2016 年公司收购上海中优以来，在鱼跃品牌及营销能力的加持下，其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，新冠疫情暴发后，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，在疫情期间的优异表现，推动其成为我国院内消毒感控第一品牌，同时在线上平台也保持着领先销量。随着民众感控意识的普遍提升，公共场所及院内感控消毒要求的不断升级，未来感控类市场的需求将会持续旺盛。

图 24：消毒感控产品

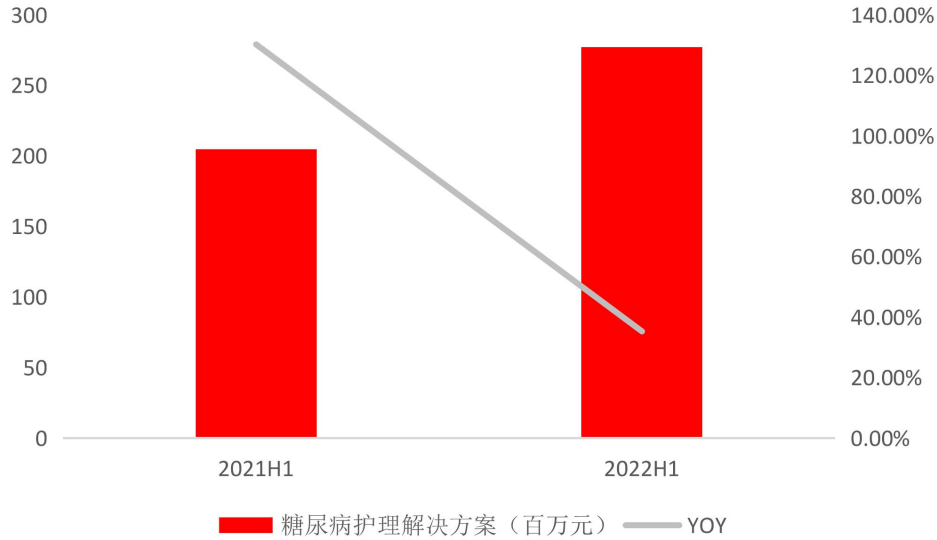


资料来源：公司官网，华通证券国际研究部

2.1.5. 糖尿病护理板块

2021H1 营业收入 204.57 百万元，2022H1 营业收入 276.77 百万元，同期增长 35.29%。随着公司产品实力及品牌影响力的不断增强，糖尿病护理市场基础不断夯实，用户数量持续攀升，整体业务将保持较快增速。

图 25：2021H1-2022H1 糖尿病护理营业收入



资料来源：公司公告，华通证券国际研究部

根据国际糖尿病联盟（IDF）发布的《全球糖尿病地图（第10版）》中显示：2021年全球糖尿病患者人数达5.37亿，中国是世界糖尿病病人最多的国家，成年患者超1.4亿人，相当于每8个人中就有1个糖尿病患者，约占全国人口总数的十分之一。糖尿病作为一种常见病、多发病，对人体的危害仅次于癌症。糖尿病可能导致心脏病、中风、肾损伤及神经损伤在内的潜在并发症，快速增长的糖尿病患者人群形成了巨大的血糖管理需求，随着经济的快速发展和人民健康意识的提升，糖尿病监测医疗器械市场规模将保持增长。

2021年，公司完成对浙江凯立特的股权收购，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，拥有成熟可靠的技术、生产系统与成熟的持续血糖监测产品。通过此次并购的成功实施，公司已推出“安耐糖”持续血糖监测产品。与传统指血血糖仪不同，持续血糖监测无需通过刺破手指采取血样，仅检测实时血糖指标。持续血糖监测通过24小时的连续监测组织液中的葡萄糖水平，可更全面地获得身体葡萄糖水平的趋势数据。相较于传统指血血糖仪在临床效果、舒适性、便携性、安全性方面具有较强优势。产品性能和功能的提升，增加了公司在未来市场的竞争力。

图 26：公司血糖仪产品

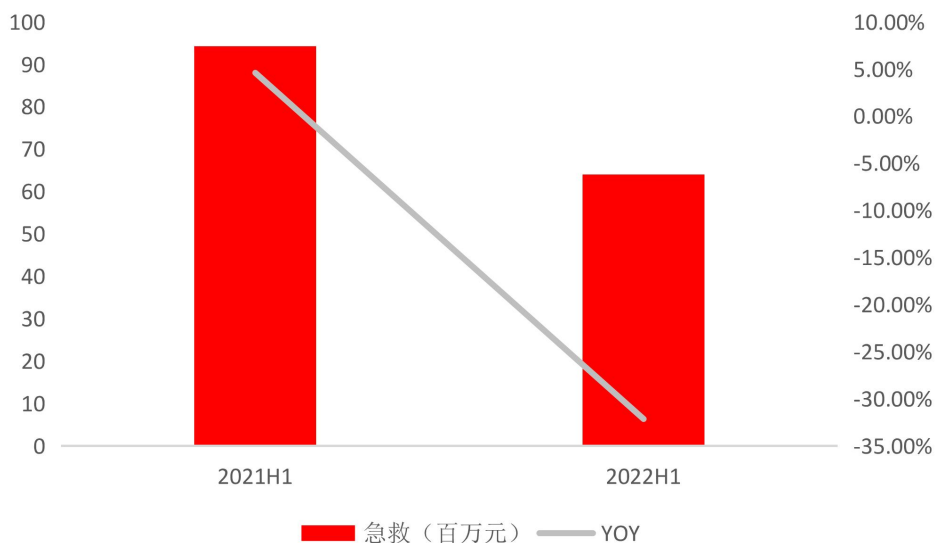


资料来源：公司官网，华通证券国际研究部

2.1.6. 急救业务板块

2021H1 营业收入 94.16 百万元，2022H1 营业收入 63.90 百万元，同期下降 32.14%，占总营收 2%。公司急救业务受海外生产端供应链限制，整体业务规模下降，作为公司孵化板块重要组成部分，公司将持续推动急救产品国产化进程，进一步实现急救板块的战略发展目标。

图 27：2021H1-2022H1 急救营业收入



资料来源：公司公告，华通证券国际研究部

抓住机遇，提高市场份额 根据国家心血管病中心发布的《中国心血管病报告 2019》估测，我国每年发生 54.4 万例心脏性猝死，而造成心脏性猝死的最大原因是心搏骤停。半自动体外心脏除颤器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。目前我国心脏除颤器保有量严重不足，相较发达国家有极大的差距。2017 年公司通过收购的德国普美康 Primedic 切入急救业务，其在医疗急救领域拥有 40 余年的经验，旗下心脏除颤器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。公司在推动海外市场的同时，普及国内市场，在公共场所进行设备铺设，未来几年，将是急救业务迅速发展的重要阶段。公司战略布局急救业务，抓住机遇，以强劲的产品竞争力获取更多的市场份额。

图 28：公司急救产品



资料来源：公司官网，华通证券国际研究部

2.1.7. 其他业务板块

2021H1 营业收入 26.04 百万元，2022H1 营业收入 26.77 百万元，同期增长 2.82%，占总营收 1%。2019 年，公司通过收购六六视觉，极大地丰富了公司在眼科器械细分领域的产品品类；投资参股江苏视准，并且同步推出公司“百乐纯”系列隐形眼镜产品，完成了对相关业务领域的初步布局。

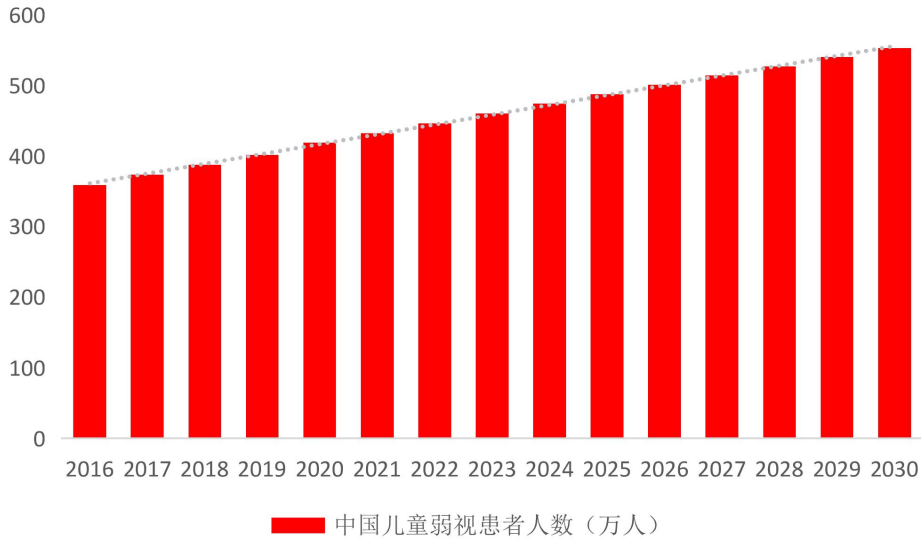
图 29：公司六六视觉产品



资料来源：公司官网，华通证券国际研究部

弱视常造成视力低下并影响双眼视功能，影响患者的生活、学习、心理健康以及职业选择。眼科疾病拥有庞大的患者群体基础，且患病率仍在提升，眼科相关医疗产品及用品前景广阔。从 2016 年到 2021 年，中国儿童弱视患者人数从 358.8 万增加到 432.0 万，复合年增长率为 3.8%。预计到 2025 年，中国儿童弱视患者总数将达到 487.2 万，2021-2025 年的复合年增长率为 3.1%，到 2030 年将达到 552.6 万，2025 年至 2030 年的复合年增长率为 2.6%。

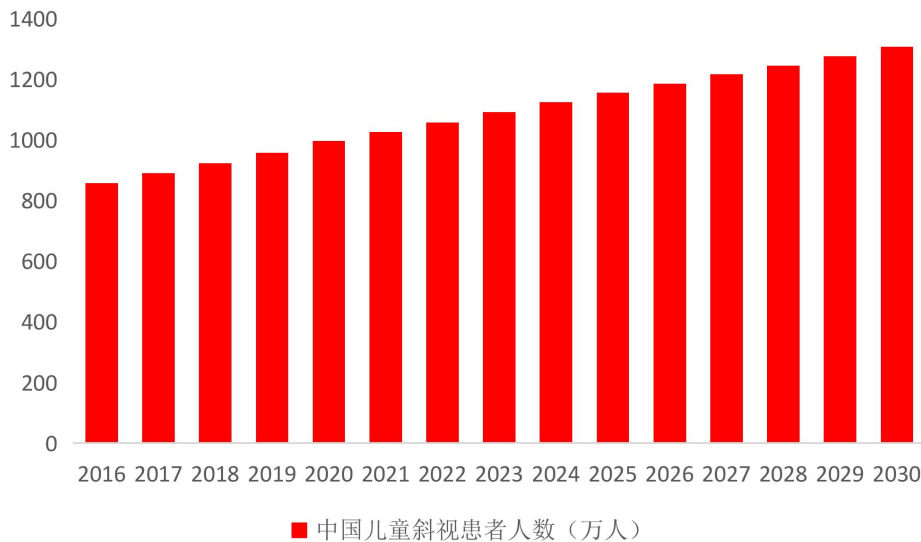
图 30：中国儿童弱视患者人数



资料来源：弗若斯特沙利文，华通证券国际研究部

从 2016 年到 2021 年，中国儿童斜视患者人数从 856.4 万增加到 1,025.1 万，复合年增长率为 3.7%。预计到 2025 年，中国儿童斜视患者总数将达到 1,154.9 万，2021-2025 年的复合年增长率为 3.0%，到 2030 年将达到 1,306.1 万，2025 年至 2030 年的复合年增长率为 2.5%。

图 31：中国儿童斜视患者人数



资料来源：弗若斯特沙利文，华通证券国际研究部

2.2. 公司核心竞争力

1、品牌优势持续增强

公司目前拥有“鱼跃 yuwell”、“洁芙柔”、“华佗 Hwato”、“金钟 JZ”、“安尔碘”、“普美康 PRIMEDIC”、“六六视觉”等几大主要品牌。经过多年的发展，公司品牌在行业内都具有较高知名度和影响力。

图 32：公司主要品牌展示



资料来源：公司官网，华通证券国际研究部

2、产品结构优势

鱼跃医疗产品众多、覆盖面广。公司拥有产品品类达 600 多种，产品规格近万个。覆盖多领域的产品结构，给予公司通过组合式销售，营销渠道的协同性拓展，共同性市场推广等多种方式不断提升公司产品的竞争力；另一方面多品类的产品结构，也给公司带来了较强的风险抵抗能力与应对各种突发市场状况的较快响应速度，有效保持公司在医疗器械行业的整体竞争能力。

3、营销体系优势

经过多年的发展，鱼跃已建立了一套专业的营销体系。公司拥有超过 1000 人的渠道、终端线上及海外营销团队，多个区域服务中心，公司在各主要电子商务平台均设立有品牌旗舰店，直营能力不断加强，各线上平台营销推广均处于行业领先地位，海外业务经疫情催化后营销能力持续提升。线上线下、院内院外、海外区域多级分类营销系统的不断完善，让鱼跃的体系要素更加健全，系统优势更加明显。

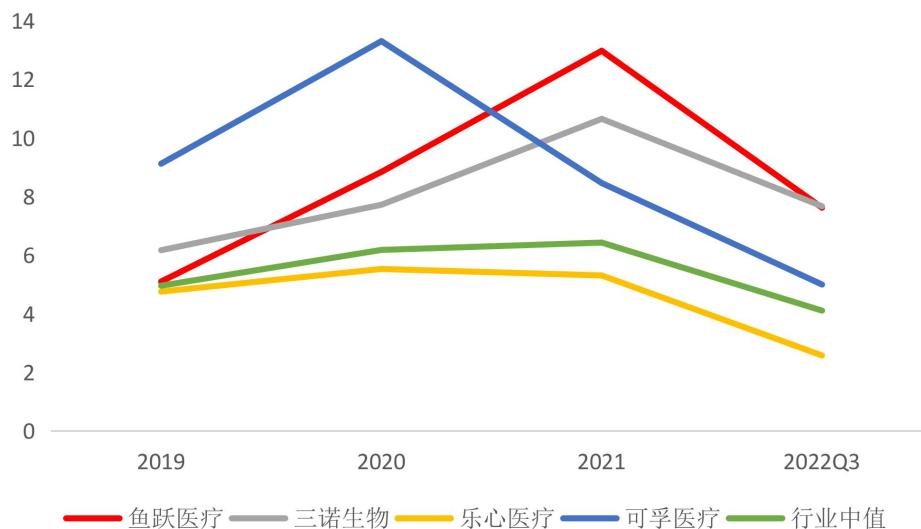
4、自主创新优势

鱼跃医疗一直重视研发，研发体系和研发团队建设不断健全。经过多年发展，公司在德国图特林根、中国台北、上海、南京、苏州、西藏及丹阳设立有研发中心，同时各研发中心以市场和用户需求为导向，灵活调整已有产品功能与技术要求并通过自主研发、合作研发等方式不断提高创新能力，加强新品的立项研发和老产品技术改造。另外，公司通过外延式并购良好整合，将产业成功延伸到中医器械、手术器械、医疗急救设备、医院消毒感控产品及服务、眼部健康与眼科器械、持续血糖检测等领域。

2.3. 公司与可比公司及行业中值比较分析

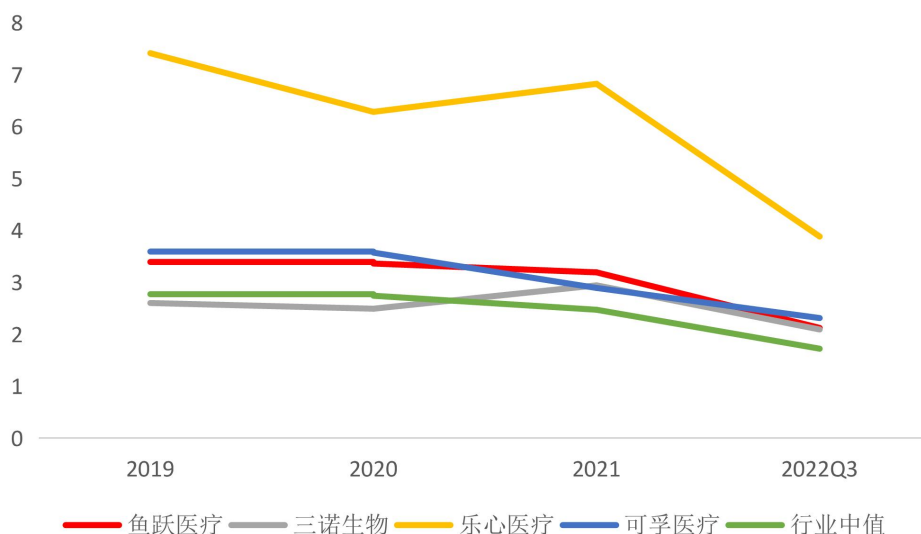
2021年，公司应收账款周转率为12.97，行业中值为4.11，处于行业领先地位，应收账款周转率越高，代表公司营业收入的资金回笼效率越高，资产的流动性也就越高，短期偿债能力也就越强。2021年，公司存货周转率为3.19，行业中值为1.72，公司存货周转率虽高于行业中值，但低于乐心医疗6.82，存货资产变现能力还有一定的上升空间。

图 33：2019-2022Q3 应收账款周转率对比



资料来源：同花顺 FinD，华通证券国际研究部

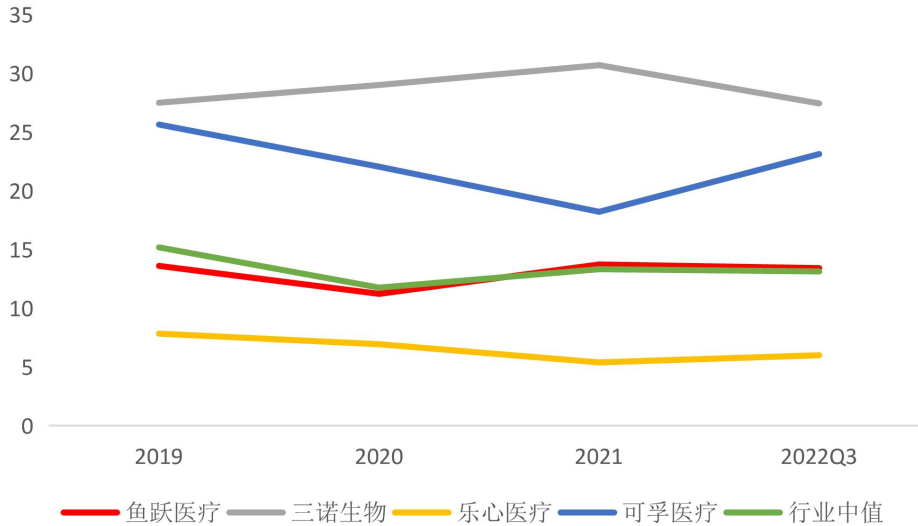
图 34：2019-2022Q3 存货周转率对比



资料来源：同花顺 FinD，华通证券国际研究部

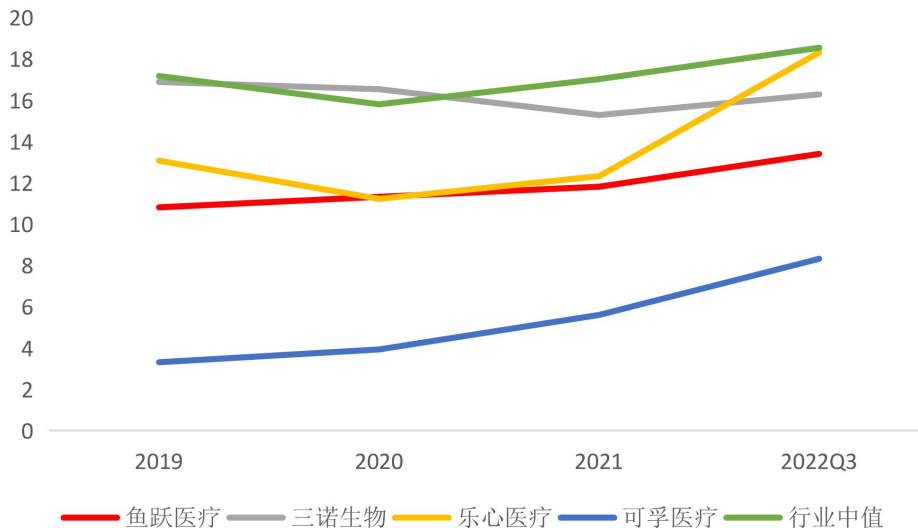
2021年，公司销售费用率为13.71%，行业中值为13.31%，公司销售费用率处于行业平均位置，近几年波动不大。管理费用率为11.81%，行业中值为17.02%，近年来，公司不断提倡降本增效，因此，管理费用率明显优于大多数可比公司和行业中值。

图 35：2019-2022Q3 销售费用率对比



资料来源：同花顺 FinD，华通证券国际研究部

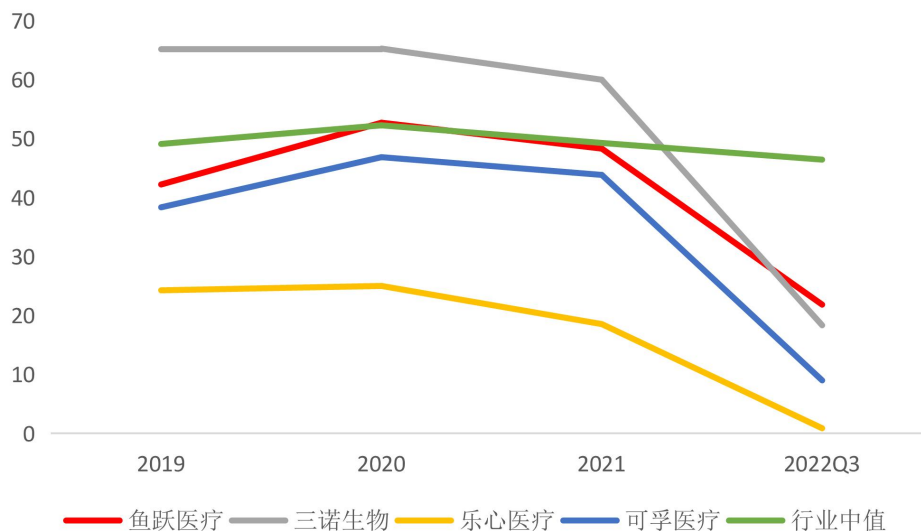
图 36：2019-2022Q3 管理费用率对比



资料来源：同花顺 FinD，华通证券国际研究部

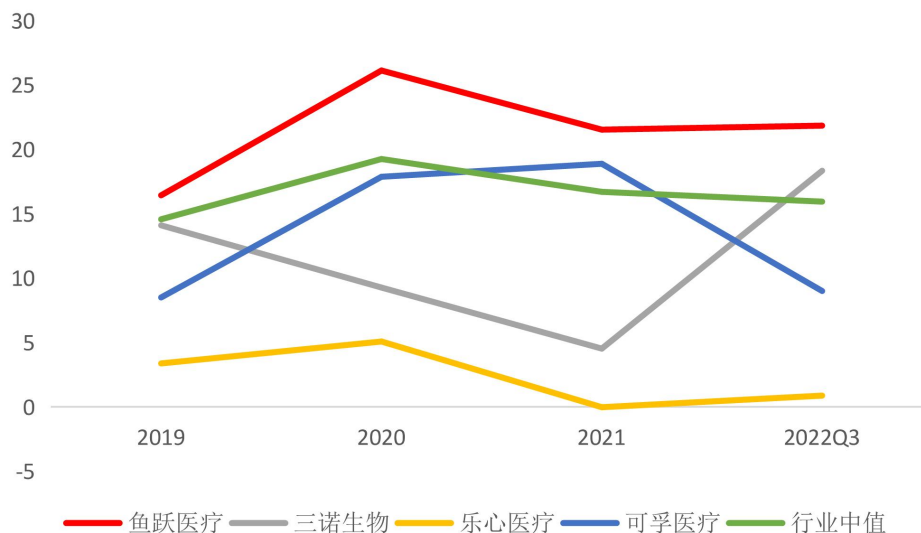
2019-2021 年公司毛利率分别为 42.21%、52.68%、48.29%，从 2019 年以来公司通过严格可靠的成本管理手段与供应链体系，实现精益化成果，毛利率从 2019 年 42.21% 提高到 2021 年的 48.28%。2019-2021 年公司净利率分别为 16.43%、26.12%、21.53%，行业中值分别为 14.57%、19.25%、16.7%。公司不断提倡降本增效，让公司在销售净利率处于行业领先地位。

图 37：2019-2022Q3 销售毛利率对比



资料来源：同花顺 FinD，华通证券国际研究部

图 38：2019-2022Q3 销售净利率对比



资料来源：同花顺 FinD，华通证券国际研究部



2.4. 盈利预测

公司主要业务分为七大板块：呼吸治疗解决方案、家用类电子检测及体外诊断、康复及临床器械、糖尿病护理解决方案、感染控制解决方案、急救、其他业务收入。

1、呼吸治疗解决方案

由于 2020-2021 年处于高基数增长，海外订单爆发式增长，2022 年从前三季度数据来看，处于较停滞的阶段，预计收入下降 15%，受疫情影响，特别是随着我国疫情的“放开”，该板块在 2023-2024 年有较大可能复制 2020 年、2021 年的海外订单增长趋势，预计分别增长 16% 和 10%。

2、家用类电子检测及体外诊断

受疫情影响，2020 年高基数增长后，2021 年疫情缓解增长下降 18.11%，随着我国疫情的“放开”，预计将恢复稳定增长，2022-2024 年预计增长率 8%、15%、12%。

3、康复及临床器械

2021 年增长率为 13.35%，预计 2022-2024 年保持稳定增长率。

4、感染控制解决方案

该板块涵盖人体消毒剂、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，且具有较强的品牌影响力，受疫情影响，消毒产品仍是刚需，预计 2022-2024 年增长率为 10%、20%、15%。

5、糖尿病护理解决方案

随着公司产品实力及品牌影响力的不断增强，糖尿病护理市场基础不断夯实，用户数量持续攀升，整体业务将保持较快增速，预计 2022-2024 年增长率为 40%、30%、30%。

6、急救

2022 年前三季度，公司急救业务受海外生产端供应链限制，整体业务规模下降，未来几年将是急救业务迅速发展的重要阶段，预计 2022-2024 年增长率为-18%、15%、10%。

7、其他业务收入

2021 年增长率为 5.4%，预计 2022-2024 年保持稳定增长率。



表 1：盈利预测

单位：亿元	2021A	2022E	2023E	2024E
总收入	6,894.31	7,022.76	8,213.87	9,345.72
YOY	2.51%	1.86%	16.96%	13.78%
毛利	48.47%	47.97%	48.50%	48.73%
呼吸治疗解决方案	2,622.79	2,229.37	2,586.07	2,844.68
YOY	16.04%	-15%	16%	10%
毛利	55.43%	55.50%	56.00%	56.00%
家用类电子检测及体外诊断	1,447.56	1,563.36	1,797.87	2,013.61
YOY	-18.11%	8%	15%	12%
毛利	50.53%	50.53%	50.53%	50.53%
康复及临床器械	1,227.92	1,391.85	1,577.66	1,788.28
YOY	13.35%	13%	13%	13%
毛利	22.64%	23.00%	23.00%	23.00%
感染控制解决方案	893.27	982.60	1,179.12	1,355.98
YOY	-6.03%	10%	20%	15%
毛利	54.46%	55.00%	55.00%	55.00%
糖尿病护理解决方案	456.53	639.14	830.88	1,080.15
YOY	70.10%	40%	30%	30%
毛利	65.48%	66.00%	66.00%	66.00%
急救	183.05	150.10	172.62	189.88
YOY	2.69%	-18%	15%	10%
毛利	34.18%	35.00%	35.00%	35.00%
其他业务收入	63.18	66.34	69.66	73.14
YOY	5.40%	5%	5%	5%
毛利	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%

资料来源：公司公告，华通证券国际研究部

3. 2022-2024 年公司整体业绩预测

参考公司过往三年一期的期间费用率趋势，我们预测 2022 年-2024 年公司销售费用率为 13%，研发费用率分别为 6.11%/6.13%/6.12%，管理费用率保持在 5.64%。

综上，预测 2022 年-2024 年公司归母净利润分别为 1,473.39/1,739.23/1,981.97 百万元，同比增长为-0.61%/18.04%/13.96%；摊薄 EPS 分别为 1.47/1.73/1.98 元/股。（公司预测期间详细财务报表和主要指标资料请见报告正文末附表）。

4. 公司估值分析

4.1. P/E 模型估值

2023 年 1 月 12 日鱼跃医疗 P/E(TTM) 为 24.81，距离近 36 个月以来的最高点 50.78，已经大幅回撤 51.14%。

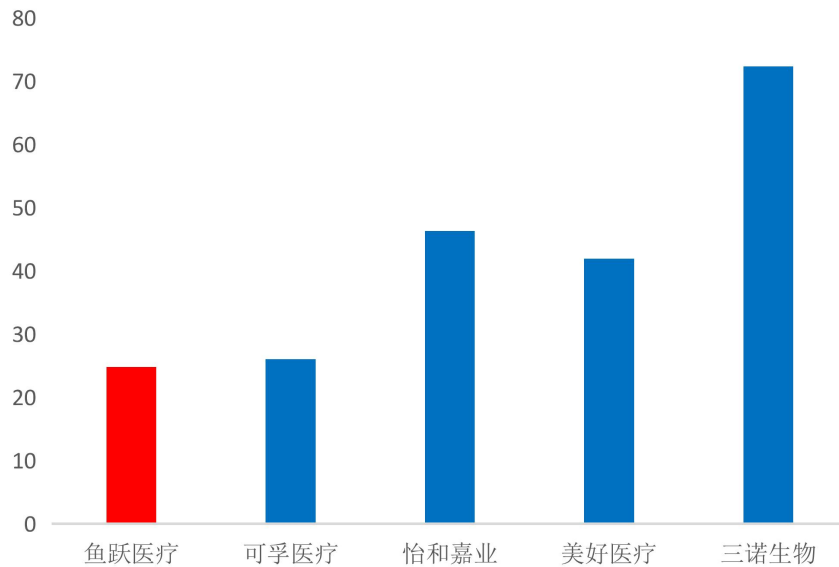
图 39: 鱼跃医疗 P/E(TTM)



资料来源: 同花顺 iFinD, 华通证券国际研究部

2023 年 1 月 12 日鱼跃医疗 P/E(TTM) 为 24.81, 从同期可比公司 P/E(TTM) 上看, 公司目前估值低于其他可比公司。

图 40: 可比公司 P/E (TTM)



资料来源: 同花顺 FinD, 华通证券国际研究部

我们预计公司 2022-2024 年对应的 EPS 分别为 1.47/1.73/1.98 元/股, 综合考虑公司业绩的成长性, 我们给予公司 2022 年 PE 估值 22X-24X, 对应每股合理估值区间在 32.34-35.28 元/股之间。

表 2: 可比公司 PE (倍) 估值表



代码	证券简称	最新收盘价(元)	每股收益(元)				市盈率			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
300298	三诺生物	35.10	0.1916	0.7490	0.8508	1.0281	184.11	46.86	41.25	34.14
301087	可孚医疗	36.39	3.3900	1.8131	2.2472	2.6836	17.69	20.07	16.19	13.56
301363	美好医疗	41.30	0.8600	1.0300	1.3100	1.7000	54.16	40.11	31.56	24.29
301367	怡和嘉业	214.42	3.0400	5.6500	7.6525	9.6350	94.20	37.16	27.46	21.80
行业均值							55.35	32.45	25.07	19.88

资料来源：同花顺 FinD，华通证券国际研究部

4.2. PEG 模型

根据 2022 年-2024 年业绩预测，计算得到 2022 年 PEG 分别为 1.19。三诺生物和美好医疗分别为 3.45 和 1.48。鱼跃医疗 PEG 低于可比公司。因此，我们认为市场对公司技术研发创造力及品牌力略有低估。

4.3. DCF 模型

我们以预测的 2022-2024 年 EPS 分别为 1.47/1.73/1.98 为基础，根据以下假设，进行绝对估值测算，对应每股合理的内在价值为 34.42 元/股。

表 3：DCF 模型预测

模型	折现率	永续增长率	预测期现值	永续期现值	总现值
组合一	8.00%	2.00%	4.42	26.72	31.14
组合二	8.00%	3.00%	4.42	32.38	36.79
组合三	8.00%	4.00%	4.42	40.87	45.28
组合四	9.00%	2.00%	4.33	22.28	26.61
组合五	9.00%	3.00%	4.33	26.25	30.58
组合六	9.00%	4.00%	4.33	31.80	36.14
平均					34.42

资料来源：同花顺 FinD，华通证券国际研究部

5. 公司未来六个月内投资建议

5.1. 公司股价催化剂分析

政策大力支持，行业黄金发展期，前景可期 二十大报告中指出，推进健康中国建设，把保障人民健康放在优先发展的战略位置。国家高度重视未来医疗器械产业的发展，十四五规划将高端医疗设备作为医疗器械产业的重点发展领域之一。近年来我国相继出台规划、指导措施等一系列扶持政策，在进一步加强临床试验监督管理与科学监管研究，优化改革医疗器械审评审批制度并积极牵头进行医疗器械监管的国际合作，不断促进医疗器械产业健康且高效发展。未来我国医疗器械行业面临的机遇远大于挑战。

疫情催化扩大疫情相关产品市场 随着我国疫情的“放开”，呼吸机、血氧仪、消毒计等疫情相关产品需求量将呈现爆发式增长。公司作为医疗器械龙头企业，在行业内具有较强品牌

力及影响力，需求更向龙头企业靠拢。未来公司疫情相关产品有较大可能复制 2020 年、2021 年的海外订单增长趋势。

合作抗疫，扩大鱼跃雾化机市场 2022 年 12 月 7 日，公司与前沿生物达成合作并签署了《战略合作协议》。采用雾化治疗将药物输送到达靶向部位，与其他给药方式相比，可达到较高的局部药物浓度，避免全身不良作用。此次战略合作具有重大意义，同时也将进一步扩大鱼跃雾化机市场。

5.2. 公司六个月内的目标价

根据前述对于公司合理估值测算，结合股价催化剂因素，我们给予公司六个月内的目标价为 34.5 元/股，对应 2022 年 P/E 为 23X。以 2023 年 1 月 12 日 A 股收盘价为基准，公司股价距离六个月内的目标仍有 8% 的上涨空间。

6. 公司投资评级

根据公司业绩预测、合理估值水平、六个月内的目标价、基准指数的波动预期，我们给予公司“推荐（首次）”的投资评级。

华通证券国际投资评级说明

投资评级	说明
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 15% 以上
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 5%-15%
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于基准指数 ±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于基准指数 5% 以上
基准指数说明：A 股—主板基准为沪深 300 指数、创业板基准为创业板指、科创板基准为科创 50 指数、北交所基准为北证 50 指数；港股基准为恒生指数；美股基准为标普 500 指数。	

附表：财务报表预测与主要财务比率（单位：百万元）

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,393.58	3,994.07	5,769.34	7,711.44
应收票据及账款	783.77	798.37	933.78	1,062.45
预付账款	42.30	43.09	50.39	57.34
其他应收款	35.02	35.67	41.72	47.47
存货	1,265.54	1,297.00	1,501.51	1,700.78
其他流动资产	2,344.23	2,345.40	2,356.28	2,366.63
流动资产总计	6,864.43	8,513.60	10,653.02	12,946.10
长期股权投资	218.75	226.56	234.36	242.17
固定资产	1,983.15	1,675.49	1,367.28	1,058.50
在建工程	21.64	18.03	14.43	10.82
无形资产	633.89	528.24	422.59	316.95
长期待摊费用	64.80	32.40	0.00	0.00
其他非流动资产	2,211.21	2,198.48	2,185.75	2,173.02
非流动资产合计	5,133.43	4,679.20	4,224.40	3,801.44
资产总计	11,997.86	13,192.80	14,877.42	16,747.54
短期借款	25.03	0.00	0.00	0.00
应付票据及账款	975.94	1,000.21	1,157.91	1,311.58
其他流动负债	829.07	846.84	983.31	1,115.23
流动负债合计	1,830.04	1,847.05	2,141.22	2,426.81
长期借款	1,475.28	1,475.28	1,475.28	1,475.28
其他非流动负债	262.90	262.90	262.90	262.90
非流动负债合计	1,738.18	1,738.18	1,738.18	1,738.18
负债合计	3,568.22	3,585.23	3,879.40	4,164.99
股本	1,002.48	1,002.48	1,002.48	1,002.48
资本公积	1,766.20	1,766.20	1,766.20	1,766.20
留存收益	5,503.44	6,679.77	8,068.35	9,650.74
归属母公司权益	8,272.11	9,448.45	10,837.03	12,419.42
少数股东权益	157.52	159.12	161.00	163.14
股东权益合计	8,429.64	9,607.57	10,998.03	12,582.55
负债和股东权益合计	11,997.86	13,192.80	14,877.42	16,747.54

现金流量表

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
税后经营利润	1,484.02	1,268.19	1,534.31	1,777.32
折旧与摊销	228.54	462.04	462.60	430.77
财务费用	-8.64	60.92	54.46	47.96
投资损失	-115.83	-115.83	-115.83	-115.83
营运资金变动	-465.27	-6.64	-69.99	-65.39
其他经营现金流	63.18	234.86	234.86	234.86
经营性现金净流量	1,185.99	1,903.53	2,100.42	2,309.69
资本支出	261.86	0.00	0.00	0.00
长期投资	-2,124.79	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	557.93	79.96	79.96	79.96
投资性现金净流量	-1,828.72	79.96	79.96	79.96
短期借款	-615.47	-25.03	0.00	0.00
长期借款	1,475.28	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-17.81	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-67.28	-357.97	-405.11	-447.55
筹资性现金净流量	774.70	-383.00	-405.11	-447.55
现金流量净额	104.16	1,600.49	1,775.27	1,942.10

数据来源：公司公告，华通证券国际研究部

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	6,894.31	7,022.76	8,213.87	9,345.72
营业成本	3,565.30	3,653.94	4,230.07	4,791.45
税金及附加	66.13	67.36	78.78	89.64
销售费用	945.01	912.96	1,067.80	1,214.94
管理费用	388.60	395.84	462.97	526.77
研发费用	425.67	428.82	503.41	572.07
财务费用	-8.64	60.92	54.46	47.96
资产减值损失	-20.63	-21.02	-24.58	-27.97
信用减值损失	-27.08	-27.59	-32.27	-36.71
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	115.83	115.83	115.83	115.83
公允价值变动损益	2.17	2.00	2.00	2.00
资产处置收益	0.29	0.29	0.29	0.29
其他收益	105.23	105.23	105.23	105.23
营业利润	1,688.05	1,677.68	1,982.86	2,261.54
营业外收入	18.90	18.90	18.90	18.90
营业外支出	5.10	5.10	5.10	5.10
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1,701.84	1,691.48	1,996.66	2,275.34
所得税	217.82	216.49	255.55	291.22
净利润	1,484.02	1,474.98	1,741.11	1,984.12
少数股东损益	1.60	1.59	1.88	2.14
归属母公司股东净利润	1,482.42	1,473.39	1,739.23	1,981.97
EBITDA	1,921.74	2,214.43	2,513.73	2,754.07
NOPLAT	1,462.32	1,514.08	1,774.57	2,011.91
EPS(元)	1.48	1.47	1.73	1.98

主要财务比率

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营收增长率	2.51%	1.86%	16.96%	13.78%
营业利润增长率	-16.00%	-0.61%	18.19%	14.05%
EBIT增长率	-21.12%	3.50%	17.05%	13.27%
EBITDA增长率	-18.59%	15.23%	13.52%	9.56%
归母净利润增长率	-15.73%	-0.61%	18.04%	13.96%
经营现金流增长率	-58.10%	60.50%	10.34%	9.96%
盈利能力				
毛利率	48.29%	47.97%	48.50%	48.73%
净利率	21.53%	21.00%	21.20%	21.23%
营业利润率	24.48%	23.89%	24.14%	24.20%
ROE	17.92%	15.59%	16.05%	15.96%
ROA	12.36%	11.17%	11.69%	11.83%
ROIC	30.45%	29.16%	37.30%	44.80%
估值倍数				
P/E	21.17	21.30	18.05	15.84
P/S	4.55	4.47	3.82	3.36
P/B	3.79	3.32	2.90	2.53
股息率	0.95%	0.95%	1.12%	1.27%
EV/EBIT	20.56	15.23	12.21	9.99
EV/EBITDA	18.12	12.06	9.96	8.43
EV/NOPLAT	23.81	17.63	14.11	11.54



法律声明及风险提示

1. 本报告由华通证券国际有限公司（以下简称“本公司”）在香港制作及发布。华通证券国际有限公司系33年老牌券商，拥有香港证监会颁发的1/4/5/9号牌照。
2. 本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
3. 在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。
4. 本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。
5. 本公司会适时更新公司的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。
6. 本报告中的信息均来源于公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。
7. 在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。
8. 本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。
9. 本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华通证券研究部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。