

鱼跃医疗 (002223.SZ) 医疗器械与用品行业

评级：买入 首次评级

公司深度研究

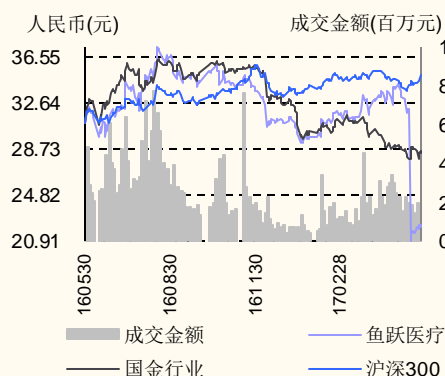
市场价格 (人民币): 22.12 元

鱼跃医疗：四大优势构筑长期竞争壁垒

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	494.35
总市值(百万元)	14,783.19
年内股价最高最低(元)	37.36/20.91
沪深 300 指数	3480.43
深证成指	9859.24



公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.623	0.749	0.651	0.848	1.058
每股净资产(元)	3.62	7.35	7.92	8.80	9.98
每股经营性现金流(元)	0.92	1.00	0.23	2.83	1.55
市盈率(倍)	61.71	41.44	33.96	26.08	20.91
行业优化市盈率(倍)	29.20	29.20	29.20	29.20	29.20
净利润增长率(%)	22.67%	37.30%	30.52%	30.23%	24.73%
净资产收益率(%)	17.22%	10.19%	12.33%	14.47%	15.90%
总股本(百万股)	584.77	668.32	1,002.48	1,002.48	1,002.48

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **鱼跃医疗自上市以来锐意进取，当前四大自身优势构筑长期竞争壁垒：**公司上市以来通过内生发展、外延并购、率先抓住互联网发展机遇、开启国际化之路，上市 9 年来锐意进取，构筑了长期行业竞争壁垒。
- **渠道为王，布局医疗机构、OTC 零售网络、互联网平台三位一体销售渠道：**公司在医院网络拥有超过 5 万家医疗机构的渠道网络，在 OTC 零售网络拥有超过 10 万药店的庞大销售终端。
- **率先抓住互联网营销机遇，品牌树立深入人心，线上交易指数位居榜首：**过去三年在国内医疗器械电商渠道占医疗器械总市场的比重日益提升的时候，鱼跃医疗率先看到这一契机，积极布局，2013 年开始加大销售费用投入、调整费用结构，显著带动电商业务发展，2015 年超越竞争对手欧姆龙，品牌树立，持续拉开与后者的差距。
- **开疆拓土，步步为营，走出国际化之路：**公司于去年在德国设立全资子公司，开始寻求海外商务合作，继而成立鱼跃集团金钟德国研发中心，今年相继收购欧洲最大除颤器厂商德国 Metrax GmbH、参股 Amsino Medical，国际化之路步步为营、稳扎稳打，但动作之快体现了管理层坚定走海外扩张的决心。纵观国际医疗器械行业巨头发展历史，国际化都是发展的必经之路，我们期待鱼跃医疗从 2016 年开始部署的这条海外扩张之路未来结出更多的成果。
- **注重研发+兼并收购，品类日益丰富：**公司自身多年坚持研发投入出成果，而历年并购更带来产品线的扩容。收购苏州医疗用品厂，整合焕发中华老字号品牌新生机；收购上械集团，产品线延伸至手术器械、卫生材料等；收购中优医药，拓展消毒产品和服务，与上械协同开拓市场

投资建议

- 我们认为公司在医疗器械领域深耕多年，已通过自身四大优势构筑了长期竞争壁垒，业绩具有可持续性，作为龙头公司当前股价对应估值较低，首次覆盖给予“买入”评级。我们预计公司 2017-2019 年归属母公司净利润分别为 6.5 亿、8.5 亿、10.6 亿，同比增长 31%、30%、25%（不考虑后续并购与国际化贡献）

风险提示

- 解禁风险；并购整合风险；汇率风险；经营风险

孙笑悦 联系人
(8621)60230233
sunxy@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号：S1130511030026
(8621)60230221
lijingl@gjzq.com.cn

内容目录

鱼跃医疗公司概况	4
公司发展历程	5
鱼跃医疗投资价值——四大竞争优势构筑长期竞争壁垒	9
(一) 渠道为王：医疗机构、OTC 零售网络、互联网平台三位一体销售渠道 ..	9
医院网络：超 5 万家医疗机构的渠道网络	9
OTC 零售网络：超 10 万药店的庞大销售终端	9
互联网营销平台：显著拉动公司近年来业绩增长	10
(二) 率先抓住互联网营销机遇，品牌树立深入人心，线上交易指数位居榜首 ..	10
国内医疗器械电商渠道占医疗器械总市场的比重日益提升	10
公司 2013 年开始加大销售费用投入、调整费用结构，显著带动电商业务发展 ..	12
2015 年超越竞争对手欧姆龙，品牌树立，持续拉开与后者的差距	14
(三) 开疆拓土，步步为营，走出国际化之路	15
Step1：迈出国际化第一步：在德国设立全资子公司，寻求海外商务合作 ..	15
Step2：成立鱼跃集团金钟德国研发中心	15
Step 3：收购德国 Metrax GmbH，欧洲最大除颤器厂商	16
Step 4：参股 Amsino Medical，期待一次性医疗器械产品内外互通	16
(四) 注重研发+兼并收购，品类日益丰富	17
自身多年坚持研发投入出成果	17
历年并购带来产品线扩容	18
总结	21
投资建议	21
风险提示	21

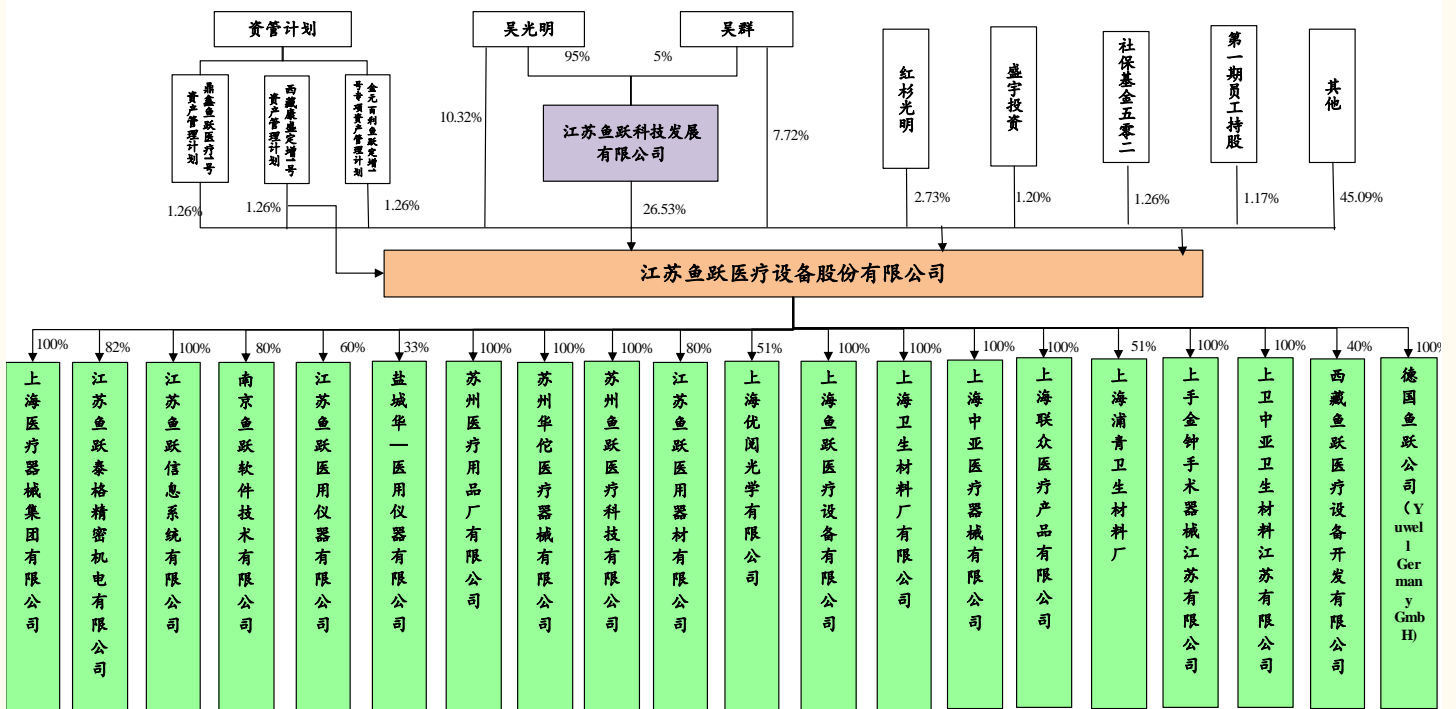
图表目录

图表 1: 鱼跃医疗股权结构示意图.....	4
图表 2: 鱼跃医疗主要产品概览.....	5
图表 3: 鱼跃医疗发展历程.....	6
图表 4: 不同类型制氧机的区别.....	7
图表 5: 国内十大品牌制氧机.....	7
图表 6: 鱼跃医疗历年业绩保持快速增长.....	8
图表 7: 鱼跃医疗各板块收入构成占比.....	8
图表 8: 鱼跃医疗各板块毛利率水平.....	8
图表 9: 鱼跃医疗产品覆盖国内知名三甲医院.....	9
图表 10: 鱼跃健康之家.....	10
图表 11: 药店鱼跃专柜.....	10
图表 12: 鱼跃家用医疗器械产品一览.....	11
图表 13: 国内医疗器械市场增长较快.....	11
图表 14: 国内家用医疗器械市场增长更快.....	11
图表 15: 医疗器械电商渠道约占医疗器械市场 9%的比重.....	12
图表 16: 公司从 2013 年开始加大销售费用投入.....	13
图表 17: 鱼跃医疗线上销售产品.....	13
图表 18: 部分家用医疗器械线上产品价格对比.....	14
图表 19: 2015 年 4 月医疗器械热销品牌排行榜.....	14
图表 20: 2015 年 9 月天猫医疗器械热销品牌排行榜.....	14
图表 21: 2016 年 11 月淘宝天猫医疗器械热销品牌排行.....	15
图表 22: 2017 年 3 月淘宝天猫医疗器械热销品牌排行.....	15
图表 23: 金钟德国研发中心成立.....	16
图表 24: 鱼跃德国子公司成立.....	16
图表 25: 鱼跃医疗研发投入占比高.....	18
图表 26: 公司近期部分研发新产品.....	18
图表 27: 上械集团分/子公司产品目录简介.....	19
图表 28: 上械集团手术器械厂医疗器械品类丰富.....	19
图表 29: 募集资金用途.....	20

鱼跃医疗公司概况

- 鱼跃医疗（江苏鱼跃医疗设备股份有限公司）成立于 1998 年，公司拥有 800 多张二、三类医疗器械注册证，产品规格近万种，是国内龙头医疗器械企业。
- 自 2008 年公司上市以来积极进取，已形成家用医疗、医用临床、医用呼吸供氧、互联网医疗业务板块。公司的制氧机、血压计、手术器械、雾化器、听诊器、轮椅、针灸针当前市场占有率最高。
- 公司董事长吴光明先生和副董事长吴群先生控股的鱼跃科技发展有限公司是上市公司的控股股东，吴光明先生和吴群先生合计持有公司 45% 的股权。公司下设 20 个子公司。

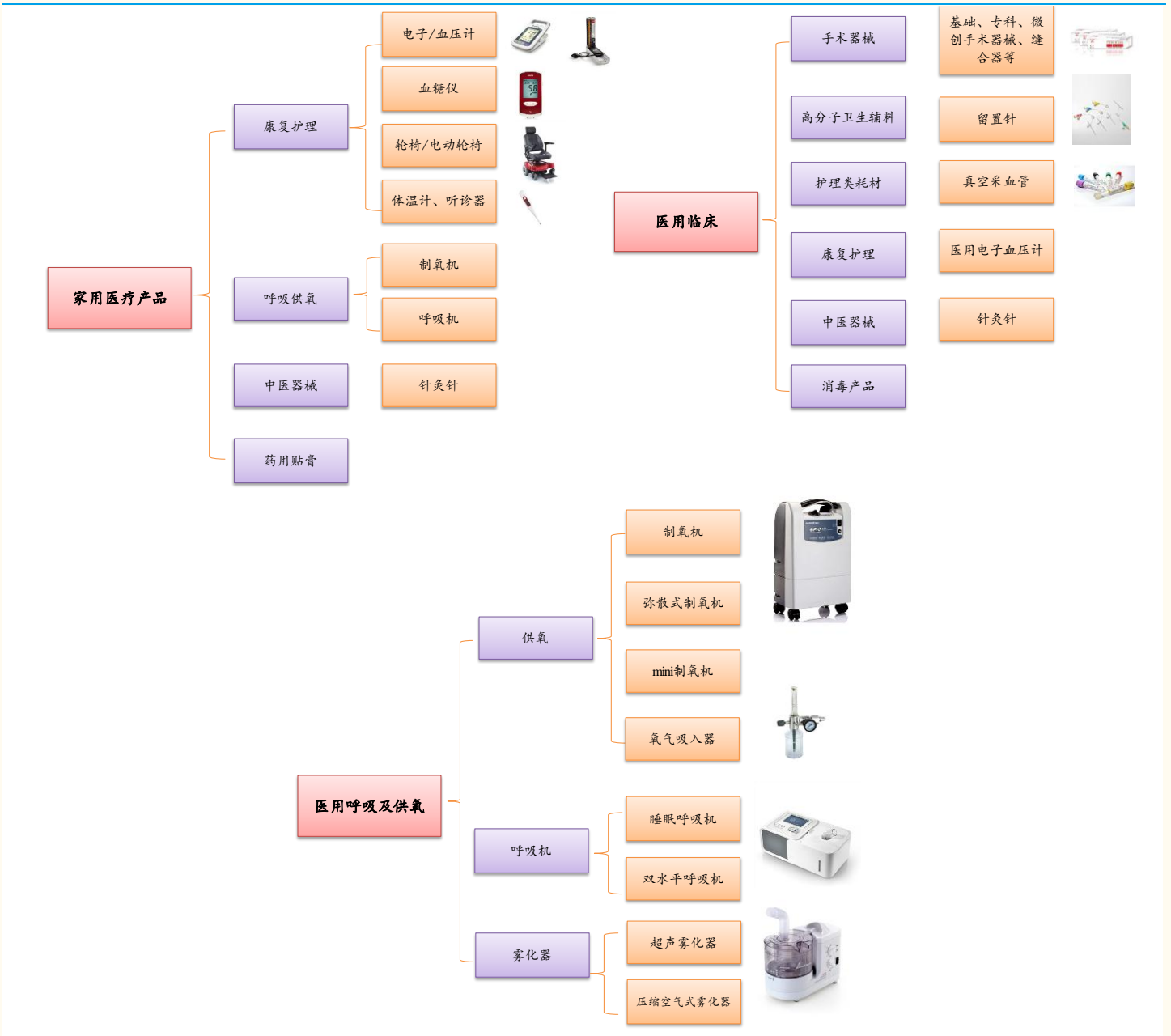
图表 1：鱼跃医疗股权结构示意图



来源：公司年报，国金证券研究所

- 公司主营产品大致可分为四个板块：家用医疗、医用临床、医用呼吸供氧、互联网医疗。
- 家用医疗用品板块包括：
 - 康复护理：血压计、血糖仪、轮椅、体温计、听诊器等
 - 呼吸供氧：制氧机、呼吸机
 - 中医器械：针灸针等
 - 生活辅助：药用膏贴等
- 医用临床产品包括：手术器械、高分子卫生辅料、护理类耗材、康复护理、中医器械、消毒产品等
- 医用呼吸及供氧产品：制氧机、呼吸机、雾化器等

图表 2：鱼跃医疗主要产品概览



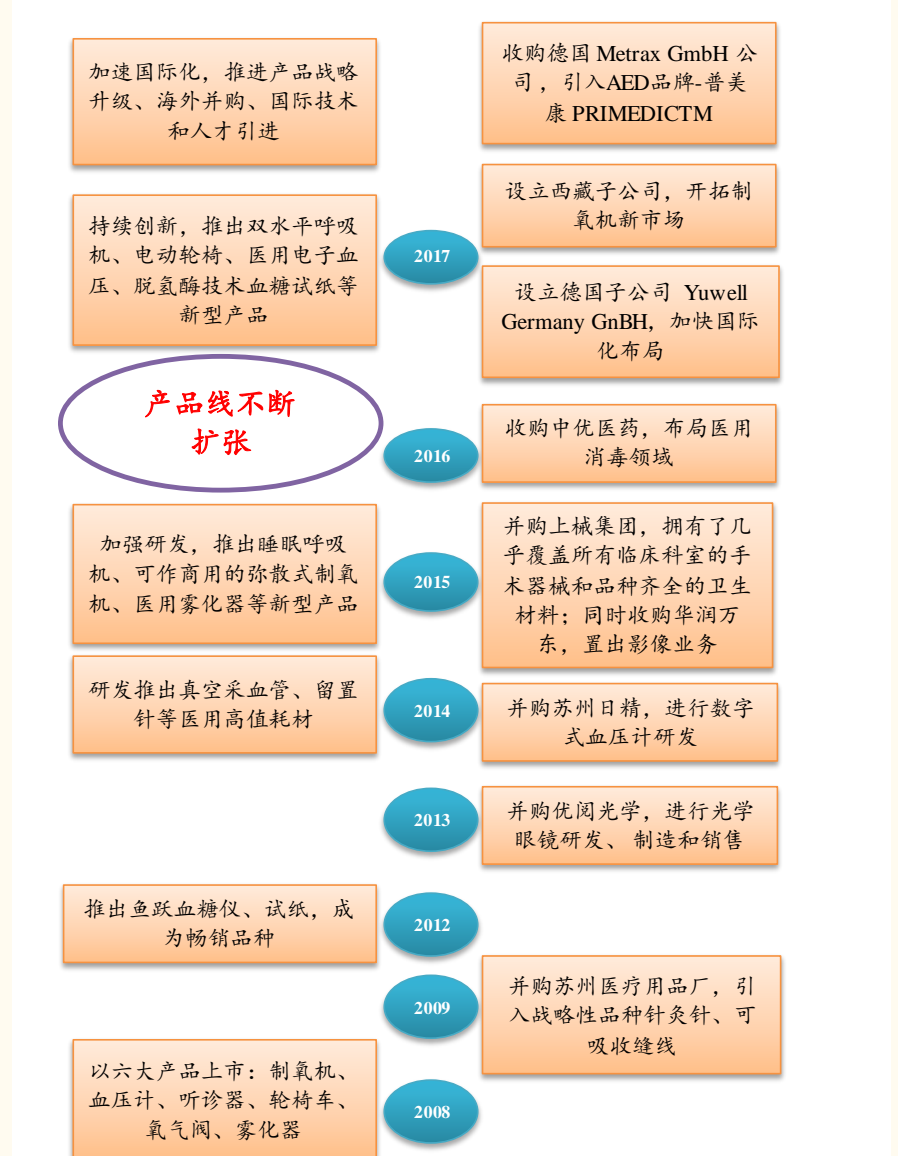
来源：公司年报，国金证券研究所

公司发展历程

- 公司成立于 1998 年，于 2008 年上市，上市之前公司主要产品是制氧机、血压计、听诊器、轮椅车、氧气阀、雾化器，上市以后，公司积极进行外延扩张和产品创新；
- 2009 年，公司并购苏州医疗用品厂，获得“华佗”品牌，引入针灸针、可吸收缝线等；
- 2012 年，推出鱼跃血糖仪和试纸，成为畅销品种；
- 2013 年，并购优阅光学，进行光学眼镜研发销售；
- 2014 年，推出真空采血管、留置针等医用耗材；并购苏州日精，研发数字式血压计；

- 2015年，推出睡眠呼吸机、商用弥散式制氧机、医用雾化器等；
- 并购上械集团，拥有了几乎覆盖所有临床科室的手术器械和品种齐全的卫生材料；同时收购华润万东，置出鱼跃影像业务。
- 2016年，公司收购中优医药，布局医用消毒业务。
- 设立德国子公司 Yuwell Germany GnBH，加快国际化布局
- 2017年，设立西藏子公司，开拓制氧机新市场
- 收购德国 Metrax GmbH 公司，引入 AED 品牌-普美康 PRIMEDICTM
- 参股德国 Amsino Medical

图表 3：鱼跃医疗发展历程



来源：公司资料总结，国金证券研究所

图表 4：不同类型制氧机的区别

制氧设备	医用制氧机	家用制氧机	弥散式制氧机
制氧原理	分子筛变压吸附	分子筛变压吸附	分子筛变压吸附
适用人群	主要用于重症缺氧患者，在医院多用于手术室、抢救室、氧疗室，集中供氧	一般作家庭氧保健用，适用于孕妇、老人、长期用脑人士，有头晕、缺氧症状者	主要为提高人体所处环境的氧含量，一般用于改善密闭环境如卧室、办公室的富氧量
吸入方式	多配合面罩、鼻导管	使用鼻导管	无
氧浓度	>93%	30%-90%	45%-55%
购机费用	2000-5000元	500-1000元	10000-50000元
设备分类	医疗器械	非医疗器械	非医疗器械
销售市场	医院、OTC	OTC	OTC

来源：国金证券研究所

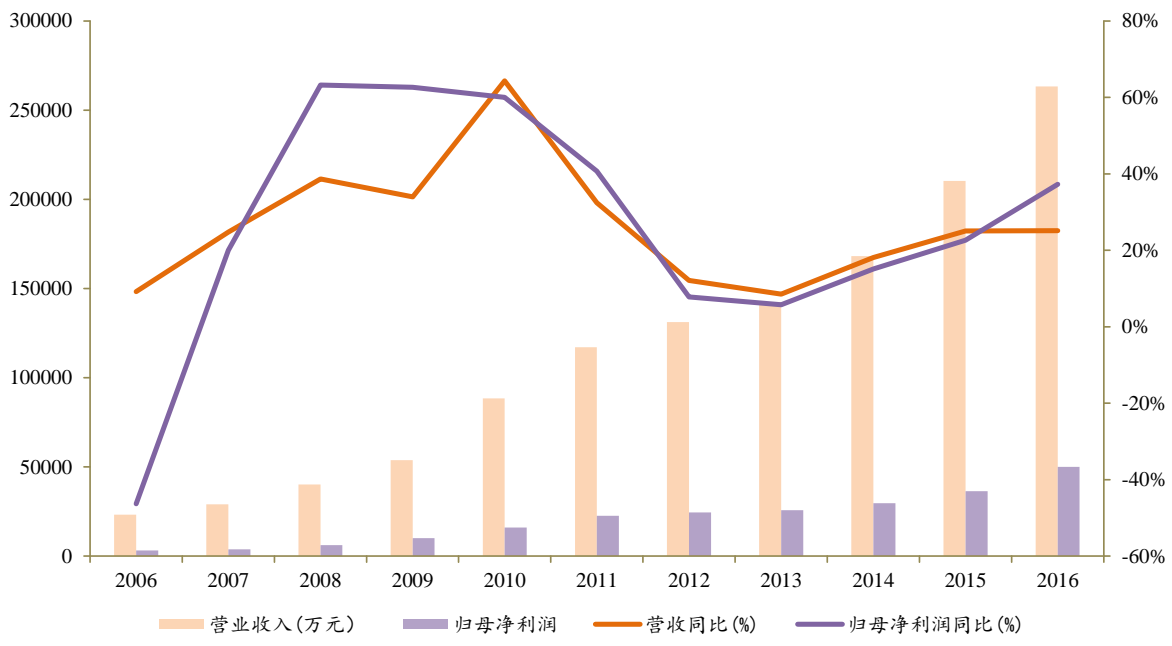
图表 5：国内十大品牌制氧机

排名	品牌	公司	简介
1	鱼跃	江苏鱼跃医疗设备股份有限公司	国内较大的康复护理/医用供氧系列医疗器械的企业,制氧机市场占有率高, 2006年至今公司制氧机销量持续位居全国第一
2	英维康	英维康康复器械(苏州)有限公司	创立于1885年,全球较大的家用/医疗用氧气设备制造厂商之一,家用医疗器械领域知名品牌
3	新松医疗 SYSMED	沈阳新松医疗科技股份有限公司	中科院直属企业,医疗级制氧机专业制造商,其双水平呼吸机、OT系列和Y系列医疗级氧气机拥有较高知名度
4	海龟 Turtle	沈阳昌泰医疗科技有限公司	致力于家用呼吸类医疗设备研发及制造的高新技术企业,家用氧气机行业标准制定单位
5	海氧之家	青岛海氧益百实业有限公司	专业从事氧健康科学和制氧设备推广应用的高新技术企业,制氧机行业比较有影响力
6	飞利浦伟康	飞利浦(中国)投资有限公司	隶属于飞利浦集团,全球睡眠紊乱和呼吸系统医疗设备市场创新型解决方案知名企业
7	康尚 KONGSUNG	江苏康尚医疗器械有限公司	家用/医用医疗器械领域极具核心竞争力的企业,知名品牌
8	OMRON 欧姆龙	欧姆龙健康医疗(中国)有限公司	始于1933年日本,国内家庭健康监测器械领先品牌,世界著名健康医疗设备提供商,大型跨国集团
9	中航	江苏中航医疗设备有限公司	中航工业旗下国有大型军民结合型高科技企业,国内较大的航空供氧装备研发制造基地
10	海尔智能医疗	海尔集团公司	隶属于海尔集团,致力于提供创新性的智能医疗健康产品和健康管理服务,较具规模的家庭医疗服务商

来源：十大品牌网，国金证券研究所

- 公司 2016 年实现营业收入 26.3 亿，同比增长 25%；实现归属母公司净利润 5 亿，同比增长 37%；归属母公司扣非后净利润 4.9 亿，同比增长 40%。
- 公司保持了自上市以来收入端年复合增长 27%、利润端年复合增长 30%的业绩，该势头仍在继续保持。

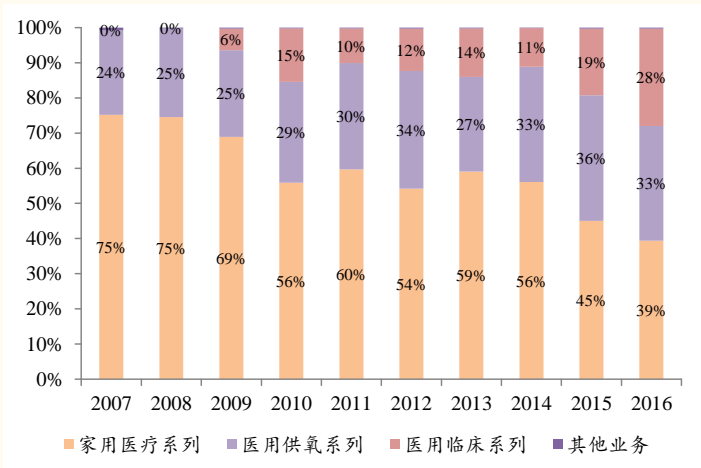
图表 6：鱼跃医疗历年业绩保持快速增长



来源：Wind,国金证券研究所

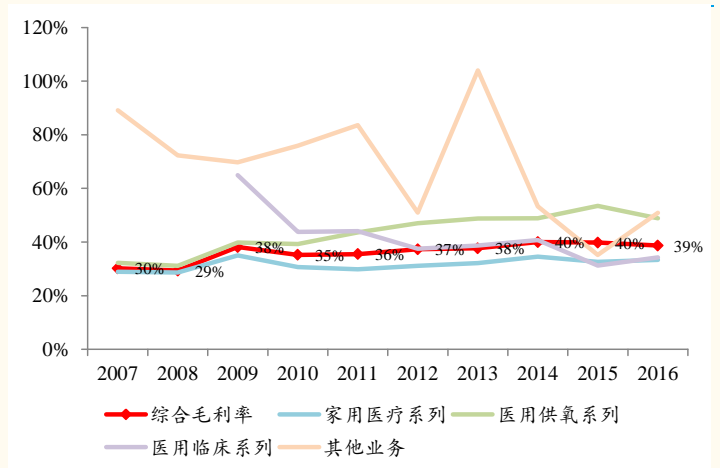
- 公司当前业务板块中，家用医疗系列突破 10 亿营业额，毛利率 33%左右，在公司收入构成中的占比从 2007 年的 75%降到 40%左右；
- 医用供氧系列，2016 年收入达到 8.6 亿，毛利率在 50%左右，收入占比达 33%；
- 医用临床产品 7.3 亿，其中上械 16 年收入 6 亿，板块收入占公司比重 28%。

图表 7：鱼跃医疗各板块收入构成占比



来源：Wind,国金证券研究所

图表 8：鱼跃医疗各板块毛利率水平



来源：Wind,国金证券研究所

鱼跃医疗投资价值——四大竞争优势构筑长期竞争壁垒

- 部分投资者认为，鱼跃医疗产品技术含量不高，对公司的估值存在争议。但我们认为，公司自上市以来，锐意进取，在渠道方面构筑了强大的营销网络壁垒、在电商家用医疗行业树立起深入消费者的品牌、走出稳健深远的国际化之路、通过自身多年研发积累和并购整合丰富强大的医疗器械产品线。这四大竞争优势构筑了公司长期竞争壁垒，并提供了公司近期、长期业绩的保障，鱼跃医疗具备长线投资价值。

（一）渠道为王：医疗机构、OTC 零售网络、互联网平台三位一体销售渠道

医院网络：超 5 万家医疗机构的渠道网络

- 当前有超过 5 万家医疗机构和超过 90% 的三甲医院使用鱼跃医疗产品

图表 9：鱼跃医疗产品覆盖国内知名三甲医院



来源：公司网站，国金证券研究所

OTC 零售网络：超 10 万药店的庞大销售终端

- 家用健康领域鱼跃聚焦慢病管理，每个产品都见证并引领行业发展，并荣膺 2015 健康中国品牌榜家用医疗器械第一品牌。鱼跃与国内百强连锁进行深度合作，产品进入了超过 10 万个药店和专业器械店，并拥有 2000 多个鱼跃产品专柜。
- 此外，公司还在深圳、南京、丹阳、成都、青岛、西藏等城市建立了鱼跃健康之家。

图表 10: 鱼跃健康之家



来源: 公司网站, 国金证券研究所

图表 11: 药店鱼跃专柜



来源: 公司网站, 国金证券研究所

互联网营销平台: 显著拉动公司近年来业绩增长

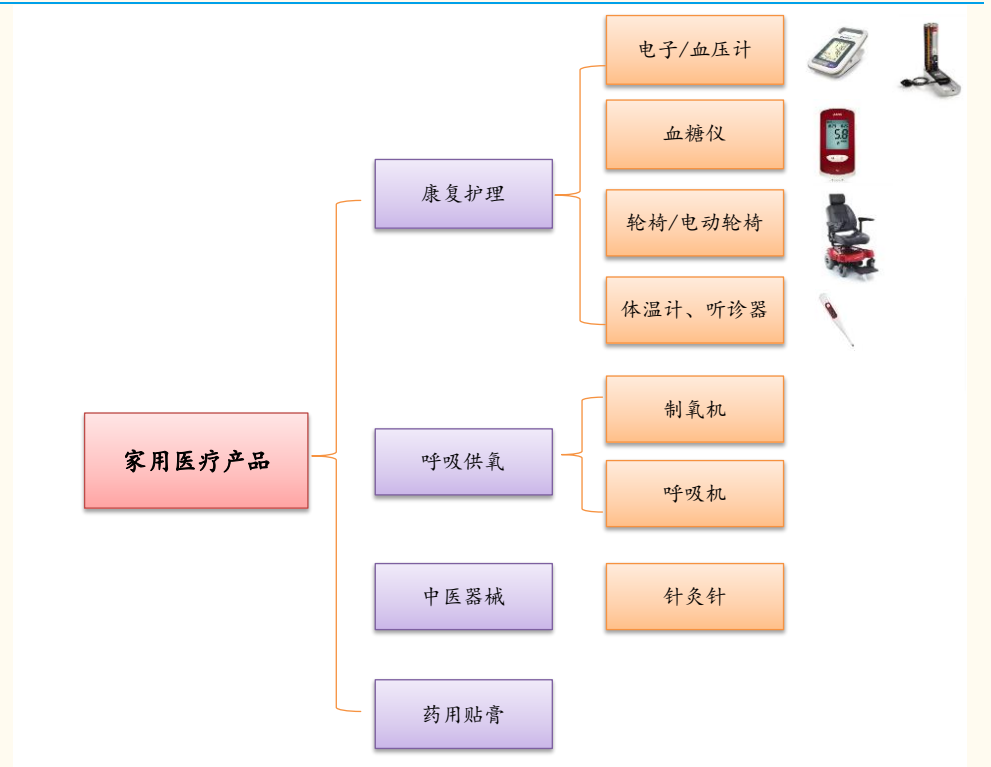
- 公司与阿里巴巴、百度、京东等开展合作, 公司多个家用产品在双 11 促销活动中拔得头筹。
- 过去三年, 互联网渠道的销售贡献约有 2 亿、4 亿、6 亿规模, 显著拉动公司业绩增长。

(二) 率先抓住互联网营销机遇, 品牌树立深入人心, 线上交易指数位居榜首

国内医疗器械电商渠道占医疗器械总市场的比重日益提升

- 互联网销售渠道完美契合公司家用医疗产品营销特性: 消费品属性、营销短平快。
 - 公司产品线中, 家用医疗产品仍占到公司总营收的 40% 比重, 这一类产品不需要很强的学术推广、但属于刚需产品、营销频次高, 类消费品属性, 电商渠道完美契合了这一类产品的营销特性。

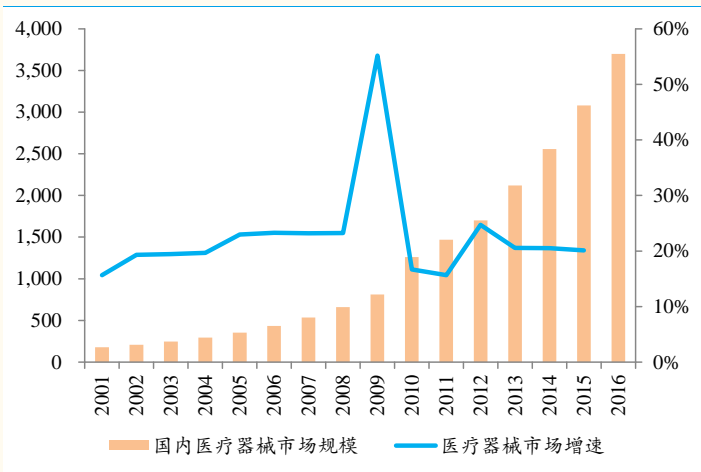
图表 12: 鱼跃家用医疗器械产品一览



来源: 国金证券研究所

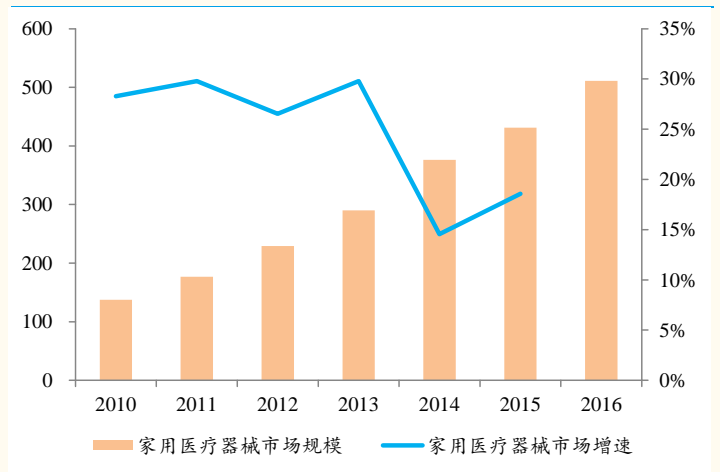
- 国内家用医疗产品市场在过去 6 年里保持了 24% 的行业增长，高于医疗器械整体 20% 的年复合增速。其占比也逐年提升，2016 年家用医疗产品市场达到 511 亿规模，约占国内医疗器械总市场 14% 的比重。

图表 13: 国内医疗器械市场增长较快



来源: Wind, 国金证券研究所

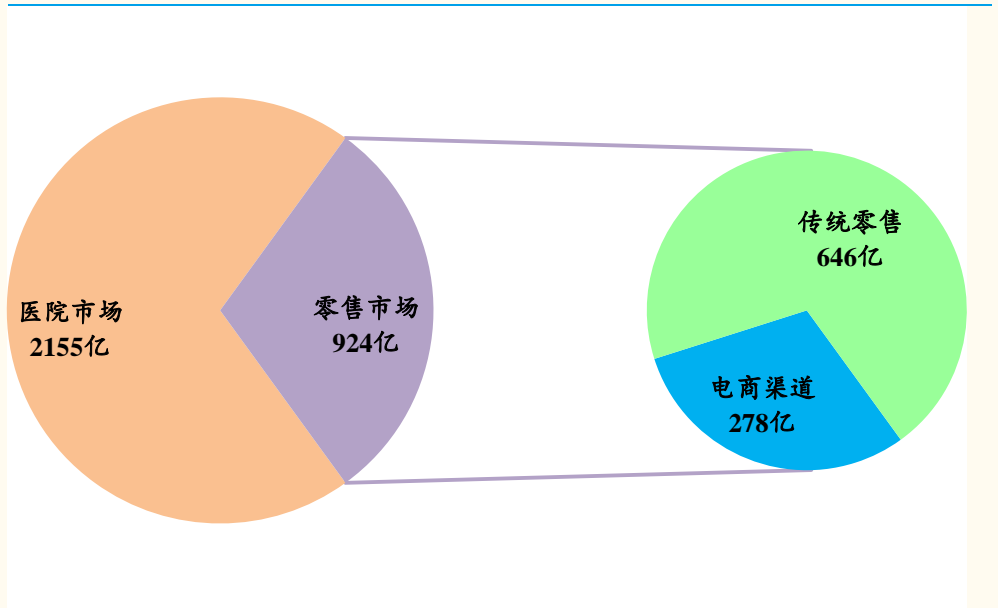
图表 14: 国内家用医疗器械市场增长更快



来源: Wind, 国金证券研究所

- 在国内 2015 年 3080 亿的医疗器械市场中，医院渠道和零售市场占比约为 7:3，在这 30% 的零售渠道中，传统零售与电商渠道占比约为 7:3，2015 年国内医疗器械电商市场约为 278 亿规模。

图表 15：医疗器械电商渠道约占医疗器械市场 9%的比重



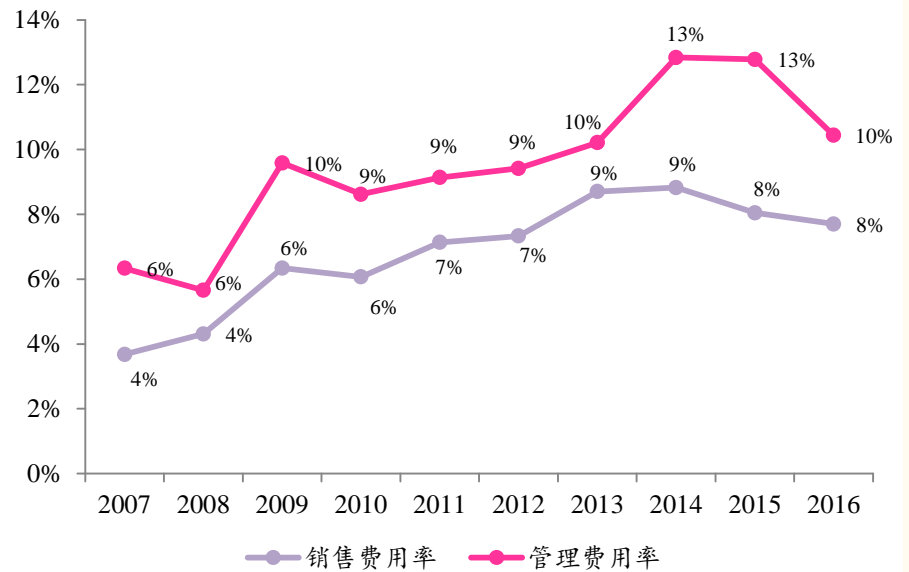
来源：2015 中国医疗器械行业发展蓝皮书，国金证券研究所

- 公司 2013 年设立电子商务部发展家用医疗体系的营销渠道，并在天猫、京东等主要电商平台设立公司品牌旗舰店，开展电商业务。
- 2012 年天猫医药馆开放初期，医疗器械市场销量大的产品主要是小而轻便的家用产品，如血压计、血糖仪、助听器等。各品牌之间打价格战、甚至亏本卡位。2012 年到 2013 年期间，电商渠道的医疗器械市场以欧姆龙为主。

公司 2013 年开始加大销售费用投入、调整费用结构，显著带动电商业务发展

- 公司从 2013 年开始加大销售费用的投入、调整销售费用结构，显著地带动了公司电商业务的发展。
 - 当年销售费用率占比 9%，同比提升两个点；销售费用构成中，广告费同比增长 40%、线下展览费下降 24%、样本赠送费用增长了 107%。

图表 16: 公司从 2013 年开始加大销售费用投入



来源: Wind, 国金证券研究所

- 2013 年开始公司在电商渠道方面的倾斜和努力, 使得鱼跃医疗在电商渠道收获了良好效果。仅 2013 年的“双 11”, 公司就实现了近 300 万的销售金额, 排在医药类目第五。

图表 17: 鱼跃医疗线上销售产品

血压计系列	臂式电子血压计	轮椅	铝合金
	腕式电子血压计		钢管材质轮椅
	台式水银血压计		护理坐便型
	智能加压	血糖仪	助行
	语音播报		血糖仪
	心率检测		试纸
	背光显示		智能血糖仪
制氧机	智能电子血压计	华佗系列	拔罐器
	保健型制氧机		电子针疗仪
	医用型制氧机		TDP
	1-3L流量		针灸针
雾化器	1-5L流量	呼吸机	人体穴位模型
	空气压缩雾化器		APAP全自动
	超声雾化器	CPAP半自动	
	儿童雾化器	牵引器	
体温计	成人雾化器	计步器	
	耳温枪	体重秤	
	电子体温计	血氧仪	

来源: 天猫, 京东, 国金证券研究所

- 2014 年上半年, 鱼跃电商收入 9000 万元, 全年收入超过 2 亿元, B2C 成为利润较大贡献点。

- 2015年双11，鱼跃医疗在天猫的旗舰店单日销售额接近3000万元，而其全年电商收入约4亿元。2016年电子商务平台业绩增长迅速，增速50%以上，电商收入约6亿。
- 2015年开始，公司也在互联网医疗领域，公司以专业的临床医学为基础，为患者提供远程慢病管理、远程医学诊断等云端医疗服务。

图表 18：部分家用医疗器械线上产品价格对比

名称	鱼跃价格(元)	天猫最低价	天猫最高价
制氧机(家用)	1288-3580	168(氧立得)	7800(飞利浦)
电子血压计	119-469	69(乐康)	1659(松下)
血糖仪	98-169	19.9(三诺)	1318(拜耳)
轮椅车	599-999	260(乐驰)	7920(三贵)
雾化器	268-429	79(邦力健)	5800(德国百瑞)
电子体温计	19.9	12.5(东阿阿胶)	359(欧姆龙)
颈椎牵引器	69-165	25(佳禾)	199(乐驰)
指夹式血氧仪	168	79(邦力健)	498(飞利浦)

来源：天猫，国金证券研究所

2015年超越竞争对手欧姆龙，品牌树立，持续拉开与后者的差距

- 根据亿邦动力网，天猫医疗器械热销品牌中，从2015年9月的成交金额/交易指数开始，鱼跃品牌超越欧姆龙，位居榜首，此后一直保持电商家用医疗器械销量第一。并且欧姆龙与鱼跃的交易指数差异越来越大，表明公司品牌已经深入人心、龙头市场地位日益巩固。
- 对比2015年4月和2017年3月的天猫医疗器械热销品牌排行来看，可以看出国产品牌的市场份额越来越高，当前线上热销品牌排名分别为鱼跃、欧姆龙、可孚、三诺、飞利浦、迈德斯特、罗氏、冠昌、邦力健、卓辰。
 - 按照第三方数据平台解释，交易指数是根据统计周期内的交易行为数如交易金额，支付订单数等拟合出的指数类指标。交易指数越高表示交易行为越多。(交易指数非最终的成交额，与最终实际真实销售数据有出入)。
 - 交易增长幅度是指选择周期内交易额跟上个周期相比增长的幅度。

图表 19：2015年4月医疗器械热销品牌排行榜

2015年4月医疗器械热销品牌排行榜			
品牌名称	成交金额	成交商品数	成交人数
欧姆龙	27,340,917	110,202	95,915
鱼跃	25,610,121	101,482	91,407
三诺	9,328,263	116,716	95,211
罗氏	6,106,719	33,421	26,299
飞利浦	5,140,033	1,339	1,208
强生	4,316,108	26,359	19,551
邦力健	3,367,865	24,813	23,026
瑞迈特	3,180,312	1,188	1,062
康乐保	3,014,852	38,987	10,867
西门子	2,911,493	9,400	7,748

来源：第三方数据平台，国金证券研究所

图表 20：2015年9月天猫医疗器械热销品牌排行榜

2015年9月天猫医疗器械热销品牌排行榜			
品牌名称	成交金额	成交商品数	成交人数
鱼跃	25,332,439	127,913	108,546
欧姆龙	23,949,749	103,625	90,562
三诺	11,802,570	137,494	107,629
可孚	6,958,371	55,851	47,158
罗氏	5,731,531	28,535	23,284
邦力健	4,827,355	39,369	37,228
西门子	4,369,877	13,727	12,217
强生	4,360,274	24,099	18,692
飞利浦	3,818,447	1,038	943
康乐保	3,193,200	39,760	10,674

来源：第三方数据平台，国金证券研究所

图表 21: 2016 年 11 月淘宝天猫医疗器械热销品牌排行

2016年11月淘宝天猫医疗器械热销品牌排行			
热销品牌排名	品牌名称	交易指数	交易增长幅度
1	鱼跃	2118574	75.59%
2	欧姆龙	1878651	96.40%
3	可孚	1393065	17.57%
4	三诺	1213723	56.05%
5	罗氏	774012	90.96%
6	飞利浦	772399	80.12%
7	冠昌(医疗器械)	745588	66.10%
8	康乐保	693962	73.75%
9	迈德斯特	660970	47.03%
10	强生	658091	81.94%

来源: 第三方数据平台, 国金证券研究所

图表 22: 2017 年 3 月淘宝天猫医疗器械热销品牌排行

2017年3月淘宝天猫医疗器械热销品牌排行			
热销品牌排名	品牌名称	交易指数	交易增长幅度
1	鱼跃	2119146	31.80%
2	欧姆龙	1739117	14.26%
3	可孚	14298970	26.61%
4	三诺	1166135	22.67%
5	飞利浦	818695	30.09%
6	迈德斯特	657494	13.22%
7	罗氏	625291	11.98%
8	冠昌	616017	19.36%
9	邦力健	603068	9.44%
10	卓辰	564707	7.72%

来源: 第三方数据平台, 国金证券研究所

(三) 开疆拓土, 步步为营, 走出国际化之路

Step1: 迈出国际化第一步: 在德国设立全资子公司, 寻求海外商务合作

- 2016 年 4 月公司在德国设立全资子公司 Yuwell Germany GmbH, 投资金额 1000 万欧元, 作为在欧洲的研发中心、制造中心、商务中心。
- 设立目的:
 - 引入当地的研发创新、技术和管理人才, 不断升级现有的医疗器械产品。
 - 作为欧洲的商务拓展中心, 代理高品质德国医械类产品在国内市场销售, 寻找海外商务合作和并购机会。
- 鱼跃医疗另于 2017 年 2 月对德国子公司增资, 总额不超过 2000 万欧元, 即总投资额不超过 3000 万欧元。
- 鱼跃医疗经过多年努力, 在东南亚地区已开启了自主品牌推广路径, 但在市场更广阔、代表高端技术水平的欧美地区, OEM 代工还是主流。鱼跃德国子公司的设立, 是鱼跃真正国际化的第一步。德国图特林根是欧洲医疗器械的制造中心、全球手术器械之都, 是众多国际知名医疗器械企业总部, 聚集了众多的医疗器械创造人才。鱼跃德国公司将作为鱼跃在欧洲的研发中心和制造中心, 实行本地化管理, 引入当地的研发创新、技术和管理人才, 不断升级鱼跃现有的医疗器械产品, 以鱼跃德国制造促进鱼跃品牌、产品、团队的国际化; 鱼跃德国公司还将作为鱼跃在欧洲商务拓展中心, 积极收集最前沿资讯, 代理高品质德国医械类产品在国内市场销售, 寻找海外商务合作和并购机会, 通过引进来、走出去双向发展, 最终实现公司的国际化战略。

Step2: 成立鱼跃集团金钟德国研发中心

- 在鱼跃德国子公司成立半年左右后的 16 年 11 月, 鱼跃集团金钟德国研发中心成立。国内老牌手术器械产品将在德国得到进一步发展。

图表 23: 金钟德国研发中心成立



来源: 公司网站, 国金证券研究所

图表 24: 鱼跃德国子公司成立



来源: 公司网站, 国金证券研究所

Step 3: 收购德国 Metrax GmbH, 欧洲最大除颤器厂商

- 2017 年 2 月, 公司收购德国 Metrax GmbH 公司 100% 股权, 获得 AED(自动体外除颤仪, Automated External Defibrillator) 品牌 (PRIMEDIC™, 普美康)。
- 德国曼吉世有限公司 (Metrax GmbH), 创立于 1973 年, 总部设在德国罗特韦尔市 Rottweil (德国南部), 有员工 80 人, 从 1989 年开始研发、生产和销售急救医疗产品, 包括用于急救中心和医院诊所的 PRIMEDIC 普美康自动体外除颤仪 (AED) 和专业除颤仪, 收购完成后, Metrax 公司原总经理 Tobias Mohry 将被留任。收购标的是欧洲最大的除颤器厂商。
- PRIMEDIC (普美康) 系列除颤监护产品设计精良, 在全球超过 10000 台的销量, 在国际专业领域已获得了高度的认可。PRIMEDIC 通过了 ISO9001 国际质量体系认证、CE 认证及 TUV 认证, 据不完全统计, PRIMEDIC 除颤系列产品在德国医疗市场 (包括医院、社区、消防警察部队等) 约占 60%-70% 份额, 欧洲市场约占 30%-40% 份额。
- 1998 年“普美康”进入中国市场以来, 全国各地已有诸多知名医院都在使用 PRIMEDIC 除颤产品 (如上海瑞金、仁济医院等、北京 301、同仁等等)。相对于其它一些知名除颤厂商 (如美国 Physio-Contro (菲康)、HP、ZOLL、日本光电等) 显示出特有的优势。

Step 4: 参股 Amsino Medical, 期待一次性医疗器械产品内外互通

- 公司于 2017 年 5 月拟与控股股东鱼跃科技共同以 1.5382 美元/股价格认购 Amsino Medical 发行的普通股股份, 认购总金额为 2655 万美元。本次投资完成后, 上市公司和鱼跃科技将分别持有 Amsino Medical 19% 的股权。
- Amsino Medical 成立于 2005 年 4 月, 主要生产并经销以感染控制、抗菌涂层和安全无针为核心技术的一次性医疗器械系列产品, 产品主要分为六大系列, 覆盖 400 多种产品, 包括药品输送系统类、肠内营养输送系统类、封闭式医用废液收集和处理系统、泌尿系列产品类、呼吸治疗类和病人护理产品类。
- Amsino Medical 采取中国制造—海外市场的经营模式。制造方面, 通过美昕医疗器械松江有限责任公司和美昕医疗器械昆山有限责任公司两个载体

实施。两家制造公司均获得 FDA、GMP 认证，并获得 ISO13485、CE 等质量管理体系认证。拥有超过一百三十万平方英尺的生产面积、一万级和十万级净化车间。

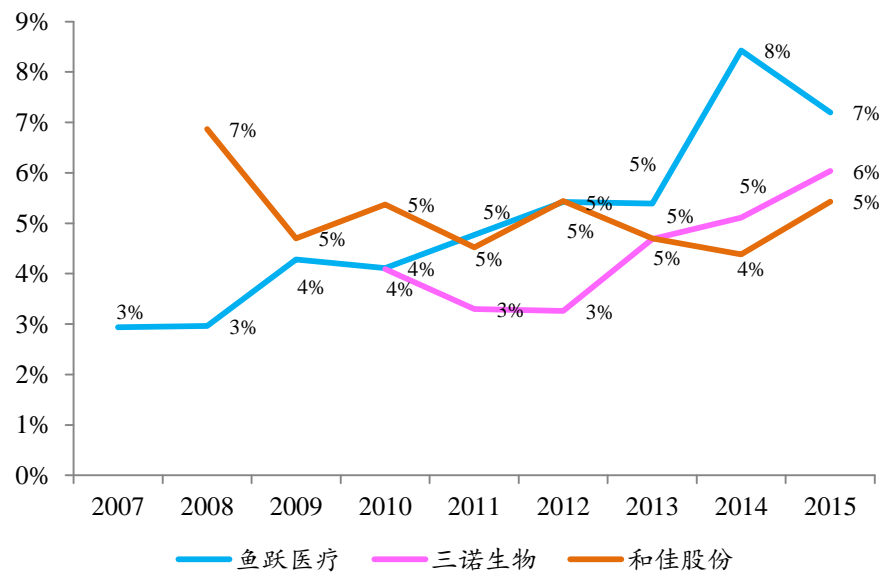
- 海外市场方面，Amsino Medical 通过美国和香港子公司，将产品销往世界五十多个国家和地区，覆盖包括北美、拉丁美洲、中东及东南亚在内的全球市场，其中 65% 以上销往美国。
- 在国内市场方面，Amsino Medical 于 2008 年在中国设立全资子公司美舒医疗器械贸易（上海）有限责任公司，负责美诺产品在国内市场的销售，覆盖了中国大部分的三甲医院，并在封闭式医用废液收集和处理系统产品和泌尿系列产品线上建立了中国市场领先地位。
- 参股 Amsino Medical 后，双方将在医院市场，家庭护理市场，OTC 和电子商务市场展开全面合作：
 - 由鱼跃业务团队负责 Amsino Medical 主要产品在中国医院市场、家庭护理市场，OTC 和电子商务市场的销售，
 - Amsino Medical 将现在代理的，或未来将要代理的国际品牌产品的中国市场的销售总代理或地区代理权，在不违背现有合同条款的前提下授权给鱼跃方，鱼跃方向美诺支付约定特许权使用费或佣金。
 - Amsino Medical 愿意代理鱼跃方的产品或向鱼跃方订购 Amsino Medical 品牌产品，在与鱼跃方没有冲突的国家，地区和市场，努力通过美诺的国际营销渠道扩大鱼跃方产品在国际市场的营销。
- 我们认为，鱼跃医疗海外扩张之路布局缜密、发展稳健，公司先是在 2016 年 4 月成立德国子公司，继而增资，增资后总注册资本明显增厚，为后续的海外并购打下基础。2017 年上半年即收购德国 Metrax GmbH、参股 Amsino Medical，动作之快体现了管理层坚定走海外扩张的决心，从鱼跃国际化的历程中可以看出公司基本确立了“引进来”与“走出去”的方针。
- 纵观国际医疗器械行业巨头发展历史，国际化都是发展的必经之路，我们期待鱼跃医疗从 2016 年开始部署的这条海外扩张之路未来结出更多的成果。

（四）注重研发+兼并收购，品类日益丰富

自身多年坚持研发投入出成果

- 公司重视研发投入，自上市以来研发支出快速增长，与同类公司相比，公司研发投入占比高于行业水平。

图表 25：鱼跃医疗研发投入占比高



来源：Wind, 国金证券研究所

- 公司研发体系和研发团队建设不断健全。截止 2016 年底，公司设立有以医电产品、医用软件、自动控制技术为研发方向的第一研发中心江苏鱼跃信息系统有限公司，以医用高值耗材为研发方向的第二研发中心苏州鱼跃医疗科技有限公司，以提供医疗服务信息化解决方案为研究方向的第三研发中心南京鱼跃软件技术有限公司，三大研发中心相互分工，共享资源，开发了弥散式制氧机、医用电子血压计、睡眠呼吸机、真空采血管、留置针、电动轮椅、双水平呼吸机等大批新产品。持续的研发创新，为公司长期稳定发展提供原动力。

图表 26：公司近期部分研发新产品

序号	研发产品	目标	目前进展
1	新品制氧机系列	完成量产	已量产
2	双水平呼吸机	完成注册	取得注册证，并量产
3	新品医用电子血压计	完成量产	已量产
4	新品直流医用雾化器项目（405A，405B）	完成量产	已转产，并小量出样
5	新品手机血糖仪（iG210）	完成注册	提交注册资料
6	新技术血糖试纸	完成研发进入测试	完成测试，准备注册资料
7	留置针（26G）	完成注册	提交注册资料
8	轻型智能电动轮椅	完成研发进入测试	正在测试

来源：公司年报，国金证券研究所

- 公司依托德国、南京、苏州、上海研发中心，2017 年将致力于双水平呼吸机、电动轮椅、医用电子血压计等产品的规模化生产与上市导入，以及医院用双水平呼吸机、脱氢酶技术血糖试纸、安全型留置针等产品的研发。

历年并购带来产品线扩容

■ （一）收购苏州医疗用品厂，整合焕发中华老字号品牌新生机

- 公司 2009 年以 3100 万元代价收购苏州医疗用品厂，标的公司成立于 1956 年，此次收购使得公司将产品拓展至针灸针、可吸收缝合线、采血针系列产品、一次性医疗用品等，并收获“华佗牌”中华老字号商标。

- 收购当年，苏州医疗用品厂亏损，2010 年实现净利润 937 万，2016 年实现净利润 3536 万。鱼跃医疗接手后，不但扭亏为盈，更使得苏州医疗用品厂在过去的 7 年里实现年复合增速 25% 的成绩，中华老字号产品依托鱼跃医疗的并购整合和庞大销售渠道重新焕发生机。

■ (二) 收购上械集团，产品线延伸至手术器械、卫生材料等

- 公司于 2015 年 4 月完成对上械集团的并购，以 6.9 亿代价收购上械 100% 股权。上械集团下属 10 个子公司，核心产品主要有手术器械、卫生材料及敷料、药用膏贴等，产品品类众多，核心产品均具有较高的行业地位和市场占有率，尤其是手术器械，为国内行业龙头企业。

图表 27：上械集团分/子公司产品目录简介

上械集团分/子公司	产品目录
上海医疗器械（集团）有限公司 手术器械厂	基础器械、神经外科、眼科、口腔器械、耳科、鼻科、咽喉科、心胸外科、普通/肝胆外科、泌尿/肛肠外科、妇产科/节育器械、骨科器械、骨科耗材/工具、显微器械、整形外科、微创外科、电外科器械、电动工具、离心机、成套器械等
上海医疗器械（集团）有限公司 卫生材料厂	医用防水胶带、医用橡皮膏、聚丙烯酸酯医用胶布、人工肛门袋、创可贴、医用脱脂纱布、医用脱脂棉、医用绷带、一次性使用消毒棉片(含75%酒精)、医用棉花球、医用绷带、吡喃西林止血膏布、曲安奈德新霉素贴膏、伤湿止痛膏、输液贴等
上海医疗器械厂有限公司	X射线类产品、DR产品、高频数字胃肠产品、移动式产品、手术床类、MINI PACS 系统等
上海医疗器械九厂	固定阳极X射线管系列、高速旋转阳极X射线管、医用诊断X射线管套系列、遥控摇篮装置、电视摄像系统、X线影像增强器等
上海联众医疗产品有限公司	主营进出口业务，产品涵盖医院设备、手术器械、诊断器械、实验室用品、牙科产品、医用敷料等
上海华线医用核子仪器有限公司	放射治疗设备、医用诊断设备和消毒灭菌设备
上海华辰医用仪表有限公司	电子体温计、体温计、低频理疗仪、电子保健类、红外耳式体温计、电子血压计、计步器、人体脂肪测量仪、数字测温仪、温度控制仪等
上海阿洛卡医用仪器有限公司	超声设备
上海泰雷兹电子管有限公司	X射线机及配件
上海麦迪逊医疗器械有限公司	超声设备

来源：上械集团，国金证券研究所

- 其中上海医疗器械手术器械厂，“金钟”品牌享誉海内外。金钟基础手术器械规格近千种，年销量 700 多万件，并出口至欧美市场；金钟神外器械规格 440 种，年销量近 10 万件。

图表 28：上械集团手术器械厂医疗器械品类丰富

基础器械	神经外科	眼科	口腔器械	耳科
鼻科	咽喉科	心胸外科	普通/肝胆外科	泌尿/肛肠外科
妇产科/节育器械	骨科器械	骨科耗材/工具	显微器械	整形外科
微创外科	电外科器械	电动工具	离心机	成套器械
补充产品				

来源：上手官网，国金证券研究所

- 上械集团在 2016 年实现营业收入近 6 亿，净利润 4242 万。

- 收购上械后，公司启动员工持股计划，于2016年6月2日授予，锁定三年，认购价格30.64元/股，鱼跃医疗、上械集团高管参与认购，金额共计2.4亿。
- 此外，公司于2016年6月定增募集资金25.6亿，发行8355万股，30.64元/股。上述员工持股计划的份额锁定三年，其余定增对象锁定一年。
- 募集资金扣除发行费用后，用于丹阳医疗器械生产基地项目（二期）、苏州鱼跃医疗科技有限公司二期厂房及年产4.4亿支高值医用耗材及年产10万台套高端电子产品生产项目、年产18亿支针灸针及年产30万台套电子针疗仪等医疗器械生产项目及补充流动资金项目。

图表 29：募集资金用途

分类	项目名称	投资总额(万元)	现有产能	新增产能/实施效果	投资回收期(年)	IRR(税后)%
丹阳医疗器械生产基地项目(二期)	电子血压计建设项目	18,263.92	112.5万台	200万台	5.77	20.81
	小型医用分子筛制氧机建设项目	30,305.92	22.50万台	40万台	5.46	24.88
	全科诊断设备建设推广项目	1,200.00	1,500万台	组建超过40,000人的医师群、50人左右的核心专家团队	6.46	15.42
	压缩机等泵类产品建设项目	13,699.00	19.50万台	38万台压缩机、8万台雾化泵	5.93	19.84
	血糖仪及试纸建设项目	17,801.84	血糖仪: 41.25万台 血糖试纸: 6,750万支	200万台血糖仪、8亿支血糖试纸	5.72	21.59
	轻质新材料康复护理产品建设项目	19,247.18	轮椅车: 35.34万辆 床边桌: 11.25万台 助行杖: 66万套	轮椅车: 40万辆 床边桌: 20万台 助行杖: 60万套	5.86	20.02
苏州鱼跃医疗科技有限公司二期厂房及年产4.4亿支高值医用耗材及年产10万台套高端电子产品生产项目	年产0.4亿支留置针建设项目	33,488.42	-	0.4亿支	7.02	20.26
	年产4亿支采血管建设项目	15,945.50	-	4亿支	6.88	21.03
	年产10万台套睡眠呼吸机建设项目	9,900.00	3,500台	10万台	5.96	27.19
	高值医用耗材研发中心建设项目	7,340.00	N.A	N.A	N.A	N.A
年产18亿支针灸针及年产30万台套电子针疗仪等医疗器械生产项目	年产18亿支针灸针建设项目	8,286.08	3.19亿支	18亿支	6.92	21.12
	年产30万台电子针疗仪建设项目	2,727.40	7.88万台	30万台	5.74	30.91
	年产800万根缝合线、20万件皮肤缝合器和5,000万片手术刀片建造建设项目	7,426.70	缝合线: 216.75万根 皮肤缝合器、手术刀片: -	800万根缝合线、20万件皮肤缝合器、5,000万片手术刀片	7.02	20.44
补充流动资金	N.A	59,568.08	N.A	N.A	N.A	N.A
合计		256,000.00				

来源：公司公告，(注：现有产能数据截止到2015年9月)，国金证券研究所

- 通过员工持股计划，公司绑定高管利益；通过定增，公司募集25.6亿资金，扩充产能、改善财务指标，目前公司账上仍有23.2亿现金，现金充足，且公司连续两年经营活动现金流超过净利润，体现了良好的现金回收能力，为后续的并购也提供了准备条件。
- (三) 收购中优医药，拓展消毒产品和服务，与上械协同开拓市场
 - 公司于2017年1月完成中优医药的股权交割，以8.63亿现金收购中优医药62%股权。中优医药2014年、2015年、2016年一季度的营业收入分别为2.5亿、2.8亿、1亿，利润分别为2607万、5098万、2329万。
 - 中优医药2017年—2019年的承诺净利润分别为9200万、1.12亿、1.42亿，盈利承诺的补偿方式为现金补偿。
 - 中优医药是在1988年由第二军医大学创建，后改制为民营企业，是院内传染病防控与感染控制细分领域的龙头企业，尤其在手部和皮肤消毒领域。其主要服务对象为国内外不同等级的医院，致力于医疗机构感染防控领域，以消毒产品和服务为基础，为客户提供感染控制和消毒隔离整体解决方案。中优医药研制生产了涵盖人体消毒剂、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。

- 我们认为中优医药未来可以和上械集团在手术器械板块产生良好的协同效应，进一步提升公司在手术器械板块的市场竞争力，协同开拓市场。
- **（四）引入海外先进技术，筹谋走国际化之路**
 - 2017 年上半年即收购德国 Metrax GmbH、参股 Amsino Medical，拓展了除颤器、一次性医疗器械产品线，更为鱼跃医疗未来实现内外互通、和成长为国际医疗器械公司提供了契机。

总结

- **鱼跃医疗自上市以来锐意进取，四大优势构筑长期竞争壁垒：**
 - 公司上市以来通过内生发展、外延并购、率先抓住互联网发展机遇、开启国际化之路，上市 9 年来锐意进取，构筑了长期行业竞争壁垒。
- **渠道为王，布局医疗机构、OTC 零售网络、互联网平台三位一体销售渠道：**
 - 公司在医院网络拥有超过 5 万家医疗机构的渠道网络，在 OTC 零售网络拥有超过 10 万药店的庞大销售终端。
- **率先抓住互联网营销机遇，品牌树立深入人心，线上交易指数位居榜首：**
 - 过去三年在国内医疗器械电商渠道占医疗器械总市场的比重日益提升的时候，鱼跃医疗率先看到这一契机，积极布局，2013 年开始加大销售费用投入、调整费用结构，显著带动电商业务发展，2015 年超越竞争对手欧姆龙，品牌树立，持续拉开与后者的差距。
- **开疆拓土，步步为营，走出国际化之路：**
 - 公司于去年在德国设立全资子公司，开始寻求海外商务合作，继而成立鱼跃集团金钟德国研发中心，今年相继收购欧洲最大除颤器厂商德国 Metrax GmbH、参股 Amsino Medical，国际化之路步步为营、稳扎稳打，但动作之快体现了管理层坚定走海外扩张的决心。纵观国际医疗器械行业巨头发展历史，国际化都是发展的必经之路，我们期待鱼跃医疗从 2016 年开始部署的这条海外扩张之路未来结出更多的成果。
- **注重研发+兼并收购，品类日益丰富：**
 - 公司自身多年坚持研发投入出成果，而历年并购更带来产品线的扩容。收购苏州医疗用品厂，整合焕发中华老字号品牌新生机；收购上械集团，产品线延伸至手术器械、卫生材料等；收购中优医药，拓展消毒产品和服务，与上械协同开拓市场。

投资建议

- 我们认为公司在医疗器械领域深耕多年，已通过自身四大优势构筑了长期竞争壁垒，业绩具有可持续性，作为龙头公司当前股价对应估值较低，首次覆盖给予“买入”评级。我们预计公司 2017-2019 年归属母公司净利润分别为 6.5 亿、8.5 亿、10.6 亿，同比增长 31%、30%、25%（不考虑后续并购与国际化贡献）

风险提示

- 解禁风险；并购整合风险；汇率风险；经营风险

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	1,682	2,104	2,633	3,442	4,042	4,768
增长率		25.1%	25.1%	30.8%	17.4%	18.0%
主营业务成本	-1,009	-1,266	-1,614	-2,106	-2,455	-2,858
%销售收入	60.0%	60.2%	61.3%	61.2%	60.8%	60.0%
毛利	672	838	1,019	1,336	1,586	1,909
%销售收入	40.0%	39.8%	38.7%	38.8%	39.2%	40.0%
营业税金及附加	-13	-19	-32	-42	-49	-57
%销售收入	0.8%	0.9%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
营业费用	-148	-169	-203	-262	-291	-334
%销售收入	8.8%	8.0%	7.7%	7.6%	7.2%	7.0%
管理费用	-216	-269	-275	-355	-364	-420
%销售收入	12.8%	12.8%	10.4%	10.3%	9.0%	8.8%
息税前利润 (EBIT)	295	380	509	678	883	1,099
%销售收入	17.5%	18.1%	19.3%	19.7%	21.8%	23.0%
财务费用	3	-3	18	41	56	81
%销售收入	-0.2%	0.1%	-0.7%	-1.2%	-1.4%	-1.7%
资产减值损失	-13	-4	-9	-7	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	2	23	5	5	5
%税前利润	0.1%	0.6%	4.0%	0.7%	0.5%	0.4%
营业利润	285	375	541	717	943	1,183
营业利润率	16.9%	17.8%	20.5%	20.8%	23.3%	24.8%
营业外收支	49	32	32	30	30	30
税前利润	334	408	573	747	973	1,213
利润率	19.8%	19.4%	21.7%	21.7%	24.1%	25.4%
所得税	-36	-41	-71	-93	-122	-152
所得税率	10.7%	10.1%	12.4%	12.5%	12.5%	12.5%
净利润	298	367	502	654	851	1,062
少数股东损益	1	2	1	1	1	1
归属于母公司的净利润	297	364	500	653	850	1,061
净利率	17.7%	17.3%	19.0%	19.0%	21.0%	22.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	298	367	502	654	851	1,062
少数股东损益	1	2	1	1	1	1
非现金支出	50	57	71	63	59	60
非经营收益	-2	-7	-38	-1,220	1,090	45
营运资金变动	-145	120	135	656	-108	-130
经营活动现金净流	200	537	670	153	1,893	1,037
资本开支	-146	-164	-76	79	-85	89
投资	-11	-461	-951	-1	0	0
其他	0	38	37	5	5	5
投资活动现金净流	-157	-588	-990	83	-80	94
股权募资	0	0	2,530	0	0	0
债权募资	47	148	-115	-191	0	1
其他	-55	-5	-225	-273	-271	-271
筹资活动现金净流	-8	142	2,191	-463	-271	-270
现金净流量	35	91	1,871	-227	1,542	862

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	364	461	2,339	2,113	3,655	4,517
应收款项	804	818	855	1,072	1,259	1,485
存货	302	403	380	511	596	694
其他流动资产	121	138	1,059	188	141	163
流动资产	1,590	1,820	4,634	3,884	5,650	6,859
%总资产	74.4%	62.2%	79.8%	63.5%	82.8%	87.6%
长期投资	7	103	119	120	119	119
固定资产	429	463	513	484	539	417
%总资产	20.1%	15.8%	8.8%	7.9%	7.9%	5.3%
无形资产	101	511	507	430	433	437
非流动资产	548	1,106	1,174	2,235	1,171	975
%总资产	25.6%	37.8%	20.2%	36.5%	17.2%	12.4%
资产总计	2,138	2,926	5,807	6,119	6,821	7,834
短期借款	50	218	53	0	0	0
应付款项	286	440	532	655	761	887
其他流动负债	8	39	54	69	80	172
流动负债	345	696	638	724	842	1,060
长期贷款	20	0	50	50	50	51
其他长期负债	12	97	188	27	27	27
负债	377	794	876	801	919	1,138
普通股股东权益	1,750	2,116	4,910	5,295	5,878	6,671
少数股东权益	11	16	22	23	24	25
负债股东权益合计	2,138	2,926	5,807	6,119	6,821	7,834

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.559	0.623	0.749	0.651	0.848	1.058
每股净资产	3.292	3.618	7.346	7.923	8.795	9.982
每股经营现金净流	0.377	0.918	1.002	0.230	2.833	1.552
每股股利	0.100	0.000	0.400	0.400	0.400	0.400
回报率						
净资产收益率	16.97%	17.22%	10.19%	12.33%	14.47%	15.90%
总资产收益率	13.89%	12.45%	8.61%	10.67%	12.47%	13.54%
投入资本收益率	14.36%	14.39%	8.82%	11.06%	12.98%	14.25%
增长率						
主营业务收入增长率	18.08%	25.09%	25.14%	30.76%	17.41%	17.96%
EBIT增长率	14.49%	28.89%	33.94%	33.21%	30.16%	24.44%
净利润增长率	15.09%	22.67%	37.30%	30.52%	30.23%	24.73%
总资产增长率	17.92%	36.83%	98.49%	5.36%	11.47%	14.85%
资产管理能力						
应收账款周转天数	82.3	80.2	72.6	72.6	72.6	72.6
存货周转天数	107.6	101.6	88.6	88.6	88.6	88.6
应付账款周转天数	79.6	77.6	73.1	73.1	73.1	73.1
固定资产周转天数	87.8	80.0	61.9	42.9	32.7	24.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-16.66%	-11.43%	-45.36%	-38.79%	-61.08%	-66.69%
EBIT利息保障倍数	-103.2	133.5	-28.6	-16.6	-15.7	-13.6
资产负债率	17.62%	27.13%	15.09%	13.09%	13.47%	14.53%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	10
增持	0	0	0	0	3
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.36

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD