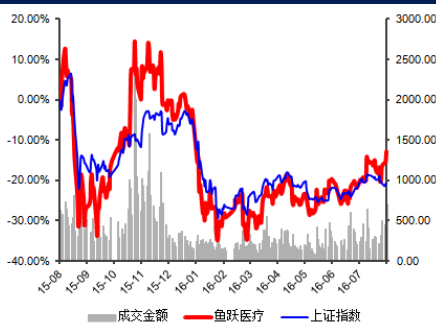


2016年8月04日

——鱼跃医疗（002223.SZ）深度报告

评级：推荐

股价走势：



相关研究报告：

《鱼跃医疗半年报点评——业绩符合预期 互联网+模式运行稳健》

报告作者：

分析师：周静

执业编号：S0590516030001

联系人：

联系人：周静

电话：025-84578383

Email: zhoujing@glsc.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，

分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断

并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何

投资逻辑：

- **产品线不断扩充成长为家用、医用和互联网三位一体发展平台。**公司2008年上市之初优势在于家用健康领域，目前已经成长为家庭医疗器械、临床医疗器械和互联网医疗器械领域内领先企业之一。在家用健康领域，公司荣誉2015健康中国品牌榜家用医疗器械第一品牌。在临床医疗领域，鱼跃提供医用高值耗材、手术器械、医用诊断等产品与解决方案，产品应用于全国十多万家医疗机构，其中90%以上为三甲医院。而互联网医疗方面，公司2015年电商收入4亿左右，另外医云以搭建专家和患者沟通平台为最初设想，在医疗专业领域实现了大数据价值延伸。
- **公司业绩有望重回快车道。**公司发展分为三个阶段，第一阶段（2008年-2011年）是快速发展阶段，净利润年复合增速高达54.13%。第二阶段（2011年-2014年）的平缓增长，去年开始又回复20%以上增速，我们认为这将开启公司业绩连续三年维持30%左右增速的新篇章。
- **给予公司“推荐”评级。**预计公司16-18年EPS分别为0.75元，0.98元和1.20元，新产品的上市和外延并购的预期以及医疗器械广阔的市场前景都赋予了公司更大的成长性，给予公司“推荐”评级。
- **风险提示：产品销售弱于预期、外延收购不达预期**

单位：百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	2,103.7	2,754.0	3,494.0	4,213.1
YOY	25.09%	30.91%	26.87%	20.58%
归属母公司净利润	364.3	503.7	656.4	800.2
EPS(元)	0.55	0.75	0.98	1.20
P/E	64.0	46.3	35.5	29.1
P/B	11.0	8.9	7.1	5.7

第三方的授意、影响，特此申明。

国联证券股份有限公司经相关主管机关核准

具备证券投资咨询业务资格。

目录

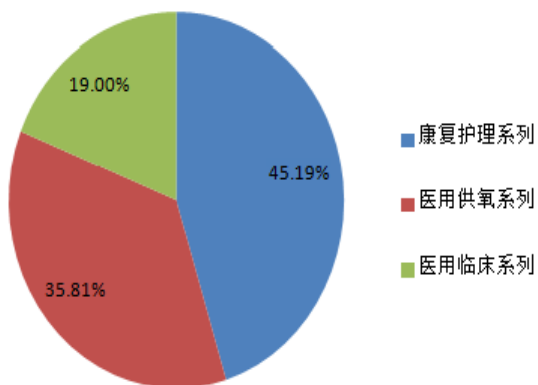
一、鱼跃医疗：构建大而全的健康生态圈	3
1.1 公司简介	3
1.2 业绩增速有望重回快车道	4
二、医疗器械行业成长空间广阔	5
2.1 医疗器械市场稳定增长	5
2.2 医疗器械行业空间广阔	6
三、公司核心竞争能力分析	9
3.1 市场占有率持续领先形成品牌优势	9
3.2 营销能力突出保证业绩持续增长	10
3.3 新产品接力保障业绩持续增长	11
3.4 家用+临床+互联网构建全方位产业链	13
四、盈利预测	15
4.1 营收预测	15
4.2 毛利率及费用预测	15
4.3、估值及投资建议	16
五、风险提示	17

一、鱼跃医疗：构建大而全的健康生态圈

1.1 公司简介

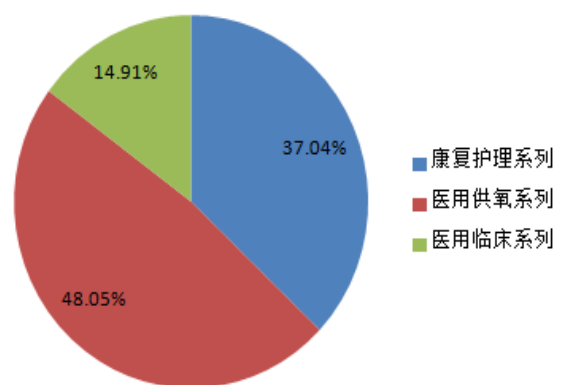
公司2008年股票上市初聚焦在家用健康领域，经过8年左右的时间通过不断并购和研发新品，目前已经形成家庭医疗、临床医疗和互联网医疗三大健康生态圈，成长为医疗器械的专业化服务平台。在家用健康领域，鱼跃聚焦慢病管理，在呼吸系统、心血管、内分泌三大领域的七大鱼跃产品长期稳居国内市场占有第一，并荣膺2015健康中国品牌榜家用医疗器械第一品牌。在临床医疗领域，鱼跃提供医用高值耗材、手术器械、医用诊断等产品与解决方案，产品应用于全国十多万家医疗机构，其中90%以上为三甲医院。而互联网医疗方面，公司在主要电子商务平台如天猫、京东和易购等都有官方旗舰店和电子经销商，主要产品销售额排名居前，2015年电商收入4亿左右。另外医云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，在医疗专业领域实现了大数据价值延伸。

图表 1: 2015 年公司各系列产品收入占比



数据来源：公司公告 国联证券研究所

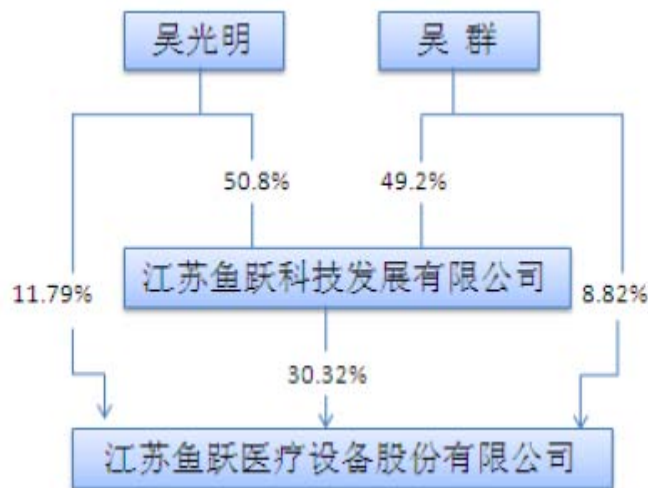
图表 2: 2015 年公司各系列产品毛利占比



数据来源：公司公告 国联证券研究所

公司实际控制人为吴光明，直接持股公司11.79%的股权，另外持有江苏鱼跃科技有限公司50.8%的股权间接持有公司30.32%的股权。截止到201607下属13家控股子公司，江苏鱼跃信息系统有限公司、南京鱼跃软件有限公司和苏州医疗用品厂有限公司以及上海医疗器械有限公司是主要业绩贡献子公司，其中上海医疗器械有限公司2015年7月并表，西藏子公司和德国子公司今年上半年刚成立。

图表3: 鱼跃医疗主要股权结构

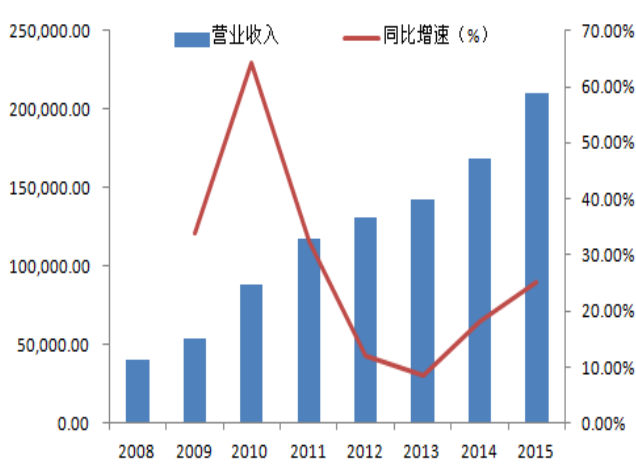


数据来源: 公司公告、国联证券研究所

1.2 业绩增速有望重回快车道

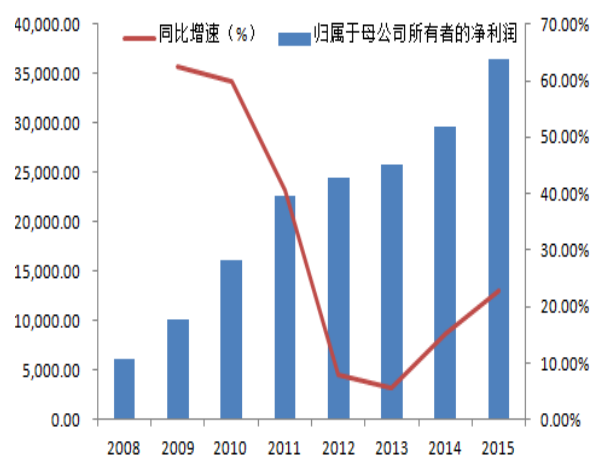
公司2015年营业收入为21.04亿元, 同比增长25.09%, 2008-2015年公司营业收入年均复合增速达25.85%。从公司业绩来看, 分为三个阶段, 第一阶段(2008年-2011年)是快速发展阶段, 净利润年复合增速高达54.13%。第二阶段(2011年-2014年)的平缓增长, 去年开始又回复20%以上增速, 我们认为这将开启公司业绩连续三年维持30%左右增速的新开篇。

图表 4: 公司历年营业收入 (万元) 情况和同比增速情况



数据来源: 公司公告 国联证券研究所

图表 5: 公司历年净利润 (万元) 情况和同比增速情况



数据来源: 公司公告 国联证券研究所

第一阶段(2008年-2011年)快速发展阶段, 我们认为一方面和2009年医改扩容, 整个医疗器械基层市场快速增长有关, 另一方面也与公司外延并购有关, 如下表所示, 2008-2009年之间通过收购补充了体温计和针灸针等产品线, 期间还推出了电子血压计和医用X光机等新品, 这些都成为公司业绩高速增长的有力支撑。2015年公司收购上海医疗器械有限公司, 获得了“金钟”

这一手术器械领域具有80多年的悠久历史的品牌，考虑到2015年下半年才并表，因此2016年业绩表现上还将体现收购红利。另外为了进一步做大做强，公司近年来仍将考虑外延收购，再加上2015年上市新品睡眠呼吸机和弥散式制氧机的快速放量以及医用电子血压计等新品的上市，我们认为公司未来三年有望保持30%左右业绩增速，重回发展快车道。

图表6: 鱼跃医疗主要外延收购历程

时间	收购标的	主营产品
2008.11	江苏鱼跃医用仪器	体温计
2009.03	江苏鱼跃泰格精密机电	医疗器械用压缩泵
2009.07	苏州医疗用品厂	手术缝合线、针灸针
2011.12	苏州华佗和信阳中原医疗器械有限公司	无菌针灸针
2013.12	上海优阅光学	眼镜产品
2015.07	上海医疗器械有限公司	手术器械

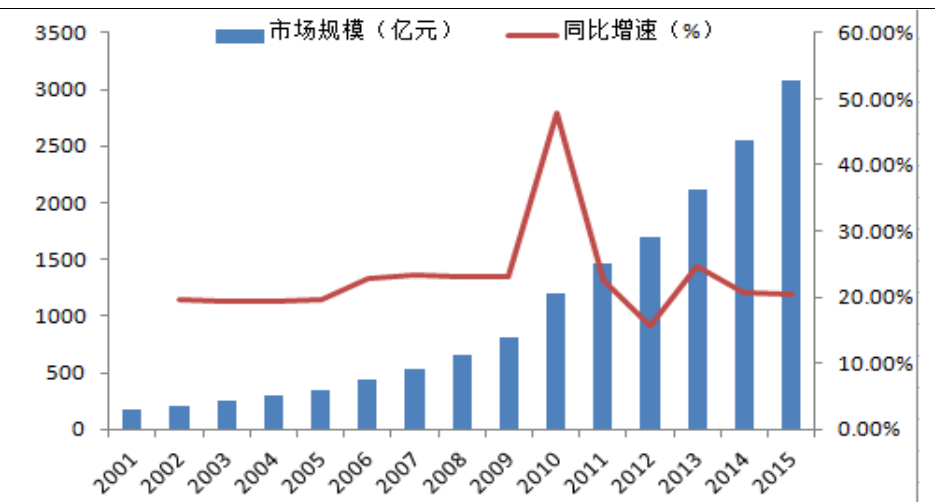
数据来源: 公司公告、国联证券研究所

二、医疗器械行业成长空间广阔

2.1 医疗器械市场稳定增长

据中国医药物资协会医疗器械分会抽样调查统计，2015全年中国医疗器械市场销售规模约为3080亿元，同比增长20.50%。受益于升级换代和老龄化需求以及政策利好，医疗器械2011-2015年14年来复合增速为22.83%，其中2006-2011年维持20%以上增速，2010年最高，达到47.78%，主要与2009年基层医疗装备要求有关。

图表 7: 国内医疗器械市场规模情况 (亿元) 和增速情况

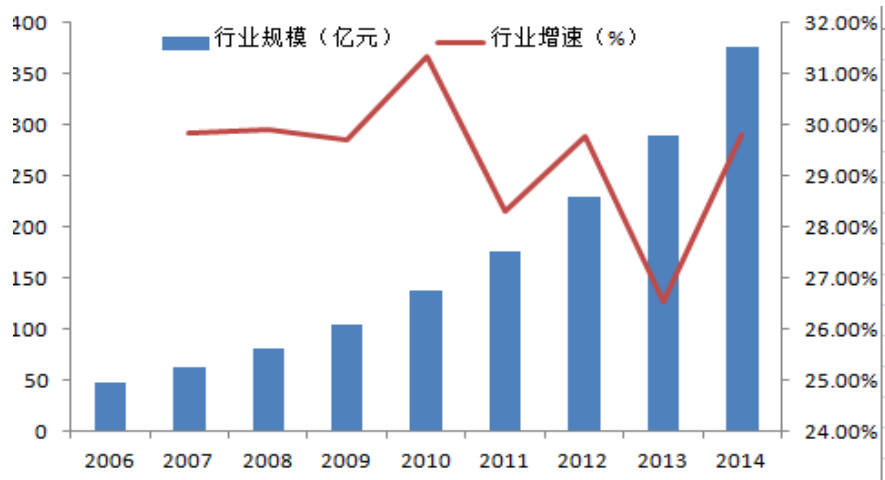


数据来源: 医药网、国联证券研究所

根据智研数据研究中心数据显示，2014年中国家用医疗器械市场规模为376.42亿元，同比增长29.80%，2006年-2014年复合增长率为29.39%，高

于医疗器械行业整体增速。

图表8: 国内家用医疗器械行业规模和增速情况



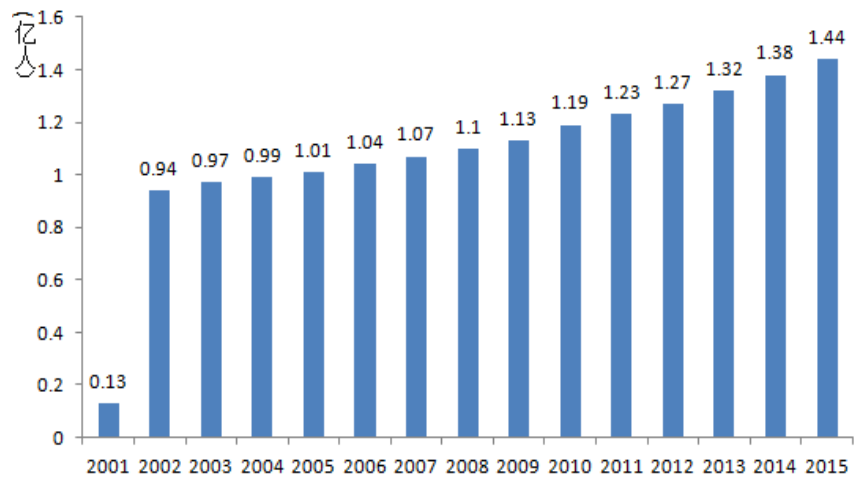
数据来源: 中国产业信息网、国联证券研究所

2.2 医疗器械行业空间广阔

我国医疗器械2015年市场规模是3080亿元，药品和器械的比例为1:0.33，而全球医药和医疗器械的消费比例约为1: 0.7，欧美日等发达国家更已达到1: 1.02，因此我们认为国内医疗器械还有很大的成长空间。从家用医疗器械方面来讲，国内家用占总体器械的比例为14.72，国外发达国家比例大约为25%，也有近一半的提升空间。我们认为在行业整合和进口替代加速的趋势下，人口老龄化、消费水平提高、基层和民营机构增量市场以及技术创新升级将是直接拉动医疗器械行业发展的四辆马车。预计今后几年医疗器械市场将维持20%左右增速，家用医疗器械市场将持续保持25%左右增速成长。

(1) 人口老龄化提高促进行业增长: 据国家统计局2015年人口抽样调查公报显示，2015年65岁以上人口总数为14374万人，占比为10.47%，同2010年第六次全国人口普查相比，比重上升了1.60个百分点，人口老龄化成上升趋势。巨大的人口和家庭基数、快速增长的老年人群体和以社区家庭为主的养老模式及老年人常见病、慢性病的社区健康管理的推广，为我国家用医疗器械市场发展提供了广阔空间。

图表9: 2001-2015年65岁以上人口



数据来源: wind、国联证券研究所

(2) 消费水平的提高刺激潜在需求。伴随着经济的快速发展和居民收入的大幅提高, 居民医疗保健消费实现较快增长。我们认为居民可支配收入的增多必将刺激潜在诊疗需求, 推动基础性医用产品的生产和销售。再加上保健意识的提升和养老的需求, 家用医疗器械和高端医疗器械的需求将会进一步提高。根据《中华人民共和国2015年国民经济和社会发展统计公报》显示, 2015年全年全国居民人均可支配收入21966元, 比上年增长8.9%, 2015年全国居民人均消费支出15,712元, 其中人均医疗保健消费支出1,165元, 人均医疗保健消费支出增速高于居民人均消费支出。

图表10: 2006-2015年城乡居民人均保健支出情况

2006-2015年城乡居民人均医疗保健支出情况 (单位: 元, %)



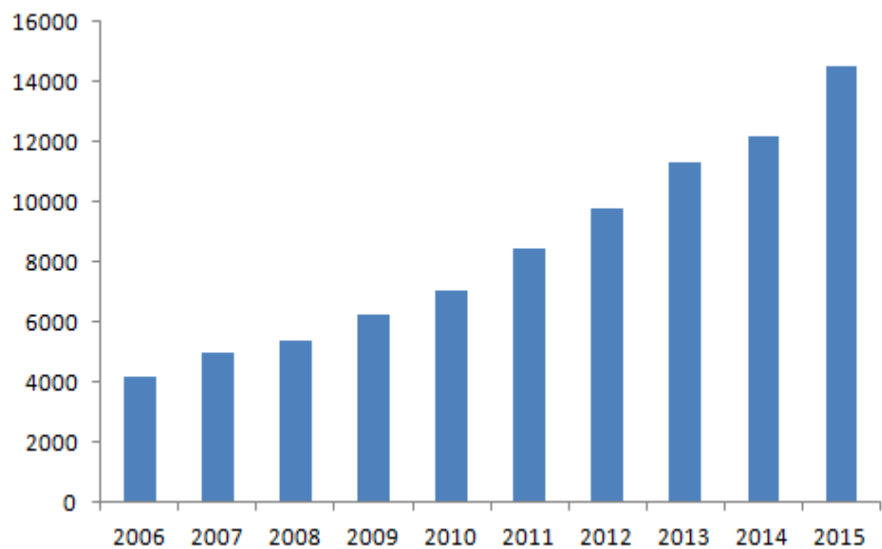
数据来源: 前瞻产业研究院

(3) 基层医疗机构加快建设和民营医院的扩张将为医疗器械行业提供新的空间。基层医疗机构的建设和服务能力提升一直是国家医改政策的重点关注内容, 2016年医疗体制改革重点工作任务中提出继续加强基层医疗卫生机构和县级医院能力建设, 提升县级医院疾病诊疗能力。鼓励城市二级以上

医院医师到基层医疗卫生机构多点执业。促进医疗资源向基层和农村流动。分级诊疗制度和基层机构的建设和能力以及慢性病的健康管理等必将使得基层医疗机构的诊疗人次有所增长，对应的基层耗材和设备需求将会释放。

另一方面民营医院近年来也迎来很多利好政策的支持。2010年11月26日《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见》、2012年3月份的《医改“十二五”规划》里面提及“到2015年非公立医疗机构床位数和服务量达到总量的20%左右”。另外2015年6月15日《关于促进社会办医加快发展的若干政策措施》，提出在准入审批、发展空间、资源共享、税收优惠等多个方面推进社会办医，促进社会办医成规模、上水平发展，加快形成公立医院与社会办医相互促进、共同发展格局。截止到2015年全国民营医院的数量已从2008年的5400家增长到1.45万家，我们预计在有利的政策推动下和医疗需求持续增长下，民营医院有望持续快速增长势头。

图表11: 2006-2015年国内民营医院的数量情况



数据来源: 前瞻产业研究院、国联证券研究所

(4) 技术升级和进口替代将利好国内优秀的医疗器械企业。截至2015年11月底，全国医疗器械企业共有14151家，仍存在小而散的特点。目前真正上规模、产值达到2000万元以上的医疗器械企业占比不到20%。高端医疗器械基本都被国外企业占据，为了改变这一局面国家多个部门释放了加快医疗器械国产化进程的信号。2015年6月初《关于控制公立医院规模过快扩张的紧急通知》中要求对部分医院单位规模过大，追求床位规模、竞相购置大型设备包括进口大型医疗器械等问题进行遏制。2015年8月国家卫生计生委表态将“重点推动三甲医院应用国产医疗设备”。2016年国家卫生计生委出台的医院控费目标要求全国医疗费用增长幅度从20%降到2017年的10%以下，其中措施之一便是优先采购国产高值耗材。我们认为整个行业已经进入核心技术自主创新和结构优化的趋势，随着国内企业竞争实力的提高“进口替代”是

大势所趋。因此对于具有自己的核心竞争优势，产品技术水平和质量能够媲美国外企业的优质公司构成利好。

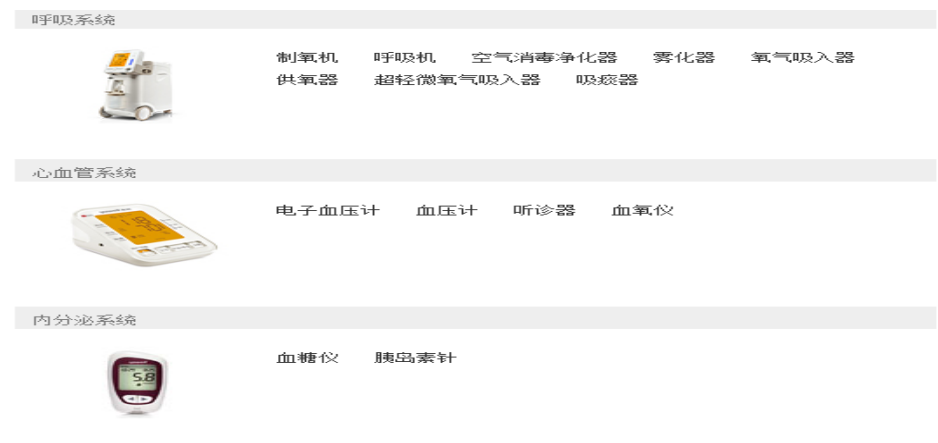
三、公司核心竞争力分析

公司2008年上市之初营业额为4亿，优势在于家用健康领域。主打产品为制氧机、超轻微氧气阀和雾化器、血压计、听诊器以及轮椅目前市场占有率第一目前已经成长为家庭医疗器械、临床医疗器械和互联网医疗器械领域内行业领先企业之一，年营业额已经超过20亿元，复合增长率为25.85%。经过多年来的品牌建设，鱼跃已经成为医疗器械十大优秀品牌，发展战略上公司从抢占市场份额已经转向利润为先，经过不断淘汰低毛率的老一代产品，目前产品价格和毛利率不断提高，未来三年我们预计此趋势不会发生大的改变。

3.1 市场占有率持续领先形成品牌优势

公司目前拥有产品多达百种、近万个规格，覆盖家庭医疗器械、医疗设备、医用耗材、中医器械、手术器械、药用贴膏和高分子辅料等各个方面。其中制氧机、雾化器和听诊器以及轮椅等七大主要产品市场占有率国内第一，经过多年来公司的努力，2015年鱼跃荣获中国品牌榜家用器械第一品牌。另外公司还拥有“华佗”和“金钟”这两大主品牌，其中“华佗”品牌所属全资子公司苏州医疗用品厂有限公司，主要用于针灸针等中医器械，2011年被商务部认定为“中华老字号”，另外也是针灸针ISO/TC249国际标准的起草者，这是中医药领域的首个ISO标准，也系我国起草的首个医疗器械产品ISO国际标准。而“金钟”品牌所属子公司上械集团，主要用于医用手术器械产品，“金钟”品牌具有80多年的悠久历史，是“上海市著名商标”，在国内手术器械领域具有较高的知名度和较大的影响力。

图表 12: 公司主要产品展示



家庭护理产品



康复护理系统 体温测量系统 防褥疮垫 颈椎牵引器
中医医疗产品 家用产品

医院设备



AED 医用X射线机 中心供氧设备 医用诊断 吸引器
妇产科器械 医用耗材

电商产品



制氧机 电子血压计 血糖仪 轮椅车 雾化器

资料来源：公司网站

我们认为公司作为医疗器械行业优秀品牌企业，产品质量已经得到众多消费者的信赖和口碑，随着人们消费水平的提高，品牌效应得到加强，公司主打产品有望进一步提升占有率。在市场占有率得以保证的基础上，公司目前已经逐步淘汰低毛利率的老产品，进行产品升级换代，依托优秀的品牌优势，我们认为公司产品销量不会由于价格提升而有所影响，毛利率将保持上升趋势。

3.2 营销能力突出保证业绩持续增长

公司一直注重销售队伍的建设，上市初期就以强大的销售能力作为公司的核心竞争力，与国内150多家一级经销商及300多家二、三级经销商建立了合作关系，覆盖5,000多家药店和医院。截止2015年底，公司目前拥有600多人的专业营销团队，1000多个专柜，7个品牌形象店，1个全球客户服务中心，七个区域服务中心和100多个售后服务网点，公司在各主要电子商务平台均设立有品牌旗舰店。通过多年来的营销努力，公司业绩也得到了很好的回报，2008年初公司有五大产品市场占有率第一，目前已经达到7个，而电子血压计上市短短2年就取得了市场占有率第二的地位，目前与第一位的欧姆龙差距越来越小，有望2-3年内赶超。睡眠呼吸机2015年上市，目前每月出厂1500台左右，这些都是公司营销能力的有力实证。

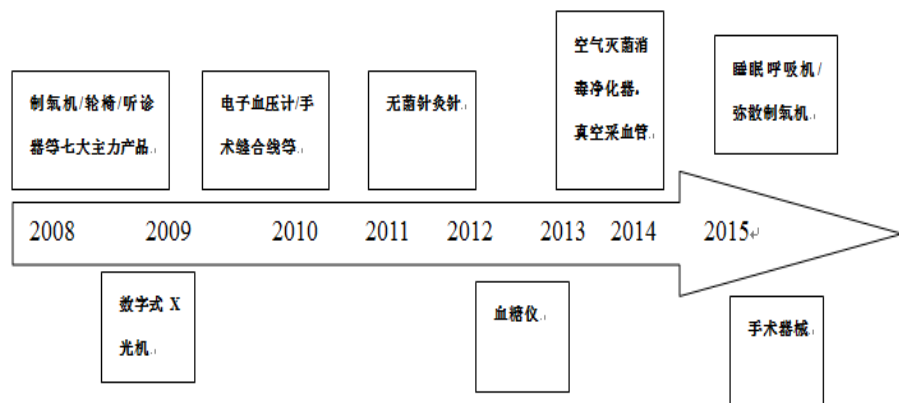
鱼跃医疗大部分销售都是通过零售终端取得的，是中国第一个把医疗器械作为一个解决方案引入零售药店的。根据专柜面积大小、药店所处地段特点、客流量的多少、适合销售的产品选择，鱼跃为零售药店配备包括装修、铺店、陈列、培训、货品管理、服务等方面的专业而系统的解决方案。这一整套推广系统包括两大核心：为零售药店提供专业、系统的解决方案；为消费者提供家庭护理的解决方案。这些都体现了公司对营销的重视和营销的因时制宜和因地制宜，差异化营销找准自己的定位。同时公司还很重视人才的引进，公司聘请了多位外企最初进军中国市场的营销总监，这些是真正做事

业的人，对市场的认识和把握都有独特之处才能使得外企能够迅速在中国市场站稳脚跟并且占领市场。目前针对公司的三大主题系列产品--鱼跃健康、鱼跃医疗和鱼跃生活，公司分为三个销售队伍，鱼跃医疗由沈总带队，统一负责院内市场的开拓；鱼跃健康有300多人，鱼跃生活则是引进了原来云南白药的销售经理来实现向消费品的进军。我们相信凭借着公司一贯的销售理念和这些专业化销售队伍的建立，公司业绩持续增长有了可靠的保证，百亿规模的实现也是完全可以期待的。

3.3 新产品接力保障业绩持续增长

公司上市之初主要产品是制氧机、氧气阀、轮椅和听诊器以及血压计等七大主打产品，几年来通过并购和自主研发不断扩充产品线，实现了业绩的持续增长。2015年公司新品睡眠呼吸机和弥散式制氧机目前销售情况良好，广阔的市场空间使得这两个新品种有望成为主打产品。2016年公司针对电动轮椅市场情况加紧研发新型电动轮椅，以便抓住市场发展的良好时机。

图表 13: 公司2008年以来新产品上市情况:



资料来源: 公司公告、国联证券研究所

睡眠呼吸暂停综合症是一组有潜在危险的睡眠呼吸障碍疾病，易并发心律失常、高血压、甚至呼吸衰竭或猝死。据统计全世界每天有3000人死于本病。国外报道打鼾的发生率为15.6%—19%，国内约有2亿人打鼾，统计显示，平均四个打鼾人群中就会有一个患有阻塞性睡眠呼吸暂停综合征，发病率为保守估计约有5000万人有睡眠呼吸暂停，当前我国家用呼吸机患者渗透率不足1%，而发达国家呼吸机在OSAS患者中的渗透率为13%，我们按照10%的渗透率，按照鱼跃医疗产品6000元购置成本来算，保守预计潜在市场空间为300亿。依靠公司强大的销售能力和优质的产品品质，我们完全可以期待睡眠呼吸机将会成为公司的另一重磅主力品种。

图表 14: 公司睡眠呼吸机产品展示

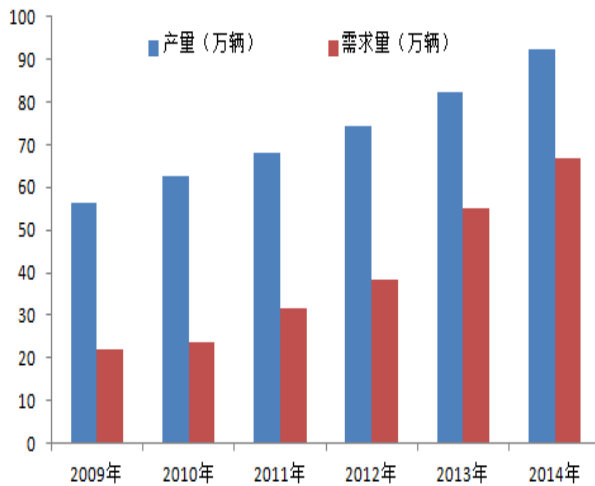


资料来源: 公司网站

弥散式制氧机是公司针对西藏特殊地域环境开发的一种新产品。西藏氧浓度较低,普通人会产生高原反应,随着西藏建设的发展和基础设施的投入,一些高档写字楼、五星级宾馆和高档别墅都将制氧机的配备作为为了高档建筑的标准,这样可以使局部区域氧浓度达到内地水平。公司根据此商机2016年新成立了西藏子公司,主要负责西藏区域内制氧机的销售和维修。收益与公司良好的品牌和制氧机龙头地位的优势,公司已经在一些项目的制氧机采购中中标,我们认为弥散式制氧机在西藏区域是作为家电消费品的配置,目前市场才刚启动,随着西藏房地产和基础设施的建设,弥散式制氧机有望迎来快速增长。

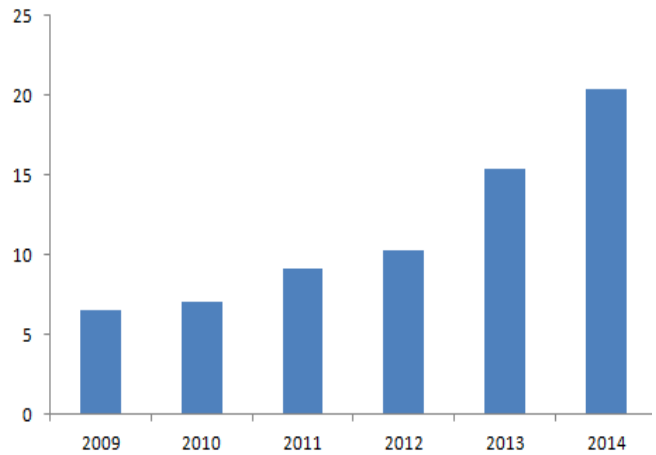
另外公司2016年抓紧研发电动轮椅,主要是看到了电动轮椅近年来销量快速增长。根据中国产业信息网的数据,2014年我国电动轮椅(代步车)产量约92.5万台,消费量达到了66.64万台,销售市场规模约20.39亿元。人口老龄化和消费升级都将推动电动轮椅市场规模的持续增长。我们认为公司不主动培育市场,等市场起来后再迅速介入,凭借销售实力和产品质量以及品牌优势再抢占市场这种做法是符合公司目前发展阶段的,电子血压计的成功也是这一模式的验证。公司之前的电动轮椅是美式轮椅,针对电池的问题,专门聘请了台湾团队来进行新电动轮椅的研发,我们相信随着新品的上市,凭借公司在传统轮椅上的销售优势,电动轮椅的销量也会迅速提升,并且占有一席之地。

图表 35: 2009-2014年我国电动轮椅产量和需求量



数据来源: 公司公告 国联证券研究所

图表 16: 2009-2014年电动轮椅市场规模 (亿元)



数据来源: 公司公告 国联证券研究所

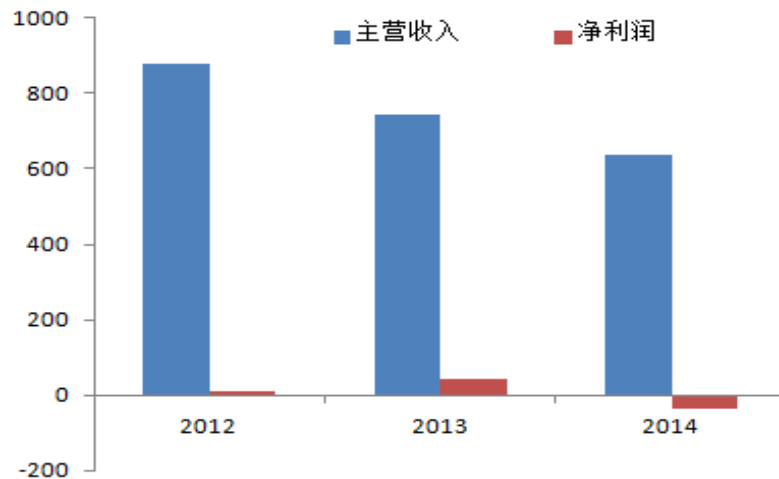
3.4 家用+临床+互联网构建全方位产业链

公司2008年上市之初营业额为4亿, 优势在于家用健康领域。目前该系列主要包括轮椅车、电子血压计、血压计、保健盒、体温计、血糖仪试纸、血糖仪、超声雾化器、听诊器、压缩雾化器、颈椎牵引器、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、微电子贴等。可以说公司产品基本包括了家用健康康复领域的大部分基础器械, 齐备的产品线和广阔的渠道面以及品牌优势可以保证公司不断扩大在家用医疗器械的优势地位, 保持较好的内生性增长。

临床方面公司通过不断并购来充实和提升自己的竞争力, 如苏州医疗用品厂和华佗医疗器械以及上海医疗器械有限公司的并入都极大丰富了公司的产品线。公司产品主要布局医用耗材方面, 根据《2015中国医用耗材市场发展报告》, 2010~2014年, 我国医用耗材制造业的资产总额从430.71亿元上升到1149.08亿元, 年均增长率为27.80%; 行业毛利率保持在20%以上的高水平, 利润总额由62.91亿元上升到152.38亿元, 年复合增长率为24.75%, 销售利润率在10%~11%之间。我们认为随着诊疗人次的增加和诊疗费用的增长以及医疗机构的扩充, 医用耗材产业有望维持20%以上增长。

公司临床耗材方面, 苏州医疗用品厂2009年合并之后经营业绩有了明显改善, 经过几年来的整合和发展, 目前业绩稳定增长, 而上械集团2015年刚合并入公司, 2014年由于整合以及计提费用等因素业绩为负, 2016年中期净利润已经达到3099.47万元, 相当于2013年净利润的72%, 预计2016年之后业绩会出现明显改善情况。

图表 17: 上械集团2012-2014年营业收入和净利润变化



资料来源: 公司网站

上械集团手术器械厂是上械集团最为核心的资产, 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”产品的品种达6000余种, 几乎覆盖所有的临床科目, 并入公司前主要由于国企机制销售不畅, 合并后公司会统一销售渠道和机制大力做好销售, 另外公司2016年上半年成立的德国子公司, 通过吸收和合并国际优秀企业的经验和积累, 进一步提高上械的核心竞争力。

德国子公司设立迈入国际化第一步。图特林根是全球手术器械之都, 全球手术器械优秀品牌蛇牌和Rudolf(诺道夫)都扎根于此。通过设立子公司可以吸收和引进先进人才和技术, 对上海医疗器械有限公司的发展和合作以及对外收购都打下基础。另外一方面, 公司医用制氧机以前主要是OEM代工, 此次设立该子公司主要是生产医用制氧机, 全部德国工厂安装制造, 作为打响鱼跃品牌国际化的第一步, 目前正在做QS, 预计2016年12月份才能正式开工。

互联网方面:公司主要从构建电商平台和医云APP平台两方面介入。电商方面, 公司在天猫、京东和淘宝等主要电商平台都设立了品牌旗舰店和经销店。公司在2014年就看到了非医用制氧机在电商平台上的商机, 积极研制非医用制氧机抢占市场, 预计2016年非医用制氧机销量可达到10万台。另外鱼跃医疗的电子血压计在电商平台已经超过欧姆龙, 销量处于第一, 我们预计2016年公司电商收入继续维持快速增长势头。

医云目前拥有11000多名医生, 12万左右的线下客户, 其中5万多是线下导入的, 粘性比较大。最初商业模式设想是搭建医生和患者互联网平台, 推广销售血糖仪和试纸以及电子血压计等产品。目前由于平台联系了国内众多领域的专家资源, 患者和医生之间联系加强, 国外药企看中该平台可以更好的跟踪患者用药情况, 因此很多国际大型药企如辉瑞、阿斯利康和赛诺菲等都跟进来, 通过和医云合作, 共享国内专家资源, 推广和培育市场, 已经形成

了新的商业模式。

四、盈利预测

4.1 营收预测

在现有产品条线下，我们预计2016-2018总营收分别为：27.54亿元、34.94亿元及42.13亿元，增速分别为30.9%、26.9%和20.60%，依然保持两位数以上增速。

康复护理系列：整体销量维持29%左右增长，我们预计2016-2018年的营收分别为12.22亿元、15.19亿元、18.40亿元。

医用呼吸和供氧系列：受益于弥散式供氧机和睡眠呼吸机的快速增长，预计2016-2018年的营收为9.03亿、10.83亿、12.95亿，增速分别为20.24%、19.92%和19.56%。

医用临床系列：受益于上械集团恢复增长，预计2016-2018年营业收入为5.17亿、6.30亿和8.13亿元，增速为29.58%、22%和29%。

图表18：鱼跃医疗营收及增速预测（亿元）

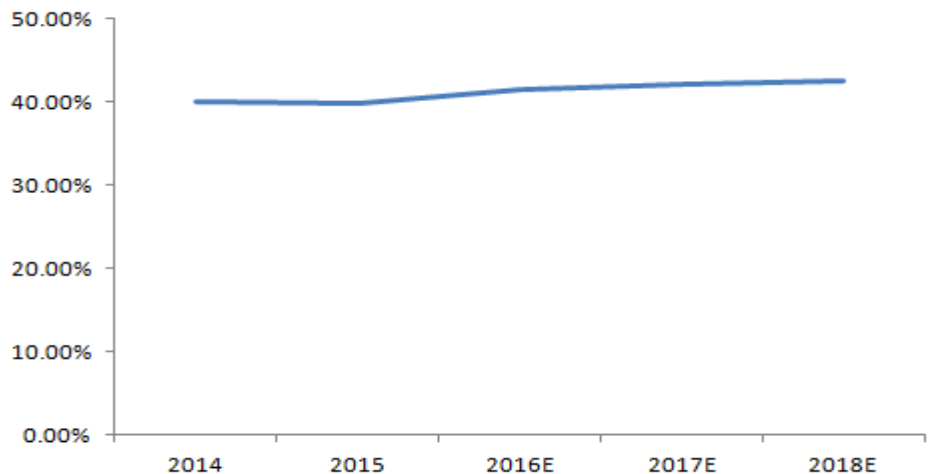
项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
总体营收	16.82	21.04	27.54	34.94	42.13
增长率	18.08%	25.09%	30.89%	26.87%	20.58%
分项预测					
康复护理	9.44	9.48	44.93	50.17	54.82
增长率	12.20%	0.48%	28.90%	24.34%	21.12%
医用呼吸和供氧	5.51	7.51	9.03	10.83	12.95
增长率	43.72%	36.36%	20.24%	19.92%	19.56%
医用临床	1.84	3.99	5.17	6.30	8.13
增长率	-6.18%	116.50%	29.58%	22.00%	29.00%

数据来源：wind、国联证券研究所

4.2 毛利率及费用预测

毛利率稳中有升。受益于结构调整和新品较高的毛利率，我们预计公司整体毛利率将稳步提升，分别为41.58%、42.18%、42.50%。

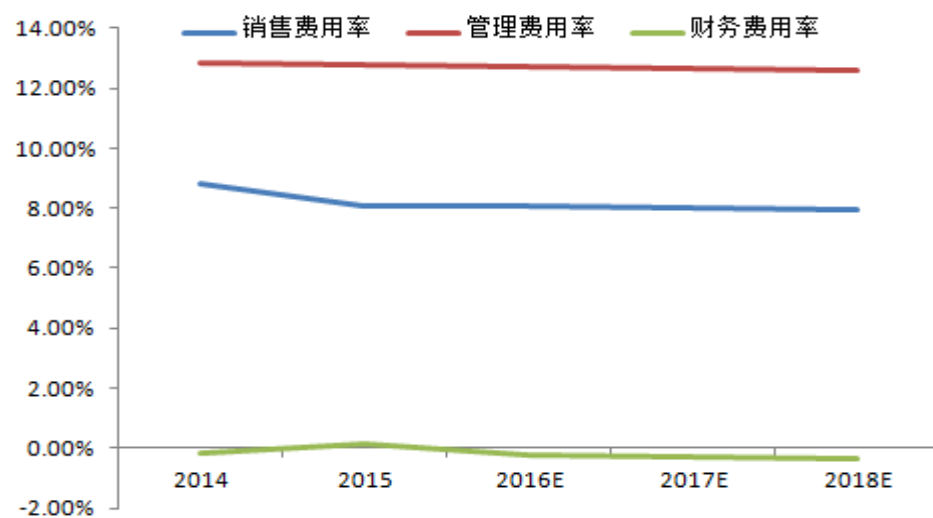
图表19: 公司毛利率预测



数据来源: Wind、国联证券研究所

费用预测。由于公司新产品投入市场、营销力度不断加强, 人员工资不断上涨, 我们预计销售费用和管理费用将有所提高, 费率基本稳定。由于短期负债的减少和募集资金的到账预计财务费用将持续下降。

图表20: 各项费用营收占比情况 (%)

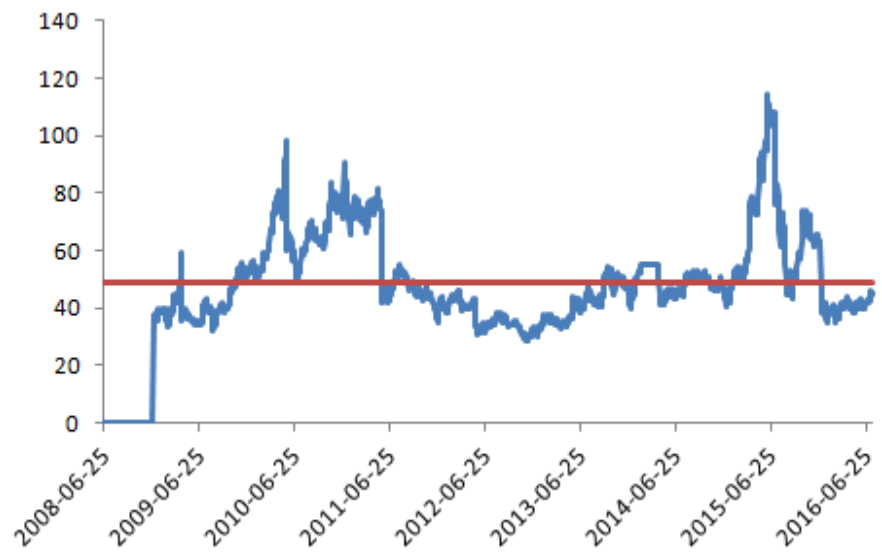


数据来源: Wind、国联证券研究所

4.3、估值及投资建议

我们预计公司16-18年EPS分别为0.75元, 0.98元和1.20元, 对应8月4日收盘价34.88元, 市盈率分别是46、35和29倍。我们认为公司作为基础医疗器械龙头, 应当享有一定估值溢价, 另外新产品的上市和外延并购的预期以及医疗器械广阔的市场前景都赋予了公司更大的成长性。下图是公司历史估值图, 估值中值是48倍, 我们给予公司“推荐”评级。

图表21: 公司历史估值图



数据来源: Wind、国联证券研究所等

五、风险提示

1. 产品销售弱于预期

竞争对手、渠道维护或者产品价格下滑可能将会导致公司产品销售不达预期。

2. 外延收购不达预期

收购标的的选择和价格等都可能拖慢公司外延收购进度。

财务报表预测与财务指标

单位: 百万

利润表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,681.8	2,103.7	2,754.0	3,494.0	4,213.1
YOY(%)	18.1%	25.1%	30.9%	26.9%	20.6%
营业成本	1,009.4	1,266.0	1,608.9	2,020.2	2,422.5
营业税金及附加	13.0	19.4	24.8	28.0	33.7
销售费用	148.4	169.3	221.7	279.5	334.9
占营业收入比(%)	8.8%	8.0%	8.1%	8.0%	8.0%
管理费用	215.9	268.8	349.8	442.0	531.7
占营业收入比(%)	12.8%	12.8%	12.7%	12.7%	12.6%
EBIT	331.1	416.9	599.1	774.6	940.5
财务费用	-2.9	2.8	-5.7	-10.6	-14.5
占营业收入比(%)	-0.2%	0.1%	-0.2%	-0.3%	-0.3%
资产减值损失	13.4	4.2	2.0	2.0	2.0
益	0.5	2.3	0.0	0.0	0.0
营业利润	284.9	375.4	552.5	732.9	902.7
营业外净收入	48.8	32.4	42.3	42.3	42.3
利润总额	333.7	407.8	594.8	775.2	945.0
所得税	35.8	41.1	89.2	116.3	141.7
所得税率(%)	10.7%	10.1%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	297.9	366.7	505.6	658.9	803.2
占营业收入比(%)	17.7%	17.4%	18.4%	18.9%	19.1%
少数股东损益	0.9	2.3	1.9	2.5	3.0
归属母公司净利润	297.0	364.3	503.7	656.4	800.2
YOY(%)	15.1%	22.7%	38.2%	30.3%	21.9%
EPS (元)	0.44	0.55	0.75	0.98	1.20

主要财务比	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	18.1%	25.1%	30.9%	26.9%	20.6%
营业利润	353.6%	31.8%	47.2%	32.6%	23.2%
净利润	15.1%	22.7%	38.2%	30.3%	21.9%
获利能力					
毛利率(%)	40.0%	39.8%	41.6%	42.2%	42.5%
净利率(%)	17.7%	17.4%	18.4%	18.9%	19.1%
ROE(%)	17.0%	17.2%	19.2%	20.0%	19.6%
ROA(%)	15.6%	14.9%	18.2%	19.6%	19.3%
偿债能力					
流动比率	4.69	2.60	3.47	4.58	5.17
速动比率	3.78	1.97	2.66	3.63	4.27
资产负债率%	16.9%	23.6%	20.0%	16.6%	15.9%
营运能力					
总资产周转率	79.4%	75.4%	83.6%	88.4%	86.5%
应收账款周转天数	160.3	130.5	130.7	119.6	111.4
存货周转天数	109.2	116.2	118.7	109.7	102.6
每股指标 (元)					
每股收益	0.44	0.55	0.75	0.98	1.20
每股净资产	2.62	3.17	3.92	4.90	6.10
估值比率					
P/E	78.5	64.0	46.3	35.5	29.1
P/B	13.3	11.0	8.9	7.1	5.7

资产负债表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
现金	355.3	400.9	550.8	996.8	1,732.8
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收款项净额	920.6	912.5	1,198.0	1,393.7	1,568.6
存货	302.1	403.0	536.6	618.1	689.9
其他流动资产	4.2	12.6	12.6	12.6	12.6
流动资产总计	1,582.2	1,729.0	2,298.0	3,021.2	4,003.9
固定资产净额	404.6	460.9	409.0	354.7	300.4
减: 资产减值	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产净额	404.6	460.9	409.0	354.7	300.4
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
在建工程	24.4	2.4	0.0	0.0	0.0
固定资产清理	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产总计	429.0	463.3	409.0	354.7	300.4
无形资产	88.3	500.3	491.5	482.6	473.8
长期股权投资	6.7	34.0	34.0	34.0	34.0
其他长期资产	12.6	64.0	62.9	61.9	60.9
资产总额	2,118.9	2,790.6	3,295.4	3,954.5	4,873.0
循环贷款	50.0	197.7	95.7	0.0	0.0
应付款项	286.3	439.8	541.0	636.8	752.1
预提费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他流动负债	20.9	20.9	20.9	20.9	0.0
流动负债	357.3	658.4	657.6	657.8	752.1
长期借款	20.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他长期负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
负债总额	357.3	658.4	657.6	657.8	773.0
少数股东权益	10.5	11.4	16.3	18.3	20.7
股东权益	1,761.6	2,132.2	2,637.8	3,296.7	4,100.0
负债和股东	2,118.9	2,790.6	3,295.4	3,954.5	4,873.0

现金流量表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
税后利润	297.9	366.7	505.6	658.9	803.2
加: 少数股	0.9	2.3	1.9	2.5	3.0
公允价值变	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
折旧和摊销	59.0	0.0	537.8	687.0	828.0
营运资金的	(151.3)	170.3	(807.5)	(840.8)	(935.6)
经营活动现	205.5	537.0	235.9	505.1	695.6
短期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产投	(156.7)	(587.6)	35.9	35.9	35.9
投资活动现	(156.7)	(587.6)	35.9	35.9	35.9
股权融资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
长期贷款的	0.0	0.0	100.0	100.0	0.0
公司债券发	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股利分配	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
计入循环贷	2.6	(9.1)	(4.3)	0.6	4.5
循环贷款的	(11.3)	146.5	(102.0)	(95.7)	0.0
融资活动现	(8.7)	137.4	(106.3)	(95.1)	4.5
现金净变动	40.7	91.6	165.5	446.0	736.0

无锡

国联证券股份有限公司研究所

江苏省无锡市滨湖区金融一街8号楼国联金融大厦9F

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所

上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦22F

电话：021-38991500

传真：021-38571373

北京

国联证券股份有限公司研究所

北京市海淀区首体南路9号主语国际4号楼12层

电话：010-68790997

传真：010-68790897

深圳

国联证券股份有限公司研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦16层

电话：0755-82878221

传真：0755-82878221

国联证券投资评级：

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20% 以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10% 以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5% 以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 - 10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10% 以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级， 提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成 好股票的机会

免责声明：

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会，还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。