

鱼跃医疗 (002223)

力拓医用器械和互联网医疗 迎广阔发展空间

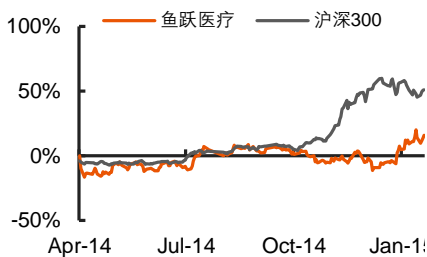
推荐 (维持)

现价: 31.80 元

主要数据

行业	生物医药
公司网址	www.yuyue.com.cn
大股东/持股	江苏鱼跃科技发展有限公司 /36.85%
实际控制人/持股	吴光明/28.84%
总股本(百万股)	532
流通 A 股(百万股)	226
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	169.05
流通 A 股市值(亿元)	71.90
每股净资产(元)	3.21
资产负债率(%)	19.30

行情走势图



证券分析师

邹敏 投资资格编号
S1060514080003
ZOU MIN787@pingan.com.cn

研究助理

张斌 一般从业资格编号
S1060114110003
ZHANGBIN482@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告, 如经由未经许可的渠道获得研究报告, 请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

- **公司是家用医疗器械龙头。**公司在家用器械领域产品丰富, 主要产品市场占有率领先, 并建立了强大的市场销售渠道。同时公司通过研发及并购拓展医用器械耗材领域。2014 年起随着新型制氧机、电子血压计、血糖产品等新产品放量, 业绩有望重回快速增长。
- **产品丰富、渠道强大, 现有业务快速增长。**公司所处的家用医疗器械与中高值耗材行业保持高于整体医疗器械的快速增长。公司现金流产品、明星产品、潜力产品布局合理, 现金流产品收入保持稳定, 明星产品保持 30% 左右快速增长, 新上市潜力产品如血糖监测系列、空气净化器等则高速增长。公司构建了零售+医院+电商的多维渠道, 零售渠道经过多年培育具有强大的渠道控制力及品牌影响力, 医院渠道则通过血糖产品重点拓展, 电商渠道在大力推广下收入保持高速增长。
- **并购强化医用器械耗材业务。**公司上市以来多次并购具有较强的整合能力。2015 上半年有望收购并表上海医疗器械 (集团) 有限公司 100% 股权, 获得丰富的手术器械等产品文号以及医院销售渠道资源, 此外预计后续整合将显著提高上械集团盈利水平。红杉光明基金通过协议转让获得公司 7% 股权, 有望助力公司并购海外医用器械及拓展互联网医疗。
- **拓展互联网医疗, 收获未来。**公司参股设立苏州云医, 进军慢性病远程健康管理业务。公司在以医疗为核心价值基础上布局移动互联, 通过器械、药品等销售实现闭环盈利模式。公司在慢病远程健康管理领域优势明显, 包括自有产品优势, 公司具备国内最完整的家庭护理及慢病管理的产品线, 能够实现盈利闭环; 公司血糖产品以医院渠道为重点推广, 因此具有众多医生资源参与提供健康管理服务, 并且通过医生能精准推广给相关慢性病患者。
- **维持“推荐”评级, 目标价 40 元。**公司处于家用医疗器械龙头地位, 渠道和产品线优异, 将持续并购医用器械耗材企业进一步提升业绩, 同时布局互联网医疗培育新增长点。预计 2014-2016 年 EPS 为 0.59、0.74、0.94 元。若考虑 2015 年上半年并表上械集团, 2014-2016 年 EPS 分别为 0.59、0.79、1.03 元, 维持“推荐”评级, 目标价 40 元。
- **风险提示:** 并购进展不达预期、互联网医疗短期难以盈利风险。

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1312.2	1424.3	1745.7	2098.9	2524.8
YoY(%)	12.1	8.5	22.6	20.2	20.3
净利润(百万元)	244.1	258.1	314.9	395.2	498.4
YoY(%)	7.8	5.7	22.0	25.5	26.1
毛利率(%)	37.3	37.7	39.0	39.8	40.4
净利率(%)	18.6	18.1	18.0	18.8	19.7
ROE(%)	18.7	17.0	17.8	19.0	20.1
EPS(摊薄/元)	0.46	0.49	0.59	0.74	0.94
P/E(倍)	69.3	65.5	53.7	42.8	33.9
P/B(倍)	13.0	11.2	9.6	8.2	6.9

正文目录

一、家用医疗器械龙头	5
1.1 公司民营控股，机制灵活.....	5
1.2 家用器械领域龙头 拓展医用临床器械耗材.....	5
1.3 2014 年起有望进入新一轮快速成长期.....	7
二、产品线丰富、渠道强大，现有业务快速增长	8
2.1 家用医疗器械——市场需求旺盛的朝阳产业.....	8
2.2 中高值医用临床耗材——快速增长的器械子行业.....	8
2.3 公司产品日趋丰富，结构布局合理.....	9
2.4 渠道强大：零售+医院+电商.....	10
2.5 重点产品：血糖监测产品有望快速增长.....	11
2.6 重点产品：制氧机新品带动收入恢复快速增长.....	13
2.7 重点产品：空气净化器潜力可期.....	14
2.8 研发强度提高，布局新产品.....	15
三、并购强化医用器械耗材业务	16
3.1 公司历史整合能力强.....	16
3.2 拟收购上械集团，2015 年上半年有望并表.....	16
3.3 收购上械集团将获得：产品注册证+医院渠道.....	18
3.4 上械集团整合提效空间大.....	18
3.5 红杉入股助力公司后续外延扩张.....	20
四、拓展互联网医疗，收获未来	21
4.1 公司切入互联网医疗的方向.....	21
4.2 进军糖尿病等慢性病远程健康管理.....	21
五、盈利预测与估值比较，“推荐”评级	23
5.1 关键假设：.....	23
5.2 盈利预测与估值.....	24
六、风险提示	25

图表目录

图表 1	公司股权结构	5
图表 2	公司子公司情况	5
图表 3	公司主要产品图示	6
图表 4	公司产品细分, 主要产品市场占有率领先	6
图表 5	公司三大类产品收入及增长	7
图表 6	2014 上半年公司三大类产品收入毛利占比	7
图表 7	公司上市以来业绩经历三阶段增长期	7
图表 8	国内医疗器械市场快速增长	8
图表 9	国内家用医疗器械行业快速增长	8
图表 10	国内中高值医用耗材市场增速高于医疗器械行业平均增速	9
图表 11	公司产品梯队布局合理	9
图表 12	公司在零售渠道具有强大的掌控能力	10
图表 13	公司零售和医院渠道具有协同作用	10
图表 14	医疗器械行业零售渠道中电商占 26%	11
图表 15	公司电商渠道销售高速增长	11
图表 16	国内糖尿病患病率快速增长	11
图表 17	国内患者中糖尿病监测系统渗透率较低	11
图表 18	渗透率提升情况下国内血糖试纸市场规模预测	12
图表 19	血糖产品外资品牌占比 70% (2013 年)	12
图表 20	公司血糖产品通过医院销售带动零售渠道	13
图表 21	公司血糖产品快速增长	13
图表 22	分子筛制氧机优势明显	13
图表 23	2014 年制氧机收入恢复快速增长	14
图表 24	国内空气净化器市场快速增长	14
图表 25	公司产品是国内首款医用级空气消毒净化器	15
图表 26	公司研发强度不断提高	15
图表 27	上市以来收购扩张情况	16
图表 28	收购苏州医疗用品后整合顺利	16
图表 29	华润医药持有上械集团及华润万东股权结构情况	17
图表 30	鱼跃科技受让上械集团及鱼跃医疗收购上械集团流程	17
图表 31	上械集团产品文号丰富	18
图表 32	上械集团财务情况及同行对比	19
图表 33	预计公司通过多种整合措施提高上械集团盈利水平	19
图表 34	三级医院内镜微创手术占比将提高	19
图表 35	内镜微创器械市场快速发展	20
图表 36	红杉资本在健康行业投资案例	20

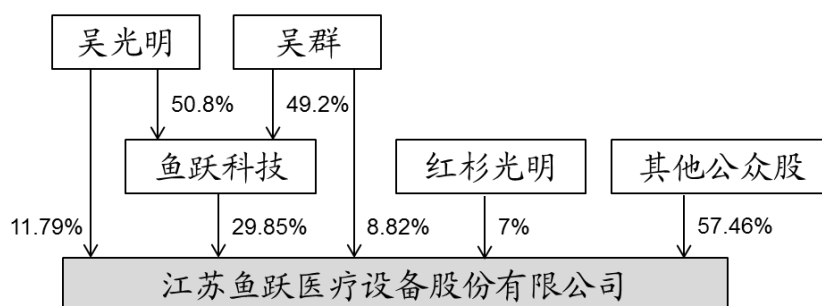
图表 37	公司已经布局医疗器械电商，拟进入慢性病远程健康管理	21
图表 38	糖尿病慢性病管理未来发展空间大	22
图表 39	糖尿病远程健康管理商业模式	22
图表 40	相比其他糖尿病远程健康管理参与者，鱼跃医疗具有医生资源及自有产品优势	23
图表 41	公司分产品收入预测	24
图表 42	器械行业可比上市公司估值比较（数据取自 2015.02.06 收盘价）	24

一、家用医疗器械龙头

1.1 公司民营控股，机制灵活

公司是国内最大的康复护理和医用供氧系列医疗器械的专业生产企业，并逐步拓展医用器械耗材领域。实际控制人是吴光明先生，个人持有公司 11.79% 股权，并通过鱼跃科技持有 29.85% 股权，其子吴群持有公司 8.82% 股权，吴光明与其子吴群合计持有公司 50.46% 的股权。红杉光明基金通过受让控股股东鱼跃科技股权持有 7% 股份。

图表1 公司股权结构



资料来源：公司公告、平安证券研究所

公司具有优秀的研发和生产资源配置能力。研发基地分布在人才聚集地南京和苏州，丹阳是主要的生产基地。公司下属子公司包括：鱼跃信息、鱼跃仪器、苏州医疗用品等。

图表2 公司子公司情况

子公司名称	所在地	注册资本（万元）	持股比例	业务定位
苏州鱼跃医疗科技有限公司	苏州	8000	100%	研发生产耗材、空气净化器
江苏鱼跃信息系统有限公司	南京	3000	100%	研发器械产品
南京鱼跃软件技术有限公司	南京	3000	100%	研发信息化解决方案
江苏鱼跃医用器材有限公司	丹阳	40000	100%	生产基地
苏州医疗用品厂有限公司	苏州	3838	100%	生产针灸针
丹阳真木君洋医疗器械有限公司	丹阳	10 万美元	70%	生产轮椅配件
江苏鱼跃泰格精密机电有限公司	常州	550	82%	生产制造医疗器械用压缩泵
江苏鱼跃医用仪器有限公司	盐城	1600	60%	生产体温计
上海鱼跃医疗设备有限公司	上海	900	100%	经销

资料来源：公司公告、平安证券研究所

1.2 家用器械领域龙头 拓展医用临床器械耗材

公司产品包括**康复护理**、**医用供氧系列**、**医用临床器械耗材**。按照渠道不同产品可分为家用器械和医用临床器械耗材。

家用器械领域的龙头公司。公司在家用器械领域产品丰富，主要产品包括轮椅、血压计、制氧机等市场占有率领先，并且积累了强大的市场销售渠道。

拓展医用临床器械耗材领域。公司通过研发及并购拓展中高值医用耗材领域，包括医院用血糖监测产品、真空采血管、手术器械等。

图表3 公司主要产品图示



资料来源：公司网站、平安证券研究所

图表4 公司产品细分，主要产品市场占有率领先

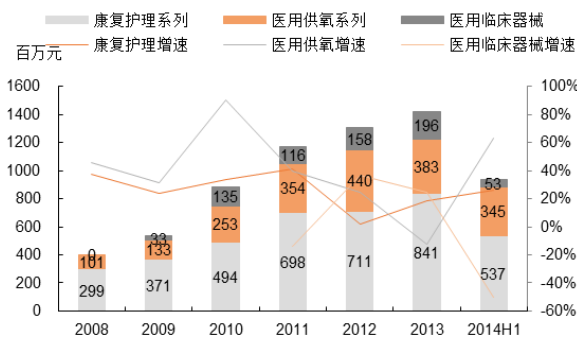
产品大类	产品明细（市场占有率排名）
康复护理	轮椅车（No.2）、电子血压计（No.2）、血压计（No.1）、保健盒、体温计、血糖仪试纸、血糖仪、超声雾化器（No.1）、听诊器（No.1）、坐厕椅、外购产品、手杖、材料及配件、压缩雾化器、床垫、颈椎牵引器、床边桌、助行器、血氧仪、血压表、无汞体温计、家庭保健药箱、坐垫、急救包、验光镜片箱、空气净化器、电动轮椅车、老视镜、计步器、电子体温计、额带反光镜、注射笔针头、微电子贴
医用供氧	制氧机（No.1）、中心供氧、铝阀（No.1）、氧气吸入器、氧气袋、供氧器、加拿大流量计
医用临床器械 耗材	X光机、无菌针灸、便携式吸痰器、电动吸引器、针疗仪、传统针灸、缝合线、针灸器械类、妇科检查器械、交直流吸痰器、流产吸引器、全科诊断、电动洗胃机、脚踏吸引器、手持式吸引器

资料来源：公司网站、平安证券研究所

三大类产品康复护理、医用供氧、医用临床器械 2013 年收入分别为 8.41 亿、3.83 亿、1.96 亿元，2008-2013 年收入复合增速分别为 23%、31%、57%（医用临床器械从 2009 年开始计算）。

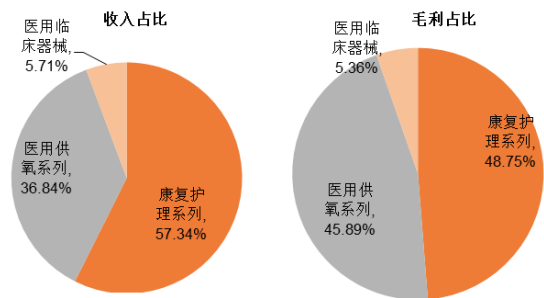
2014 年上半年三大系列产品收入占比分别为 57%、37%、6%，毛利占比分别为 49%、46%、5%。康复护理及医用供氧产品收入和毛利占比较高，后续随着公司重点拓展医用临床器械耗材产品，相应收入占比将提高。

图表5 公司三大类产品收入及增长



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表6 2014上半年公司三大类产品收入毛利占比



资料来源：公司公告、平安证券研究所

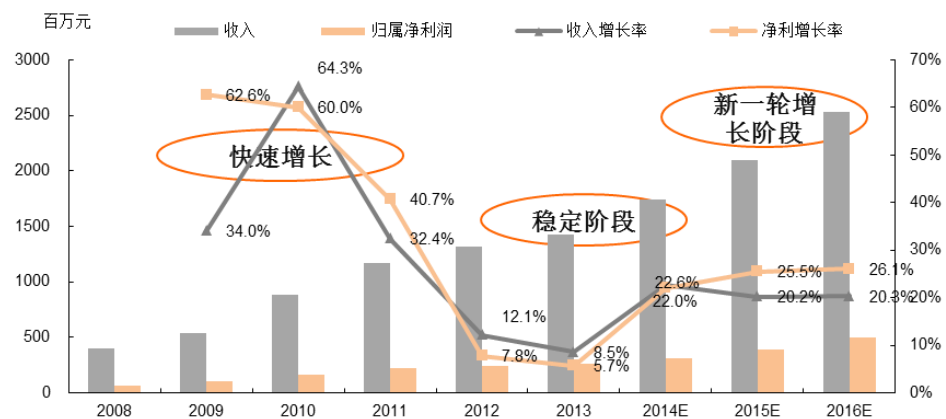
1.3 2014 年起有望进入新一轮快速成长期

2008-2011 年：公司收入伴随家用器械普及和新医改而快速增长，2008-2011 年收入复合增速为 43%，净利润复合增速为 54%；

2012-2013 年：随着公司产品线步入新老交替阶段，，2011-2013 年收入复合增速下降为 10%，净利润复合增速为 7%；

2014 年起：随着新型制氧机、电子血压计、血糖产品等新产品放量，2014 年重回快速增长轨道，2013-2016 年预计收入复合增速为 21%，净利润复合增速为 25%。若考虑上械集团并表，预计 2015-2016 净利润增速为 38%、33%。

图表7 公司上市以来业绩经历三阶段增长期



资料来源：公司网站、平安证券研究所

二、产品线丰富、渠道强大，现有业务快速增长

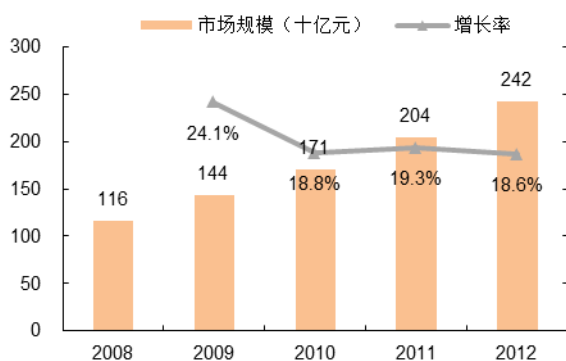
2.1 家用医疗器械——市场需求旺盛的朝阳产业

国内医疗器械行业保持快速增长。据 Frost&Sullivan 数据，2012 年国内医疗器械市场规模 2420 亿元，2008-2012 年保持约 20% 增长。全球医疗器械市场规模已占据药品和器械总规模的 42%，而国内医疗器械市场规模占比较低仅为 20%，预计 2020 年会提高到 25%，医疗器械行业增速将高于药品行业。

家用医疗器械高速增长。家用医疗器械兼具医疗需求的刚性和日常频繁使用的消费属性。我国家用医疗器械市场规模从 2006 年的 48 亿元增至 2013 年的 290 亿元，年复合增速高达 29.8%，超过同期医疗器械行业整体增速。国外家用器械在医疗器械市场整体占比约 25%，目前国内仅为 15% 左右，有较大提升空间。

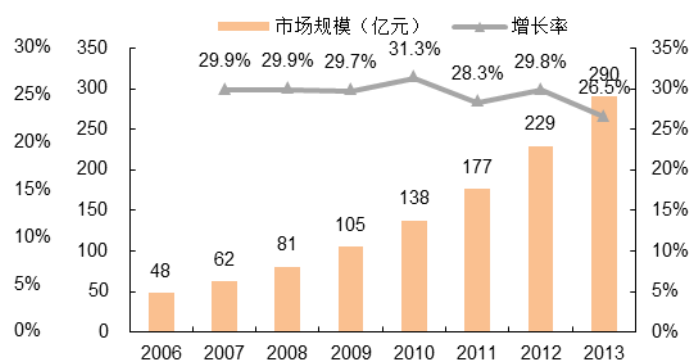
行业驱动因素包括老龄化带来的对康复护理需求、生活水平提高带来消费升级。此外，进口替代持续。如血糖产品，即使经过国产厂家 20 年的拓展，当前血糖产品外资占比仍近 70%，存在较大进口替代空间。

图表8 国内医疗器械市场快速增长



资料来源：Frost&Sullivan、平安证券研究所

图表9 国内家用医疗器械行业快速增长



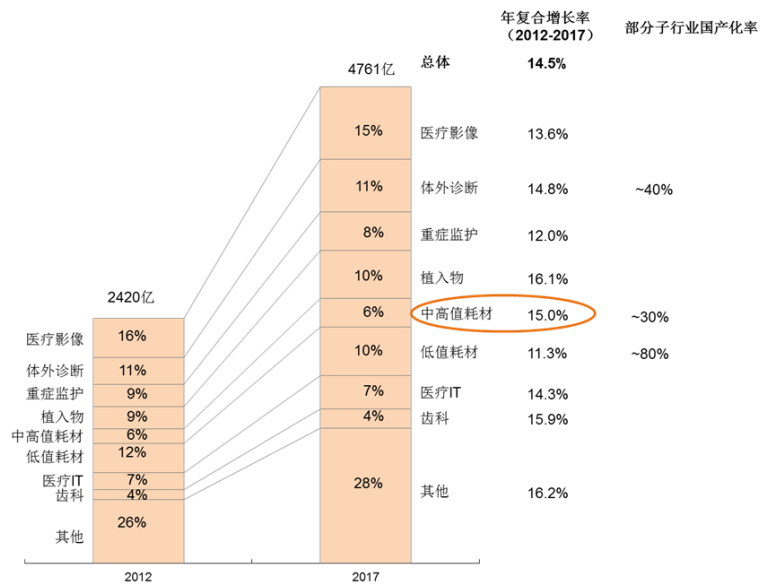
资料来源：中国医疗器械行业协会、平安证券研究所

2.2 中高值医用临床耗材——快速增长的器械子行业

中高值耗材行业快速增长，据 Frost&Sullivan 数据，中高值医用耗材子行业 2012 年市场规模约 145 亿元，预计 2012-2017 年复合增速为 15%，略高于医疗器械整体 14.5% 的增速。

国产化率低，存在长期进口替代趋势。当前中高值耗材相比其他子行业国产化率偏低，其中中高值耗材在 30% 左右，相比体外诊断行业约 40%、低值耗材约 80%，国产化率相对较低。在政策支持下，随着国产技术水平提高进口替代空间广阔。

图表10 国内中高值医用耗材市场增速高于医疗器械行业平均增速



资料来源: Frost&Sullivan、平安证券研究所

2.3 公司产品日趋丰富，结构布局合理

公司现金流产品、明星产品、潜力产品布局合理，其中轮椅、传统血压计、雾化器、体温计、听诊器等作为现金流产品收入保持稳定，而制氧机、电子血压计等明星产品保持 30% 以上快速增长，新上市潜力产品如血糖监测产品、空气净化器等则高速增长。

布局高增长的细分子行业——中高值耗材产品。现有产品包括医用血糖监测产品，在研产品包括真空采血管、留置针、糖化血红蛋白检测等产品。

图表11 公司产品梯队布局合理

产品类型	具体品种	2013 年收入占比预测	2013 年收入增速预测
现金流产品	轮椅	12%	
	传统血压计	10%	
	雾化器	4%	持平或缓慢增长
	体温计	4%	
	听诊器	4%	
成长型产品	制氧机	24%	快速增长
	电子血压计	8%	
明星产品	血糖监测	4%	高速增长
	空气净化器	4%(2014E)	
即将上市产品	睡眠呼吸机、真空采血管、留置针	-	-
在研产品	家用健康平台和医院内分泌科室管理软件、缝合器、糖化血红蛋白检	-	-

产品类型	具体品种	2013 年收入占比预测	2013 年收入增速预测
	测产品等		

资料来源：公司公告、平安证券研究所

2.4 渠道强大：零售+医院+电商

零售渠道强大：家用医疗器械技术壁垒不高，核心技术主要是医学、精密和机电一体化制造，可仿制性较高，因此国内企业规模较小、数量较多。鱼跃医疗通过产品质量和价格优势，最主要的是公司渠道掌控力和品牌优势，逐步获得行业龙头地位。**渠道掌控力**包括对经销商的控制力、公司对终端的推广和培训及售后服务。公司已经建立起了 500 人销售团队，覆盖 500 多家经销商，全国布局 1200 多个专柜。**品牌影响力**，鱼跃医疗 10 多年的品牌积累，在消费者群体中形成了良好的品牌形象。鱼跃作为知名品牌，在用户消费过程中享有相应的溢价。

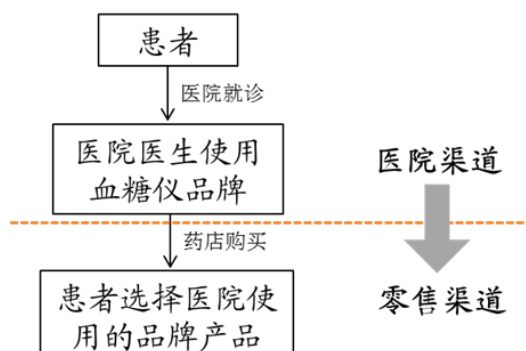
图表12 公司在零售渠道具有强大的掌控能力

销售团队	500 人
专柜	1200 个
非专柜重点门店	200 个
品牌直营店	6 个
全球客户服务中心	1 个
区域服务中心	7 个
售后服务网点	100 多个

资料来源：公司公告、平安证券研究所

拓展医院渠道：自 2012 年血糖产品上市以来，公司着力发展医院渠道。当前重点以医院内分泌科室为切入点，组建 18 位国内顶级内分泌专家组成的“医学顾问团”共同推广血糖产品。目前已覆盖 700 多家医院，其中三级医院 100 家以上。并且产品通过医院销售引导消费者在 OTC 购买，具有协同影响效果。

图表13 公司零售和医院渠道具有协同作用

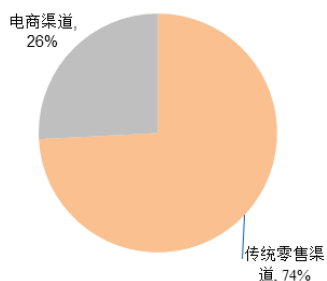


资料来源：平安证券研究所

公司电商渠道快速增长。国内医疗器械整体零售市场中，通过电商渠道销售规模占整体零售渠道规模比例已经达到 26%，传统零售业销售额约占比 74%。公司充分把握营销发展趋势，利用各大平台电商，与百度、京东及天猫等网络平台合作，通过鱼跃网上商城旗舰店、支持重点合

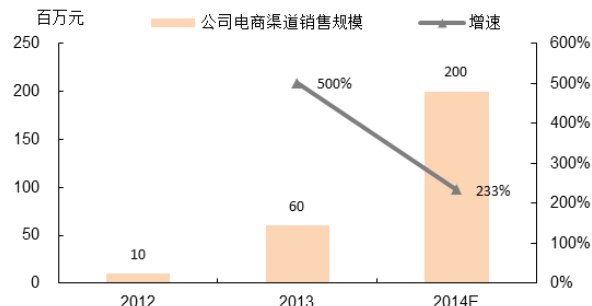
作伙伴网上开店，强化营销网络优势。公司从 2012 年开始发展电商至今已初具规模，2014 年预计实现销售收入 2 亿元，同比增长 200% 以上。

图表14 医疗器械行业零售渠道中电商占26%



资料来源：中国医药物资协会、平安证券研究所

图表15 公司电商渠道销售高速增长



资料来源：公司公告、平安证券研究所

2.5 重点产品：血糖监测产品有望快速增长

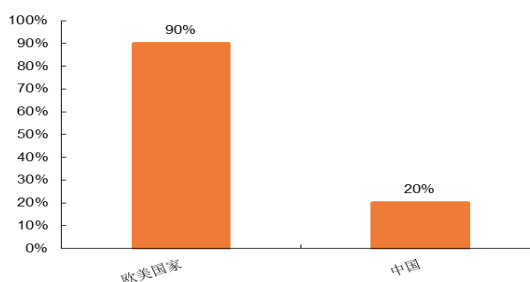
糖尿病发病率逐年提高，血糖监测渗透率低。2010 年我国的糖尿病患者人数达 1.14 亿人，糖尿病前期人群 4.9 亿人。在我国糖尿病患者中，约有 20% 的糖尿病患者拥有血糖监测系统，这与欧美发达国家高达 90% 以上渗透率相比相距甚远。同时国内存量血糖仪消耗试纸为 100 条/年，相比俄罗斯 200 条/年，美国 400 条/年有很大提高空间。

图表16 国内糖尿病患病率持续增长

年份	年龄	糖尿病患病率	糖耐量异常发病率
1980	≥30	0.9%	0.8%
1986	25-64	1.04%	0.68%
1994	25-64	2.28%	2.12%
2002	≥28	城市4.5%	1.6%
2008	≥20	9.7%	15.5%
2010	≥18	11.6%	-

资料来源：中国 2 型糖尿病防治指南 2010，中华医学会，平安证券研究所

图表17 国内患者中糖尿病监测系统渗透率较低



资料来源：中国 2 型糖尿病防治指南 2010，平安证券研究所整理

市场空间巨大。2013 年血糖监测系统市场规模约 50 亿元（终端价计），保持近 20% 增长。血糖仪渗透率预计达 20%。单就血糖试纸来看，2013 年血糖试纸市场规模约 42 亿元，假设将来渗透率提升至 40% 情况下，预计血糖试纸规模达到 91 亿，若提高至发达国家渗透率水平 90%，市场规模约 205 亿元，存在巨大的增长空间。

医疗模式的转变促进了血糖监测系统的使用；医保、经济水平的提高释放了潜在的医疗需求。

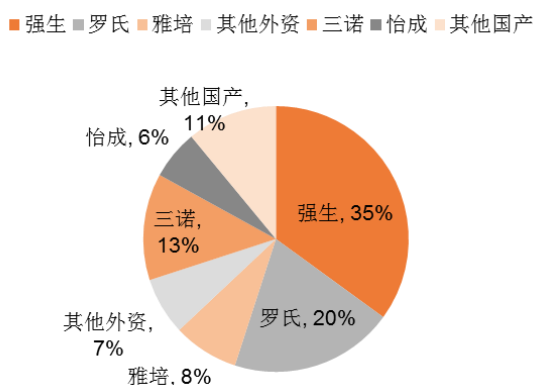
进口替代空间大。目前血糖产品外资市场份额占比 70%，国产血糖试纸 2 元左右，相比外资品牌便宜 30-50%，国内产品进口替代机会大。

图表18 渗透率提升情况下国内血糖试纸市场规模预测

	血糖仪渗透率	患者人数 (亿人,假设患病率不变情况下)	每人每年试条消耗量 (条,假设100条/年不变)	试条消耗量 (亿条)	试纸价格 (元)	试纸市场规模 (亿元)	
现有渗透率	约20%	1.14	2120	100	21.2	2	42.4
假设渗透率提升至40%	40%	1.14	4560	100	45.6	2	91.2
假设渗透率提高到欧美国家水平	90%	1.14	10260	100	102.6	2	205.2

资料来源：中国 2 型糖尿病防治指南 2010，平安证券研究所整理

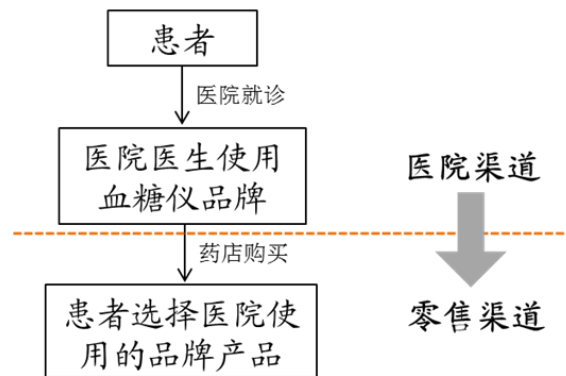
图表19 血糖产品外资品牌占比70%（2013年）



资料来源：中国 2 型糖尿病防治指南 2010，平安证券研究所整理

通过医院销售有效带动零售渠道。自 2012 年血糖产品上市以来，凭借产品质量优势，着力发展医院渠道，重点以医院内分泌科室为切入点，组建 18 位国内顶级内分泌专家组成的“医学顾问团”，在医院渠道组建了上百人的临床推广团队。目前已覆盖 700 多家医院，其中三级医院 100 家以上。公司产品通过在医院销售建立品牌影响引导消费者在零售渠道购买产品，具有协同促进效应。

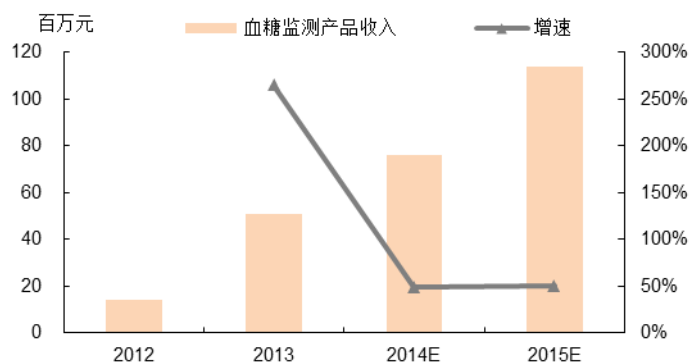
图表20 公司血糖产品通过医院销售带动零售渠道



资料来源：中国2型糖尿病防治指南2010，平安证券研究所

2013年血糖产品收入约5000万元，占公司收入的4%，2014年预计达到7000万以上增长50%左右。预计2016年收入达到1.7亿元，占比达到7%。

图表21 公司血糖产品快速增长



资料来源：公司公告，平安证券研究所

2.6 重点产品：制氧机新品带动收入恢复快速增长

家用制氧机已广泛应用于心脑血管疾病、呼吸系统疾病、高原反应与高原病、老年病、儿童呼吸道感染疾病、睡眠性低氧血症及煤气中毒缺氧等疾病的配合治疗。随着人们生活水平的不断提高和改善，对健康的需求逐渐增强，吸氧将逐步成为家庭保健的重要手段。

公司是国内最大的制氧机生产企业，2013年销售制氧机近18万台，市场份额占比达20%。公司产品采用分子筛式变压吸附原理，具有成本低，即制即用、安全性好等优点。

图表22 分子筛制氧机优势明显

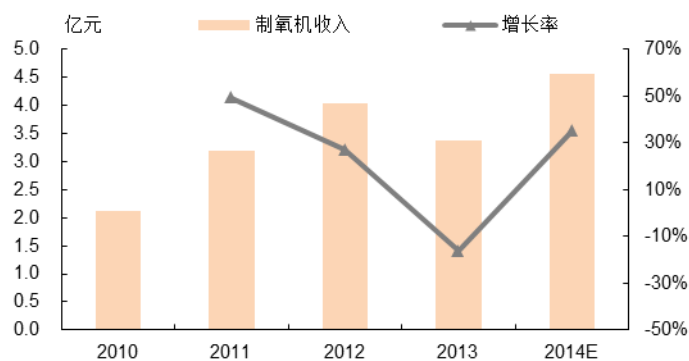
类型	原理	优点	缺点
分子筛式制氧机	运用物理方法——变压吸即制即用	新鲜自然,不存在附,直接从空气中提取氧气,高压易爆的危险,成本低至0.18元/小时	
富氧膜制氧机	通过膜对空气中氮分子的过滤,达到出口氧气30%的浓度	体积小、用电量小	30%浓度的氧气不适合严重缺氧状态下的急救

化学药剂制氧机	采用合理的药剂配方，在特定的场合下使用	能满足部分患者急用	设备简陋、操作麻烦、每次的使用成本高
电子制氧机	采用的是空气中的氧气在溶液中氧化及还原析出的工艺	不会产生危险的氢气，整体运行比较安静	需要在严格的条件下运行，耗电量大

资料来源：公司公告、平安证券研究所

由于制氧机行业新标准推出，2013 年公司在老品规去库存、产品规格推新的销售政策影响下，收入同比出现了一定幅度的下降。2014 年随着推出的新标准制氧机、制氧机新品——9F-3 系列、YU300 型家用制氧机上市，收入快速增长。2014 上半年制氧机产品共实现销售收入 2.9 亿元，同比增长 52.9%。

图表23 2014年制氧机收入恢复快速增长

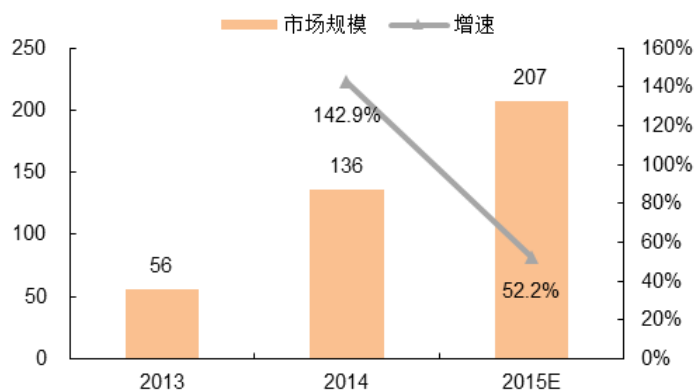


资料来源：公司公告、平安证券研究所

2.7 重点产品：空气净化器潜力可期

2014 年空气净化器零售市场销售量达到 580 万台，市场规模约为 136 亿元，相比 2013 年增长 143%。预计 2015 年空气净化器零售市场出货量将达到 900 万台，市场规模达到 207 亿元，增长 52%。

图表24 国内空气净化器市场快速增长



资料来源：公司网站、平安证券研究所整理

空气污染加剧促进空气净化器行业爆发增长。空气污染会导致各种疾病，短期导致咳嗽、咽喉痛、哮喘、肺气肿，长期会导致肺癌、心脏病、心率失常。

鱼跃医疗产品是首款医用级空气消毒净化器，三重过滤除菌杀毒除甲醛，灭菌率高达 99.8%。2013 年上市后收入快速增长，2014 年预计达到 3000 万元。

图表25 公司产品是国内首款医用级空气消毒净化器



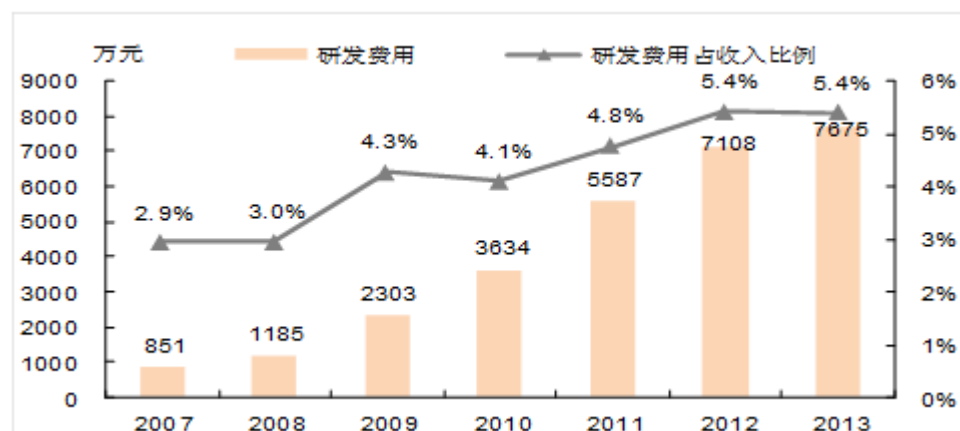
资料来源：公司网站、平安证券研究所

2.8 研发强度提高，布局新产品

公司研发费用从 2007 年 815 万，快速增加到 2013 年 7675 万元，复合增长率达到 44%，占收入比重逐渐提高，从 2007 年 2.9% 提高到 2013 年 5.4%。

在研发大力投入下，众多产品即将上市：在 2012 年和 2013 年公司分别上市血糖监测产品、空气净化器后，而睡眠呼吸机、糖化血红蛋白、真空采血管、留置针、缝合线、缝合器、家用健康平台和医院内分泌科室管理软件等医用信息化解决方案等产品也即将上市。

图表26 公司研发强度不断提高



资料来源：公司网站、平安证券研究所

三、 并购强化医用器械耗材业务

3.1 公司历史整合能力强

上市以来多次并购发展，整合效果突出。上市以来先后合资成立鱼跃医用仪器生产体温计、收购常州鱼跃泰格生产医疗器械用压缩泵、收购苏州医疗用品生产针灸针等中医产品，收购上海优阅光学生产眼镜产品。

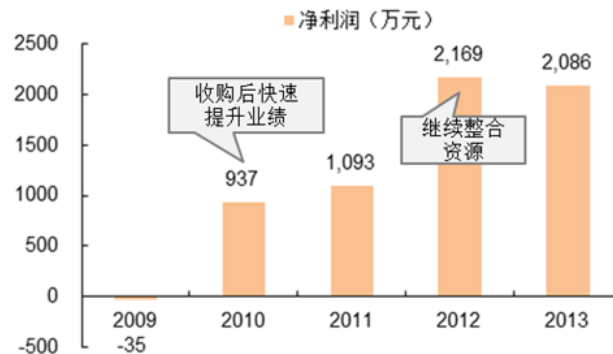
图表27 上市以来收购扩张情况

时间	标的公司	主营产品	新建收购类型
2008.11	江苏鱼跃医用仪器	体温计	合资成立
2009.3	江苏鱼跃泰格精密机电	医疗器械用压缩泵	收购
2009.7	苏州医疗用品厂	针灸针	收购
2013.12	上海优阅光学	眼镜产品	收购
2014.4	大股东收购上械集团	高值耗材	拟收购

资料来源：公司公告、平安证券研究所

案例：公司 2009 年以 3100 万收购苏州医疗用品，同时增资 3000 万。通过提高工艺改进产品质量，2010-2011 年扭亏实现盈利分别为 937 万、1093 万；2012 年通过收购苏州医疗用品子公司苏州华佗 50% 股权，净利润进一步提高，2012 年净利润达 2169 万。

图表28 收购苏州医疗用品后整合顺利



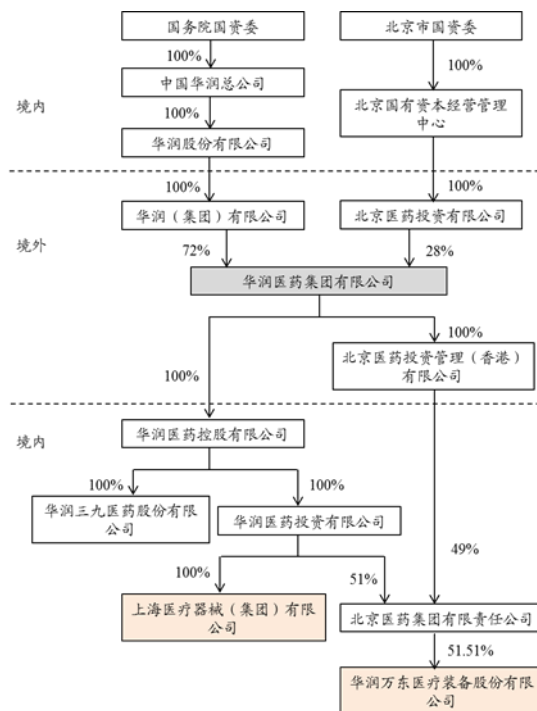
资料来源：公司公告、平安证券研究所

3.2 拟收购上械集团，2015 年上半年有望并表

公司 2014 年 4 月公告，控股股东鱼跃科技拟同时以 11.42 亿受让华润万东 51.51% 的股权，以 6.91 亿受让上海医疗器械（集团）有限公司 100% 的股权。

鱼跃科技 计划在成功受让后将上械集团 100% 的股权转让给鱼跃医疗，同时将鱼跃医疗的医学影像领域业务(占主营比例小于 5%)转让给华润万东。

图表29 华润医药持有上械集团及华润万东股权结构情况



资料来源：华润医药控股公告，平安证券研究所

根据收购流程及后续整合安排，预计 2015 年上半年鱼跃医疗将完成收购鱼跃科技旗下的上械集团，并完成并表。目前，华润医药已向国务院国资委报送转让申请，等待获批。

图表30 鱼跃科技受让上械集团及鱼跃医疗收购上械集团流程

时间	转让流程
2014 年 4 月	上械集团在上海产权交易所挂牌
2014 年 6 月	鱼跃科技在规定期限内递交受让意向书，获得受让方资格认定
2014 年 8 月	为筹集资金，鱼跃科技、吴光明共减持 4.78% 公司股份 鱼跃科技转让 7% 公司股权给红杉光明
2014 年 9 月	鱼跃科技与华润医药签订上械集团股权转让协议
2014 年 12 月	商务部反垄断局对鱼跃科技收购华润万东和上械集团股权案经营者集中不予禁止
2015 年 1 月	转让方向国务院国有资产监督管理委员会等国有资产主管部门报送转让申请
等待中	转让取得国资委批准 支付转让款、股权过户 鱼跃科技对上械集团进行业务梳理 鱼跃医疗收购鱼跃科技持有的上械集团 100% 股权

资料来源：公司公告，平安证券研究所

3.3 收购上械集团将获得：产品注册证+医院渠道

上械集团手术器械厂是上械集团最为核心的资产，估计其净利润占比约为 90%。

上械集团手术器械厂是目前国内最大的手术器械专业制造厂，主要产品是开放式手术器械并有部分微创手术器械。“金钟”产品的品种规格达 6000 余种，几乎覆盖所有的临床科目，并以每年扩充、更新 500 余种的速度发展。

作为最大的手术器械生产企业，覆盖国内大量医疗机构，建立起了强大的医院销售渠道。

图表31 上械集团产品文号丰富

	下属公司名称	产品目录
分公司	上海医疗器械（集团）有限公司手术器械厂	基础手术器械 神经外科 眼科 耳鼻喉科 口腔器械 胸外科及心血管器械 腹部外科 泌尿肛肠外科 儿科 妇产节育器械 显微、整形器械 骨科器械 骨科耗材、工具 成套器械 电动工具 离心机
	上海医疗器械（集团）有限公司卫生材料厂	脱脂纱布 医用绷带 擦擦净一次性使用消毒棉球 化纤胶带 网型无纺布胶带 塑料胶带 弹性胶带 防水胶带 运动胶带 医用橡皮膏 输液贴 乳酸依沙吖啶贴 愈裂贴膏 水杨酸苯酚贴膏 曲安奈德新霉素贴膏 丹皮酚贴膏 麝香关节止痛膏 消炎解痛巴布膏
全资子公司	上海医疗器械厂有限公司	X 射线类 手术床类 手术床配件 机械手术床 电手术床
	上海医疗器械九厂	固定阳极 X 射线管 旋转阳极 X 射线管 高速旋转阳极 X 射线管 影像增强器
	上海联众医疗产品有限公司	医院设备 实验室产品 牙科产品 医用敷料 手术器械 诊断器械
控股子公司	上海华线医用核子仪器有限公司	消毒灭菌设备 医用 X 射线机
	上海华辰医用仪表有限公司	玻璃温度计 电子类温度计 医疗保健产品 玻璃热工仪器 电子温度控制仪
参股子公司	上海阿洛卡医用仪器有限公司	彩色超声 黑白超声
	上海泰雷兹电子管有限公司	X 射线影像增强器 X 射线成像单元 进口 X 射线影像增强器 进口 X 射线成像单元 进口平板探测器
	上海麦迪逊医疗器械有限公司	三维彩超 二维彩超 黑白超

资料来源：上械集团网站，平安证券研究所

3.4 上械集团整合提效空间大

因国有机制问题，上械集团利润率偏低。2013 年上械集团的总资产为 7.92 亿元，净资产 4.91 亿元，营业收入为 7.46 亿元，净利润 4278 万元，净利率仅为 5.73%，相比 A 股医疗器械同行平均 20%左右的净利率明显偏低。

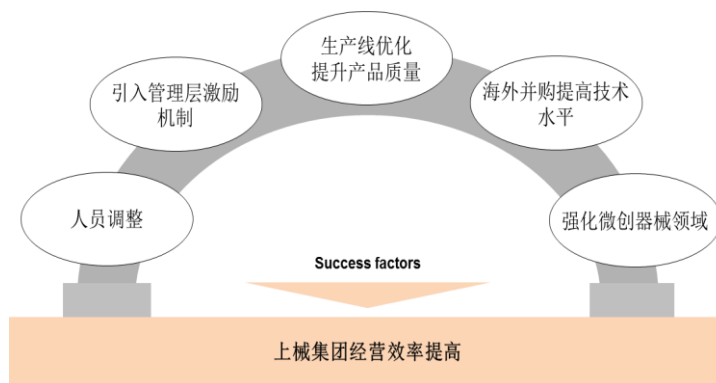
图表32 上械集团财务情况及同行对比

(百万元)	2012年	2013年	同比变动(%)
总资产	895.5	792.2	-11.5
净资产	482.3	491.1	1.8
主营收入	878.0	745.8	-15.1
营业利润	3.0	51.7	1623.3
净利润	7.8	42.8	448.7
净利率	0.89%	5.74%	-
A 股器械行业平均	22.01%	20.36%	-

资料来源: wind, 平安证券研究所

预计多种整合措施提高盈利水平。鱼跃医疗并购上械集团后,随着民营机制的引入,凭借鱼跃医疗以往并购整合经验,预计将采取多种整合措施提高上械集团盈利水平。具体措施包括,降低人员成本、对管理层引入灵活的激励机制、对老化生产线改进提高产品质量、海外并购提高技术工艺水平、积极进入快速发展的微创器械领域。预计上械集团通过整合盈利能力将有较大幅度提升,未来3-4年内净利率水平达到15%左右。预计2015-2016年上械集团并表增加净利润4000万、7876万元。

图表33 预计公司通过多种整合措施提高上械集团盈利水平



资料来源: 公司网站、平安证券研究所

强化微创手术器械领域。微创手术具有创伤小、恢复快、痛苦少等优点,目前微创手术在耳鼻喉科、泌尿、妇科中手术占比已经超过50%并继续提高。其中内窥镜微创器械市场2010年-2012年分别为20、24、30亿元,年复合增速为22.46%,预计2016年达到68亿元。目前内窥镜器械国产化率仅为25%,在政策支持下,随着国产技术水平提高进口替代空间广阔。目前上械集团微创器械收入占比较低,预计公司会把握行业发展趋势,通过内部开发或整合方式提高上械集团在微创器械领域地位。

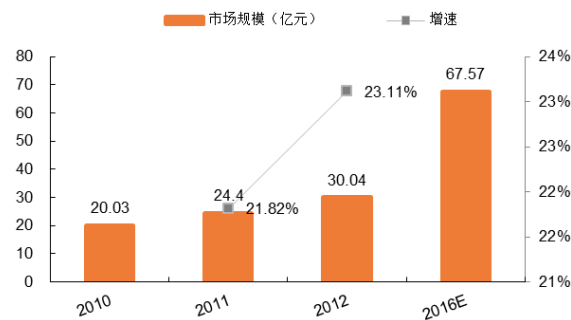
图表34 三级医院内镜微创手术占比将提高

临床手术类型	内窥镜微创手术占比(2012年)	预计内窥镜微创手术占比(2017年)
鼻喉	68%	70%
泌尿	67%	73%
妇科	53%	58%
胸科	36%	40%

临床手术类型	内窥镜微创手术占比（2012年）	预计内窥镜微创手术占比（2017年）
普外科	34%	36%
整形外科	20%	22%
神经外科	14%	15%

资料来源：Frost&Sullivan，平安证券研究所

图表35 内镜微创器械市场快速发展



资料来源：天松医疗公告，平安证券研究所

3.5 红杉入股助力公司后续外延扩张

为收购上械集团筹措资金，控股股东鱼跃科技与红杉光明于2014年8月签订了股份转让协议，将鱼跃科技持有的本公司7%股权转让给红杉光明，价格为23元/股，转让价款合计人民币8.56亿元。

红杉资本在互联网及医疗领域投资案例众多，如红杉投资项目北京怡成生物是国内第一家血糖仪生产企业，目前市场份额占比在6%左右。红杉成为公司战略投资者后，有望为公司后续在国内及海外并购、互联网医疗方面提供强有力帮助。

图表36 红杉资本在健康行业投资案例

行业	投资标的公司	公司业务
互联网医疗	杏仁医生	一个手机上的医患沟通管理工具，医生与患者通过杏仁号与微信跨平台自由沟通。
	看处方	一个P2P模式的医疗互联网平台，使用独创性方法提供“医疗健康答案”，打造医疗健康决策和医疗健康信息管理平台。
	大姨妈	一款以经期健康为核心关爱女性健康的手机应用。
	完美诊所	一款关于整容整形的手机服务APP，2014年8月品牌升级为“更美”。
医疗服务	盛诺一家	一家主打出国看病全程服务的咨询与服务机构，日前推出赴美就医的癌症评估服务项目。
	北京环球佳平医疗	一家专注于为精英阶层和企业集团提供全面的家庭医生系列服务以及整体医疗解决方案的集团公司。
制药	康圣环球	提供第三方医学检验服务，在特检方面具有优势
	开封制药	国家综合大型二类制药企业。
医疗器械	亿腾医药	一家全面的医药商业化服务提供商。
	珠海健帆	中国血液净化领域的领军企业。

行业	投资标的公司	公司业务
	北京怡成	成立于1993年，是国内首家血糖仪生产厂家。
	深圳新产业	一家专业从事研发、生产“临床检验分析仪器及体外诊断试剂”的生物工程公司。
	成都老肯科技	一家集空气消毒净化、器械消毒灭菌等科技产品研制、开发、生产、销售及售后服务于一体的高科技股份制企业。

资料来源：公司网站，平安证券研究所

四、拓展互联网医疗，收获未来

4.1 公司切入互联网医疗的方向

公司已布局医疗器械电商业务。公司家用医疗器械更适合医药电商渠道销售，2014年预计电商渠道收入约2亿元。

进军糖尿病等慢性病远程健康管理。公司借助自身血糖监测产品和内分泌专家医生资源，进入糖尿病慢性病远程健康管理。

图表37 公司已经布局医疗器械电商，拟进入慢性病远程健康管理



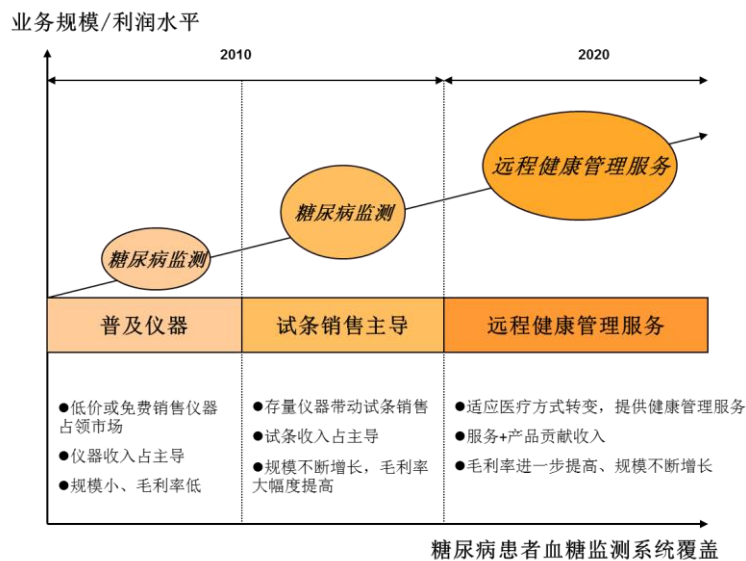
资料来源：互联网医疗中国会，平安证券研究所

4.2 进军糖尿病等慢性病远程健康管理

远程糖尿病健康管理使数据记录更方便、医生更有效管理并控制患者血糖水平。远程健康管理适应了医疗模式转变，发挥健康保健和预防作用，而互联网技术发展为远程健康管理提供了技术上的可行性。

血糖监测企业现有商业模式仅为销售产品，随着公司血糖监测产品对客户的逐步覆盖，并凭借积累的内分泌专家医生资源，有望推出糖尿病远程健康管理等专家服务，以增加客户的粘性，提高产品附加值并有利于后续产品的跟进销售。并可以通过拓展向药企提供广告及向保险公司提供数据服务取得收入。

图表38 糖尿病慢性病管理未来发展空间大



资料来源：互联网医疗中国会，平安证券研究所

图表39 糖尿病远程健康管理商业模式

商业模式	内容
用户免费	通过免费服务快速低成本获取大量用户
个性化服务	为高端用户提供一对一专家咨询服务及线下预约服务
产品销售	提供免费的血糖监测应用，但血糖监测仪、试纸却收取费用
向药企收费	提供糖尿病患者教育及知识普及服务，为药企提供精准宣传投放
大数据分析	为药企等提供病例采集及临床数据分析服务，或切入慢病保险，为保险公司提供精算数据支持以及管理软件

资料来源：互联网医疗中国会，平安证券研究所

公司公告拟与鱼跃科技、吴群、张勇、姜迅、母剑明等共同投资设立苏州医云健康管理有限公司，从事互联网健康管理服务、智能硬件的研发及互联网药品交易等业务。其中公司出资 500 万元占比 10% 股权，控股股东及一致行动人鱼跃科技、吴群分别占比 30%、20%，具有丰富互联网经验的高管姜迅持股 20%。

公司在以医疗为核心价值基础上布局互联网医疗，通过器械、药品等销售实现闭环盈利模式。公司在慢病远程健康管理领域优势明显，包括自有产品优势，公司具备国内最完整的家庭护理及慢病管理的产品线，能够实现盈利闭环；公司血糖产品以医院渠道为重点推广，因此具有众多医生资源参与提供健康管理服务，并且通过医生能精准推广给相关慢性病患者。

图表40 相比其他糖尿病远程健康管理参与者，鱼跃医疗具有医生资源及自有产品优势

	远程医疗信息系统建立	医生合作	获取客户	主要盈利模式
第三方平台（微糖、糖医生等）	壁垒较低	无医院业务基础	通过其他平台推广	第三方产品销售
鱼跃医疗	壁垒较低	产品起初以医院渠道重点推广，已有大量医院医生资源（700多家医院，100多家三级医院）	通过医生精准推广，向原有血糖产品客户推广、通过其他平台推广	自有产品销售
国内其他血糖仪企业	壁垒较低	医院医生资源较少	向原有血糖产品客户推广、通过其他平台推广	自有产品销售

资料来源：互联网医疗中国会，平安证券研究所

五、 盈利预测与估值比较，“推荐”评级

5.1 关键假设：

在不考虑上械集团并表的情况下，预计康复护理系列收入随着电子血压计、血糖仪市场开拓保持快速增长，2014-2016年分别增长21.5%、21%、20.6%；

预计医用供氧系列随着新型制氧机市场推广保持快速增长，2014-2016年收入分别增长32.6%、23%、22%；

预计医用临床器械，影像业务的逐渐退出导致2014年增速显著放缓，后随着新产品如采血管等上市而增速提高，2014-2016年收入分别增长7.7%、10.2%、13.9%；

公司整体毛利率水平，随着各系列产品中高毛利产品逐渐替代低毛利产品，以及新上市高毛利产品快速增长，整体毛利率保持稳定上升趋势，预计2014-2016年公司毛利率分别为39.0%、39.8%、40.4%；

随着规模扩大，销售费用率和管理费用率稳中有降，销售费用率2014-2016年分别为8%、7.8%、7.5%，管理费用率为10%、10%、9.8%。

图表41 公司分产品收入预测

(亿元)	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
一、康复护理系列						
收入	6.97	7.11	8.41	10.22	12.36	14.90
增长率		1.90%	18.30%	21.48%	20.94%	20.62%
毛利率	29.80%	31.22%	32.10%	33.70%	34.96%	35.89%
二、医用供氧系列						
收入	3.54	4.40	3.83	5.08	6.24	7.62
增长率		24.30%	-13.00%	32.57%	22.98%	22.02%
毛利率	43.79%	47.05%	48.83%	49.72%	49.88%	50.08%
三、医用临床器械						
收入	1.15	1.58	1.96	2.11	2.33	2.65
增长率		36.20%	24.10%	7.70%	10.18%	13.91%
毛利率	43.97%	37.34%	38.78%	38.48%	38.36%	38.33%
收入合计	11.66	13.09	14.20	17.40	20.93	25.17
增长率		12.26%	8.48%	22.57%	20.23%	20.29%
毛利率	35.44%	37.28%	37.53%	38.96%	39.79%	40.44%
销售费用率	7.13%	7.33%	8.71%	8.00%	7.80%	7.50%
管理费用率	9.13%	9.42%	10.22%	10.00%	10.00%	9.80%

资料来源：公司公告、平安证券研究所

5.2 盈利预测与估值

在不考虑并购上械集团的积极影响下，预计 2014-2016 年收入增速为 23%、21%、21%，归属母公司净利润分别增长 22%、26%、26%，EPS 为 0.59、0.74、0.94 元。若考虑 2015 年上械并表影响，2014-2016 年归属母公司净利润分别增长 22%、38%和 33%，EPS 分别为 0.59、0.79、1.03 元。

由于行业发展前景看好，医疗器械企业具有较高估值倍数。公司处于家用医疗器械龙头地位，渠道和产品线优异，并逐步并购拓展医用临床耗材领域带来业绩进一步提升，公司拓展互联网医疗提供估值空间。给予 2015 年 50 倍 PE，目标价 40 元，维持“推荐”评级。

图表42 器械行业可比上市公司估值比较（数据取自2015.02.12收盘价）

简称	最新价	市值 (亿)	EPS			PE			CAGR(2014- 2016年)	PEG(2015PE /CAGR)
			2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E		
三诺生物	40.08	84	1.02	1.28	1.55	39	31	26	23.3%	1.35
阳普医疗	15.29	47	0.22	0.32	0.47	70	47	33	46.6%	1.02
凯利泰	31.83	59	0.53	0.90	1.12	60	36	28	45.1%	0.79
宝莱特	29.07	42	0.25	0.33	0.44	117	89	66	32.9%	2.71
戴维医疗	23.30	38	0.41	0.46	0.53	58	50	44	14.2%	3.53
乐普医疗	24.94	209	0.54	0.69	0.89	46	36	28	29.0%	1.24
平均						65	48	37	31.8%	1.77
鱼跃医疗	31.35	167	0.59	0.79	1.03	53	40	30	32.1%	1.23

资料来源：wind、平安证券研究所预测、其他公司的盈利预测采用 wind 一致预期

六、风险提示

并购进展不达预期；互联网医疗模式探索风险；市场份额逐渐增大导致主业低于预期。

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	1279	1426	1721	2190	营业收入	1424	1746	2099	2525
现金	323	281	365	564	营业成本	887	1066	1264	1504
应收账款	395	527	581	751	营业税金及附加	10	13	15	18
其他应收款	244	260	346	383	营业费用	124	140	164	189
预付账款	23	60	38	79	管理费用	145	175	210	247
存货	293	299	389	413	财务费用	-1	-4	-4	-7
其他流动资产	294	299	390	413	资产减值损失	6	20	20	20
非流动资产	534	674	744	755	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1	1	1	1	投资净收益	-0	-15	-10	-10
固定资产	401	491	544	536	营业利润	253	322	421	543
无形资产	65	112	159	184	营业外收入	47	45	40	40
其他非流动资产	68	70	40	34	营业外支出	1	3	3	4
资产总计	1813	2100	2465	2945	利润总额	298	364	458	579
流动负债	267	322	373	456	所得税	40	48	62	79
短期借款	3	0	0	0	净利润	259	315	396	499
应付账款	195	255	286	366	少数股东损益	1	1	1	1
其他流动负债	69	67	87	90	归属母公司净利润	258	315	395	498
非流动负债	30	10	10	10	EBITDA	281	355	462	585
长期借款	20	0	0	0	EPS (元)	0.49	0.59	0.74	0.94
其他非流动负债	10	10	10	10					
负债合计	296	332	383	466	主要财务比率				
少数股东权益	11	11	12	13	会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
股本	532	532	532	532	成长能力	-	-	-	-
资本公积	69	69	69	69	营业收入(%)	8.5	22.6	20.2	20.3
留存收益	906	1156	1469	1865	营业利润(%)	-3.1	27.4	30.7	29.0
归属母公司股东权益	1506	1756	2070	2466	归属于母公司净利润(%)	5.7	22.0	25.5	26.1
负债和股东权益	1813	2100	2465	2945	获利能力				
					毛利率(%)	37.7	39.0	39.8	40.4
					净利率(%)	18.1	18.0	18.8	19.7
					ROE(%)	17.0	17.8	19.0	20.1
					ROIC(%)	22.2	23.0	24.5	27.1
					偿债能力				
					资产负债率(%)	16.3	15.8	15.5	15.8
					净负债比率(%)	-6.3	-2.8	2.5	0.7
					流动比率	4.79	4.43	4.62	4.80
					速动比率	3.70	3.50	3.57	3.90
					营运能力				
					总资产周转率	0.85	0.89	0.92	0.93
					应收账款周转率	3.8	3.8	3.8	3.8
					应付账款周转率	7.8	7.8	7.8	7.7
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.49	0.59	0.74	0.94
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.23	0.45	0.55	0.69
					每股净资产(最新摊薄)	2.83	3.30	3.89	4.64
					估值比率				
					P/E	65.5	53.7	42.8	33.9
					P/B	11.2	9.6	8.2	6.9
					EV/EBITDA	42.2	46.8	35.8	27.9

资料来源: wind, 平安证券研究所

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）

回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）

中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）

弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2015 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033