信达证券 CINDA SECURITIES

Research and Development Center

医疗器械龙头企业 内生+外延式发展空间广阔

——鱼跃医疗（002223.sz）首次覆盖

2016 年 11 月 17 日

郭荆璞 行业首席分析师

李丹 研究助理

李沁 研究助理

证券研究报告

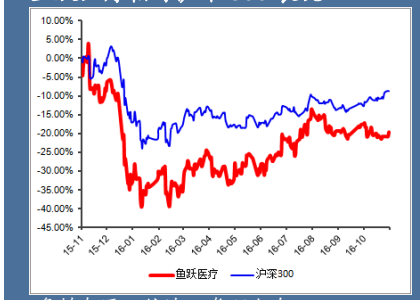
公司研究——首次覆盖

鱼跃医疗（002223.sz）

买入 增持 持有 卖出

首次评级

鱼跃医疗相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据（2016.11.16）

收盘价（元）	34.75
52 周内股价波动区间(元)	26.15-45.82
最近一月涨跌幅(%)	0.63
总股本(亿股)	6.68
流通 A 股比例(%)	73.97
总市值(亿元)	232

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编：100031

郭荆璞 首席分析师
执业编号：S1500510120013
联系电话：+86 10 83326789
邮箱：guojingpu@cindasc.com

李 丹 研究助理
联系电话：+86 10 83326735
邮箱：lidan@cindasc.com

李 沁 研究助理
联系电话：+86 10 83326716
邮箱：liqin@cindasc.com

医疗器械龙头企业 内生+外延式发展空间广阔

2016 年 11 月 17 日

本期内容提要：

◆ **围绕老年群体专业用品的唯一全国性专业品牌。**整个中国老龄人口在 2014 年为 2.13 亿，我们预计在 2024 年全国 60 岁以上人口将达到 2.6 亿，相关养老医疗产品需求进入增长时期，企业将迎来重要的发展阶段。老龄人口收入和数量的增加将导致提高生活品质和独立生活能力的相关适老器械，医疗器械和用品的使用成为刚性需求，相关行业的产品将受到欢迎，有强大品牌力的企业在这一领域将获得市场先机。

◆ **打造慢病健康管理的专业医疗器械品牌。**鱼跃医疗提供以糖尿病管理服务为切入点的慢病管理专业医疗器械，产品链不断延伸。慢性病已成为全球居民健康的头号杀手，以心血管疾病和糖尿病为首的慢性病医疗支出较大，因此，与慢病相关的家用医疗器械设备对慢病患者的健康管理起到了至关重要的作用，慢病检测医疗器械成为刚性需求。

◆ **产品结构丰富，技术优势领先。**鱼跃医疗作为国内医疗器械龙头企业，产品结构丰富，品类齐全，多样化和个性化程度高，在细分领域有领先于竞争对手的优势。目前中国医疗器械领域发展正处于高速发展阶段，国内需求旺盛。鱼跃致力于投身生命健康事业，打造由家庭医疗、临床医疗、互联网医疗组成的大健康生态圈，现已成长为一个全面覆盖医疗器械的专业化服务平台。

◆ **国内医疗器械进入高速发展阶段。**医疗器械行业是一个快速扩容的新型市场，随着人口老龄化和健康保健意识的显著提升，市场需求的逐步释放，医疗器械产业将保持持续快速的增长。鱼跃是深耕于基础家庭医疗器械和适老化产品两个领域的领导品牌，针对人群重合度高，这两个领域是公司未来主要的外部增长动力。

◆ **股权催化剂：**医疗器械行业崛起，健康生活保健意识，人口老龄化趋势，国家政策扶持，互联网医疗兴起。

◆ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2016-2018 年归属母公司净利润分别为 5.46、6.44、7.66 亿元，按照最新股本计算，对应的每股收益分别为 0.82 元、0.96 元和 1.15 元。鱼跃医疗在中高端医疗器械定位上契合消费升级的趋势，并且公司有持续稳定的利润增长能力。我们看好公司未来能够继续通过拓宽医院渠道、研发增加新品类、加快移动医疗布局、深化线下渠道发展等方式实现盈利增长，市场占有率有望进一步提升，给予“买入”评级。

◆ **风险因素：**外延式扩张不及预期；国内医疗器械市场格局的不断变化带来的竞争；传统产品增长放缓带来快速增长的压力。

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,681.80	2,103.74	2,594.49	3,115.64	3,742.15
增长率 YoY %	18.08%	25.09%	23.33%	20.09%	20.11%
归属母公司净利润(百万元)	297.00	364.34	545.83	643.59	765.86
增长率 YoY%	15.09%	22.67%	49.81%	17.91%	19.00%
毛利率%	39.98%	39.82%	43.44%	43.08%	43.09%
净资产收益率 ROE%	18.24%	18.85%	15.37%	12.12%	12.74%
每股收益 EPS(元)	0.56	0.62	0.82	0.96	1.15
市盈率 P/E(倍)	78	64	43	36	30
市净率 P/B(倍)	11.61	9.60	4.66	4.12	3.63

资料来源：wind，信达证券研发中心预测　　注：股价为 2016 年 11 月 16 日收盘价

目 录

投资聚焦 1
公司简介 3
公司基本介绍 3
公司储备力量强势 4
公司主营业务简介 5
业绩发展重回快车道 6
渠道 7
行业介绍：国内医疗器械行业进入高速发展阶段 8
老龄化趋势带给医疗器械行业的商机 8
国内市场规模成长迅速 未来市场空间广阔 11
医疗器械消费与发达国家仍存在较大差距 13
医械行业利润大翻身 13
国内医疗器械进口增速放缓 15
家用+临床+互联网医疗全方位产业链 17
围绕老年群体专业用品的唯一全国性专业品牌 17
产品结构丰富 技术优势领先 19
打造慢病健康管理的专业医疗器械品牌 23
上械并表推动业绩增长 打开新的成长空间 30
盈利预测与估值： 32
基本假设和盈利预测 32
相对估值与投资评级 32
风险因素 33

图 目 录

图 1：鱼跃医疗股权结构（2016 年三季报） 3
图 2：主营业务收入结构（2016 年三季报） 5
图 3：重点产品展示 6
图 4：公司业绩情况 7
图 5：老龄化群体的需求 8
图 6：各年龄段人口数量预测 10
图 7：各阶段人口增长比例 10
图 8：老龄化人口趋势 10
图 9：各年龄段人口变化情况 10
图 10：全球医疗器械销售规模（单位：亿美元） 11
图 11：中国医疗器械销售规模（单位：亿元） 11
图 12：近 10 年中国医疗器械销售规模 12
图 13：2016-2020 年家用医疗器械行业规模预测（单位：亿元） 12
图 14：2011-2015 年家用医疗器械市场规模及增速（单位：亿元，%） 12
图 15：我国医疗器械对医药市场占比（单位：亿元） 13
图 16：主要国家人均医疗器械消费（单位：美元） 13
图 17：我国高端进口医疗器械占比 15
图 18：我国医疗器械出口结构逐步优化 15
图 19：我国医疗器械进口额增速趋缓 16
图 20：老龄用品刚需 18
图 21：我国居民基本养老保险支出累计值（单位：亿元） 18
图 22：中国老龄用品市场研究报告（单位：%） 18
图 23：制氧机百度指数 21
图 24：鱼跃睡眠呼吸机展示 22
图 25：我国电动轮椅市场规模（单位：亿元） 22
图 26：我国电动轮椅供需平衡情况（单位：万台） 22
图 27：电动轮椅百度指数 23
图 28：全球各地区 2015 年和 2040 年糖尿病患者人数的估计 24
图 29：按性别分类的糖尿病患病情况 24
图 30：城市和农村地区的糖尿病患病情况 24
图 31：血糖仪渗透率对比 25
图 32：我国血糖仪零售市场竞争格局 28
图 33：血压计百度指数（2011 年 1 月—2016 年 10 月） 29
图 34：血压计均价预测 30

表 目 录

表 1: 鱼跃医疗前十名股东持股情况（2016 三季报） 3
表 2: 子公司情况 4
表 3: 公司产品分类 5
表 4: 医药行业主营业务收入情况 14
表 5: 医药行业利润总额情况 14
表 6: 我国扶持医疗器械国产化相关政策 16
表 7: 2015 年和 2040 年糖尿病数量排名前 10 位的国家/地区 25
表 8: 2015 年和 2040 年糖尿病相关医疗费用排名前 10 位的国家/地区 26
表 9: 中国糖尿病患者人数预测 26
表 10: 中国血糖检测市场空间大 27
表 11: 中国高血压患者预测 29
表 12: 中国血压计市场空间预测 29
表 13: 上械集团旗下主要公司产品明细 31
表 14: 鱼跃医疗主营业务收入增长率预测 32
表 15: 鱼跃医疗三费假设 32
表 16: 主要医疗器械行业公司估值 33

投资聚焦

核心观点

老龄人口的刚性产品需求主要集中在医疗、助老用品、护理用品领域。在慢病检测和基础治疗领域，家庭医疗器械被进一步重视和使用。鱼跃是深耕于基础家庭医疗器械和适老化产品两个领域的领导品牌，这两个领域的共同特点就是针对人群重合度高，同时都属于有着医疗保健内涵的耐用消费品。我们认为鱼跃未来增长的外部动力主要来自于这两个行业的状况，同时也取决于鱼跃本身产品和品牌力的发展。

医疗条件的改善使人均预期寿命逐步增加，整个中国老龄人口在 2014 年为 2.13 亿，我们预计在 2024 年全国 60 岁以上人口将达到 2.6 亿。面对不断增长的老龄人群和以独生子女为主流的家庭模式，老人独自生活并依靠社会养老的模式将成为主流。老龄人口收入和数量的增加将导致提高生活品质和独立生活能力的相关适老器械，以及慢病检测医疗器械成为刚性需求，相关行业的产品将受到欢迎，有强大品牌力的企业在这一领域将获得市场先机。

我国医疗行业发展逐渐由治疗向康复、预防阶段过渡，医疗器械已经开始呈现从医院用医疗器械到家用医疗器械的发展趋势，家庭医疗器械的选用越来越先进，功能越来越多样化，但与发达国家相比，我国人均医疗消费仍处于较低水平，未来随着居民越来越重视疾病预防与诊断，我国人均医疗消费提升的空间巨大。在发达国家，家用医疗器械已经占到整个医疗器械产业的 40%，而我国还远远低于这一比例。

我们的选股逻辑:

1、处于需求持续增长的细分行业：标的能够抓住特定人群需求，显示出持续增长的趋势，并且有相应的品牌力支撑;

2、产品能力：医疗行业是个品质行业，标的企业有品质生产的基因，能够持续保持高质量产品的水准;

3、消费品品牌特质：家庭医疗器械带有部分消费品特点，标的需要强大的品牌影响力，并围绕目标人群利用品牌力进一步提供多样化的产品和服务;

4、渠道能力：能够吸纳行业销售精英的渠道，有吸纳和分销新产品的能力;

5、资源的获取和整合能力：中低端医疗器械专业化程度较高、管控严格且市场细分明显，内生式发展速度较慢。标的企业需要能够通过选择、收购、整合优质资源来实现有协同效应的外延式发展，持续延伸至新的产品领域;

6、成熟电商模式：电商发展至今，成熟的电商是优秀消费品企业的标配，线上零售能力是公司决胜未来零售市场的核心能力。

市场表现催化剂

医疗器械行业崛起，健康生活保健意识，人口老龄化趋势，国家政策扶持，互联网医疗兴起。

盈利预测与投资评级

我们预计公司 2016-2018 年归属母公司净利润分别为 5.46、6.44、7.66 亿元，按照最新股本计算，对应的每股收益分别为 0.82 元、0.96 元和 1.15 元。我们看好公司未来能够继续通过拓宽医院渠道、研发增加新品类、加快移动医疗布局、深化线下渠道发展等方式实现盈利增长，市场占有率有望进一步提升，给予“买入”评级。

风险因素

外延式扩张不及预期；国内医疗器械市场格局的不断变化带来的竞争；传统产品增长放缓带来快速增长的压力。

公司简介

公司基本介绍

鱼跃医疗始创于 1998 年，前身为江苏鱼跃医疗设备有限公司，是国内家用及医疗器械生产龙头企业。公司生产产品共计 50 多个品种，近 400 余种规格，是国内同行生产企业中产品品种最丰富的企业之一。2008 年在深交所上市，目前公司总股本 6.68 亿股，实际控制人是吴光明先生。

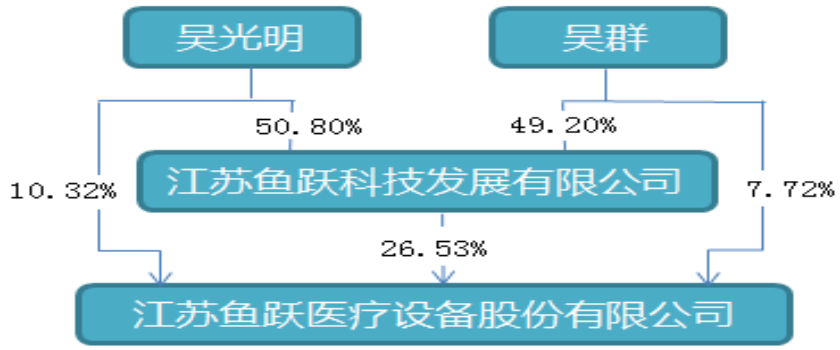
鱼跃矢志于投身生命健康事业，打造由家庭医疗、临床医疗、互联网医疗组成的大健康生态圈，现已成长为一个全面覆盖医疗器械的专业化服务平台。公司产品布局家用康复护理、医用供氧设备、临床医疗耗材等领域。

表 1：鱼跃医疗前十名股东持股情况（2016 三季报）

机构名称	持股数（万股）	占总股本比例（%）	股东性质
江苏鱼跃科技发展有限公司	17,732	26.53	境内非国有法人
吴光明	6,896	10.32	境内自然人
吴群	5,159	7.72	境外法人
深圳前海红杉光明投资管理中心	1960	2.93	境内非国有法人
全国社保基金五零二组合	842	1.26	境内非国有法人
金元百利资产	842	1.26	境内非国有法人
创金合信基金	842	1.26	境内非国有法人
安信基金	842	1.26	境内非国有法人
上海盛宇股权投资中心	800	1.20	境内非国有法人
江苏鱼跃医疗设备股份有限公司-第一期员工持股计划	783	1.17	境内非国有法人

资料来源：公司三季报，信达证券研发中心整理

图 1：鱼跃医疗股权结构（2016 年三季报）



资料来源：公司三季报，信达证券研发中心整理

公司储备力量强势

鱼跃自上市以来就不断建立健全的研发体系和研发中心，公司重视研发投入，不断创立敢于创新、勇于创造的年轻团队。目前，总部旗下共拥有 11 家子公司，并在德国、台湾、上海、南京、江苏、丹阳设立六大研发中心，各研发中心分工明确，开发新产品并升级老产品，为公司长期稳定的发展提供动力。

表 2：子公司情况

子公司名称	持股比例（%）	注册资本（万元）	投资额（万元）	净利润（万元）	主要产品或服务
上海医疗器械(集团)有限公司	100	3,838	70,000	3099.47	医疗器械制造
苏州医疗用品厂有限公司	100	3,838	6,100	1659.95	医疗器械制造
江苏鱼跃信息系统有限公司	100	3,000	3,000	3555.03	软件产品研发销售
南京鱼跃软件技术有限公司	100	3,000	2,400	1192.58	软件产品研发销售
丹阳真木君洋医疗器械有限公司	70	61.19	50		医疗器械制造
江苏鱼跃医用仪器有限公司	60	1600	960		医疗器械制造
江苏鱼跃医用器材有限公司	100	40000	32,000		医疗器械制造
苏州鱼跃医疗科技有限公司	100	16000	34,000		医疗器械制造
上海鱼跃医疗设备有限公司	100	900	857		医疗器械销售
江苏鱼跃泰格精密机电有限公司	82	550			电子产品制造
上海优阅光学有限公司	51		510		光学配镜

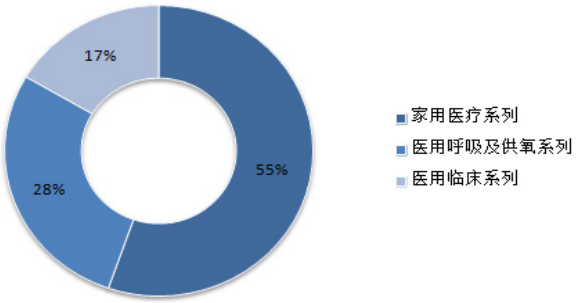
资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理（注：子公司净利润为 16 年三季报披露）

公司主营业务简介

公司器械产品主要集中在呼吸供养、康复护理、手术器械、高值耗材、中医诊疗器械、药用贴膏及高分子卫生辅料等领域。公司拥有产品多达百种、近万个规格，多品类的产品结构不仅增强营销渠道的协同性，同时有效保持公司在医疗器械行业的整体竞争力。

在公司的三大主业中，医用呼吸及供养系列毛利率最高，高达 52%；医用临床系列由于并表上械集团营收大幅增长，毛利率 43%；家用医疗系列毛利率最低，维持 35%左右。

图 2：主营业务收入结构（2016 年三季报）



资料来源：公司三季报，信达证券研发中心整理

表 3：公司产品分类

产品分类	产品明细（市场占有率）
康复护理	轮椅车（NO.1）、电子血压计、血糖仪、超声雾化器(NO.1)、听诊器(NO.1)、坐厕椅、急救包颈椎牵引器、助听器等
医用供氧	医用制氧机(NO.1)、供氧器、雾化器、中心供氧设备、空气消毒净化器等
医用临床	医用 X 射线机、雾化器、吸引器、医用耗材、医用分子筛制氧设备、医用诊断、半自动体外除颤器等

资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

图 3：重点产品展示

资料来源：公司官网，信达证券研发中心整理

业绩发展重回快车道

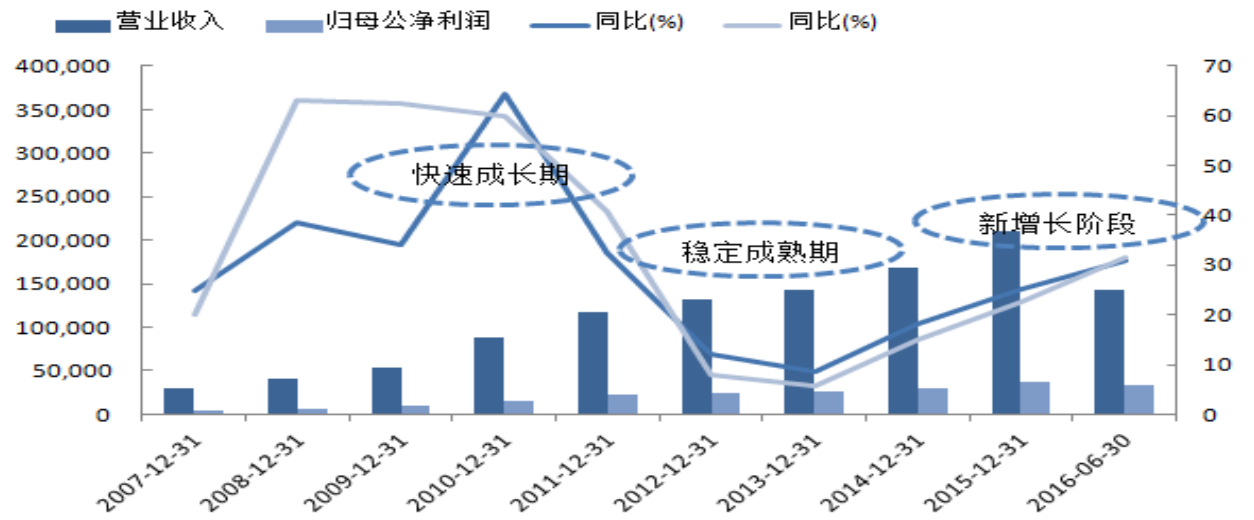
从医疗器械行业和公司自身经营情况来看，公司发展经历了快速发展、平缓增长、和新一轮增长阶段。

第一阶段（2008 年-2011 年）：创立初期公司营收快速扩张，收入复合增速为 43%，归母净利润复合增速 54%。公司规模伴随着家用器械的普及和医改进程的推进迅速发展。

第二阶段（2012 年-2013 年）：随着公司产品的逐渐成熟，以及新老产品进入交替阶段，12、13 年公司收入和归母净利润的复合增速都下降到 10%以下，公司规模平缓发展。

第三阶段（2014 年起）：进入 2014 年后，公司业绩已开启 30%左右增速的新篇章，并伴随着上械集团的并表以及医疗行业的快速发展等趋势，未来公司业绩会逐步驶入高速发展阶段。

图 4：公司业绩情况



资料来源：wind，信达证券研发中心整理

渠道

根据公司产品类型，目前有院内外两种渠道销售产品，医院临床主要销售公司的高值耗材类产品，院外主要通过药店以及电子商务等方式销售家用医疗器械产品，而近两年来公司电子商务发展迅速，取得了突破性进展，并成为公司院外渠道快速成长新的突破点之一。

在销售策略方面，公司加大了对终端的把控，包括销售人员的终端布局，销售费用的终端投放，医疗专业论坛的承办、公司品牌的广泛宣传等，提升了医院、医生以及广大老百姓对鱼跃品牌的认知和认可。

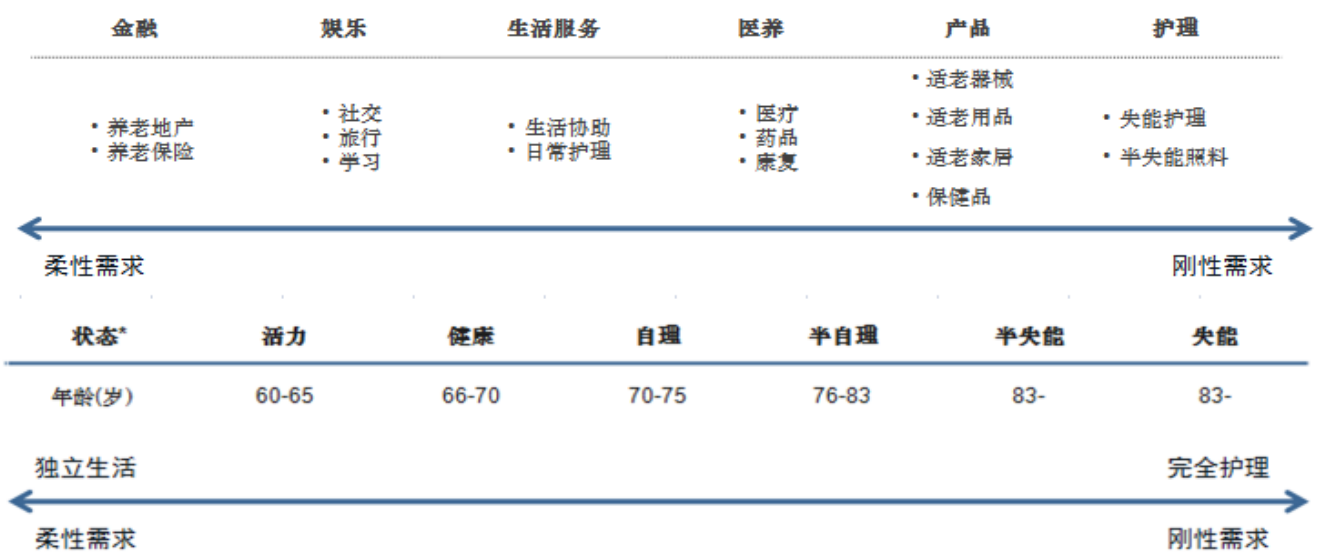
由于线下和线上消费者的特征不同，需求不同，公司在线上和线下进行严格产品区隔。以血压计和血糖仪为例，线下的购买者多为老年使用者，对实用性和性价比要求高，需要产品使用方便，功能简单，对外观设计要求偏低。线上消费者多为赠送长辈，更注重产品的设计感和科技性。其次，医疗产品线上销售需要推出有竞争力的产品同时不冲击线下产品的利润，以保护代理商的积极性。因此，对于线上线下均销售的产品，公司严格价格管控不只是针对官方旗舰店，也包括天猫、京东、易购等主要电子商务经销商，线上产品销售的价格对线下销售造成的影响较小。

行业介绍：国内医疗器械行业进入高速发展阶段

老龄化趋势带给医疗器械行业的商机

全球老龄化趋势严峻，我国人口老龄化加速。21 世纪是人口老龄化的时代，我国是较早进入老龄社会的发展中国家之一。与其他西方发达国家相比，我国人口老龄化具有老年人口基数大、人口老龄化速度快、老龄化进程不平衡、老龄化承载基础弱的特点。

图 5：老龄化群体的需求



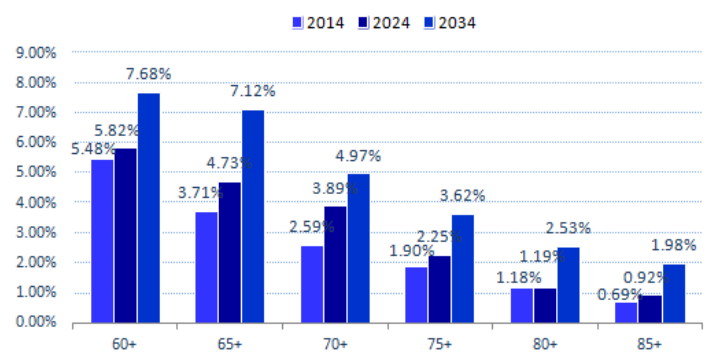
资料来源：信达证券研发中心整理

根据国家统计局数据，由于我国人口基数大，我国老年人口规模已超过 2 亿人，为全球之最。就总人口趋势而言，未来 8 年，全国老龄人口缓慢升高，总占比提升 2.25%，发达地区老龄人口占比和速度将更为提前进入老龄化社会。从 2024 年开始，老龄化人口数量加速增加，其中 70-74 岁群体增长最快，平均增速为 4.31%。2024-2034 年间，80-84 岁以及 85 岁以上，两个年龄组将爆发式增长，平均增速分别为 7.82%和 7.78%。到 2034 年，60-69 岁人口将占总人数的 14.81%，较 2024 年上升 4.27%，成为占比最大的年龄层。

中国的经济和人口发展的不平衡特性决定了，人口老龄化趋势不会全国同时出现，而是在部分生活和医疗条件领先的地区开始，逐步发展至全国。就目前发展趋势来看，一线城市以及经济发达地区以及人口大省出现了明显老龄化的趋势，老龄人口的占比和绝对值在逐年攀升，未来老龄市场需求旺盛。基于国家统计局数据，我们预测全国 60 岁以上人口将从 2014 年的 15.55%，增加至 2024 年的 18.80%和 2034 年的 27.91%。数据显示，截止 2015 年 12 月 31 日，上海全市户籍人口 1442.97 万人，其中 60 岁及以上老年人口 435.95 万人，占总人口的 30.2%，人口比例首次超过 30%。北京 60 岁以上户籍老年人口占比为 23.4%，广州户籍老年人口达到 17.8%。作为经济和人口大省的江苏，60 岁以上人口占户籍总人口的 20.57%。四川省 60 岁以上老年人口达到 1672 万，占常住人口的 20.38%。山东省 60 岁以上人口占比将近 20%。 浙江省 60 岁以上人口 9 占比为 20.19%。日本作为全球老龄化程度最高的国家，日本总务省 6 月 29 日发布的 2015 年人口普查显示，日本老年人占总人口的比例达到了 26.7%，大约是 3400 万人，而我国一线城市老龄化程度已经与日本非常接近。

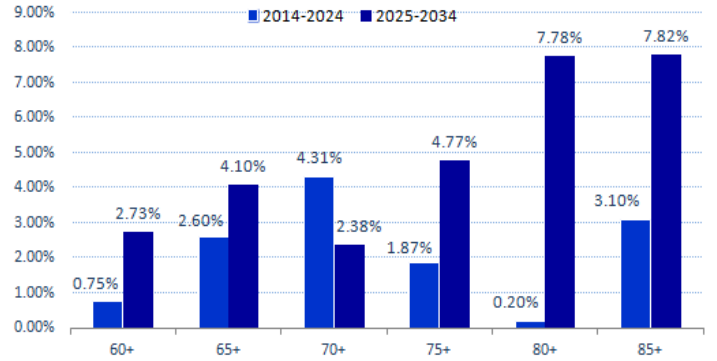
就全国而言，2014-2024 年是养老行业的起步阶段，中低龄占比高，相关养老医疗产品需求进入增长时期，相关企业将迎来重要的发展阶段，从 2024 年开始的未来十年，养老产业进入高速发展阶段，老龄化人口加速增长，是中国人口老龄化的一个重要时点，养老产业进入高速成长时期。至 2034 年-2044 年中国进入老龄化高峰，养老产业逐渐进入成熟阶段，相关产品和服务开始成熟。就部分发达地区而言，我们认为将领先 5-8 年进入养老行业的各个发展阶段，目前这些地区的养老行业已经进入起步阶段的后期，并将会在未来 3 年后逐步进入高速成长期。

图 6：各年龄段人口数量预测



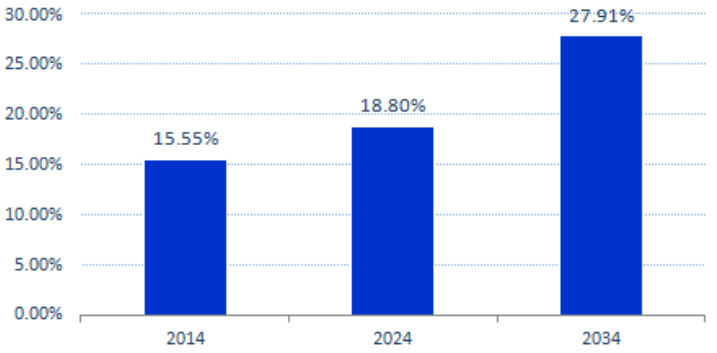
资料来源：国家统计局，信达证券研发中心整理

图 7：各阶段人口增长比例



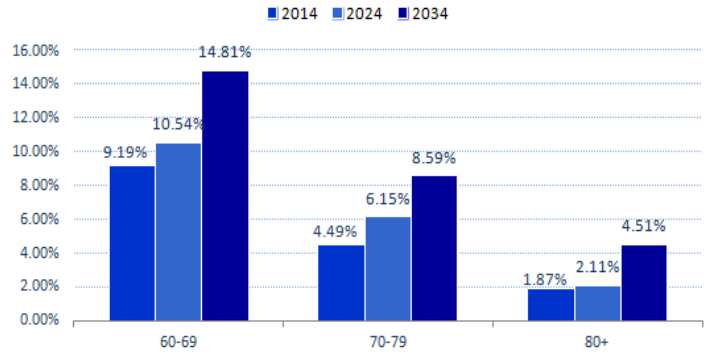
资料来源：国家统计局，信达证券研发中心整理

图 8：老龄化人口趋势



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心整理

图 9：各年龄段人口变化情况



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心整理

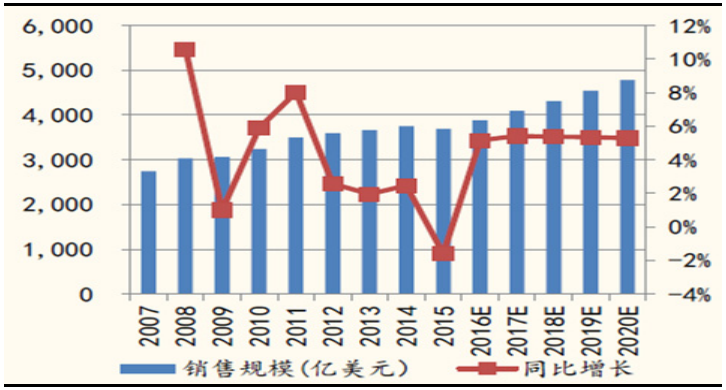
老龄化的趋势必然会带来相应的医疗消费，提高医疗器械的使用频率。无论是家用或者临床医疗器械，例如呼吸机、血糖仪、轮椅、制氧机、血压计等，都会随着老龄化的到来而打开新的市场空间。由于我国养老服务行业起步晚，处于行业发展的初期，整体规模小，需要经历一个 5-8 年的发展才能进入成长阶段。但养老服务行业及相关产品对管理和细节要求高，对于有着优秀管理能力的公司，未来发展空间大。

国内市场规模成长迅速 未来市场空间广阔

随着全球老龄化速度的加快，对医疗器械设备的需求不断增加，全球医疗器械市场规模快速扩大。但全球医疗器械市场起步较早，增速较慢，目前已发展得比较成熟。2015 年全球医疗器械销售规模 3690 亿美元，07-15 年复合增长率为 3.79%。根据中国产业信息网数据，2020 年全球医疗器械销售规模将达到 4780 亿美元，2015-2020 年复合增长率为 5.31%，继续保持稳中略升的态势。

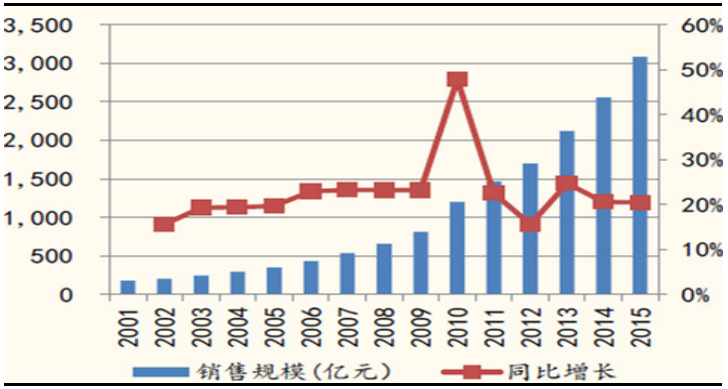
中国医疗器械市场受制于之前我国特有的“以药养医”的医疗模式影响，市场起步相对较晚，规模较小。但近年来随着国家政策扶持和医疗模式改变，以及养老模式的变化，我国医疗器械市场增速较快。我国医疗器械销售额从 2001 年的 179 亿元增加到 2015 年的 3080 亿元，年均复合增速高达 22.54%，远远高于世界医疗器械年均增速。

图 10：全球医疗器械销售规模（单位：亿美元）



资料来源：中国产业信息网，信达证券研发中心整理

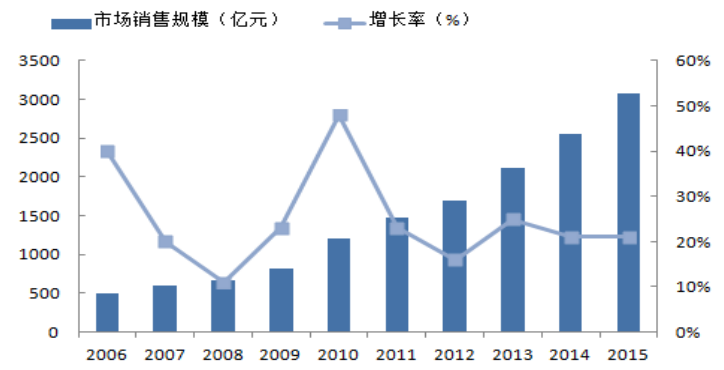
图 11：中国医疗器械销售规模（单位：亿元）



资料来源：中国产业信息网，信达证券研发中心整理

据中国产业信息网统计，过去 10 年来，中国医疗器械市场销售规模由 2006 年的 494 亿元增长到 2015 年的 3080 亿元，已成为仅次于美国的全球第二大医疗器械市场。在“十二五”规划的推动和潜在国内外市场需求的拉动下，中国产业信息网预计 2015-2020 年间我国医疗器械行业将以年均 20%左右的增速发展，到 2020 年我国医疗器械行业销售收入将达到 5000 亿元左右，我国医疗器械产业前景明朗，成长规模迅猛。

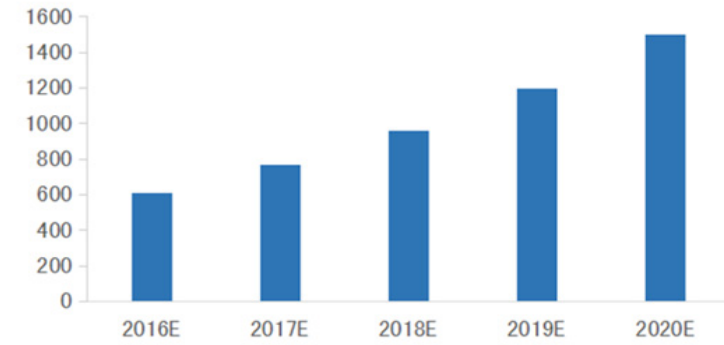
图 12：近 10 年中国医疗器械销售规模



资料来源：中国产业信息网，信达证券研发中心整理

我国家庭用医疗器械近年来发展较快，行业市场规模由 2011 年的 176.6 亿元，发展至 2015 年的 480 亿元，5 年复合增速接近 22%。需求增长是推动我国家用医疗器械规模扩张的最主要动力，老龄化进程加速和消费升级两大动力将推动我国家用医疗器械需求量快速增长，未来五至十年是我国大健康行业加速发展阶段。根据产业信息网预测，未来五年，家庭医疗器械仍将以每年 25%左右的速度增长，到 2020 年行业规模将有望达到 1500 亿元。

图 13：2016-2020 年家用医疗器械行业规模预测（单位：亿元）



资料来源：中国产业信息网，信达证券研发中心整理

图 14：2011-2015 年家用医疗器械市场规模及增速（单位：亿元，%）

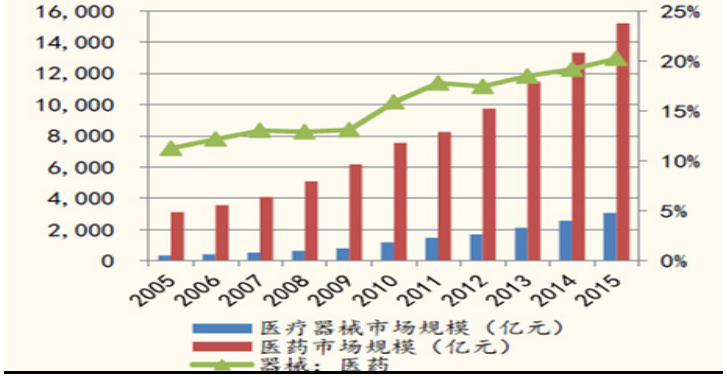
资料来源：中国产业信息网，信达证券研发中心整理

医疗器械消费与发达国家仍存在较大差距

我国医疗器械市场规模仍然较小，发展空间很大。首先，从医疗器械对医药市场占比来看，目前发达国家医疗器械与医药产品消费额比例约为 1:1，规模基本相当；而我国医疗器械与医药产品消费额比例约为 0.2:1，医疗器械市场占比远小于医药产品市场占比。

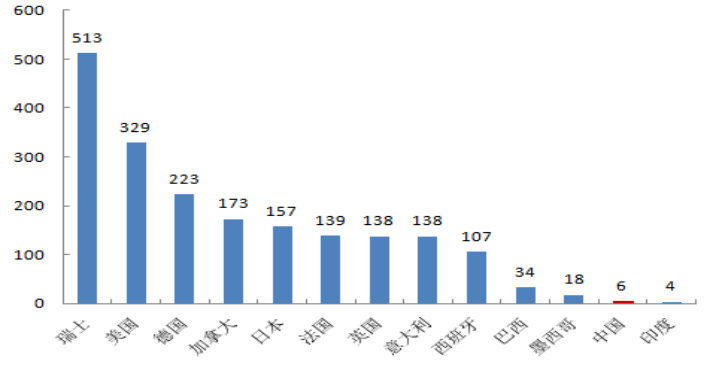
其次，从人均医疗器械消费看，根据中国产业信息网统计，我国目前医疗器械人均费用仅为 6 美元，仅高于印度，而发达国家医疗器械人均费用大都在 100 美元以上，差距明显。

图 15：我国医疗器械对医药市场占比（单位：亿元）



资料来源：中国产业信息网，信达证券研发中心整理

图 16：主要国家人均医疗器械消费（单位：美元）



资料来源：中国产业信息网，信达证券研发中心整理

我国医疗器械消费虽然与发达国家存在较大差距，但未来国内家用医疗器械市场提升空间很大。美国家用医疗器械市场的人均消费水平为国内的 50 倍左右，而近年来国内市场受到国家政策大力支持、人口老龄化加速、国民保健意识增强、家庭医疗消费能力提升等因素影响下，家用医疗器械市场需求规模也保持高速增长。

医械行业利润大翻身

根据工信部发布的《2016 年 1-6 月医药工业主要经济指标完成情况》来看，医疗器械成为医药行业的领跑者，营收、利润双双跑赢其他子行业。

全国医药工业规模以上企业主营收入 13636 亿元，同比增长 10.14%。继 15 年营收同比增速首都跌破 10%之后，医药行业整体走出低迷阶段，营收增速重回 10%以上。各子行业中，除中药饮片加工子版块主营收入同比增速最快，医疗仪器设备及器械制造板块以 12.60%的同比增速位列第二，16 年上半年实现主营业务总收入 1220 亿元。

2015 年上半年，医疗仪器设备及器械制造行业利润总额为 92.44 亿元，同比增速只有 4.71%，各子行业中居于倒数第二。在经历了 15 年的利润低增速之后，16 年上半年医疗器械行业终于迎来了大翻身，行业利润总额为 122.25 亿元，同比增速达到 29.30%，是各子行业中利润增速第二的板块。

表 4：医药行业主营业务收入情况

行业	主营业务收入（亿元）	同比（%）	比重（%）
化学药品原料药制造	2363.02	9.55	17.33
化学药品制剂制造	3587.19	11.07	26.31
中药饮片加工	866.22	13.03	6.35
中成药生产	3050.77	8.16	22.37
生物药品制造	1490.63	9.32	10.93
卫生材料及医药用品制造	978.98	10.62	7.18
制药专用设备制造	78.84	6.46	0.58
医疗仪器设备及器械制造	1220.00	12.60	8.95
医药工业	13635.65	10.14	100

资料来源：国家工信部，信达证券研发中心整理

表 5：医药行业利润总额情况

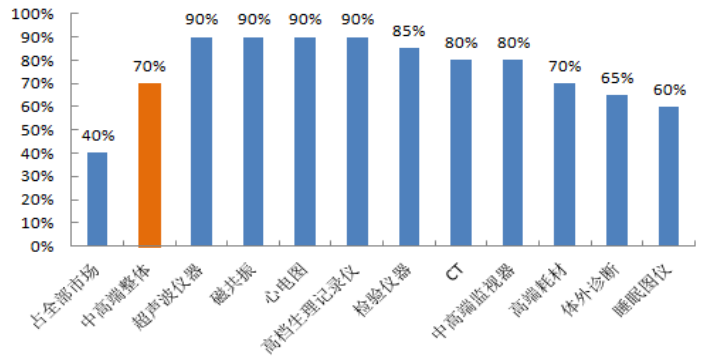
行业	利润总额（亿元）	同比（%）	比重（%）
化学药品原料药制造	207.19	33.30	14.29
化学药品制剂制造	452.80	16.21	31.23
中药饮片加工	60.15	13.27	4.15
中成药生产	326.43	6.14	22.52
生物药品制造	186.10	5.07	12.84
卫生材料及医药用品制造	88.31	9.32	6.09
制药专用设备制造	6.47	-4.31	0.45
医疗仪器设备及器械制造	122.25	29.30	8.43
医药工业	1449.67	14.61	100

资料来源：国家工信部，信达证券研发中心整理

国内医疗器械进口增速放缓

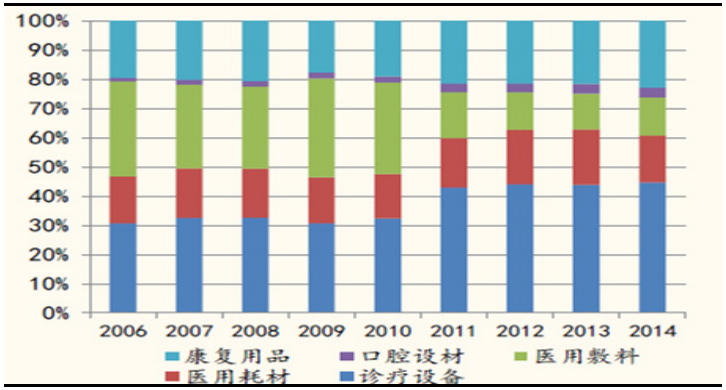
由于我国医疗器械企业普遍在技术上不够成熟，目前高端产品主要依赖进口。虽然我国医疗器械市场规模居世界第二，但是世界医疗器械大国而非强国。目前我国医疗器械市场中低端产品占 75%，中高端产品占 25%，由于整体研发投入不足，并受到国外巨头的控制，我国大型医疗器械基本依赖进口。而 70%的高端产品市场主要由通用（GE）、西门子（Siemens）、飞利浦（Philips）等外资企业占领。

图 17：我国高端进口医疗器械占比



资料来源：中国产业信息网，信达证券研发中心整理

图 18：我国医疗器械出口结构逐步优化

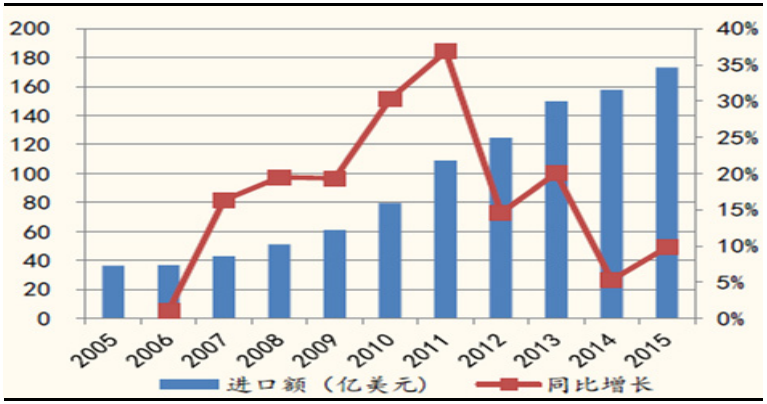


资料来源：中国产业信息网，信达证券研发中心整理

政府扶持+技术进步，我国医疗器械行业迎来国内外市场机遇。国家大力支持高性能医疗器械的发展，利好进口替代预期强烈的高端医疗设备制造商。我国出台多项政策鼓励医疗器械国有化，国内企业进口替代趋势明显，虽然医疗器械进口额仍然有所增加，但增速明显放缓。同时，国家政策迭出，国家明确重点扶持国内大型医疗器械行业龙头企业，并从国家产业、财政、税收、融资、行政审批等个方面给予政策优惠，推动医疗器械龙头企业通过外延式扩张实现快速发展。

16 年 9 月开始，30 余种医疗器械产品进口关税下调，甚至不少在未来 3 年或 5 年降至零。虽然大众普遍认为国内医疗器械企业更加难以向中高端市场发展，但关税的调整也降低了核心元件价格，医疗器械研发核心技术离不开核心元件，并且在政策力推医疗设备国产化的进程下，对国产医疗器械企业研发中高端产品有着一定促进作用。医疗器械只要具备了足够的核心技术，失败的风险一般是很低的，而且后期成本主要是在耗材上，有着很大的利润空间。关税下调造成冲击或许不可避免，但对于有需求的患者来说，即便关税降为零进口中高端器械价格依然难以承受，因此激烈的市场竞争环境，才能真正让我国医疗器械企业成长壮大，这也对国内医疗器械企业提供了足够的市场需求和增长空间。

图 19：我国医疗器械进口额增速趋缓



资料来源：中国产业信息网，信达证券研发中心整理

表 6：我国扶持医疗器械国产化相关政策

时间	部门	政策	相关内容
2013/03	发改委	高性能医学诊疗设备专项	发展专项重点支持医疗影像设备、治疗设备、体外诊断产品三大领域的 15 个产品。
2014/02	食品药监局	《创新医疗器械特别审批程序（试行）》	对创新医疗器械特别审批申请进行优先审查，以鼓励医疗器械的研究与创新，促进医疗器械产业自主创新。
2015/05	国务院	深化医药卫生体制改革 2014 年工作总结和 2015 年重点工作任务的通知	继续强化了新药创新和医疗器械国产化科技投入，研究促进医疗器械国产化的政策措施。
2015/05	国务院	《中国制造 2025》	提高医疗器械的创新能力和产业化水平，重点发展影像设备、医用机器人等高性能诊疗设备，全降解血管支架等高值医用耗材，可穿戴、远程诊疗等移动医疗产品。
2015/08	国务院	《关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》	重视药品医疗器械审评审批制度改革，推进药品医疗器械审评审批制度改革，提升国产医疗器械产品质量。

资料来源：信达证券研发中心整理

医疗器械行业是一个快速扩容的新型市场，随着人口老龄化和健康保健意识的显著提升，未来医疗器械行业平均增速将高于药品行业。市场需求的逐步释放有望带动医院建设市场和医疗器械产业持续快速增长，而我国医疗器械消费仍与发达国家存在较大差距，未来增长空间很大。

家用+临床+互联网医疗全方位产业链

围绕老年群体专业用品的唯一全国性专业品牌

市场需求日渐增强

整个中国老龄人口在 2014 年为 2.13 亿，我们预计在 2024 年全国 60 岁以上人口将达到 2.6 亿。面对不断增长的老龄人群和以独生子女为主流的家庭模式，老人独自生活并依靠社会养老的模式将成为主流模式。医疗条件的改善导致人均寿命的增加，同时劳动力成本增加导致护理费用提升，老龄人口需要提高生活自理能力，提高生活品质和独立生活能力的相关适老器械和用品成为刚性需求。

数据调查显示，老年人经济状况得到显著改善，在相关品类的购买也将增多。根据全国老龄办发布的《第四次中国城乡老年人生活状况抽样调查成果》， 2014 年，我国城镇老年人年人均收入达到 23930 元，农村老年人年人均收入达到 7621 元，分别比 2000 年提高 16538 元和 5970 元。城乡老年人消费结构转型升级已现端倪。2014 年，城乡老年人人均消费支出为 14764 元。从支出结构来看，日常生活支出占 56.5%，非经常性支出占 17.3%，医疗费支出占 12.8%，家庭转移支出占 9.0%，文化活动支出占 3.2%，其他支出占 1.2%。同时，老年人照护服务需求持续上升。2015 年，我国城乡老年人自报需要照护服务的比例为 15.3%，比 2000 年的 6.6%上升近 9 个百分点。2015 年，有 65.6%的老年人使用了老龄用品，其中城镇为 71.8%，农村为 59.0%。使用老花镜的比例为 46.8%，使用假牙的比例为 27.0%，使用血压计的比例为 14.2%，使用拐杖的比例为 9.3%，使用血糖仪的比例为 3.9%，使用按摩器具的比例为 3.3%，使用轮椅的比例为 1.9%，使用助听器的比例为 1.6%，使用成人纸尿裤或护理垫的比例为 1.0%。

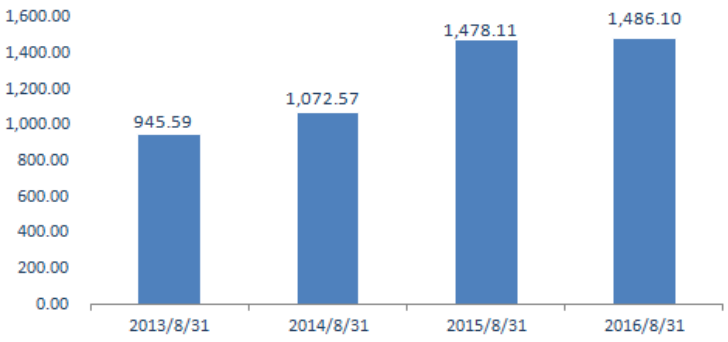
老年期后，失能、疾病是老年人面临的两大主要风险，随着年龄的增长，老年人对生活照护、健康维护、疾病治疗的刚性需求也较为突出。因此，保健用品、康复辅具、医药用品都是老龄用品的重要组成部分。第四次城乡老年人生活状况抽样结果显示，国内 18.3%的老年人为失能和半失能状态，总数达到了 4063 万人。老年人的家庭环境不适应老年人身体状况变化的超过了 6 成。有 58.7%的城乡老年人认为住房存在不适老的问题，农村老人在这一看法中的比例高达 63.2%。数据显示出，高龄老年人口、失能老年人口以及患有慢性病的老年人口规模非常大，并且在持续增长，这些老年人口对康复辅具、保健用品、医药用品等老龄用品有着较强的刚性需求，消费需求潜力巨大。

大城市老年人家庭对老龄用品的需求更为旺盛。中国老龄用品市场研究报告指出。在北京一个社区的调查显示：27.3%的老年人家庭买过老年人用的水杯、假牙收纳杯、药品收纳盒等用品；35.7%的买过轮椅、拐杖、助行器、助听器等用品；17.3%的买过坐便椅、浴用椅、护理床等用品；34.2%的买过老年人手机，13.3%的购买过其他电子产品。近八成（78.0%）的老年人买过按摩器具、血压计、保健床上用品等保健用品。

图 20：老龄用品刚需

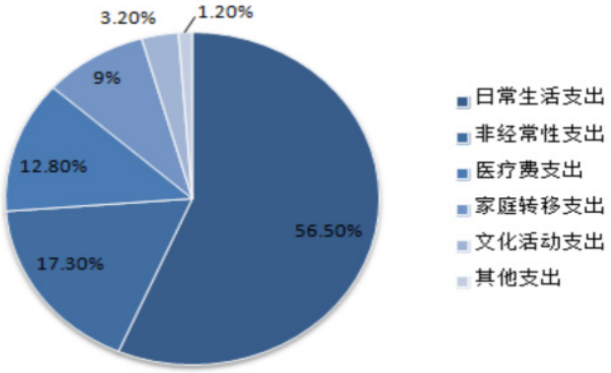
资料来源：信达证券研发中心整理

图 21：我国居民基本养老保险支出累计值（单位：亿元）



资料来源：Wind，信达证券研发中心整理

图 22：中国老龄用品市场研究报告（单位：%）



资料来源：信达证券研发中心整理

相关产业起步晚，处于产业竞争的初期

老龄用品对品质和品牌的依赖性较高，并且需要一个较为长期的市场培育期。不同于一般的产品，老龄用品不仅要重视销售前的宣传推广，更要注重售后的使用指导及维修服务，有效提高老年人对产品的认知和接受程度，并逐步培育稳定的消费群体。因为老年群体的消费具有典型的“两面性”：一方面既是消费谨慎群体、心理脆弱群体，对购买产品和服务持十分谨慎的态度，对产品的实用性、服务的可靠性和价格的合理性都有较高的要求；另一方面老龄人群又是情感依赖和相对稳定的群体，一旦接受和习惯了某种产品和服务，就不易改变。此外，家用医疗器械有着较强的消费品特色，并且品牌附加值更高，尤其在中国家庭关系的背景下，众多经济型家庭设备，例如血压计、血糖仪、制氧机、手杖、助行器等都会由儿女购买，作为送给父母的一份礼物。当产品变成礼品，品牌的附加值将从产品性提升至情感性，品牌力将推动企业收入和毛利率的增长。

从市场情况来看，较家电服装等消费品行业，老龄用品行业的供给和需求目前尚未形成平衡，供给方提供产品成熟度低，而需求方缺乏选择好产品渠道。在供给方面，由于家庭医疗器械和助老用品行业发展起步较晚，国内相关企业普遍存在规模小、产品单一的特点。另一方面，尤其是在涉及医疗器械的领域，行业政策管制壁垒高，单个产品的公司如果有专有技术，可以获得在细分领域较高的市场份额，但是一做就会碰到‘天花板’，因为单个产品的市场空间、容量有限，单产品公司发展前景常常受阻碍。需求方面,老年人或其家庭成员缺乏好的途径和平台去了解老龄用品，不清楚各种用品的功能和用途。老龄产品宣传和展示平台的缺乏，制约了消费者对老龄用品的认知，从而抑制了消费。

老龄用品和相关医疗器械企业的发展可以分为四个阶段，初创企业拥有专有技术；小规模企业在专有技术基础上有小批量生产能力；中等规模成长性企业具有专有技术，有临床推广、渠道推广能力；而最高阶段为平台性企业，有临床大数据加系统研发能力，有示范性推广、渠道性平台以及品牌共享功能，还有强大的资本、财务、风控和文化体系。当前助老设备和相关医疗器械市场上，多品类的企业较为稀缺。但是，从行业发展规律上来看，未来企业应该是有品牌、有品类、有规模的发展模式。目前，突破行业的天花板的关键在于，企业如何能够拥有跨细分的发展能力。细分行业的发展的三个因素为，品牌力、产品力、销售渠道。

产品结构丰富 技术优势领先

鱼跃医疗作为国内医疗器械龙头企业，产品结构丰富，品类齐全，在细分领域有领先于竞争对手的优势。目前中国医疗器械领域发展正处于高速发展阶段，国内需求旺盛，但是由于起步晚，技术与发达国家仍存在差距，以前大部分的产品都在国外购买，但现在由于国内几家龙头医疗器械公司逐渐发力，开始有了自己的技术和产品。医疗器械产品纷繁复杂，多样化和个性化程度高，导致每一个产品的市场规模都很小，这也是鱼跃医疗在细分行业领先于竞争对手的原因。

公司在发展初期为一家康复护理系列和医用供氧系列医疗器械的专业生产企业，核心使用群体为老龄人群，品牌在这个领域里深耕多年。鱼跃目前拥有三个品牌：鱼跃、华佗和金钟，其中鱼跃和华佗品牌内涵和老龄人群结合度较高，得到相关人群和医院科室的认可。“鱼跃牌血压计”和“鱼跃牌轮椅车”市占率第一，分别被国家质量监督检验检疫总局评为“中国名牌”，是医疗器械行业内第一个获得“中国名牌”的企业，也是国内唯一一家拥有两个“中国名牌”的医疗器械生产企业。鱼跃品牌在基础诊断和吸氧机市场上，知名度高，市占率领先其他竞争对手。目前公司前六大产品有制氧机、血压计、轮椅车、雾化器、听诊器、超轻微氧气阀，其中制氧机达到了全球销量第一的水平，轮椅车、电子血压计市场占有率全国第二，制氧机、雾化器、血压计、听诊器、超轻微氧气阀五个产品的市场占有率全国第一。

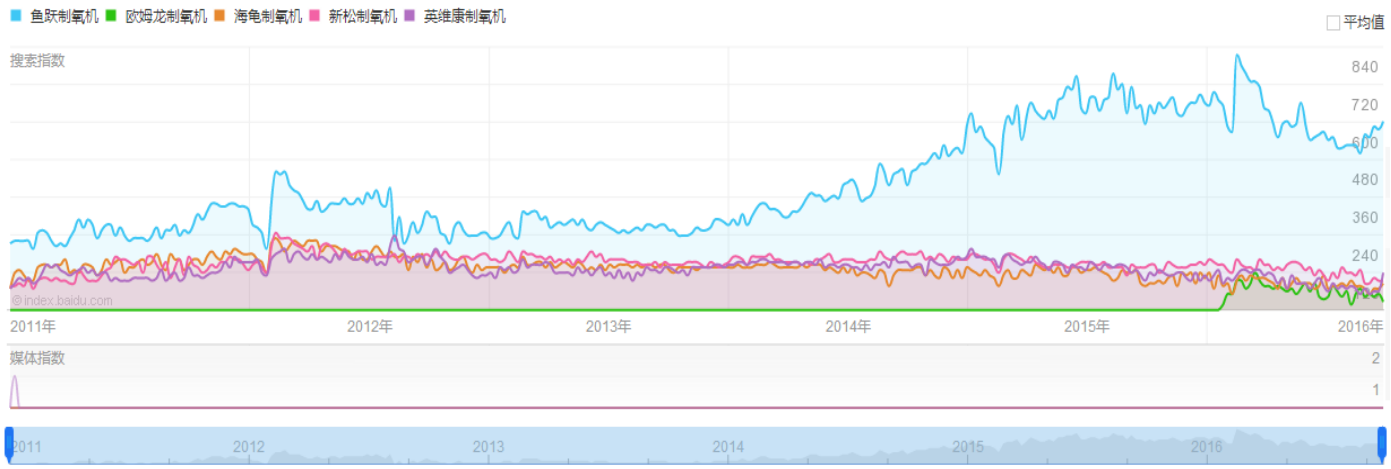
制氧机:

制氧机产品广泛用于脑血管疾病、呼吸系统疾病等疾病的配合治疗。根据美国健康运动及保健协会（SRS）研究表明，家庭制氧机的问世挽救了许多美国人的生命，特别是老年人和心脑血管病人的生命。美国的一些地区甚至开始了“将氧气带回家”的有氧健康运动，人们都充分意识到氧气对生命健康的重要性。

目前，中国的制氧机生产厂家共有 70 家左右，国内生产制氧机的总量约 22 万台。市场上有鱼跃、欧姆龙、海龟、新松、英维康、高新华康等品牌，主体价位在 3,000-4,000 元之间，一般的城镇家庭尚可承受。作为全球销量第一的制氧机生产企业，鱼跃制氧机是国产制氧机十大品牌，自 2003 年第一台鱼跃牌制氧机问世起，研发团队专注于制氧机稳定、静音、轻量化的三大属性改进，完成了数百项技术创新与 1000 余项技术改进。如今，鱼跃制氧机市场占有率从 2013 年的 20%上升到 60%，是国产制氧机销量龙头企业。

根据百度指数显示，2011-2016 年制氧机百度搜索最高的是鱼跃医疗，鱼跃的百度指数整体搜索指数为 572，移动搜索指数为 402，高于第二位欧姆龙的整体搜索指数 527。

图 23：制氧机百度指数



资料来源：百度指数，信达证券研发中心整理

呼吸机：

在中国，随着打鼾及睡眠呼吸暂停综合征（OSA）知识的普及，越来越多的人选择呼吸机作为治疗 OSA 的首选手段。家用呼吸机是一种可以代替或改善人的呼吸、增加肺通气量、改善呼吸功能、减轻呼吸功消耗、节约心脏储备能力的机械装置。呼吸机最初用于肺部功能衰竭或不能正常呼吸的病人，随着家用呼吸机的不断进步与普及，越来越多的鼾症病人、呼吸病人、慢阻肺、呼衰病人也加入到家庭呼吸机使用者行列。而我国目前家用睡眠呼吸机渗透率极低，因此有很大的潜在市场空间。

打鼾症是一组有潜在危险的睡眠呼吸障碍疾病，容易诱发心律失常、高血压甚至呼吸衰竭或猝死，在成人中患病率约为 2%-4%。睡眠呼吸机治疗鼾症是国内外医学界公认的最好的方法，目前在国内，很多人也开始意识到家用呼吸机在治疗鼾症以及预防疾病方面的重要性。长期使用呼吸机，不但能有效解决通气障碍问题，还能预防或辅助治疗高血压、糖尿病、心脏病等心脑血管疾病。

我国 90%以上的呼吸机市场存量位于医院端，而这部分市场份额已被国外几大知名厂商牢牢占据，国内家用呼吸机市场发展仍然缓慢。但随着国产品牌逐渐向中高端靠拢，家用呼吸机的普及，而国内厂商又具备价格优势，尤其是向鱼跃医疗这种医云的模式，鱼跃呼吸机有望通过互联网实现移动医疗的闭环，一方面满足专家有效管理患者的需求，另一方面满足患者与专家及时沟通交流的需求，未来销售有望快速增长。

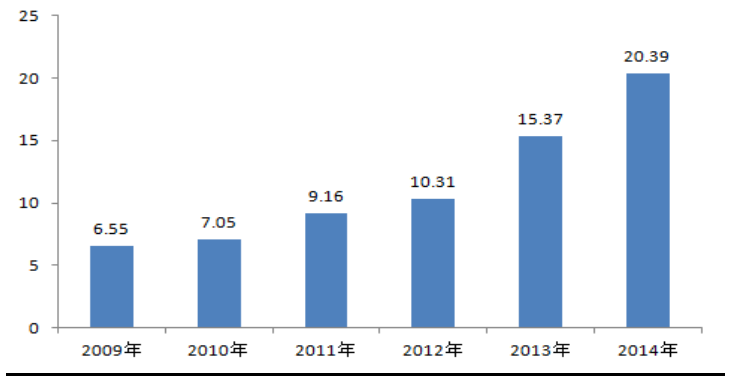
图 24：鱼跃睡眠呼吸机展示

资料来源：公司官网，信达证券研发中心整理

电动轮椅：

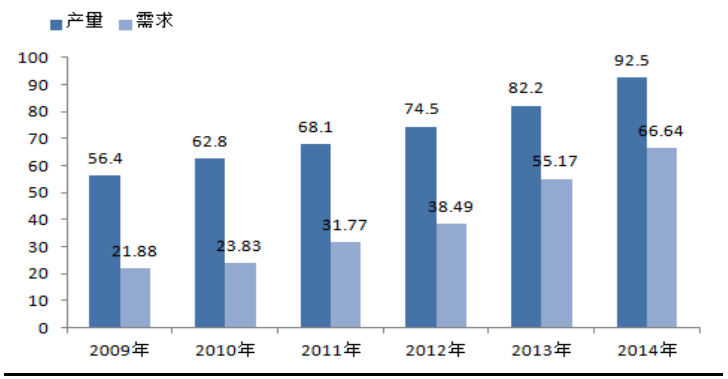
电动轮椅未来需求大有可观。轮椅是康复的重要工具，它不仅是肢体伤残者和行动不便认识的代步工具，更重要的是使他们借助于轮椅进行身体锻炼和参与社会活动。2014 年我国电动轮椅（代步车）产量约 92.5 万台，消费量达到了 66.64 万台，销售市场规模约 20.39 亿元，市场规模同比上升 32.66%。随着市场需求的不断转变，人们对康复器械使用需求的提升，电动轮椅的供需差距正在逐渐缩小，我国电动轮椅的供给差已从 2009 年的 34.6 万台缩减到 14 年的 25.8 万台。

图 25：我国电动轮椅市场规模（单位：亿元）



资料来源：中国产业信息网，信达证券研发中心整理

图 26：我国电动轮椅供需平衡情况（单位：万台）



资料来源：中国产业信息网，信达证券研发中心整理

根据百度指数显示，2011 年-2016 年轮椅百度搜索最高的是鱼跃，百度指数平均值为 392，其次是英维康，百度指数平均值为 143。鱼跃电动轮椅市场占有率全国第一，百度指数也遥遥领先于其他竞争对手。我们认为，由于电动轮椅近年来销量的快速增长、人口老龄化和消费升级等趋势，都将推动电动轮椅市场规模的持续扩张，未来也将成为公司业绩增长一个新的增长点。

图 27：电动轮椅百度指数

资料来源：百度指数， 信达证券研发中心整理

打造慢病健康管理的专业医疗器械品牌

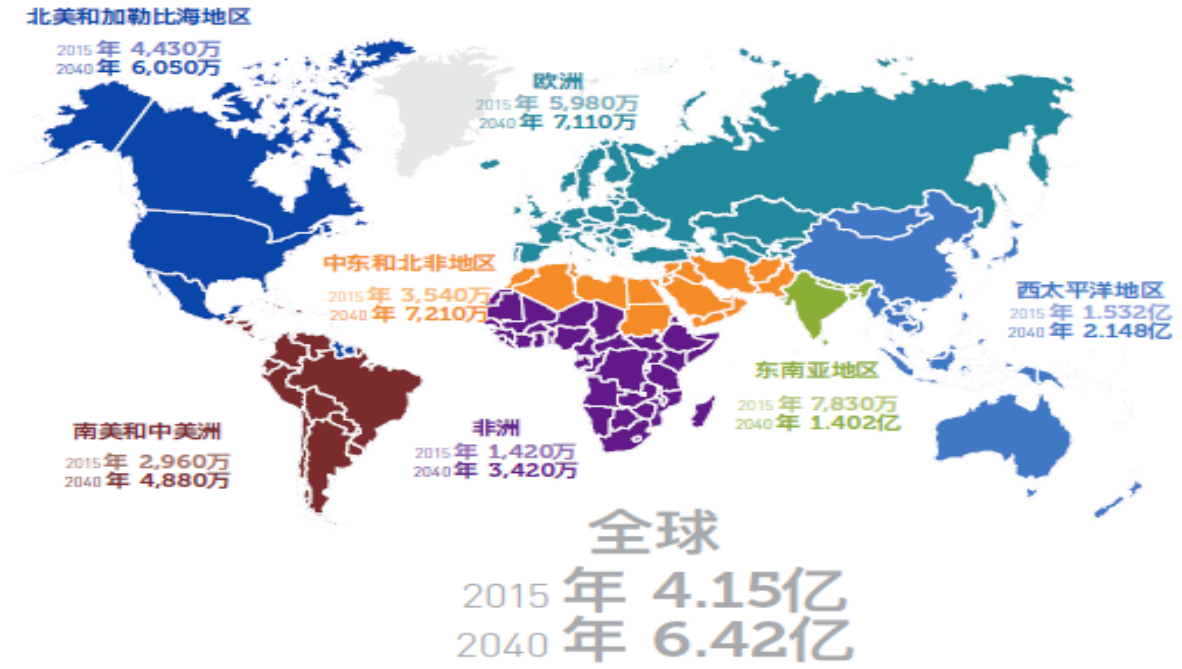
根据世界卫生组织（WHO）资料显示，慢性病已成为全球居民健康的头号杀手。在中国，每年以心血管疾病和糖尿病为首的慢性病，致死人数占据了所有死亡人数的 85%，且慢病在我国疾病负担中所占比例超过 70%，医疗支出较大。慢病最大的特点是患病时间长，所以患者需要合理的慢病管理模式来帮助他们完成治疗方案、加强自我管理，而如此长期和密切的监护及管理并不适宜由集中化的医院来提供。因此，与慢病相关的家用医疗器械设备对慢病患者的健康管理起到了至关重要的作用。

血糖仪：

糖尿病是 21 世纪全球面临的最严重、最危重的健康问题之一。根据国际糖尿病联盟（IDF）统计，2015 年全球共有 4.15 亿糖尿病患者，患病率为 8.8%，IDF 预计到 2040 年全球糖尿病患者将达到 6.42 亿人，与目前数据相比增加超过 50%。而我国拥有着世界上最大的糖尿病人群，2015 年糖尿病患者 1.1 亿人，平均每十人中就有一名糖尿病前期患者。

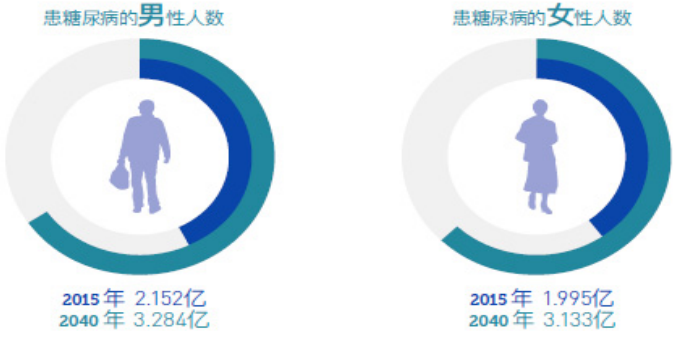
糖尿病患病人数逐年递增，并产生影响终生的并发症，目前除全球 4.15 亿成年人患者外，另有 3.18 亿成年人处于糖耐量受损状态，而糖耐量受损是未来糖尿病发生的高危因素。

图 28：全球各地区 2015 年和 2040 年糖尿病患者人数的估计



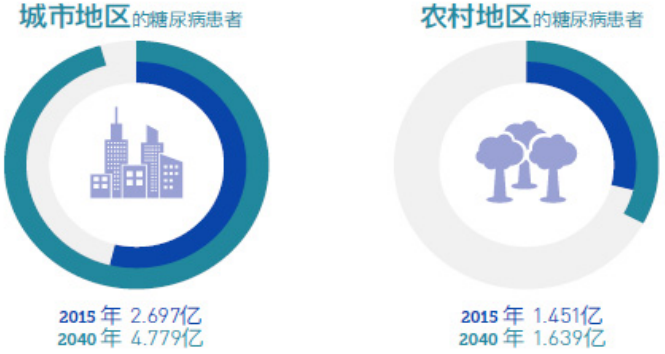
资料来源：IDF，信达证券研发中心整理

图 29：按性别分类的糖尿病患病情况



资料来源：IDF，信达证券研发中心整理

图 30：城市和农村地区的糖尿病患病情况



资料来源：IDF，信达证券研发中心整理

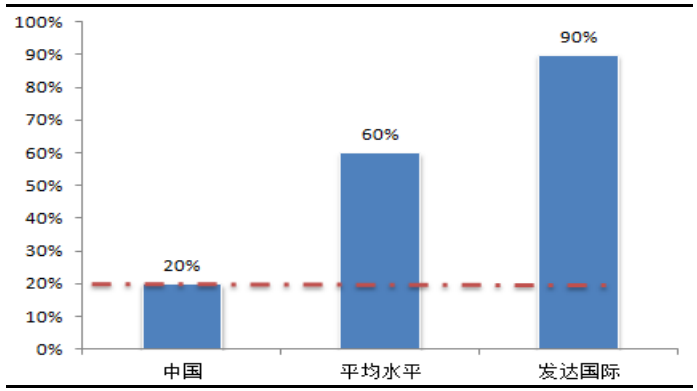
表 7：2015 年和 2040 年糖尿病数量排名前 10 位的国家/地区

排名	国家/ 地区	2015 年人数	排名	国家/ 地区	2040 年人数
1	中国	1.096（0.996-1.334）亿	1	中国	1.507（1.380-1.794）亿
2	印度	6,920（5,620-8,480）万	2	印度	1.235（0.991-1.503）亿
3	美国	2,930（2,760-3,090）万	3	美国	3,510（3,300-3,720）万
4	巴西	1,430（1,290-1,580）万	4	巴西	2,330（2,100-2,590）万
5	俄罗斯联邦	1,210（620-1,700）万	5	墨西哥	2,060（620-1,700）万
6	墨西哥	1,150（620-1,370）万	6	印度尼西亚	1,620（1,430-1,770）万
7	印度尼西亚	1,000（870-1,090）万	7	埃及	1510（730-,1730）万
8	埃及	780（380-900）万	8	巴基斯坦	1,440（1,060-2,040）万
9	日本	720（610-960）万	9	孟加拉国	1,360（1,070-2,460）万
10	孟加拉国	710（530-1,200）万	10	俄罗斯联邦	1,240（640-1,710）万

资料来源：IDF，信达证券研发中心整理

根据产业信息网统计，我国血糖仪在糖尿病人群中的渗透率为 20%，农村患者不足 5%；而欧美发达国家，血糖仪的渗透率达到了 90%，全球平均渗透率水平 60%。但是值得关注的是，IDF 预测全球用于糖尿病及其并发症的医疗花费以 12%的速度持续增长，其中用于糖尿病并发症的费用占总费用的大部分。未来该项医疗花费仍将持续增长，因为中、低收入国家糖尿病患病人数将会明显增加，同时不断加剧的城市化进程及生活方式的改变也是重要的推动因素。

图 31：血糖仪渗透率对比



资料来源：产业信息网，信达证券研发中心整理

表 8：2015 年和 2040 年糖尿病相关医疗费用排名前 10 位的国家/地区

排名	国家/ 地区	2015 年糖尿病相关医疗费用（美元）	排名	国家/ 地区	2040 年糖尿病相关医疗费用（美元）
1	美国	3200 亿	1	美国	3490
2	中国	510 亿	2	中国	720
3	德国	350 亿	3	德国	360
4	日本	290 亿	4	巴西	360
5	巴西	220 亿	5	日本	270
6	法国	190 亿	6	法国	220
7	加拿大	170 亿	7	加拿大	220
8	俄罗斯联邦	140 亿	8	墨西哥	190
9	英国	130 亿	9	俄罗斯联邦	140
10	意大利	120 亿	10	英国	140

资料来源：IDF，信达证券研发中心整理

因此，我们根据当前数据测算了未来 5-10 年的糖尿病患者人数及市场空间。以血糖仪配套试纸为例，目前我国每台血糖仪平均消耗的试纸量大约为 100 条，相当于一周测两次。欧美发达国家血糖仪年均消耗试条数量为 400 条，假设中国 5 年后血糖仪配套试纸使用量为 200 条。以 2015 年糖尿病患者 1.1 亿人，渗透率 20%计算，使用血糖仪的人数为 2200 万人。根据发达国家和全球平均水平测算，假设 5 年后血糖仪在糖尿病人中的渗透率为 50%，以 IDF 预测 2020 年 1.21 亿患者计算，2020 年约有 6050 万人口使用血糖仪，5 年的复合增速为 22.42%。到 2020 年，预计中国血糖检测市场空间为 272 亿元，约为 15 年 66 亿市场空间的 4 倍。

表 9：中国糖尿病患者人数预测

人数	糖尿病患者
当前患者人数（2015 年）	1.1 亿人
IDF 预计未来五年增速	2%
5 年后患者人数（2020 年）	1.2145 亿人
2035 年糖尿病人患者（IDF 预测）	1.43 亿人

资料来源：信达证券研发中心整理

表 10：中国血糖检测市场空间大

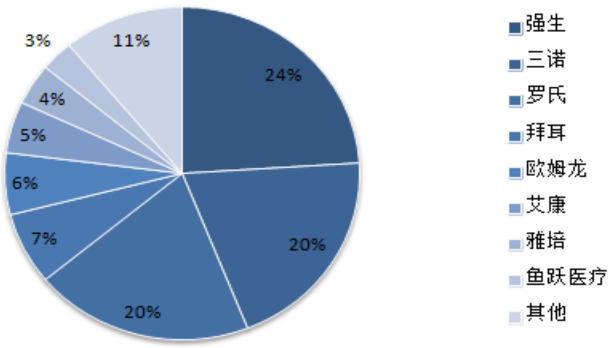
产品分类	仪器	试纸
规格	国产均价 100 元，进口 230 元	国产 1 元/条，进口 2 元/条
2015 年使用量	1 台	100 条
平均零售单价	150 元/台	1.5 元
2015 年使用人数	2200 万人	
费用	33 亿元	33 亿元
2015 年总市场空间	66 亿元	
2020 年使用量	1 台	200 条
平均零售单价	150 元/台	1.5 元
2020 年使用人数	6050 万人	
费用	90.7 亿元	181.5 亿元
2020 年总市场空间	272.2 亿元	

资料来源：信达证券研发中心整理

目前，外资品牌强生、罗氏等占据着我国血糖仪市场约 70%的份额，由于外资品牌进入国内市场时间较早，尤其在医院及一线城市，竞争优势突出。但是，随着国产品牌鱼跃、三诺等公司的血糖仪崛起，无论是家用还是医用血糖仪逐渐开始选择国产化。随着国产品牌在测试范围、测试时间、采血量、稳定性、精准性等方面正逐渐赶上外资品牌，国产品牌市场认可度随之提升。因此，未来国产血糖仪在产品性能和技术方面不断提高，以及国家多种政策扶持等利好条件下，市场竞争格局将会逐渐改变，国产市场份额也会提升。

鱼跃自 2012 年血糖产品上市以来，凭借产品质量和品牌优势，市场销量稳步提升，但市场占有率仍然较低，未来增长空间大。随着公司积极布局医院渠道和加速发展家用医疗器械领域，未来公司有望借助鱼跃的品牌力以及成熟的医院、零售销售渠道，实现市场销量的快速放量。目前公司正在大力开展研发，计划扩充产能，打造完整的医疗器械产业链，未来有望跻身国内血糖仪行业前列。

图 32：我国血糖仪零售市场竞争格局



资料来源：前瞻产业研究院，信达证券研发中心整理

高血压：

随着现代科学的迅速发展，我国人民生活水平的提高，膳食结构的改变以及工作节奏加快等原因，高血压发病率逐步上升。根据卫生部统计，目前我国高血压人口 3.7 亿人，占总人口的 27%左右。根据卫生部疾病预防控制局公开的数据显示，美国和日本的家庭电子血压计普及率分别为 50%和 60%，而中国只有 1.2%，中国家庭电子血压计普及率还非常低，未来市场潜力巨大。

假如国内家用血压计普及率达到发达国家的水平，以 300 元/台的均价进行估算，卫生部预计尚有 400 亿的市场潜量。我们对未来 5 年中国高血压患者和血压计市场容量做了一个预测：以 2015 年高血压 3.7 亿患者（10 年约 2.5 亿患者），假设用我们之前提到的有 65%老年人使用老龄用品，其中 14.2%使用血压计这个比例来测算，15 年约有 3415 万高血压患者使用血压计。根据发达国家和全球平均水平测算，假设 5 年后血压计在高血压病人中的渗透率为 21%，以 4.8 亿高血压患者（根据 10 年-15 年增加了约 1 亿患者，假设 15 年-20 年增加 1.1 亿患者）计算，2020 年约有 1 亿人口使用血压计。我们测算出 2020 年总市场空间为 300 亿元，相对于 15 年总市场空间 102 亿，5 年复合增速为 24%，有很大的市场潜力。

血压计分为传统血压计和电子血压计，鱼跃传统血压计市场占有率全国第一，电子血压计经过多年的研发和推广，也在占据一定的市场份额。同时，鱼跃血压计百度指数从 2014 年开始超过血压计明星企业欧姆龙，且领先优势明显。公司有望借助传统血压计的市场影响力和品牌信誉度，通过完善的销售渠道，进一步扩大电子血压计在市场上的销售份额，向传统血压计市场领先地位靠近。

表 11：中国高血压患者预测

人数	高血压患者
当前患者人数（2015 年）	3.7 亿人
10 年-15 年增加人数	约 1 亿人
预测 5 年后患者人数（2020 年）	4.8 亿人

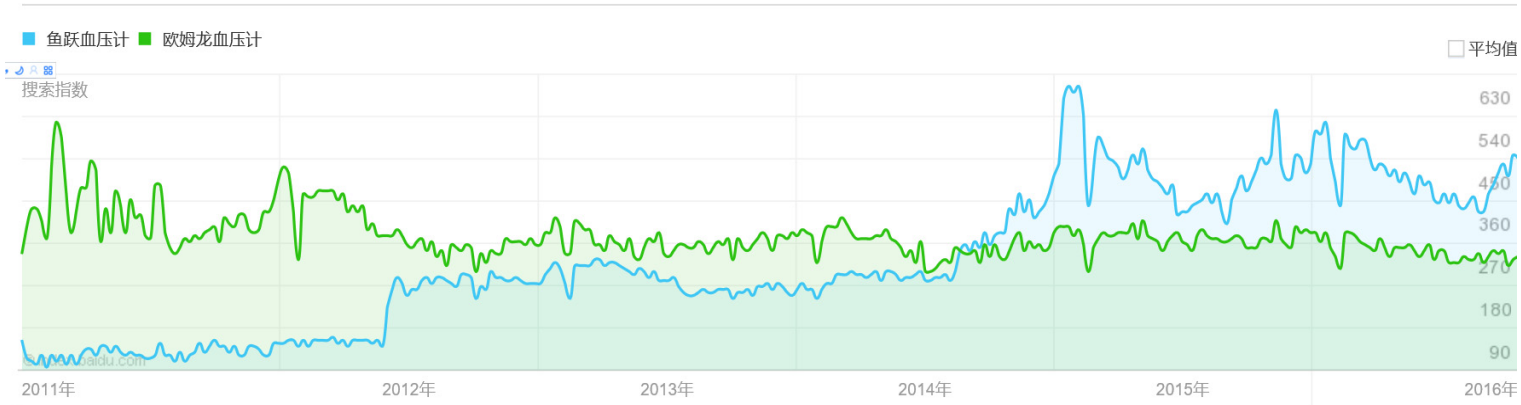
资料来源：信达证券研发中心整理

表 12：中国血压计市场空间预测

分类	数量
2015 年使用量	3415 万台
平均零售单价（参照图 34）	300 元/台
2015 年使用人数	3415 万
2015 年总市场空间	**102 亿元**
2020 年使用量	1 亿台
平均零售单价（假设单价不变）	300 元/台
2020 年使用人数	1 亿人
2020 年总市场空间	**300 亿元**

资料来源：信达证券研发中心整理

图 33：血压计百度指数（2011 年 1 月—2016 年 10 月）



资料来源：百度指数，信达证券研发中心整理

图 34：血压计均价预测

资料来源：天猫旗舰店，信达证券研发中心整理（注：根据人群购买偏好预测血压计均价）

上械并表推动业绩增长 打开新的成长空间

2015 年鱼跃完成对上械集团的收购兼并，产品线逐步完善，获得了医疗器械注册证和医院销售渠道资源，添加了医用手术器械、药用贴膏及高分子卫生辅料等新领域。公司采用“家用医疗器械+医用耗材”的战略，通过内生+外延扩充产品种类，并购上械集团后获得 8000 多个品种、1200 多张注册证，包括大量稀缺性包括 II、III 类医疗器械注册证，打开医用耗材领域新的成长空间。公司 16 年将继续在医院市场加大推广力度，在医用临床板块引进国内顶尖营销团队，不断完善院内营销规模。

上械集团是上海医疗器械（集团）有限公司的简称，前身为上海医疗器械工业公司，1997 年被改制成上械集团（国有独资）。经过二十年的发展壮大，上械集团已成为国内规模最大、产品品种最齐全、客户覆盖范围最广的医疗器械产销企业之一。上械集团手术器械厂和上海卫生器械厂是集团的核心资产，其中，上海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及部分微创手术器械。鱼跃的“金钟”品牌属于上械集团，“金钟”已有 80 多年的悠久历史，6000 多个品种，几乎覆盖了所有临床科目，是上海市著名商标，在国内手术器械领域具有较高的品牌影响力。上械集团覆盖了大部分公立医院渠道的客户，能与鱼跃医疗一起在家用医疗器械和医用高值耗材领域方面共同拓展业务，实现可持续发展。

2016 年上半年，上械集团并表推动公司业绩增长。16 年上半年上械实现营业收入 2.97 亿元，净利润 0.31 亿元，相当于 13 年净利润的 72%，我们预计 16 年之后上械集团业绩会出现明显改善。根据《卫计委统计年鉴》估算，我国医用低值耗材市场从 2011 年 186 亿元增长至 2014 年 413 亿元，复合增长率达到 22%，预计 2015 年达到 496 亿元，预计未来增速 20%左右，医用耗材市场快速增长。

表 13：上械集团旗下主要公司产品明细

主要分、子公司	产品目录
上海手术器械厂	基础手术器械、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、口腔器械、胸外科及心血管器械、腹部外科。
上海卫生材料厂	化纤胶带、网型无纺布胶带、脱脂纱布、医用绷带、擦擦净一次性使用消毒棉球、塑料胶带、弹性胶带、防水胶带、运动胶带、医用橡皮膏、输液贴。
上海医疗器械厂	手术床配件、机械手术床、电动手术床、X 射线类。
上海器械九厂	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。

资料来源：上械集团， 信达证券研发中心整理

盈利预测与估值：

基本假设和盈利预测

表 14：鱼跃医疗主营业务收入增长率预测

收入增长率	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
家用医疗	12%	11%	22%	20%	20%
医用临床	-6%	192%	23%	20%	20%
医用呼吸及供养	43%	9%	25%	20%	20%
其他业务	70%	79%	50%	50%	50%

资料来源：2014,15 年增长率为公司年报数据，其余为信达证券研发中心预测

假设 16-18 年毛利率分别为 43%、43%、43%。

表 15：鱼跃医疗三费假设

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业费用率	8.83%	8.05%	8.00%	8.00%	8.00%
管理费用率	12.84%	12.78%	12.00%	12.00%	12.00%
财务费用率	0.00%	0.14%	0.05%	0.05%	0.05%

资料来源：2014,15 年增长率为公司年报数据，其余为信达证券研发中心预测

因此，我们预计 16-18 年鱼跃医疗营业收入分别为 25.94、31.16、37.42 亿元，归母净利润分别为 5.46、6.44、7.66 亿元。

相对估值与投资评级

对于可比上市公司，我们选取了同样是医疗器械领域的 6 家上市公司进行对比。公司 EPS 高于行业平均值，PE 略低于行业平均值，基于鱼跃医疗良好的市场占有率和品牌竞争力，给予“买入”评级。

表 16：主要医疗器械行业公司估值

证券代码	收盘价（元）	总市值（亿元）	EPS			PE			PB
			2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E	
新华医疗	24.95	101	0.61	0.75	0.99	40.89	33.22	25.12	3.02
乐普医疗	18.70	324	0.41	0.54	0.68	45.09	34.89	27.48	7.42
尚荣医疗	23.03	101	0.43	0.62	0.86	53.19	37.27	26.69	6.12
楚天科技	20.36	90	0.45	0.55	0.69	45.17	36.81	29.65	5.89
和佳股份	19.99	157	0.32	0.42	0.59	61.95	47.53	33.88	6.74
三诺生物	21.80	73	0.36	0.50	0.86	61.28	43.50	25.31	5.97
平均值			0.43	0.56	0.78	51.26	38.87	28.02	5.86
鱼跃医疗	34.75	232	0.82	0.96	1.15	42.38	36.20	30.22	4.87

资料来源：wind，信达证券研发中心（注：除鱼跃医疗为信达研发中心预测，其余公司取自 wind 一致预期。股价为 2016 年 11 月 16 日收盘价）

风险因素

外延式扩张不及预期；国内医疗器械市场格局的不断变化带来的竞争；传统产品增长放缓带来快速增长的压力。

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	1,590.42	1,820.35	2,748.58	3,508.66	4,408.98
货币资金	363.52	461.36	1,165.93	1,619.48	2,155.78
应收票据	306.61	258.99	319.40	383.56	460.69
应收账款	431.86	493.19	608.25	730.42	877.30
预付账款	117.04	94.57	109.62	132.47	159.08
存货	302.10	402.96	467.07	564.42	677.82
其他	69.29	109.27	78.31	78.31	78.31
非流动资产	547.88	1,105.52	3,086.87	3,065.56	3,042.75
长期投资	6.69	34.00	34.00	34.00	34.00
固定资产	404.57	460.87	638.74	802.66	947.48
无形资产	68.96	420.37	407.10	393.82	380.55
其他	67.66	190.27	2,007.04	1,835.08	1,680.73
资产总计	2,138.30	2,925.87	5,835.45	6,574.22	7,451.73
流动负债	344.79	696.46	762.35	854.29	962.09
短期借款	50.00	197.70	197.70	197.70	197.70
应付账款	244.89	293.52	340.22	411.13	493.73
其他	49.90	205.24	224.43	245.46	270.66
非流动负债	31.88	97.19	66.79	66.79	66.79
长期借款	20.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	11.88	97.19	66.79	66.79	66.79
负债合计	376.67	793.66	829.14	921.08	1,028.88
少数股东权益	11.39	16.34	19.09	22.32	26.17
归属母公司股东权益	1,750.24	2,115.87	4,987.23	5,630.82	6,396.68
负债和股东权益	2138.30	2925.87	5835.45	6574.22	7451.73

重要财务指标 单位:百万元

主要财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,681.80	2,103.74	2,594.49	3,115.64	3,742.15
同比(%)	18.08%	25.09%	23.33%	20.09%	20.11%
归属母公司净利润	297.00	364.34	545.83	643.59	765.86
同比(%)	15.09%	22.67%	49.81%	17.91%	19.00%
毛利率(%)	39.98%	39.82%	43.44%	43.08%	43.09%
ROE(%)	18.24%	18.85%	15.37%	12.12%	12.74%
每股收益(元)	0.56	0.62	0.82	0.96	1.15
P/E	78	64	43	36	30
P/B	11.61	9.60	4.66	4.12	3.63
EV/EBITDA	49.14	43.52	33.69	28.39	23.94

利润表 单位:百万元

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,681.80	2,103.74	2,594.49	3,115.64	3,742.15
营业成本	1,009.41	1,266.02	1,467.44	1,773.28	2,129.56
营业税金及附加	13.04	19.39	20.76	24.93	29.94
营业费用	148.44	169.31	207.56	249.25	299.37
管理费用	215.94	268.84	311.34	373.88	449.06
财务费用	-2.86	2.85	-1.29	-5.56	-4.26
资产减值损失	13.45	4.22	5.26	6.49	7.02
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.49	2.29	1.09	1.52	1.52
营业利润	284.87	375.41	584.51	694.91	832.99
营业外收入	50.11	36.56	34.17	34.17	34.17
营业外支出	1.28	4.16	2.31	2.31	2.31
利润总额	333.69	407.80	616.37	726.77	864.84
所得税	35.80	41.12	67.80	79.94	95.13
净利润	297.89	366.68	548.57	646.82	769.71
少数股东损益	0.89	2.34	2.74	3.23	3.85
归属母公司净利润	297.00	364.34	545.83	643.59	765.86
EBITDA	377.34	471.93	695.88	825.73	979.13
EPS（摊薄）	0.44	0.55	0.82	0.96	1.15

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	205.78	543.23	437.96	529.26	625.79
净利润	297.89	366.68	548.57	646.82	769.71
折旧摊销	41.67	58.96	71.60	87.08	102.41
财务费用	1.98	5.17	7.91	11.88	11.88
投资损失	-0.49	-2.29	-1.09	-1.52	-1.52
营运资金变动	-144.91	120.25	-194.01	-221.07	-263.23
其它	9.64	-5.53	4.98	6.06	6.54
投资活动现金流	-156.71	-587.61	-2,051.58	-63.82	-77.61
资本支出	-145.94	-164.49	-2,052.67	-65.34	-79.12
长期投资	0.00	-532.34	1.09	1.52	1.52
其他	-10.77	109.23	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-8.67	137.37	2,318.19	-11.88	-11.88
吸收投资	0.00	0.00	2,560.00	0.00	0.00
借款	47.00	147.70	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	55.67	10.33	241.81	11.88	11.88
现金净增加额	40.93	97.84	704.57	453.55	536.30

研究团队简介

郭荆璞，毕业于北京大学物理学院、罗格斯大学物理和天文学系，学习理论物理。回国后就职于中国信达旗下的信达证券，现任研究开发中 心副总经理，首席分析师。覆盖能源化工方向，兼顾一级市场、量化策略。以经济周期模型研究油价和能源价格波动，根据产业周期寻找投资机会，熟悉石油、煤炭、 天然气产业链，对化肥、农用化学品、纺织化学品、精细化工中间体，以及新能源、汽车轻量化、甲醇经济、碳排放有特别的研究。

李丹，研究助理。伦敦政治经济学院毕业，市场学和信息管理学双硕士，2015 年 7 月加入信达证券研究开发中心。此前为安博思欧洲咨询联盟全球时尚部中国区总监。10 年以上消费行业研究经验，主要研究领域为消费企业的品牌战略、营销策略以及企业国际化发展战略的规划和执行。

李沁，研究助理。英国纽卡斯尔大学理学硕士，1 年财务会计工作经验。2015 年 7 月加盟信达证券研究开发中心，从事过一年有色金属行业研究，现从事消费领域研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁　泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张　华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	饶婷婷	010-63081479	18211184073	raotingting@cindasc.com
华北	何　欢	010-63081150	18610718799	hehuan@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com
华南	刘　晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	唐　蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。
本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。
本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。
在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。
在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。
本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。
如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：** 股价相对强于基准 20％以上；	**看好：** 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5％～20％；	**中性：** 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	**看淡：** 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5％以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。
本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。