

家用呼吸机行业深度： 家用长坡厚雪赛道，产业链拐点孕机遇

证券分析师

姓名：陈铁林

资格编号：S0210524080007

证券分析师

姓名：王艳

资格编号：S0210524040001

联系人

姓名：黄冠群

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

- **家用器械赛道长坡厚雪，其中家用呼吸机低渗透率，COPD+OSA全球患者超过15亿。**早期介入慢病诊疗可节约1500亿元级医疗支出，家用器械支持政策频出。非医保+卫生及社会经济学，慢病自主“诊疗”将持续获得政策支持，且厂商端降费压力小，具有长期产业逻辑。无创呼吸机治疗是成人OSA患者的**首选治疗手段**、COPD的非药物治疗首选手段，2020年全球和中国COPD患病人数分别为4.7亿人和1.05亿人、2020年世界30-69岁OSA患病人数约10.7亿人，2020年中国OSA患病人数约1.95亿人。
- **从美国呼吸机行业的发展历程看，预计疫后呼吸机的市场仍有望持续增长的空间，呼吸机放量带动面罩放量：****1) 美国市场：**美国每年成年人未经诊治的OSA经济损失总计达1496 亿美元，呼吸机医保制度完善+卫生经济学驱动+各大利益主体持续推动，美国呼吸机市场持续增长，行业龙头瑞思迈业绩持续双位数增长。但当前OSA在美国的诊断率仍只有20%左右，预计诊断率+渗透率的提升仍有空间。**2) 中国市场：**我国COPD诊断率仅为26.8%（低于美国68.3%）、控制率20.2%（低于美国58.3%），OSA诊断率更是仅有1%（低于美国20%）。认知+诊疗率提升，叠加医院睡眠中心建设加速，行业渗透率提升带动，2021年中国家用呼吸机总市场规模为14.8亿元，根据怡和嘉业招股说明书转引弗若斯特沙利文数据，2025年有望达33.3亿元，CAGR可达22.0%。
- **格局变迁：国产性能比肩进口，性价比优势加持，份额有望持续提升。**我们认为家用呼吸机的三大护城河为品牌力、产品性能、售后服务体系。当前国产呼吸机核心性能已比肩进口，患者使用舒适度与便捷性持续优化迭代。国产厂商怡和嘉业依靠性价比优势迅速抢占份额22年全球市占率17.7%、国内市占率25.8%。长期来看，国产厂商品牌力、渠道关系建立，份额有望持续提升。
- **复盘瑞思迈：天时地利人和，全球呼吸机市场绝对领军者。**1) 技术及专利奠定基础：最早的呼吸机技术，同时湿化、呼吸减压、加温等关键技术注册专利，形成壁垒。临床+患者使用端的持续投入及更新迭代，产业链完善成熟奠定较高毛利率（近60%）；2) 市场环境：美国自70年代重视OSA，较早给予支付端支持，快速建立起相关生态体系；3) 收入由设备贡献步入到面罩贡献阶段
- **建议关注：1) 美好医疗：**精密器械上游龙头，主业呼吸机代工业务去库存结束，注射笔代工订单放量，Q2迎来业绩拐点。全年股权激励利润目标3.9亿。**2) 怡和嘉业：**全球布局的呼吸机国产龙头，业绩Q3有望迈入拐点向上阶段。7月美国RH续签新协议拓新品类、新市场打开天花板；**3) 鱼跃医疗：**家用医疗器械龙头，筑牢呼吸基石业务，逐步实现高端突破。
- **风险提示：**呼吸机需求不及预期风险

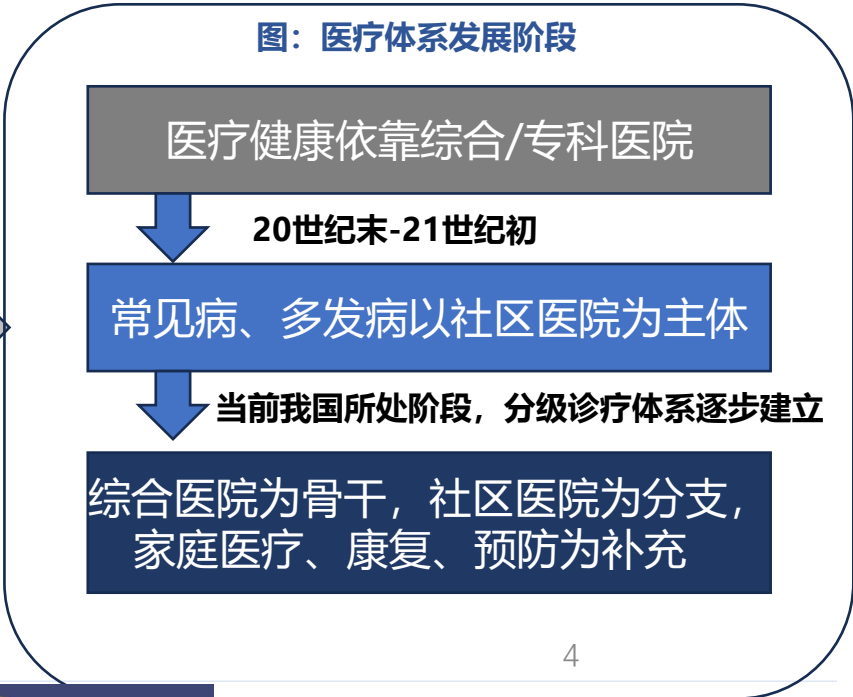
目 录

- 呼吸机市场有望持续高景气，面罩放量空间可期
- 竞争格局：国产性能比肩进口，份额有望持续提升
- 复盘瑞思迈：天时地利人和，全球呼吸机市场绝对领军者
- 产业链相关受益标的
- 风险提示

- 早期介入慢病诊疗可节约1500亿元级医疗支出。受限于疾病认知、治疗可及性等因素，部分中国患者习惯于疾病拖延，就诊时疾病进展处于中晚期。治疗关口前移可节约各级医疗费用10%的水平，对应近1500亿元的医保结余。因此，政策端推动慢病早期家庭诊疗动力充足。
- 健康中国2030明确提出慢性病控制目标，未来医疗体系向**综合医院为骨干，社区医院为分支，家庭医疗、康复、预防为补充**方向发展。相关政策频出：
- 21年《“十四五”医疗装备产业发展规划》：推进**居家社区级新型医疗装备**的设计、研发、制造和后续服务协同发展。
 - 22年《“十四五”健康老龄化规划》：探索在家庭等健康建筑内嵌入基础医疗设施装备...实现**个人健康实时监测与评估、疾病预警、慢病筛查、主动干预**
 - **24年9月，慢阻肺病纳入国家基本公共卫生服务**，预计以**呼吸机**为代表的相关治疗器械兼具患者自付（医保负担小）+卫生经济学意义，随政策支持慢病自主“诊疗”，渗透率有望加速提升。

图：各类机构慢性病可避免住院患者发生的住院费用情况

	占住院费用比例	可避免的住院费用（亿元）
省级医院	8.54%	335.97
市级医院	10.24%	463.08
区县级医院	10.84%	510.92
基层医疗卫生机构	16.40%	182.66
各类机构	10.45%	1492.63



- **从连接方式来看**，呼吸机分为有创呼吸机和无创呼吸机，无创呼吸机通过佩戴在病患脸上的密闭口罩供给氧气，而有创呼吸机的输氧管则需要（通过气管切开）深入病患的气管，但同时其医疗费用也会更加昂贵。
- **从应用场景来看**，呼吸机可分为家用呼吸机和医用呼吸机，医用呼吸机包括治疗呼吸机、急救和转运呼吸机以及高频呼吸机，均属于Ⅲ类医疗器械，家用呼吸机主要用于家用呼吸支持以及睡眠暂停治疗，常规家用呼吸机属于Ⅱ类医疗器械

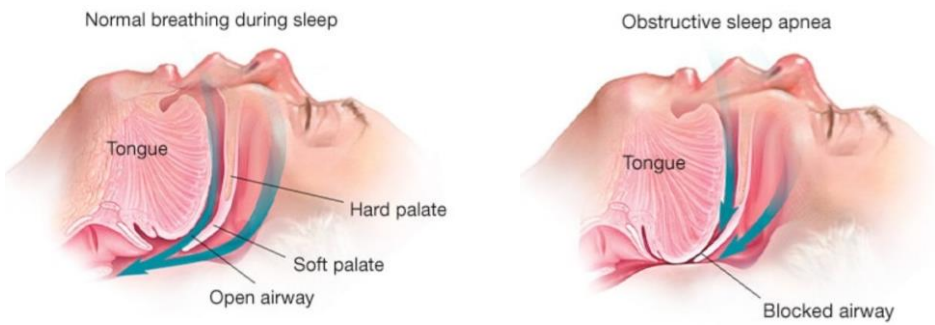
图：医用呼吸机和家用呼吸机对比

	部分类型	具体产品	连通方式	注册类型
医用呼吸机	治疗呼吸机（生命支持）	治疗呼吸机、呼吸机	有创、无创	Ⅲ类医疗器械
	急救和转运呼吸机	急救呼吸机、院外转运呼吸机、急救和转运呼吸机	有创、无创	Ⅲ类医疗器械
	高频呼吸机	高频喷射呼吸机、高频振荡呼吸机	有创、无创	Ⅲ类医疗器械
家用呼吸机	家用呼吸机（生命支持）	呼吸机、家用呼吸机	无创	Ⅲ类医疗器械
	家用呼吸支持设备（非生命支持）	家用呼吸支持设备、家用无创呼吸机、无创呼吸机、持续正压呼吸机、持续正压通气机	无创	Ⅱ类医疗器械
	睡眠呼吸暂停治疗设备	睡眠呼吸机、睡眠无创呼吸机、持续正压呼吸机、双水平呼吸机、正压通气治疗机	无创	Ⅱ类医疗器械

OSA：可引发多种严重并发症，全球患病人数超过10亿

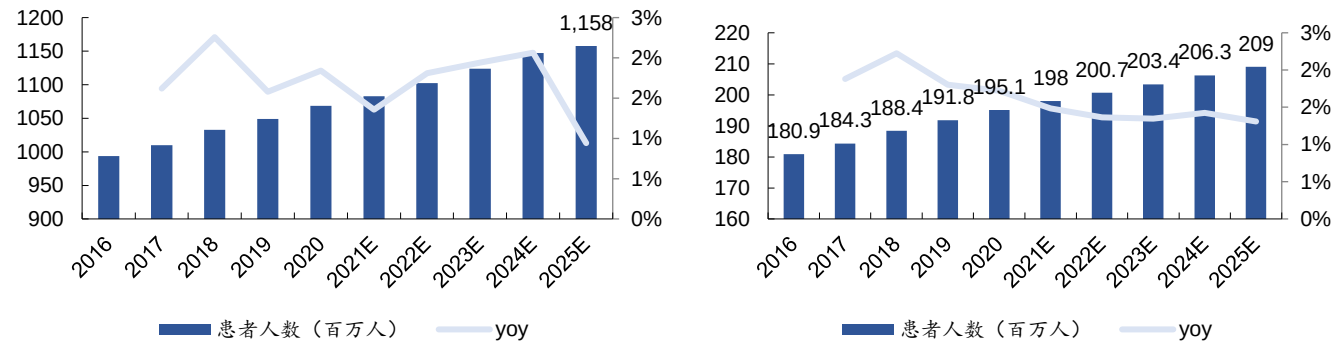
- **OSA疾病危害大易引发高血压、冠心病。**睡眠呼吸暂停低通气综合征（OSA）是指睡眠状态下反复出现呼吸暂停和（或）低通气、高碳酸血症、睡眠中断等现象的呼吸性疾病，主要表现有：打鼾音量大，鼾声不规则，白天乏力嗜睡以及每晚睡眠过程中呼吸暂停反复发作30次以上等。OSA容易引发高血压，其发生率为45%，且会使降压药治疗效果不佳；同时可能引发冠心病，出现夜间心绞痛和心肌梗死，严重者会呼吸衰竭以及精神异常。
- **OSA患病率高，全球11.6亿人。**根据怡和嘉业招股说明书转引弗若斯特沙利文数据，，从2016年至2020年，全世界30岁-69岁OSA患病人数从9.9亿人增长至10.7亿人。预计到2025年，全球OSA患病人数将增加到11.6亿人，中国OSA患病人数将增加到2.1亿人左右，其中，中国、美国和巴西的患病率最高。

图：睡眠呼吸暂停低通气综合征原理图



睡眠呼吸暂停主要是因为咽喉后部的肌肉松弛，气道会在吸气时变窄或关闭，导致无法获得足够的空气。

图：全球（左）和中国（右）OSA 患病人数（30-69 岁）

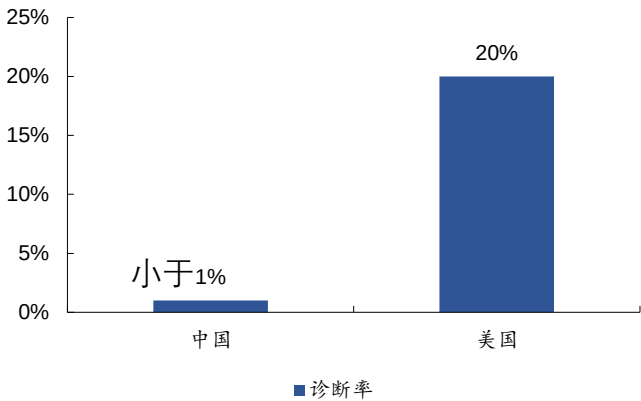


- **无创呼吸机治疗是成人OSA患者的首选治疗手段。** 治疗OSA方案主要包括危险因素控制：控制体重饮食等、病因治疗、体位治疗、正创气道正压通气治疗、口腔矫正器、外科治疗以及药物治疗。其中无创气道正压通气治疗是成人OSA患者首选治疗手段，其适应症包括①中、重度OSA、②轻度OSA但并发心脑血管疾病等、③OSA患者围手术期治疗、④经过手术或其他治疗后仍存在的OSA。
- **国内OSA诊断率低，未满足治疗需求巨大。** 根据怡和嘉业招股说明书转引中国睡眠研究会数据， 中国OSA诊断率不足1%，远低于美国20%的诊断率。其原因主要是OSA的症状通常出现在睡眠中，即使引发较为明显的全身性并发症，患者也很难将其与睡眠呼吸疾病联系在一起。未来随着患者对该疾病认知的不断提高，OSA诊断及治疗需求有望进一步释放。

图：OSA治疗方案介绍

治疗方案	方案介绍
危险因素控制	应控制体重，包括饮食控制、加强锻炼。戒酒、戒烟、慎用镇静催眠药物及其他可引起或加重OSA的药物
病因治疗	纠正引起OSA或使之加重的基础疾病，如应用甲状腺素治疗甲状腺功能减低等
体位治疗	侧卧位睡眠，应对患者进行体位睡眠教育和培训
无创气道正压通气治疗	成人OSA患者的首选和初始治疗手段
口腔矫治器	适用于单纯鼾症及轻中度的OSA患者，特别是有下颌后缩者，也可作为CPAP治疗的补充或替代治疗措施
外科治疗	仅适合于手术确实可解除上气道阻塞的患者，需严格掌握手术适应症。通常手术不宜作为初始治疗手段

图：中国及美国OSA诊断率对比



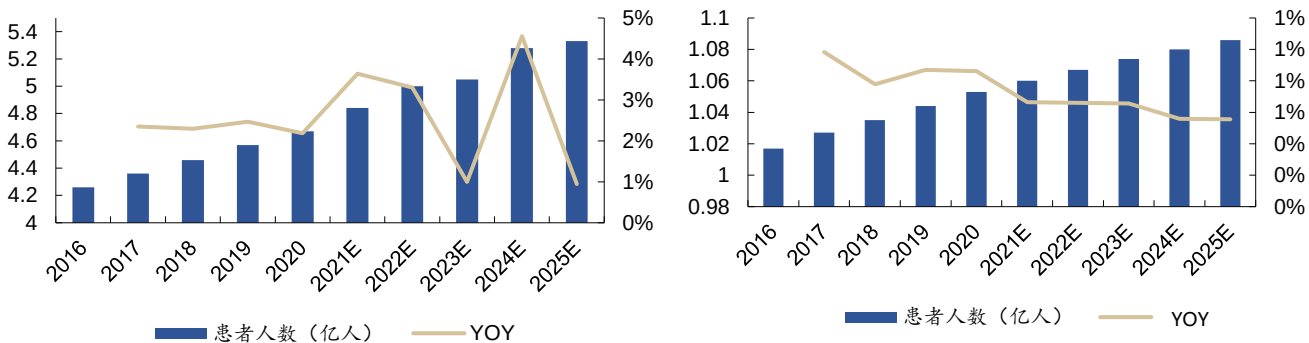
图：成人阻塞性睡眠呼吸暂停病情严重程度分度

程度	呼吸暂停低通气指数（次/h）	最低血氧饱和度
轻度	5-15	85-90
中度	>15-30	80-<85
重度	>30	<80

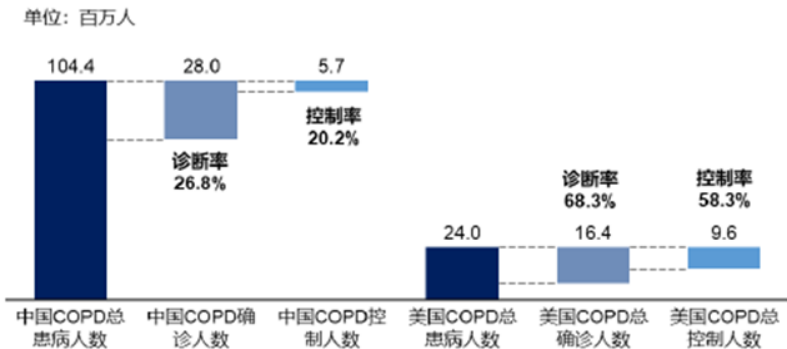
◆ COPD：患者数量庞大，家用双水平呼吸机为非药物治疗首选方案

- **COPD治疗紧迫性强，发病人口基数持续增大。**慢性阻塞性肺疾病（chronic obstructive pulmonary disease, COPD）是一种以气流受限为特点的常见呼吸系统疾病，具有患病率高、致残致死率高、病程及治疗周期长、急性加重期住院率高等特征，已成为全球公认的医疗负担较大的疾病。根据怡和嘉业招股说明书转引世界卫生组织，慢性阻塞性肺病将在 2030 年成为全世界第三位主要死因。2020 年，全球 COPD 患病人数达到 4.7 亿人左右，且患病率随着年龄增长而增加，由于吸烟、空气污染以及职业性灰尘和化学品暴露等风险因素增加和人口老龄化趋势，预计在未来几十年内，慢性阻塞性肺疾病的患病人数仍将持续增加，根据怡和嘉业招股说明书转引弗若斯特沙利文数据，到 2025 年患病人数将达到 5.3 亿左右。
- **家用双水平呼吸机是非药物治疗的首选治疗方案。**根据怡和嘉业招股说明书转引《GOLD慢性阻塞性肺疾病指南》，COPD治疗策略包括药物治疗与非药物治疗。其中，家用双水平呼吸机是非药物治疗的首选治疗方案，尤其是对于有明显日间高碳酸血症的患者的特定患者来说，无创通气和长期氧疗两种治疗方式联合应用被证明可以有效提高生存率。
- **我国COPD诊疗率远低于美国。**根据怡和嘉业招股说明书转引弗若斯特沙利文数据，2020年中国COPD患病人数达1.05亿人，但由于患者对疾病的认识及重视水平不足，实际诊断率为26.8%，控制率也远低于美国同指标数据。

图：全球（左）和中国（右）COPD 患病人数



图：2019年中美COPD诊疗率差异

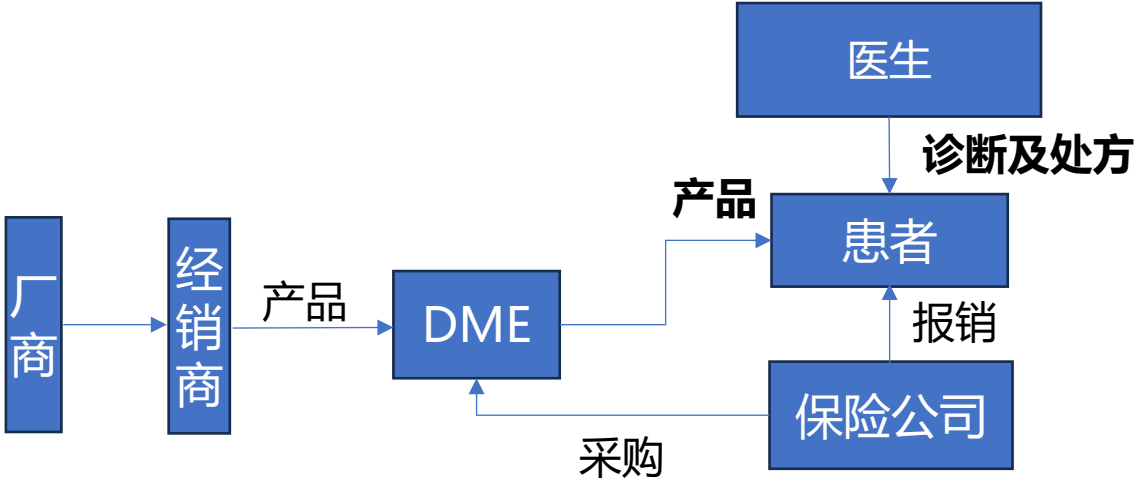


- 美国早于上世纪70年代开始重视OSA，80年代家用CPAP（呼吸机）发明后，呼吸机医保制度完善+卫生经济学驱动+各大保险公司，私人诊所，呼吸机商家、呼吸机厂家迅速形成了成熟闭合的商业利益圈，螺旋式上升推动呼吸机的普及及销售。
- **卫生及社会经济学：**根据61Financial转引IHL的数据，美国成年人未经诊治的OSA经济损失每年总计达到**1496 亿美元**，其中包括869亿美元的生产力损失、262亿美元的汽车事故和65亿美元的工作场所事故（卡车司机，公交司机，飞行员等岗位都会被要求定期进行睡眠监测）。
 - **保险报销政策：**呼吸机属于Medicare PlanB 计划的耐用医疗设备DME保险范围，医保报销比例为80%，呼吸机的平均价格在500-1000美元左右。保险要求每月至少使用 CPAP 设备睡眠 22个晚上，每晚至少使用 4 小时；并且要求患者按照要求频次更换呼吸机及相关组件，其中呼吸机5年更换，面罩3个月更换。不仅推动患者依从性提高，也进一步提高老用户的更新换代需求。

图：美国医疗保险规定呼吸机及各组件的更换频次

管道	每 3 个月 1 次
口鼻组合式 CPAP 面罩	每 3 个月 1 次
口鼻罩组合用口垫（一对）	每月 2 次
全面罩	每 3 个月 1 次
全面罩接口	每月 1 次
鼻腔接口（面罩或插管型）	每 3 个月 1 次
鼻罩接口垫	每月 2 次
鼻枕	每月 2 次
一次性过滤器	每月 2 次
非抛弃型过滤器	每 6 个月 1 次
加湿器水室	每 6 个月 1 次
帽子	每 6 个月 1 次
下颌带	每 6 个月 1 次
CPAP 机器*	每 5 年 1 次

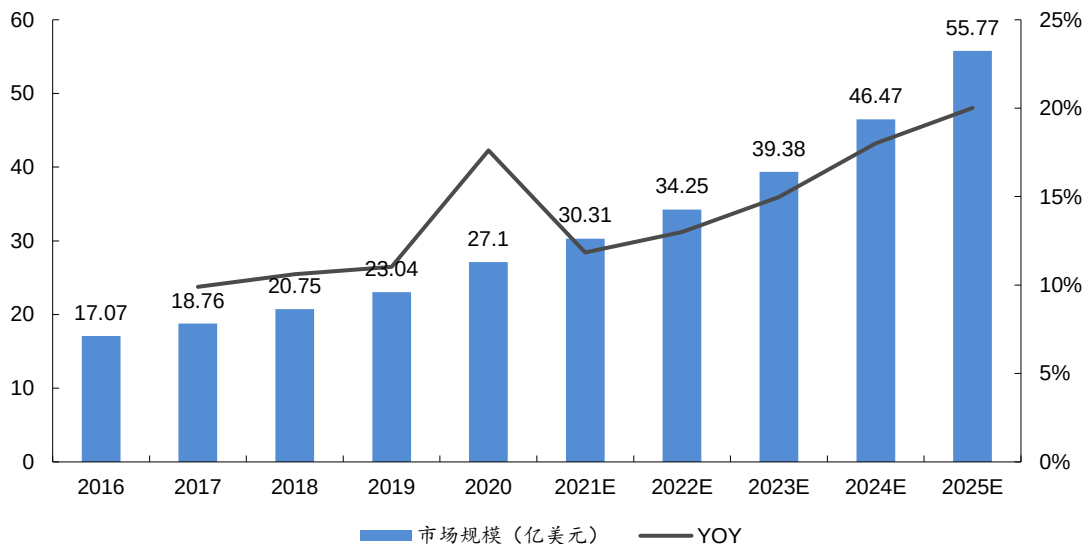
图：美国呼吸机医保购买的流程



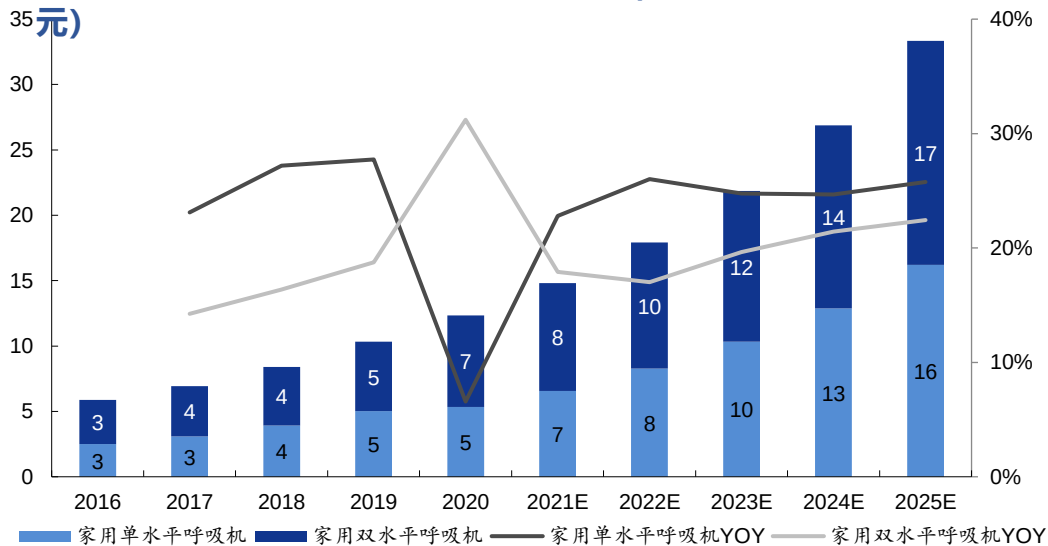
全球尤其是中国市场渗透率极低，呼吸机市场仍有望持续增长

- 即便是在呼吸机医保报销政策的美国市场，渗透率亦有提升空间。美国COPD患病合计2400万（诊断率68.3%），OSA患者3900万（诊断率20%，诊断不足仍然存在），新患增加+老患者更新迭代需求，龙头厂商瑞思迈持续多年业绩双位数增长。
- 全球及中国市场仍处于渗透率爬坡的早期阶段，未来有望保持超过20%的复合增速。根据怡和嘉业招股说明书转引弗若斯特沙利文数据，2025年全球家用无创呼吸机市场规模有望达55.8亿美元，2020-2025年间CAGR为15.5%；而对比中国市场，我国COPD诊断率仅为26.8%（低于美国68.3%），OSA诊断率更是仅有1%（低于美国20%）。认知+诊疗率提升，叠加医院睡眠中心建设加速，行业渗透率提升带动市场扩容，根据怡和嘉业招股说明书转引弗若斯特沙利文数据，2021年中国家用呼吸机总市场规模估算为14.8亿元，预计2025年达33.3亿元，CAGR可达到22.0%。

图：全球家用无创呼吸机市场规模及预测



图：中国家用无创呼吸机市场规模及预测（按出厂价口径，亿元）

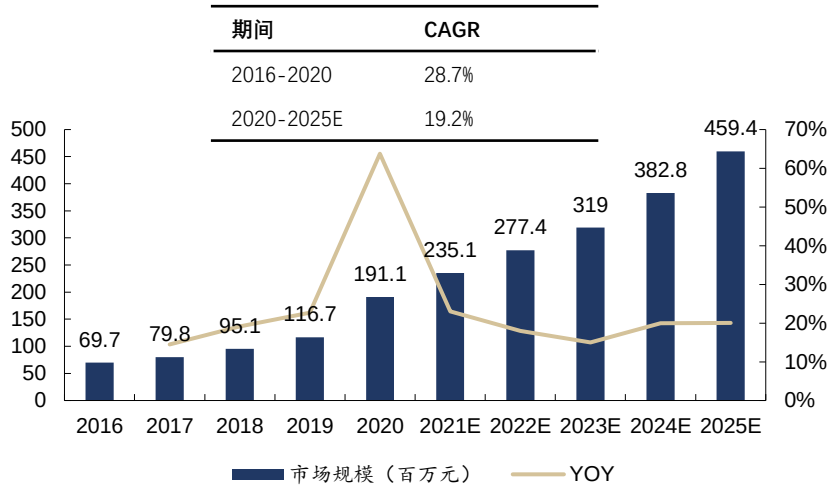


- **通气面罩好坏直接影响治疗效果。** 通气面罩是人机连接装置，直接与人面部接触，通过一条管路来连接到呼吸机，经过呼吸机主机加压过的空气经由管路进入面罩，再进入鼻腔或口腔。通气面罩的作用在于形成一个闭合系统，保证压力准确到达上气道。如果面罩发生漏气或破损，就会引起机器监测压力不准确，直接影响治疗效果。
- **通气面罩作为家用呼吸机重要的耗材。** 通气面罩是家用呼吸机需每年定期更换的耗材，其直接与人面部接触，使用期限通常只有一年。根据弗若斯特沙利文数据，2020年全球家用呼吸机市场规模（家用呼吸机+通气面罩）中，通气面罩占比37.4%。
 - **呼吸机渗透率提升+面罩更换频率增加，双重逻辑催化通气面罩市场增长。** 目前国内患者对通气面罩的更换频率较发达市场仍相对较低，理论上通气面罩更换周期通常为3-6个月/年次，耗材端仍具有高潜力空间，未来随着居民收入水平提升，家用无创呼吸机的普及，叠加患者对于通气面罩更换意识及支付意愿的加强，根据怡和嘉业招股说明书转引弗若斯特沙利文数据，2021年中国通气面罩市场规模估算为2.4亿元，预计2025年将达到4.6亿元，市场增长潜力巨大。

图：通气面罩分类

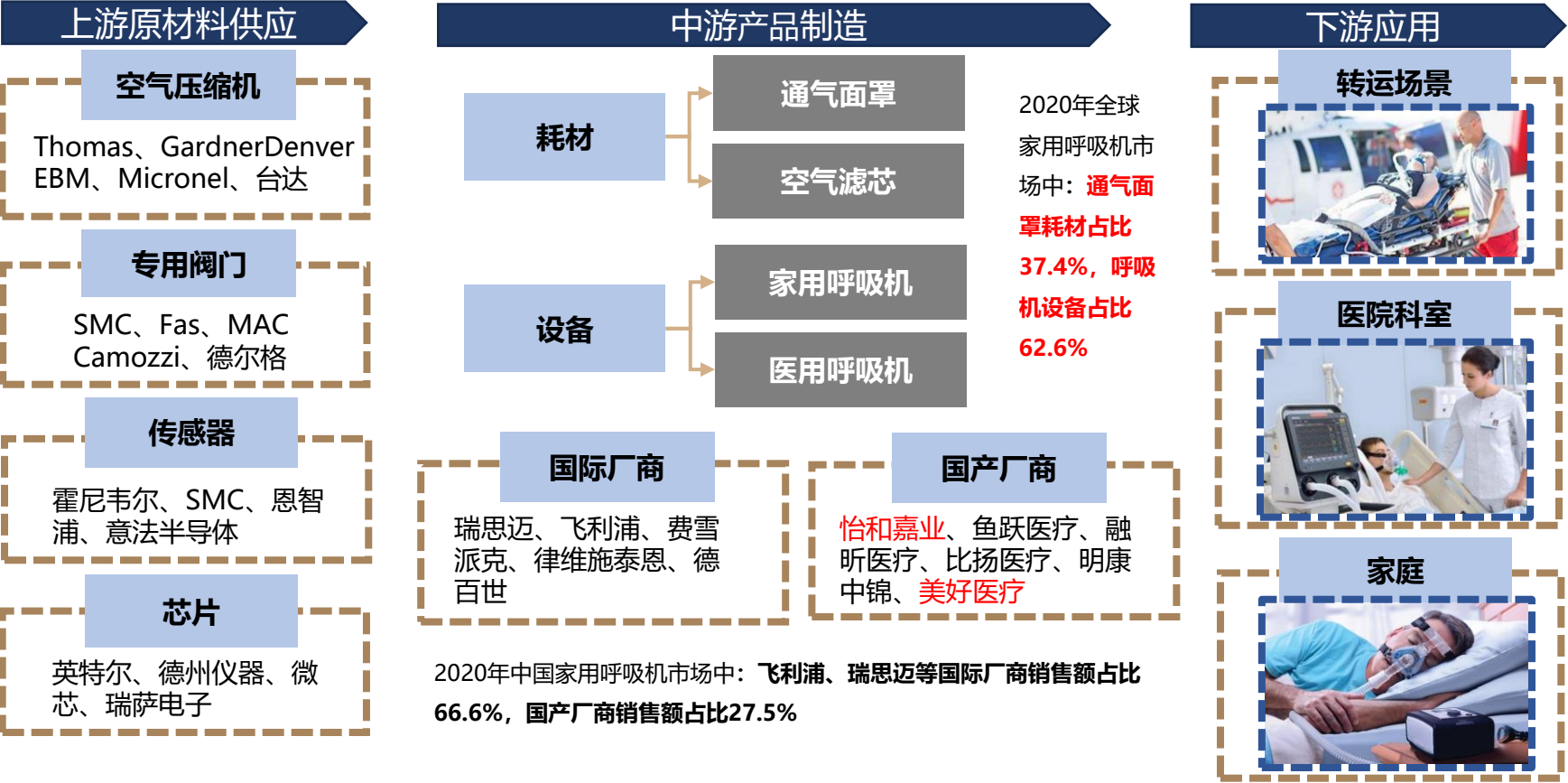
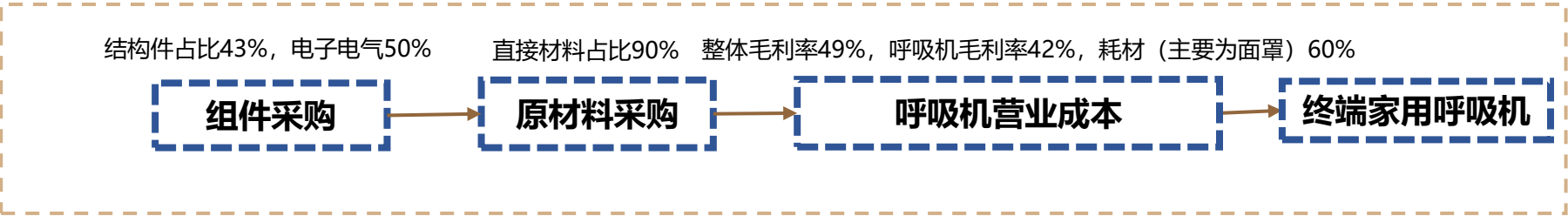
类型	特点
全脸面罩	覆盖整个面部，提供全面的保护和通气
鼻面罩	主要用于经鼻呼吸的情况，一般患者均可使用，但不适合重症及口呼吸的患者
鼻垫面罩	只需将鼻垫插入鼻孔，与面部皮肤接触两少，轻巧舒适，经鼻呼吸视野开阔。适用于面部支撑结构特殊及幽闭恐惧症的患者

图：2016-2025E中国通气面罩市场规模



产业链：直接材料为营业成本的主要构成，呼吸机需求增长带动上游发展

为排除疫情影响，按照怡和嘉业招股书中2019年数据拆分呼吸机成本：



资料来源：wind，赛迪顾问，怡和嘉业招股书，弗若

目 录

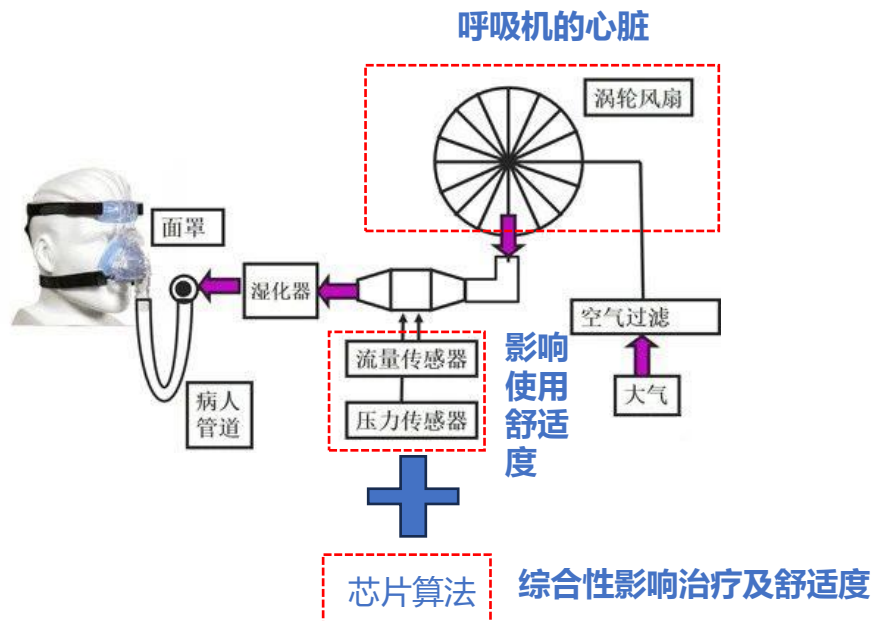
- 呼吸机市场有望持续高景气，面罩放量空间可期
- 竞争格局：国产性能比肩进口，份额有望持续提升
- 复盘瑞思迈：天时地利人和，全球呼吸机市场绝对领军者
- 产业链相关受益标的
- 风险提示

家用呼吸机的三大护城河：品牌力、产品性能、售后服务体系

➤ 我们认为家用呼吸机的三大护城河：品牌力、产品性能、售后服务体系。

- ✓ 由于家用呼吸机的选购核心决定权在患者，也受医生推荐等因素影响，因此具有强品牌力及口碑的产品更占优势。
- ✓ 产品性能上，呼吸机的产品差异来源于硬件、软件两个层面。硬件上，呼吸机的核心部件涉及涡轮风机、传感器、芯片等，核心部件主要来自欧美，涡轮风机（马达）为呼吸机的核心部件，传感器和控制系统关乎呼吸机的同步性，影响使用的舒适度，但核心元器件大部分来自德国、意大利、美国等国家。软件上，呼吸机的算法则需要建立在大量的数据采集和测试的基础上，需要企业进行长期的技术积淀及持续的更新迭代优化。
- ✓ 呼吸机的售后服务体系至关重要。由于呼吸机作为一种长期使用的医疗设备，需要定期的维护和保养。同时，虽然呼吸机作为二类医疗器械，但在使用过程中，仍然需要专业的呼吸机辅助进行使用指导、根据患者反馈及时调整呼吸机压力值，以保证诊疗效果，实现长期的慢病管理。

图：呼吸机的关键组件



- **2020年**，瑞思迈和飞利浦**双寡头垄断**全球家用无创呼吸机市场，合计占据近80%份额
- **2021年飞利浦召回风波影响，24年退出美国市场**。2021年6月，飞利浦召回消音泡沫问题影响的Trilogy和Garbin呼吸机，2022年11月飞利浦召回存在新潜在问题的Trilogy 100/200呼吸机。截至2022年底，FDA和飞利浦已经统计了由最初的召回引发的98,000多起投诉。**2023年2月**，FDA将飞利浦的Trilogy和Garbin呼吸机列为一级召回，涉及全球21345台呼吸机。**2024年1月**，飞利浦宣布拟精简睡眠与呼吸产线的产品组合，在美国公司将专注呼吸机耗材与配件（包括面罩）的销售，不会回归医用呼吸机、部分家用呼吸机、便携式和固定式制氧机以及睡眠诊断产品的销售。
- **飞利浦呼吸机召回事件后，家用呼吸机市场格局迎来重塑**，兼具品牌力及性价比优势的厂商有望迎新的增长阶段。国产呼吸机经过长期自主研发及迭代，在噪音、呼气减压、湿化等核心性能上已与进口品牌比肩。凭借性价比优势迅速抢占份额，掘金全球呼吸机市场。根据怡和嘉业招股说明书转引弗若斯特沙利文数据，怡和嘉业全球按销售量口径市占率从2020年的4.5%提升至**2022年的17.7%**，全球行业排名跃升至第二名；国内市场占有率由2020年的21.6%提升至**2022年的25.8%**，在国产无创呼吸机品牌市场占有率中排名第一，为国内厂商龙头企业。
- 我们认为，在当前国产呼吸机产品性能已比肩进口的背景下，随着品牌力的构建与患者服务及相关软件算法的优化，未来有望凭借性价比优势持续提升份额。

图：家用无创呼吸机市场份额情况（销售额口径）

	全球		中国	
	2019	2020	2019	2020
瑞思迈	42%	40%	35%	27%
飞利浦	37%	38%	33%	28%
费雪派克	7%	7%		4%
律维施泰因	5%	5%		6%
德百世	3%	3%		3%
怡和嘉业		2%	6%	15.6%
鱼跃医疗			4.6%	7.3%

图：家用无创呼吸机价格情况

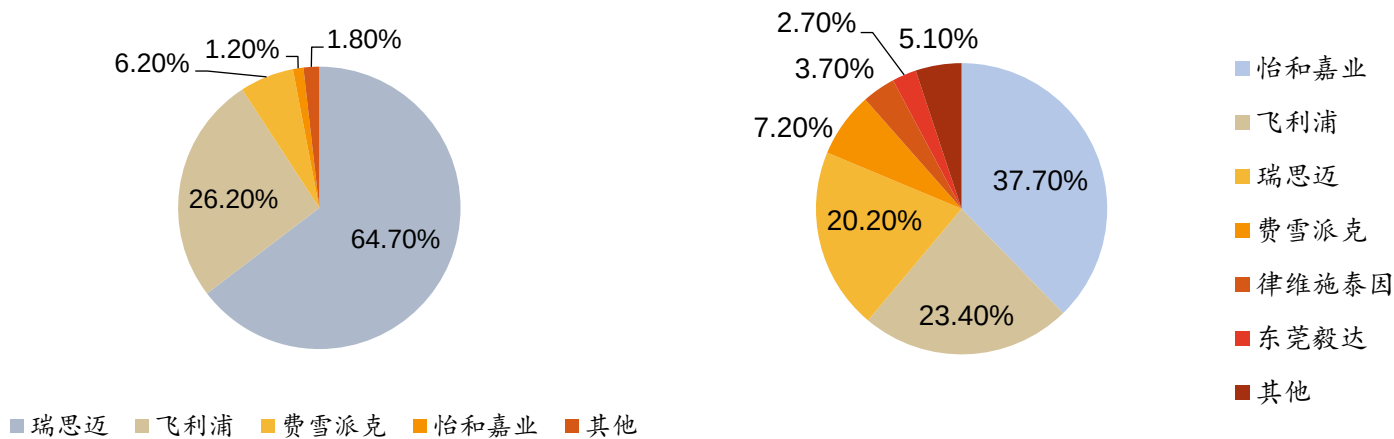
单水平呼吸机终端价格（元）	
进口品牌	7000-13000
国产品牌	4000-7000

资料来源：怡和嘉业招股书，怡和嘉业公司年报，弗若

面罩：两大巨头垄断全球通气面罩市场，中国市场怡和嘉业市占第一

- **从全球来看**，通气面罩市场竞争格局较为集中，2020年，瑞思迈市场份额第一，占比达到64.7%，飞利浦位居第二，占比约为26.2%，二者合计占有约91%的市场份额，处于垄断地位。而国产企业怡和嘉业仅有1.2%的市场份额。
- **从中国市场来看**，国内市场上国产企业怡和嘉业处于绝对龙头地位，根据怡和嘉业招股说明书转引弗若斯特沙利文数据，2020年销售额占比37.7%，而进口品牌飞利浦和瑞思迈则占据第二、第三位置，占比分别为23.4%、20.2%。怡和嘉业已在耗材领域实现国产替代。
- **主流厂家各有技术特点**。呼吸机龙头企业瑞思迈和飞利浦侧重于密封性和稳定性，费雪派克侧重于气体扩散技术，而国内企业怡和嘉业侧重呼吸机灵敏度，毅达和鱼跃医疗侧重佩戴的舒适性以及性价比。

图：2020年全球(左)、中国(右)通气面罩市场份额情况



目 录

- 呼吸机市场有望持续高景气，面罩放量空间可期
- 竞争格局：国产性能比肩进口，份额有望持续提升
- 复盘瑞思迈：天时地利人和，全球呼吸机市场绝对领军者
- 产业链相关受益标的
- 风险提示

复盘瑞思迈：天时地利人和，全球呼吸机市场绝对领军者

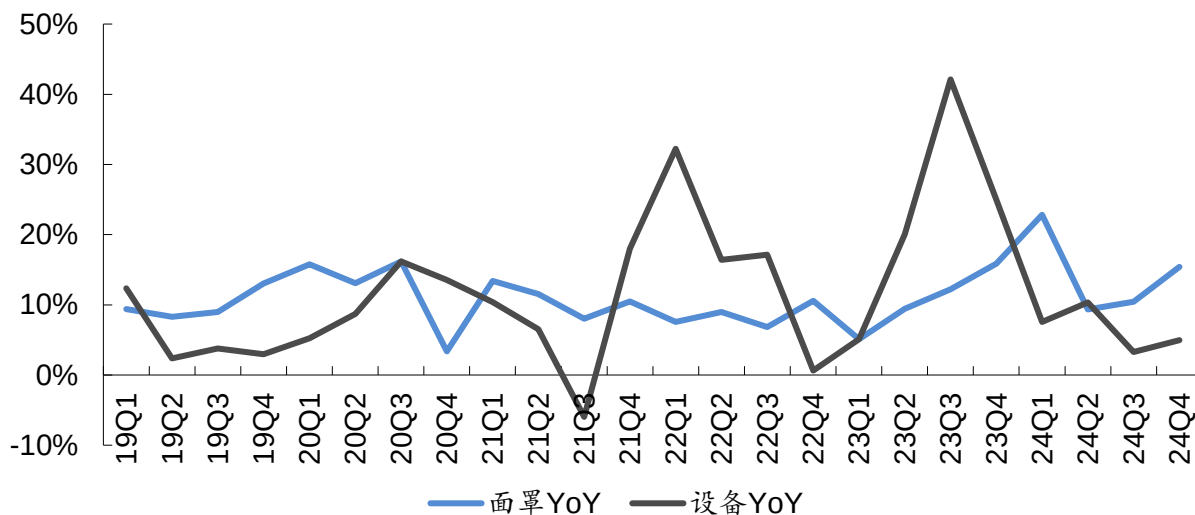
15年-20年：代表性产品推出，
横向拓展+优化患者体验

21年后：第二
增长阶段



资料来源：ifind，瑞思迈公司官网，呼吸帮，瑞思迈呼

- **复盘瑞思迈的增长历程**：1) 技术及专利奠定基础：较早布局，持续更新迭代提高产品力，形成壁垒；2) 市场环境：美国自70年代重视OSA，较早给予支付端支持，快速建立起相关生态体系；3) 竞争对手飞利浦召回，侧面证实赛道长期耕耘的必要性。
- **收入依旧在持续正增长轨道，由设备贡献步入到面罩贡献阶段**。公司收入分为三部分：呼吸机、面罩与SaaS服务，即为设备、耗材及持续服务。其中呼吸设备占比50%。新患设备销售+老客户面罩高频购买、设备更新+软件医保付费三驱收入稳健增长。
从季度收入拆分来看，面罩销售额增速已经超过设备增速，预计未来有望步入耗材放量加速阶段。



图：瑞思迈设备及耗材收入同比增速

目 录

- 呼吸机市场有望持续高景气，面罩放量空间可期
- 竞争格局：国产性能比肩进口，份额有望持续提升
- 复盘瑞思迈：天时地利人和，全球呼吸机市场绝对领军者
- 产业链相关受益标的
- 风险提示

➤ **核心看点：**1) 大客户库存水平趋于合理化，主业Q2迎来拐点；2) 注射笔代工订单开始放量，打开第二增长曲线；3) 新客户/新业务持续拓展

- **国产精密器械供应链龙头，液态硅胶技术国际领先：**公司的液态硅胶技术处于国际先进水平，且依靠与全球睡眠呼吸机、人工耳蜗两大领域的巨头的背书，对潜在合作客户有极大优势。深度绑定全球呼吸机巨头，为大客户提供定制化整体化代工解决方案，双方合作达到10年以上，连续10年获得龙头客户“最佳供应商”。
- **大客户库存水平趋于合理化，主业Q2确定性拐点向上：**公司家用呼吸机组件2024H1实现收入4.5亿（同比-11.9%），毛利率43.4%。当前公司家用呼吸机组件大客户去库存压力已经逐渐消退、回到正常水平。同时，呼吸机组件业务上半年毛利率对比23年全年已有所提升，主业未来有望进入拐点向上阶段。公司新股权激励夯实24年净利润增速25%，对应全年3.9亿利润目标，Q2迈入拐点向上夯实全年增长确定性。
- **注射笔代工即将进入兑现期，开启第二增长曲线：**第二增长曲线注射笔稳步推进，新客户拓展可期：截至目前，公司有签订胰岛素注射笔的订单，目前与相关客户的商务合作稳步推进，处于逐步放量的发展过程。公司自主研发胰岛素组装自动化设备，进一步提高了生产效能、有望降低成本，后续自主专利、产能扩张带动客户拓展，有望开启新一轮成长曲线。
- **其他业务持续稳健增长，产能拓展夯实新客户、新业务拓展能力：**其他业务保持稳健增长，家用及消费电子2024H1实现收入7890万（同比+36.6%），毛利率24.4%；人工耳蜗2024H1实现收入6464万（同比+12.1%），毛利率63.8%。同时2024H1惠州生产基地不断增强、扩充，马来二期NP1能力建设和产能扩产，深圳总部在建，马来三期工程开始建设，进一步满足了客户全球化生产供应需求，海内外产能释放进一步带动国际大客户代工能力延伸，有望打开远期天花板。

➤ **催化剂：**大客户库存回升拐点，注射笔代工上量，新客户拓展

➤ **盈利预测及投资建议：**我们预计2024-2026年公司营收分别为16.3/19.8/23.7亿元，同比增长22%、21%、20%；归母净利润分别为3.9、4.9、6.1亿元，同比增长25%、25%、25%。

➤ **风险提示：**海外大客户去库存进度不及预期

➤ 核心看点：1) 经销商去库存结束，订单逐季度恢复；2) RH新签协议，布局新产品、新市场；3) 新品持续推出

- **全球化布局的呼吸机国产龙头**：公司深耕呼吸健康领域20余年，是国内领先的呼吸健康领域医疗设备研发和制造龙头企业。公司特有的三横两纵战略布局，横向覆盖家用、医用和耗材三大领域、纵向及产品服务相互协同，全面扩展产品线，打造全球化市场布局。已成为国内市场呼吸机国产龙头、全球市场龙二。2023年疫情及飞利浦退出影响减弱，渠道库存消化影响业绩承压。2024年7月公司与美国经销商RH续签合作协议，同时开拓加拿大新市场，库存消化+耗材上量，打开成长空间。
- **国内低渗透率+广阔进口替代空间，公司产品力及性价比优势突出**：我国人口老龄化趋势严重，COPD和OSA高发呼吸慢病患者持续增长，家用呼吸机为非药物治疗首选方案，但渗透率远低于欧美发达国家，根据怡和嘉业招股说明书转引弗若斯特沙利文数据，21-25年市场规模CAGR可达22%。当前瑞思迈及飞利浦仍占据国内市场超过50%份额，进口替代空间广阔。公司产品持续迭代更新，性能比肩进口，同时性价比优势突出，构建强核心竞争实力。公司国内销售额口径市占率15.6%，通气面罩市占率37.7%，为国产呼吸机龙头企业。后续随着呼吸机市场扩容+公司产品进口替代，市占率有望进一步提升，同时当前高毛利率的耗材业务收入占比仅为17.3%，后续呼吸机销售带动耗材上量有望打开第二曲线。
- **全球市场竞争格局重塑，海外经销商稳定合作、续签协议拓展新市场**：2025年全球无创呼吸机市场有望达55亿美金级，2021年起飞利浦呼吸机因健康风险召回，全球市场竞争格局重塑。公司海外先发布局优势明显，于2010年与RH（原3B）公司开始合作，在美国市场搭建了良好的销售渠道以及品牌知名度，抓住时机快速抢占市场份额，2022年全球市占率提高到17.7%，行业排名第二。目前公司为国产稀缺的获FDA、CE认证，并进入美国、德国、意大利、土耳其等医保市场的国产家用呼吸机制造商。2024年7月，公司与合作多年的美国经销商RH签订独家经销协议，拓展肺病机新产品及加拿大新区域；同时欧洲建立数据子公司，海外布局推进，进一步打开成长天花板。
- **催化剂**：经销商库存回升拐点，国内市场渗透率提升持续开拓

➤ **盈利预测及投资建议**：我们预计公司2024-2026年收入分别为9.9/12.4/15.4亿元，增速分别为-12%、26%、24%，归母净利润分别为2.4/3.4/4.3亿元，增速分别为-20%、43%、27%。

➤ **风险提示**：海外去库存进度、新品放量速度、新市场拓展节奏

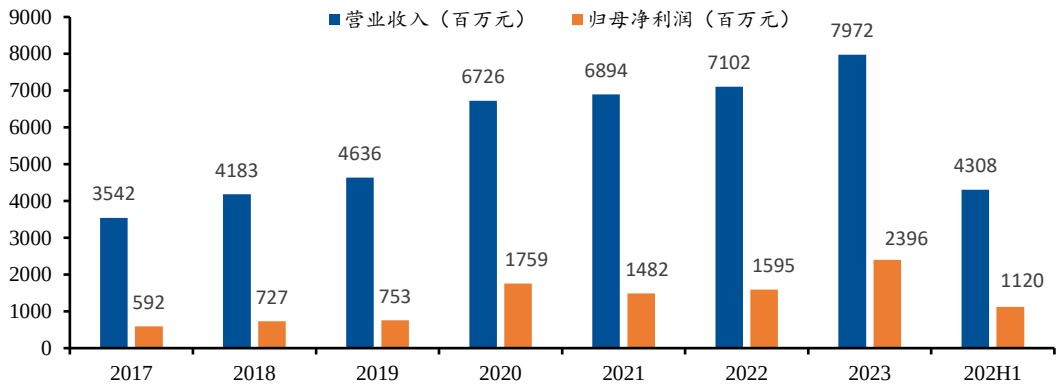
鱼跃医疗：家用医疗器械龙头，筑牢呼吸基石业务，逐步实现高端突破

➤ 核心看点：1) 呼吸制氧医用+家用协同发展；2) CGM第二增长曲线打开成长空间；3) 产品矩阵多元，海内海外、线上线
下动能丰富

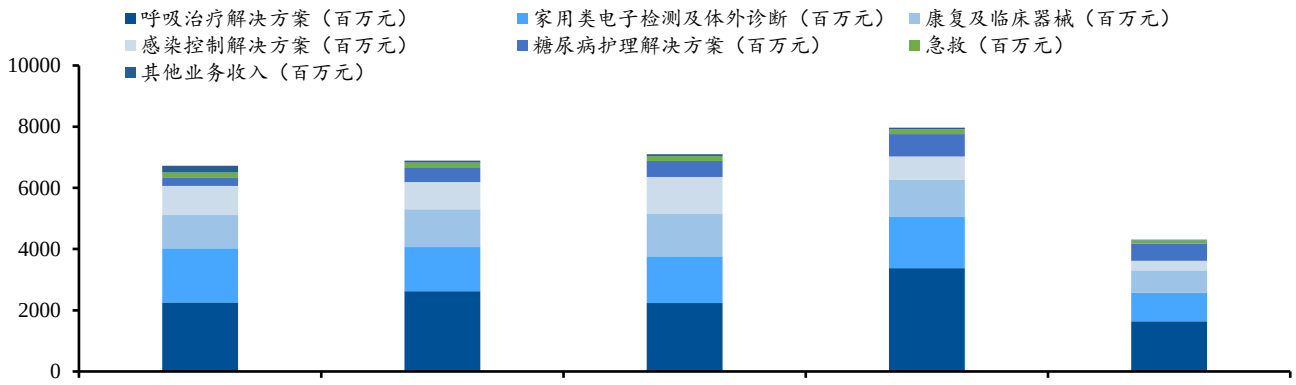
➤ 核心逻辑：

- **聚焦三大核心赛道，布局高成长型业务板块。**公司聚焦呼吸制氧、血糖及POCT、消毒感控三大核心板块，同时孵化AED、眼科、智能康复等高成长赛道，强化优势领域布局，带动收入提升。公司呼吸板块产品主要有制氧机、呼吸机、雾化器等，可满足元内外多累用户群体的需求，该板块2023年收入占比42%、24H1收入占比38%。
- **保持研发高投入，产品矩阵丰富+重磅新品接续发展。**研发投入不断增长，2021年以来公司研发费用的销售百分比保持在6%以上，近年公司持续葡萄糖监测系统 CT3 系列产品、第三代睡眠呼吸机、大流量制氧机、半自动体外除颤器等产品均实现了重要技术突破，成功推出了包括Breathcare III第三代睡眠呼吸机、全新一代安耐糖CGM、新一代制氧机9F-5ZW等众多新品。目前拥有产品品类达600多种，产品规格近万个，为公司带来了较强的风险抵抗能力，有效保持竞争力。
- **海外+海内、线上+线下多向突破，推动公司业绩增长。**历经国际性医疗卫生事件，公司积极拓宽海外销售渠道，随着海外注册工作落地、海外团队属地化布局日益完善，24H1海外业务收入达4.79亿元，同比增加30.2%。同时公司在主要电商平台均设立有品牌旗舰店，集产品力、品牌力、运营、售后服务等综合实力加持，公司成为各头部电商平台的重要厂商之一。

图表：鱼跃医疗收入利润情况



图表：鱼跃医疗主营收入构成



目 录

- 呼吸机市场有望持续高景气，面罩放量空间可期
- 竞争格局：国产性能比肩进口，份额有望持续提升
- 复盘瑞思迈：天时地利人和，全球呼吸机市场绝对领军者
- 产业链相关受益标的
- 风险提示

- 呼吸机需求不及预期风险：倘若后续OSA及COPD患者对呼吸机需求的增长不及预期，则可能影响行业整体对呼吸机的需求体量；
- 市场竞争加剧风险：当前呼吸机的生产厂商众多，可能存在市场竞争加剧的风险；
- GLP-1影响下患者基数减少的风险：随着GLP-1药物的推出及普及，预计肥胖人群将随之减少，对应患OSA疾病的人群可能也相应减少，从而使得呼吸机的潜在需求用户减少，进而拖累整体行业需求。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在20%以上
	持有	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于10%与20%之间
	中性	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来6个月内，行业整体回报高于市场基准指数5%以上
	跟随大市	未来6个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来6个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的6~12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

诚信专业 发现价值

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路1436号陆家嘴滨江中心MT座20楼

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn

