

鱼跃医疗 (002223)

证券研究报告

2017年02月08日

内外兼修，鱼跃龙门

2016 年业绩预报，家用医疗器械白马龙头强劲增长

2016 年期内，公司实现营业总收入 261,031.79 万元，较上年同期增长 24.08%；实现营业利润 54,565.12 万元，较上年同期增长 45.35%；实现归属于上市公司股东的净利润 50,200.51 万元，比上年同期增长 37.78%，实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后净利润 49076.08 万元，比上年同期增长 39.91%。

家用医疗龙头，大举进军医用临床领域

鱼跃医疗经过多年品牌沉淀，已然成为家用器械的驰名品牌，是质地优良，价格合理的代言者，产品影响力深入人心。收购上械集团和中优医药，是鱼跃步入临床领域的第一板斧。上械集团是国内手术器械的龙头，其核心产品主要有手术器械、卫生材料及敷料、药用膏贴等，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，产品注册证超过千种，应对招标采购具有强大的品牌优势。

而中优医药则是医院感染防控消毒领域龙头之一。近年来医院感染控制消毒产业以 20-30% 有序增长，人清洁，尤其是改善手部卫生对于预防控制感染性疾病与传染病交叉感染及流行十分必要，医用洗手液 2016 年快速发展到 70 亿元，未来仍以每年 5%-6% 的增速快速增长。院内市场的快速布局，鱼跃有信心布局医疗专业市场，未来持续具有产品线拓展预期。

公司质地优良，OTC 渠道和线上渠道同步协助产品迅速放量

电子商务平台业绩增长迅速，线上核心产品制氧机、电子血压计、血糖仪及试纸、针灸针等，价格定位合理，推广到位，产品保持较快增长。2016 年新推出的睡眠呼吸机、留置针等一批新品陆续，上市后其品牌效应快速助力抢占市场，2017 年持续预期较好增长。

估值评级

公司业绩平稳增长，预计 2017 年、2018 年营收为 35.8 亿元、42.4 亿元。2017 年、2018 年 EPS 分别为 0.99 元、1.12 元，对应的 PE 分别为 30 倍、27 倍。鱼跃作为医疗器械龙头公司，给与一定的估值溢价，我们 2017 年给予 35 倍估值，首次覆盖给予增持评级。

风险提示：国内医疗器械市场格局的不断变化引发竞争挑战，传统产品增长放缓带来快速增长的压力，成本和费用不断上涨对公司管理控制带来压力，公司快速发展带来的管理风险等。

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,681.80	2,103.74	2,610.32	3,575.16	4,243.71
增长率(%)	18.08	25.09	24.08	36.96	18.70
EBITDA(百万元)	318.14	430.67	557.78	799.84	905.01
净利润(百万元)	297.00	364.34	490.46	675.64	767.29
增长率(%)	15.09	22.67	34.61	37.76	13.57
EPS(元/股)	0.44	0.55	0.73	0.99	1.12
市盈率(P/E)	66.94	54.57	40.54	30.07	26.48
市净率(P/B)	11.36	9.40	7.80	6.70	5.83
市销率(P/S)	11.82	9.45	7.62	5.68	4.79
EV/EBITDA	40.75	51.43	35.48	24.87	21.89

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/医疗器械
6 个月评级	增持 (首次评级)
当前价格	29.75 元
目标价格	34.65 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	668.32
流通 A 股股本(百万股)	248.71
A 股总市值(百万元)	19,882.46
流通 A 股市值(百万元)	7,399.21
每股净资产(元)	7.24
资产负债率(%)	14.67
一年内最高/最低(元)	38.27/25.85

作者

杨烨辉	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516080003	
yangyehui@tfzq.com	
郑薇	联系人
zhengwei@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

关注我们



扫码关注
天风证券
研究所官方微信号

内容目录

1. 三个阶段成就细分龙头，营收重回快车道	4
2. 医用临床大布局，开疆破土新增长	8
2.1. 收购上械集团，开拓医用临床市场	8
2.2. 收购中优医药，院内市场再下一城	9
2.3. 与九州通合作，打造院内智慧物流	12
2.4. 院内手术卫生材料市场 390 亿，鱼跃优势在于渠道整合	12
3. 巩固传统产品市场，保证水流源源不断	12
3.1. 制氧机开拓西藏市场，有望带来营收增量	12
3.2. 新产品睡眠呼吸机，预计带来 3000 万营收	13
3.3. 电商平台收入预计翻倍，或成新产品导入市场主要渠道	13
3.4. 家用医疗器械增量市场巨大，品牌效应为公司带来稳定现金流	14
4. 内生性生长和外延式扩张，双枪开路	15
5. 估值与投资建议	17
6. 风险提示	18

图表目录

图 1：股权结构	4
图 2：营业收入（万元）	5
图 3：归母净利润（万元）	5
图 4：2015 年主营收入占比	5
图 5：整体毛利额（万元）	5
图 6：地区营收占比	6
图 7：鱼跃主要产品	6
图 8：营销网络覆盖广	7
图 9：研发投入和占比（万元）	7
图 10：销售费用、管理费用、财务费用（万元）及占比	8
图 11：上械集团收入预测（万元）及增速	8
图 12：上械集团净利润预测（万元）及净利率	8
图 13：中优医药收入预测（万元）及增速	9
图 14：中优医药净利润预测（万元）及净利率	9
图 15：中国医用洗手液市场规模	10
图 16：消毒剂生产企业市场份额	11
图 17：2015 年中国公立医院医疗收入占比	12
图 18：中国卫生材料市场规模	12
图 19：电商平台产品展示（2017-1-15）	14
图 20：2010 年人口统计数据（万人）	14

图 21: 2017、2018 年营收预测 (万元) 及增速	15
图 22: 2017、2018 年净利润预测 (万元) 及增速	15
图 23: 2016、2017、2018 家用医疗产品收入预测 (万元) 及增速	16
图 24: 2016、2017、2018 医用呼吸及供氧产品收入预测 (万元) 及增速	16
图 25: 2016、2017、2018 医用临床产品收入预测 (万元) 及增速	17
图 26: PE-Band	18
表 1: 历史沿革	4
表 2: 三大研发中心	7
表 3: 上械集团旗下主要子公司产品明细	9
表 4: 国内医院感染防控政策梳理	10
表 5: 公司三种销售模式的营业收入情况	11
表 6: 上械集团盈利预测 (万元)	15
表 7: 中优医药盈利预测 (万元)	16
表 8: 公司发展战略	17
表 9: 对标公司估值	18

1. 三个阶段成就细分龙头，营收重回快车道

1998 年，江苏鱼跃医疗设备有限公司成立。1998 年-2004 年间，公司逐步发展成康复护理系列和医用供氧系列医疗器械的专业生产企业。2004 年-2007 年，公司以自主创新为主题，加大技术研发投入力度，创造出受业界承认的品牌。2008 年 4 月，公司股票在深圳证券交易所发行上市，随后积极拓宽布局，收购苏州医疗用品厂有限公司、上海医疗器械集团有限公司等优秀企业，同时积极进行海外布局，在美国、德国、台湾等地成立研发中心和子公司。

表 1: 历史沿革

时间	事件
1998 年	成立江苏鱼跃医疗设备有限公司
2001 年	鱼跃丹阳开发区生产基地投入使用
2005 年	鱼跃云阳（占地 350 亩）工业园生产基地投入使用
2007 年	公司更名为江苏鱼跃医疗设备股份有限公司
2008 年	鱼跃医疗在深圳交易所 A 股上市
2008 年	收购盐城帝陵体温计厂成立江苏鱼跃医用仪器有限公司
2009 年	收购苏州医疗用品厂有限公司（华佗）
2009 年	建立江苏省博士后科研工作站 江苏省博士后创新实践基地
2009 年	鱼跃信息中心（南京江宁区）成立并投入使用
2010 年	被指定江苏省医疗诊断装备及信息化技术重点实验室
2011 年	成立苏州鱼跃医疗科技有限公司，占地 160 亩的苏州新区厂房投入使用
2012 年	鱼跃科技中心成立（南京徐庄软件园）并投入使用
2013 年	在美国圣地亚哥成立海外研发中心
2014 年	在德国图特林根、台湾成立研发中心
2014 年	收购苏州日精仪器有限公司
2015 年	占地 1000 亩鱼跃生命科技产业园奠基开工，预计 2017 年投入使用
2015 年	收购上海医疗器械集团有限公司
2016 年	鱼跃医疗德国子公司正式运营
2016 年	与九州通合作设立子公司江苏九跃康医疗科技有限公司
2017 年	收购上海中优医药高科技股份有限公司

资料来源：公司官网，公司公告，天风证券研究所

鱼跃医疗是一家以提供家用医疗器械、医用临床器械和互联网医疗服务为主要业务的公司，而研发、制造和销售医疗器械产品是公司目前的核心业务，也是目前公司主要业绩来源。公司器械产品主要集中在呼吸供氧、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。

公司实际控制人是吴光明先生，参控公司涉及业务包括医疗器械制造、软件产品研发销售、电子产品制造等。

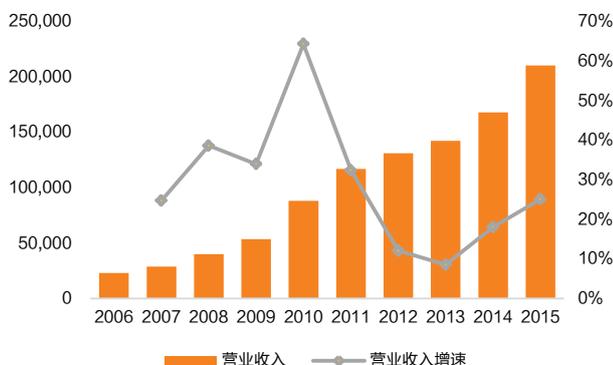
图 1: 股权结构



资料来源：2015 年报，天风证券研究所

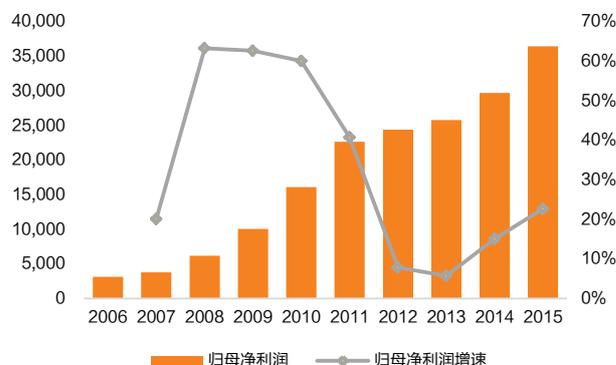
根据 2016 年业绩快报，公司 2016 年营收 26.1 亿元，同比增长 24%，实现归属于上市公司股东的净利润 5 亿元，同比增长 38%。2006 年-2010 年公司实现高速增长，营收大幅扩大。而到 2011 年-2013 年，增速减缓，公司进入稳定成熟期。随后的 2013 年-2016 年，营收增速恢复向上趋势。

图 2：营业收入（万元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：归母净利润（万元）

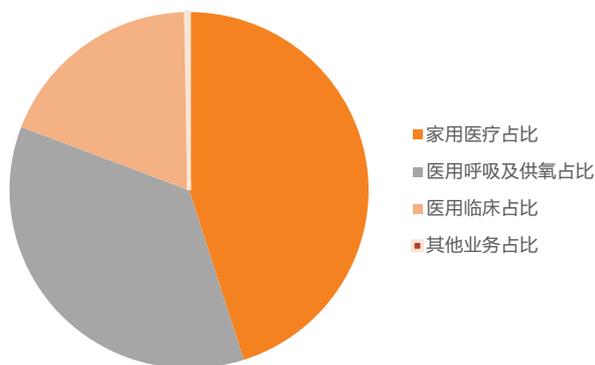


资料来源：wind，天风证券研究所

2014 年及以前，公司产品分为康复护理系列、医用供氧系列、医用临床器械三部分，2015 年公司调整产品划分，分为家用医疗、医用呼吸及供氧、医用临床、其他业务四部分。其中家用医疗占比最大，占比为 45%。相比于 2014 年，2015 年医用临床部分增长最快，得益于上械并表因素，由 1.36 亿元上升至 3.99 亿元，增速高达 192%，其中上械贡献 2.94 亿元。

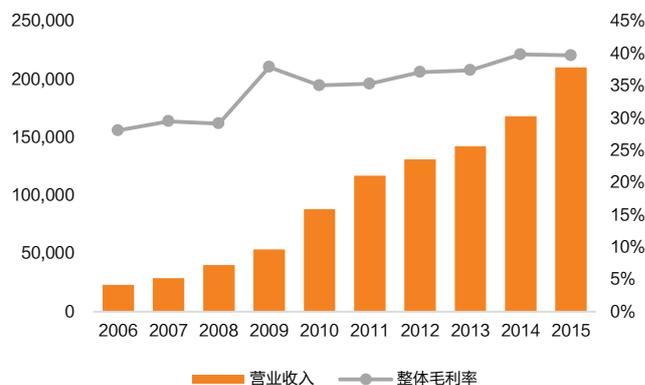
公司整体毛利率多年来保持平稳，近五年平均毛利率为 37.90%，2015 年医用呼吸及供氧产品毛利率最高，为 53.5%。

图 4：2015 年主营收入占比



资料来源：2015 年报，天风证券研究所

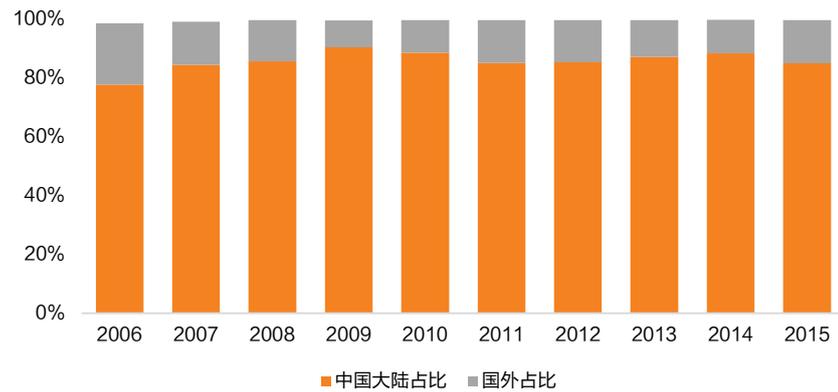
图 5：整体毛利额（万元）



资料来源：wind，天风证券研究所

公司主要的销售地区在国内，海外相对占比较小，海外市场由于订单的不稳定性，常常会造成业绩波动。近年来，公司不断拓展海外布局，2016 年斥资 1000 万欧元设立鱼跃德国全资子公司。开拓海外市场，实现国际化战略一直是公司管理层坚持的方向。海外公司实行本地化管理，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，促进鱼跃品牌、产品、团队的国际化。

图 6：地区营收占比



资料来源：wind，天风证券研究所

产品多样化，带来销售协同性和抗风险能力。国内医疗器械产商发展时间有限，普遍存在规模小、产品结构单一等特点，成熟企业不多。鱼跃在收购了上械集团和中优医药后，公司拥有产品多达百种、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。多品种的产品结构优势有二，一是在销售上具有协同性，可以为客户提供整体解决方案，实行捆绑式销售；二是具有较强的风险抵抗能力，减少因某个产品销售下滑对公司的营收产生显著影响。

图 7：鱼跃主要产品



资料来源：天风证券研究所

营销网络长期领先市场。尽管鱼跃传统产品在市场上存在较多竞品，但鱼跃依靠其卓越的产品质量和广覆盖的营销网络决胜市场，并长期处于市场领先地位。公司十分重视营销终端及患者管理，不断提高终端服务人员及终端服务考核占比，促使销售人员积极开拓市场和为客户提供专业性服务。截止至 2015 年底，公司拥有 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，7 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。另外公司也成立了医学顾问团，通过专家资源提升产品价值和导入临床市场。

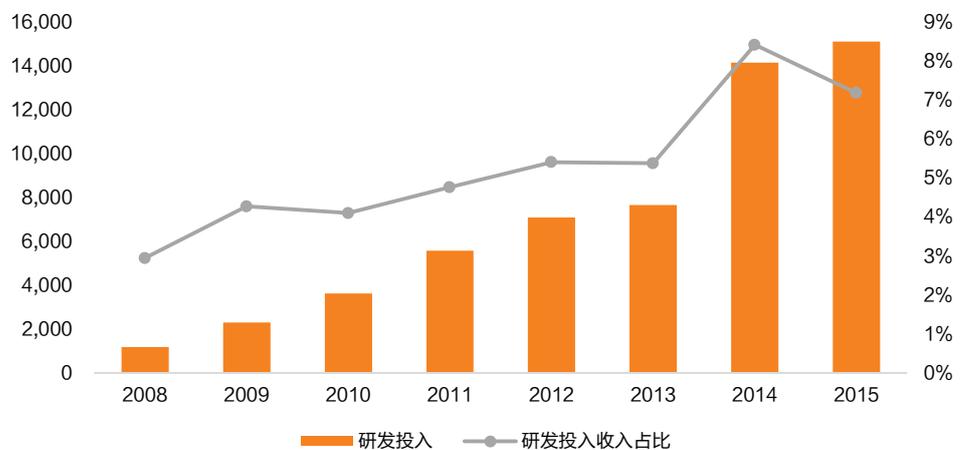
图 8：营销网络覆盖广



资料来源：天风证券研究所

重视研发，产品不断推陈出新。鱼跃医疗历来重视研发投入，上市以来研发支出快速增长，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、留置针等大批新产品。

图 9：研发投入和占比（万元）



资料来源：2015 年报，天风证券研究所

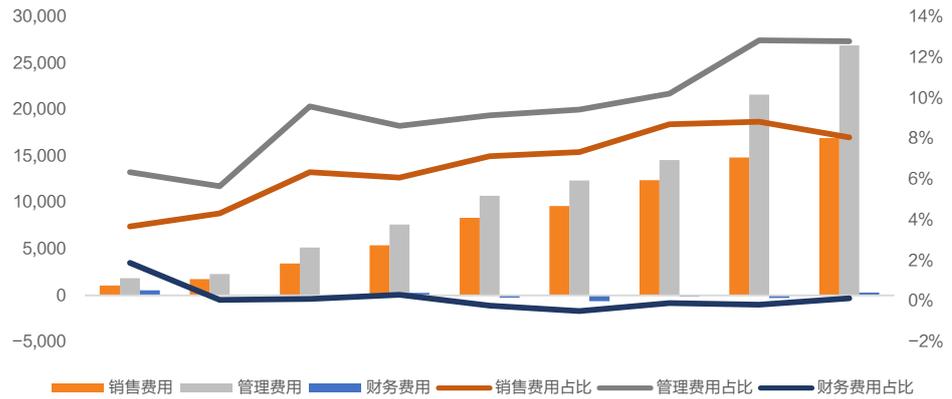
表 2：三大研发中心

研发中心	研发方向
江苏鱼跃信息系统有限公司	机电产品、医用软件、自动控制技术
江苏鱼跃信息系统有限公司	医用高值耗材
江苏鱼跃信息系统有限公司	医疗服务信息化解决方案

资料来源：2015 年报，天风证券研究所

随着公司业务规模的不断扩大，销售费用、管理费用平稳增长。2014 年管理费用的上升主要体现在研发费用的增长上，公司加大了睡眠呼吸机、留置针、新型制氧机、医用电子血压计等新品研究开发投入力度，导致管理费用保持了相对较快的增速。2015 年管理费用上升主要是上械集团并表所致。2015 年财务费用的上升是由于银行贷款增加，利息支出增加。

图 10：销售费用、管理费用、财务费用（万元）及占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 医用临床大布局，开疆破土新增长

2.1. 收购上械集团，开拓医用临床市场

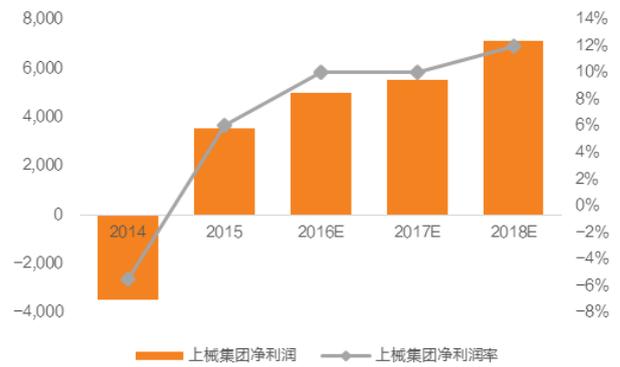
鱼跃 2015 年营收相比 2014 年增长 4.2 亿，其中上械集团为公司贡献 2.94 亿营收。根据上械集团 2013 年和 2014 年的数据，年营收可达 6-7 亿元。随着效率的提升，未来净利率预计将持续上升。

图 11：上械集团收入预测（万元）及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 12：上械集团净利润预测（万元）及净利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

上械集团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。上械集团的注入为公司打入院内市场筑基，同时也很好的印证了公司通过外延性并购做大做强路径。公司和上械集团在产品销售、品牌运作、生产效率等方面的协同和整合，将对公司盈利能力、业绩增长、产品格局及行业地位产生积极促进作用。

表 3: 上械集团旗下主要子公司产品明细

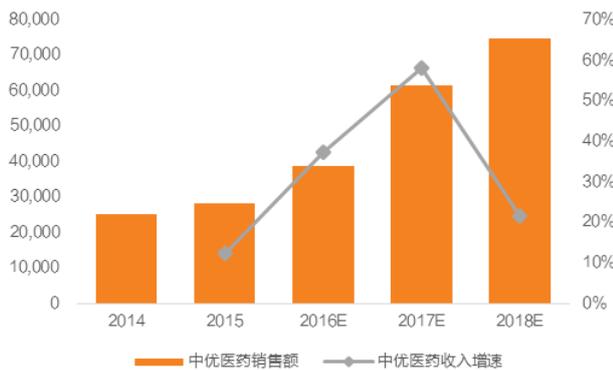
主要子公司	产品内容
上海手术器械厂	基础手术器械(刀、剪、钳、镊、拉钩等)、电动工具、离心机、器械包等
上海卫生材料厂	各类卫生材料、医用胶带、无纺布胶带、塑料胶带、丝绸胶带、防水胶带、运动胶带、医用绷带、医用脱脂棉等
上海医疗器械厂有限公司	X 射线机、DR 产品、电动手术床、机械手术床、手术床配件等
上海联众医疗产品有限公司	手术器械、医用敷料、卫生材料、X 射线设备、球管、灭菌器和体温计等

资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

2.2. 收购中优医药, 院内市场再下一城

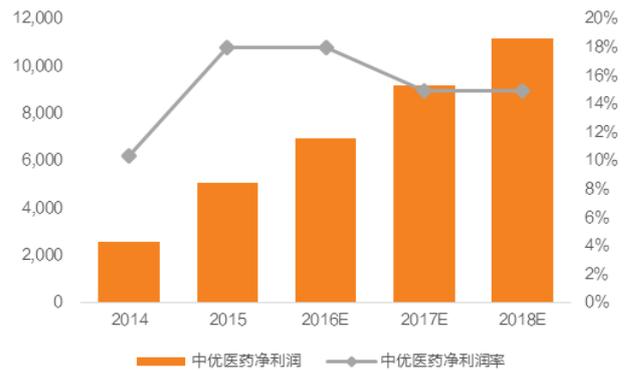
2016 年 11 月鱼跃大手笔 8.1 亿收购中优医药 61.62% 的股份。中优 2015 年营收 2.83 亿元, 预计将在 2017 年为鱼跃的财务数据带来新增量。中优医药致力于医疗机构感染防控领域, 以消毒产品和服务为基础, 为客户提供感染控制和消毒隔离整体解决方案。中优医药研制生产了涵盖人体消毒剂、医疗器械消毒剂、环境物体消毒剂及消毒配套器材等领域 400 多个产品。

图 13: 中优医药收入预测 (万元) 及增速



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 14: 中优医药净利润预测 (万元) 及净利率



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

中优医药成立于 1996 年, 由解放军第二军医大学的专家、教授, 以及科技管理人员创办的高新技术企业。依托大学资源, 中优建立了覆盖上海、北京、广东等全国三十多个省市的分支机构, 产品进入了近万家医疗单位。在行业积累了近二十年的经营经验, 公司产品在长期使用中所表现出来的灵敏度和稳定性, 在业内树立了良好的品牌形象。

在 2003 年 SARS 大规模出现后, 医院感染控制消毒领域真正开始受到重视, 人们开始意识到医院感控不仅仅是医院感染率高低问题, 而且关系到城市乃至国家居民医疗安全的问题。为此国家层面高度重视, 制定和颁布了一系列更加完善、更加详细、更具强制性的政策, 改变原有的粗糙流程和行为规范, 从而实现医院感染的预防控制。

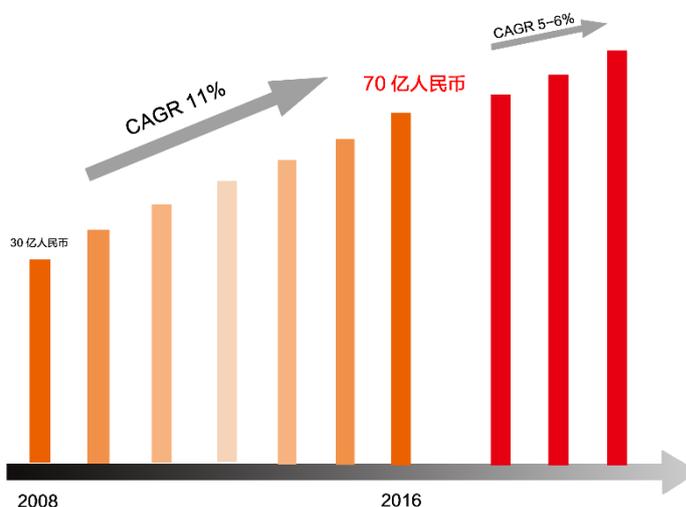
表 4：国内医院感染防控政策梳理

时间	文件	内容
2002 年 7 月	《消毒管理办法》	加强消毒工作及消毒药剂和消毒器械的管理, 防止疾病传播, 保障人体健康。
2003 年 4 月	《消毒技术规范》	适用于在中华人民共和国境内生产、经营、使用和检验消毒产品的组织, 医疗卫生机构以及传染病疫源地和其他一切需要消毒的场所。
2004 年 8 月	《中华人民共和国传染病防治法》	预防、控制和消除传染病的发生与流行, 保障人体健康和公共卫生
2006 年 7 月	《医院感染管理办法》	为加强医院感染管理, 有效预防和控制医院感染, 提高医疗质量, 保证医疗安全
2009 年 4 月	医务人员手卫生规范	规定了医务人员手卫生的管理与基本要求、手卫生设施、洗手与卫生手消毒、外科手消毒、手卫生效果的监测等
2009 年 6 月	《消毒产品生产企业卫生规范》	规范消毒产品生产企业卫生管理, 保证消毒产品卫生质量和使用安全。
2009 年 11 月	卫生部办公厅关于印发《外科手术部位感染预防与控制技术指南(试行)》等三个技术文件的通知	进一步加强重点部位医院感染预防与控制, 指导并规范外科手术部位感染、导管相关血流感染、导尿管相关尿路感染预防与控制工作, 降低发生医院感染的风险, 提高医疗质量和保证医疗安全
2012 年 4 月	《医疗机构消毒技术规范》	规定了医疗机构消毒的管理要求; 消毒与灭菌的基本原则; 清洗与清洁、消毒与灭菌方法; 清洁、消毒与灭菌的效果监测等。
2012 年 6 月	《医院消毒卫生标准》	规定了医院消毒卫生标准、医院消毒管理要求以及检查方法。
2012 年 10 月	《卫生事业发展“十二五”规划》	规划中提出完善医院感染预防和控制体系, 降低医院感染发生率。
2012 年 10 月	卫生部印发《预防与控制医院感染行动计划(2012—2015 年)》	指出“十二五”期间, 医院感染预防与控制工作发展的总目标和 3 项具体目标。包括规范管理医院感染重点部门, 降低医院感染重点环节的风险, 切实落实医院感染防控基础性措施。
2014 年 6 月	《消毒产品卫生安全评价规定》	深化卫生行政审批制度改革, 规范消毒产品的生产经营行为, 保障用于传染病防治的消毒产品的有效性、安全性。
2014 年 7 月	《消毒产品卫生监督工作规范》	消毒产品的监督职责及要求、监督内容及方法、信息管理、监督情况的处理等。
2015 年 3 月	清洁的手, 呵护健康(2015-2018)手卫生专项工作指导方案	全面推动医疗卫生机构手卫生的有效开展, 推动医院感染整体防控制度措施的落实

资料来源: 中优医药公开转让说明书, 天风证券研究所

国家层面上的重视带来感染控制市场的繁荣, 近年来医院感染控制消毒产业以 20-30% 有序增长。个人清洁, 尤其是改善手部卫生对于预防控制感染性疾病与传染病交叉感染及流行十分必要。医用洗手液 2008 年已经达到 30 亿人民币的市场, 并且因其极强的市场需求, 到 2016 年快速发展到 70 亿元, 未来仍以每年 5%-6% 的增长率快速增长。

图 15：中国医用洗手液市场规模

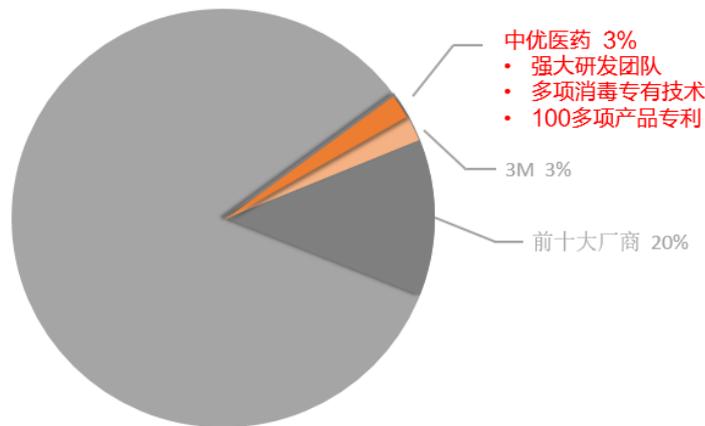


资料来源: 中优医药公开转让说明书, 天风证券研究所

尽管通过《消毒管理办法》和《消毒产品生产企业卫生规范》淘汰部分落后企业，但国内消毒剂生产企业仍然小而多，呈现出碎片化。前 10 大厂商基本占据了市场 20%的份额。其中最大的厂商，中优医药和 3M，都超过了 5000 万人民币销售额，分别占有市场 3%的份额，仍有很多洗手液厂商力争进入这个市场。大部分国内厂家缺乏品种创新与技术创新，专业化程度低，仍集中生产一些比较成熟、技术要求相对较低的仿制产品，市场同质化严重，恶性竞争情况加剧。

中优作为医用消毒领域的高新技术企业，凭借多年的研发积累和行业经验，构建了“自主研发，技术合作”的产品研发模式。由 20 多名教授、博士、硕士等专业技术人员组建形成的研发团队，开发了多项消毒专有技术，并申请产品专利 100 多项。

图 16：消毒剂生产企业市场份额



资料来源：中优医药公开转让说明书，天风证券研究所

3M 公司是中优的主要竞争对手，2004 年，3M 开始进入中国洗手液市场，生产与公司同类消毒产品有：爱护佳™皮肤清洗液、爱护佳™皮肤及手清洗消毒液、爱护佳™免洗手消毒液等产品。3M 的主要营销策略是专注高端，专注于培养与政府关系，通过会议赞助等方式建立品牌价值，自身具备强大的销售团队，从沿海城市逐步扩张销售网络，目前已经进入西部地区。相比于 3M，中优的优势有二：

一、 利用经销商网络和电商平台扩大产品布局

不同于 3M 高度依赖直销渠道，中优大力发展经销模式和加大电商模式投入。尽管直销模式仍然占比较大，但是逐年递减，而经销和电商模式份额则不断提升。经销模式和电商模式更有利于公司降低销售成本和提高市场份额占有率。

表 5：公司三种销售模式的营业收入情况

	2014 年		2015 年		2016 年 1-4 月	
	金额(万元)	占比	金额(万元)	占比	金额(万元)	占比
直销	11593	46%	12338	44%	4121	41%
电商	148	1%	499	2%	305	3%
经销	13309	53%	15436	55%	5711	56%

资料来源：中优医药公开转让说明书，天风证券研究所

二、 品质相同的情况下，价格更低

中优和 3M 产品品质相当，但是价格上却有差距。以两家公司的免洗洗手液为例，杀菌率均可达到 99.999%，一罐 500ml 的免洗洗手液，3M 的价格约为 70-80 元，而中优的价格仅为 20-30 元，公司产品性价比明显，终端接受程度较高，有利于公司扩大市场份额。

鱼跃的此次并购，进一步印证了进军医学临床领域的决心。中优医药可以和上械集团在产

品、营销、资源共享方面协同发展，产生 1+1>2 的效果。另外，鱼跃也可利用其在院外强大的门店、电商营销网络，帮助中优的消毒类产品进入家用市场，协同鱼跃的传统家用产品深入老年人和孕妇群体中，利用二者的品牌效应，相互促进放量。

2.3. 与九州通合作，打造院内智慧物流

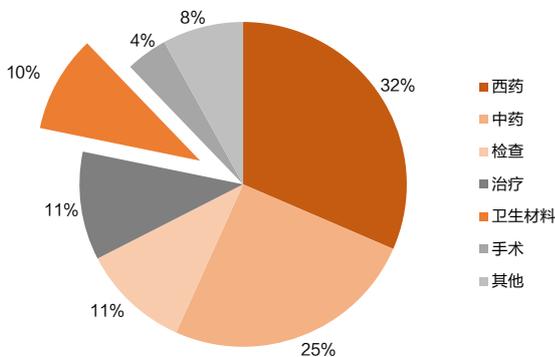
2016 年 8 月 8 日与九州通合作设立子公司江苏九跃康医疗科技有限公司，公司出资 1.2 亿元，占注册资本的 40%。合作公司主要负责开展医院院内智慧物流改造合作项目，拟通过在医院导入采购与物流管理信息系统，完成院内大数据管理平台的构建，实现物资集中精细化管理、院内物流统一配送。

通过此次合作，鱼跃利用九州通在技术、信息系统、渠道、资金、产品和医院市场资源等方面的优势，整合双方资源，有助于扩大医疗器械业务在医院临床市场的深度和广度。合作公司将帮助院内搭建大数据管理平台，实现院内物流集中管理与统一配送。借助这个平台，鱼跃可以在医院中大力推广医用耗材产品，进一步和上械集团、中优医药形成协同关系，全面打开医用临床市场。

2.4. 院内手术卫生材料市场 390 亿，鱼跃优势在于渠道整合

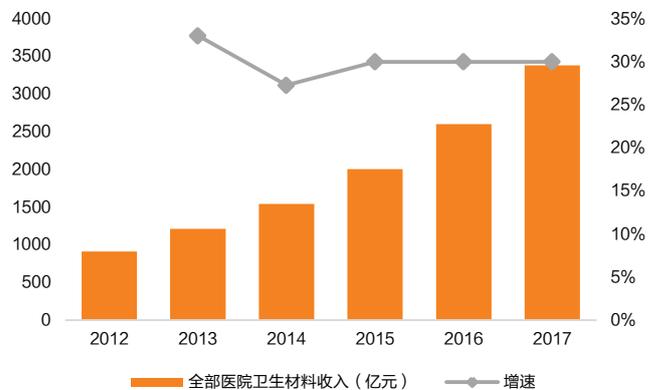
根据卫生统计年鉴，在公立医院中，卫生材料收入逐年攀升，2012 年、2013 年、2014 年分别占医疗收入的 6.61%、7.55%、8.30%，预计 2015 年将达到 10%。多年来公立医院医疗收入占全部医院医疗收入的 70%以上，因此我们认为公立医院的卫生材料占比可以代表普遍情况。根据推算，2012 年、2013 年、2014 年卫生材料院内市场规模分别为 909 亿元、1209 亿元、1539 亿元。2016 年院内卫生材料市场规模为 2600 亿，预计 2017 年将接近 3500 亿元，复合增长率为 30%。预期手术基础器械和卫生材料占比约为 10%，因此 2017 年手术基础器械和卫生材料市场规模约为 350 亿元。

图 17：2015 年中国公立医院医疗收入占比



资料来源：卫生统计年鉴，天风证券研究所

图 18：中国卫生材料市场规模



资料来源：卫生统计年鉴，天风证券研究所

鱼跃的传统产品市场竞争激烈，通过十多年来的发展，公司逐步形成渠道优势，在红海中突出重围，成为多个细分领域的领头羊，由此可以看出鱼跃的核心竞争力在于产品的渠道拓展能力。面对医用临床领域，鱼跃的布局也是从低值医用耗材入手，利用其强大的渠道管理能力，植入管理层，优化并购公司的营销结构，充分利用并购公司原本院内的资源和关系，进一步提高院内产品覆盖的广度和深度。除此之外，由于并购公司大部分产品属于低值耗材，在院外消费市场同样受欢迎，利用鱼跃原本成熟的院外营销网络，渗透销售，全面提升鱼跃自身和并购公司产品的销量。

3. 巩固传统产品市场，保证水流源源不断

3.1. 制氧机开拓西藏市场，有望带来营收增量

多年来，制氧机作为公司的拳头产品，为公司带来巨大的收入。2015 年制氧机虽保持了较快增长但是增速同比有所放缓，电商平台的增长也已经到达瓶颈，公司需要寻找新的业务

增长点。

2016年4月，鱼跃与他人合资设立西藏子公司，负责高原制氧设备的销售业务。后来在2016年10月，鱼跃单独投资2亿元设立全资子公司，专门负责高原制氧设备的研发和生产业务。实际上早在2014年，公司已经开始开发西藏自治区市场，同年中标解放军总后勤卫生部的高原兵站哨所制氧站项目，2015年与中国农业银行西藏自治区分行签署近3000万的制氧项目合同，短短两年时间已服务于数十家企事业单位。

西藏地区具有独特的市场情况，西藏人民收入水平普遍较低，平均月薪在5000元左右，不乏低收入群体，他们往往很难支付得起2000-3000元的制氧机。另外在西藏，有一部分人并不属于本地居民，而是从非高原地区进入西藏的，包括援藏干部、部队、基建工人以及大量的游客等，这部分人对制氧机的消费能力较高，但是需求时间较短，消费欲望并不强。鱼跃通过大量市场调研，决定采取产品和服务联动的市场推广模式。一方面通过销售弥散式制氧机产品的模式在军队、机关、企事业单位或酒店、居民区推广，另一方面通过免费投放机器设备，向住店旅客提供吸氧服务，收取费用与酒店分成的模式形成稳定的收入来源。截止至2016年8月公司已经在拉萨22家四星级酒店投放制氧设备已基本完成，8月下旬已经全部正式投入使用。西藏市场预期能为公司1-2年内带来新增量。

3.2. 新产品睡眠呼吸机，预计带来3000万营收

据亚太睡眠学会数据统计，中国拥有2亿打鼾患者，2014年国内睡眠呼吸机市场规模约为15万台。在政策、市场、健康教育的多重良性作用下，预计中国睡眠呼吸机市场将以超过30%的年复合增长率快速增长，到2020年市场规模将达到约72万台。

2015年下半年，公司推出睡眠呼吸机，在家用医疗领域提供增长新方向。2016年上市以来，价格有所下降，出货量增加明显，预计2016年带来营收2000-3000万元。

3.3. 电商平台收入预计翻倍，或成新产品导入市场主要渠道

公司产品具有受众面广、价格优势、精致小巧等特点，适合通过电商渠道进行推广营销，目前公司在各主要电子商务平台均设立有品牌旗舰店。自产品上线以来，公司产品迅速放量，每年电商渠道收入增长80%以上，2015年电商收入约为4亿元，占公司整体营收的近百分之二十，成为公司新的业绩增长点。2016年电商渠道预计收入7亿元以上，为公司业绩带来进一步的提升。

在电商平台，公司销量突出的产品包括血压计、血糖仪、雾化器、家用制氧机等。这几款产品家用需求量大，鱼跃的价格亲民、产品质量优秀、外观富有设计感，着重于凸显性价比。从用户评价角度来看，整体好评率高达97%。

公司未来将加大电商平台的投入，进一步提高电商渠道销售占比，保持电商渠道销售的增长势头将是公司未来持续稳定增长的关键。此外，通过电商平台的渠道运营建设，提高品牌影响力，未来的新产品也可以通过导入该平台实现快速放量，提高盈利效率，大幅减少期间推广费用。

图 19：电商平台产品展示（2017-1-15）



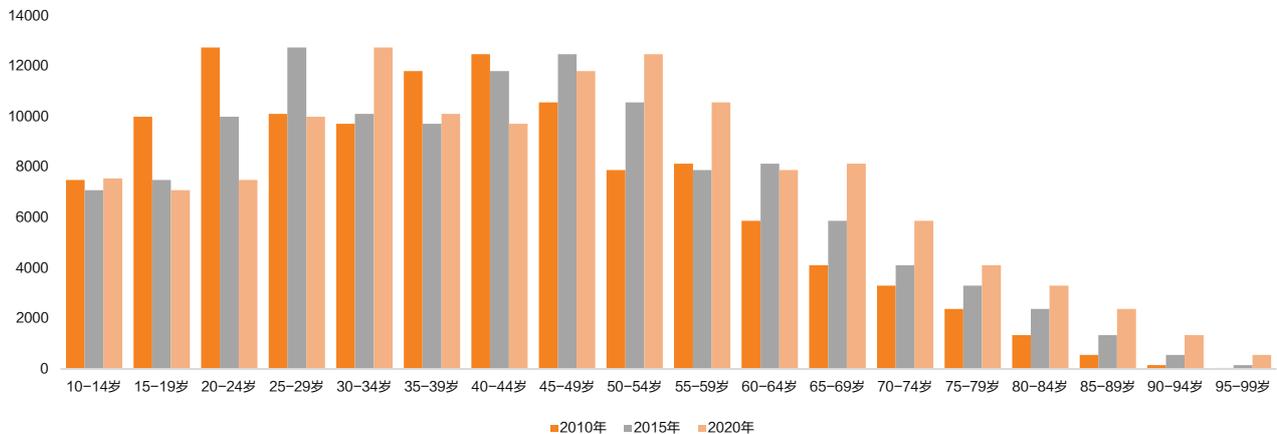
资料来源：京东官方旗舰店，天风证券研究所

3.4. 家用医疗器械增量市场巨大，品牌效应为公司带来稳定现金流

21 世纪，全球逐步进入老龄化阶段，我国人口老龄化加速。根据人口普查数据，2010 年全国 60 岁以上的人数为 1.78 亿人，占总人口的 13.31%。老年人口数量增长将迎来两波浪潮，一波在 2015 年，另一波预计在 2025 年，第二波浪潮将比第一波更大，时间持续更长，在这期间将会有更大一波人群踏入老年。沿着时间轴来看，60-90 岁的老年人在未来的 5 年内增长明显，这将为医用临床和老年用品市场带来强劲的需求。

尽管近几年医疗水平不断提升，但是老年人健康状况不容乐观，失能、半失能老年人口数量较大，2015 年全国失能、半失能老年人大致 4063 万人，占老年人口的 18.3%。假设根据失能老年人平均每人每年需要 500 元的康复辅具产品，2015 年康复辅具类产品的市场潜力已经达到 203 亿元。

图 20：2010 年人口统计数据（万人）



资料来源：第六次人口普查统计，天风证券研究所

传统产品在过往十余年作为鱼跃核心产品支撑整体业绩，公司利用家用器械领域产品迅速扩张，逐渐形成“yuwell 鱼跃”、“Hwato 华佗”、“JZ 金钟”三大主品牌，并形成品牌效应，为后续新产品的推出做好了铺垫。鱼跃的家用器械领域未来预计增长平稳，能够为鱼跃带

来稳定的现金流，某个新产品的推出或某个新领域的开拓还会刺激增速上行。

4. 内生性生长和外延式扩张，双枪开路

鱼跃的家用医疗板块逐渐形成品牌效应，为后续新产品的推出做好了铺垫。未来业绩预计保持平稳增长，能够为鱼跃带来稳定的现金流，某个新产品的推出或某个新领域的开拓还会刺激增速上行。

而在医用临床系列，鱼跃通过并购逐步完善布局。从低值医用耗材入手，利用其强大的渠道管理能力，植入管理层，优化并购公司的营销结构，充分利用并购公司原本院内的资源和关系，进一步提高院内产品覆盖的广度和深度。长期来看，在产品协同性和公司优秀的渠道整合、资源共享、管理能力上，有望把鱼跃打造成综合性龙头公司。

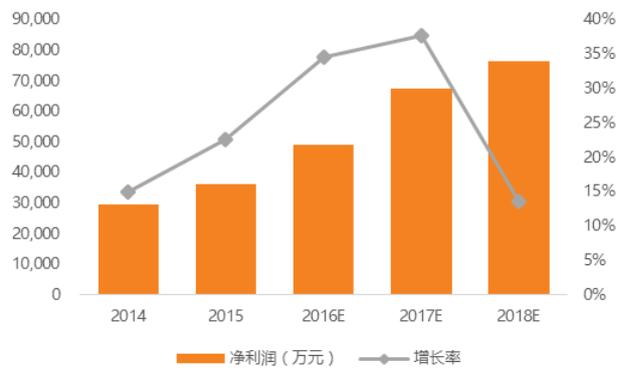
整体来看，鱼跃近两年收购的两家大公司（上械集团和中优医药），业绩预计将在 2016 年和 2017 年逐步释放，推动公司整体营收持续向上增长。我们预计鱼跃 2017 年和 2018 年营收增速分别有望达到 37.0%和 18.7%。

图 21：2017、2018 年营收预测（万元）及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 22：2017、2018 年净利润预测（万元）及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

上械集团的业绩于 2015 年 7 月并入鱼跃，2015 年为鱼跃带来 2.94 亿元，我们预计 2016 年可为鱼跃带来 5 亿元左右的营收，实现 5000 万元左右的归母净利润。鱼跃在并购了上械集团后，积极调整上械的管理结构，提高营销效率，优化渠道，未来将进一步促进上械释放业绩，为公司带来新的业绩增长点。

表 6：上械集团盈利预测（万元）

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
上械集团销售额	63,762	58,579	50,000	55,000	59,400
上械集团净利润	-3,470	3,517	5,000	5,500	7,128
上械集团收入增速		-8.1%	-14.6%	10.0%	8.0%
上械集团净利润率	-5%	6%	10%	10%	12%
控股比例		100%	100%	100%	100%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2016 年 11 月，公司发布公告拟以 8.6 亿元收购中优医药 62% 的股份，2017 年 1 月 10 日股份完成交割，中优医药正式成为鱼跃子公司，业绩并入母公司报表，预计 2017 年为鱼跃带来业绩增量。中优医药背景强大，资源丰富，品牌深入市场，2015 年营收 2.8 亿元，净利润 5098 万元。我们认为中优并入鱼跃后，鱼跃将继续发挥中优原本的优势，并且与上械集团在渠道、管理、产品上资源共享，产生 1+1>2 的效果。根据业绩承诺，我们预计 2017 年中优营收 6.1 亿元，净利润 9200 万元，实现归属于母公司的净利润为 5704 万元。

表 7: 中优医药盈利预测 (万元)

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
中优医药销售额	25,141	28,273	38,817	61,333	74,667
中优医药净利润	2,606	5,098	6,987	9,200	11,200
中优医药收入增速		12%	37%	58%	22%
中优医药净利润率	10%	18%	18%	15%	15%
控股比例				62%	62%

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

2015 年公司调整产品划分, 分为家用医疗、医用呼吸及供氧、医用临床、其他业务四部分。在家用医疗板块, 2016 年得益于电子血压计和血糖仪在电商渠道的销量大增, 有望实现 20% 以上的收入增速。2017 年公司新的轮椅车产品投产, 也将刺激销量上行。预计 2017 年和 2018 年仍然能保持 20% 左右的收入增速。

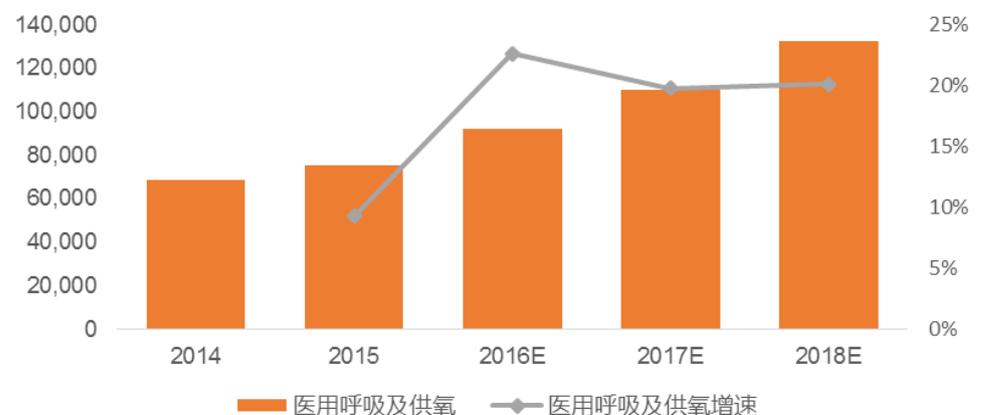
图 23: 2016、2017、2018 家用医疗产品收入预测 (万元) 及增速



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

在医用呼吸及供氧板块, 制氧机在西藏市场上的新布局和新产品睡眠呼吸机的推出利好增速上行。另外随着越来越多医生建议呼吸道疾病的患儿采用雾化形式给药, 而非使用输液, 鱼跃明星产品雾化器预计增速明显。多产品业绩放量将共同推动医用呼吸及供氧板块 2016 年和 2017 年保持 20% 左右的收入增速。

图 24: 2016、2017、2018 医用呼吸及供氧产品收入预测 (万元) 及增速

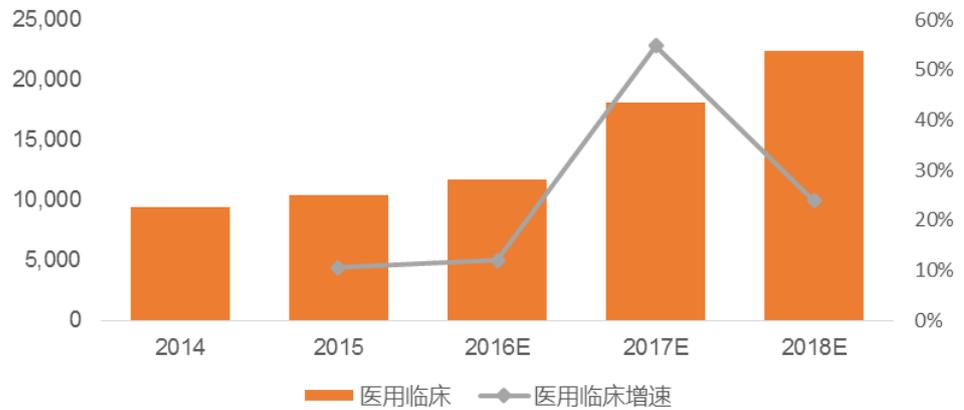


资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

鱼跃的医用临床板块过往几年变动较大。公司 2015 年 4 月完成对万东的股份收购, 为了解决母公司与万东医疗的同业竞争问题, 公司于 2015 年 7 月将所有的与医学影像诊断设备生产、研发相关的设备及部分存货出售予万东医疗的全资子公司华润医疗器械 (上海)

有限公司。本次交易完成后，鱼跃将不再生产、开发任何医学影像领域方面的产品。另外2015年7月，上械集团的收入数据也并入该板块。为了评估鱼跃传统医用临床产品的增速情况，以下收入预测是减去医学影像和上械集团收入的结果。2017年得益于留置针和真空管的业绩放量，预计鱼跃传统医学临床产品2017年增速将达到50%以上，将与上械集团及中优医药产品形成协同性，相互促进放量。

图 25：2016、2017、2018 医用临床产品收入预测（万元）及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司未来将继续保持内生性生长和外延式扩张，以家庭医疗、临床医疗、互联网医疗为业务发展方向，不断提高综合竞争能力。同时，公司董事深入推进“众筹众享”理念的制度化建设，不断健全激励与约束相结合的激励机制，调动管理层和骨干员工的能动性。

表 8：公司发展战略

领域	业务方向
家用医疗健康	聚焦呼吸系统、心血管、内分泌三大病种
临床医疗	提供医用高值耗材、手术器械、医用诊断等产品与解决方案
互联网医疗	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

资料来源：公司公告，天风证券研究所

5. 估值与投资建议

从市盈率角度，鱼跃的市盈率近一个月稳定于 40.6-46.3 倍之间，处于三年的低位。公司业绩平稳增长，预计 2017 年、2018 年营收为 35.8 亿元、42.4 亿元。2017 年、2018 年 EPS 分别为 0.99 元、1.12 元，对应的 PE 分别为 30 倍、27 倍。鱼跃作为医疗器械龙头公司，给与一定的估值溢价，我们 2017 年给予 35 倍估值，首次覆盖给予增持评级。

图 26: PE-Band



资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 9: 对标公司估值

	2015 年 营业收入 (万元)	2015 年归 母净利润 (万元)	EPS (摊薄)			PE		
			2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E
鱼跃医疗	261,031 (2016 年预测)	49,076 (2016 年预测)	0.55	0.73	0.99	54.57	40.54	30.21
新华医疗	755,444	28,083	0.69	0.53	0.66	52.58	46.24	37.16
乐普医疗	276,871	52,089	0.6	0.41	0.54	60.17	41.43	31.77
三诺生物	64,550	14,366	0.55	0.35	0.49	65.34	50.95	36.98

资料来源: Wind, 天风证券研究所

6. 风险提示

国内医疗器械市场格局的不断变化引发竞争挑战, 传统产品增长放缓带来快速增长的压力, 成本和费用不断上涨对公司管理控制带来压力, 公司快速发展带来的管理风险等

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	363.52	461.36	208.83	366.20	451.36
应收账款	496.91	558.91	792.89	855.63	1,101.17
预付账款	117.04	94.57	94.12	209.09	122.42
存货	302.10	402.96	456.29	751.62	554.17
其他	310.85	302.55	519.67	576.88	683.98
流动资产合计	1,590.42	1,820.35	2,071.79	2,759.41	2,913.10
长期股权投资	6.69	34.00	34.00	34.00	34.00
固定资产	404.57	460.87	464.35	487.50	509.45
在建工程	24.42	2.39	37.43	70.46	72.28
无形资产	68.96	420.37	407.66	394.94	382.22
其他	43.25	187.88	168.59	167.39	169.81
非流动资产合计	547.88	1,105.52	1,112.03	1,154.28	1,167.76
资产总计	2,138.30	2,925.87	3,183.83	3,913.69	4,080.86
短期借款	50.00	197.70	180.50	0.00	0.00
应付账款	262.49	365.62	347.27	671.52	432.67
其他	32.30	133.14	48.45	139.66	77.50
流动负债合计	344.79	696.46	576.22	811.19	510.18
长期借款	20.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	11.88	97.19	39.60	49.56	62.12
非流动负债合计	31.88	97.19	39.60	49.56	62.12
负债合计	376.67	793.66	615.82	860.74	572.29
少数股东权益	11.39	16.34	18.11	21.03	24.67
股本	531.61	584.77	668.27	682.90	682.90
资本公积	69.26	16.10	16.10	16.10	16.10
留存收益	1,218.63	1,529.82	1,881.64	2,349.03	2,800.99
其他	(69.26)	(14.81)	(16.10)	(16.10)	(16.10)
股东权益合计	1,761.64	2,132.22	2,568.01	3,052.95	3,508.56
负债和股东权益总	2,138.30	2,925.87	3,183.83	3,913.69	4,080.86

现金流量表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	297.89	366.68	490.46	675.64	767.29
折旧摊销	41.67	58.96	34.19	36.54	38.95
财务费用	1.98	5.17	14.36	6.10	(2.42)
投资损失	(0.49)	(2.29)	(0.85)	(0.85)	(0.85)
营运资金变动	(165.12)	178.56	(631.58)	(105.91)	(362.45)
其它	29.84	(63.84)	1.86	2.97	3.73
经营活动现金流	205.78	543.23	(91.56)	614.49	444.26
资本支出	42.05	440.68	117.60	70.04	37.44
长期投资	5.91	27.31	0.00	0.00	0.00
其他	(204.68)	(1,055.60)	(176.75)	(149.20)	(86.59)
投资活动现金流	(156.71)	(587.61)	(59.15)	(79.15)	(49.15)
债权融资	70.00	217.70	187.16	8.89	11.85
股权融资	2.86	(0.94)	68.06	8.81	2.79
其他	(81.53)	(79.38)	(357.04)	(395.66)	(324.57)
筹资活动现金流	(8.67)	137.37	(101.82)	(377.96)	(309.93)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	40.40	93.00	(252.54)	157.37	85.17

利润表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,681.80	2,103.74	2,610.32	3,575.16	4,243.71
营业成本	1,009.41	1,266.02	1,496.49	2,105.77	2,274.63
营业税金及附加	13.04	19.39	20.73	29.69	36.02
营业费用	148.44	169.31	227.20	311.19	721.43
管理费用	215.94	268.84	335.16	357.52	339.50
财务费用	(2.86)	2.85	14.36	6.10	(2.42)
资产减值损失	13.45	4.22	7.98	8.55	6.92
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	0.85	0.85	0.85
其他	(0.97)	(4.58)	(1.69)	(1.69)	(1.69)
营业利润	284.87	375.41	509.23	757.20	868.48
营业外收入	50.11	36.56	44.57	43.74	41.62
营业外支出	1.28	4.16	2.31	2.59	3.02
利润总额	333.69	407.80	551.48	798.36	907.09
所得税	35.80	41.12	59.17	119.75	136.06
净利润	297.89	366.68	492.31	678.60	771.02
少数股东损益	0.89	2.34	1.86	2.97	3.73
归属于母公司净利润	297.00	364.34	490.46	675.64	767.29
每股收益(元)	0.44	0.55	0.73	0.99	1.12

主要财务比率	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	18.08%	25.09%	24.08%	36.96%	18.70%
营业利润	12.77%	31.78%	35.65%	48.70%	14.70%
归属于母公司净利润	15.09%	22.67%	34.61%	37.76%	13.57%
获利能力					
毛利率	39.98%	39.82%	42.67%	41.10%	46.40%
净利率	17.66%	17.32%	18.79%	18.90%	18.08%
ROE	16.97%	17.22%	19.23%	22.28%	22.02%
ROIC	21.00%	23.55%	26.25%	26.40%	28.22%
偿债能力					
资产负债率	17.62%	27.13%	19.34%	21.99%	14.02%
净负债率	-2.79%	-2.67%	4.46%	7.20%	13.84%
流动比率	4.61	2.61	3.60	3.40	5.71
速动比率	3.74	2.04	2.80	2.48	4.62
营运能力					
应收账款周转率	3.77	3.99	3.86	4.34	4.34
存货周转率	5.65	5.97	6.08	5.92	6.50
总资产周转率	0.85	0.83	0.85	1.01	1.06
每股指标(元)					
每股收益	0.44	0.55	0.73	0.99	1.12
每股经营现金流	0.31	0.81	-0.14	0.92	0.66
每股净资产	2.62	3.17	3.82	4.44	5.10
估值比率					
市盈率	66.94	54.57	40.54	30.07	26.48
市净率	11.36	9.40	7.80	6.70	5.83
EV/EBITDA	40.75	51.43	35.48	24.87	21.89
EV/EBIT	45.97	58.56	37.79	26.06	22.88

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com