鱼跃医疗(002223)/医疗器械 产品升级+渠道线上化，器械龙头进入新上期

评级：买入(首次)

市场价格：32.95

目标价格：35—40

分析师：江琦

执业证书编号：S0740517010002

电话：021-20315150

Email：jiangqi@r.qlzq.com.cn

联系人：谢木青

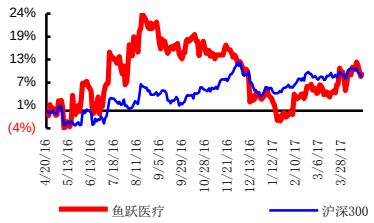
电话：021-20315150

Email：xiemq@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	668
流通股本(百万股)	494
市价(元)	32.95
市值(百万元)	22,021
流通市值(百万元)	16,289

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	2103.74	2632.59	3427.70	4117.71	4972.94
增长率 yoy%	25.09%	25.14%	30.20%	20.13%	20.77%
净利润	364.34	500.26	678.37	852.10	1066.21
增长率 yoy%	22.67%	37.30%	35.61%	25.61%	25.13%
每股收益（元）	0.62	0.75	1.02	1.27	1.60
每股现金流量	0.93	1.01	0.70	1.13	1.30
净资产收益率	17.22%	10.19%	12.75%	13.80%	14.73%
P/E	61.71	41.44	32.46	25.84	20.65
PEG	2.72	1.11	0.91	1.01	0.82
P/B	10.63	4.22	4.14	3.57	3.04

投资要点

- **鱼跃医疗作为医疗器械行业的白马企业，我们建议重点关注公司当前两大重要变化趋势：1、产品向高端化延伸；2、销售模式线上化，我们认为公司将围绕这两大变化，未来三年公司内生有望持续保持 20%以上增长，同时考虑到公司在外延过程中的强整合能力，业绩重回快速上升阶段。**
- **顺应消费升级趋势，新产品放量+老产品升级带领公司进入新一轮上升通道。**1、睡眠呼吸机、电动轮椅、手机血糖仪等新产品有望成为 2017 年重点推广产品，其中睡眠呼吸机在 2016 年 2000 多万元左右收入基础上有望进一步放量，电动轮椅瞄准国内发达地区，上市后有望快速上量；2、西藏制氧系统政府订单净利率高达 40%，有望进一步提高制氧业务的盈利能力，同时升级版“西藏制造”制氧机有望打入高端市场；3、海外 OEM 模式向自主品牌模式转变，新设德国子公司引入“德国制造”工艺，产品有望质的飞跃。
- **线上渠道发力，2014-2016 年电商平台收入 CAGR 约 70%，2016 年收入占比超过 20%。**公司于 2013 年新设电子商务部，并在天猫、京东等主要电商平台设立公司品牌旗舰店，2016 年电商收入约 6 亿元，占总收入的 20%以上。行业数据显示，网络购物由 C2C 向 B2C 倾斜，侧面说明了线上消费的品牌化，鱼跃医疗始终坚持的品牌化策略（“鱼跃”、“华佗”、“金钟”三大品牌）有助于未来公司电商平台的持续快速发展。
- **整合上械、中优，完善医用临床产品线。**公司分别于 2015、2016 年收购上械（100%）、中优医药（61.6225%），通过对比鱼跃科技对万东医疗的整合情况，**我们认为上械集团通过内部整顿，销售规模有望恢复到历史平均水平（6-7 亿左右），11%左右净利率水平**；而中优医药作为消毒领域龙头，其消毒业务可与上械协同，拓展医院供应外包业务，同时公司的 OTC 渠道有助于中优医药个人护理类业务的发展，**我们预计未来中优医药收入端有望维持 20-25%的增长。**
- **盈利预测与估值：**我们预计 2017-19 年公司收入 34.28、41.18、49.73 亿元，同比增长 30.20%、20.13%、20.77%，归属母公司净利润 6.78、8.52、10.66 亿元，同比增长 35.61%、25.61%、25.13%，对应 EPS 为 1.02、1.27、1.60。**目前公司股价对应 2017 年 32 倍 PE，考虑到公司内生产品增速稳定，外延并购标的趋势向好，再加上公司未来仍有继续外延丰富产品线的预期，我们给予公司 2017 年 35-40 倍 PE，公司的估值区间为 35-40 元，首次覆盖，给予“买入”评级。**
- **风险提示：产品推广不达预期风险，外延并购整合不大预期风险。**

内容目录

“产品升级+渠道线上化+外延强整合”，器械龙头进入新上升期 - 4 -
内外兼修，公司业绩重回快速上升期 - 4 -
研发投入行业领先，夯实三大品牌软实力 - 6 -
新产品放量+老产品升级，产品高端化顺应消费升级趋势 - 7 -
新产品（睡眠呼吸机、电动轮椅等）顺应消费升级，有望快速上量 - 9 -
“德国制造”定位高端市场，制氧机进藏有望再升级 - 10 -
线上渠道发展迅猛，品牌价值进一步深化 - 12 -
OTC+医院，线下渠道基本完善 - 12 -
线上发展迅猛，品牌化消费趋势有望拉动电商渠道持续快速增长 - 12 -
整合上械、中优完善医用临床布局 - 14 -
盈利预测与估值 - 16 -
盈利预测 - 16 -
投资建议 - 18 -
风险提示 - 18 -

图表目录

图表 1：鱼跃医疗股权结构图 - 4 -
图表 2：鱼跃医疗发展历程 - 4 -
图表 3：2009 年以来公司通过多次并购补充产品线 - 5 -
图表 4：鱼跃医疗进入新业绩增长期 - 5 -
图表 5：鱼跃医疗三大主品牌 - 6 -
图表 6：鱼跃医疗研发投入情况 - 6 -
图表 7：鱼跃医疗研发投入比例行业领先 - 6 -
图表 8：鱼跃医疗三大研发中心 - 7 -
图表 9：鱼跃医药主要产品系列 - 7 -
图表 10：康复护理系列占总收入比重近 40% - 8 -
图表 11：鱼跃医疗重点产品 - 8 -
图表 12：城镇居民人均可支配收入和消费性支出持续上升 - 8 -
图表 13：公司重点产品逐渐向高端化发展 - 9 -
图表 17：鱼跃医疗睡眠呼吸机外观 - 9 -
图表 18：鱼跃睡眠呼吸机特点 - 9 -
图表 19：电商平台各品牌按销量排序情况 - 10 -
图表 20：2014 年中国电动轮椅消费区域分布 - 10 -
图表 14：鱼跃医疗近年来年国内销售增速趋于稳定 - 11 -
图表 15：鱼跃医疗海外收入波动较大 - 11 -
图表 16：制氧机毛利率变化情况 - 11 -
图表 28：深圳鱼跃健康之家 - 12 -
图表 29：上海第一医药商店鱼跃专柜 - 12 -
图表 30：鱼跃医疗天猫旗舰店 - 13 -

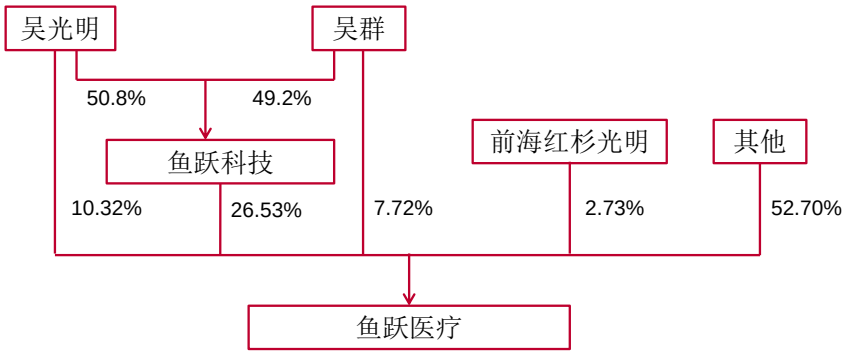
图表 31：鱼跃医疗京东旗舰店 - 13 -
图表 32：2014-2016 年电商平台 CAGR 约 70% - 13 -
图表 33：B2C 占比自 2015 年开始超过 C2C（单位：亿元） - 14 -
图表 23：家用制氧机平面广告 - 14 -
图表 24：电子血压计平面广告 - 14 -
图表 21：医用临床系列占比逐渐增加 - 15 -
图表 22：上械集团净利率逐渐回升 - 15 -
图表 23：万东医疗利润率自 2015 年开始回升 - 15 -
图表 24：上械集团经营状况预测 - 16 -
图表 25：2016 年 1-4 月中优医药业务收入占比 - 16 -
图表 26：2016 年 1-4 月中优医药不同渠道收入占比 - 16 -
图表 27：中优医药经营状况预测 - 16 -
图表 34：鱼跃医疗产品分拆预测 - 17 -
图表 35：可比公司估值 - 18 -
图表 36：鱼跃医疗财务报表预测 - 19 -

“产品升级+渠道线上化+外延强整合”，器械龙头进入新上升期

内外兼修，公司业绩重回快速上升期

- 鱼跃医疗是国内家喻户晓的医疗器械企业，产品涵盖家用和医用两大器械品类，公司实际控制人是吴光明先生，通过控股母公司鱼跃科技实现对公司的控制，股权相对较为集中。

图表 1：鱼跃医疗股权结构图



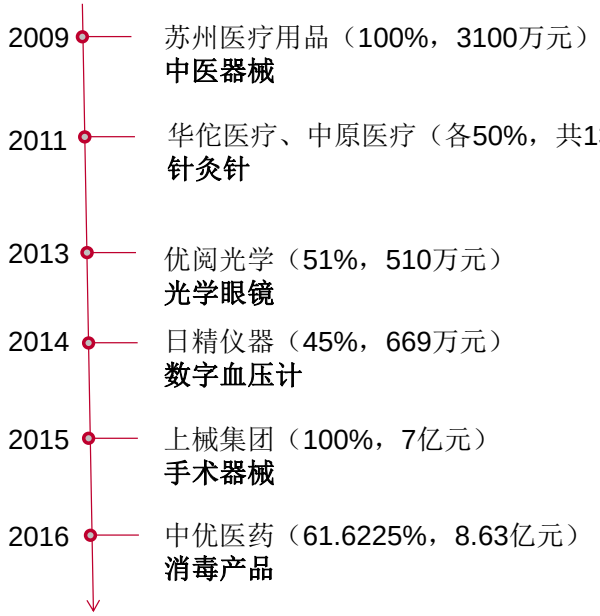
来源：公司年报，中泰证券研究所

- 公司自 1998 年成立以来，就制定了以“家用医疗器械和医用高值耗材”为发展方向的战略规划，以研发为核心竞争力，在 2007 年“鱼跃”被评为中国驰名商标，2008 年上市后，公司借助资本平台，一方面加大产品研发，另一方面多次通过外延并购方式丰富产品线。目前公司通过外延获得的产品线包括中医器械、针灸针、光学眼镜、数字血压计、手术器械和感控消毒类产品，结合公司自研自产产品，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。

图表 2：鱼跃医疗发展历程

来源：中泰证券研究所

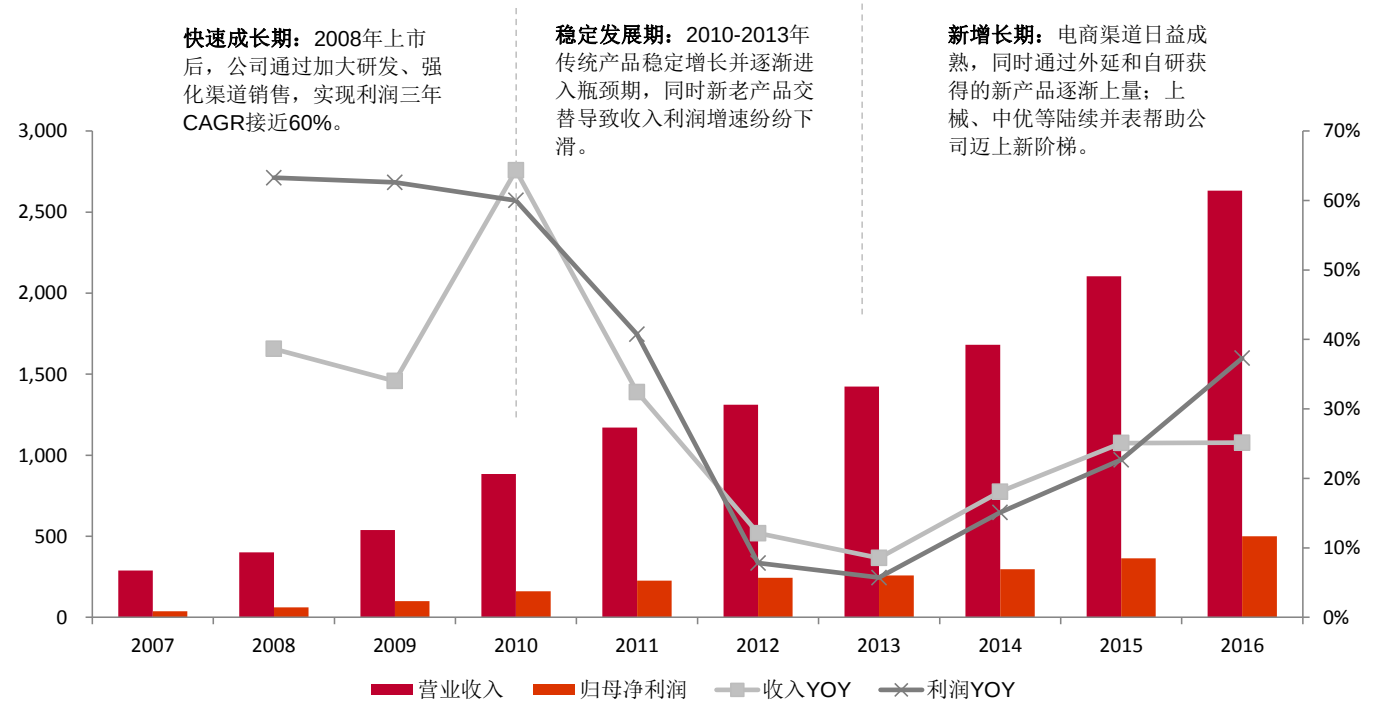
图表 3：2009 年以来公司通过多次并购补充产品线



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **鱼跃医疗业绩重回快速上升期。**自 2008 年公司上市以来，公司经历了快速发展期和增速下降的瓶颈期，2013 年公司权重产品制氧机在老品规去库存，产品规格推新的销售政策影响下，销售收入同比增速降到低点，2014 年线上渠道发力，实现线上收入由 2013 年 3000 万元增长为 2014 年的 2 亿元，2015 年后随着产品进一步升级，渠道向线上倾斜，以及上械集团、中优医药等企业的并表，公司业绩再次进入快速上升期，**我们认为未来公司有望在“产品升级+渠道线上化+外延强整合能力”的三重催化下，维持 30%以上的业绩增速。**

图表 4：鱼跃医疗进入新业绩增长期（单位：百万元）



来源：wind，中泰证券研究所

研发投入行业领先，夯实三大品牌软实力

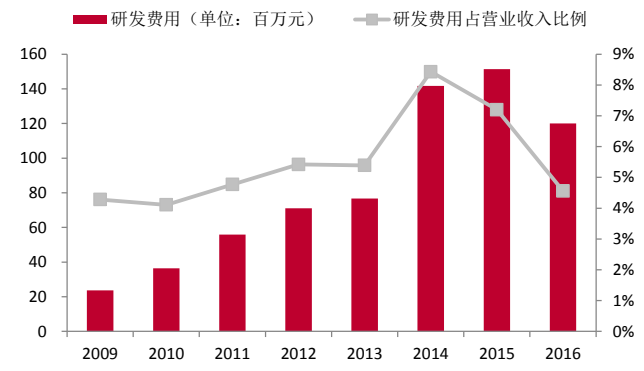
- **“品牌效应”是消费品属性产品销售的基石。**公司目前拥有“yuwell 鱼跃”、“Hwato 华佗”、“JZ 金钟”三大主品牌，其中鱼跃是公司原有品牌，主要产品包括制氧机、血压计、血糖仪等；华佗属于苏州医疗用品厂有限公司，主要是针灸针等中医器械，为“中华老字号”；“金钟”属于上械集团，主要用于医用手术器械产品，具有 80 多年的悠久历史，是“上海市著名商标”。

图表 5：鱼跃医疗三大主品牌

来源：公司公告，中泰证券研究所

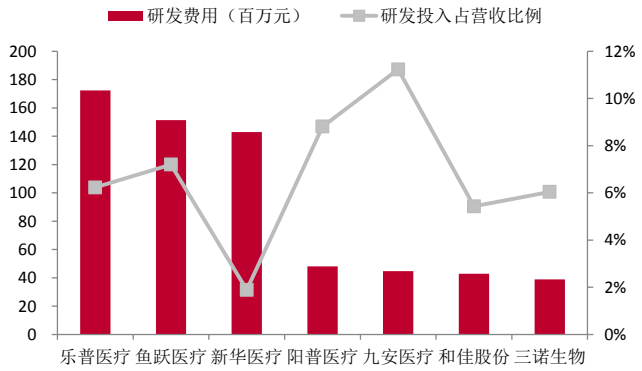
- **研发投入及占营收比例行业领先，三大研发中心为公司长期发展奠定基础。**医疗器械行业中高品质产品技术壁垒较高，公司 2015 年研发投入 1.51 亿元，占营业收入比例为 7.20%，在同类可比公司中排名领先。纵向来看，公司在 2014 年研发费用大幅提高，主要是加大了对睡眠呼吸机，留置针、新型制氧机、医用电子血压计等重大研发项目的投入。公司现有三大研发中心分工明确，共享资源，为公司长期发展奠定基础，2015 年公司研发的华佗牌“耳迷走神经刺激仪”被国家“十三五”规划纲要（草案）列入到 100 项“高精尖缺”大项目，并被《中国制造 2025》列为重点发展方向，也从侧面证明了公司的产品研发能力。

图表 6：鱼跃医疗研发投入情况



来源：公司历年年报，中泰证券研究所

图表 7：鱼跃医疗研发投入比例行业领先



来源：各公司 2015 年年报，中泰证券研究所

图表 8：鱼跃医疗三大研发中心

1 江苏鱼跃信息系统有限公司

- 医电产品、医用软件、自动控制技术

2 苏州鱼跃医疗科技有限公司

- 医用高值耗材

3 南京鱼跃软件技术有限公司

- 提供医疗服务信息化解决方案

来源：公司公告，中泰证券研究所

新产品放量+老产品升级，产品高端化顺应消费升级趋势

■ 公司产品主要可以分为三大类，康复护理、医用供氧和医用临床，其中康复护理由于品类较多，2016 年收入占总收入接近 40%；医用供氧主要是制氧机系列，是公司销售收入最大的品种，收入和利润占比均维持在 25%左右；自有产品单品种来看，血压计（电子+水银）为销售第二的品种，雾化器年收入由刚上市时的 4000 万左右增长到 2016 年预计 2 亿元，血糖仪 2016 年扭亏为盈，大约在 1 亿左右，普通轮椅车 2016 年销售有所下滑。**我们预计 2017 年睡眠呼吸机、电动轮椅车、雾化器和血糖仪将成为公司推广的重点产品。**

图表 9：鱼跃医疗主要产品系列

康复护理系列

H005轮椅车

D310电动轮椅车

YE690A臂式电子血压计

510血糖仪

YT306医用电子体温计

医用供氧系列

9F-3制氧机

YU300家庭保健制氧机

BreathCare睡眠呼吸机

403T压缩空气式雾化器

医用临床系列

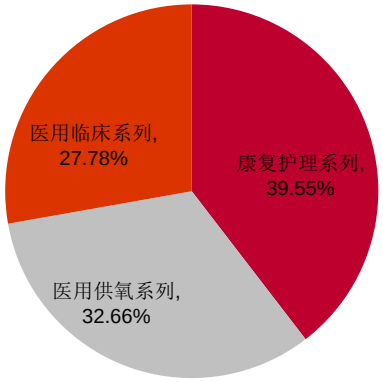
数字化全科诊断系统

一次性使用静脉留置针

半自动体外除颤器

来源：公司官网，中泰证券研究所

图表 10：康复护理系列占总收入比重近 40%



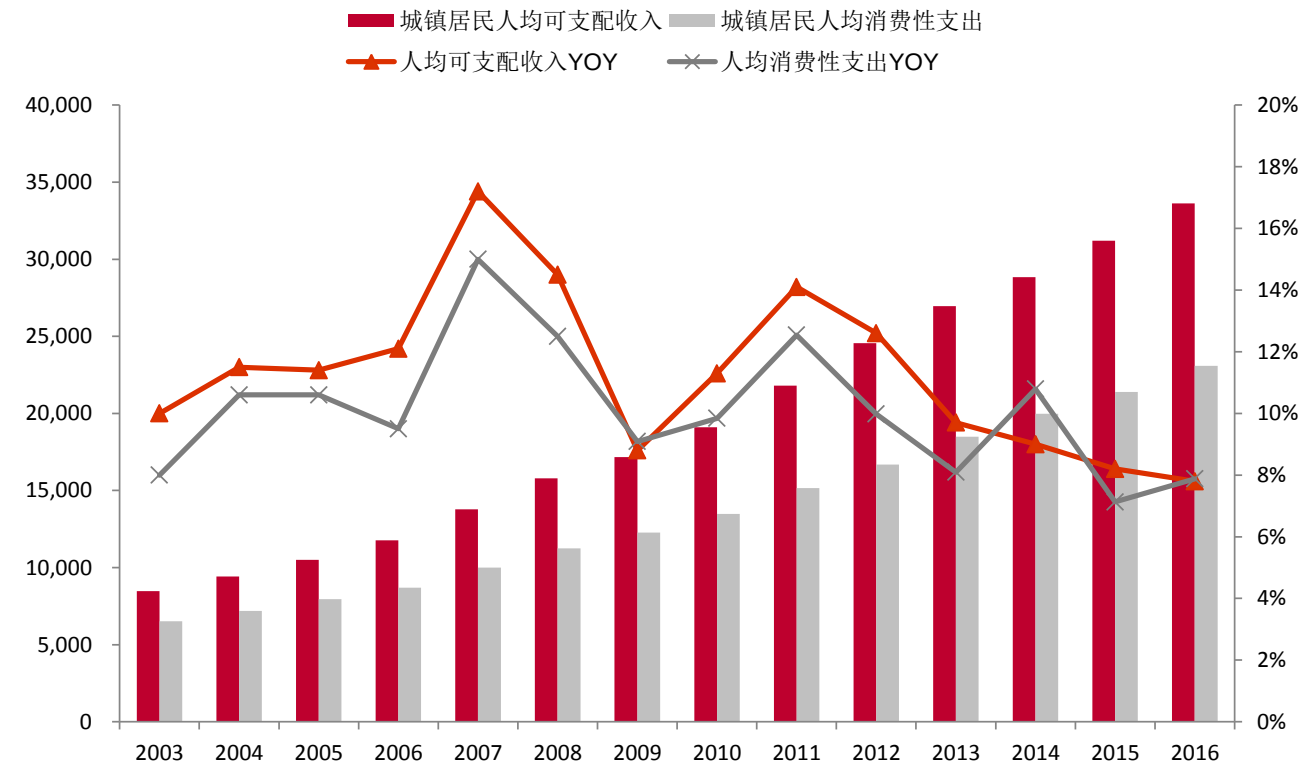
来源：wind，中泰证券研究所

图表 11：鱼跃医疗重点产品

来源：中泰证券研究所

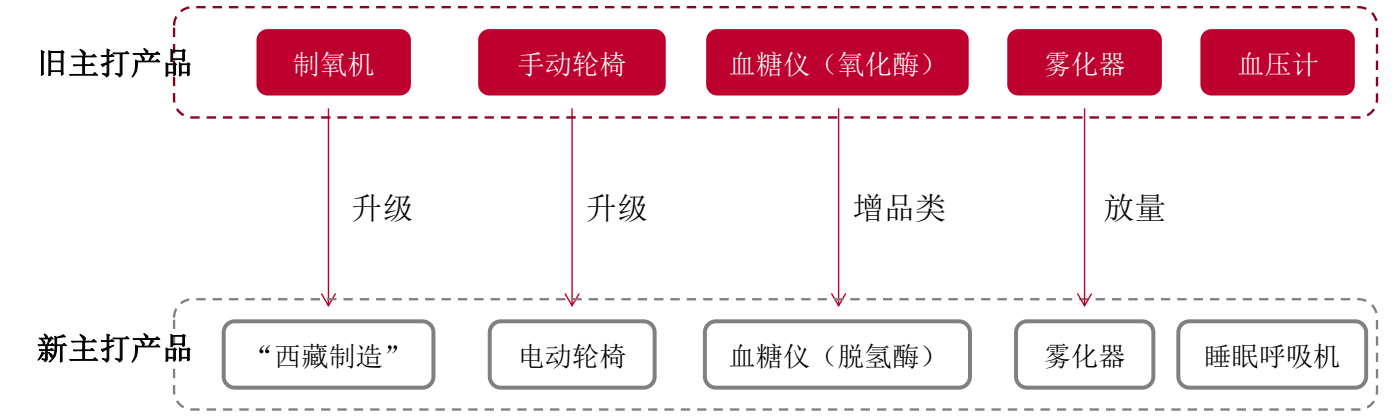
■ **产品升级换代，高端化延伸顺应消费升级趋势。**根据国家统计局数据显示，城镇居民人均可支配收入和消费性支出逐年增加，收入和支出的年增长率保持在 8%左右，超过 2016 年 GDP 增速（6.7%），居民消费由必需消费向可选消费迁移、由商品消费向服务消费迁移，消费升级趋势明显。公司为顺应消费升级趋势，对原有产品进行升级换代，其中血压计已经完成由水银血压计向电子血压计的升级，未来将会陆续实现电动轮椅对手动轮椅、血糖检测升级、制氧机高端化等换代；同时在新产品研发和上市推广上，睡眠呼吸机（2015 年上市）、新型制氧机、手机血糖仪等新产品将陆续推向市场。

图表 12：城镇居民人均可支配收入和消费性支出持续上升（单位：元）



来源：国家统计局，中泰证券研究所

图表 13：公司重点产品逐渐向高端化发展



来源：中泰证券研究所

新产品（睡眠呼吸机、电动轮椅等）顺应消费升级，有望快速上量

- **2016 年睡眠呼吸机销售近万台，价格、品牌优势有助于 2017 年迅速上量。**公司新产品睡眠呼吸机于 2015 年上市，2016 年开始市场推广，目前在售型号包含半自动和全自动两种，电商平台的价格为 3180 元和 4680 元（活动价 2580 元和 4180 元）。我们分别在天猫和京东上按销量排序、同品牌跳过原则，得到不同平台销量前五的品牌，其中鱼跃的全自动睡眠呼吸机在天猫上销量第一，同款在京东销量排在第四位。竞争品牌中除了可孚和瑞迈特，其他均为进口品牌。鱼跃的睡眠呼吸机在价格上高于国产品牌和美国凯迪泰，低于飞利浦伟康、瑞思迈、吉康传奇等。2016 年鱼跃的睡眠呼吸机预计销售 9400 台左右，预计贡献收入 2000 万元，我们认为 2017 年公司睡眠呼吸机有望继续凭借价格优势，借助自身品牌效应快速上量。

图表 14：鱼跃医疗睡眠呼吸机外观

来源：公司官网，中泰证券研究所

图表 15：鱼跃睡眠呼吸机特点

来源：公司官网，中泰证券研究所

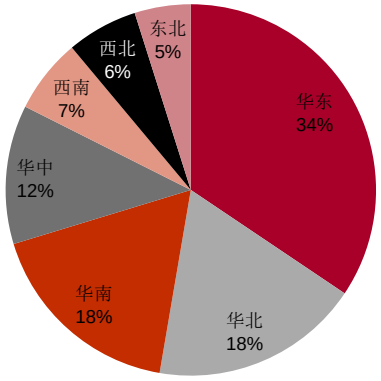
图表 16：电商平台各品牌按销量排序情况

	天猫		京东	
序号	品牌	价格（元）	品牌	价格（元）
1	鱼跃	4680	飞利浦伟康	6580
2	可孚	2980	瑞思迈	7800
3	飞利浦伟康	6580	瑞迈特	4180
4	凯迪泰	4380	鱼跃	4680
5	瑞思迈	7800	吉康传奇	6980

来源：天猫商城，京东商城，中泰证券研究所

- **手动轮椅升级电动轮椅，定位中高端市场满足国内发达地区需求。**公司预计在 2017 年推出电动轮椅车，在原有手动轮椅基础上，通过单手控制操作杆方向行驶，双电机后轮驱动和双电池刹车系统提高安全保障性。根据中国产业信息网的数据，2014 年华东、华北、华南三个区域电动轮椅的消费量占全国 70%左右，华东区高达 34%，可以看出电动轮椅的消费仍然集中在国内相对发达地区，根据鱼跃其他产品线（尤其是手动轮椅）的定价，通常是高于国产，低于进口，我们认为公司电动轮椅车可能定位中高端市场，有望满足国内发达地区需求。

图表 17：2014 年中国电动轮椅消费区域分布

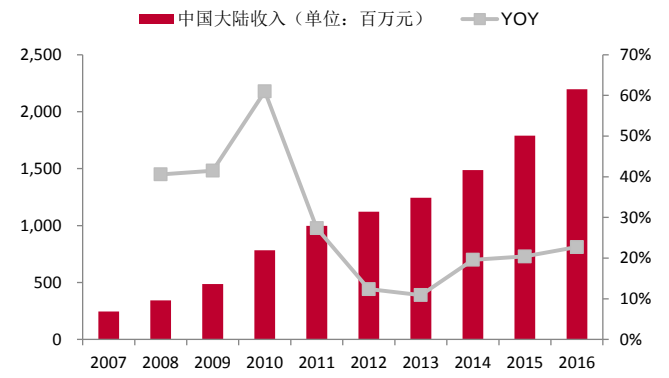


来源：中国产业信息网，中泰证券研究所

“德国制造”定位高端市场，制氧机进藏有望再升级

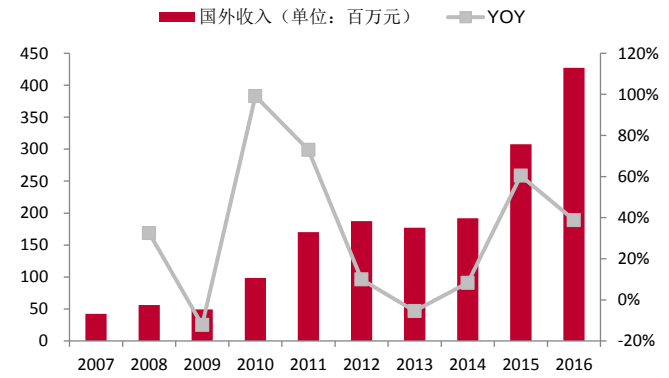
- **海外 OEM 转向自主品牌推广，“德国制造”有望打入国内高端器械市场。**公司于 2016 年 4 月 14 日，以不超过 1000 万欧元自筹资金在德国图特林根市设立全资子公司，此前公司的海外业务多以 OEM 为主，依赖于订单数量，每年销售收入波动较大，2013 年出口主要产品制氧机受老品规去库存，产品规格推新影响，整体销售收入下降，国外销售影响最大。近年来公司开始在国际上推自主品牌，主要品种制氧机等均已拿到了 FDA 和 CE 的认证，虽然在越南、泰国、等地区设有专卖店，但是由于东南亚地区消费能力较弱，整体销售量并不大。此次设立鱼跃德国公司，将作为鱼跃在欧洲的研发中心和制造中心，引入德国先进生产工艺，生产“德国制造”产品销往国内高端市场，同时还将作为鱼跃在欧洲商务拓展中心，寻找高性价比的并购机会。

图表 18：鱼跃医疗近年来年国内销售增速趋于稳定



来源：wind，中泰证券研究所

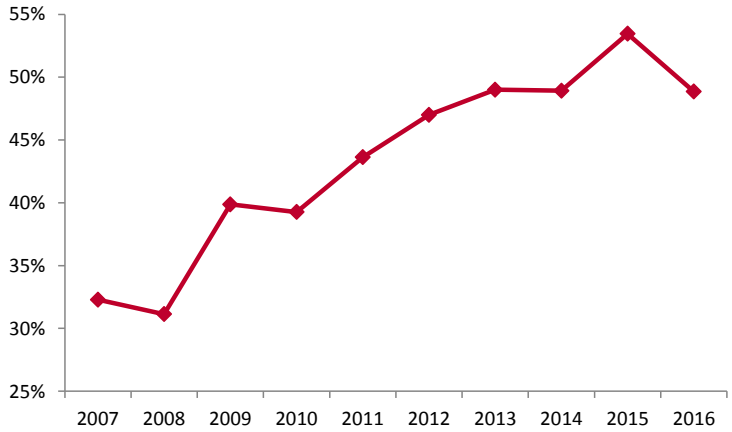
图表 19：鱼跃医疗海外收入波动较大



来源：wind，中泰证券研究所

- **西藏政府订单有望提高公司制氧机业务毛利率和净利率，增设子公司开发升级版高原制氧机，广告效应有望进一步提高制氧机的销量。**公司已于 2016 年 6 月以 400 万与西藏江苏商会的几个自然人合资设立子公司（占比 40%），主要负责高原氧设备的销售业务。2016 年 11 月，又以 2 亿元设西藏子公司，主要负责高原制氧设备的研发和生产业务。
  - 西藏地区人口较少，制氧机个人订单几乎没有，多为政府或军区的弥散式供氧订单，弥散式制氧系统就是一种通过提高密封空间（比如卧室、办公室等）的氧含量（氧浓度）来改善人体所在的外环境，从而达到改善人体呼吸内环境，促进代谢过程良性循环的作用。公司自 2014 年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，2015 年公司制氧机业务毛利率由 2014 年的 49% 提高到 53%（电商平台由于价格低，毛利率偏低，虽然 2016 年制氧产品毛利率回落，并不改长期毛利率上升趋势）。目前公司订单包括西藏农业银行拉萨十七个营业部大厅，援藏干部宿舍，西藏金融城大楼等，**我们预计 2016 年西藏地区销售收入 3700 万元，由于竞争弱、价格高，且费用低，净利润有望达到 1500 万元，净利率超过 40%，随着订单逐步落地，对 2017 年整体制氧机业务的利润率由较大的提升作用。**

图表 20：制氧机毛利率变化情况



来源：wind，中泰证券研究所

- 高原地区气压较低，对制氧机的压缩机要求较高，在西藏设立研发生产分公司，可以避免原研发场地由于模拟高原外环境条件带来的系统性偏差。**由于西藏地区制氧机的个人购买力较低，我们认为高原版的新型制氧机将作为高端配置款在其他地区销售，“高原适用”有望带来较强的广告效应，为制氧机业务带来新的增量市场。**

线上渠道发展迅猛，品牌价值进一步深化

OTC+医院，线下渠道基本完善

- **院内外全方位拓宽延伸销售渠道。**公司营销团队分为两大体系：家用医疗体系和临床医疗体系，截止至 2016 年底，家用医疗体系拥有 400 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；与此同时，在完成对中优医药的收购后，公司完成了护理类耗材医院团队的筹建，护理类耗材、手术器械、中医器械和消毒产品几大领域的销售团队共同构建鱼跃的医院临床营销平台。

图表 21：深圳鱼跃健康之家

来源：公司官网，中泰证券研究所

图表 22：上海第一医药商店鱼跃专柜

来源：公司官网，中泰证券研究所

- **牵手九州通，强化医院渠道。**公司于 2016 年 8 月 8 日与九州通设立合资公司（公司占 40%），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（HPD），完成医院院内大数据管理平台的构建，实现物资集中精细管理、院内物流统一配送，有助于扩大公司在医院临床市场的深度和广度，并结合公司现有医院渠道进一步提高医用临床产品的市场份额。

线上发展迅猛，品牌化消费趋势有望拉动电商渠道持续快速增长

- **2014-2016 年电商平台 CAGR 约 70%。**公司于 2013 年新设电子商务部，并在天猫、京东等主要电商平台设立公司品牌旗舰店，主要产品包括制氧机、电子血压计、血糖仪、轮椅车、雾化器和健康产品等，同时为满足网络消费年轻化趋势，电商平台产品在外观、性能等方面与线下产品有区别。

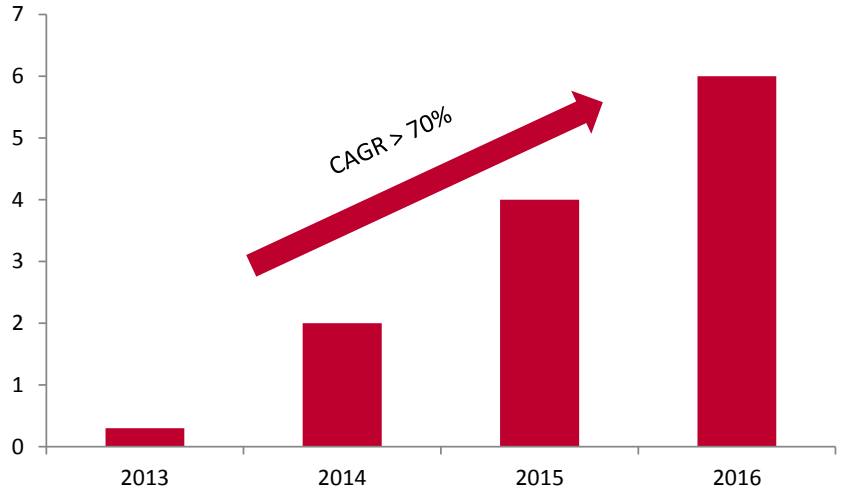
图表 23：鱼跃医疗天猫旗舰店

来源：天猫商城，中泰证券研究所

图表 24：鱼跃医疗京东旗舰店

来源：京东商城，中泰证券研究所

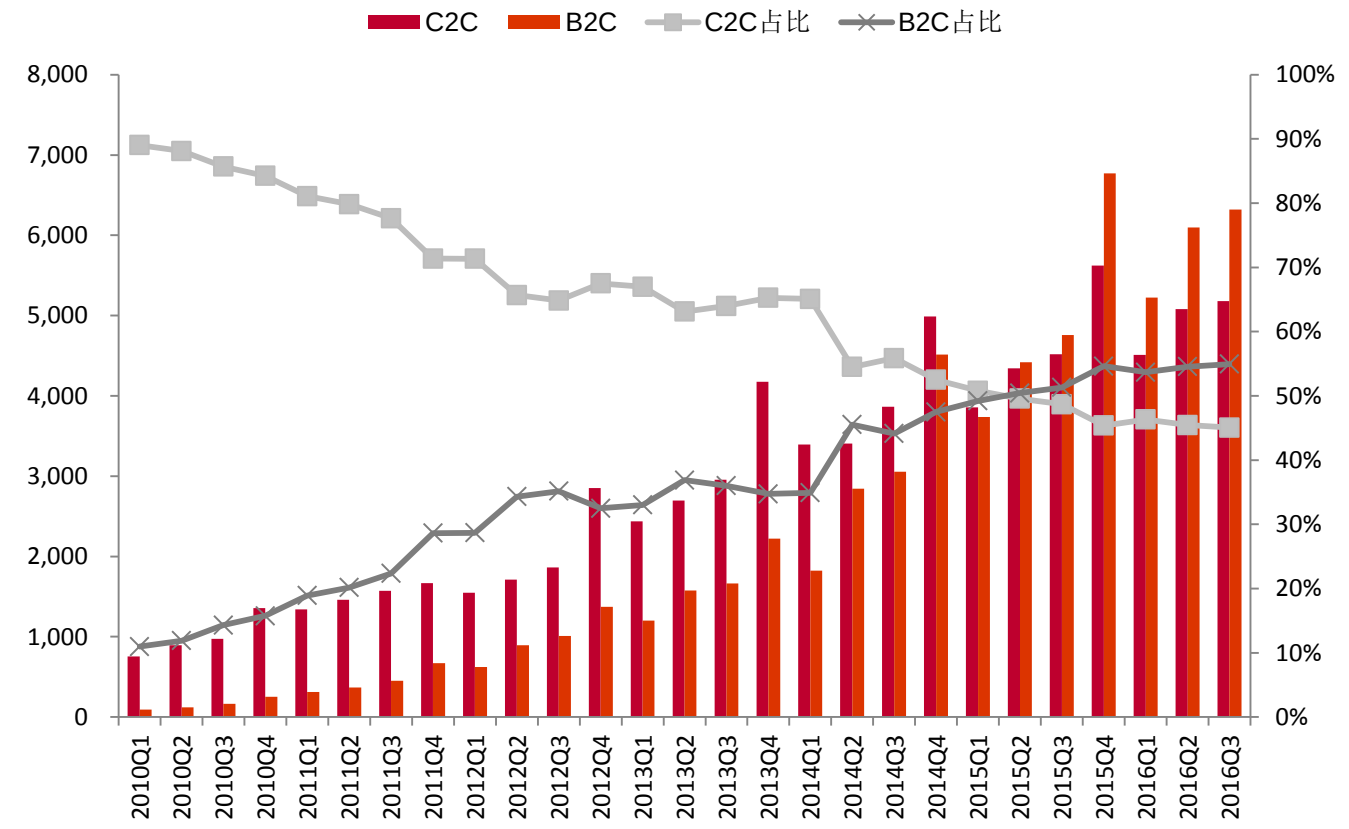
图表 25：2014-2016 年电商平台 CAGR 约 70%（单位：亿元）



来源：公司年报，中泰证券研究所

- **网络购物逐渐以 B2C 为主导，品牌化战略有助于公司线上经营的可持续发展。**根据艾瑞咨询数据，网络购物可分为 B2C（如天猫商城、京东商城等厂家直销模式）和 C2C（如淘宝网等，个人销向个人）。电商发展初期，C2C 占据绝对优势，占网络购物 90%的份额，随着生产企业对电商平台的重视，B2C 模式在各大平台逐渐壮大，同时深受产品质量困扰的消费者意识到品牌价值的重要性，B2C 在网络购物中的占比于 2015 年超过 C2C，目前占有 55%左右的份额。**我们认为网络购物向 B2C 倾斜侧面说明了线上消费的品牌化，鱼跃医疗始终坚持的品牌化策略有助于未来公司电商平台的持续快速发展。**2014 年公司与顶级品牌设计公司 Interbrand 合作，定稿鱼跃医疗视觉识别指导手册，同时与顶级品牌传播公司奥美公司合作，拍摄了制氧机、电子血压计等核心产品的 TVC 广告及微电影，并确定以核心产品为品牌传播切入点的品牌策略，不断的提升员工、客户、消费者对公司品牌的认知、认同，2014 年 8 月 15 日公司广告在央视首播。

图表 26：B2C 占比自 2015 年开始超过 C2C（单位：亿元）



来源：中泰证券研究所

图表 27：家用制氧机平面广告

来源：苏宁易购，中泰证券研究所

图表 28：电子血压计平面广告

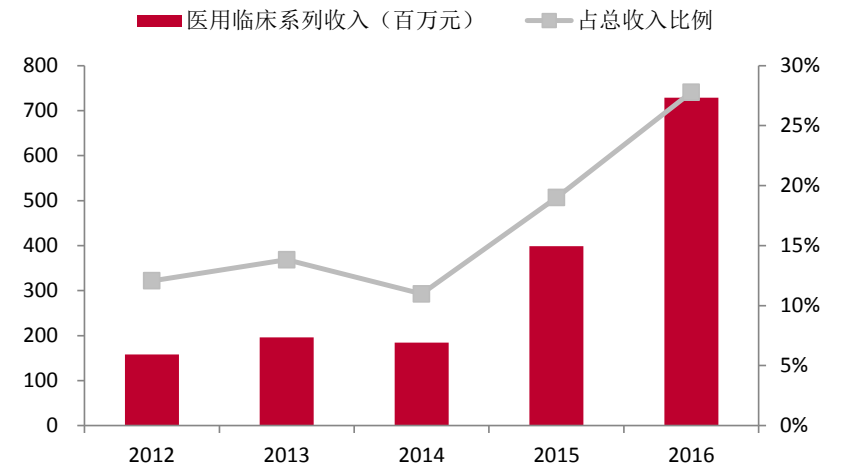
来源：京东，中泰证券研究所

整合上械、中优完善医用临床布局

- 公司自 2009 年开始进入医用临床领域，通过并购获得针灸针等产品，由于产品单一，2014 年以前一直维持在 10-15%左右的收入占比，2015

年公司收购上械集团，大幅增加医用临床产品品类，2015-2016 年医用临床收入占比持续快速上升，截止 2016 年底，占总收入近 30%，同时公司于 2016 年底再次收购医用领域的中优医药，进一步完善院内产品布局，未来有望通过公司较强的并购整合能力，提高公司在院内的渠道协同作用，公司也将由以家用器械为主加速向“家用+医用”器械平台化方向转型。

图表 29：医用临床系列占比逐渐增加



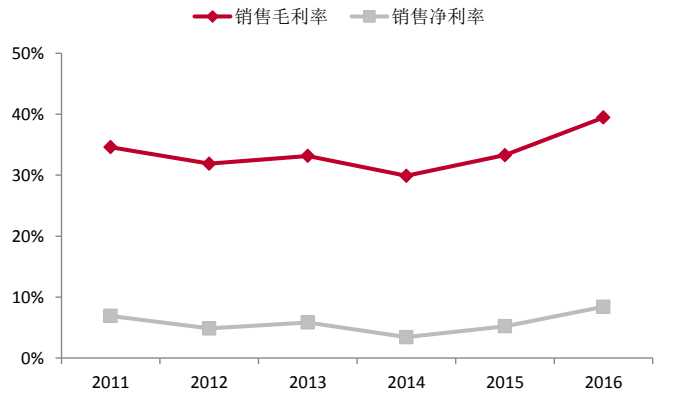
来源：公司历年年报，中泰证券研究所

- **参考万东医疗整合情况，上械集团利润率有望大幅提高。**2015 年 6 月，公司拟以自有资金人民币 70,000 万元收购上械集团 100%股权，主营手术器械（国内龙头）、卫生材料及辅料、药用膏贴等，上械集团重点子公司为上海医疗器械（集团）有限公司手术器械厂，拥有 540 个注册证，是市场上手术器械品类较全的企业，通常医院在选择手术器械时倾向于成套购买，然后零配其他缺失品种，因此上械在产品种类上具有较强优势。上械集团于 2015 年 7 月并表，2014 年由于上卫进行 GMP 车间改造停产 8 个月导致亏损，2015 年起净利率逐渐回升，2016 年上半年恢复到原有 10%的利润水平。参考鱼跃科技对万东医疗的整合情况，可以看到万东医疗自 2015 年被鱼跃科技收购后 2016 年毛利率较 2014 年提高近 10 个百分点，净利率较 2014 年提高近 5 个百分点，对比来说，**我们认为上械集团的盈利能力还有提升空间，销售规模仍未恢复到历史平均水平（6-7 亿左右），未来有望成为鱼跃新的收入和利润增长点。**

图表 30：上械集团净利率逐渐回升

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 31：万东医疗利润率自 2015 年开始回升



来源：wind，中泰证券研究所

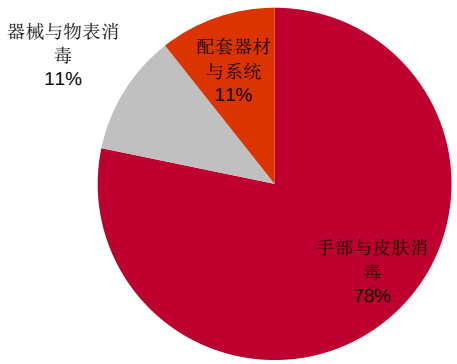
图表 32：上械集团经营状况预测（单位：百万元）

	2013	2014	2015E	2016	2017E	2018E	2019E
收入	746.84	637.63	588.98	598.62	652.50	743.85	855.42
YOY		-14.62%	-7.63%	1.64%	9.00%	14.00%	15.00%
净利润	72.45	-34.70	46.10	42.42	52.20	66.95	85.54
净利率	9.70%	-5.44%	7.83%	7.09%	8.00%	9.00%	10.00%

来源：公司公告，中泰证券研究所

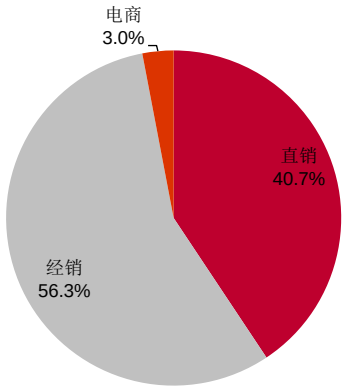
- **收购消毒领域龙头中优医药，进一步完善医用临床产品线。**2016 年 11 月，公司拟以 8.63 亿元现金收购上海中优医药 61.6225%的股份（整体估值 14 亿，对应 2015 年 27 倍），2017-2019 年业绩承诺（扣非，达标 80%）：9200 万、1.12 亿和 1.42 亿，专注从事医用清洁消毒、工业清洗消毒及个人护理类产品的研发、生产和销售，属于传染病防控与感染控制的细分领域，主要业务是手部与皮肤消毒产品、器械与物表消毒产品、消毒配套器材与系统的销售收入，其中手部与皮肤消毒产品占营业收入 78%左右。根据中优医药转让说明书所述，近年来中国医院感染控制消毒产业以 20-30%的速度有序增长，**我们认为公司收购中优医药，将进一步补充公司的产品线，其中消毒业务可与上械协同，拓展医院供应外包业务，同时公司的 OTC 渠道有助于中优医药个人护理类业务的发展，我们预计未来中优医药收入端有望维持 20-25%的增长。**

图表 33：2016 年 1-4 月中优医药业务收入占比



来源：中优医药转让说明书，中泰证券研究所

图表 34：2016 年 1-4 月中优医药不同渠道收入占比



来源：中优医药转让说明书，中泰证券研究所

图表 35：中优医药经营状况预测（单位：百万元）

	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
收入	251.41	282.73	347.62	409.09	509.09	645.45
YOY		12.46%	22.95%	17.68%	24.44%	25.00%
净利润	26.07	50.98	73.00	90.00	112.00	142.00
净利率	10.37%	18.03%	21.00%	22.00%	22.00%	22.00%

来源：公司公告，中泰证券研究所

盈利预测与估值

盈利预测

- 我们预计 2017-19 年公司收入 34.28、41.18、49.73 亿元，同比增长

30.20%、20.13%、20.77%，归属母公司净利润 6.78、8.52、10.66 亿元，同比增长 35.61%、25.61%、25.13%，对应 EPS 为 1.02、1.27、1.60。

- 假设一：公司营业税金及附加占营业收入百分比不变；
- 假设二：公司各项业务毛利率变化趋势不同，其中家用器械端由于电商占比增加，导致毛利率下降，制氧系列受西藏地区快速增长影响，价格高且稳定，毛利率逐渐升高，公司整体毛利率稳定在 39-40%之间。
- 对期间费用和所得税的假设：
  - 销售费用率方面，电商平台销售费用低，西藏地区多为政府项目，费用率相对较低，因此整体销售费用率降低。
  - 管理费用率方面，公司研发投入占营收占比基本稳定在 7-8%左右，电商和西藏业务占比提升的同时，管理费用率逐渐降低。
  - 财务费用率：公司于 2016 年完成定增，募集 26 亿现金，同时收入端的快速增长使得现金流入增多，银行存款利息收入有较大增加，带来财务费用的降低。
  - 所得税：我们认为未来三年将保持在 12.4%。

图表 36：鱼跃医疗产品分拆预测（单位：百万元）

	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
康复护理系列（家用医疗）								
收入	710.70	840.91	943.51	948.01	1,037.96	1193.65	1432.38	1718.86
YOY	1.76%	18.32%	12.20%	0.48%	9.49%	15.00%	20.00%	20.00%
% 总收入	*54.32%*	*59.20%*	*56.21%*	*45.19%*	*39.55%*	*34.82%*	*34.79%*	*34.56%*
毛利	221.34	270.11	326.08	309.56	345.90	370.03	444.04	515.66
% 总毛利	*45.42%*	*45.03%*	*42.20%*	*37.04%*	*34.10%*	*27.32%*	*26.82%*	*25.66%*
毛利率(%)	31.14%	32.23%	34.56%	32.65%	33.33%	31.00%	31.00%	30.00%
医用供氧系列（呼吸+供氧）								
收入	439.74	383.31	550.91	751.23	857.17	1002.89	1203.47	1444.16
YOY	24.32%	-12.83%	43.72%	36.36%	14.10%	17.00%	20.00%	20.00%
% 总收入	*33.61%*	*26.98%*	*32.82%*	*35.81%*	*32.66%*	*29.26%*	*29.23%*	*29.04%*
毛利	206.66	186.83	269.48	401.55	418.75	496.43	601.73	722.08
% 总毛利	*42.41%*	*31.15%*	*34.87%*	*48.05%*	*41.28%*	*36.65%*	*36.35%*	*35.93%*
毛利率(%)	47.00%	49.00%	48.92%	53.45%	48.85%	49.50%	50.00%	50.00%
医用临床系列								
收入	157.92	196.30	184.16	398.70	729.06	822.07	972.77	1164.47
YOY	36.33%	24.30%	-6.18%	116.50%	82.86%	12.76%	18.33%	19.71%
% 总收入	*12.07%*	*13.82%*	*10.97%*	*19.00%*	*27.78%*	*23.98%*	*23.62%*	*23.42%*
毛利	59.32	75.98	75.11	124.56	249.67	283.61	350.20	442.50
% 总毛利	*12.17%*	*12.67%*	*9.72%*	*14.91%*	*24.61%*	*20.94%*	*21.15%*	*22.02%*
毛利率(%)	37.56%	38.79%	40.79%	31.24%	34.25%	34.50%	36.00%	38.00%
上械				294.49	598.62	652.50	743.85	855.42
YOY					103.27%	9.00%	14.00%	15.00%
其他				104.21	130.44	169.57	228.92	309.04
YOY					25.17%	30.00%	35.00%	35.00%
中优医药								
收入		251.41	282.73			409.09	509.09	645.45
YOY							24.44%	26.79%
毛利		66.88	102.07			204.55	259.64	329.18
毛利率(%)		26.60%	36.10%			50%	51%	51%
净利润		26.07	50.98			90	112	142
净利率		10.37%	18.03%			22%	22%	22%
总计								
总收入	1,308.36	1,420.52	1,678.58	2,097.94	2,624.19	3,427.70	4,117.71	4,972.94
YOY	12.02%	8.57%	18.17%	24.98%	29.75%	30.62%	20.13%	20.77%
毛利	487.3	599.8	772.7	835.7	1,014.3	1,354.6	1,655.6	2,009.4
毛利率(%)	37.25%	42.22%	46.04%	39.83%	38.65%	39.52%	40.21%	40.41%

来源：中泰证券研究所

图表 40：鱼跃医疗期间费用率和所得税率假设（百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业费用	-148	-169	-203	-261	-305	-338
%销售收入	*8.8%*	*8.0%*	*7.7%*	*7.6%*	*7.4%*	*6.8%*
管理费用	-216	-269	-275	-353	-412	-482
%销售收入	*12.8%*	*12.8%*	*10.4%*	*10.3%*	*10.0%*	*9.7%*
财务费用	3	-3	18	37	45	55
%销售收入	*-0.2%*	*0.1%*	*-0.7%*	*-1.1%*	*-1.1%*	*-1.1%*
所得税	-36	-41	-71	-96	-121	-151
所得税率	*10.7%*	*10.1%*	*12.4%*	*12.4%*	*12.4%*	*12.4%*

来源：公司历年年报，中泰证券研究所

投资建议

- 我们选取 A 股医疗器械行业中与公司产品线有重合的公司作为可比公司，平均估值在 43X2016PE、32X2017PE，目前公司股价对应 2017 年 32 倍 PE，**考虑到公司内生产品增速稳定，外延并购标的趋势向好，再加上公司未来仍有继续外延丰富产品线的预期，我们给予公司 2017 年 35-40 倍 PE，公司的估值区间为 35-40 元，首次覆盖，给予“买入”评级。**

图表 37：可比公司估值

股票代码	公司名称	营收（2015）	近3年营收 CAGR(%)	净利润（2015）	近3年净利润 CAGR(%)	净利率	PE(2016)	PE(2017)	PE(2018)	总市值
300003	乐普医疗	2,768.72	45.75	520.89	8.91	18.8%	48.2	35.3	26.9	321.4
300298	三诺生物	795.84	19.89	114.50	3.70	14.4%	44.6	36.1	25.0	65.7
300273	和佳股份	791.05	3.42	107.63	-5.09	13.6%	33.7	23.6	17.0	100.2
600587	新华医疗	7,554.44	34.21	362.38	19.81	4.8%	36.2	30.0	21.7	81.4
平均值							40.7	31.2	22.7	

来源：wind（截止至 2017 年 4 月 19 日，营收利润单位为百万元，市值单位为亿元），中泰证券研究所

风险提示

- **产品推广不达预期风险。**公司产品价格处于国产和进口之间，同时部分新品种比如睡眠呼吸机、电动轮椅等渗透率较低，可能存在市场推广不急预期的风险。
- **外延并购整合不大预期风险。**公司当前采用内生+外延的战略，近年来并购次数增多，可能存在整合失败或不达预期的风险，对未来业绩带来影响。

图表 38：鱼跃医疗财务报表预测

损益表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	**1,682**	**2,104**	**2,633**	**3,428**	**4,118**	**4,973**
增长率	*18.08%*	*25.1%*	*25.1%*	*30.2%*	*20.1%*	*20.8%*
营业成本	-1,009	-1,266	-1,614	-2,073	-2,462	-2,964
% 销售收入	*60.0%*	*60.2%*	*61.3%*	*60.5%*	*59.8%*	*59.6%*
毛利	672	838	1,019	1,355	1,656	2,009
% 销售收入	*40.0%*	*39.8%*	*38.7%*	*39.5%*	*40.2%*	*40.4%*
营业税金及附加	-13	-19	-32	-41	-50	-60
% 销售收入	*0.8%*	*0.9%*	*1.2%*	*1.2%*	*1.2%*	*1.2%*
营业费用	-148	-169	-203	-261	-305	-338
% 销售收入	*8.8%*	*8.0%*	*7.7%*	*7.6%*	*7.4%*	*6.8%*
管理费用	-216	-269	-275	-353	-412	-482
% 销售收入	*12.8%*	*12.8%*	*10.4%*	*10.3%*	*10.0%*	*9.7%*
息税前利润（EBIT）	295	380	509	700	889	1,129
% 销售收入	*17.5%*	*18.1%*	*19.3%*	*20.4%*	*21.6%*	*22.7%*
财务费用	3	-3	18	37	45	55
% 销售收入	*-0.2%*	*0.1%*	*-0.7%*	*-1.1%*	*-1.1%*	*-1.1%*
资产减值损失	-13	-4	-9	-7	-4	-10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	2	23	15	14	14
% 税前利润	*0.1%*	*0.6%*	*4.0%*	*1.9%*	*1.4%*	*1.1%*
营业利润	285	375	541	745	944	1,189
营业利润率	*16.9%*	*17.8%*	*20.5%*	*21.7%*	*22.9%*	*23.9%*
营业外收支	49	32	32	32	32	32
税前利润	**334**	**408**	**573**	**777**	**976**	**1,221**
利润率	*19.8%*	*19.4%*	*21.7%*	*22.7%*	*23.7%*	*24.5%*
所得税	-36	-41	-71	-96	-121	-151
所得税率	*10.7%*	*10.1%*	*12.4%*	*12.4%*	*12.4%*	*12.4%*
净利润	298	367	502	680	855	1,069
少数股东损益	1	2	1	2	3	3
归属于母公司的净利润	**297**	**364**	**500**	**678**	**852**	**1,066**
净利率	*17.7%*	*17.3%*	*19.0%*	*19.8%*	*20.7%*	*21.4%*

现金流量表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	298	367	502	680	855	1,069
少数股东损益	0	0	0	2	3	3
非现金支出	55	63	78	68	62	65
非经营收益	-2	-7	-38	-44	-44	-44
营运资金变动	-145	120	135	-235	-116	-220
经营活动现金净流	**206**	**543**	**677**	**472**	**760**	**875**
资本开支	146	164	76	-41	-51	-58
投资	-11	-461	-951	0	0	0
其他	0	38	37	15	14	14
投资活动现金净流	**-157**	**-588**	**-990**	**56**	**65**	**72**
股权募资	0	0	2,530	0	0	0
债权募资	47	148	-115	-53	0	0
其他	-55	-5	-225	-4	-270	-2
筹资活动现金净流	**-8**	**142**	**2,191**	**-57**	**-270**	**-2**
现金净流量	**41**	**98**	**1,878**	**471**	**555**	**944**

资产负债表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	364	461	2,339	2,808	3,361	4,302
应收款项	804	818	855	1,131	1,285	1,545
存货	302	403	380	426	492	568
其他流动资产	121	138	1,059	1,085	1,107	1,135
流动资产	1,590	1,820	4,634	5,450	6,244	7,550
% 总资产	*74.4%*	*62.2%*	*79.8%*	*83.1%*	*85.9%*	*88.9%*
长期投资	7	103	119	119	119	119
固定资产	429	463	513	469	411	349
% 总资产	*20.1%*	*15.8%*	*8.8%*	*7.2%*	*5.6%*	*4.1%*
无形资产	101	511	507	483	464	444
非流动资产	548	1,106	1,174	1,105	1,028	947
% 总资产	*25.6%*	*37.8%*	*20.2%*	*16.9%*	*14.1%*	*11.1%*
资产总计	**2,138**	**2,926**	**5,807**	**6,555**	**7,273**	**8,496**
短期借款	50	218	53	0	0	0
应付款项	286	440	532	640	751	892
其他流动负债	8	39	54	332	85	98
流动负债	345	696	638	972	836	990
长期贷款	20	0	50	50	50	50
其他长期负债	12	97	188	188	188	188
负债	**377**	**794**	**876**	**1,210**	**1,074**	**1,228**
普通股股东权益	1,750	2,116	4,910	5,321	6,173	7,239
少数股东权益	11	16	22	24	26	29
负债股东权益合计	**2,138**	**2,926**	**5,807**	**6,555**	**7,273**	**8,496**

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益(元)	0.559	0.623	0.749	1.015	1.275	1.595
每股净资产(元)	3.292	3.618	7.346	7.961	9.236	10.832
每股经营现金净流(元)	0.387	0.929	1.013	0.703	1.134	1.304
每股股利(元)	0.000	0.000	0.400	0.400	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	16.97%	17.22%	10.19%	12.75%	13.80%	14.73%
总资产收益率	13.89%	12.45%	8.61%	10.35%	11.72%	12.55%
投入资本收益率	17.99%	18.88%	17.17%	24.62%	27.91%	33.86%
增长率						
营业总收入增长率	18.08%	25.09%	25.14%	30.20%	20.13%	20.77%
EBIT增长率	14.49%	28.89%	33.94%	37.42%	27.12%	26.92%
净利润增长率	15.09%	22.67%	37.30%	35.61%	25.61%	25.13%
总资产增长率	18.40%	36.83%	98.49%	12.87%	10.96%	16.83%
资产管理能力						
应收账款周转天数	86.2	87.7	78.6	78.6	72.0	71.5
存货周转天数	107.6	101.6	88.6	75.0	73.0	70.0
应付账款周转天数	79.6	77.6	73.1	73.0	71.0	70.0
固定资产周转天数	87.4	75.1	62.9	44.1	31.0	21.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-16.66%	-11.43%	-45.36%	-51.61%	-53.40%	-58.50%
EBIT利息保障倍数	-103.2	133.5	-28.6	-18.8	-20.0	-20.4
资产负债率	17.62%	27.13%	15.09%	18.47%	14.76%	14.45%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。