



## 鹿得医疗 832278：领跑海外市场的家用医疗器械生产商

2017年05月22日

### 投资要点

#### 1. 家用医疗器械行业前景良好，中国市场潜力巨大

近几年全球家用医疗器械行业规模持续扩张，年复合增长率为 6.7%，高于同一时期全球经济增长率。中国市场的发展更加迅速，2011-2015 年间，国内家用医疗器械行业规模由 176.6 亿元上升至 480 亿元，年复合增速高达 22%，远高于同期医疗器械行业整体平均 11% 的增长率。但相对于发达国家，我国家用医疗器械行业发展相对落后，美国家用医疗器械市场的人均消费水平为国内的 20-30 倍，发达国家的医药和医疗设备消费比例约为 1:1.02，而我国仅为 1:0.19。由于我国人口老龄化趋势增强，2015 年 60 岁以上人口占总人口比重已经超过了 14%，这一人口年龄结构变化将导致我国对家用医疗器械的需求水平进一步提高。

#### 2. 公司产品线丰富，打造“互联网+家庭健康”特色平台

公司的主要产品有机械血压表、电子血压计、雾化器、听诊器，并于 2015 年新增冲牙器标准化生产线，在家用口腔清洁领域取得突破。机械血压表和听诊器技术突破走进利润区，“雾化诊疗”模式成为未来亮点之一。公司于 2015 年建立智慧健康管理平台“西恩健康”APP，其目的在于打造“互联网+家庭健康”的指挥平台，实现健康数据共享，为消费者提供更完善的服务。

#### 3. 竞争优势

技术优势、质量优势、“雾化诊疗”模式先行者、“互联网+”模式

#### 4. 主要风险

国外市场风险、“互联网+”平台运行风险、技术开发风险

#### 5. 财务指标

##### 主要财务数据

(人民币万元)	2014	2015	2016	2016vs 2015	
				绝对值	%
营业收入	22,245	24,068	25,913	1,845	7.66%
主营业务毛利率	20.07%	23.10%	26.11%	3.01%	
EBITDA	1,339	2,448	2,464	16	0.65%
净利润	871	1,795	1,809	14	0.78%
每股净资产(元)	1.12	1.47	1.64	0.17	11.56%

##### 报告说明

本报告是第三届全国新三板价值分析大赛华东赛区二等奖获奖作品。新三板价值分析大赛是由新三板智库发起的全国性新三板专业投研分析赛事，每年举办一届，目的在于挖掘新三板最具投资价值企业，同时为市场培养一批未来的精英分析师。

##### 团队成员

队名：RICH

队员：李希博、陈雅婷、董文倩

##### 财务和价值指标

交易价格	
最新价格(元)	7.30
最近一年内股价波动(元)	6.91 ~ 8.00

##### 股本及市值

总股本(万)	853
流通股(万)	0
总值(万)	6,223

##### 主要风险

1. 国外市场风险
2. “互联网+”平台运行风险
3. 技术开发风险



## 目录

<b>1、行业分析：人口老龄化，医疗新方向，健康消费风口已至 .....</b>	<b>6</b>
1.1 行业简介 .....	6
1.1.1 医疗器械行业介绍.....	6
1.1.2 家用医疗器械行业介绍.....	6
1.2 行业发展现状.....	7
1.2.1 医疗器械行业发展现状.....	7
1.2.2 家用医疗器械行业发展现状 .....	9
1.3 行业发展前景.....	11
1.3.1 中国市场现实特点.....	11
1.3.2 中国家用医疗器械市场规模预测.....	14
1.3.3 中国家用医疗器械行业的 PEST 分析.....	15
1.4 产业链分析 .....	18
1.5 价值链分析 .....	19
1.6 行业竞争格局 .....	20
1.6.1 国际竞争态势复杂化.....	20
1.6.2 国内行业集中度较低.....	21
1.6.3 市场竞争充分 .....	22
1.6.4 中低端产品占有率高，中高端竞争力不足 .....	24
1.6.5 兼并收购活跃 .....	25
1.7 行业创新发展路径探索 .....	26
1.7.1 行业发展障碍 .....	26
1.7.2 行业发展对策 .....	27
<b>2、公司概述：家用医疗器械细分行业未来龙头 .....</b>	<b>29</b>
2.1 基本情况：匠心积淀廿余载，企业锋芒初显露.....	29
2.2 管理团队及组织架构：稳定的管理架构助力公司发展 .....	31
2.2.1 股权结构 .....	31
2.2.2 管理团队和公司成员：管理团队稳定，公司整体素质提升.....	32



2.3 商业模式：稳固公司传统运营模式，积极探索“智慧医疗”生态模式 .....	34
2.3.1 传统运营模式：“技术优势+产品生产+销售”模式 .....	34
2.3.2 打造“智慧医疗”生态模式 .....	36
2.4 公司主营业务和主要产品：雾化器成为未来亮点 .....	38
2.5 公司核心竞争力 .....	41
2.5.1 核心技术持续积累，研发实力雄厚，强势挺进创新层 .....	41
2.5.2 良好的客户关系助力公司发展 .....	42
2.5.3 优质品牌新形象 .....	43
2.5.4 质量管理优势 .....	44
2.6 主要竞争对手对比分析 .....	44
2.7 相关风险提示 .....	45
<b>3、财务分析 .....</b>	<b>46</b>
3.1 基本财务数据 .....	46
3.1.1 利润情况分析 .....	46
3.1.2 资产负债情况分析 .....	47
3.1.2 现金流量情况分析 .....	48
3.2 财务分析 .....	49
3.2.1 盈利能力分析 .....	49
3.2.2 偿债能力分析 .....	51
3.2.3 营运能力分析 .....	52
3.2.4 成长能力分析 .....	52



## 图表目录

图表 1 医疗器械的主要细分领域.....	6
图表 2 家用医疗器械分类.....	7
图表 3 2011-2015 年全球医疗器械行业规模.....	7
图表 4 2015 年全球前五大医疗器械公司规模及产品线.....	8
图表 5 中国医疗器械市场规模 .....	8
图表 6 全球家用医疗器械市场规模.....	9
图表 7 中国家用医疗器械市场规模.....	10
图表 8 中国医疗器械市场分类 .....	10
图表 9 家用医疗器械销售渠道 .....	11
图表 10 中国居民人均医疗保健支出.....	12
图表 11 中国老龄化人口规模及比例.....	13
图表 12 中国老龄人口分年龄段预测.....	13
图表 13 主要国家人均医疗器械消费 ( 美元 ) .....	14
图表 14 中国家用医疗器械行业规模预测 .....	15
图表 15 中国家用医疗器械行业 PEST 分析.....	17
图表 16 医疗器械行业的产业链分析.....	18
图表 17 医疗器械行业的波特五力模型 .....	18
图表 18 医疗器械行业的产业价值链分析.....	19
图表 19 医疗器械进口产品比.....	20
图表 20 2005-2015 年中国医疗器械进出口情况.....	21
图表 21 中国医疗器械生产企业和经营企业数量.....	22
图表 22 中国医疗器械和制药市场规模 ( 亿元 ) .....	23
图表 23 每百亿市场对应医疗器械和制药企业数量 ( 家 ) .....	23
图表 24 2015 年中国医疗器械十大品牌企业 .....	24
图表 25 我国医疗器械行业并购案例数量 .....	25
图表 26 公司做市商名单 .....	29
图表 27 鹿得医疗的发展历程 .....	30
图表 28 公司主要股东.....	31
图表 29 公司高层管理者名单 .....	32
图表 30 公司员工规模及学历结构 .....	32



图表 31 公司组织架构	33
图表 32 公司运营流程	34
图表 33 公司销售渠道和销售模式	35
图表 34 “智慧医疗”生态模式	36
图表 35 “西恩健康”APP	37
图表 36 深度合作企业	37
图表 37 西恩标准雾化治疗室、部分雾化产品	39
图表 38 公司产品展示厅	39
图表 39 公司产品介绍	40
图表 40 与 A 股上市公司同类产品对比	40
图表 41 公司荣誉	41
图表 42 产品核心技术优势	42
图表 43 公司合作伙伴	43
图表 44 产品口碑和售后保障	43
图表 45 A 股医疗器械企业与鹿得医疗的资本规模、资金募集情况对比	44
图表 46 公司近三年利润情况及增速	46
图表 47 公司近三年资产负债表情况及增速	47
图表 48 公司近三年现金流量情况及增速	48
图表 49 公司盈利能力指标的对比与分析	50
图表 50 公司偿债能力指标的对比与分析	51
图表 51 公司营运能力指标的对比与分析	52
图表 52 公司成长能力指标的对比与分析	53



## 1、行业分析：人口老龄化，医疗新方向，健康消费风口已至

### 1.1 行业简介

#### 1.1.1 医疗器械行业介绍

医疗器械是指直接或者间接用于人体的仪器、设备、器具、材料以及其它类似或者相关物品，包括所需要的计算机软件，其使用旨在实现对疾病的预防、诊断、治疗、监护、缓解，对损伤或者残疾的诊断、治疗、监护、缓解、补偿等目的。医疗器械细分领域众多，不同领域具有不同的技术和市场特点。按功能性划分，医疗器械可以分为诊断类、治疗类、保健类三大类。诊断类包括：物理诊断器具、化学诊断仪器、电生理诊断仪器、影像诊断设备等；治疗类包括手术器械、光学仪器、物理治疗及康复设备、监护类仪器、植入性耗材等；保健类主要指保健类器材，如按摩椅、吸氧机、轮椅等。

图表 1 医疗器械的主要细分领域

	分类	应用领域	市场特点
医用装备	高端	彩超、POCT（即时检验）、断层扫描、核磁共振、监护仪、血凝透析、肿瘤治疗等诊断、监护、治疗设备	国产产品在中低端有优势，进口替代空间广阔
	中低端	清洗及消毒灭菌设备、制氧机、真空采血管、心电图机等	竞争激烈
检测诊断		诊断试剂和仪器、独立实验室	盈利能力强，成长性好；基因测序发展空间巨大，竞争激烈
耗材	高端	心脏起搏器、支架、封堵器、骨科材料、关节器械、透析耗材、心血管介入耗材等	品类多，附加值高，行业起步阶段，空间大
	中低端	注射器、输液器、纱布、采血管、医用手套、针管等	竞争激烈
家庭护理	低端为主	血糖仪、血压计、体温计、轮椅、按摩椅等，未来可延伸至可穿戴设备、移动医疗	品类多，整体空间市场大，但单品附加值不高
制药装备		冻干、包装、洗烘灌设备等	类机械行业，产品更新速度慢

资料来源：中国产业信息网

#### 1.1.2 家用医疗器械行业介绍



在医疗器械行业中家用医疗器械现在越来越重要，这一类医疗器械主要是指适于公众在院外使用，安全可靠、操作简单、体积小、携带方便的以检测、治疗、保健及康复为目的的医疗器械，比较常用的家用医疗器械包括机械血压表、电子血压计、血糖仪、牵引器、助听器、制氧机、体温计及各种理疗、康复仪器设备等。

图表 2 家用医疗器械分类

分类	具体介绍
家庭保健器材	疼痛按摩器材、家庭保健自我检测器材、血压计、电子体温表、多功能治疗仪、血糖仪、视力改善器材、睡眠改善器材、口腔卫生健康用品、成人家庭保健器材、脂肪测量仪、家用药箱。
家庭用保健按摩产品	电动按摩椅/床；按摩棒；按摩锤；按摩枕；按摩靠垫；按摩腰带；气血循环机；足浴盆；足底按摩器；手持式按摩器、按摩浴缸、甩脂腰带；治疗仪；足底理疗仪；减肥腰带；汽车坐垫；揉捏垫；按摩椅；丰胸器；美容按摩器。
家庭医疗康复设备	治疗仪器，颈椎治疗仪，家用颈椎腰椎牵引器、牵引椅、理疗仪器、睡眠仪、按摩仪、功能椅、功能床，支撑器、医用充气气垫；制氧机、煎药器、助听器。
家庭护理设备	家庭康复护理辅助器具、女性孕期及婴儿护理产品、家庭用供养输气设备；氧气瓶、氧气袋、家庭急救药箱，卧床大小便护理仪。

资料来源：中国产业信息网

## 1.2 行业发展现状

### 1.2.1 医疗器械行业发展现状

#### (1) 全球医疗器械行业

图表 3 2011-2015 年全球医疗器械行业规模



资料来源：欧盟医疗器械委员会



尽管近年来全球经济增长乏力，但是**全球医疗器械产业持续平稳增长**。欧盟医疗器械委员会的统计数字显示，2015 年全球医疗器械销售规模为 3903 亿美元，2011-2015 年全球医疗器械销售规模稳步增长，复合增长率 (CAGR) 为 2.40%，属于相对成熟的行业。

全球排名前十的医疗器械公司有强生、美敦力、GE、西门子等知名企业，其产品线涵盖了医疗器械的大部分领域。排名前五的企业产品线基本不重合，并不直接竞争，是各自领域的龙头。

**图表 4 2015 年全球前五大医疗器械公司规模及产品线**

公司	国家	收入(亿美元)	产品线
强生	美国	2584	外科缝合、微创外科系列产品、心血管介入产品、消毒灭菌产品、骨科产品
美敦力	美国	2313	心率调节器、心血管支持产品、药物传输系统、电疗产品
GE	美国	1803	CT、MRI、PET、B 超等各种医学影像设备及病人监护产品等
费森尤斯	德国	1698	透析系列产品
百特国际	美国	1633	血细胞分离技术与产品系统、全自动血浆采集系统、输液系列产品、腹膜及血液透析产品

数据来源：wind 资讯

## ( 2 ) 中国医疗器械行业

随着我国经济水平的不断提高、居民收入的不断增加，**国内居民开始越来越重视医疗健康和身体保健**，再加上近年来国家政策的积极引导，**我国医疗器械产品需求稳定增长，目前医疗器械产业整体仍处于快速发展阶段**。中国医疗器械市场销售规模由 2001 年的 179 亿元增长到 2015 年的 3080 亿元，剔除物价因素影响，15 年间增长了约 17.21 倍，2011-2016 年中国医疗技术与医疗器械行业收入的年平均复合增长率 (CAGR) 高达 20.7%，远高于全球平均增速。



图表 5 中国医疗器械市场规模



资料来源：中国医疗器械发展协会



据中国医药物资协会医疗器械销售分会抽样调查统计，2016 年中国医疗器械市场销售规模约 3700 亿元，比 2015 年度的 3080 亿元增长了 620 亿元，增长率约为 20.13%，预计 2019 年市场规模将达到 6,000 亿左右。

从销售渠道来看，医疗器械的电子商务渠道发展态势良好。2016 年仅 B2C 销售规模超过 108 亿元。家用医疗器械在天猫医药馆的销量从 2015 年的 23 亿元到 2016 年升至 30.7 亿元，增幅为 33.4%。天猫医疗器械 2016 年 top5 大品类及销售占比分别为：血压计(20.00%)、血糖用品(16.65%)、轮椅(8.46%)、雾化器(7.27%)和理疗仪(5.61%)。随着人口老龄化及三高慢病发病率的年轻化趋势，血压计、血糖仪仍牢牢占据前两名位置，并在相当大程度上决定着店铺总销售状况。以天猫医疗器械的血压计品类为例，从客单价、增长幅度、交易指数来分析，2016 年第 4 季度，康复之家在天猫医药馆增长最快，仅欧姆龙 7200 这一单品月销就突破千万元，排名第一。

### 1.2.2 家用医疗器械行业发展现状

#### (1) 全球家用医疗器械行业

图表 6 全球家用医疗器械市场规模



资料来源：BCC research

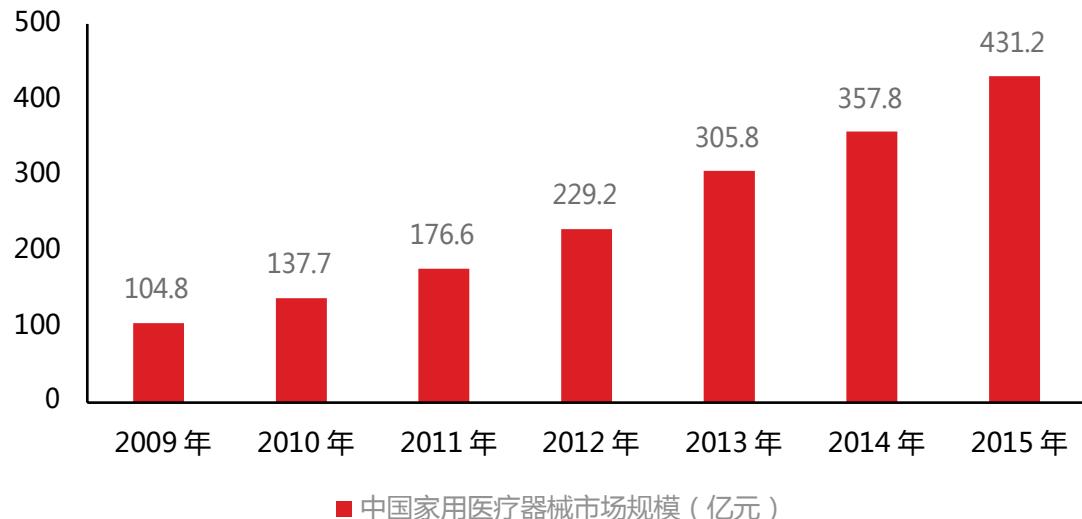
#### (2) 中国家用医疗器械行业

相对于欧美发达国家，我国家用医疗器械市场起步较慢，2010 年我国家用医疗器械行业规模仅是世界总量水平的 11.4%。由于我国公共医疗资源稀缺，公共医疗卫生服务系统落后，再加上居民日益重视自身身体健康，因此近几年我国家用医疗器械市场发展迅速，2015 年我国家用医疗器械市场规模



已经达到了 431.2 亿元，相对于 2010 年增长幅度为 213.1%，占世界总量的比重为 28.1%。

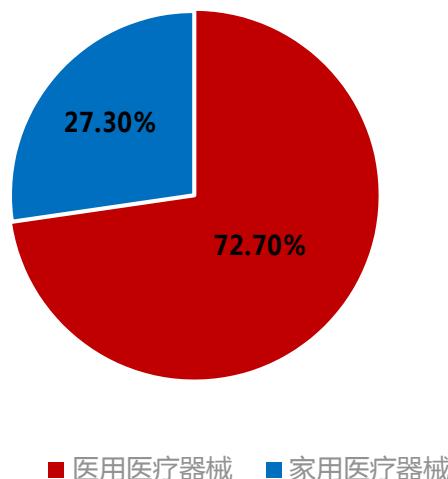
图表 7 中国家用医疗器械市场规模



资料来源：中商产业研究院

2016 年，在我国 3700 亿元的医疗器械市场销售规模中，医用医疗器械市场约为 2690 亿元，约占 72.70%;家用医疗器械市场首次突破亿元大关，为 1010 亿元，约占 27.30%。从销售渠道来看，家用医疗器械市场中，传统零售市场销售约为 645 亿元，约占 63.86%;电子商务销售约为 365 亿元，约占 36.14%。家用医疗器械在天猫医药馆的销量从 2015 年的 23 亿元，升至 2016 年的 30.7 亿元，增幅为 33.4%。

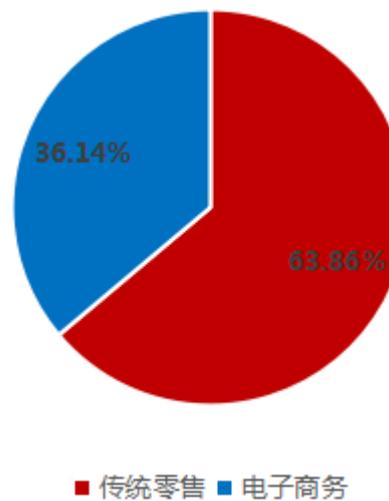
图表 8 中国医疗器械市场分类



数据来源：2016 年中国医疗器械行业发展蓝图



图表 9 家用医疗器械销售渠道



数据来源：2016 年中国医疗器械行业发展蓝图

从产品的创新发展层面来看，继 2014 年智能硬件飞速发展和 2015 年智能硬件的快速落地，家用医疗器械行业也随之出现大批智能硬件产品。但是这个阶段的大多数产品都是“为了智能而智能”，对创新的核心要素、对挖掘并满足顾客的真实需求认识不清。对于家用医疗器械来说，真正的智能产品应该是在使用者无感知的情境下嵌入到其生活方式中，对相关数据进行连续管理、实时监测，解决用户的实际问题。这类产品以智能化实时检测血糖仪为代表，用智能产品结合服务与单病种解决方案，在渠道和顾客中进行推广。《2016 年中国医疗器械行业发展蓝皮书》指出，预计在 2017 年，真正的智能化、具备连接功能的家用医疗器械会出现爆发式增长；在未来五年之内，一定会替换及淘汰部分传统品类，对现有的血糖品类结构造成巨大影响，并很可能出现颠覆性改变。

## 1.3 行业发展前景

### 1.3.1 中国市场现实特点

#### (1) 居民医疗保健支出上涨

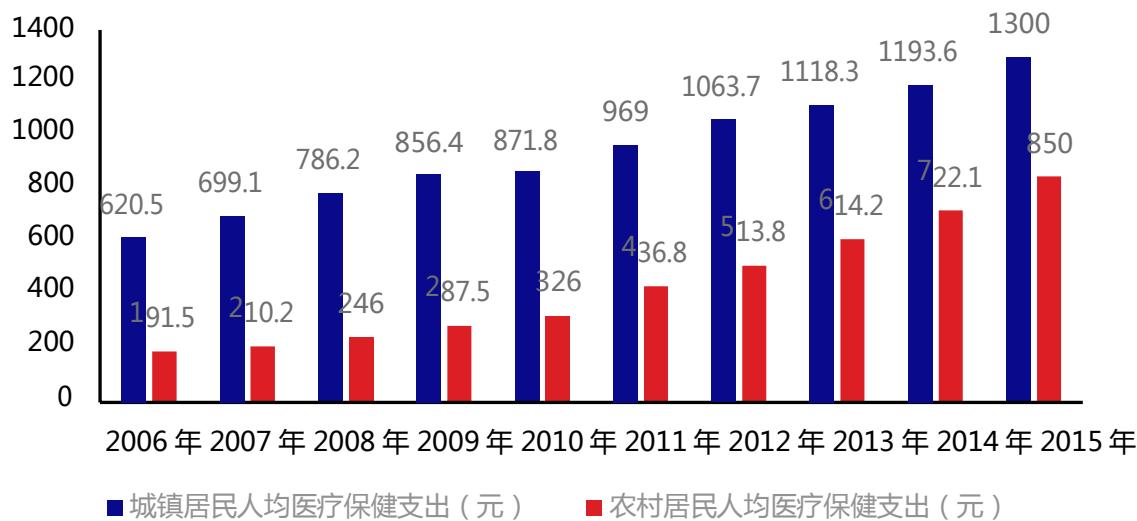
针对我国医疗市场现状，可以发现，医疗器械的家庭化是在当前大环境下有效缓解公共医疗资源匮乏的途径，家用医疗器械行业的发展前景广阔。与欧美国家相比，我国居民对于家用医疗器械并未形成大规模的消费习惯，国内人均医疗保健支出仍处于较低的水平，美国家用医疗器械市场的人均消费水平



为国内的 20-30 倍，因此国内市场家用医疗器械提升空间还很大。导致这一现象的重要原因是消费水平和健康意识的差距。不过随着我国经济进一步增长，人均收入水平和消费水平进一步提高，国内居民将越来越关注医疗保健这一方面的消费。目前我国居民消费支出以每年大于 15% 的速度增长，而消费水平的提高、消费结构的变化以及消费意识的进步，势必会刺激家用医疗器械渗透率的提高。

此外，无论是农村居民还是城镇居民，其每年用于医疗保健的支出都在持续增长，表明我国家用医疗器械市场有着旺盛的潜在需求。在过去十年间，农村居民每年用于医疗保健的支出从 191.5 元上升到 850 元，增长幅度高达 343.9%，城镇居民每年用于医疗保健的支出则从 620.5 元上升到 1300 元，增长幅度为 109.5%，在这一变化过程中，城乡居民用于医疗保健的支出水平差距显著缩小。

**图表 10 中国居民人均医疗保健支出**



资料来源：中国前瞻产业研究院

## (2) 人口老龄化趋势严峻

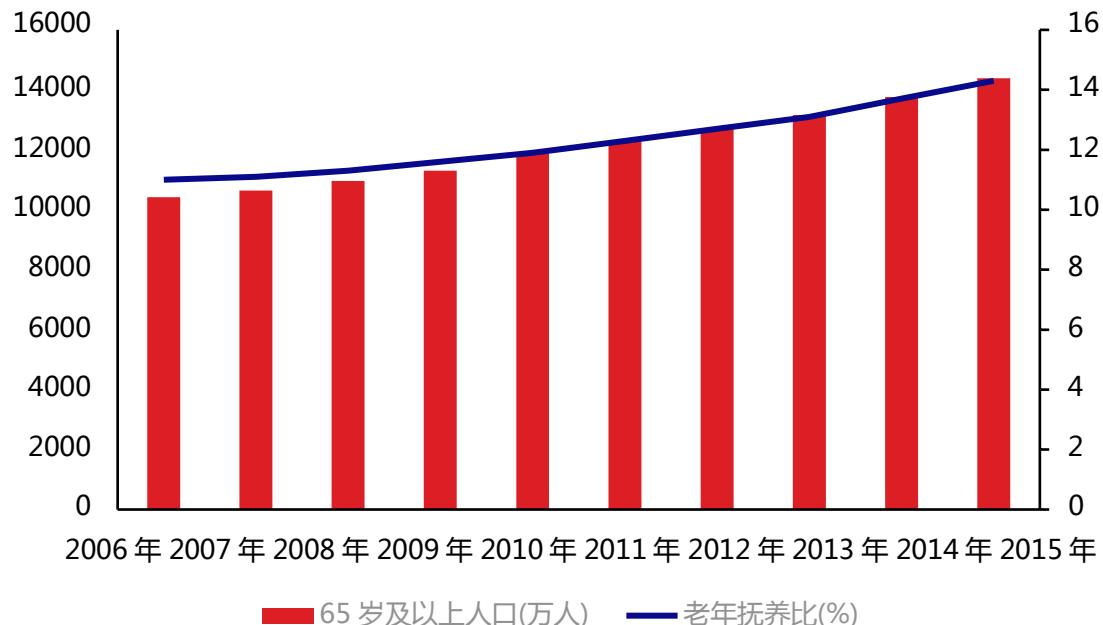
**全球老龄化趋势严峻，我国人口老龄化加速。**21 世纪是人口老龄化的时代，我国是较早进入老龄社会的发展中国家之一。与其他西方发达国家相比，我国人口老龄化具有老年人口基数大、人口老龄化速度快、老龄化进程不平衡、老龄化承载基础弱的特点。由于中国人口老龄化趋势增强，到 2015 年，我国 60 周岁以上的老年人口占总人口的比重已经超过了 14%。

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



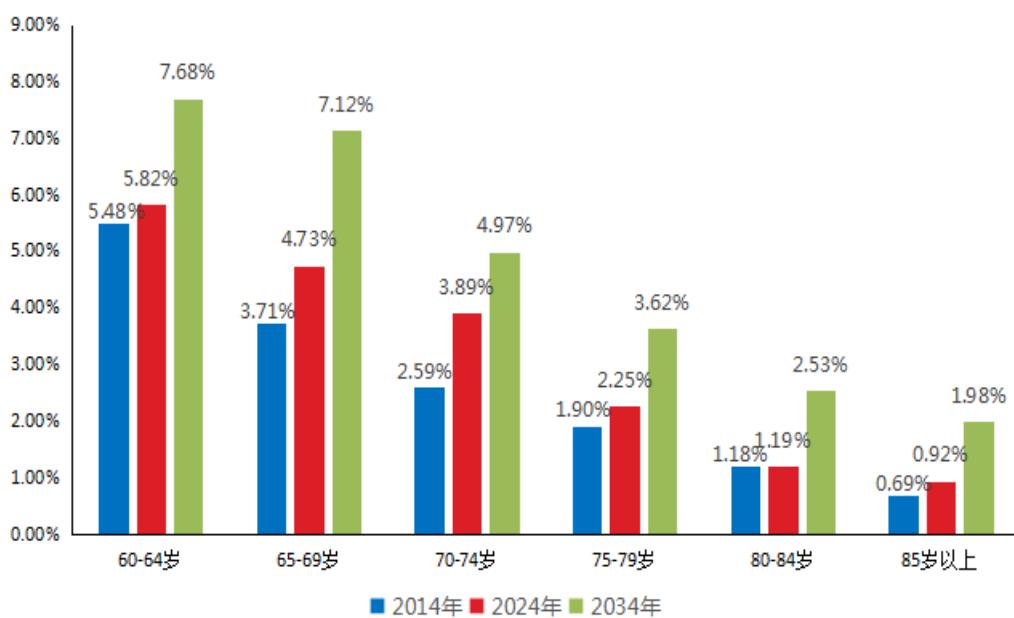
为 4.31%。2024-2034 年间，80-84 岁以及 85 岁以上，两个年龄组将爆发式增长，平均增速分别为 7.82% 和 7.78%。到 2034 年，60-69 岁人口将占总人数的 14.81%，较 2024 年上升 4.27%，成为占比最大的年龄层。

**图表 11 中国老龄化人口规模及比例**



资料来源：国家统计局

**图表 12 中国老龄人口分年龄段预测**



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

就目前发展趋势来看，2014-2024 年间是养老行业的起步阶段，中低龄占比高，相关养老医疗产



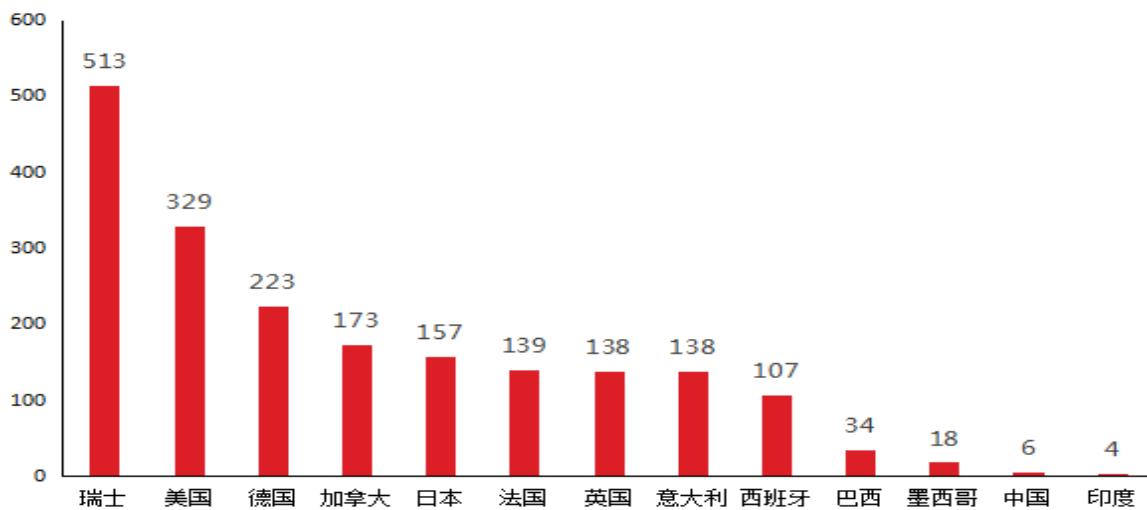
品需求进入增长时期，相关企业将迎来重要的发展阶段；2024-2034 年间养老产业进入高速发展阶段，老龄化人口加速增长，是中国人口老龄化的一个重要时点，养老产业进入高速增长时期；2034-2044 年中国进入老龄化高峰，养老产业逐渐进入成熟阶段，相关产品和服务开始成熟。

老龄人口是医疗行业消费的主力军，也是医疗器械行业的潜在客户。而且国内公共养老事业发展较为落后，绝大部分老龄人口都选择在家养老，这一生活习惯势必导致对家用医疗器械产品需求量的进一步上升。因此，老龄化的趋势必然会带来相应的医疗消费，提高家用医疗器械的使用频率。各类家用医疗器械，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。

### 1.3.2 中国家用医疗器械市场规模预测

随着人们对医疗保健的重视和中国人口老龄化趋势的增强，中国家用医疗器械行业规模势必进一步扩张。从药械比来看，目前我国器械市场与医药市场的规模比例仅为 1:7 左右，远低于全球 1:3 的水平。从药械消费比例来看，发达国家医疗器械与医药产品的消费额比例大约为 1:1，医疗器械和医药产品的市场规模基本相当；目前我国这一比例大约为 0.2:1，医疗器械市场规模远小于医药产品市场规模。从人均医疗技术与医疗器械费用看，我国目前人均费用仅为 6 美元，而发达国家人均费用都在 100 美元以上，美国达到 329 美元/人，瑞士更是达到 513 美元/人。

图表 13 主要国家人均医疗器械消费（美元）

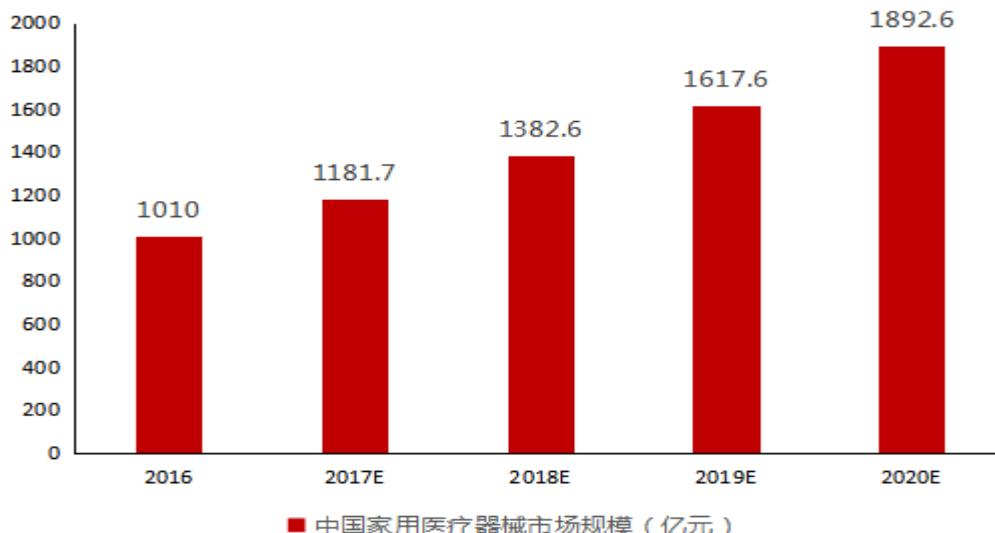


资料来源：中国产业信息网



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。据相关机构分析，预计医疗器械行业总体规模在 2020 年将增长至 6000 亿元，2015-2020 年间将有 4.1% 的年均复合增长率。具体到家用医疗器械行业，近年来国内该行业发展速度已经比较快，行业规模由 2011 年的 176.6 亿元增长至 2016 年的 1010 亿元。而根据产业信息网预测，未来五年，家庭医疗器械仍将保持快速增长，到 2020 年行业规模将有望达到 1800 亿元。

图表 14 中国家用医疗器械行业规模预测



资料来源：中国产业信息网

### 1.3.3 中国家用医疗器械行业的 PEST 分析

在国家政策的导向和国内医疗卫生机构装备的更新换代需求下，家用医疗器械将拥有巨大的国内消费市场。卫生部发布的《健康中国 2020 战略研究报告》明确指出，对于自主研发药品、医用耗材、医疗器械等，卫生部将专门推出 100 亿元的民族健康产业重大专项。经济发展加速带动医疗服务需求全面升级，导致健康服务需求的整体增加。医疗服务市场的逐步开放，使国内外资本投资中国医疗服务产业的速度加快，从而直接导致国内家用医疗器械市场需求的增加。下面从政治、经济、社会、技术环境说明了中国家用医疗器械行业进一步发展的可能性和必要性。

从政治环境来看，行业整体表现出“监管趋严，政策支持”的特点。自 2013 年以来，国家相关监管部门相继发布了几十个鼓励支持医疗器械产业发展的政策法规，为医疗器械行业创造良好的监管和发展环境，积极推进高端医疗器械的国产化。2015 年 8 月 27 日，国卫办发布《关于进一步加强抗菌药物临床应用管理工作的通知》，提出要减少输液频率，将提升雾化器等医疗器械的需求。2015 年 9 月 11 日，国务院办公厅发布《关于推进分级诊疗制度建设的指导意见》，提出到 2020 年，基本建立符合国情



的分级诊疗制度，加强基层医疗服务为慢性病、老年等患者提供家庭护理、家庭病床、医疗康复等服务。



在 2017 政府工作报告中也提到，医疗方面重点任务之一就是进一步推进分级诊疗，将分级诊疗试点和家庭签约服务扩大到 85%以上的地级市。分级诊疗制度的持续推进也在极大程度上带动了家用医疗器械的需求提升，为家用医疗器发展供了契机械的需求提升，为家用医疗器发展供了契机，未来家用医疗器械 的发展空间巨大。

**从经济环境来看，国内经济持续增长，居民收入水平稳步提高，医疗消费需求提升。** 2005-2015 年我国农村和城镇居民人均可支配收入均实现 3 倍增长。2015 年我国居民人均可支配收入 21,966 元，同比实际增长 7.4%，增速快于同期 GDP 增速。 伴随着经济的快速发展和居民收入的大幅提高，居民医疗保健消费实现较快增长。2015 年全国居民人均消费支出 15,712 元 其中人均医疗保健消费支出 1,165 元，人均医疗保健消费支出增速高于居民人均消费支出。

**从社会环境来看，随着国内人口老龄化趋势增强，慢性病患者数量攀升，新一轮医疗改革呼声提高。** 人口的逐渐老龄化及就诊人次的增加，都使人均医疗费进一步提升。我国 65 岁以上人口比率年年升高，2015 年已到总人口 10.5%，进入人口老龄化社会。据预测，2050 年我国 65 岁以上人口比例将高达约 25%，将对我国社会稳定发展和医疗卫生服务保障体系造成重大影响。2015 年全国总诊疗人次达到 77 亿次，比 2010 年的 58 亿增长约 30%，平均每人每年看病 6 次。由此，医疗消费的需求的增长将使医疗器械行业保持强劲增长势头。随着人口老龄化、收入水平提高以及保健意识增强，未来医疗卫生重心会逐步从治疗保健预防转变，将利好家用医疗器械的长足发展，社区和家庭将成为两个重要的阵地。与治疗用药品相对，家用医疗器械与保健品类似，属于弹性需求，随着生活水平提升，空间巨大。

**从技术环境来看，人们医疗知识水平显著提高，互联网、大数据以及云服务的迅速发展推动了医疗知识的传播。** 互联网的快速发展，不仅给人们带来了社交上的便利，也使得知识、信息的传播越来越迅速，各种医疗知识可以通过多种互联网媒体渠道传播，时间、空间的问题都变得不重要。由此带来的是人们对于医疗保健的日益熟悉与重视，逐渐从治疗为主向预防为先的观念转变。通过大数据和云服务，可以精准地把握相关人群的健康特点，因人制宜地提供医疗保健信息和服务，提升用户的消费体验，增强用户粘性。这样以来，有利于延伸产业链条，拓展增值服务环节，对医疗器械行业特别是家用医疗器械行业具有极大的促进作用。



图表 15 中国家用医疗器械行业 PEST 分析

P 政治	E 经济
<ul style="list-style-type: none"><li>·2012 年，卫生部发布《健康中国 2020 战略研究报告》，推动医疗器械行业发展。</li><li>·2013 年 10 月，国务院发布《关于促进健康服务业发展的若干意见》，提出大力支持数字化医疗产品和适用于个人及家庭的健康检测、监测与健康物联网等产品的研发。</li><li>·2014 年 6 月，《医疗器械监督管理条例》修订，完善分类管理制度，简化审批流程。</li><li>·2015 年 5 月，国务院发布《十三五卫生事业发展规划》，根据党的十八大提出的“逐步实现人人享有基本医疗卫生服务的目标”，将大力支持医疗器械行业发展。</li><li>·2015 年 9 月，国务院办公厅发布《关于推进分级诊疗制度建设的指导意见》，提出到 2020 年，基本建立符合国情的分级诊疗制度，加强基层医疗服务为慢性病、老年等患者提供家庭护理、家庭病床、医疗康复等服务。</li><li>·2017 政府工作报告中提到，医疗方面重点任务之一就是进一步推进分级诊疗，将分级诊疗试点和家庭签约服务扩大到 85% 以上地市，带动家用医疗器械的需求提升。</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>·中国经济迅速发展，居民可支配收入尤其是城镇居民可支配收入持续增加，生活水平提高，医疗保健意识增强，疾病预防需求增加，从而促进家用医疗器械行业的发展。</li><li>·居民医疗消费能力不断提升。国家统计局数据显示，2015 年全国居民人均消费支出 15,712 元，其中人均医疗保健消费支出 1,165 元，人均医疗保健消费支出增速高于居民人均消费支出。2003-2013 年我国农村和城镇居民人均医疗保健支出增长分别为 5.3 倍、2.3 倍，年复合增长率分别为 8.9%、18.2%。</li></ul>
<ul style="list-style-type: none"><li>·我国老龄化进程加速，根据第六次人口普查结果，2010 年我国 60 岁以上老年人口有 1.78 亿，占总人口的 13.31%。</li><li>·我国各项慢性病患者人数不断攀升。根据中国卫生统计年鉴的数据，我国 65 岁以上慢性病发病率区间在 52%~98% 之间，55-64 岁慢性病发病率区间在 38%~58% 之间，中老年为慢性病主要患病人群。而 35-54 岁的慢性病患病率数据显示这一年龄段的人群慢性病比例已超过 10%。</li><li>·医疗改革逐步深入，民营医院发展强劲。国家鼓励医生多点执业，逐步完善分级诊疗政策体系，基层医疗机构数量稳步增长，诊疗质量不断提高，我国民营医院在近几年呈现出快速增长的态势。2010-2015 年间，我国民营医院数量年复合增长率约为 16.2%；截至 2015 年 8 月，民营医院数量达到 13,475 家，首次超过公立医院数量。</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>·随着互联网的发展，健康知识传播途径越来越广泛，医疗保健知识的获得日益简便，个人对于疾病预防、医疗保健越发重视。</li><li>·基因组学、医疗机器人、可穿戴医疗设备等前沿技术不断发展，推动“互联网+医疗”的创新。医疗大数据的质量不断提高、算法不断优化，为经验医疗和精准医疗的相互结合提供支持。</li><li>·大数据和云服务发展迅速，国内外互联网巨头纷纷布局健康云服务平台，有利于为用户提供增值服务，提升用户体验，对家用医疗器械行业具有极大的促进作用。</li></ul>
S 社会	T 技术



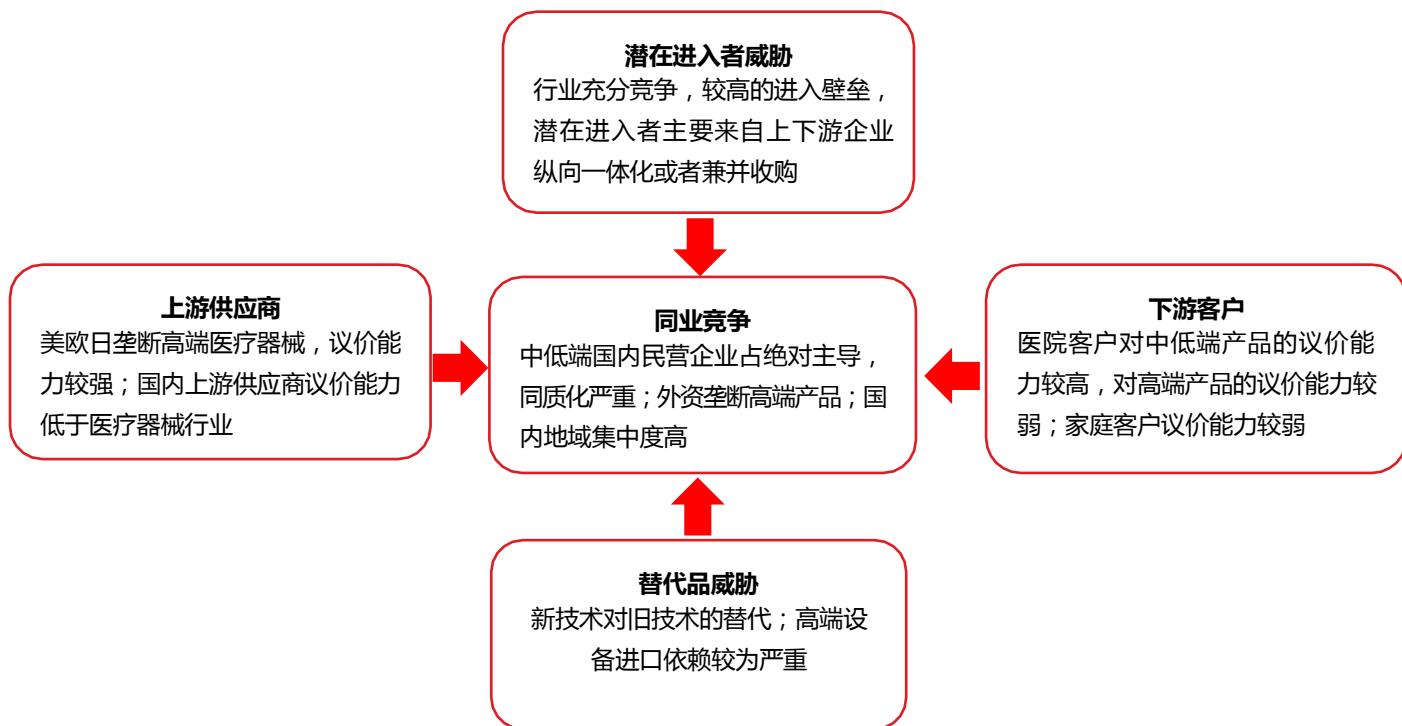
## 1.4 产业链分析

图表 16 医疗器械行业的产业链分析



作为健康服务业的基础支撑产业，医疗器械产业已经初步形成专业门类齐全、产业基础稳固、产业链条完善的产业体系。产业上游主要环节为产品设计与研发、原材料供应，中游行业包括组件生产和设备集成，下游为分销商渠道、售后服务及医疗机构等终端用户。

图表 17 医疗器械行业的波特五力模型



基于波特五力模型来看，可以发现，**从供应商来看**，发达国家占据着技术优势，在高端医疗器械市场上具有较强的议价能力，国内诸多企业由于生产技术落后，主要生产低端产品，进而导致同质化竞争现象的出现，不利国内该行业的进一步发展。国内聚集生产低端产品也导致了医疗器械行业上呈现出企业数目众多且规模小、行业集中度低、技术水平整体不高等特点，并且面临产品更新换代、产业升级整合等问题。**从下游客户视角来看**，主要消费者对高端产品的议价能力较弱，而对低端产品的议价能力则比较强，这就导致高端产品生产商容易获得更多利润，从而发展得更加迅猛，而对诸多国内低端产品生

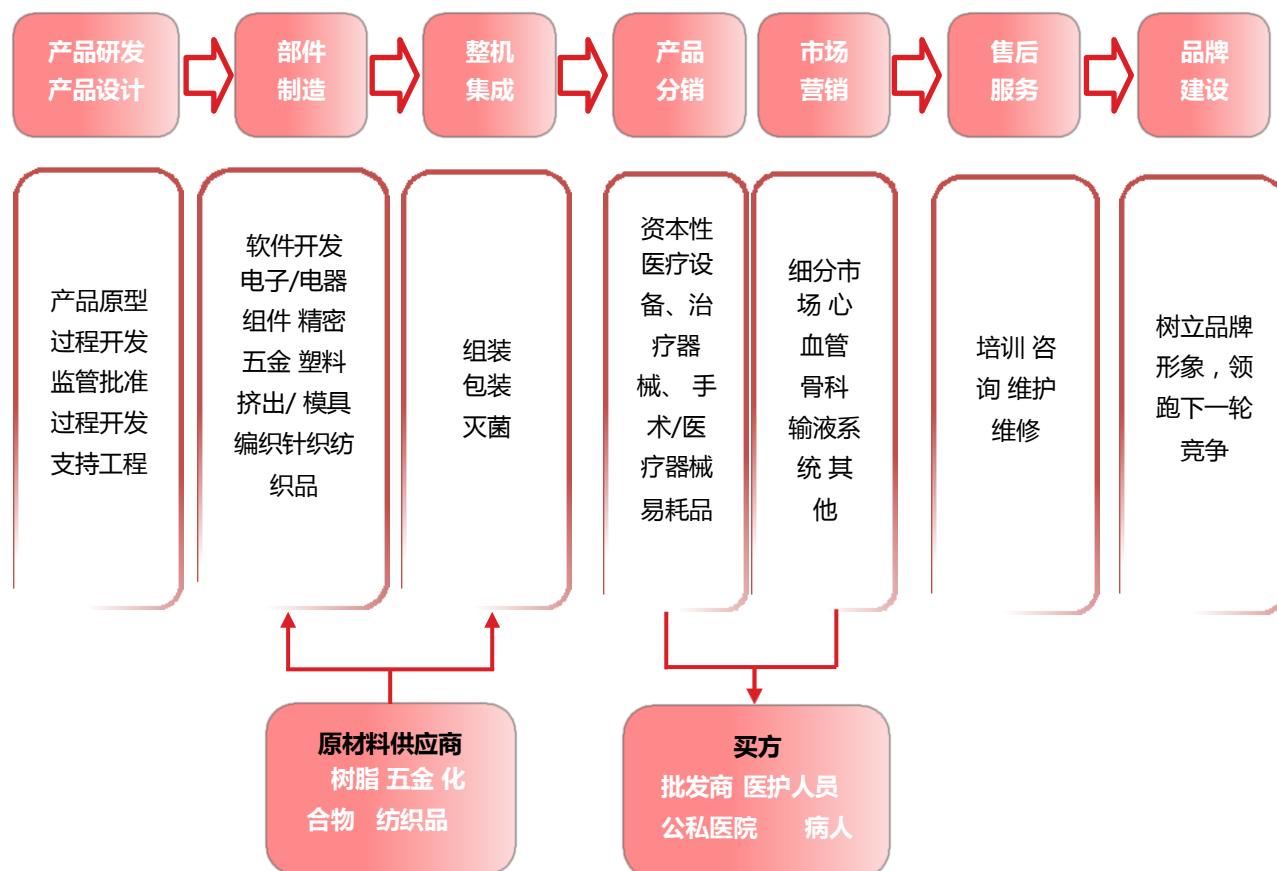


产商来说，则会形成恶性循环，不利于企业的发展。因此，企业应该把握住该行业的技术密集型特征，提升研发能力，创造技术优势，减少自身发展的威胁。

## 1.5 价值链分析

医疗器械行业的产业链如流程图所示，其中产品研发、设计、分销及品牌建设是医疗器械产业链上的关键点，亦是产生行业主要利润的关键环节。因为该行业属于技术密集型行业，所以处于该行业的企业只有通过产品研发和设计创新，才能生产出符合市场需求的产品，从而吸引分销商和消费者的注意力，扩大自身市场份额，并且依靠研发和设计上的优势提升产品质量，在消费者使用过程中提升消费者满意度并建立品牌忠诚度，进而加固企业品牌建设。研发和品牌建设上的领先地位可以使得行业内企业在竞争上具有显著优势，从而享有更大的获利空间。

图表 18 医疗器械行业的产业链条分析



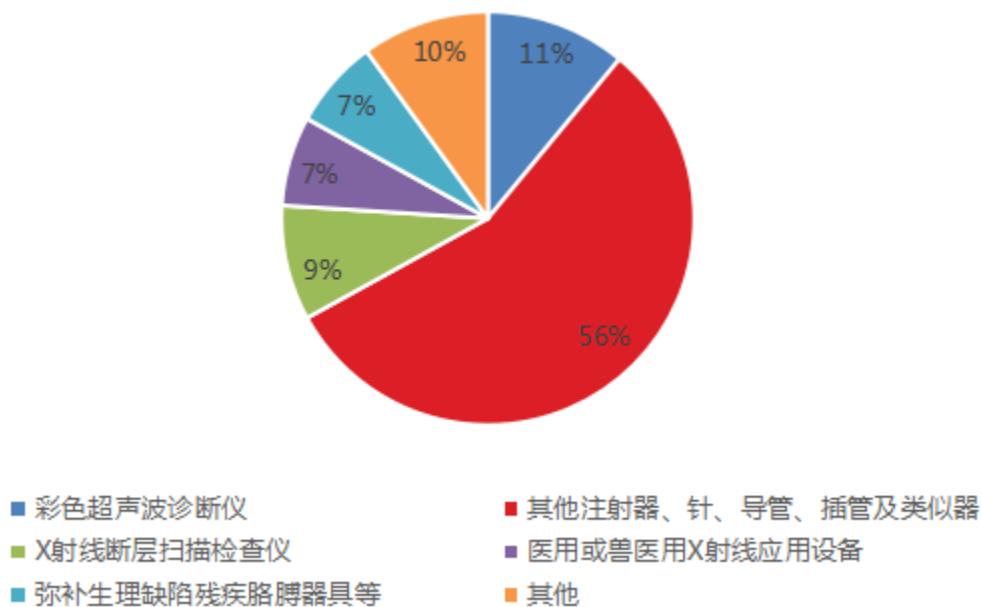


## 1.6 行业竞争格局

### 1.6.1 国际竞争态势复杂化

医疗领域的信息化和网络化趋势，引发对智能化、影像化、数字化等高精尖医疗设备的需求增长，而在高端医疗设备方面，国内产品与发达国家还存在较大差距，引发了市场对医疗器械领域中外资竞争格局的关注。目前国内医疗器械市场开放度还不够，政策还没完全放开，尤其是高端医疗器械产品的销售渠道很有限。另外，由于国内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。2015年，中国医疗器械进口额173亿美元，同比增长9.70%。根据中商情报网，进口医疗器械普遍价格昂贵，如TOMO放射治疗系统等设备价格高达500万美元以上。近两年我国医疗器械进口均以光学射线仪器装置、彩色超声波诊断仪、X射线断层检查仪等中高端医疗诊断与治疗设备为主。

图表 19 医疗器械进口产品比



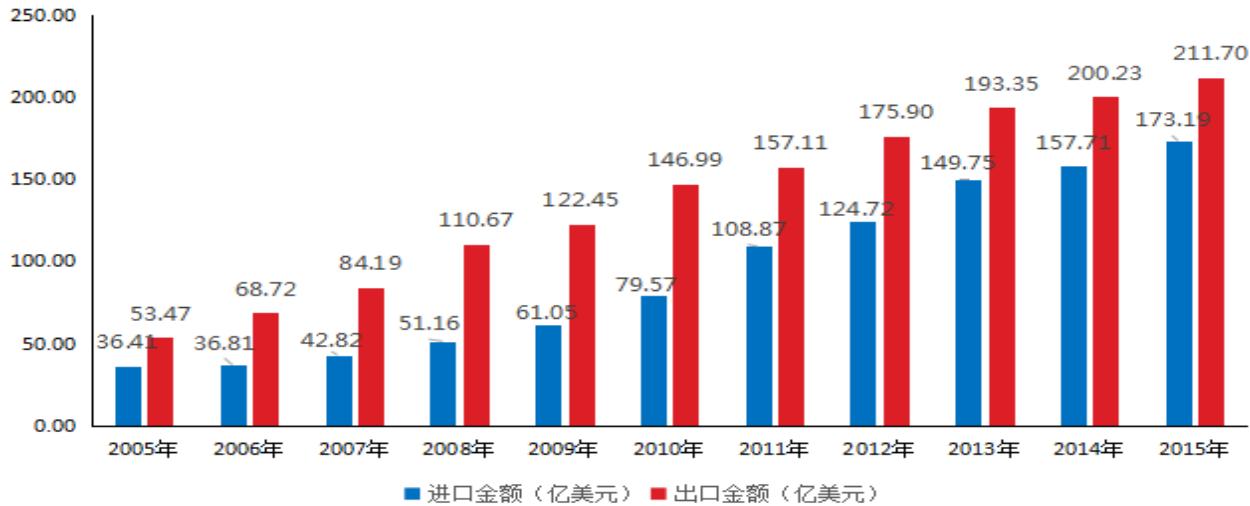
资料来源：中商情报网

根据中国海关数据统计显示，2005-2015年，我国医疗器械进出口额快速增长，年复合增长率分别为16.9%、14.8%。2008年全球经济危机以来，医疗器械出口额增速总体放缓，而进口额也自2011年起开始减速。2015年，我国医疗器械进口额达到173.19亿美元，通用诊疗设备、彩色超声波诊断仪、弥补生理缺陷的康复用具、X射线断层检查仪、内窥镜、核磁共振成像装置等为主要进口产品。2015年，



我国医疗器械出口额达到 211.7 亿美元；出口产品仍以一次性医用耗材、医用敷料、按摩器具和中低端诊疗器械为主，其中听力计、医用消毒剂产品出口额同比增幅超过 3 位数。

图表 20 2005-2015 年中国医疗器械进出口情况



资料来源：wind 资讯

未来在政府扶持和技术进步的双重利好下，中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、行政审批等各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。

### 1.6.2 国内行业集中度较低

全球医疗器械行业的市场集中度较高，世界医疗器械的生产国主要集中于美国、欧盟、日本和中国，而消费市场亦主要集中于上述地区。在中国，由于国家政策的调控和市场准入条件的放宽，以及地方性保护政策的存在，大量医疗器械企业产生并生存下来，但与无论是技术水平还是市场销售额都国外大型企业比较都相差甚远。我国医疗器械制造业医疗器械行业集中度总体偏低，呈现小而散的状态，还没有形成规模发展，绝大多数停留在零散分布、低水平恶性竞争的粗放增长阶段。

据国家食品药品监督管理总局统计数据显示，截至 2015 年 11 月底，全国实有医疗器械生产企业 14151 家，其中：I 类 5080 家，II 类 9517 家，III 类 2614 家。全国共有实施许可证管理的(二类、三



类)医疗器械经营企业 186269 家。经营二类医疗器械产品的企业 125197 家，经营三类医疗器械产品的企业 121984 家。经营企业方面，持有医疗器械经营许可证的经营企业从 2007 年的 16.10 万家，增长到了 2015 年的 18.63 万家。

**图表 21 中国医疗器械生产企业和经营企业数量**

年度	生产企业(单位:家)			经营企业	
	I类	II类	III类	总数	(单位:家)
2007	3245	7233	2123	12601	160952
2008	3368	7533	2240	13141	157364
2009	3696	7869	2311	13876	155765
2010	4015	7906	2416	14337	165203
2011	4051	8174	2405	14630	168596
2012	4095	8247	2586	14928	177788
2013	4218	8804	2676	15698	183809
2014	3966	9355	2848	16169	189833
2015	5080	9517	2614	14151	186269

资料来源：中国食品药品监督管理总局

《2016 中国医疗器械行业发展蓝皮书》显示，2015 年我国医疗器械市场总规模约为 3080 亿元，生产企业 1.42 万家，平均每家仅为 2169 万元。2016 年我国医疗器械市场总规模约为 3700 亿元，生产企业 1.42 万家，平均每家约 2606 万元，相比 2015 年平均每家增长约 437 万元；经营企业 18.63 万家，平均每家约 199 万元，相比 2015 年平均每家 165 万元，平均每家增长约 34 万元。

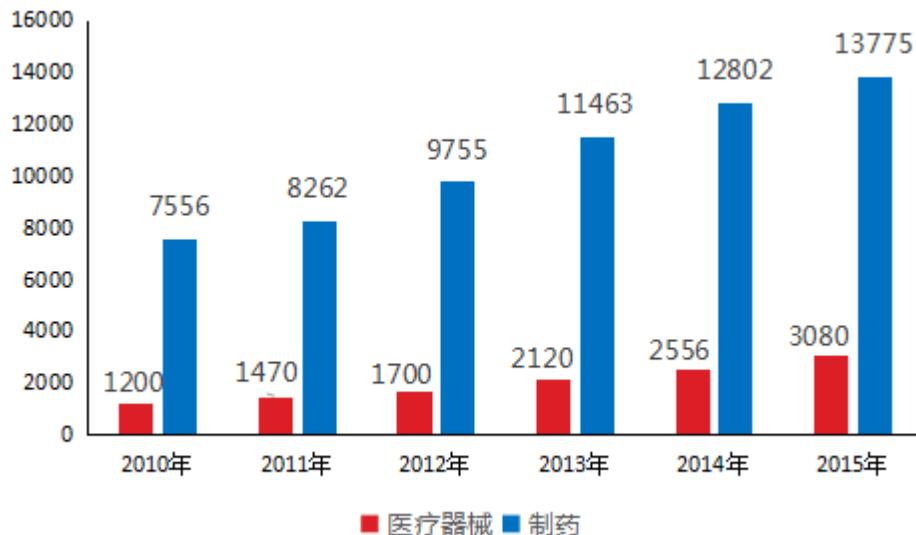
### 1.6.3 市场竞争充分

**近年来，国家逐年加大公共卫生体系和城市社区、农村基层医疗体系建设，大量新建扩建的医疗机**  
**构对设备需求旺盛。** 我国医疗器械行业经过多年的发展，由于生产商、经销商种类繁多，我国医疗器械行业目前正处于充分的市场化竞争阶段。随着贸易全球化的深入，国外医疗器械产品全面参与国内市场的竞争，市场化程度不断加深，竞争主体数量不断增加。医疗器械行业竞争十分激烈。截至 2015 年，



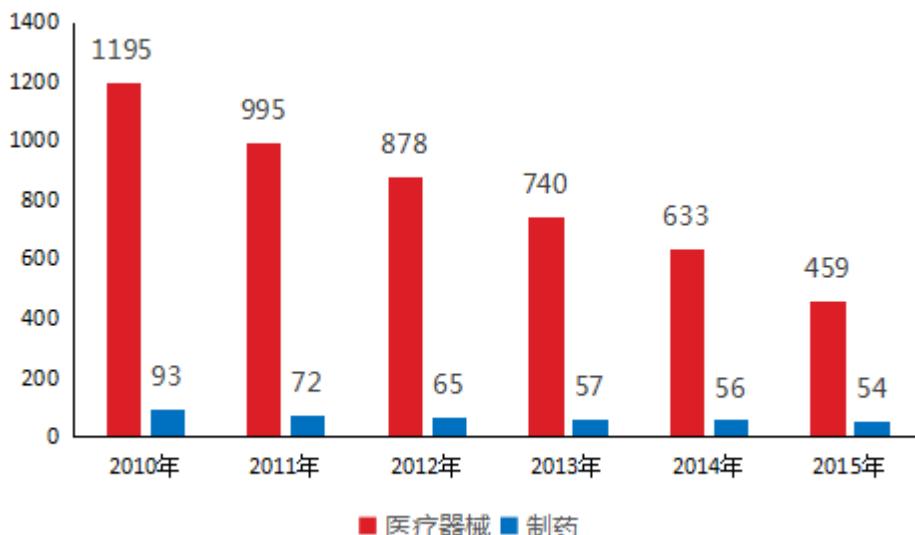
我国约有 1.42 万家医疗器械企业对应约 3000 亿终端市场(相比于约 7400 家药企对应 1.3 万亿终端市场)，平均每家医疗器械的产值仅为 1350 万元。市场上医疗器械产品高达几万种。

图表 22 中国医疗器械和制药市场规模 (亿元)



资料来源:中国医疗器械行业发展蓝皮书

图表 23 每百亿市场对应医疗器械和制药企业数量 (家)



资料来源:中国医疗器械行业发展蓝皮书

按产品内容、业务模式和经营区域划分，目前在国内医疗器械销售渠道主要是医院、药店，但国内销售企业可以向多种模式和方向发展，如医疗器械专业零售店和电子商务这两种新的销售渠道。由于医疗器械的终端客户分布在全国各地，分销商根据不同的地域和不同的经销品牌形成不同的主要覆盖区域。



这导致两个特点，一是技术含量的低的普通器械竞争激烈，并且由于企业众多，竞争比普药还要激烈，只有技术壁垒高，竞争格局好的器械细分领域才有投资价值。二是单个产品乃至单个细分领域的市场空间不大，器械企业想要发展壮大需要建立跨领域，多品种的平台型发展策略。虽然区域性产业集群已经逐步成型，但是绝大多数医疗器械生产企业仍停留在零散分布、低水平恶性竞争的粗放型增长阶段。在国际市场不断受到挤压的情况下，国内中小生产企业低制造成本逐渐减弱，市场竞争激烈，面临生存和发展问题。总体来说，我国医疗器械行业处于发展的初级阶段。

#### 1.6.4 中低端产品占有率高，中高端竞争力不足

**我国医疗器械行业还处于初级发展阶段，医疗器械市场规模跃居世界第二位，成为世界医疗器械生产大国而非强国。**我国是中小型医疗器械生产国、一次性辅料产品最大生产国，许多中低端产品产量已居世界第一。目前，我国医疗器械市场中低端产品占 75%，中高端产品占 25%，而 70%的高端产品市场由外资企业占领发达国家长期把持高附加值的高端医疗设备市场，以中低端产品为主向中高端的价值链上游转移成为未来我国医疗器械行业的发展方向。

2015 年，我国医疗器械十大知名品牌企业中有四家为外资企业，而且我国企业综合实力仍远不如外资企业。但随着企业自主创新意识的不断提升，技术水平不断提高，以及政府对医疗器械行业的政策扶持，国内医疗器械市场逐步健康发展，同时涌现出一批技术领先的龙头企业，将逐步完成进口替代。

**图表 24 2015 年中国医疗器械十大品牌企业**

排名	公司全称	公司性质	基本情况介绍
1	通用电气(中国)公司	母公司为纽交所上市公司(G.E.N.)	隶属于美国 GE(通用电气)公司，全球医疗卫生行业最大及最全面的提供医疗诊断技术和设备的高科技集团之一
2	西门子(中国)有限公司	上市公司	德国西门子医疗是全球医疗解决方案最大的供应商之一，是医学影像、实验室诊断、医疗信息技术和听力仪器等领域的领先制造商和服务供应商
3	飞利浦电子(中国)投资有限公司	上市公司	荷兰飞利浦医疗保健事业部致力于提供满足临床医护人员和患者需要的解决方案
4	迈瑞医疗国际股份有限公司	纽交所申请退市	中国领先的高科技医疗设备研发制造商之一，致力于临床医疗设备的研发和制造，在全球范围内的销售已扩展至 190 多个国家和地区
5	东软集团股份有限公司	上交所上市公司(600718.SH)	中国最大的 IT 解决方案与服务供应商之一，国家数字化医学影像设备工程技术研究中心
6	山东新华医疗器械股	上交所上市公司	国家医疗器械行业协会会长单位，国家消毒灭菌设备

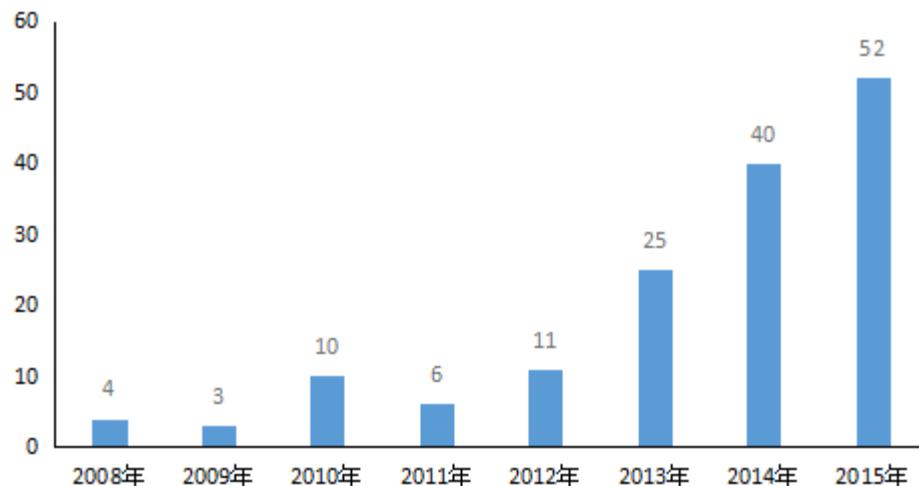


	份有限公司	( 600587.SH )	研制中心，集产品设计、研发、生产、销售于一体的大型综合性企业
7	江苏鱼跃医疗设备股份有限公司	深交所上市公司 ( 002223.SZ )	中国最大的康复护理/医用供氧系列医疗器械的企业之一
8	强生(上海)医疗器材有限公司	母公司为纽交所上市公司 ( JNJ.N )	隶属于美国强生公司，世界财富 500 强，世界上规模最大的医疗器材公司之一
9	微创医疗器械(上海)有限公司	香港联合交易所上市 ( 0853.HK )	中国领先的医疗器械开发商、制造商及营销商，主要专注于治疗血管疾病及病变的微创介入产品
10	华润万东医疗装备股份有限公司	上交所上市公司 ( 600055.SH )	全球最大的放射影像设备制造商之一，营销及服务网络覆盖全国及世界 50 多个国家

资料来源：中国产业信息网

### 1.6.5 兼并收购活跃

图表 25 我国医疗器械行业并购案例数量



数据来源：智研咨询

近年来，我国医疗器械行业兼并收购数量不断增长，产业集中度有所提升。据私募通统计数据显示，2008-2015年上半年，中国医疗器械行业共发生了 111 起并购事件，并购金额达到 73 亿美元，平均每笔并购金额耗资超过 4,000 万美元。2015 年，医疗器械行业已披露的并购案例超过 50 笔。2016 年医疗器械产业并购交易热潮进一步持续，投资与并购势头依旧强劲，并购主要是收购方围绕现有业务，向产业链上下游延展或横向扩大业务规模，也有部分并购案例是向新的业务领域扩张。企业通过横向扩张补充产品线、进入细分领域、提高创新能力，通过纵向整合完善产业链、向价值链上游转移、增厚业绩。

新三板虽然处于发展初期阶段，但是 2016 年已经成为新三板并购重组的爆发年，也是国内整个多层次资本市场并购重组的主战场。在医疗器械领域，上市公司对新三板可能出现的并购机会越来越关注。同时，新三板企业率先在资本市场上展开并购动作，凸显了多层次资本市场下企业发展所面临的历史新



机遇。预计未来几年医疗器械行业兼并重组依旧活跃，市场终端企业或者创新型小企业将迎来良好的发展契机。

## 1.7 行业创新发展路径探索

### 1.7.1 行业发展障碍

随着健康中国 2030、中国制造 2025 作为国家战略全面推进，中国医疗器械行业的发展总体上呈良性态势。但在行业的发展中依然存在许多问题需要改进。具体如下：

**第一，相同产品的生产企业太多，产品质量良莠不齐。**目前医疗器械的生产企业近 16000 家，但同一产品的生产企业往往十几家、几十家甚至上百家，生产的产品也是不同的企业有不同的标准，总体水平均达不到与国际接轨的程度，造成资源浪费，生产的产品大多进行拼装、改进外形包装，而忽视了产品质量以及更高的研发能力，造成只重其形，不重其意的过程。

**第二，医疗器械的研发与临床结合不紧密。**企业在产品研发过程中往往只注重注册环节，从取得临床评价到拿到产品注册证，多数环节掺杂着人为的因素，而在研发过程和临床试验过程中试验次数不够，没有获取行业专家的认可度，在产学研医检的联动检测上不够。国内医疗器械产品大多是对进口设备的模仿，就其功能和实用性而言，在细节上还是存在诸多不足。

**第三，企业生产的规范化和自动化程度不高。**许多中小企业的生产车间还停留在手工作坊的程度，不具备自动化生产能力。尤其是没有规范的生产操作流程，医疗设备在组装环节存在很多问题，导致设备使用过程中质量问题层出不穷，这也是部分国内医疗器械产品不被认可的原因之一。

**第四，顺应分级诊疗政策，医疗器械有效配置不足。**在国家分级诊疗制度大力推进的同时，基层医院需要相应配套的大型设备，但配置不均衡。有些医院过度投入设备，造成资源浪费，而有些医院设备不足不能开展相应的检查。因此，要因地制宜地开展有效的医疗器械配置，根据医院的实际情况来配置相应的医疗设备。不能做相应检查的医院可通过分级诊疗进行转诊，并根据人口数量以及专科建设的程度在优质资源的医院有效配置大型医疗设备。

**第五，国产医疗器械在三甲医院配比不足。**目前国产医疗器械在三甲级医院使用很少，配比不均，



关键原因在于不信任国产产品的质量以及诊断或治疗的标准。但有些大型企业已经达到与国际领先水平接轨的程度，应该结合产品在医院使用的特点给予支持，规定出可以使用规范化大型医疗器械生产企业设备的一定配比，给优秀工业生产的产品在临床中不断改良的机会。

**第六，医疗器械审批注册名称和价格的关系混乱。**我国医疗器械的发展过程中，制定了企业自主定价的政策。本来是为了快速发展工业，权力下放。企业可根据自身研发成本以及市场需求的供需平衡来运作市场，但往往有些企业钻政策的空隙弄出很多鱼目混珠的产品，这也是很多医院拒绝应用国产医疗设备的原因之一。同类产品的生产企业多如牛毛，大小不等，造成了很多鱼目混珠的局面，导致国产医疗设备整体水平不高的印象。实际有很多达到规范化生产企业的产品具有较好的质量保证，但是经过研发注册后，许多小企业也同样注册同一名称，在市场上的利润差距很大。逐利导向的经销商们往往会给小企业生产的产品给临床使用，以获得高额的回扣。

### 1.7.2 行业发展对策

**第一，医疗器械行业的发展要形成“产、学、研、医、检”有效联动的局面。**2016 年科技部部署了新一轮数字诊疗装备重点专项，按照组织基础、技术基础、产业基础和人才基础一体化实施总体布局，把国内医疗器械研发方向具体分解为重大装备研发、前沿和共性技术研究、解决方案研究、示范应用和评价研究四项任务，均鼓励“产、学、研、医、检”合作联合申报。某些产品成功打破国外垄断实现国产化，一批前沿技术取得先导性突破。从国家政策导向方面看，国内医疗器械的发展不仅需要生产企业进行研发、测试和组装，同时要把知识通过教学传播出去，培养出更具创造力的优秀人才。专业的科研机构研发能力很强，但很难形成产品工业化。临床专家对产品的使用是科研成果最重要的环节，把医生们临床使用中的问题总结反馈给研发人员，使医疗器械产品更加精益求精。权威的检测机构通过对产品质量的监督和检测使产品质量得到保障，形成医疗器械持续创新的产业闭环，从而可以促进医疗器械产业良性的发展。

**第二，企业应该鼓励一线临床医生在使用医疗器械中改良创意，形成专利转化。**在医疗器械发展的历程中，中国医疗器械更多是模仿进口医疗器械功能或者从产品的初级形态进行研发，忽略了操作产品过程中的便捷、高效。来源于部分医生的改良创意，在企业产品创新方面将起到非常积极的作用。创新产品会促进企业不断发展，对医疗器械产业形成生态链发展和系统化运作具有积极意义，与此同时必须



注重专利保护。



**第三，鼓励企业多开展有效的学术交流活动，提高行业品牌影响力。**中国医疗器械生产企业很多走进一种误区，认为国内的学术交流更多就是企业赞助。中小企业只有选择性参加，否则费用过高难以支持。事实上，开展有效的学术交流并不和高额赞助挂钩，企业可以和行业专家一起举办小型沙龙，研究医疗器械的发展方向以及有效的市场定位，更好地提高行业的品牌影响力。

**第四，鼓励优秀企业引导行业的同时，注重行业标准的规范化制定。**优秀的企业具备引导行业发展的基础，但对于参与行业标准的规范化制定就略显逊色，行业标准要高于自身的标准，这样才能提高自身、促进其他企业达到或超越行业标准，而不是拿这个标准成为推送自己价值体现的传媒。



## 2、公司概述：家用医疗器械细分行业未来龙头

### 2.1 基本情况：匠心积淀廿余载，企业锋芒初显露

公司前身为鹿得医疗器械（南通）有限公司，位于江苏省南通市，设立于2005年1月7日，并于2015年11月25日整体变更为股份有限公司。2015年4月20日，公司在新三板挂牌上市（简称“鹿得医疗”，证券代码832278），2016年1月13日变更为做市转让，**6月在全国中小企业股份转让系统挂牌公司分层中进入创新层**，目前有6家做市商。

公司专注于家用医疗器械领域，**经过二十余年的发展，公司拥有全球最大的机械血压表与听诊器制造基地**，产品远销欧洲、亚洲、美洲、非洲、大洋洲的**104个国家和地区**，机械血压表出口数量连续9年排名中国第一；听诊器出口数量排名中国第一。

**鹿得医疗核心竞争优势明显**，截至2016年末，已经研发技改200余项，申请专利80余项，其中发明专利12项，软件著作权3项，并先后承担了国家火炬计划、省级科技计划、市级科技计划，多项成果列入高新技术产品，**于2014年通过高新技术企业复审。布局“互联网+医疗”新领域，拓展公司业务区。**2015年上半年，公司成立互联网事业部，定位于移动医疗产品的对接与开发，开辟慢性病心血管领域的“硬件+软件+服务”的模式。目前，公司已推出“西恩健康”APP，并与上海逸仙亿医院和北京小鱼儿科技有限公司签订了战略合作协议，智慧医疗业务自然增长。

**图表 26 公司做市商名单**



资料来源：同花顺软件，新三板智库



图表 27 鹿得医疗的发展历程



资料来源：公开转让书，公司年报，新三板智库



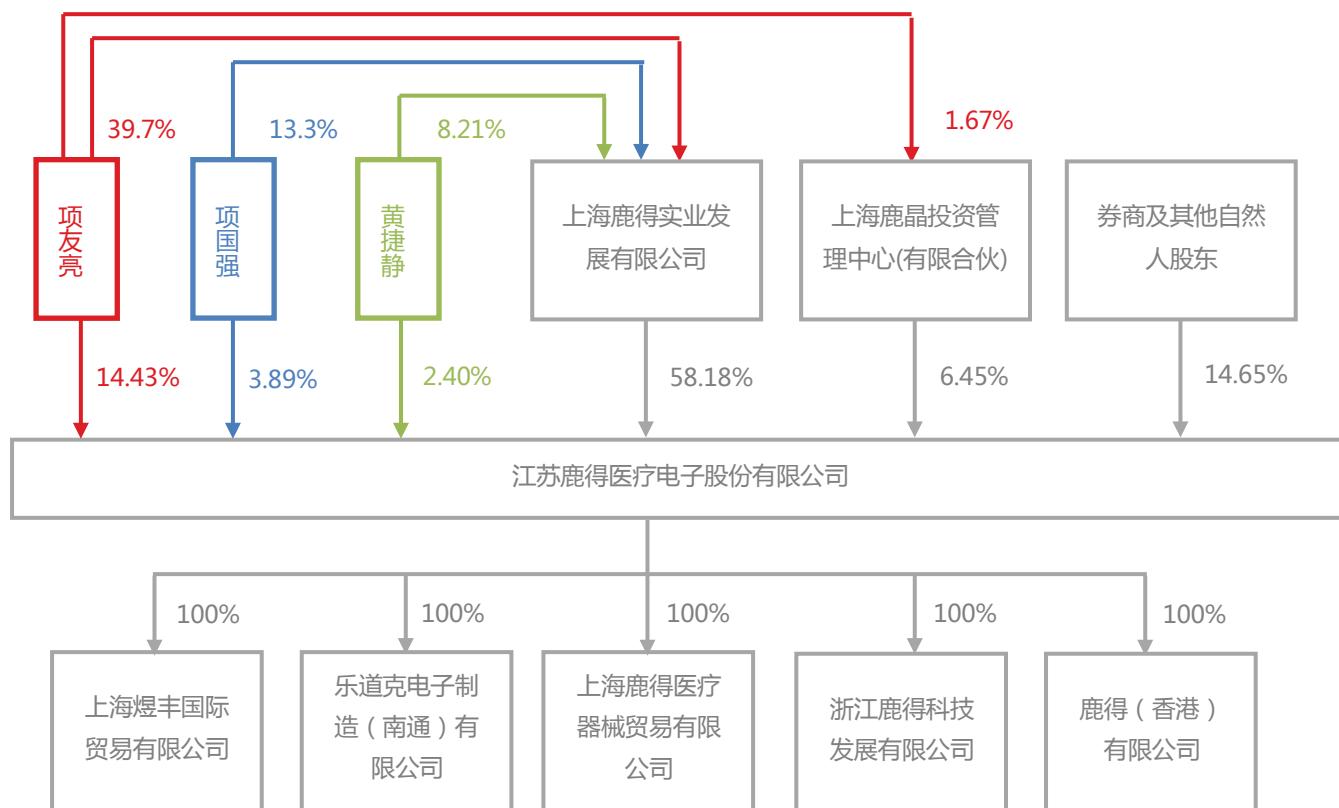
## 2.2 管理团队及组织架构：稳定的管理架构助力公司发展

### 2.2.1 股权结构

在公司的发展过程中，公司股权结构并未发生实质性变动，实际控制人未发生变动。截至 2016 年末，公司控股股东为上海鹿得实业发展有限公司，持有公司 58.18%的股份。公司的实际控制人为项友亮、项国强、黄捷静，为一致行动人。

项友亮毕业于上海交通大学安泰管理学院，获工商管理专业硕士，现任江苏鹿得医疗电子股份有限公司董事长、总经理。1993 年，项友亮创业成立上海鹿得集团的起源公司温州市鸿顺工贸公司，之后先后创立了温州市强龙医疗用品厂、鹿得医疗器械有限公司等多家公司，奠定了鹿得集团的基础。

图表 28 公司主要股东



备注：①上海鹿晶投资管理中心（有限合伙）（以下简称“鹿晶合伙”）为公司的员工持股平台，公司通过鹿晶合伙实施员工持股激励；②全资子公司鹿得（香港）有限公司、浙江鹿得科技发展有限公司已完成工商登记，尚未运营。

信息来源：公司年报、新三板智库



## 2.2.2 管理团队和公司成员：管理团队稳定，公司整体素质提升

公司的高层管理人员自公司挂牌新三板以来，均未发生变动。公司的董事会目前有 5 位成员，分别是项友亮、潘新华、朱文军、祝忠林和项国强，两位本科学历，一位硕士学历，专业背景涉及科学仪器、工商管理和会计，其中潘新华早年曾任天津中环科学仪器有限公司研发工程师。在 3 名监事会成员中，徐彦峰曾任吉林空军医院外科医生和石家庄空军医院外科医生，具备丰富的医学专业知识。财务总监张玉军一直从事于会计行业，2014 年 11 月至今担任公司的财务总监，未发生变动。以上信息都说明，该公司的董事会较为稳定且有能力为公司制定合适的发展战略。

图表 29 公司高层管理者名单

名称	姓名	职务	学历	基本情况
董事会	项友亮	董事长、总经理	硕士	丰富的创业和管理经验
	潘新华	董事、副总经理	本科	工程研发师、销售工程师经验
	朱文军	董事、副总经理	本科	销售和营销经验
	祝忠林	董事	高中	创业经验
	项国强	董事	初中	工厂管理经验
监事会	徐彦峰	监事会主席	大专	曾任吉林空军医院外科医生，医学专业人员
	李安德	监事	大专	丰富的销售经验
	姜列龙	监事	大专	技术工程师
高管	张玉军	财务总监、董事会秘书	本科	财务管理，高级会计
	杜文军	研发总监	本科	技术工程师

信息来源：公司年报，公开转让书，新三板智库

图表 30 公司员工规模及学历结构

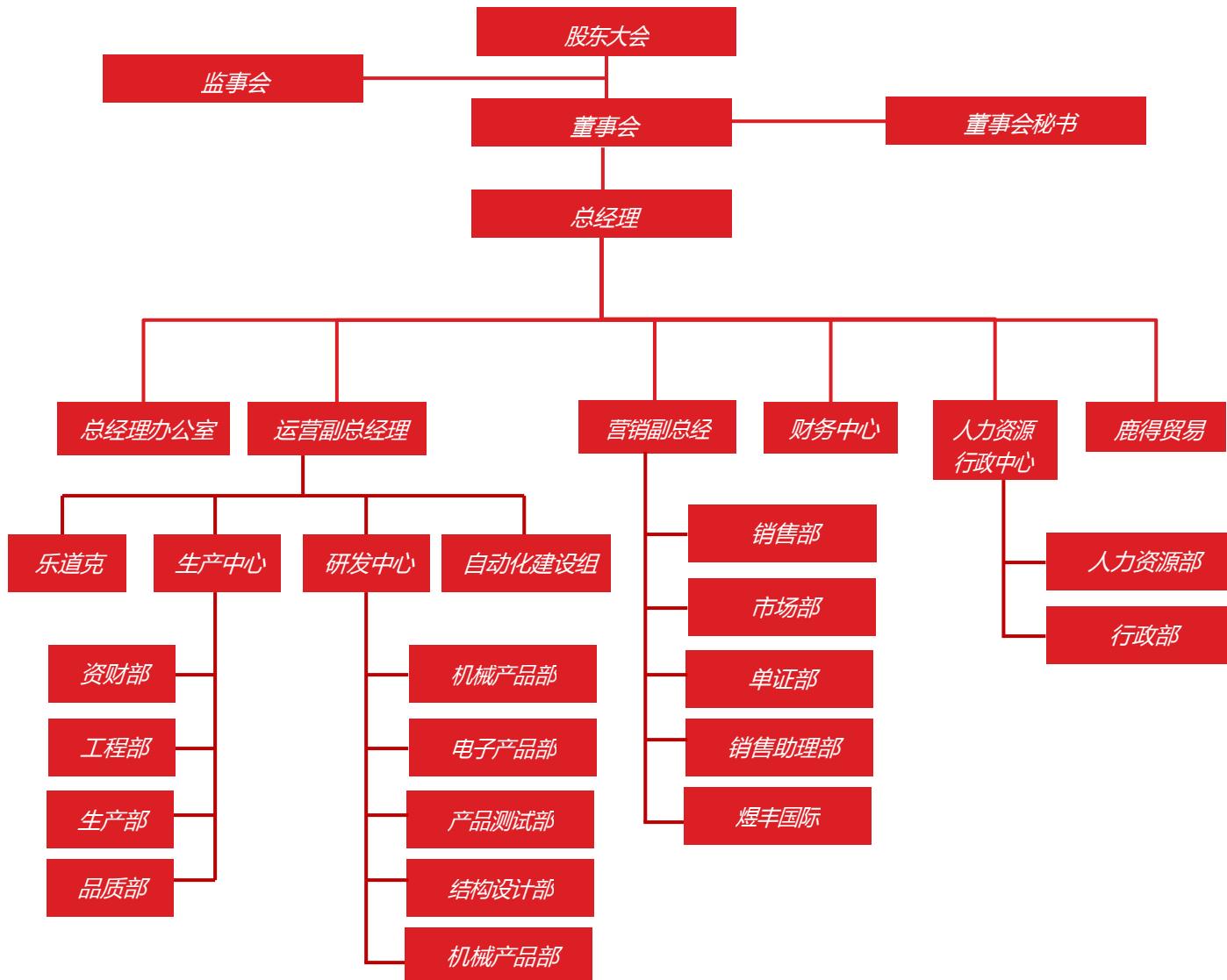
工作性质	人数(人)	比例(%)	受教育程度	人数(人)	比例(%)
行政管理人员	50	10.10%	本科及以上	105	21.21%
成产人员	277	55.96%	专科	103	20.81%
销售人员	59	11.92%	专科以下	287	57.98%
技术人员	90	18.18%	合计	495	100%
财务人员	19	3.84%			
合计	495	100%			

信息来源：公司年报，新三板智库



2016 年，公司生产人员下降明显，主要得益于生产自动化项目上线并取得初步成效以及系统管理软件的使用提升了工作效率；公司的技术人员增加，占比从 14.76% 提升至 18.18%；本科及以上学历人员占比提高 4.6%，员工整体学历有所上升。以上数据说明公司整体素质提升，满足了公司发展战略需求。

图表 31 公司组织架构



信息来源：公开转让书，新三板智库



## 2.3 商业模式：稳固公司传统运营模式，积极探索“智慧医疗”生态模式

### 2.3.1 传统运营模式：“技术优势+产品生产+销售”模式

公司的传统运营模式主要分为**研发模式**、**采购模式**、**外协模式**、**生产模式**和**销售模式**，完备的传统运营模式为新型“智慧医疗”生态模式奠定了坚实的基础。

**图表 32 公司运营流程**



信息来源：公开转让书，新三板智库

#### (1) 研发模式

**独立规范的研发模式助力公司保持技术领先优势。**公司的产品研发流程主要有 7 个方面：产品策划阶段、输入阶段、输出阶段、设计验证阶段、小批量试制阶段、设计确认阶段和设计转换阶段。公司在家用医疗器械研发的基本流程上结合自身特点，制定适合本公司的研发流程。

#### (2) 外协模式



公司为了提高经济效益，将 SMT、喷漆、氧化、电镀等非关键工序通过外协加工方式完成。由于外协加工程序均为简单辅助性加工，并不会对外协加工厂商过度依赖。

### ( 3 ) 生产模式

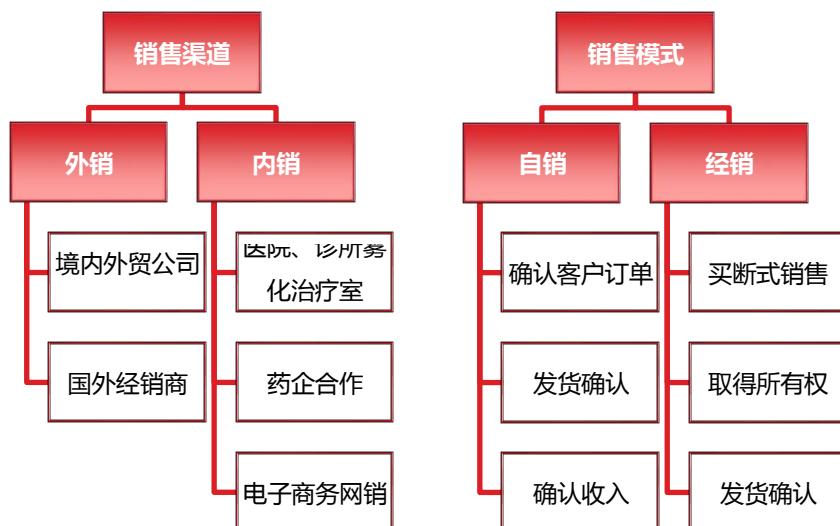
公司主要采取**以销定产的生产方式**，根据市场反应制定生产计划，并储备定量的产品，保证安全备货数量，及时满足客户需求。公司产品由全资子公司（乐道克电子制造有限公司）负责生产。

### ( 4 ) “外销+内销” 销售模式

**企业稳步拓展国外销售业务，2016 年海外市场销售领先，整体保持稳定增长，外销收入占公司整体收入 80%以上。**外销主要通过国内外贸公司和国外经销商两种方式，采取经销模式，主要由煜丰国际负责。公司积极实施大客户销售战略，未来重点攻克美国、德国及巴西三大主力市场的大客户。

**国内销售开始发力，2016 年药店、电商、医院三大渠道势头不减，新增 10000 家药房终端，OTC（非处方药）百强药房连锁覆盖率达 50%以上。**此外，公司加大了对电商销售渠道的投入，重点拓展电商（淘宝、京东）等新型销售渠道，**2016 年电商销售额比上年增长 159.06%，预计年复合增长率可达 50%以上。**国内销售主要渠道为药企合作、诊所雾化治疗诊室业务、医院，主要采取“经销+直销”模式，由鹿得贸易负责。

**图表 33 公司销售渠道和销售模式**



信息来源：公开转让书，新三板智库



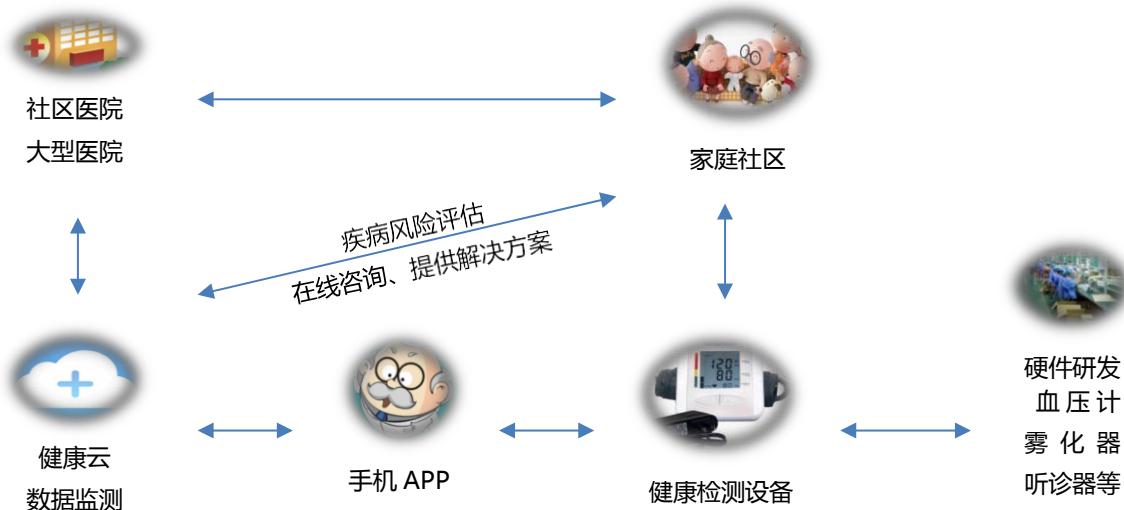
### 2.3.2 打造“智慧医疗”生态模式

从 2015 年开始，公司在坚实的硬件基础上，打造了智慧健康领域的“**硬件+互联网+健康内容及服务+数据**”生态模式，制定了智慧医疗业务发展战略。公司利用稳定且良好的产品用户群体，联合社区医院和大型医院，构建可循环生态圈。开放的健康云系统通过任意一款健康检测设备和手机 APP 收集用户的健康数据，形成健康报告，提供给用户和医院，医院可以更加便捷地了解到用户的健康信息，用户也可以及时发现健康隐患。用户还可以通过手机 APP 进行在线咨询、远程关护、远程会诊和远程康复的全套解决方案，提高时间黏性。

在“智慧医疗”生态模式中，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。

2015 年，公司新开发西恩健康 APP 1.1.2，现有用户人数 30 多万，并推出第一代互联网 ISCIAN 蓝牙血压计产品。在医院社区关系层面，公司取得新进展。2016 年，公司和上海逸仙医院签订了战略合作协议，并与闻康集团（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。在“智慧医疗”生态模式中，公司前期采取积极主动的探索开发战略，2017 年度将有所调整，采取自然增长的保守战略，以保证公司盈利水平稳步上升。

**图表 34 “智慧医疗”生态模式**



信息来源：公开转让书，公司年报，新三板智库



图表 35 “西恩健康” APP



信息来源：“西恩健康” APP

图表 36 深度合作企业



信息来源：实地调研，公司年报



## 2.4 公司主营业务和主要产品：雾化器成为未来亮点

公司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，五官检查器等外厂产品的销售。**公司自成立以来主营业务未发生变更。**

**公司的主要产品有机械血压表、电子血压计、雾化器、听诊器**，并于 2015 年新增冲牙器标准化生产线，在家用口腔清洁领域取得突破，产品已在国际市场上市销售。按照未来发展思路，公司将产品分为三大类：

**(1) 机械血压表和听诊器技术突破走进利润区，听诊器向高端产品发展。**公司掌握机械血压表的核心生产技术(传感器自动化焊接技术、自动化校表技术)和拥有听诊器的完善工艺流程，并是国内唯一一家自制检测设备，有能力对听诊器的频响、灵敏度、抗噪音性进行系统检测的听诊器厂家，可以确保产品的成本优势。高端的听诊器产品价格极高(可达 725 美元)，但生产成本较低，产品毛利率极高。公司在未来将着重两大产品的技术升级，走高端化路线，提升产品毛利率。

**(2) 雾化器和电子血压计进入销售快速增长区，雾化器成为未来新亮点。**公司的雾化诊疗模式发展潜力巨大，截至 2016 年底，已进入河南、山西等地区 300 多家医院和诊所，合作开发 2000 多家雾化诊疗室。2015 开始，安徽、浙江、江苏、江西等省先后明确出台门诊输液限制性措施，在全国医院纷纷取消门诊输液的大背景下，具有效果好、副作用小的雾化诊疗方案成为患者的重要选择，患者在使用雾化器时，需要配备相应的面罩和咬嘴等耗材，国内的雾化器、雾化器耗材或将迎来快速增长。**鹿得医疗快速铺开雾化治疗模式，具有明显的先发优势**，2016 年公司雾化器销售额同比增长 37.53%，出口份额跃至中国第三。

目前，公司的雾化器分为压缩式、超声波、微孔式三种，能够使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。公司掌握雾化器生产核心技术(压缩式雾化器模块化设计的机芯制备技术和雾化颗粒调节技术)，雾化器产品主打“全球最小雾化颗粒，最小噪音”等特点，性能良好。



临床准确性是衡量电子血压计可靠性的最关键指标，公司经过 10000 次以上临床校正，大大提高了电子血压计的精确度。公司也是国内电子血压计厂商中第一家通过欧洲高血压协会（EHS）与英国高血压协会（BHS）认证的厂家，产品口碑良好。

图表 37 西恩标准雾化治疗室、部分雾化产品



信息来源：实地调研，公司官方网站

**（3）新增产品冲牙器，第一代互联网产品蓝牙血压计。**冲牙器于 2015 年底在国际市场上市，2016 年 5 月在国内市场上市，今年开始批量生产。2016 年，冲牙器产品销售额同比增长 541.80%，公司预计 2017-2019 年复合增长率为 74%。**2015 年，第一代互联网产品 ISCIAN 蓝牙血压计研发成功，公司向互联网医疗迈进坚实一步。**

图表 38 公司产品展示厅



图片来源：实地调研



图表 39 公司产品介绍

机械血压表	电子血压计	雾化器	听诊器	冲牙器
独有膜盒传感器制作技术 市场占有率为33% 全球第一大供应商 连续8年排名第一	大陆第一个获得欧洲高血压协会推荐，产品准确性高 出口排名前十	全球最小雾化颗粒、最小噪音，产品疗效好 中国出口排名第三 规模生产	频响、抗噪音、灵敏度水平高，频响性能可达99% 市场占有率为15% 全球第一大供应商	有可台式、挂墙两用，喷头可更换，水压大 小可调节等功能
营业收入占比： 33.85%	营业收入占比： 17.50%	营业收入占比： 21.98%	营业收入占比： 10.05%	营业收入占比： 2.35%

注：营业收入占比为 2016 年产品销售收入占总收入百分比 信息来源：公开转让书，公司年报，新三板

智库

图表 40 与 A 股上市公司同类产品对比

产品	听诊器	电子血压计			雾化器	冲牙器					
公司	鱼跃	鹿得	九安	鱼跃	鹿得	九安	鱼跃	鹿得	九安		
型号	7 款	5 款		12 款	18 款	42 款	6 款	8 款		1 款	
类型	单用 双用 多功	单用 多功	无	臂式 腕式	臂式 腕式	臂式 腕式	超声 压缩	超声 压缩	无	无	无
价格 (元)	32-69	25-28		109- 1499	99- 398	99- 990	229- 499	159- 688		498	
售后	<b>鱼跃</b> 七天无忧退换货；主机质保 3 年。		<b>鹿得</b> 七天无忧退换货；主机质保 3 年。			<b>九安</b> 七天无忧退换货；全国联保 2 年。					
天猫店 铺好评 率	100%		100%			100%					

信息来源：公司官方网站，天猫旗舰店

从表 26 可以看出，鹿得医疗的主要产品和 A 股竞争对手的同类产品相比，并没有明显劣势。公司的雾化器产品比鱼跃医疗的雾化器种类更多，并且价格区间更大，选择性更多。鹿得医疗的听诊器种类

虽然比鱼跃医疗更少，但是价格更低。从价格差距来看，听诊器产品质量应该类似，鹿得医疗在价格上还有提升空间。鹿得医疗、鱼跃医疗和九安医疗三家公司的售后服务和天猫店铺好评率相近。

## 2.5 公司核心竞争力

### 2.5.1 核心技术持续积累，研发实力雄厚，强势挺进创新层

公司于 2009 年成立研发中心，搭建了研发团队，2011 年工程技术研究中心正式命名“家用精密医学器械工程技术研究中心”并取得南通市工程技术立项，并被评为“江苏省家用精密医学器械工程技术研究中心”，**2014 年通过高新技术企业复审**。研发中心拥有品质工程实验室、独立静音实验室、研发实验室、研发试制实验室、抗老化实验室等，研发场所总面积为 1009 平方米。

研发中心自成立以来，完成了大量研发工作，累计实施研发技改项目 200 余项。“**膜盒技术**”与“**自动化校表技术**”均为企业自主研发掌握核心技术项目，该两项技术水平均在行业内处于领先地位，标志着企业全面向工业 4.0 迈进重要一步。

2016 年，公司研发投入资金 1124.61 万元，比上年增长 14.4%，占营业收入的 4.34%。**截至 2016 年末，公司拥有专利 80 余项，发明专利 12 项，软件著作权 3 项**，其中专利“一种具有血压数据分析和管理功能的电子血压计”荣获南通市级专利优秀奖，“LD5 系列电子血压计”获得江苏省 2016 年高新技术产品立项，“基于社区慢病健康管理的智能可穿戴数字诊疗设备的研究”获得南通市级科技项目立项，**拥有一项国家火炬计划**。除此之外，公司还与上海高血压研究所、上海工程科技大学有良好的合作伙伴关系。

### 图表 41 公司荣誉



信息来源：实地调研，公司官方网站，新三板智库



图表 42 产品核心技术优势

主要优势	分类	具体内容
机械血压表核心技术优势	传感器自动化焊接技术	国内企业主要采用传感器手动焊接方式，公司采用独有的自动化焊接技术，确保成本优势。
	自动化校表技术	校表是生产最耗费人力的环节，公司开始采用全自动化设备，降低校表环节的人力成本。
电子血压计核心技术优势	PCB 模块核心算法	临床准确性是衡量电子血压计可靠性的关键指标，公司通过10000次以上临床校正掌握了这项技术，大幅度提高电子血压计的精确度。
雾化器有关核心技术优势	压缩式雾化器模块化设计的机芯制备技术	该技术降低噪声，解决气管老化、气密性降低，同时减少气管连接，扎带捆绑等难操作的工序，降低生产成本。
	雾化颗粒调节技术	该技术可以实现在相同的雾化压力情况下，同种药液可以根据用户需求，输出不同大小的雾化颗粒，实现药物吸收效果的最大化。公司是国内率先应用该技术生产雾化器的厂商之一。
	便携式微网雾化器制备技术	该技术有助于药液被充分吸收，实现雾化量与雾化颗粒大小的理想状态，提高了雾化器的智能化程度。
听诊器核心技术及优势	自制检测设备	国内唯一一家
	高灵敏性听诊器的制备技术	
	VC 管内部设计为单管双腔道型	提高声音传输的灵敏度与抗噪音性能

信息来源：公开转让书，公司年报，新三板智库

**生产流程自动化和供应链优化进一步降低生产成本。** 2015 年，公司自动化改造项目完成了 14 项，  
**人工成本和制造费用降低约 260 万元**，由于供应链优化和研发设计改进，**材料成本降低约 290 万元**。  
2016 年，公司自动化改造项目共完成 12 项，公司内部运营效率进一步提高，订单交期达成率达到 98.96%，  
30 天以下订单交期达到 35.04%，通过供应链优化和研发设计改进，**全年采购成本下降约 197 万元**。

### 2.5.2 良好的客户关系助力公司发展

公司是国内较早进入家用医疗器械行业的生产企业，凭借良好的产品质量和市场口碑，在内销方面与大型连锁药房建立了稳定的业务合作关系，并开发了大批内贸公司客户，2015 年公司的雾化器产品被



授予最受欢迎的十大雾化器品牌荣誉。公司也积极扩展电子商务销售，scian 西恩天猫旗舰店声誉良好，好评率 100%，在产品描述、服务态度和物流服务方面均高于同行 24%以上。

图表 43 公司合作伙伴



信息来源：实地调研，公司官方网站

图表 44 产品口碑和售后保障



信息来源：西恩天猫旗舰店、京东旗舰店、西恩官方网站

### 2.5.3 优质品牌新形象

2015 年，公司的“西恩”商标取得江苏省著名商标称号，公司获得 2015 年度工业企业融合创新示范企业；董事长兼总经理项友亮先生获得“2015 年度南通市十佳诚实守信之星”的称号。公司各类



产品上市以来质量反馈良好，得到了下游客户和行业管理部门的认可和好评。在业内良好的声誉也拓展了公司的品牌知名度。

#### 2.5.4 质量管理优势

公司严格按照质量管理体系管理要求，通过质量记录控制、质量目标管理、生产过程监控、标示和可追溯性控制、临床评估、顾客反馈信息的搜集处理分析等具体实施环节，保障质量管理体系的有效运行。公司已通过 **ISO13485 国际医疗器械质量管理体系认证**，主要产品通过了欧盟 **CE 认证**和**美国食品药品管理局 FDA 认证**。

### 2.6 主要竞争对手对比分析

**图表 45 A 股医疗器械企业与鹿得医疗的资本规模、资金募集情况对比**

公司名称	代码	总市值（亿元）	至今实际募集资金净额（亿元）
鱼跃医疗	002223	224.89	30.05
新华医疗	600587	72.26	20.75
万东医疗	600055	63.70	10.86
九安医疗	002432	50.42	14.82
鹿得医疗	832278	6.22	0.19

数据来源:wind、新三板智库

公司的主要竞争对手有**国际医疗器械企业**（欧姆龙集团、瑞士罗氏集团、韩国喜来健医疗器械公司）和**国内医疗器械领域上市公司**（新华医疗、万东医疗、鱼跃医疗、九安医疗）。

国际医疗器械企业掌握着医疗器械生产的核心技术，生产经验丰富，对国内的医疗器械公司带来强大的竞争压力。为了弥补国内企业研发不足现象，从 2009 年以来，鹿得医疗加大企业研发投入，现已成为国内家用医疗器械行业研发设计的领军企业。

技术密集型企业需要巨大的资金支持，国内医疗器械领域的上市公司比鹿得医疗更具资本和融资渠道优势。鹿得医疗在企业规模和资金筹集方面都略弱于 A 股上市公司。因此，鹿得医疗加速扩张融资渠道，2015 年 4 月在新三板挂牌，现已进入创新层，至今实际筹集资金净额为 1932 万元。



## 2.7 相关风险提示

**(1) 向关联方强龙科技采购占比较大的风险。**公司向关联方温州市强龙科技发展有限公司采购机械血压表和听诊器的部分配件，2014年、2015年、2016年采购金额分别为4114.91万元、3998.83万元、3883.80万元，采购金额占比分别为25.52%、21.62%、18.00%，采购金额与采购占比呈下降趋势。公司在2017年采取收购资产的方式降低关联交易，消除公司产能受强龙科技配件供应影响的风险。

**(2) 汇率变动风险。**由于外销收入占公司总体收入的80%以上，**公司的财务结算涉及美元、欧元和迪拉姆等多种外币，汇兑损益对公司盈利能力影响较大。**为了防范上述风险，公司应该积极关注汇率变化情况，在不影响公司销售收入的情况下，合理确定向国外客户发货及收款日期。另外加强生产管理，缩短生产及交货周期，力争将汇率变动影响降低到最小。

**(3) 国外销售占比较高。**外销收入占公司收入比重一直在80%以上。尽管国外客户的销售占比呈下降趋势，公司也在积极建设国内销售渠道，拓展国内客户，但国外市场大环境的变动、汇率波动导致的海外销售收入减少仍会给公司的经营业绩带来不利影响。2016年度，公司在欧洲、大洋洲、亚非（含中东）市场销售额比去年分别下降了23.61%、7.92%和9.12%。但是公司加大了北美、独联体、南美等地区的市场开拓力度，扭转了不利局面，**2016年北美、独联体、南美地区分别比去年同期增长31.78%、36.33%和81.99%，国外市场总体保持稳定增长。**2016年11月，公司成功完成联合国供应商基础注册，已可进行基础级投标，有助于公司国外销量的提升。

**(4) 出口退税依赖大。**出口退税金额对公司财务状况的影响较大。如果公司丧失享受出口退税的资格，将会对公司的财务状况和经营状况产生较大的不利影响。这一风险使得开拓国内市场对公司具有较大意义。

**(5) 行业技术进步快，产品研发风险大。**公司属于技术密集型行业，细分领域为家用医疗器械，市场竞争激烈。公司新产品的研究至最终投向市场并获得用户认可，需要较长的时间，且对人力、物力、财力要求比较高，一旦发展方向出现偏颇，将对公司的的发展带来风险。公司需在前期市场调研及立项环节做好充分准备，并做好重要技术环节的风险预案防范风险。



### 3、财务分析

#### 3.1 基本财务数据

##### 3.1.1 利润情况分析

2016 年，公司营业总收入为 25,913 万元，较上期增长了 7.66%。这一增速表现并不特别突出，其原因主要是公司于 2016 年对产品和业务结构做出了调整，砍掉了原来占销售比重较高但利润比较低的产品（如外厂产品的生产），转而构建“互联网 + 家庭健康”平台和研发雾化器等高技术、高利润产品，所以在短期内未能显著提升销售收入，但对公司未来的发展将是一大利好。近三年公司主要营业收入由机械血压表、电子血压计、雾化器、听诊器以及外厂产品等产品销售收入组成，其中机械血压表和雾化器居于主导地位，2016 年年报显示此两种产品的销售收入占总收入比重分别为 33.85% 和 21.98%。主营产品销售方面的突出成绩表现在：机械血压表出口数量连续 9 年排名中国第一；听诊器出口数量排名第一；雾化器出口份额排名第三；电子血压计出口额位居前列。

图表 46 公司近三年利润情况及增速

利润表					
(人民币万元)	2014	2015	2016	2016 vs 2015	
				绝对值	%
营业收入	22,245	24,068	25,913	1,845	7.66%
营业成本	17,781	18,508	19,146	638	3.45%
营业利润	859	1,872	1,751	-121	-6.46%
销售费用	1,021	1,326	1,511	185	13.97%
管理费用	2,605	2,671	3,597	926	34.67%
财务费用	-13	-385	-446	61	16.05%
利润总额	1,001	2,068	1,999	-69	-3.34%
EBIT	994	2,036	1,995	-41	-2.01%
折旧摊销	345	412	469	57	13.83%
EBITDA	1,339	2,448	2,464	16	0.65%
营业外收支净额	142	196	247	51	26.02%
所得税	130	273	190	-83	-30.40%
净利润	871	1,795	1,809	14	0.78%
基本每股收益(元)	0.11	0.22	0.21	-0.01	-4.55%

数据来源：公司年报、新三板智库



2016 年公司经营期间费用增幅显著，其中销售费用较上年同期增长 13.97%，主要系公司进一步加快国内市场的开拓，加大了市场费用的投入，展会费、市场推广费、会务费、广告费等相关费用均较上年有所增加；管理费用较上年同期增长 34.67%，主要是因为当期公司实施股权激励，发生以权益结算的股份支付确认的费用 984.万元，如果扣除此项影响的话，2016 年管理费用实际上较上年同期下降了 2.16%；财务费用为负且金额略高于上年同期，主要系美元升值导致本期产生的汇兑收益增加。此外，在过去三年间，公司的营业利润、利润总额、EBIT 以及净利润等经营指标均表现优异，呈现出稳步增长的态势，说明公司在调整经营业务的同时，也保持业务的快速发展，表现出良好的发展势头。

### 3.1.2 资产负债情况分析

在 2014-2016 年间，公司的资产规模稳中有升，此三年末公司总资产规模分别为 15,988 万元、19,155 万元以及 20,694 万元，其中 2016 年相对于上年同期增加了 1,539 万元，增长幅度为 8.03%。与此同时，公司负债规模变化幅度较小，三个时间点上公司总负债规模分别为 7,068 万元、6,657 万元以及 6,682 万元，2016 年公司总负债相对于 2014 年还减少了 1,386 万元，说明近年来公司对于负债规模的控制较好。资产负债规模的变动趋势直接推动公司所有者权益的快速增长，在 2014-2016 年间，公司的所有者权益规模扩张了 5,092 万元，增长幅度高达 57.09%。在总股本数变化较小的情况下（由 80,000,000 股上升至 85,,250,000 股），这一变化直接导致公司每股净资产上升了 0.52 元。



图表 47 公司近三年资产负债表情况及增速

(人民币万元)	2014	2015	2016	2016 vs 2015	
				绝对值	%
现金及现金等价物	1,406	3,766	5,486	1,720	45.67%
应收账款	3,464	4,024	4,953	929	23.09%
存货	4,859	5,526	43,72	-1,154	-20.88%
预付款项	437	161	171	10	6.21%
流动资产	11,012	14,335	15,830	1,495	10.43%
固定资产	4,120	3,955	3,864	-91	-2.30%
无形资产	697	679	691	12	1.77%
长期待摊费用	159	143	168	25	17.48%
非流动资产	4,976	4,820	4,864	44	0.91%
总资产	15,988	19,155	20,694	1,539	8.03%
应付账款	4,355	4,893	5,125	232	4.74%
预收款项	830	839	489	-350	-41.72%
流动负债	6,810	6,405	6,437	32	0.50%
非流动负债	258	252	245	-7	-2.78%
总负债	7,068	6,657	6,682	25	0.38%
股东权益	8,920	12,498	14,012	1,514	12.11%
每股净资产(元)	1.12	1.47	1.64	0.17	11.56%



### 3.1.2 现金流量情况分析

在 2014-2016 年间 ,公司经营活动现金净流量分别为 -962 万元、1,832 万元以及 3,020 万元 ,2016 年经营活动产生的现金净流量较上年同期增加 1,188 万元 , 一方面是因为公司经营情况良好 , 近年来盈利情况良好 , 同时款项回收情况良好 , 现金流入较多 ; 另一方面是因为公司加强了存货管理 , 通过供应链优化 , 有效提高原材料的周转效率 , 降低期末原材料库存 , 提高资金利用率 , 故经营活动产生的现金流量净额较多。在总股本数不变的情况下 ( 2015 年和 2016 年总股本数均为 85,250,000 股 ) , 经营活动的良好表现使得公司的每股经营现金流从 0.22 元上升到 0.35 元。

图表 48 公司近三年现金流量情况及增速

(人民币万元)	2014	2015	2016	2016 vs 2015	
				绝对值	%
销售商品收到的现金	22,548	24,907	26,361	1,454	5.84%
购买商品支付的现金	20,310	20,072	19,361	-711	-3.54%
支付给职工的现金	3,042	3,318	3,628	310	9.34%
经营活动现金净流量	-962	1,832	3,020	1,188	64.85%
收回投资收到的现金	4,430	1,700	1,423	-277	-16.29%
投资支付的现金	3,510	1,700	1,378	-322	-18.94%
投资活动现金净流量	395	-234	-252	-18	7.69%
筹资活动现金净流量	-10	593	-1,279	-1,872	-315.68%
现金净流量	-577	2,191	1,489	-702	-32.04%
每股经营现金流(元)	-0.12	0.22	0.35	0.13	59.09%

数据来源：公司年报、新三板智库

公司专注于主营业务的开发 , 投资活动方面相对谨慎 , 选择的均是银行理财产品。 2016 年公司利用闲置资金购买中国工商银行无固定期限超短期人民币理财产品和招商银行朝招金 7007 号等理财产品 , 累计申购 1,378 万元 , 累计赎回 1,423 万元。此外 , 公司加大了对固定资产和无形资产的投资力度 , 因此近两年投资活动现金净流量为负值 , 但是这并不影响公司正常运营。公司在 2016 年筹资活动产生的



现金流量净额较上年减少 1,872 万元，主要是因为上年公司通过定向发行募集资金 1,932 万元，而 2016 年由于公司经营活动表现良好，经营现金流量充足，能够支撑公司业务的运营和拓展，因此本期未对外募集资金，所以使得两年现金流量净额差异较大。此外，公司于 2016 年向股东发放了现金股利 1,279 万元，因此筹资活动产生的现金流量净额为 -1,279 万元。

## 3.2 财务分析

为了更加清晰准确地反映鹿得医疗的财务状况，本部分采用横向与纵向双向比较法对其财务指标进行分析。纵向主要是对公司过去三年的财务数据进行分析和比较。横向主要是以鱼跃医疗（002223）、九安医疗（002432）、万东医疗（600055）和新华医疗（600587）作为可比公司对其财务指标进行分析和比较。选取可比公司的依据来源于 wind 的行业分类标准，此四家可比公司与鹿得医疗同属于 wind 四级行业---医疗保健设备业。

鱼跃医疗是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服务商，目前是家用医疗器械行业的领军企业，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。万东医疗在医用 X 射线诊断设备相关技术和医学影像技术领域处于全国领先地位，其致力于医用 X 射线诊断设备、磁共振成像设备、齿科诊断和治疗设备、血液健康产品的开发、生产与销售。九安医疗是一家在国内外具有影响力的人健康管理产品供应商，目前已经拥有了涵盖血压、血糖、血氧、心电、心率、体重、体脂、睡眠、运动等领域的较为完备的个人健康类可穿戴设备产品线。新华医疗是具有 60 多年历史的医疗器械生产企业，是中国最大的消毒灭菌设备研制生产基地，也是国内生产放射治疗设备品种最多的企业，主要产品有消毒灭菌设备、放射治疗设备、数字诊断设备等。鹿得医疗与上述四家公司同属于医疗保健设备业，提供的产品和服务有较多相似之处，因此我们认为这五家公司是可比的。

### 3.2.1 盈利能力分析

由于选取的可比公司均是沪深 A 股上市公司（报告中以 4 家可比公司的平均值代替医疗保健设备业行业平均值），其资产规模和资本运作都要显著成熟于鹿得医疗，所以本报告在横向比较时主要分析的是



和财务状况相关的各个比率，而非以往报告中所强调的绝对数值。这种比率上的比较能够更加清晰地反映公司的真实财务状况和发展前景。

在 2014-2016 年间，鹿得医疗的销售净利率和毛利率均显著提高，这还是公司调整业务结构前提下取得的成绩，2015-2016 年间公司逐步减少了以往部分利润低但销售占比高的产品的生产和销售（如外厂产品），将目光集中于雾化器、血压计等高利润高技术产品的突破。此外，鹿得医疗的期间费用、销售成本在收入中的占比下降明显，说明公司管理水平逐步得到提高，控制成本的能力显著增强。公司期间费用占收入的比重显著低于同业平均水平，说明公司管理水平优于业内其它企业。总的来看，公司在销售收入方面的指标与业内大企业的差距不断缩小，部分指标的表现显著优于业内其它企业。

另一方面，鹿得医疗的 EBITDA 占营业收入的比重和人力投入回报率稍微低于同业平均水平，但是差距在逐渐减小。而在总资产净利率和报酬率、投入资本回报率以及净资产收益率等直接反映公司业务发展潜力的指标上，鹿得医疗的表现势头都显著优于同业平均水平，在 2014 年，鹿得医疗的净资产收益率为 9.76%，略微高于同业平均的 8.34%，但是到了 2016 年，鹿得医疗的净资产收益率已经上升到 12.91%，是同期业内平均水平的三倍有余；投入资本回报率相对于同业平均水平的领先也从 2014 年的 1.60% 上升到 2016 年的 4.73%。这些数据均能表明鹿得医疗的盈利能力显著高于同业平均水平，并且领先优势在进一步扩大。

**图表 49 公司盈利能力指标的对比与分析**

盈利能力指标						
%	2014		2015		2016	
	鹿得医疗	同业平均	鹿得医疗	同业平均	鹿得医疗	同业平均
销售净利率	3.92	7.34	7.46	-2.61	6.98	8.09
销售毛利率	20.07	31.00	23.10	30.27	26.11	32.81
销售成本率	79.93	69.00	76.90	69.73	73.89	67.19
销售期间费用率	16.24	28.84	15.01	31.31	17.99	32.47
总资产净利率	5.46	5.98	10.21	1.33	9.08	4.35
总资产报酬率	6.22	7.05	11.59	2.65	10.01	5.11
投入资本回报率	8.98	7.38	15.90	1.81	13.65	5.10
人力投入回报率 (ROP)	32.13	78.44	50.14	42.61	42.46	65.12
净资产收益率 (摊薄)	9.76	8.34	14.36	1.73	12.91	4.05
EBITDA/营业收入	6.02	11.22	10.17	2.40	9.51	13.07

数据来源：wind、公司年报、新三板智库

### 3.2.2 偿债能力分析

在 2014-2016 年间，公司资产负债率分别为 44.21%、34.75% 和 32.29%，说明公司整体负债水平逐年降低，在 2015 年以后公司的资产负债率比水平已经低于同业平均水平。公司的资本固定化比率也一直低于业内平均水平，并远远低于生产型企业 70% 的理论标准。这一比率在过去三年间分别为 56.06%、38.57% 和 34.72%，呈持续下降态势，说明公司自由资本用于长期资产的数额相对较少，对固定资产资金投入一直在公司的自身能力范围内，进一步表明公司日常经营资金充足，经营风险较小。

**图表 50 公司偿债能力指标的对比与分析**

偿债能力指标						
	2014		2015		2016	
	鹿得医疗	同业平均	鹿得医疗	同业平均	鹿得医疗	同业平均
资产负债率 (%)	44.21	35.96	34.75	39.75	32.29	32.50
资本固定化比率 (%)	56.06	62.20	38.57	79.18	34.72	66.90
流动比率	1.62	2.54	2.24	1.83	2.46	4.06
速动比率	0.90	1.82	1.38	1.18	1.78	3.58
现金比率	0.22	1.66	0.63	0.21	0.88	13.33
产权比率	0.79	0.67	0.53	0.77	0.48	0.68

数据来源：wind、公司年报、新三板智库

2016 年，公司的流动比率、速动比率以及现金比率这三个流动性指标分别为 2.46、1.78 和 0.88，尽管都低于同业平均水平，但指标表现均高于资本市场对一般企业的要求（理论上通行的标准是流动比率在 2 以上，速动比率在 1 以上，现金比率在 0.2 以上，但也不宜过高，过高表明公司存在流动资产未能得到充分利用），说明公司一方面比较充分地利用了已有流动资产，另一方面也表现出其具有良好的短期偿债能力。而且公司的主要流动性指标在近三年间呈不断上升的态势，说明公司短债偿债风险在不断降低。

在 2014-2016 年间，公司的产权比率分别为 0.79、0.53 和 0.48，跟同业平均水平差异较小，且呈现出一个持续下降的态势。公司的产权比率处于一个较低的水平且不断下降，说明公司自有资本占总资产的比重较大，财务结构呈现出低风险的特征，长期偿债能力越强。在当前经济增速放缓的大环境下，这种财务结构能够有效降低利息负担和财务风险。

总的来看，公司的偿债能力各项指标均比较健康，体现出良好的偿债能力和抵抗风险的能力。



### 3.2.3 营运能力分析

在 2014-2016 年间，公司的营业周期明显短于同业平均水平，说明公司完成从外购承担付款义务，到收回因销售商品或提供劳务而产生的应收账款的经营所用时间较少，经营效率较高，实现了对应收账款和存货的有效管理。尽管过去三年间公司的营运资本周转率从 4.98 下降到 2.99，但是依旧显著高于同业平均水平，说明公司每一元营运资本带来的销售收入较多，营运资本的运用效率水平较高。此外，尽管 2016 年公司的各类资产周转率数值不是特别高，但这或许是由于医疗保健设备业的行业特性决定的，因此不能用理论上通行的行业数值来要求。2016 年，其六类资产周转率分别为 3.87、5.83、1.72、6.63、5.53 和 1.30，均显著高于同业平均水平，说明公司资产的经营质量和利用效率处于行业领先地位，这有利于公司业务的健康持续发展。

**图表 51 公司营运能力指标的对比与分析**

营运能力指标						
	2014		2015		2016	
	鹿得医疗	同业平均	鹿得医疗	同业平均	鹿得医疗	同业平均
营业周期	147.23	252.16	156.37	251.94	154.83	241.44
营运资本周转率	4.98	3.02	3.97	5.20	2.99	0.95
存货周转率	3.65	2.47	3.56	2.57	3.87	2.75
应收账款周转率	7.40	4.37	6.50	4.52	5.83	4.70
流动资产周转率	2.01	1.06	1.90	1.11	1.72	0.83
固定资产周转率	5.50	4.85	5.96	4.3	6.63	4.20
非流动资产周转率	4.56	2.24	4.91	1.86	5.35	1.55
总资产周转率	1.39	0.71	1.37	0.69	1.30	0.53

数据来源：wind、公司年报、新三板智库

### 3.2.4 成长能力分析

公司 2014 年、2015 年以及 2016 年的营业利润增长率分别为 -47.57%、118.07% 和 -6.43%，在这三年间公司经营扭亏为盈，利润增速由负转正。在 2016 年，相对于业内其它大企业来说，公司利润增速相对较低甚至为负值，这一方面是因为公司 2015 年业务发展较快，利润成长迅速且远远领先同业平均水平，所以 2016 年增长空间相对缩小。另一方面是因为公司开始调整经营业务结构，这可能带来了短时间的“阵痛期”，但是随着公司业务转型的逐步推进，未来的业绩的成长速度将进一步提升。总的来看，公司一直保持较好的成长势头。



图表 52 公司成长能力指标的对比与分析

成长能力指标						
%	2014		2015		2016	
	鹿得医疗	同业平均	鹿得医疗	同业平均	鹿得医疗	同业平均
营业收入增长率	-4.86	78.67	8.20	-352.69	7.66	36.26
营业利润增长率	-47.57	-24.30	118.07	52.49	-6.43	64.49
利润总额增长率	-41.59	78.18	106.63	-188.63	-3.34	37.68
归属于母公司的净利润	-37.64	59.82	107.19	-394.12	0.78	33.86
基本每股收益增长率	-42.11	53.41	100.00	-381.31	-4.55	12.92

数据来源：wind、公司年报、新三板智库



## 重要声明

本报告是第三届全国新三板价值分析大赛华东赛区二等奖获奖作品，新三板价值分析大赛是由新三板智库发起的全国性新三板专业投研分析赛事，每年举办一届，目的在于挖掘新三板最具投资价值企业，同时为市场培养一批未来的精英分析师。大赛至今已举办三届，第三届大赛由新三板智库联合广州市科技金融综合服务中心、东北证券、天风证券、SFC 南方财经全媒体主办。

报告信息均来源于公开资料，新三板智库不对其准确性和完整性做任何保证。本报告所载的观点、意见及推测仅反映第三届全国新三板价值分析大赛获奖分析师团队【RICH】于发布报告当日的判断。该等观点、意见和推测不需通知即可作出更改。在不同时期，或因使用不同的假设和标准、采用不同分析方法，本公司可发出与本报告所载观点意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成个人投资建议，且并未考虑到个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需求。不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告版权归新三板智库、新三板智库华东研究院及该获奖分析师队伍所有，新三板智库、新三板智库华东研究院及该获奖分析师队伍对本报告保留一切权利，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“新三板智库”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

新三板智库

新三板智库华东研究院

