

“硬件+软件+服务”

打造家庭医疗器械领域的翘楚

2017年3月5日

事项：

灿土研究院百家新三板企业调研活动于2017年2月23日调研走访了江苏鹿得医疗电子股份有限公司(832278.00)，现整理纪要以供参考。

主要财务数据（百万元）

项目	2013	2014	2015	2016H1
营业收入	233.81	222.45	240.68	118.64
同比	18.46%	-4.86%	8.20%	11.30%
归母净利润	13.89	8.66	17.95	11.37
扣非净利润	13.21	7.47	16.29	10.51
同比	74.81%	-43.54%	118.16%	86.65%
销售费用	10.04	10.21	13.26	6.88
管理费用	23.77	26.05	26.71	12.14
财务费用	2.63	-0.13	-3.85	-1.32
三项费用率	15.59%	16.24%	15.01%	14.92%
销售毛利率	23.13%	20.07%	23.10%	26.23%
销售净利率	6.02%	3.92%	7.46%	9.58%
ROE（摊薄）	15.09%	9.76%	14.36%	8.34%
经营现金流量净额	15.41	-9.62	18.32	-5.20
资产总计	159.50	159.89	191.55	190.93
应收账款	25.46	34.64	39.40	55.67
研发费用	-	44.21	34.75	28.59
资产负债率	-	0.10	0.10	0.05

各项业务表现（百万元）

项目分类	2013	2014	2015	2016H1
冲牙器	-	-	0.95	-
听诊器	15.38	15.84	22.44	-
外厂产品	41.51	33.95	37.44	-
机械血压表	87.84	83.32	89.11	-
电子血压计	36.39	41.11	42.85	-
零配件	12.12	6.71	6.43	-
雾化器	40.56	41.39	41.41	-

资料来源：Wind，灿土研究院

鹿得医疗：家庭医疗健康领域的专家

发言人：鹿得医疗 董事长 项友亮

公司介绍

公司成立于 2005 年，总部位于江苏省南通市，2015 年 4 月挂牌新三板，2016 年 1 月由协议转让变更为做市转让，现为新三板创新层企业。控股股东为上海鹿得实业发展有限公司，实际控制人为项友亮、黄捷静、项国强。

公司是致力于家用医疗器械领域的高新技术企业。主营业务为机械血压表、电子血压计、雾化器、听诊器等家庭医疗器械与相关零配件的研发、设计、生产、销售，以及体温计、医用家具、消毒产品、五官检查器等外厂产品的销售。拥有国内外最权威的 CE、FDA、ESH、BHS 等认证及国内七大系列 100 多个产品的注册证，研发技改项目 200 余项，软件著作权 3 项，申请专利 62 项，其中发明专利 12 项，已授权专利 51 项，其中已授权发明专利 2 项。

公司 80%以上的销售收入来自海外销售，目前已进入 104 个国家和地区，主要集中在欧洲、美国市场。外销方式有两种：1、通过境内外贸公司实现公司产品出口，2、直接销售给国外经销商。内销大部分通过经销商方式进行销售，小部分通过全国性百强连锁及地域性强势连锁药店直销，产品主要进入药店及医院渠道。国内销售的新业务渠道主要为诊所雾化治疗诊室业务、电商及药企合作渠道，其中电商、药企合作渠道是当年重要的业务增长点。

2016 年上半年公司深入探索了互联网事业部的服务盈利，开辟了慢性病心血管领域的“硬件+软件+服务”的模式。通过成熟的互联网血压计为硬件导入，建立了智慧健康管理平台——“西恩健康”APP，提供从硬件检测到云服务的整套解决方案。目前已同北京小鱼儿科技有限公司、上海逸仙医院等企业签订了战略合作。

经营概况

公司 2016 年上半年实现销售收入 1.19 亿元，同增 11.30%；实现净利润 1137 万元，同增 88.85%；主营业务毛利率为 26.23%。

国外市场：完成销售 1.03 亿元（含国内贸易公司出口），其中中东欧地区销售同增 43%，北美市场同增 62%，新开发客户 25 个；由于外厂采购产品相比公司自有产品毛利润偏低，2016 年上半年对产品结构进行调整及布局，提升自有产品占比，全面提升毛利率。公司新增冲牙器产品线上半年保持稳定增长，对公司整体毛利率也做出贡献。

国内市场：实现销售 1520 万元，同增 78%。国内销售渠道全国性 OTC 连锁覆盖率达 40%，百强连锁覆盖率达 50%，现有市场的区域强势连锁已开发 40%左右；电商渠道同增 200%以上。由于门诊输液即将全面停止，雾化吸入治疗逐渐受到热捧，基于此公司重点新开辟两大业务渠道：医院、诊所雾化治疗诊室业务以及药企合作新业务渠道，目前已进入湖南、山西等地区 300 多家医院及诊所，建立了专业的雾化诊室；同时国内销售公

司与莎普爱思、修正、葵花等大型药厂进行战略合作，将贡献业绩增长点。此外国内上市的冲牙器产品预计也将助力业绩增长。

产品简介

➤ **机械血压表**：主要由血压表头、橡胶充气球、臂带等组成。机械血压表内置机械弹性元件，可与臂带连通，用橡胶充气球造压后，配合听诊器使用能测量人体血压。**机械血压表与传统的水银血压计相比，操作方便，测量精确，易于携带。该产品应用了公司自主研发的自动化校表技术，这项技术国内首创，国际领先。机械血压表领域无论是市场占有率还是技术，公司都是遥遥领先的。**

➤ **电子血压计**：主要由臂带、CPU、A/D 转换器、泵、阀、传感器、液晶显示屏及电源组成，是利用现代电子技术与血压间接测量原理进行血压测量的医疗设备。电子血压计的测量方法包括示波法与听诊法，二者都是通过臂带充气挤压血管，测量血液对血管壁产生的侧压力来判别血压。示波法通过建立收缩压、舒张压、平均压与袖套压力震荡波的关系来判别血压；听诊法通过柯氏声来判别收缩压、舒张压。目前公司电子血压计主要分臂式、腕式、专业型，具有测量收缩压、舒张压、心率的主要功能，以及 WHO 血压分类、心率不齐检测、时间与温度显示、记忆存储、闹钟与背光设置、语音提示等附加功能。**公司生产的电子血压计是大陆地区首批获得欧洲高血压协会推荐的产品，并且产品上市之前做过数万例的临床数据，得到了医院医生的认可，准确性比较高。**

➤ **雾化器**：主要由主机、连接装置、雾化装置、吸入装置组成，它将液体药液雾化为微小颗粒，药物通过呼吸吸入的方式进入呼吸道和肺部，达到快速有效治疗感冒、咳嗽、哮喘、咽炎、鼻炎、支气管炎等各种呼吸系统疾病的目的。

目前公司的雾化器分为压缩式、超声波、微孔式三种。压缩式雾化器根据文丘里喷射原理，利用压缩空气通过细小管口形成高速气流，产生的负压带动液体或其它流体一起喷射到阻挡物上，在高速撞击下向周围飞溅使液滴变成雾状微粒从出气管喷出；超声波雾化器利用超声波定向压强，使液体表面隆起，在隆起的液面周围发生空化作用，使液体雾化成小分子的气雾；微孔雾化器通过网孔板变形，直接接触药液。网孔板中的小孔具有圆锥形形状，圆锥形横截面的最大端与药液接触。压电晶体的振动引起网孔板振动，当网孔向液体运动时，使小孔充满药液并使药液从小孔中喷出，从而将药液雾化。**公司生产的雾化器可以实现全球雾化颗粒最小、噪音最小，产品突出的优点是能进入肺泡，使给药部位更精准。**

➤ **听诊器**：主要由拾音部分（听头），传导部分（胶管）及听音部分（耳挂）组成，是一种通过聆听人体或动物体内的声音进行医学诊断的仪器。其基本原理是通过听头的膜片获取人体内声波的震动，经由拾音腔及管道的放大作用传入使用者的耳朵。

➤ **外厂产品**：公司对外销售体温计、医用家具（病床、推车等）、消毒产品（消毒柜、消毒锅等）、五官检查器（检眼灯、检耳镜、诊断手电筒、叩诊锤）等外厂产品。

按照未来发展思路，公司把产品分为三大类。

➤ **第一大类是技术突破走进利润区，即机械血压表和听诊器两大产品。**机械血压表全球市场份额是 7000-8000 万美金，95%都是从中国出口的。公司机械血压表出口份额占到 35%左右，超过第二名 20%，连续多年全球排名第一。听诊器全球市场份额约 3000 万美金，90%以上中国出口，公司市场份额是 13%-15%，全球排名第一。从

市场份额来看，这两类产品已经相对稳定。公司希望保持技术领先优势，让机械产品向高端利润区发展，电子产品（电子血压计及雾化器等）提高竞争优势，如可以采用听诊器高端定制化（把自己的名字刻在听诊器上）等方式，去年销售量为几万套。

- **第二大区域是快速增长区，即雾化器和电子血压计两大产品。**雾化器产品：2014年1-9月，公司在中国雾化器出口份额中排名第三，在中国雾化器对俄罗斯的出口份额中排名第一。电子血压计产品：中国是全球电子血压计的主要生产国，2014年1-9月公司在中国电子血压计出口份额中排名第十三。
- **第三大区域是新业务培育区，即家用口腔护理及智慧医疗。**冲牙器：2016年5月在国内市场上市，2015年底在国际市场上市，产品定位是更愿意接受新生事物的年轻人，需要一段时间的用户培育期；产品设计方面进行革新，比如增加海盐，配不同的口味。互联网产品：公司致力于互联网中老年人慢性病健康管理平台的构建，未来可能会为公司带来爆发式增长；具体来说，主要是基于公司硬件层的核心优势（准确性、性价比），在应用层面上增加了通讯功能，比如蓝牙、WIFI等，此外也开发了公司自己的APP平台。

提问环节

提问1：公司听诊器销售增速很快是什么原因？

一方面公司新增了几个世界级的大客户；另一方面公司听诊器当年开始进入高档产品的销售，部分高端产品的利润可达50%以上。公司最高端的心脏听诊器，听力衰竭只有0.01%，与3M产品效果相近，但3M的同类产品定价在100美金以上，未来公司产品仍有较大提价空间。

提问2：机械血压计、水银血压计以及电子血压计各有什么优势？

三种类型表中，最准确的是水银血压计，最方便的是电子血压计。之所以公司生产机械血压计，是因为以前电子血压计还未流行的时候，国外禁止使用水银血压计，国外医生偏好使用机械血压表。

提问3：公司的产品机械血压表和电子血压计，两者之间会形成替代吗？

肯定是有替代的。机械血压表是传统的，准确度会高。电子血压计原理是：采取2-3万个病例进行对比，根据测量数据和样本进行匹配，这几年随着数据积累慢慢被认可。

提问4：雾化治疗有哪些特点？

雾化治疗是第四种给药方式。其他三种分别是口服、注射、皮下。雾化给药会形成全方位的给药方式，而且可以达到肺部。在日本，糖尿病人打胰岛素的时候可以通过雾化方式。

雾化治疗具有以下三个特点：首先，雾化治疗直接迅速。药物可直接到达患病部位与病变组织直接接触，接触面积大，吸入的药物直接作用于气道表面，免除了注射途径需经血循环到达气道的时间，所以起效快。第二，用药剂量小。吸入疗法所需的剂量仅为注射量的 1/5，不但减轻了机体代谢的负担，同时还减少了药物的毒副作用，这对老人和儿童尤为重要。第三，治疗场地不受限。雾化治疗相对随意，只需配好药液，在家也可以进行治疗。

提问 5：公司和医院合作模式是什么？

公司主要合作伙伴分为社区医院和大型医院两类，公司为其提供数据服务平台。社区医院定期向所覆盖片区的患者电话询问相关健康信息，这样的方式效率较低；而通过公司的平台可以使得社区医院获取患者健康信息更为高效便捷。公司也可以借助社区医院的平台适当的会获得一定的业务拓展以及用户的粘性。通过与大型医院可以获得大量患者的健康信息。

提问 6：公司合作的连锁药店有多少家？

公司铺了很多家国内的连锁药店，百强连锁中已合作的包括海王星辰、益丰大药房、老百姓大药房等。国内销售渠道全国性 OTC 连锁覆盖率达 40%，百强连锁覆盖率达 50%，现有市场的区域强势连锁已开发 40% 左右。

提问 7：雾化器在美国市场规模有多大？市场格局是垄断还是分散的？

市场规模大约 16 亿美金。市场格局比较分散的，所以我们打入这个市场比较容易，公司预计 2017 年上半年拿到 FDA 证书。雾化在美国只能走经销商渠道，未来我们和三大世界五百强的巨头合作，产品可以进入沃尔玛这类大型超市。

提问 8：目前公司产品大部分是出口的，未来有没有计划开展国内市场？

过去几年，国外业务占比远大于国内业务，占比在 80% 以上。国内业务的毛利率要高于国外业务，且国内市场增速更快，所以公司在发展国外业务的同时，也在积极开拓国内市场。我们在国内医院建雾化诊室就是为了打开国内市场，国内市场我们采取经销商+直销模式，具体渠道包括：经销商、百强连锁、电商（淘宝及京东）、电视购物等，其中，电商是公司重点发展方向。

提问 9：公司这几年海外收入有波动，主要是什么原因？

这几年海外收入有起有落，主要发展国内业务。美国市场 2017 年拿到雾化器的 FDA，未来发展会比较快，其他地方有一些产品接近饱和。此外，去年公司做了一些产品的梳理，砍掉了利润比较低的产品（外厂采购产品），因此影响了销售额。

提问 10：公司国外业务中，ODM（代工产品）占比一般会有多少？ODM 产品与自有品牌产品会形成竞争么？

ODM 占比在 80%左右，自有品牌 20%左右。ODM 产品与自有品牌产品不会形成竞争，因为公司自有品牌产品销售区域主要集中在哥伦比亚及部分东南亚地区，而 ODM 产品则主要销往欧美等其他国家或地区。

提问 11：介绍一下公司智慧医疗业务的发展战略。

- 首先，公司致力于互联网中老年人慢性病健康管理平台的构建。依托我国分级诊疗机制，采用“终端+家庭健康云+社群+健康服务”模式，为用户提供健康相关的全套解决方案。
- 第二，公司新开发西恩健康 APP，与阿里云签署合作框架。与阿里联手合作互联网+医疗器械慢性病健康云，并且创新开发出智能图像识别应用于慢性病健康管理平台，对接社区医院，将高层次健康需求平台以众包模式分包到健康服务公司。
- 第三，在健康医疗解决方案方面，与闻康集团（寻医问药网）跨界合作，共同探索在健康医疗解决方案方面利益共享的盈利模式。

提问 12：公司智慧医疗平台如何增加用户的粘性？

公司的智慧医疗平台可为用户提供健康数据监测、健康信息档案、疾病风险评估、在线咨询、远程监护、远程会诊及远程康复的全套解决方案。

提问 13：国内最大的竞争对手是哪家公司？公司的主要优势体现在哪里？

竞争对手包括鱼跃、乐心、九安等。鱼跃医疗产品比较多，雾化器、电子血压计、水银血压计、听诊器均有覆盖；现在刚刚上市的乐心医疗，主要产品为健康手环，其他产品包括电子秤和血压计；九安以电子血压计为主。乐心、九安在电子血压计领域和我们有竞争，鱼跃医疗和我们的产品相似度比较高。

我们和鱼跃相比，成立时间相近，公司比较优势是我们国际渠道比较强，而鱼跃综合能力比较强。这与公司战略有关，我们重心放在国外市场，鱼跃在国内深耕几十年，上市比较早，资本运作能力强。

灿土研究院

灿土研究院系上海灿土金融信息服务有限公司发起的独立研究品牌，以客观、中立、专业为原则，研究新三板挂牌企业。

联系方式

赵江波	联系人	136-0103-0711	zhaojiangbo@cantujinfu.com
郭慧梓	联系人	152-1673-9284	guohuizi@cantujinfu.com

免责声明

本研究报告（含调研纪要等）中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道取得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或暗示。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价，亦不构成任何投资建议。市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。