

鱼跃医疗 (002223.SZ)

公司报告 | 首次评级报告

张嘉英
医疗器械研究员

2026年2月2日

基本信息

所属行业	医疗健康
当前股价	39.9
总市值	399.99 亿
PE-TTM	22.99
PB-MRQ	2.96

估值结果

价值	356.96 亿
DDM 估值	上行空间 -11%
状态	合理估值
价值	380.14 亿
动态估值	上行空间 -5.0%
状态	合理估值

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

鱼跃医疗是国内领先的医疗器械制造商。公司聚焦康复护理、呼吸治疗、血糖监测等领域，产品涵盖制氧机、血压计、AED等品类，通过收购华润万东、德国普美康、凯立特等企业拓展急救、消毒感控、眼科器械及动态血糖监测业务。

公司的护城河良好，多年来在各项产品线完善布局线上线下渠道，塑造了令人信赖的家用医疗器械品牌形象。公司的产业格局良好，随着家用医疗器械的行业竞争加剧，未来市场预计将逐步向头部聚集，利好鱼跃医疗。公司的成长空间一般，未来随着各种类型家用医械的市场逐步走向成熟，各产品的增长将逐步放缓，维持稳定增长。公司的盈利趋势一般，由于市场逐步成熟，随着产品的竞争加剧、性价比竞争扩大化，未来公司各产品的利润率或将小幅下滑。

若以公司未来核心产品市占率达到稳态为基准测算，结合国内外市场空间的增量假设进行合理分析，可得出结论：当前公司估值基本处在合理水平。

我们区别于市场的观点

市场普遍认为，基于国内老龄化加剧的未来形势，家用医疗器械具备较高的增长潜力，对公司各项核心业务的未来业绩倾向于高增长估计。我们结合目前行业竞争的激烈程度以及单项业务的增长天花板估算，认为鱼跃医疗未来的盈利能力将保持相对稳定的低速增长，因此对公司估值做出相对保守估计。

风险提示

受当前国内下游消费意愿不足影响，公司所处家用医疗器械行业需求或将面临收缩，公司未来营收存在增长低于预期风险。当前公司在线上及线下渠道均有布局，未来面向C端的医械销售模式可能发生变革，公司当前销售布局或将面临大规模调整压力，进而影响公司业绩表现。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	5
3.1 研发强度	5
3.2 营销强度	5
3.3 整体供应链集中度	5
4. 历史经营绩效	6
4.1 历史盈利能力	6
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	7
4.4 股东回报评级	7
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	8
5.3 产业格局	9
5.4 护城河	10
6. 公司估值	11
6.1 核心假设及逻辑	12
6.2 动态估值	15
6.3 DDM估值	16
6.4 估值确定性	16

图表目录

图1：预测2025年收入占比	3
图2：预测2025年毛利占比	3
图3：近年公司盈利能力趋势图	4
图4：近年公司历史成长能力趋势图	4
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	5
图6：近年股东回报能力趋势图	5
表1：护城河详解表	9
表2：公司整体业绩预测	12
表3：公司分业务业绩预测	12
表4：公司整体及分业务动态估值	13
表5：公司整体及分业务DDM估值	14

1. 基本信息

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；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。公司同时具有以POCT、AED为代表的高潜力业务。

2. 业务介绍

对于鱼跃医疗公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

呼吸治疗解决方案：

呼吸治疗解决方案主要包含呼吸机及制氧机两大业务。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。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。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。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。

我们对该业务的市场界定为面向国内外市场的呼吸治疗产品业务。

感控产品：

即感染控制业务，主要由鱼跃医疗全资子公司上海中优负责。公司产品涵盖人体消毒剂、医疗器械消毒剂、环境物体消毒剂及消毒配套器材等领域，包括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，上海中优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能力，在疫情期间成为国务院联防联控医疗物资保障组征用产品，推动其成为我国院内消毒感控第一品牌。

我们对该业务的市场界定为面向国内外市场的全类别感控产品。

血糖管理：

血糖管理为用于糖尿病监测的医疗器械。目前市场中糖尿病监测医疗器械可分为传统指血血糖仪（BGM）、持续血糖监测系统（CGM）及其他器械（生化分析仪器等），公司主要涉及BGM和CGM两类。目前国内市场中血糖检测产品主要为传统指血血糖仪，即通过刺破手指采取血样，使用一次性试纸放入血糖仪，检测实时血糖指标。2021年，公司完成了对浙江凯立特的股权收购，凯立特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，通过该收购，公司布局CGM领域，完善公司在糖尿病赛道的业务布局。

我们对该业务的市场界定为面向国内外市场的传统指血血糖仪和持续血糖监测系统。

POCT：

POCT设备是指用于即时检验（Point-of-Care Testing）的便携式仪器，能够在患者旁边或采样现场快速进行分析，省去标本复杂的处理程序，及时提供检验结果。此处为公司销售的除血糖仪以外的所有小型化快速检测设备。

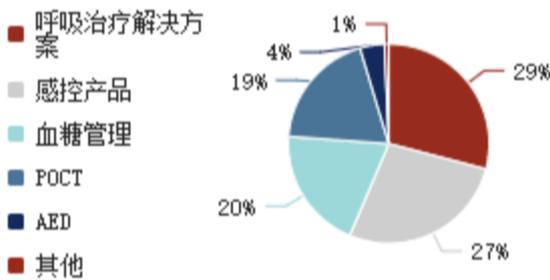
我们对该业务的市场界定为面向国内外市场的各类POCT 设备。

AED：

根据《中国心血管健康与疾病报告2023》，我国每年约有54.4万人死于心源性猝死，其中87.7%致死案例发生在医院外，对于心脏骤停的患者，4分钟内进行复苏者有一半的几率被救活，又称“黄金4分钟”，心脏骤停4分钟后，脑细胞就会出现不可逆的损害。AED（自动体外除颤器）是一种便携式、易于操作、用于患者心脏骤停后的早期除颤急救设备，对心脏骤停患者在1分钟内实施心肺复苏，3至5分钟内进行AED除颤，可使心脏骤停患者存活率达到50%至70%，可帮助患者牢牢把握住“黄金4分钟”。

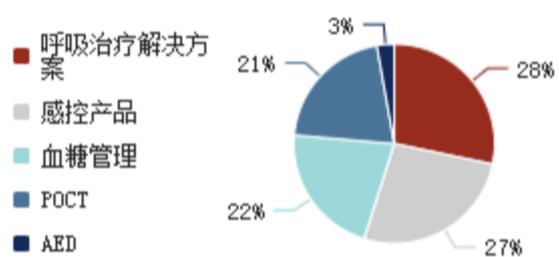
我们对该业务的市场界定为面向国内外市场的AED 设备。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

鱼跃医疗作为国内家用医疗器械的龙头，主要面向下游消费者提供各种类型的家用医疗器械盈利。公司多业务线齐头并进，均相当注重宣传以营造较高的品牌知名度与良好的市场口碑。公司多项种子业务具备优秀潜力，对持续的研发投入有较高需求。

3.1 研发强度



公司各项种子业务产品线需要持续高强度的研发投入，既有产品也需要及时更新换代以维持竞争力。因此公司研发强度较高。2024年公司研发费率7.23%，相较往年有所提升。

3.2 营销强度



公司作为家用医疗器械的行业龙头，需要依靠便捷的渠道提升销售效率，因此在平台费用及广告费用上投入较高。2024年，公司销售费率达到17.99%，相较2023年的13.77%显著提升。公司营销强度较高，对营销的重视程度逐年增加。

3.3 整体供应链集中度



公司上游由各种类型的材料供应商构成，受公司业务多样性影响，整体供应链集中度较低。

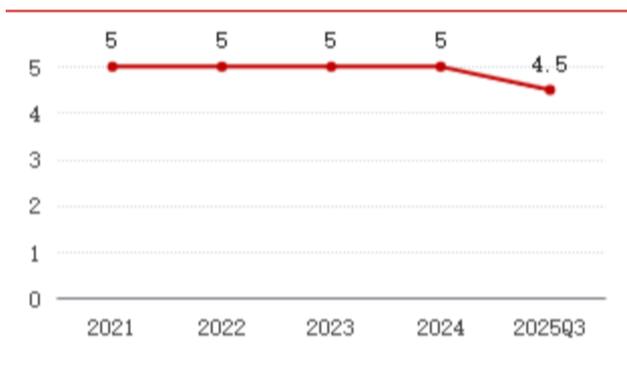
4. 历史经营绩效

鱼跃医疗作为家用医疗器械行业龙头，近年来持续并购扩张业务范围，选取优质业务重点培养，整体盈利能力较强。由于行业竞争加剧，既有业务增量受限，公司成长能力有所下滑。公司现金流维护良好，占款能力强，业务控制力很好。公司往年股东回报评级较为优秀。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3: 近年公司盈利能力趋势图



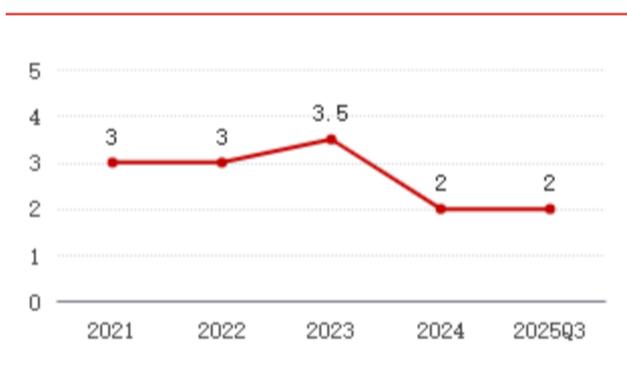
数据来源: 公司财报, 壹评级

公司盈利能力长期处于优秀水平。从近年财务数据看，公司2022年至2024年三年营业利润率分别为25.93%、36.30%和25.53%，显著高于行业平均水平。公司盈利能力优秀，除2024年受行业需求收缩影响，略有下滑。

4.2 历史成长能力

★★★☆☆

图4: 近年公司历史成长能力趋势图



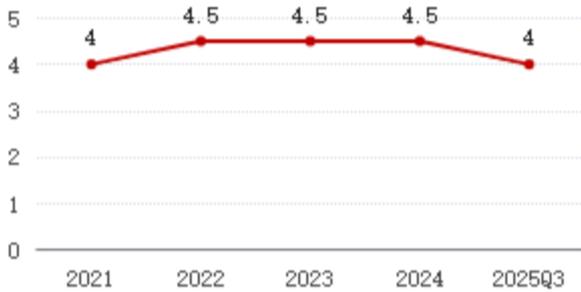
数据来源: 公司财报, 壹评级

从公司往期表现分析，公司成长能力从2020年疫情开始以后即出现下滑趋势。主要是由于疫情导致消费需求收缩影响了公司业绩。2022年至2024年，公司营收增速分别为3.01%、12.25%和-5.09%。2023年公司曾短暂扭转业绩表现，但在2024年又承压，成长能力不佳。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5: 近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



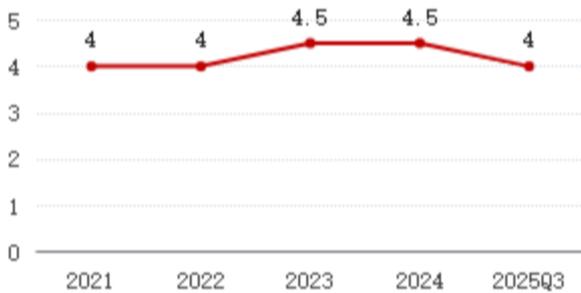
数据来源: 公司财报, 壹评级

公司历年经营性现金流表现良好, 经营性现金流/营业总收入在2022年至2024年分别为32.46%、26.68%和24.01%。公司占款能力良好, 净占款占总资产比重在2022年至2024年分别为6.34%、6.38%和5.45%, 显著高于行业平均水平。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6: 近年股东回报能力趋势图



数据来源: 公司财报, 壹评级

公司ROE表现优秀, 2022年至2024年, 公司扣非ROE分别为13.73%、17.2%和11.44%, 显著高于行业平均水平。公司股东回报评级优秀。

5. 四维评级

鱼跃医疗是国内家用医疗器械的行业龙头。多年来, 公司持续并购优秀企业, 聚焦核心业务持续壮大体量。近年来, 公司依托线上网店和线下经销网店的形式, 保障了便捷的销售渠道。同时依靠广告宣传, 提升了品牌知名度, 构建起优秀的品牌护城河。从家用医疗器械市场的角度, 随着行业竞争日趋激烈, 未来具有较高利润率的头部企业将会获得更强的相对优势, 从而有利于公司获取更高的市占率。

另一方面, 由于各项业务的竞争未来将会趋于饱和, 公司的成长空间受限, 未来业绩增长或将放缓, 成长空间一般。此外, 公司产品线毛利率也将随着性价比竞争而逐步降低, 未来盈利趋势一般。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司业务的成长空间依赖于各项业务的市场规模与市占率增长提升。当前公司所处行业竞争激烈, 家用医械业务的增量高度依赖居民消费水平的提升和医疗健康意识的增强。因此在消费需求收缩的大背景下, 公司的成长能力一般。

呼吸治疗解决方案(3.5星):

公司呼吸治疗解决方案未来五年CAGR预期约为8%。该业务的增长依赖于呼吸机和制氧机等设备市场规模的增长以及公司产品市占率的提升。由于呼吸治疗产品类型当前仍存有较大的增长空间，该业务的成长性较好。

感控产品(2.5星):

感控产品未来五年CAGR预期约为8.95%。该业务的业绩增速由于行业需求见顶，在长期视角下将会出现明显下滑，增速降低至大约1.53%。感控产品的类型较多，单一产品的市场空间有限，主要依靠拓宽产品类别维持增量，长期看种类增量有限。因此，该业务的成长性一般。

血糖管理(2.5星):

血糖管理业务未来五年CAGR预期为9.4%。该业务的业绩增速由于行业需求见顶，在长期视角下将会出现明显下滑，增速降低至大约1.92%。血糖管理产品主要为血糖仪，在消费群体的普及率短期内将有提升。而由于长期角度看，糖尿病等疾病的发病率相对稳定，因此在达到一定规模以后，产品增长将趋缓，业务成长性一般。

POCT(2.5星):

POCT业务未来五年CAGR预期为6.7%。该业务的增长依赖于公司即时检验(POCT)设备的大规模推广。公司目前已经是市面上销量领先的家用POCT设备厂商，在当前的竞争环境下，市占率提升有限。因此，该业务的成长性一般。

AED(2.5星):

AED业务未来五年CAGR预期为6.6%，该业务的增长依赖于公司自动体外除颤器(AED)的行业规模提升，公司在该产品线的竞争力较强，但是由于头部公司占据更为集中的市占率，未来公司增量受限，该业务的成长性一般。

5.2 盈利趋势



公司各项业务的利润水平随着过去几年行业竞争加剧、下游需求趋缓等因素的影响，逐步承压。尽管随着公司产品产量增加，成本有望得到控制，且公司积极培育高成长赛道为例可开辟新的增长曲线，但是以当前下游需求收缩情况判断，短期内公司利润空间或将持续承压，盈利趋势一般。

呼吸治疗解决方案(2.5星):

以目前产品的盈利分析，该业务毛利率水平相对优秀。然而该业务产品——呼吸机和制氧机已经较为成熟，为了维持相对竞争优势，毛利率水平或将被逐步压制。短期内经壹评级调整后的ROE水平高于40%。

感控产品(3.5星):

公司感控产品的毛利率水平良好，未来随着感控产品种类的逐步拓宽，有望达成更高的盈利率水平。短期内经壹评级调整后的ROE水平高于40%。

血糖管理 (2.5星):

公司血糖管理产品的毛利率水平优秀，然而随着产品市场走向成熟，为了维持相对竞争优势，毛利率水平或将被逐步压制。短期内经壹评级调整后的ROE水平高于40%。

POCT (2.5星):

公司POCT产品的毛利率水平优秀，然而随着产品市场走向成熟，为了维持相对竞争优势，毛利率水平或将被逐步压制。短期内经壹评级调整后的ROE水平高于40%。

AED (2.5星):

公司AED产品的毛利率水平良好，然而随着产品市场走向成熟，为了维持相对竞争优势，毛利率水平或将被逐步压制。短期内经壹评级调整后的ROE水平为26.4%。

5.3 产业格局



本行业对于进入者存在生产规模带来的限制：由于各项业务的行业竞争趋向于白热化，影响了产品的利润率水平。对于尚未形成销售规模的小企业而言难以维持获利。因此，对于鱼跃医疗对代表的家用医疗器械龙头企业，其各项业务在面对新进入者的挑战时形成较强的行业壁垒。公司的上下游分散，上游原材料供应商提供专业化的生产原材料，对公司所在行业的绑定程度高、依赖性较强。下游主要面对个人消费者和部分医疗机构，销售医疗器械商品。行业技术路线迭代清晰，未来无品类替代风险。综上所述，公司产业格局良好。

呼吸治疗解决方案(4星):

公司呼吸治疗解决方案主要面向下游消费者，客户集中度分散，上游原材料供应商较为分散。公司作为医疗设备生产商无上游行业垂直一体化威胁。公司作为国内行业龙头，产品的市场地位较高。行业技术变革风险较低，品类替代风险低，产业格局良好。

感控产品(4星):

公司感控产品较为多样化，具有较多下属子品牌，如“洁芙柔”、“安尔碘”等。产品主要面向下游消费者，客户集中度分散，上游原材料供应商较为分散。公司作为医用耗材生产商无上游行业垂直一体化威胁。公司作为国内感控行业龙头，产品的市场地位较高。行业技术变革风险较低，品类替代风险低，产业格局良好。

血糖管理(3.5星):

公司血糖管理产品主要面向下游消费者，客户集中度分散，上游原材料供应商较为分散。公司作为医疗设备生产商无上游行业垂直一体化威胁。公司作为国内行业龙头，产品的市场地位较高。行业技术变革风险较低，品类替代风险低，产业格局良好。

POCT (4星):

公司POCT产品主要面向下游消费者，客户集中度分散，上游原材料供应商较为分散。公司作为医疗设备生产商无上游行业垂直一体化威胁。公司作为国内行业龙头，产品的市场地位较高。行业技术变革风险较低，品类替代风险低，产业格局良好。

AED (4星):

公司AED产品具有“普美康”这一子品牌，所属德国子公司MetraxGmbH在医疗急救领域拥有40余年的经验，旗下AED产品在全球医疗急救行业具备较高的知名度。产品主要面向下游消费者，客户集中度分散，上游原材料供应商较为分散。公司作为医疗设备生产商无上游行业垂直一体化威胁。公司作为国内行业龙头，产品的市场地位较高。行业技术变革风险较低，品类替代风险低，产业格局良好。

5.4 护城河



公司护城河较深，相较于第二梯队的国产家用医械品牌，在品牌和线上线下渠道方面具有较强的优势。公司在国内的市场统治力总体逐年增强，海外市场重要性未来将逐步提升。公司从2022年至2024年经壹评级调整的ROE分别为17.51%、22.45%和14.82%。从长远看，行业景气度有望修复，ROE水平未来或将提升。

表1: 护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
呼吸治疗解决方案	(5星) 经壹评级调整后该业务ROE为42.6%，ROIC41.1%，表现优秀。该业务市占率20%左右，在家用医疗器械行业排名第一。公司的业务控制力为4.5星。未来公司将会依托线上销售渠道和线下经销进一步确立品牌优势，护城河较宽。	(4.5星) 该业务的护城河由品牌、线下渠道及线上渠道构成。公司作为家用医疗器械的行业龙头，旗下子品牌“鱼跃”作为业务品牌知名度高。公司的线上网店销售渠道便利度高，优势明显；线下经销业务发展稳健。未来，业务的品牌和渠道优势预计将会维持，竞争优势较大。
感控产品	(4.5星) 经壹评级调整后该业务ROE为40.1%，ROIC36.4%，表现优秀。该业务市占率3.6%左右，在家用医疗器械行业排名前五。公司的业务控制力为4.5星。未来公司将会依托线上销售渠道和线下经销进一步确立品牌优势，护城河较宽。	(4.5星) 该业务的护城河由品牌、线下渠道及线上渠道构成。公司作为感控产品行业龙头，旗下子品牌“洁芙柔”、“安尔碘”等作为业务品牌知名度高。公司的线上网店销售渠道便利度高，优势明显；线下经销业务发展稳健。未来，业务的品牌和渠道优势预计将会维持，竞争优势较大。
血糖管理	(4.5星) 经壹评级调整后该业务ROE为49.2%，ROIC45.7%，表现优秀。该业务市占率5.6%左右，在家用医疗器械行业排名前五。公司的业务控制力为4.5星。未来公司将会依托线上销售渠道和线下经销进一步确立品牌优势，护城河较宽。	(4星) 该业务的护城河由品牌、线下渠道及线上渠道构成。公司作为家用医疗器械的行业龙头，旗下子品牌“鱼跃”作为业务品牌知名度高。公司的线上网店销售渠道便利度高，优势明显；线下经销业务发展稳健。未来，业务的品牌和渠道优势预计将会维持，竞争优势较大。
POCT	(4.5星) 经壹评级调整后该业务ROE为50.6%，ROIC47.5%，表现优秀。该业务市占率7%左右，在家用医疗器械行业排名前五。公司的业务控制力为4.5星。未来公司将会依托线上销售渠道和线下经销进一步确立品牌优势，护城河较宽。	(4星) 该业务的护城河由品牌、线下渠道及线上渠道构成。以目前POCT产品在目标人群中较低的普及率，未来公司需要进一步确立品牌形象。公司的线上网店销售渠道便利度高，优势明显；线下经销业务发展稳健。未来，业务的品牌和渠道优势或将有所减弱，但相对竞争优势依然较大。
AED	(3.5星) 经壹评级调整后该业务ROE为26.5%，ROIC22.2%，表现优秀。该业务市占率10.6%左右，在家用医疗器械行业排名前三。公司的业务控制力为4.5星。未来公司将会依托线上销售渠道和线下经销进一步确立品牌优势，护城河较宽。	(3星) 该业务的护城河由品牌、线下渠道及线上渠道构成。以目前AED产品在公共场所、个人客户中的低普及率，未来公司需要进一步确立品牌形象从而巩固领先优势。公司的线上网店销售渠道便利度高，优势明显；线下经销业务发展稳健。未来，业务的品牌和渠道优势或将有所减弱，但相对竞争优势依仍存。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

市场普遍认为，基于国内老龄化加剧的未来形势，家用医疗器械具备较高的增长潜力，对公司各项核心业务的业绩测算倾向于高增长估计。我们结合目前行业竞争的激烈程度以及单项业务的增长天花板估算，构建估值模型后认为，鱼跃医疗未来的盈利能力将保持相对稳定的低速增长，因此对公司估值做出相对保守估计，长期来看处于温和增长水平。当前公司估值基本处在合理水平。

6.1 核心假设及逻辑

提炼公司核心业务进行测算，公司业务主要由呼吸治疗解决方案、感控产品、血糖管理、POCT 及AED 构成。未来预测核心假设及逻辑如下：

对于呼吸治疗解决方案：

收入假设：

- 1) 未来市场规模增长：该业务主要测算家用无创呼吸机及制氧机产品，预期未来稳态市场规模分别达到78.7 亿元和103.2 亿元。
- 2) 稳态市占率提升空间受限：行业市场竞争格局相对确定，家用无创呼吸机市占率有望从现在的7.3% 提升至9%，制氧机市场更加成熟，市占率从26%提升至27%，长期营收保持稳定增长。
- 3) 海外市场预期向好：近年来，公司海外市场规模逐年增长，该业务海外市场增量主要由海外市场整体规模增速（预计年均2%-3.8%）贡献。

盈利能力假设：

呼吸治疗解决方案的毛利率相对较高（约53.5%），不过随着未来产品市场进一步成熟，竞争加剧，预计毛利率水平将会缓慢下降（至稳态约52.7%）。

对于感控产品：

收入假设：

- 1) 未来市场规模增长：该业务主要测算感控产品整体市场规模，预期未来稳态市场规模达到540 亿元。
- 2) 稳态市占率提升为主要贡献：随着鱼跃医疗逐步增加感控产品种类，通过并购等手段增加新类别，未来市占率有望从现在的4%提升至12%，长期营收保持增长。
- 3) 海外市场预期向好：近年来，公司海外市场规模逐年增长，该业务海外市场增量主要由海外市场整体规模增速（预计年均2%-3.8%）贡献。

盈利能力假设：

感控产品的毛利率相对较高（约53.6%），不过随着未来产品市场进一步成熟，竞争加剧，预计毛利率水平将会缓慢下降（至稳态约52.3%）。

对于血糖管理：

收入假设：

- 1) 未来市场规模增长：该业务主要测算家用血糖仪市场规模，包含传统血糖监测（BGM）和连续血糖监测（CGM），其中BGM随着普及率的提高而逐渐见顶。预期整体未来稳态市场规模达到500亿元。
- 2) 稳态市占率提升有限：随着鱼跃医疗逐步增加感控产品家用无创呼吸机市占率有望从现在的5.7%提升至7%，长期营收保持增长。
- 3) 海外市场预期向好：近年来，公司海外市场规模逐年增长，该业务海外市场增量主要由海外市场整体规模增速（预计年均2%-3.8%）贡献。

盈利能力假设：

感控产品的毛利率相对较高（约59.7%），不过随着未来产品市场进一步成熟，竞争加剧，预计毛利率水平将会缓慢下降（至稳态约52.3%）。

对于POCT：

收入假设：

- 1) 未来市场规模增长：该业务主要测算POCT产品市场规模，未来随着普及率的提高而逐渐见顶，预期稳态市场规模达到230亿元。
- 2) 稳态市占率提升有限：随着鱼跃医疗逐步增加感控产品家用无创呼吸机市占率有望从现在的7%提升至8%，长期营收保持增长。
- 3) 海外市场预期向好：近年来，公司海外市场规模逐年增长，该业务海外市场增量主要由海外市场整体规模增速（预计年均2%-3.8%）贡献。

盈利能力假设：

POCT产品的毛利率相对较高（约59.7%），不过随着未来产品市场进一步成熟，竞争加剧，预计毛利率水平将会缓慢下降（至稳态约52.3%）。

对于AED：

收入假设：

- 1) 未来市场规模增长：该业务主要测算AED产品市场规模，未来随着普及率的提高而逐渐见顶，预期稳态市场规模达到41亿元。
- 2) 稳态市占率提升有限：随着鱼跃医疗逐步增加感控产品家用无创呼吸机市占率有望从现在的10%提升至15%，长期营收保持增长。
- 3) 海外市场预期向好：近年来，公司海外市场规模逐年增长，该业务海外市场增量主要由海外市场整体规模增速（预计年均2%-3.8%）贡献。

盈利能力假设：

感控产品的毛利率相对一般（约38.9%），随着未来产品市场拓宽，公共场所设备普及率的增长，预计产品毛利率水平将会平稳波动（至稳态约39.3%）。

表2：公司整体业绩预测

鱼跃医疗	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	71.5	79.6	75.2	73.0	77.2	84.2	90.2	97.0
归母净利润(亿)	15.0	22.6	19.6	19.7	20.5	21.9	23.1	24.3
归母净利润增速(%)	3.8	50.9	-13.1	0.1	4.2	7.0	5.2	5.6
经营性净利润(亿)	13.8	20.1	17.7	19.5	20.4	21.8	23.0	24.2
经营性净利润增速(%)	1.8	45.6	-12.0	10.5	4.2	7.1	5.2	5.6
经营性归母净利润(亿)	14.0	20.3	17.7	19.5	20.4	21.8	23.0	24.2
经营性归母净利润增速(%)	2.9	45.2	-12.6	10.4	4.2	7.1	5.2	5.6

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

呼吸治疗解决方案	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	25.4	33.7	26.0	22.8	22.7	24.6	26.3	28.0
收入增速(%)	-3.2	32.8	-23.0	-12.3	-0.3	8.1	6.9	6.5
经营性净利润(亿)	5.0	8.8	5.7	6.0	5.9	6.3	6.7	7.0
经营性净利率(%)	19.9	26.1	22.0	26.2	26.1	25.8	25.4	25.1
经营性净利润增速(%)	-3.1	74.5	-35.0	4.5	-0.7	6.7	5.6	5.3
感控产品	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	25.2	18.7	15.6	18.5	20.3	22.0	24.0	26.0
收入增速(%)	5.0	-25.7	-16.5	18.1	9.8	8.7	8.7	8.6
经营性净利润(亿)	4.5	4.0	3.2	4.3	4.7	5.0	5.4	5.8
经营性净利率(%)	17.7	21.5	20.6	23.5	23.2	22.9	22.6	22.3
经营性净利润增速(%)	-6.7	-9.7	-19.7	34.4	8.3	7.3	7.2	7.1

血糖管理	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	14.1	16.3	20.9	14.1	15.6	17.3	18.8	20.2
收入增速(%)	14.7	15.6	28.6	-32.7	11.1	10.4	8.9	7.2
经营性净利润(亿)	2.9	4.5	5.8	4.6	4.9	5.3	5.6	5.9
经营性净利率(%)	20.5	27.9	27.7	32.4	31.5	30.7	29.9	29.2
经营性净利润增速(%)	20.6	57.3	27.8	-21.5	8.2	7.5	6.1	4.6
POCT	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	5.3	9.3	10.3	14.9	15.6	17.1	17.8	19.2
收入增速(%)	15.8	75.0	11.2	44.2	5.1	9.5	3.8	8.3
经营性净利润(亿)	1.2	2.6	2.8	4.4	4.5	4.8	4.9	5.2
经营性净利率(%)	22.1	27.7	27.1	29.5	28.9	28.2	27.5	26.8
经营性净利润增速(%)	38.9	119.1	8.9	57.0	2.8	6.9	1.4	5.6
AED	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	1.5	1.6	2.4	2.8	3.0	3.2	3.4	3.6
收入增速(%)	-17.5	7.9	46.6	16.2	6.3	7.2	7.1	6.1
经营性净利润(亿)	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
经营性净利率(%)	17.7	12.3	6.6	10.9	10.7	10.5	10.3	10.1
经营性净利润增速(%)	-26.7	-25.0	-20.8	91.3	4.3	5.3	5.0	3.9

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利预测(亿)
呼吸治疗解决方案	4.3%	中低	较好	强	8.0%	15.13	6.8
血糖管理	2.1%	中低	较好	较强	8.0%	13.75	5.7
POCT	1.9%	中低	较好	较强	8.3%	13.2	5.0
感控产品	2.0%	中低-	较好	强	8.0%	12.83	5.5
AED	3.9%	中低-	较好	较强	8.5%	10.77	0.4
业务	显性期价值	显性期后价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
呼吸治疗解决方案(亿)	25.3	75.7	101.0	21.7	0.2	0.5	122.9
血糖管理(亿)	23.1	57.7	80.8	17.5	0.2	0.5	98.5
POCT(亿)	15.2	47.8	63.0	8.6	0.2	0.5	71.8
感控产品(亿)	15.7	52.2	67.9	13.1	0.2	0.5	81.1
AED(亿)	0.9	2.8	3.7	2.0	0.2	0.5	5.9
公司整体测算(亿)	80.1	236.2	316.3	62.8	1.2	2.3	380.1

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期价值	永续期价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
呼吸治疗解决方案(亿)	57.5	39.6	97.1	21.7	0.2	0.5	119.0
血糖管理(亿)	47.8	26.4	74.1	17.5	0.2	0.5	91.8
POCT(亿)	35.7	19.5	55.2	8.6	0.2	0.5	64.0
感控产品(亿)	39.7	24.0	63.7	13.1	0.2	0.5	77.0
AED(亿)	2.0	1.0	3.0	2.0	0.2	0.5	5.2
公司整体测算(亿)	182.7	110.5	293.1	62.8	1.2	2.3	357.0

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值关键假设数据主要依赖公司财报以及国家公开发布的各项医疗疾病统计数据与人口数据。其中，国家人口及疾病发病率统计为定期发布的滞后数据，更新频率较低。公司各类产品的市场规模统计则存在明显的统计口径差异与时滞性。对于估值假设的国内外市场规模、市占率及服务价格等数据，则可能随着行业环境的变化、最新政策的出台以及国际形势发生变化而产生偏差。综上，我们认为公司的估值确定性一般。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的可持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM 估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	X<-50%	-50%≤X<-30%	-33%≤X<-20%	-20%≤X<25%	25%≤X<50%	50%≤X<100%	X≥100%
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。