



2018-05-23

公司深度报告

买入/首次

鱼跃医疗 (002223)

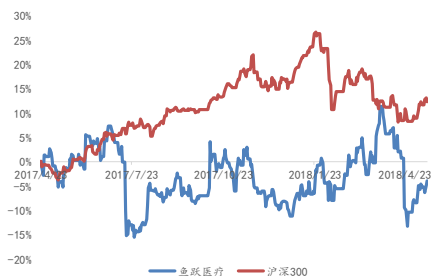
目标价: 25.20

昨收盘: 21.05

医疗保健 制药、生物科技与生命科学

## 品牌消费系列之一：品牌渠道价值，再次鱼跃龙门

## ■ 走势比较



## ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1002
总市值/流通(百万元)	21102/18044
12个月最高/最低(元)	24.94/18.02

## 相关研究报告:

证券分析师: 杜佐远

电话: 0755-33329945

E-MAIL: duzy@tpyzq.com

执业资格证书编码: S11905171110001

联系人: 彭波

电话: 0755-33329946

E-MAIL: pengbo@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190118010028

## 报告摘要

**品牌影响力逐渐凸显：带来溢价。**鱼跃已形成了“yuwell 鱼跃”、“Hwato 华佗”、“JZ 金钟”三大品牌为主的体系，百度指数显示，鱼跃品牌热度和影响力已超越罗氏，正逐步逼近欧姆龙，核心产品血压计、制氧机、雾化器的品牌热度均已处于行业第一。电商端，品牌影响力已遥遥领先，2015年以来鱼跃品牌一直处于双十一家用医疗 TOP1。

**三大渠道齐头并进：渠道是医疗器械公司快速发展的关键一环。**鱼跃已构建 OTC、医院和电商三大渠道体系。尤其 2013 年以来，电商渠道高速发展，2017 年收入接近 10 亿元，占收入 28%，电商的高速发展明显带动了核心产品制氧机、血压计、雾化器、血糖仪等产品的快速增长。

**产品是基础，未来空间大：产品线众多，互相协同，并抵御风险。**1) 医用临床领域未来空间大，2015 年和 2016 年分别收购上械和中优后，临床产品线大为丰富，整合效果明显。2) 康复护理领域为公司传统优势领域，人口老龄化加剧进一步刺激了对康复护理类器械的需求，预计未来 3 年电子血压计、血糖仪、电动轮椅等产品将继续高速增长。3) 医用供氧领域公司一路领先，核心产品制氧机市占率超 60%，依靠行业增长、西藏地区弥散式制氧机的增长等，未来 3 年 20% 增长。同时，医用供氧领域的二线产品雾化器和呼吸机等，未来 3 年 30% 以上增长。

**“品牌+渠道”价值凸显，稳健增长：**医疗器械细分领域众多，持续收购整合是必经之路，鱼跃依靠已经建立起来的品牌和渠道，已遥遥领先竞争对手，并大幅缩短整合时间。内生增长稳健+外延积极，“品牌+渠道”价值突出，预计 18-20 年净利润 7.20/8.76/10.51 亿元，对应 PE 29.3/24.1/20.1，有望 5 年保持 20% 增长。首次覆盖，给予“买入”评级，2018 年合理估值 252 亿元（2018 PE35X）。

**风险提示：**销售改革不达预期；传统产品增速放缓带来整体业绩压力；新零售布局前期投入较大影响公司整体业绩；董事长被证监会立案调查，预计影响不大。

## ■ 盈利预测和财务指标:

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3,542	4,203	4,922	5,784
(+/-%)	34.5%	18.7%	17.1%	17.5%
净利润(百万元)	592	720	876	1051
(+/-%)	18.3%	21.6%	21.7%	20.0%
摊薄每股收益(元)	0.59	0.72	0.87	1.05
市盈率(PE)	35.6	29.3	24.1	20.1

资料来源: Wind, 太平洋证券 注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 目录

一、 医药消费升级：品牌带来产品溢价 .....	6
(一) 收入提升带来生活标准提升 .....	6
(二) 品牌产品可持续提价 .....	6
二、 鱼跃医疗是国内领先的医疗器械平台型公司 .....	7
(一) 内生+外延构建三大业务，五大生产研发基地 .....	8
(二) 吴光明父子为实际控制人 .....	9
(三) 销售体系多元化，改革不断进行中 .....	10
(四) 重视研发，研发投入行业靠前 .....	11
(五) 国际化布局雏形初见 .....	12
三、 品牌力：鱼跃制胜的核心法宝 .....	13
(一) 鱼跃医疗品牌力逐渐强大 .....	13
(二) 电商端品牌力已遥遥领先 .....	14
四、 渠道：鱼跃发展的关键一环 .....	15
(一) 三大渠道齐头并进 .....	15
(二) 电商渠道高速增长 .....	16
五、 产品：鱼跃龙门的绝对基础 .....	16
(一) 医用临床：未来空间巨大 .....	17
(二) 康复护理：鱼跃的传统优势领域 .....	21
(三) 医用供氧：制氧机稳定增长，二线产品崛起 .....	29
六、 新零售打开新的成长空间 .....	34
(一) 新零售时代来临 .....	34
(二) 鱼跃新零售已在路上 .....	36
(三) 智能硬件布局可期 .....	37
七、 盈利预测及估值 .....	37
(四) 盈利预测 .....	37
(五) 估值及投资建议 .....	39
八、 风险提示 .....	39

## 图表目录

图表 1: 中国城镇居民可支配收入持续提升 .....	6
图表 2: 东阿阿胶持续提价, 销量已稳定 .....	6
图表 3: 东阿阿胶相比于其他厂家有明显的品牌优势 .....	6
图表 4: 麝香价格快速提升 .....	7
图表 5: 片仔癀国内出厂价不断提升 .....	7
图表 6: 片仔癀国外销售价持续提升 .....	7
图表 7: 片仔癀销量呈整体增长趋势 .....	7
图表 8: 鱼跃医疗成长历程 .....	8
图表 9: 产品+品牌+渠道构成鱼跃核心竞争力 .....	8
图表 10: 鱼跃医疗三大业务 .....	8
图表 11: 鱼跃医疗业绩持续稳定增长 .....	9
图表 12: 公司五大生产和研发基地 .....	9
图表 13: 吴光明父子为实际控制人 .....	10
图表 14: 公司销售费用率常年稳定在 8%左右 .....	11
图表 15: 鱼跃线下体验门店 .....	11
图表 16: 公司研发投入整体呈增长趋势(亿元) .....	11
图表 17: 2017 年公司研发费用率排名行业靠前 .....	11
图表 18: 鱼跃医疗在研产品 .....	12
图表 19: 鱼跃的国际化布局雏形初见 .....	12
图表 20: 鱼跃几大主品牌 .....	13
图表 21: 鱼跃品牌进入我国医疗器械品牌前十 .....	13
图表 22: 鱼跃的百度指数已超越罗氏, 逼近欧姆龙 .....	13
图表 23: 鱼跃血压计的百度指数已远远超越欧姆龙血压计和九安电子血压计 .....	14
图表 24: 鱼跃制氧机的百度指数已远远超越其他竞争品牌 .....	14
图表 25: 鱼跃雾化器的百度指数与欧姆龙雾化器相当 .....	14
图表 26: 鱼跃品牌跃居双十一家用医疗 TOP 品牌榜第一名 .....	15
图表 27: 三大渠道齐头并进 .....	15
图表 28: 电商渠道收入占比逐年提升 .....	15
图表 29: 2017 年公司销售费用 4 亿元 .....	15
图表 30: 公司销售人员工资逐年上涨 .....	15
图表 31: 各电商平台主要模式 .....	16
图表 32: 电商主打血压计、血糖仪、家用制氧机等 .....	16
图表 33: 电商渠道收入高速增长 .....	16
图表 34: 天猫爆款产品销量 .....	16
图表 35: 鱼跃的多品类产品线优势凸显 .....	17
图表 36: 2017 年医用临床业务收入占比达 33% .....	17
图表 37: 2017 年鱼跃医用临床收入构成(亿元) .....	17
图表 38: 上械集团主要子公司和相关业务 .....	18
图表 39: 上械集团被收购后净利率快速增长 .....	18
图表 40: 上械集团被收购后净利润大幅改善 .....	18
图表 41: 公立医院卫生材料收入占比持续提升 .....	19
图表 42: 公立医院卫生材料收入持续较快增长 .....	19
图表 43: 中优医药被收购后利润快速增长 .....	19
图表 44: 手部与皮肤消毒业务占比达 75%左右 .....	19
图表 45: 医用洗手液市场未来增速在 5%左右 .....	20
图表 46: 中优和 3M 公司在消毒感控领域市占率 5% .....	20

图表 47: 消毒领域政策演变 .....	20
图表 48: 我国老龄化程度日趋严重 .....	21
图表 49: 2015 年我国 60 岁以上老年人口年龄分布 .....	21
图表 50: 老年人患慢性病概率高, 刺激康复护理类器械产品需求 .....	22
图表 51: 2017 年鱼跃康复护理业务收入占比达 37% .....	22
图表 52: 2017 年鱼跃康复医疗收入构成 (亿元) .....	22
图表 53: 我国高血压知晓率、治疗率和控制率偏低 .....	23
图表 54: 2010-2015 年我国家用血压计市场规模 .....	23
图表 55: 我国市场血压计厂家梯队 .....	23
图表 56: 我国电子血压计市场格局 (万台) .....	24
图表 57: 鱼跃血压计均价低于欧姆龙高于国产品牌 .....	24
图表 58: 水银柱式血压计销售已开始下滑 (亿元) .....	24
图表 59: 电子血压计高速增长 (亿元) .....	24
图表 60: 2017 年糖尿病患者人数排名 (百万人) .....	25
图表 61: 我国 2025 年血糖测试市场空间达百亿 .....	25
图表 62: 我国市场血糖仪厂家梯队 .....	26
图表 63: 我国 2016 年血糖监测系统竞争格局 .....	26
图表 64: 国产血糖监测仪器价格远低于国外品牌 .....	26
图表 65: 鱼跃血糖监测系统保持高速增长 (百万元) .....	26
图表 66: 2010 年我国肢体残疾 2472 万人, 占比 29% .....	27
图表 67: 城镇残疾家庭医疗保健人均消费年支出 (元) .....	27
图表 68: 肢体残疾人接受辅助器具配置的比例逐步提升 .....	27
图表 69: 电动轮椅需求量逐步提升 (万辆) .....	27
图表 70: 2020 年我国电动轮椅市场规模达 50 亿元 .....	28
图表 71: 电动轮椅均价在 3000 元/辆左右 .....	28
图表 72: 鱼跃手动轮椅销售基本稳定 (百万元) .....	28
图表 73: 鱼跃电动轮椅销售高速增长 (百万元) .....	28
图表 74: 2017 年医用供氧业务收入占比 29.5% .....	29
图表 75: 2017 年鱼跃医用供氧收入构成 (亿元) .....	29
图表 76: 我国制氧机市场近十年年复合增速达 16% (亿元) .....	30
图表 77: 我国制氧机市场空间测算 .....	30
图表 78: 2016 年鱼跃占据 60% 市场份额 .....	30
图表 79: 我国制氧机市场厂家梯队 .....	30
图表 80: 鱼跃国内制氧机市场占有率不断提升 .....	30
图表 81: 鱼跃制氧机具有价格优势 (元) .....	30
图表 82: 鱼跃制氧机收入保持持续增长 (百万元) .....	31
图表 83: 2012 年呼吸系统疾病死亡率高达 68/10 万 .....	32
图表 84: 未来 5 年我国雾化器市场空间 30 亿左右 .....	32
图表 85: 我国市场雾化器厂家梯队 .....	32
图表 86: 预计未来 3 年鱼跃雾化器仍可保持高速增长 .....	32
图表 87: 我国睡眠呼吸机行业市场销售规模 (万元) .....	33
图表 88: 我国市场睡眠呼吸机厂家梯队 .....	33
图表 89: 鱼跃单水平呼吸机价格低于主要外资品牌 (元) .....	33
图表 90: 鱼跃呼吸机收入保持高速增长 (百万元) .....	34
图表 91: 新零售通过要素重构以实现满足需求和提升效率的目标 .....	34
图表 92: 新零售对产业链各个环节均有优化作用 .....	35
图表 93: 目前国内主要的新零售模式 .....	35
图表 94: 鱼跃医疗新零售布局思路 .....	36
图表 95: 鱼跃南京新街口医疗器械体验店 .....	36

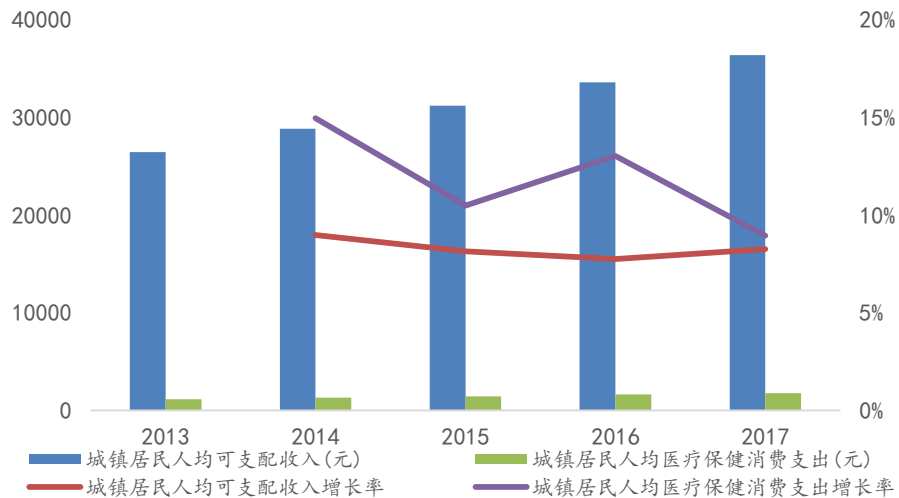
图表 96: 鱼跃南京新街口医疗器械体验店各类产品 .....	36
图表 97: 鱼跃智能硬件布局 .....	37
图表 98: 分业务收入和毛利拆分 (百万元) .....	38
图表 99: 鱼跃医疗盈利预测表 .....	38
图表 100: 可比公司估值对比 .....	39

## 一、医药消费升级：品牌带来产品溢价

### (一) 收入提升带来生活标准提升

居民收入的提升带来生活标准的提升，从而带动对品牌消费品的使用。2017年我国城镇居民人均可支配收入达到36396元，同比增长8.3%，而城镇居民人均医疗保健消费支出达到1777元，同比增长8.95%，增速快于人均可支配收入的增速。

图表1：中国城镇居民人均可支配收入持续提升

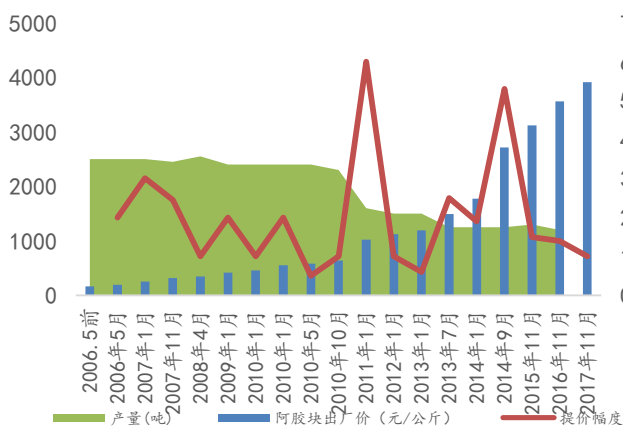


资料来源：国家统计局，太平洋证券整理

### (二) 品牌产品可持续提价

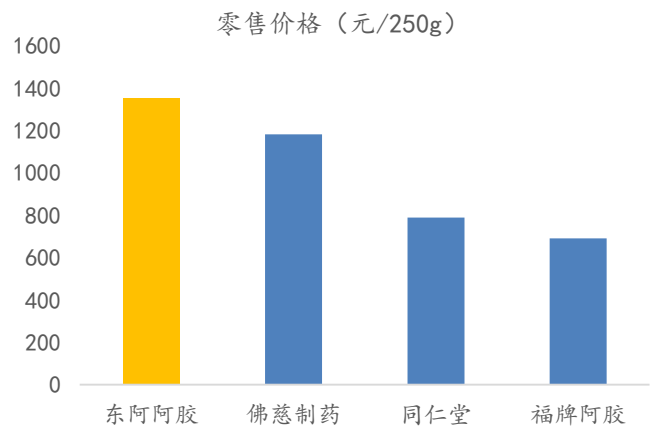
原材料的稀缺性、品牌的溢价提升使得品牌产品可持续提价，同时销量稳定。以东阿阿胶和片仔癀为例，自2006年以来，东阿阿胶的阿胶块价格提升了23倍，年均复合增速达33%。价格方面，相比于佛慈制药、同仁堂、福牌阿胶等，东阿阿胶具有明显的品牌优势。

图表2：东阿阿胶持续提价，销量已稳定



资料来源：东阿阿胶公告等，太平洋证券整理

图表3：东阿阿胶相比于其他厂家有明显的品牌优势

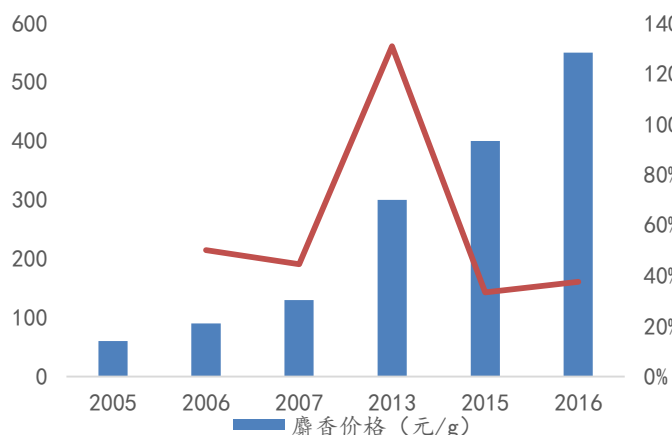


资料来源：京东商城，太平洋证券整理



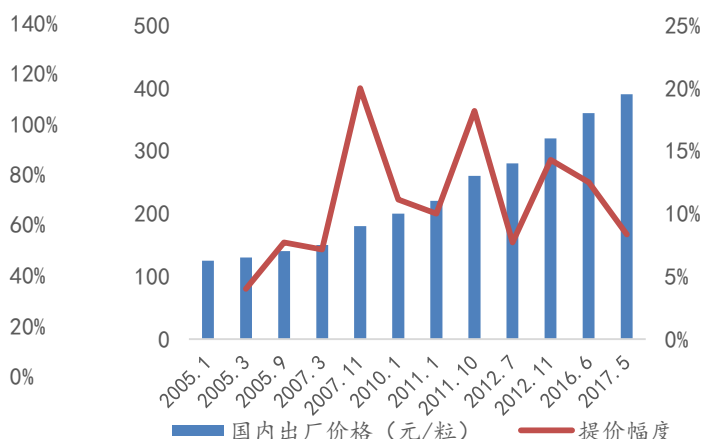
片仔癀的品牌效应更加明显。自 2005 年以来，片仔癀国内出厂价提升了 212%，国外销售价提升了 240%（不考虑汇率），而在不断提价的过程中，销量仍保持了增长的态势。

图表 4：麝香价格快速提升



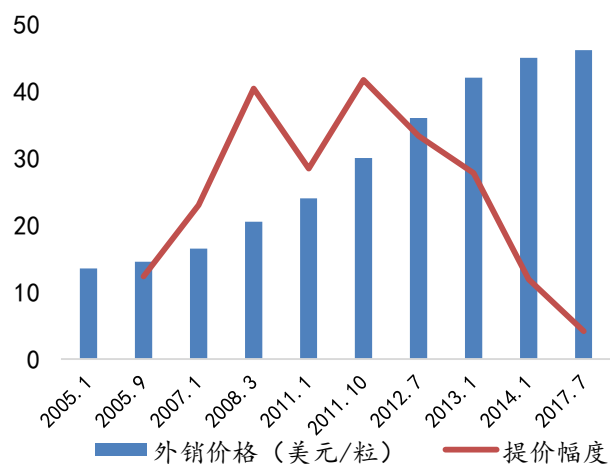
资料来源：中国知网、国家林业局等，太平洋证券整理

图表 5：片仔癀国内出厂价不断提升



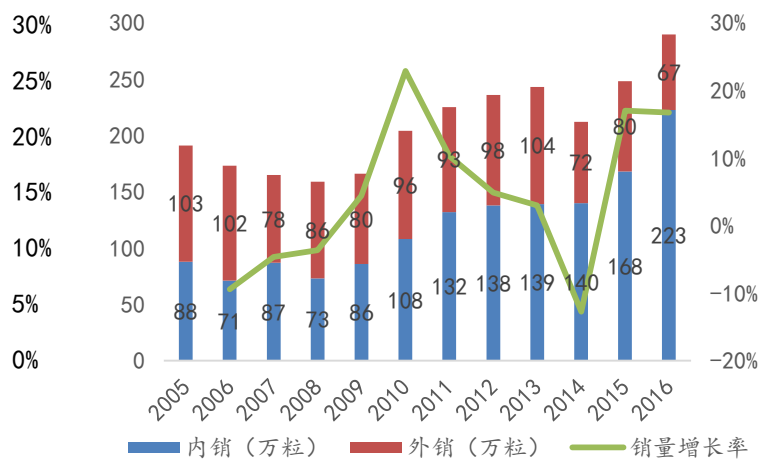
资料来源：片仔癀公告，太平洋证券整理

图表 6：片仔癀国外销售价持续提升



资料来源：片仔癀公告，太平洋证券整理

图表 7：片仔癀销量呈整体增长趋势



资料来源：片仔癀公告，太平洋证券整理

## 二、鱼跃医疗是国内领先的医疗器械平台型公司

江苏鱼跃医疗设备股份有限公司前身为成立于 1998 年的江苏鱼跃医疗设备有限公司，以康复护理系列和医用供氧系列医疗器械起家，经过持续的内部研发、外部并购，现已拓展为家用医疗器械、医用临床器械和互联网医疗服务公司，拥有“yuwell 鱼跃”、“Hwato 华佗”、“JZ 金钟”、“安尔碘”、“洁芙柔”、“PRIMEDIC 普美康”等多品牌。同时，通过不断的线下渠道建设以及 2013 年开始的电商渠道拓展，公司已形成拥有 1000+专柜、100+售后服务网点、800+销售人员的销售网

络和团队。

图表 8：鱼跃医疗成长历程

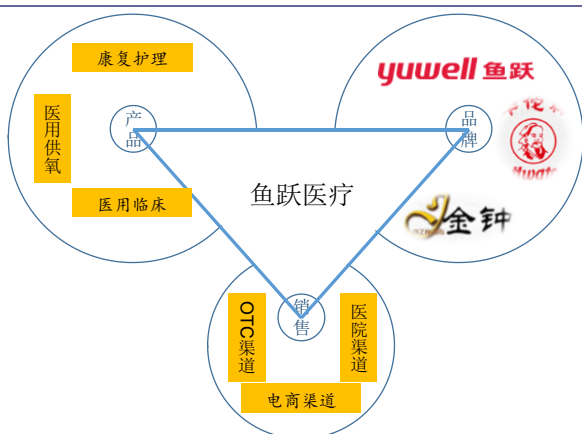


资料来源：公司公告，红色曲线代表市值，蓝色曲线代表净利润，太平洋证券整理

### (一) 内生+外延构建三大业务，五大生产研发基地

通过不断地研发和外延并购，公司目前已形成了康复护理、医用供氧、医用临床三大块为主的产品格局，同时，公司拥有“yuwell 鱼跃”、“Hwato 华佗”、“JZ 金钟”、安尔碘、洁芙柔、“PRIMEDIC 普美康”几大主品牌，以及 OTC、医院和电商三大渠道。

图表 9：产品+品牌+渠道构成鱼跃核心竞争力



资料来源：公司官网、公司资料，太平洋证券整理

图表 10：鱼跃医疗三大业务

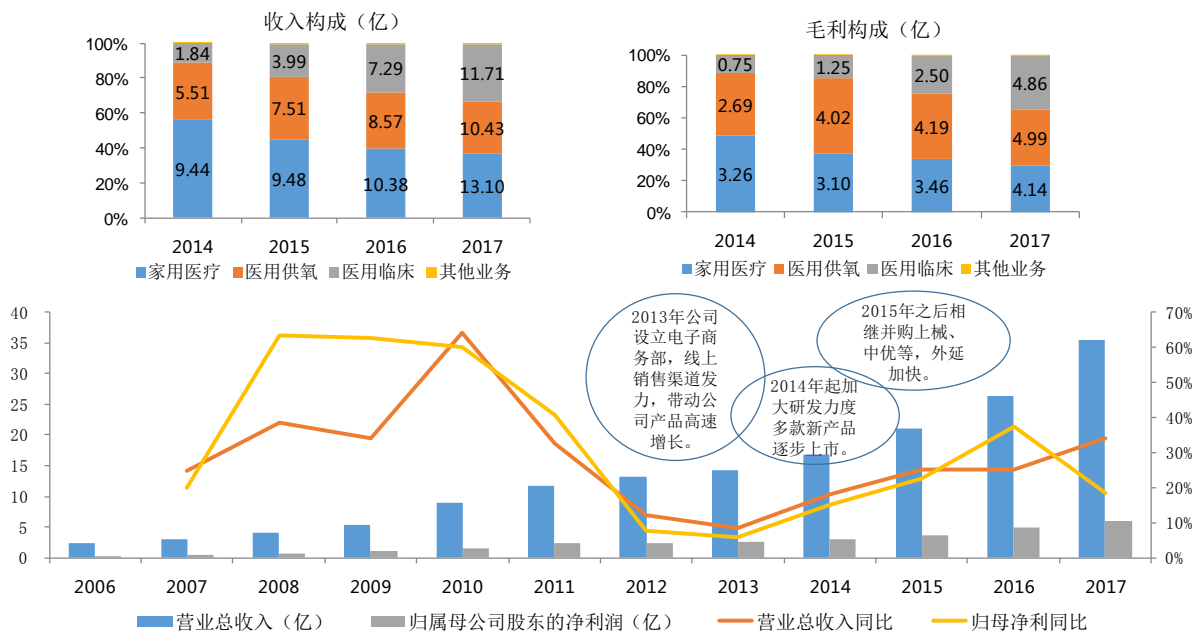


资料来源：公司官网、公司资料，太平洋证券整理

2017 年鱼跃医疗收入和净利润分别为 35.42 亿元和 5.92 亿元，同比增长分别为 34.14%和 18.45%。2017 年家用医疗、医用供氧和医用临床的收入和毛利占比分别为 37%、29.5%、33%和 29.5%、35.5%、34.6%。



图表 11: 鱼跃医疗业绩持续稳定增长



资料来源: 公司公告, Wind, 太平洋证券整理

以江苏和上海为核心, 公司通过自建和收购方式打造了江苏 (包括南京、苏州、丹阳等)、上海、西藏、台北和德国五大生产和研发基地。

图表 12: 公司五大生产和研发基地



资料来源: 公司官网、公司公告, 太平洋证券整理

## (二) 吴光明父子为实际控制人

通过江苏鱼跃科技间接持有以及直接持有，吴光明父子共持有公司 44.57% 股权，为公司实际控制人。

图表 13：吴光明父子为实际控制人



资料来源：公司官网、公司公告等，太平洋证券整理

### (三) 销售体系多元化，改革不断进行中

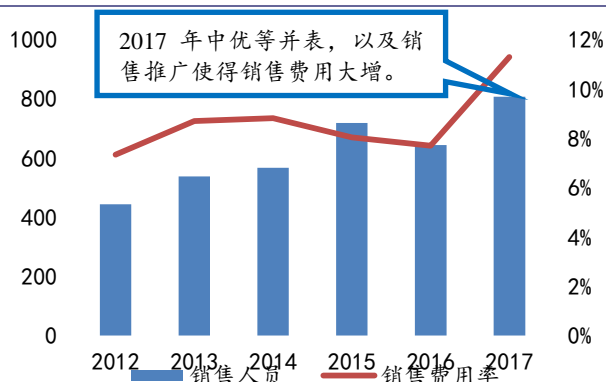
**销售队伍强大，覆盖面广：**截止 2017 年底，公司拥有 808 人的销售团队（其中家用医疗体系销售人员 400 多人），在全国 20 多万家门店有销售鱼跃的产品（其中有 1000 多个专柜），还拥有 7 个品牌形象店，1 个全球客户服务中心，8 个区域服务中心和 100 多个售后服务网点（包含经销商的服务网点）。

业务不断增长的同时，销售人员也呈增长趋势，2017 年公司销售人员为 808 人，销售费用 4.0 亿，销售费用率 11.3%，公司加大营销体系建设以及品牌推广力度。

**电商渠道高速增长：**自 2013 年公司新设电子商务部，在天猫、京东等电商平台设立公司品牌旗舰店起至 2017 年，2014-2017 年电子商务平台年复合增长率约 66%。2017 年电商收入接近 10 亿元，增长 50%+，占公司总收入约 26%。

**销售改革进行时：**1) 2018 年线上线下销售体系将由吴群总全面管理；2) 2018 年开始在线下开设店中店、门头店、大卖场店（计划 20、30 家）；3) 加强线下和线上的互相促进；4) 销售队伍年轻化。

图表 14: 公司销售费用率常年稳定在 8%左右



资料来源: 公司公告, 太平洋证券整理

图表 15: 鱼跃线下体验门店

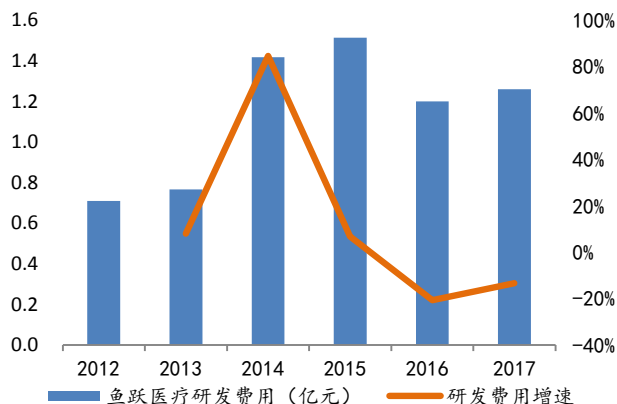


资料来源: 公司官网, 太平洋证券整理

#### (四) 重视研发, 研发投入行业靠前

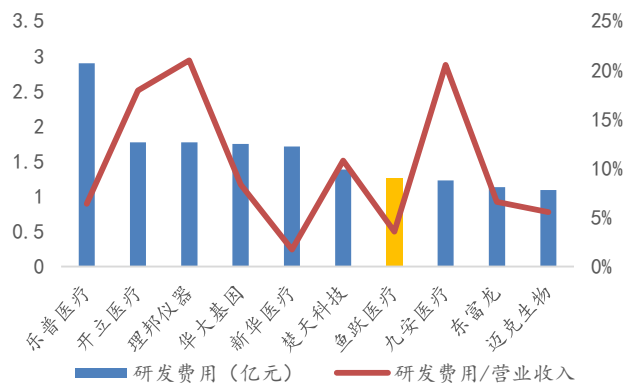
公司研发费用常年保持行业较高水平, 在 2014 年起加大研发力度, 2017 年研发费用 1.26 亿元。公司在德国图特林根、中国台北、上海、南京、苏州、丹阳等地设立有研发中心, 陆续开发了弥散式制氧机、医用电子血压计、睡眠呼吸机、真空采血管、留置针、电动轮椅、双水平呼吸机等大批新产品; 与同行业医疗器械公司相比, 鱼跃医疗研发费用亦排名靠前, 2017 年研发费用 1.26 亿元, 研发费用率 3.55%, 排在医疗器械公司前列。

图表 16: 公司研发投入整体呈增长趋势 (亿元)



资料来源: 公司公告, 太平洋证券整理

图表 17: 2017 年公司研发费用率排名行业靠前



资料来源: 公司公告, 太平洋证券整理

公司在研产品涉及医用供氧、康复护理和医用临床三块业务, 其中新品制氧机、高原制氧机、压缩雾化器、双水平呼吸机等均处于上市或量产阶段, 丰富的在研产品为公司未来可持续发展提供坚实支撑。

图表 18: 鱼跃医疗在研产品

类别	研发主要产品	拟达到目标	目前进展	类别	研发主要产品	拟达到目标	目前进展
医用供氧系列	新品制氧机系列	完成量产	已量产并上市	医用临床系列	关节镜手术器械-蓝钳(90个规格)	完成设计验证	完成设计验证
	高原制氧机系列	完成量产	已量产并小量上市		椎板咬骨钳	完成设计验证	完成设计验证
	网式雾化器 M102、M103	启动量产	正在进行量产导入		五官科(管式)器械	完成阶段性设计	完成二维图绘制、三维模型建立、毛坯设计
	压缩雾化器 403K	启动量产	正在进行量产导入		五官科(盖板式)器械	完成设计方案	完成设计方案
	双水平呼吸机	量产	量产		髓核钳	完成设计方案	完成设计方案
康复护理系列	新品医用电子血压计系列	完成量产	已量产		骨科器械——椎板咬骨钳系列、髓核钳系列	部分规格投产	年内 60 只规格已投产, 年底取得产品注册证
	信息化电子血压计(GPRS、蓝牙、WiFi)	样机定型	完成样机定型		精油口腔护理系列用品	试生产	试生产, 并小量出样
	310 血糖仪和脱氢酶法血糖试纸	完成临床, 注册申报	完成临床, 注册已申报, 预计 2018Q1 拿注册证		一次性使用皮肤消毒器	中试	完成中试
	iG210 手机血糖仪	取得注册证	已取得注册证并投产上市		安荫乳酸平衡护理液	中试	完成中试
	轻型电动轮椅	上市销售	上市销售		葡泰导管护理擦片	中试	完成中试
	红外体温计 YHW-2	上市销售	已上市销售		点而康内镜清洁湿巾	中试	完成中试
	红外体温及 YHW-3	启动研发	工业设计进行中		点而康内镜消毒液	中试	完成中试
					点而康液体创口贴	启动研发	研发中
					点而康过氧化乙酸消毒液	启动研发	研发中

资料来源: 2017 年公司年报, 太平洋证券整理; 注: 红色字体为公司在研发的智能硬件

## (五) 国际化布局雏形初见

2015 年鱼跃在德国图特林根市设立子公司 Primedic GmbH, 作为鱼跃在欧洲的研发和制造中心, 走出了国际化的第一步。2017 年, 公司收购 Metrax GmbH 以及参股 Amsino Medical, 更是将国际化的步伐提速, 预计未来公司国际化的布局速度将更快。

图表 19: 鱼跃的国际化布局雏形初见

子公司名称	类别	时间	标的地点	金额	业务&产品	备注
Primedic GmbH	新设	2016.5	德国图特林根市	注册资本 1000 万欧元新设全资	研发、制造、销售医疗器械。	鱼跃德国子公司的设立, 是鱼跃真正国际化的第一步。鱼跃德国公司将作为鱼跃在欧洲的研发中心和制造中心, 以鱼跃德国制造促进鱼跃品牌、产品、团队的国际化。同时, 子公司管理团队将积极寻找海外商务合作和并购机会。
Metrax GmbH	收购	2017.2	德国	5400 万元收购 100% 股权	用于急救中心和医院诊所的 PRIMEDIC (普美康) 自动体外除颤仪 (AED) 和专业除颤仪。	普美康 PRIMEDICTM 为拥有 40 多年历史的世界一流的 AED 品牌。
Amsino Medical	参股	2017.5	开曼群岛	1327.4 万美元收购 19.33% 股权	感染控制、抗菌涂层和安全无针为核心技术的一次性医疗器械系列产品。	海外市场已覆盖包括北美、拉美等在内的 50 多个地区, 65% 市场为美国。

资料来源: 公司公告, 太平洋证券整理

### 三、 品牌力：鱼跃制胜的核心法宝

#### (一) 鱼跃医疗品牌力逐渐强大

公司已形成了“yuwell 鱼跃”、“Hwato 华佗”、“JZ 金钟”、“安尔碘”、“洁芙柔”、“PRIMEDIC 普美康”几大主品牌，其中“鱼跃”品牌主要用于制氧机、电子血压计、血糖仪及其试纸等医疗器械产品；“华佗”品牌（所属全资子公司苏州医疗用品厂）主要用于针灸针、缝合线等中医器械，2011年被商务部认定为“中华老字号”；“金钟”品牌（所属子公司上械集团）主要用于医用手术器械产品，“金钟”品牌具有80多年的悠久历史，是“上海市著名商标”；“安尔碘”、“洁芙柔”（所属控股子公司上海中优医药高科技）已成为国内医院感染和控制领域的第一品牌。

图表 20：鱼跃几大主品牌



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

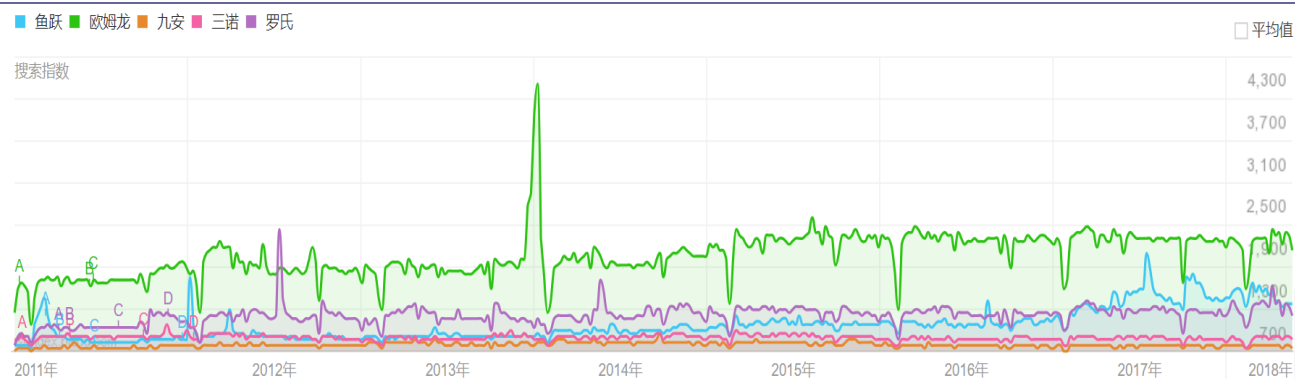
图表 21：鱼跃品牌进入我国医疗器械品牌前十



资料来源：Maigoo，太平洋证券整理

通过百度指数，我们可以大致判断不同品牌之间的搜索热度情况。到2018年，鱼跃的百度指数已超过罗氏，正逼近欧姆龙。

图表 22：鱼跃的百度指数已超越罗氏，逼近欧姆龙

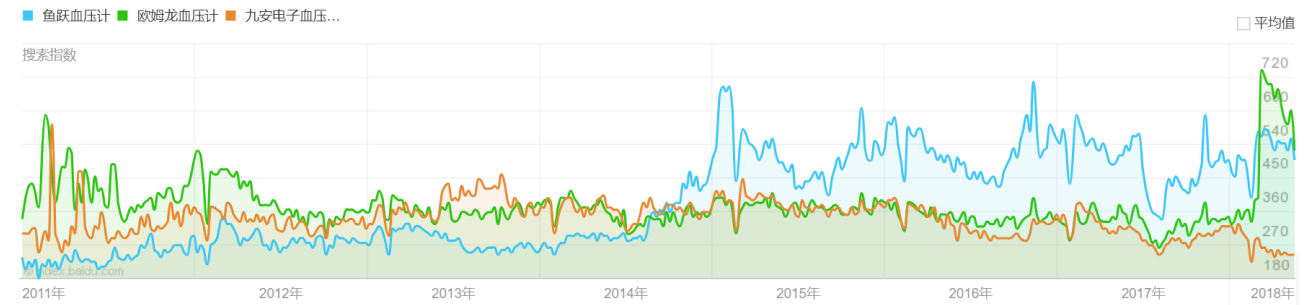


资料来源：百度指数，太平洋证券整理

鱼跃的主要产品血压计、制氧机、血糖仪等，其百度指数均已超过或接近市场其他品牌。

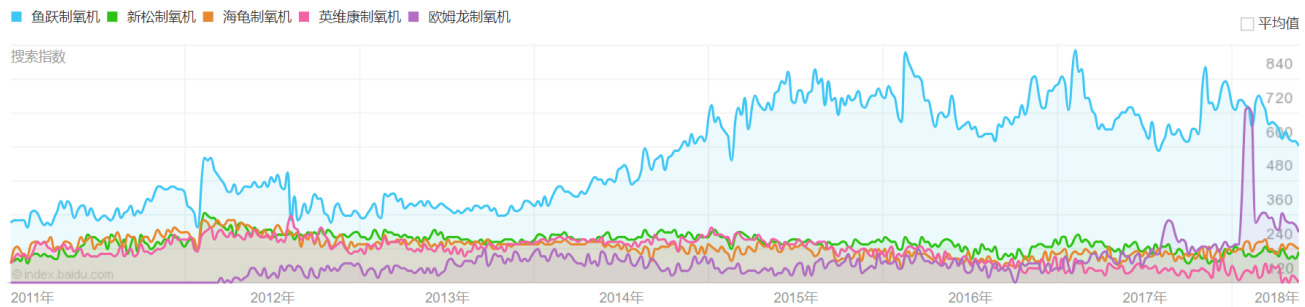


图表 23: 鱼跃血压计的百度指数已远远超越欧姆龙血压计和九安电子血压计



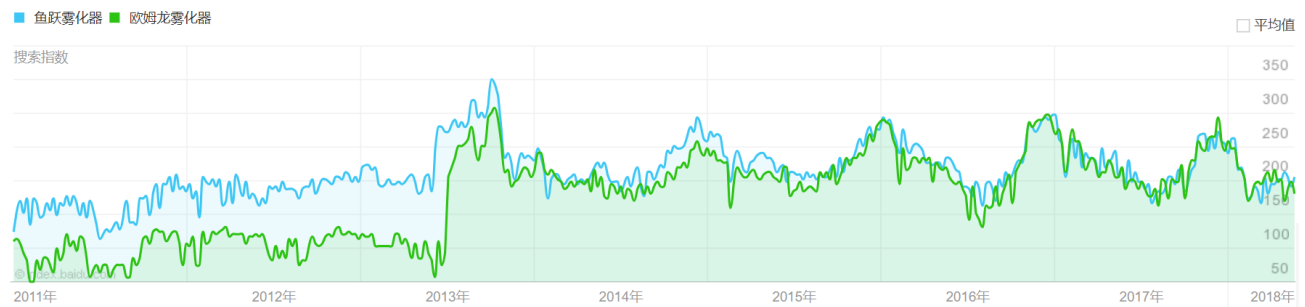
资料来源: 百度指数, 太平洋证券整理

图表 24: 鱼跃制氧机的百度指数已远远超越其他竞争品牌



资料来源: 百度指数, 太平洋证券整理

图表 25: 鱼跃雾化器的百度指数与欧姆龙雾化器相当



资料来源: 百度指数, 太平洋证券整理

## (二) 电商端品牌力已遥遥领先

2013 年鱼跃开始做电商, 仅仅两年多时间, 鱼跃的电商品牌力便已跃居行业前列。2015 年开始, 鱼跃品牌一直处于双十一家用医疗 TOP 品牌榜第一名。

图表 26: 鱼跃品牌跃居双十一家用医疗 TOP 品牌榜第一名

	第一名	第二名	第三名	第四名	第五名
2017 (家用医疗)	鱼跃	欧姆龙	罗氏	强生	三诺
2016 (医疗器械)	鱼跃	欧姆龙	三诺	可孚	罗氏
2015 (医药类)	东阿阿胶	鱼跃	杜蕾斯	欧姆龙	三诺

资料来源: 阿里巴巴, 太平洋证券整理; 注: 东阿阿胶不属于家用医疗类, 因此 2015 年鱼跃实质排名第一

## 四、渠道: 鱼跃发展的关键一环

### (一) 三大渠道齐头并进

公司从家用医疗器械产品起家, 因此 OTC 端销售为公司传统销售渠道, 后经过产品扩展, 渠道调整, 现已构建 OTC+医院+电商三大渠道齐头并进。其中电商渠道高速发展, 其收入占比已从 2014 年的 12% 上升至 2017 年的 26%。

图表 27: 三大渠道齐头并进

**OTC:** 400+人团队, 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。



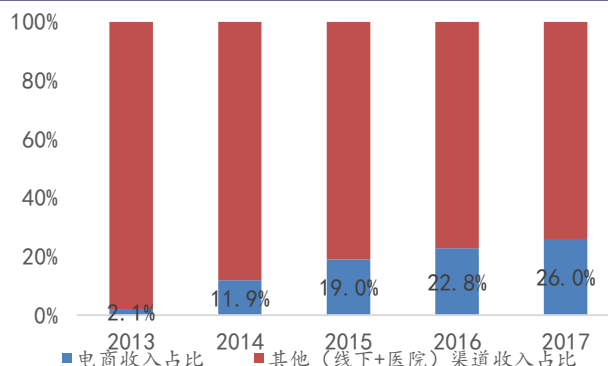
**医院:** 鱼跃原有 100+人团队, 另加中优 126 人 (2016 年) 以及上械部分销售人员; 原 BD 大中华区总经理沈长征女士掌管医用耗材销售。



**电商:** 2013 年新设电商部, 目前在天猫、京东、苏宁易购等均有旗舰店, 拥有丹阳、赣州、南宁、成都等十大配送中心, 2015-2017 年天猫双十一医疗器械销售第一。

资料来源: 太平洋证券整理

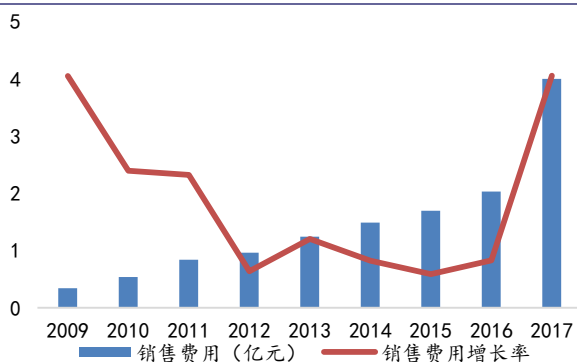
图表 28: 电商渠道收入占比逐年提升



资料来源: 公司公告, 太平洋证券整理

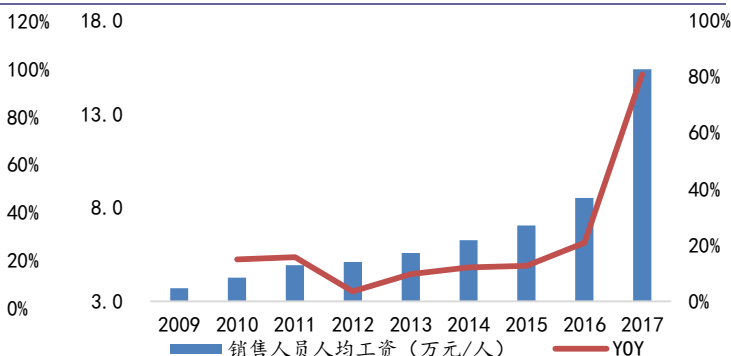
公司的销售费用常年保持在 20% 左右增长率, 2017 年受中优并表、销售推广等影响, 销售费用达到 4 亿元, 同比增长 97%, 进一步加大销售体系建设。公司销售激励制度完善, 销售人员工资逐年提升, 再加上中优以及德国子公司的并表, 2017 年平均已达 15.4 万元/年。

图表 29: 2017 年公司销售费用 4 亿元



资料来源: 公司公告, 太平洋证券整理

图表 30: 公司销售人员工资逐年上涨



资料来源: 公司公告, 太平洋证券整理

## (二) 电商渠道高速增长

鱼跃电商部门自 2012 年开始筹备，2013 年开始贡献收入，主打血压计、血糖仪、家用制氧机以及华佗系列（针灸针等）等产品。

图表 31: 各电商平台主要模式



资料来源: 各电商平台, 太平洋证券整理

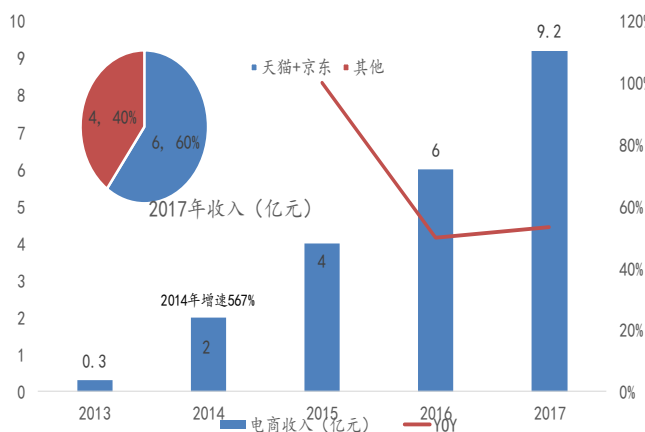
图表 32: 电商主打血压计、血糖仪、家用制氧机等



资料来源: 天猫&京东商城, 太平洋证券整理

2013 年至 2017 年，电商渠道获得了快速的发展，销售额从 2014 年的 2 亿元增长至 2017 年接近 10 亿元，复合增速高达 66%。其中，2017 年 9.2 亿销售额中，天猫和京东占比大约 60%，为主要的电商渠道。电商爆款产品包括 YE680 臂式电子血压计、8F-3AW 医用分子筛制氧机、H062 轮椅、403T 空气压缩雾化器等。

图表 33: 电商渠道收入高速增长



资料来源: 公司公告, 太平洋证券整理

图表 34: 天猫爆款产品销量

产品	终端价	销量	月销量	总销售额(百万元)
YE680 臂式电子血压计	259	704300	18614	182
8F-3AW 医用分子筛制氧机	2480	27589	2004	68
YH-560 正压呼吸机	4180	858	26	4
403T 空气压缩雾化器	329	95605	2983	31
560 血糖仪	149	97917	1461	15
额温枪 YHW-2 红外测温仪	169	48071	3681	8
H062 轮椅	580	43031	1266	25

资料来源: 天猫, 太平洋证券整理

## 五、产品：鱼跃龙门的绝对基础

与国内医疗器械生产企业普遍规模小、产品单一不同的是，鱼跃医疗产品众多、覆盖面广，特别是 2015 年、2016 年和 2017 年分别完成对上械集团、中优医药和德国 Metrax 公司的收购之后，公司拥有产品种类多达 550 多种、产品规格近两万个，覆盖家庭医疗器械、医疗设备、医用

耗材、中医器械、医院消毒与感染控制等各个方面。多品类的产品结构，一方面通过产品组合式销售，营销渠道的协同性拓展，市场推广共同性等多种方式不断提升公司产品的竞争力；另一方面，可有效抵抗风险。

三诺生物血糖测试仪系列产品的收入占比高达 95%以上，与三诺相比，鱼跃产品线丰富，协同效应明显，使得鱼跃的人均销售额高达 409 万元（2016 年），远高于三诺生物 117 万元。

图表 35：鱼跃的多品类产品线优势凸显

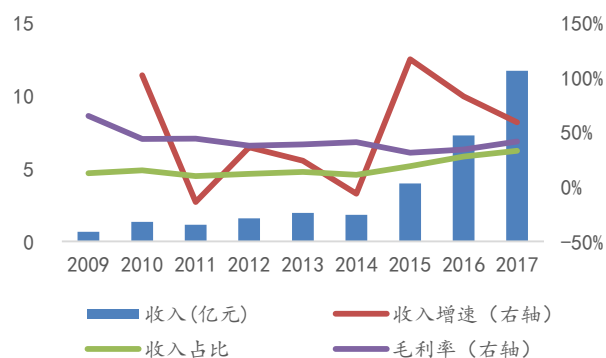
	鱼跃销售人员	鱼跃总收入 (亿元)	鱼跃总利润 (亿元)	人均销售额 (万元)	人均利润贡献 (万元)	三诺销售人员	三诺总收入 (亿元)	三诺总利润 (亿元)	人均销售额 (万元)	人均利润贡献 (万元)
2011	420	11.7	2.3	279	54	188	2.1	0.9	111	47
2012	444	13.1	2.4	295	55	362	3.4	1.3	94	36
2013	538	14.2	2.6	265	48	406	4.5	1.7	111	41
2014	567	16.8	3.0	297	52	453	5.5	2.0	120	43
2015	719	21.0	3.6	293	51	716	6.5	1.4	90	20
2016	644	26.3	5.0	409	78	779	8.0	1.2	102	15
2017	808	35.4	5.9	438	73	878	10.3	2.6	117	30

资料来源：鱼跃医疗&三诺生物公告，太平洋证券整理

### （一）医用临床：未来空间巨大

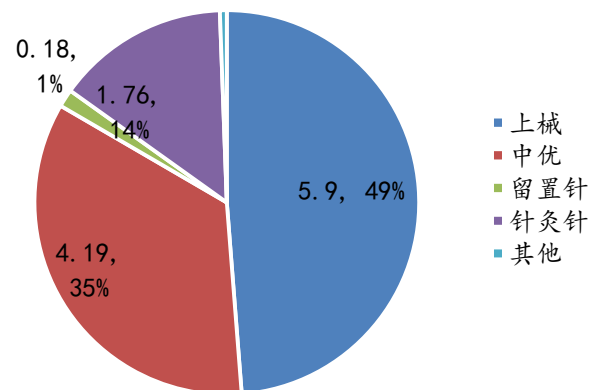
公司医用临床业务从 2009 年开始，从高频 X 射线、DR（数字化 X 射线摄影系统）、针灸针（苏州医疗用品厂）等起步，2015 年 7 月，公司将医学影像诊断设备生产、研发相关的设备及部分存货以 272 万元的价格出售予万东医疗的全资子公司华润医疗器械（上海）；2015 和 2016 年分别收购上械集团和中优医药后，医用临床业务快速发展，产品线大为丰富。医用临床业务到 2017 年收入已达 11.71 亿元，占公司总收入的 33%。其中，上械、中优和针灸针收入分别达 5.9 亿、4.19 亿和 1.76 亿。

图表 36：2017 年医用临床业务收入占比达 33%



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 37：2017 年鱼跃医用临床收入构成 (亿元)



资料来源：Wind，太平洋证券整理

## 1、上械集团：整合效果明显

2015年6月，鱼跃医疗以7亿元价格（按2015年净利润计算PE30倍）收购大股东鱼跃科技所持有的上械集团100%股权（鱼跃科技于2015年4月以6.9亿元价格受让），极大地扩充了公司在手术器械、卫生材料等领域的产品线。

上械集团产品主要有手术器械、卫生材料及敷料、药用膏贴等，尤其是在手术器械领域，上械集团为国内行业龙头企业，而医用卫生材料、辅料和膏贴等产品与鱼跃医疗在渠道上有一定的协同性。收购上械后，鱼跃医疗在医用临床端的产品布局大为丰富。

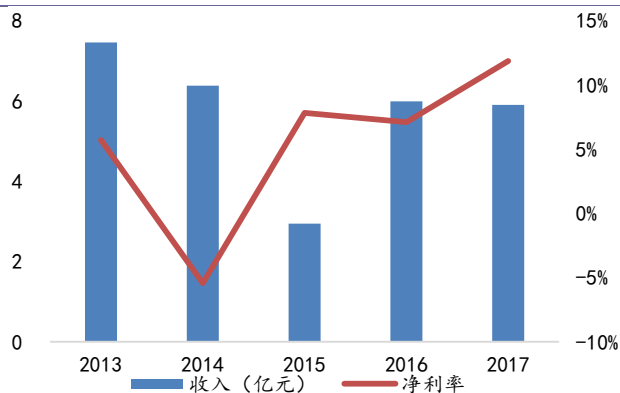
图表 38：上械集团主要子公司和相关业务

子公司名称	主要业务和产品
上海手术器械厂	基础手术器械，骨科、神经外科、整形外科、微创外科等器械，电动工具，离心机等。
上海卫生材料厂	各类卫生材料，医用胶带，塑料胶带，丝绸胶带，防水胶带，运动胶带，鸡眼膏，医用绷带，关节止痛膏，肤疾宁，医用脱脂棉，弹性创可贴，医用口罩等。
上海医疗器械厂	X射线机器，DR产品等。
上海联众医疗	上械集团专门的出口平台
上手金钟手术器械江苏有限公司	五金工具，健身器械，日用化妆品，机械设备，仪器仪表，自营和代理各类货物及技术大进出口业务。
上卫中亚卫生材料江苏有限公司	医用卫生材料及敷料等。

资料来源：上械集团官网、各子公司官网、公司公告，太平洋证券整理

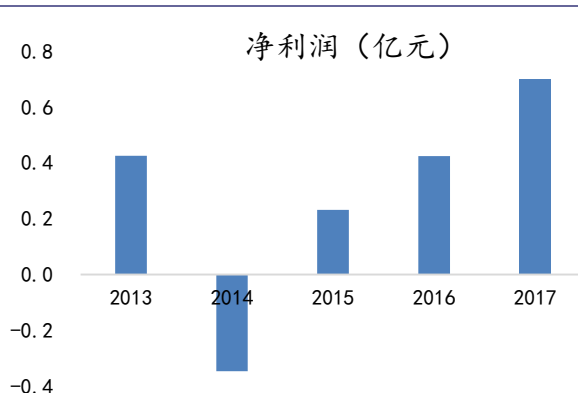
鱼跃医疗收购上械集团之后，上械集团业绩有了明显改善。2017年上械集团收入5.9亿元，净利率11.86%，净利率同比提升67%；净利润7000万，同比增长65%。

图表 39：上械集团被收购后净利率快速增长



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 40：上械集团被收购后净利润大幅改善

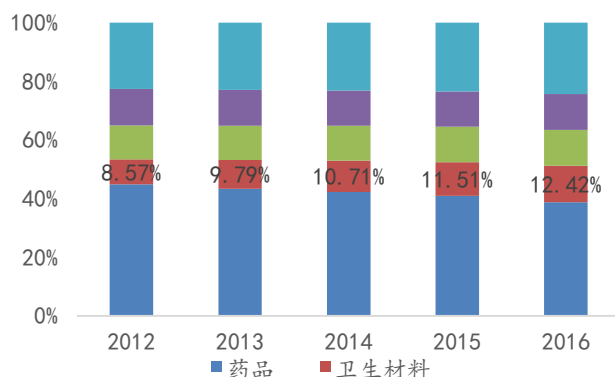


资料来源：Wind，太平洋证券整理

2016年公立医院卫生材料收入规模2555亿元，同比增长20%，占公立医院总收入的12.4%，近5年来占比持续提升。公立医院卫生材料收入占比的持续提升为上械提供了良好机会。

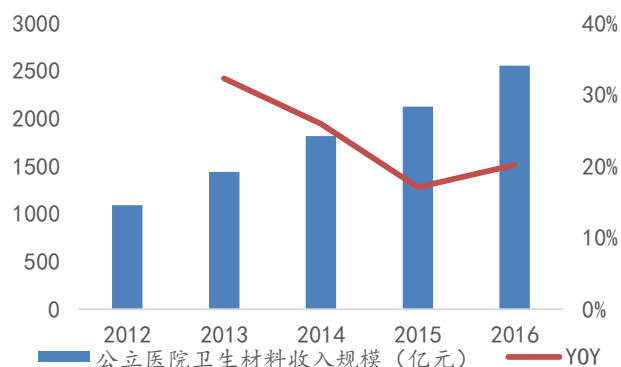


图表 41: 公立医院卫生材料收入占比持续提升



资料来源: 卫生统计年鉴, 太平洋证券整理

图表 42: 公立医院卫生材料收入持续较快增长

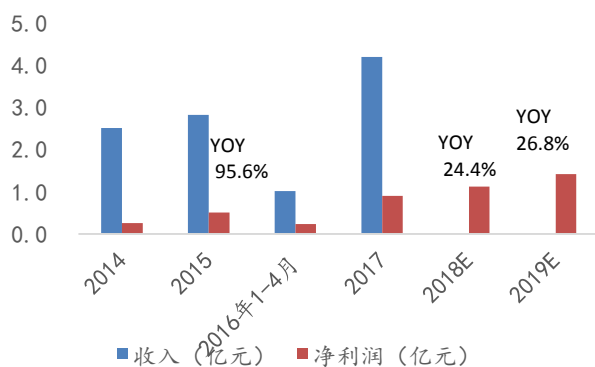


资料来源: 卫生统计年鉴, 太平洋证券整理

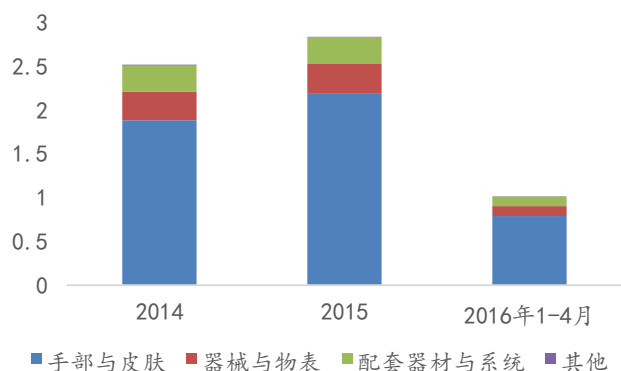
## 2、中优医药: 在院内消毒市场有较大空间

2017年1月, 鱼跃医疗以8.63亿元(按2015年净利润计算为27倍PE)收购上海中优医药高科技61.62%股权, 2018年5月公司出资5.37亿收购剩余38.38%股权, 中优医药成为鱼跃全资子公司, 鱼跃从而进入医用清洁消毒、工业清洗消毒和个人护理领域。中优医药1988年由第二军医大学创建, 后改制为民营企业, 经过多年的发展, 中优医药已成为中国院内传染病防控与感染控制细分领域的龙头企业, 特别是在手部和皮肤消毒领域(收入占比75%左右), 更是行业标杆。收购中优医药, 使得公司在医院临床领域产品品类进一步丰富, 同时中优医药的消毒业务与上械集团的手术器械业务可有效结合, 与鱼跃的OTC渠道亦可良好协同。

图表 43: 中优医药被收购后利润快速增长


 资料来源: 公司公告, 太平洋证券整理  
 注: 2018-2019年利润为公司承诺利润

图表 44: 手部与皮肤消毒业务占比达75%左右

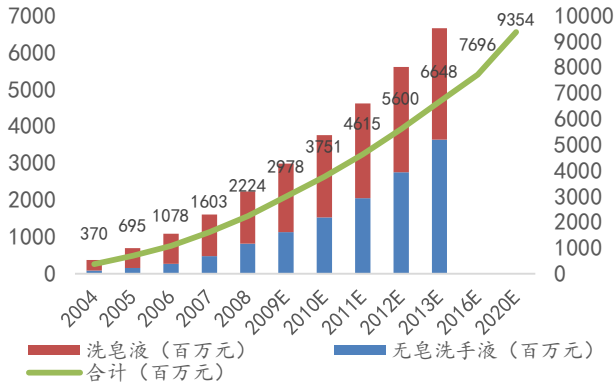


资料来源: 公司公告, 太平洋证券整理

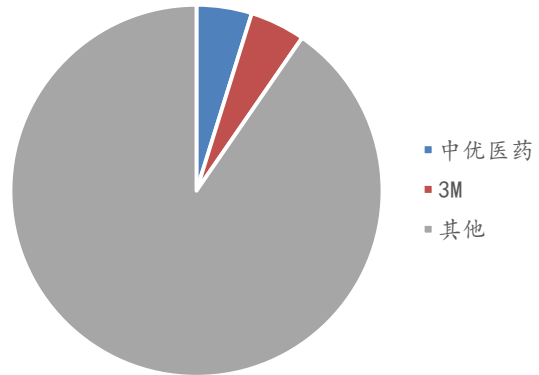
中优医药主要业务为手部和皮肤消毒产品。2010年全球消毒杀菌精细化工品市场规模约为72亿美元, 根据Grand View Research的预测, 到2020年总产值将达到107.45亿美元。2008年我国医用洗手液市场规模为22亿, 预计到2016年可达77亿元, 2016-2020年复合增速5%左右。其中, 前10大厂商占据了市场20%的份额, 最大的厂商为中优医药和3M, 销售额超过5000万元,

市占率仅 5% 左右，行业格局仍然呈现出多、小、散的格局，像中优医药这样的专业、规模化的企业极少。除中优外，3M、北京长江脉、山东新华医疗、美国艺康集团等均属于行业知名公司。

图表 45: 医用洗手液市场未来增速在 5% 左右



图表 46: 中优和 3M 公司在消毒感控领域市占率 5%

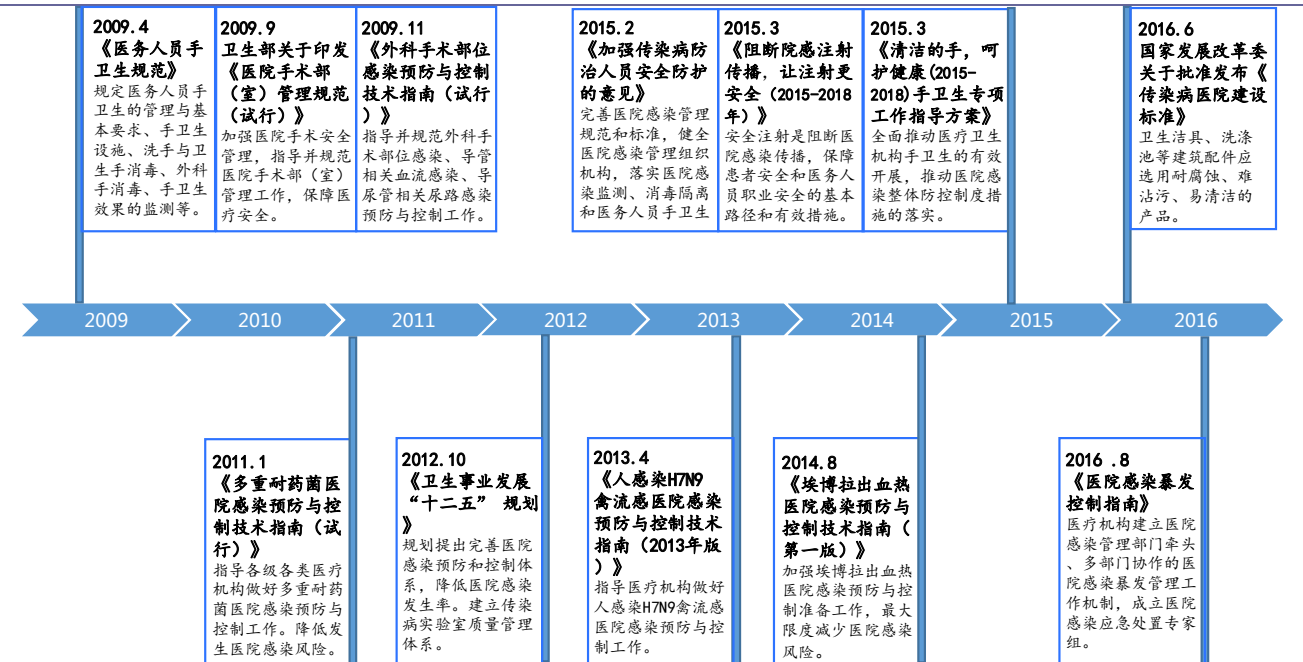


资料来源: Monitor Industry Interviews, JJMC Strategic Planning Analysis, "Hospital Hand Hygiene Guide, 太平洋证券整理

资料来源: 上海中优医药高科技股份有限公司公开转让说明书、公司调研, 太平洋证券整理

2003 年爆发的 SARS 为中国医院感控敲响了“警钟”，为此国家层面开始高度重视医院感控，制定并颁布了一系列更完善、更细化、更具强制性的管理文件。政策推动行业规范化，利好于龙头公司，未来行业集中度有望持续提升。

图表 47: 消毒领域政策演变



资料来源: 上海中优医药高科技股份有限公司公开转让说明书、卫计委等, 太平洋证券整理

### 3、参股 Amsino Medical，丰富临床耗材产品线

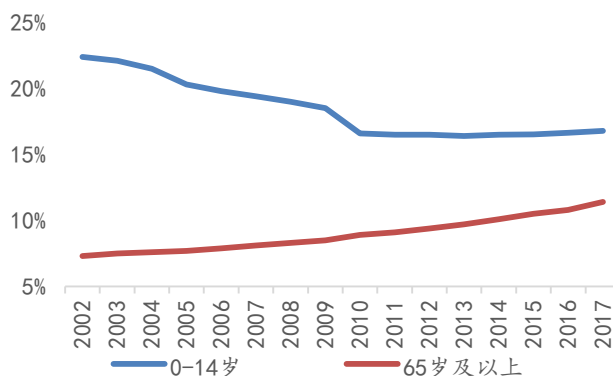
2017年6月，公司与控股股东鱼跃科技共同出资2655万美元（各一半）认购 Amsino Medical 公司 38.66% 股权（以标的公司 2016 年净利润计算，认购 PE 为 10.94 倍）。Amsino Medical 生产并经销以感染控制、抗菌涂层和安全无针为核心技术的一次性医疗器械系列产品，采取国内制造-海外市场的模式。海外市场已覆盖包括北美、拉美等在内的 50 多个地区，65% 为美国市场；2008 年开始做国内市场，已覆盖大部分三甲医院，在封闭式医用废液收集和处理系统产品和泌尿系列产品线上处于国内领先地位。2016 年和 2017Q1 Amsino Medical 净利润分别为 627.5、92 万美元。

参股 Amsino Medical 丰富了公司临床医疗器械类产品，特别是临床用耗材，与留置针、真空采血管、消毒液等形成更强的医院临床产品集群；同时 Amsino Medical 主要市场在美国，也将促进鱼跃提升海外业务拓展能力，为上市公司实施国际化战略提供资源和经验。

#### （二）康复护理：鱼跃的传统优势领域

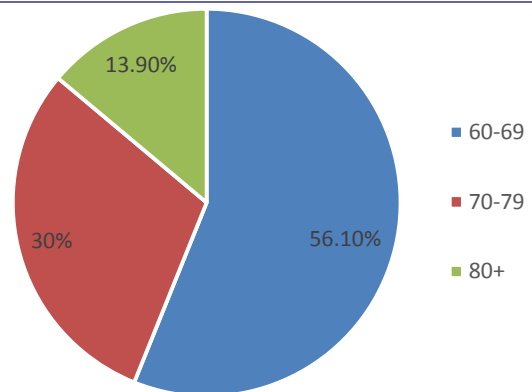
人口老龄化趋严是确定性趋势。2002 年到 2017 年，我国 65 岁及以上人口占总人口的比例持续上升，从 2002 年的 7.30% 上升至 2017 年的 11.40%。根据全国老龄办的预测，预计到 2050 年前后，60 岁及以上老年人口数将达到峰值 4.87 亿，占总人口的 34.9%，其中 56% 的老年人处在 60-69 岁之间，未来十年，中度老年人口（70-79 岁）将逐步成为老年人口主流。同时，老年人健康亦不容乐观，2015 年我国失能、半失能老年人口大致 4063 万人，占老年人口的 18.3%。

图表 48：我国老龄化程度日趋严重



资料来源：Wind、太平洋证券整理

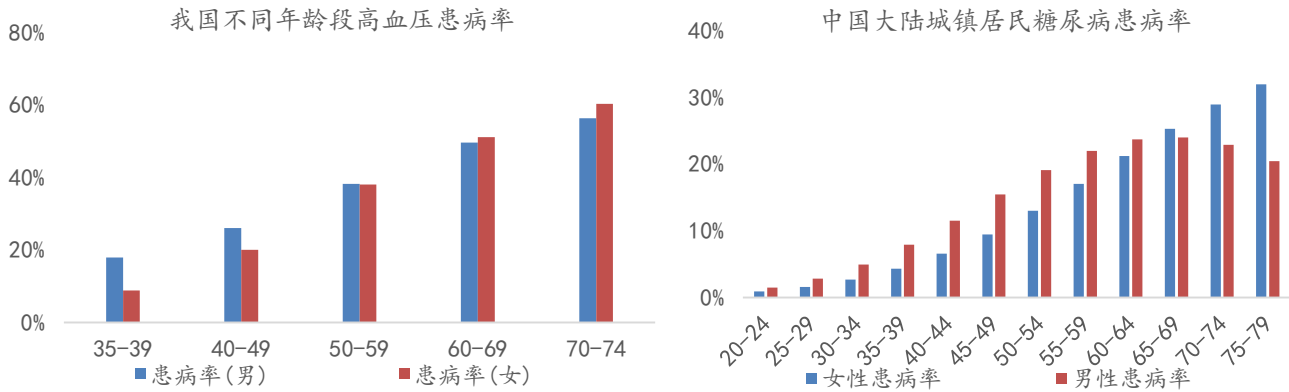
图表 49：2015 年我国 60 岁以上老年人口年龄分布



资料来源：第四次中国城乡老年人生活状况抽样调查、太平洋证券整理

老年人患慢性病较多，对康复护理的需求巨大，能有效刺激对康复护理类器械的需求。

图表 50: 老年人患慢性病概率高, 刺激康复护理类器械产品需求



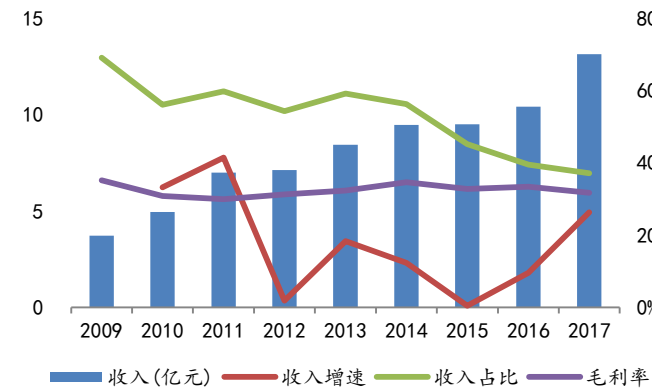
资料来源:《美国医学会杂志·内科学》、太平洋证券整理

资料来源: IDF DIABETES ATLAS Eighth edition 2017 太平洋证券整理

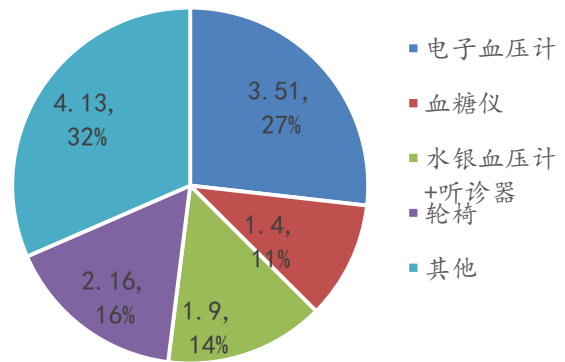
康复护理业务为公司最早最传统的业务, 产品包括血压计、血糖仪、听诊器、轮椅等, 到 2017 年康复护理板块收入已达 13.10 亿元, 占公司总收入的 37%。其中, 电子血压计、血糖仪、轮椅收入分别为 3.5 亿、1.4 亿和 2.2 亿, 三种产品收入占比合计为 54%。

图表 51: 2017 年鱼跃康复护理业务收入占比达 37%

图表 52: 2017 年鱼跃康复医疗收入构成 (亿元)



资料来源: 公司公告、太平洋证券整理

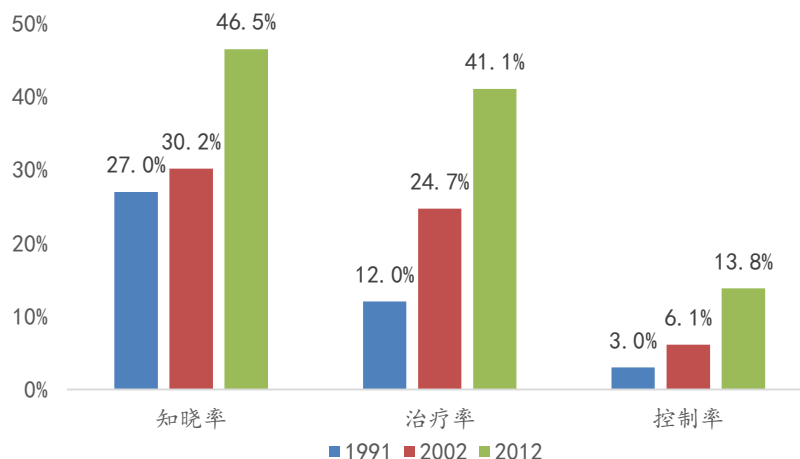


资料来源: 公司公告、太平洋证券整理

## 1、血压计: 高毛利率的电子血压计高速增长

《中国居民营养与慢性病状况报告(2015年)》的数据显示, 2012年中国≥18岁居民高血压患病率为25.2%, 以11亿(18岁以上人口占比为78%, 全国总人口按14亿计算)人口计算, 我国高血压患者人数为2.8亿。同时, 我国高血压的知晓率、治疗率和控制率均偏低, 2012年分别为46.5%、41.1%和13.8%。根据《中国慢性病防治中长期规划(2017—2025年)》要求, 到2025年高血压患者管理人数要求达到1.1亿人, 国内血压计的需求在1亿台左右, 按照未来大部分血压计采用电子血压计, 均价200元计算, 国内市场空间200亿元以上。

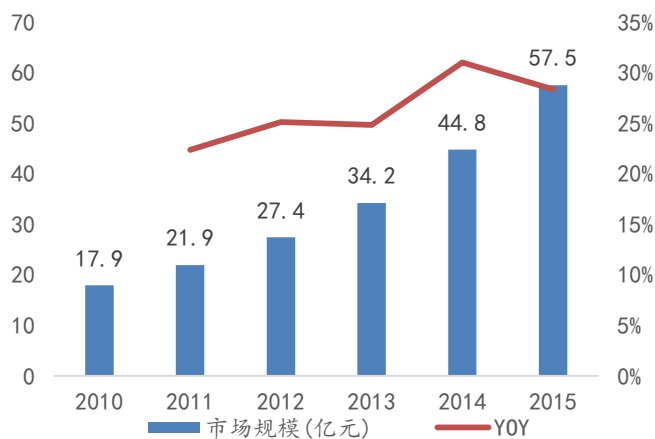
图表 53: 我国高血压知晓率、治疗率和控制率偏低



资料来源: 中国居民营养与慢性病状况报告 (2015 年), 太平洋证券整理

血压计分为水银柱式血压计、气压表式血压计和新型电子血压计, 电子血压计因为操作简便、易于读数、可 24H 读数、无汞污染等优势, 近些年正逐步替代水银柱式血压计。2015 年我国家用血压计市场规模达 57.5 亿元, 同比增长 28%, 我国血压计市场形成了以欧姆龙为代表的日系品牌和以鱼跃为代表的国产品牌两大阵营。

图表 54: 2010-2015 年我国家用血压计市场规模



资料来源: 中国产业信息网, 太平洋证券整理

图表 55: 我国市场血压计厂家梯队

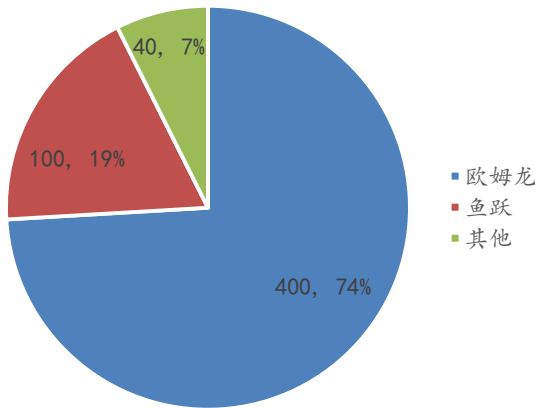
市场梯队	代表品牌	特点
日系	欧姆龙、松下等	技术强、品牌影响力大
国产品牌	鱼跃、九安等	在国内有较强影响力, 品牌影响力逐步加强中
其他国家品牌	三星等	多由国内代工厂生产, 品牌影响力尚可
国产杂牌	>100 个	无品牌, 影响力弱

资料来源: 太平洋证券整理

我国电子血压计市场格局中, 欧姆龙大约 400 万台产量, 占比 74%, 鱼跃排名第二, 产量在 100 万台左右, 占比 19% 左右。随着电商渠道的高速发展, 产品品牌的逐步提升, 以及在价格上相比于欧姆龙的优势, 鱼跃未来有望继续逼近欧姆龙。

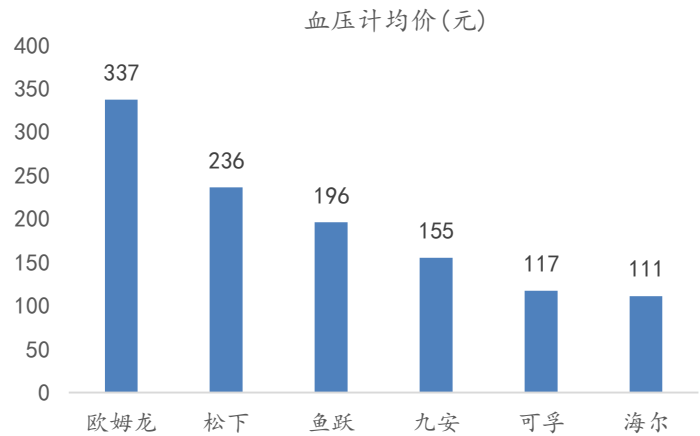


图表 56: 我国电子血压计市场格局 (万台)



资料来源: 美迪医疗网, 太平洋证券整理

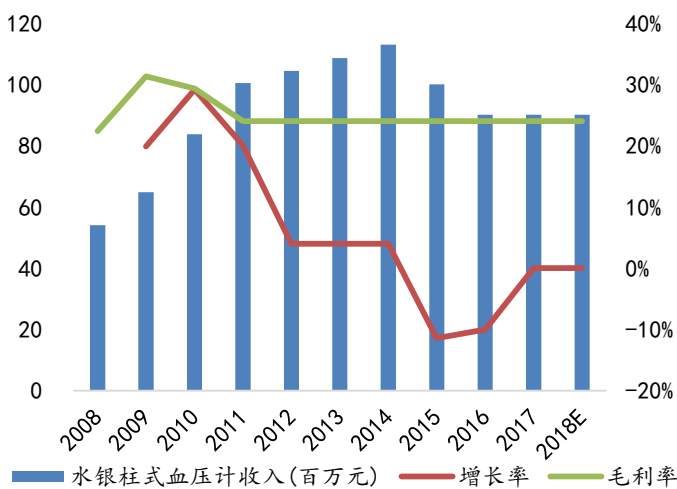
图表 57: 鱼跃血压计均价低于欧姆龙高于国产品牌



资料来源: 天猫, 太平洋证券整理

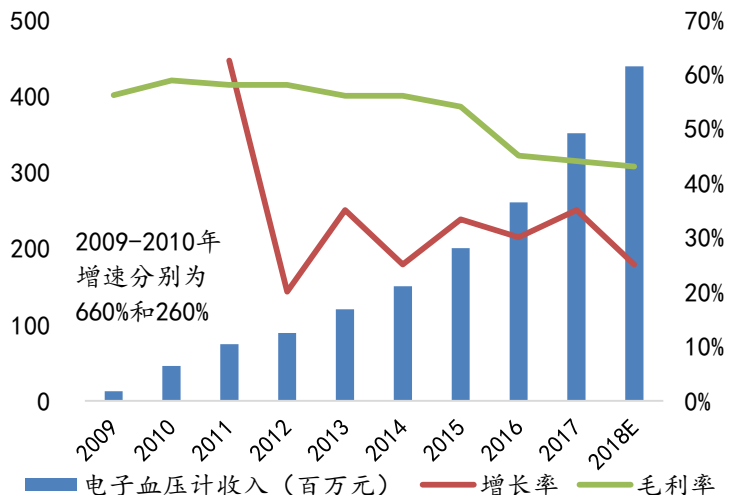
鱼跃医疗的血压计包括水银柱式血压计和电子血压计。与水银柱式血压计已出现负增长不同的是, 电子血压计仍然保持高速增长。2017 年电子血压计销售额达 3.5 亿元, 同比增长 35%, 预计在电商渠道的高速增长带动下, 2018-2019 年增速仍可达 25% 以上。同时, 电子血压计毛利率高达 45%, 远高于水银柱式血压计的 24%, 电子血压计的高速增长将为公司带来更大毛利。

图表 58: 水银柱式血压计销售已开始下滑 (亿元)



资料来源: 公司公告, 太平洋证券整理

图表 59: 电子血压计高速增长 (亿元)



资料来源: 公司公告, 太平洋证券整理

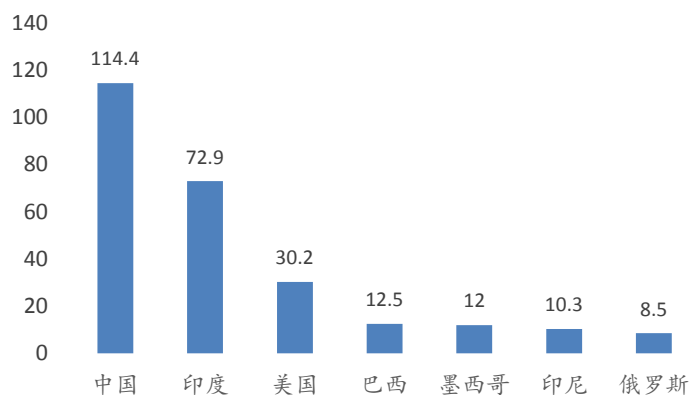
## 2、血糖仪: 未来 3 年复合增速 30%

根据 IDF (国际糖尿病联盟) 的数据, 我国糖尿病患者人数在 2017 年已达到 1.14 亿, 2 型患者占比 90%, 排名全球第一。但国内血糖仪整体渗透率只有 20%, 因此血糖仪存量在 2000 万台左右, 相比于全球 60% 以及发达国家 90% 的渗透率还有很大的空间。根据《中国慢性病防治中长期规

划（2017—2025 年）》要求，到 2025 年我国糖尿病患者管理人数要求达到 4000 万人，国内血糖仪计的需求将达到 4000 万台左右。

血糖仪市场由血糖仪器和试纸组成，血糖仪和试纸必须封闭。根据《中国 2 型糖尿病预防指南（2017 年版）》的建议，口服降糖药者应每周监测 2-4 次，目前年使用量在 100 条/年。我们认为未来国内患者监测意识会逐步增强，未来以平均 3 次/周计算，每年使用量约 150 张试纸。而美国单台血糖仪每年消耗约 400 张，因此在试纸使用频率上国内也有很大的成长空间。

图表 60：2017 年糖尿病患者人数排名(百万人)



资料来源：IDF、太平洋证券整理

图表 61：我国 2025 年血糖测试市场空间达百亿

	血糖仪	试纸
年使用量	1/5 台(按 1 台使用 5 年计算)	150 条
价格	150 元/台	1.5 元/条
使用人数	4000 万	
年使用费用	30 元	225 元
市场规模	12 亿元	90 亿元
总市场规模	102 亿元	

资料来源：太平洋证券整理

按照血糖仪平均 150 元/台（使用 5 年）、试纸 1.5 元/条计算，目前血糖监测市场规模在 36 亿元左右，到 2025 年预计国内血糖监测市场空间在 100 亿元左右，年复合增速在 14% 左右。

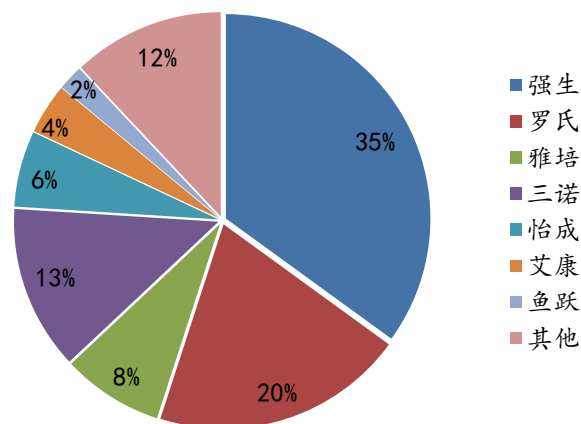
血糖监测设备销售主要分为医院和 OTC 零售渠道，约各占 50%。外资品牌如强生、罗氏等，进入国内市场时间早，主要控制医院渠道，市占率 60%；在 OTC 渠道，国产品牌因价格优势占比达 60%。随着电商与血糖仪家用化发展，以三诺、怡成、鱼跃为代表的国内品牌在零售端取得快速发展，市占率 60%。其中，鱼跃从 2012 年的 2000 万收入跨越到 2017 年的 1.4 亿收入。随着国内销售渠道变化、国产品牌积累和价格优势，国产品牌正在对外资品牌形成替代趋势。

图表 62: 我国市场血糖仪厂家梯队

市场梯队	代表品牌	特点
外资品牌	强生、罗氏、雅培等	进入市场早, 占据医院渠道约 90% 市场份额。
国产品牌	三诺、北京怡成、鱼跃等	在零售端快速发展, 有望在血糖仪家用化趋势中借助电商突破。目前在国内已有一定影响力, 正逐步向医院端渗透。
国产杂牌	>50 个	无品牌, 影响力弱

资料来源: 太平洋证券整理

图表 63: 我国 2016 年血糖监测系统竞争格局

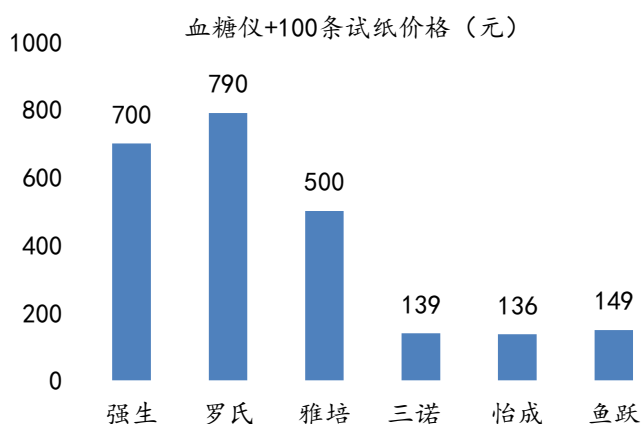


资料来源: 前瞻产业研究院、太平洋证券整理

在价格方面, 国产品牌存在明显优势。根据天猫数据, 以销量最多的产品为标准, 外资品牌的血糖仪和 100 条试纸价格约为 500~800 元, 而国产品牌的血糖仪和 100 条试纸价格约为 100~200 元, 国内品牌血糖仪较外资品牌有明显的价格优势。

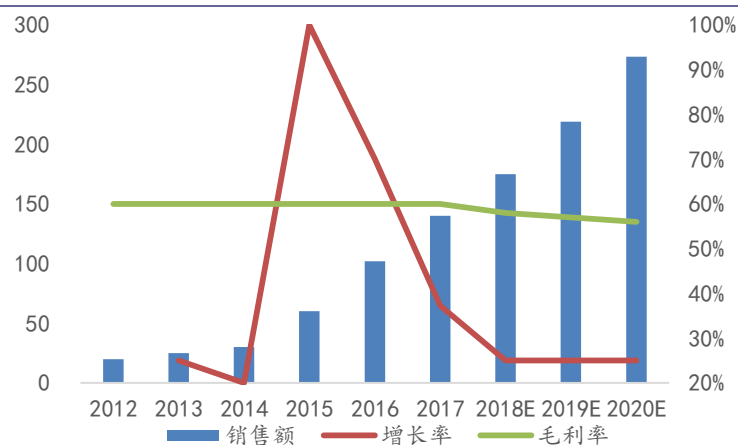
鱼跃医疗血糖监测产品从 2013 年开始投放市场, 血糖仪在 2015 年销售额翻倍, 并在 2016 年仍保持 70% 的高速增长, 2017 年已达 1.4 亿销售额。预计 2018-2019 年血糖仪销售额可达 1.8 亿和 2.2 亿, 同比分别增长 25% 和 25%, 预计未来随着品牌不断积累以及在电商渠道大力推动下, 血糖仪仍可保持较高增长。

图表 64: 国产血糖监测仪器价格远低于国外品牌



资料来源: 天猫、太平洋证券整理

图表 65: 鱼跃血糖监测系统保持高速增长 (百万元)



资料来源: 公司公告、太平洋证券整理

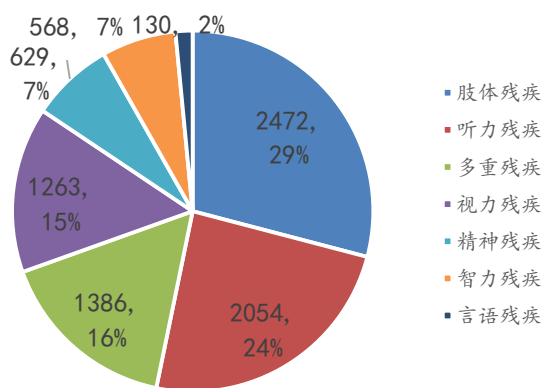
### 3、轮椅: 电动轮椅带动轮椅的新一轮高速增长

根据《第二次全国残疾人抽样调查》中的我国残疾人占全国总人口的比例和各类残疾人占残

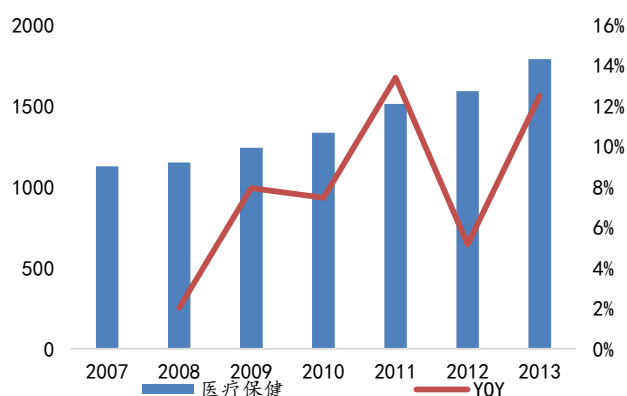
疾人总人数比例推算，2010年末我国残疾人总人数8502万人，其中肢体残疾2472万人，占比达29%，为所有类别残疾中人数最多的种类。2016年我国残疾人总数接近1亿人，按照2010年肢体残疾的比例29%计算，肢体残疾人数达2900万人，假设下肢残疾人数占比为50%，则为1450万人。

2013年肢体残疾接受过康复服务的比例达到60.6%，随着残疾家庭医疗保健消费性支出的增长以及肢体残疾人接受辅助器具配置的比例的逐步提升，轮椅的市场空间巨大。

图表 66: 2010 年我国肢体残疾 2472 万人，占比 29% 图表 67: 城镇残疾家庭医疗保健人均消费年支出(元)



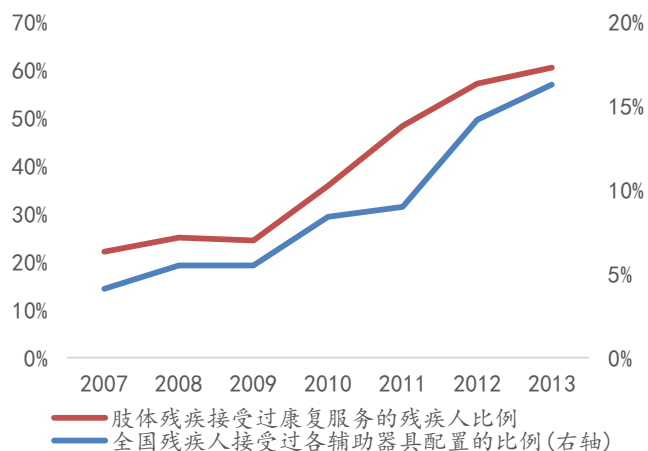
资料来源：中国残疾人联合会、太平洋证券整理



资料来源：2013 年度中国残疾人状况及小康进程监测报告、太平洋证券整理

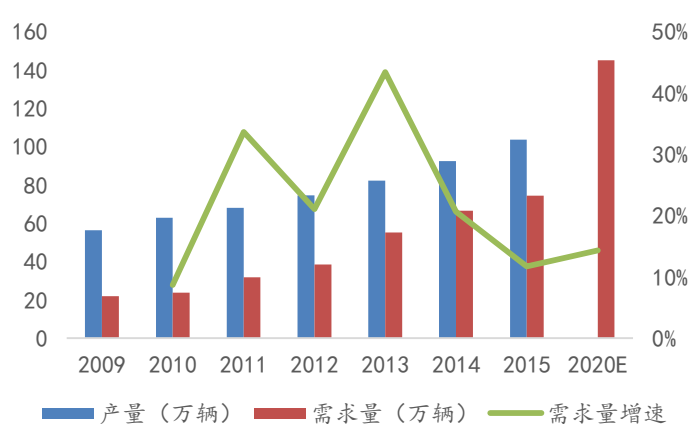
我国轮椅市场分为传统手动轮椅和电动轮椅，电动轮椅拥有使用方便、安全性更好等优势，且价格远高于手动轮椅，毛利率高，对企业而言属于升级产品，因此电动轮椅正快速替代传统手动轮椅。2015年电动轮椅需求量达74万台，同比增长12%，因此渗透率仅5%。2015年电动轮椅的市场空间25亿元，同比增长20%，电动轮椅价格也逐年上涨。假设未来5年电动轮椅渗透率达到10%，均价提升至3500元/辆，则电动轮椅市场空间可达50亿元，未来5年年复合增长率达15%。

图表 68: 肢体残疾人接受辅助器具配置的比例逐步提升



资料来源：2013 年中国残疾人状况及小康进程监测报告、太平洋证券整理

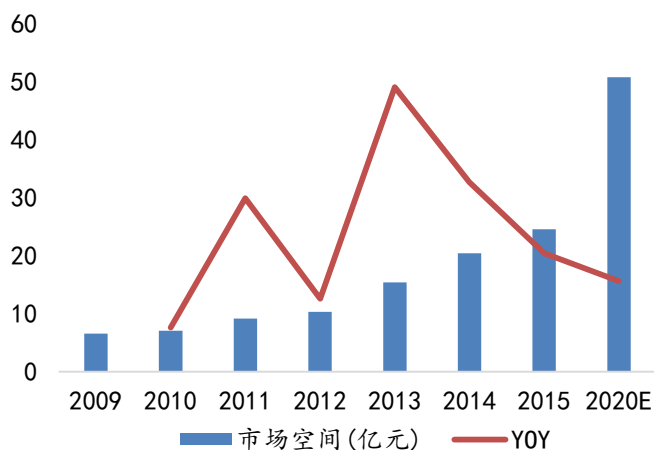
图表 69: 电动轮椅需求量逐步提升 (万辆)



资料来源：中国产业信息网、太平洋证券整理

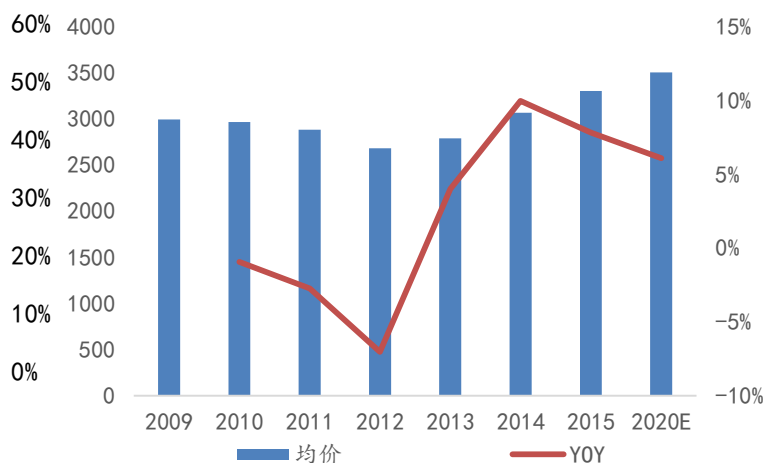
我国轮椅市场品牌众多，品牌数上百个，主要竞争者包括上海互邦、广东凯洋、鱼跃医疗、九圆等，其中互邦、鱼跃等已有一定的品牌影响力，国产品牌价格基本维持在 3000 元/辆左右，预计未来有品牌力的厂商电动轮椅价格可达 3500 元/辆左右。

图表 70: 2020 年我国电动轮椅市场规模达 50 亿元



资料来源: 中国产业信息网、太平洋证券整理

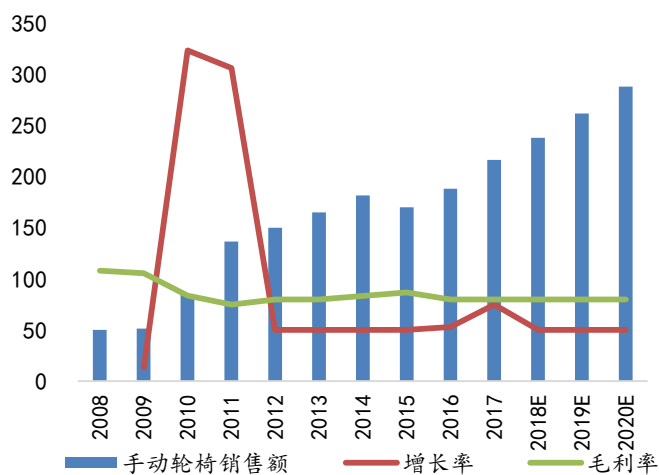
图表 71: 电动轮椅均价在 3000 元/辆左右



资料来源: 中国产业信息网、太平洋证券整理

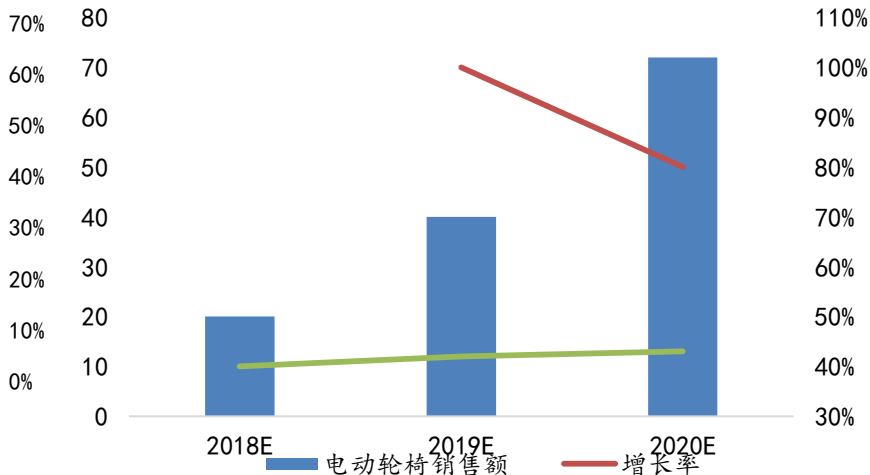
鱼跃的手动轮椅销售已有十年，到 2017 年销售额达 2.16 亿，增长 15%，预计未来 3 年增速会一定程度下降，保持在 10% 左右。而 2017 年 11 月上市的电动轮椅正带动轮椅业务开启新一轮高速增长，预计 2018 年销售额可达 2000 万元左右，2019-2020 年保持 80% 以上增速，随着销售额扩大，电动轮椅的毛利率也将从目前 40% 左右提升至未来的 43% 左右。

图表 72: 鱼跃手动轮椅销售基本稳定 (百万元)



资料来源: 公司公告、太平洋证券整理

图表 73: 鱼跃电动轮椅销售高速增长 (百万元)



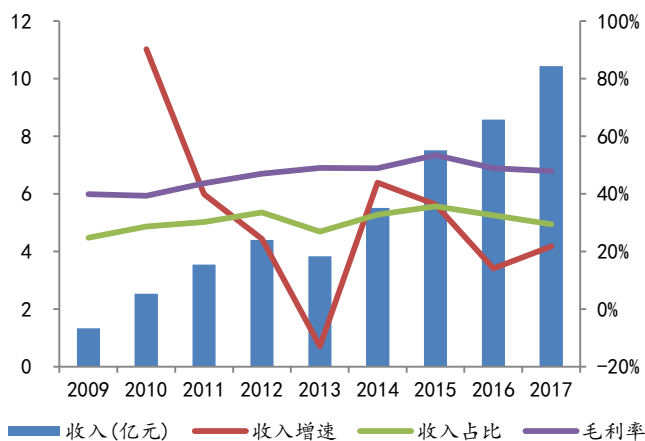
资料来源: 太平洋证券整理



### （三）医用供氧：制氧机稳定增长，二线产品崛起

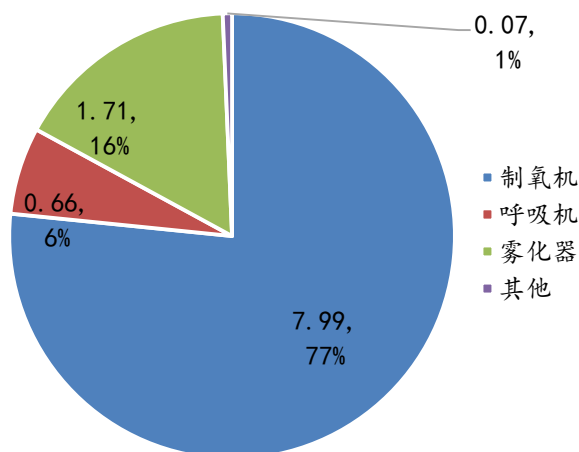
公司医用供氧业务 2017 年收入已达 10.43 亿元，占公司总收入的 29.5%。其中，制氧机、呼吸机和雾化器收入分别为 7.99 亿、0.66 亿和 1.71 亿，三种产品收入占比合计为 99.3%，尤其是制氧机收入占比 77%，为主要收入来源；近几年，以雾化器、呼吸机为代表的二线产品亦正在快速崛起。

图表 74：2017 年医用供氧业务收入占比 29.5%



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 75：2017 年鱼跃医用供氧收入构成（亿元）



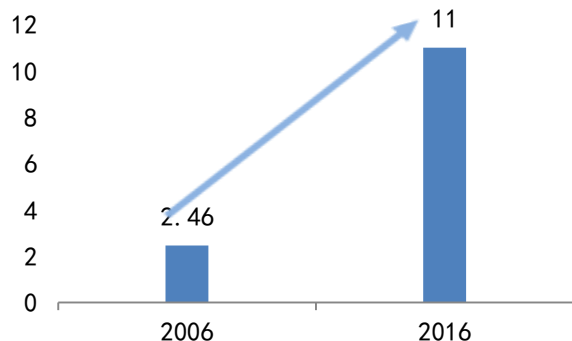
资料来源：Wind，太平洋证券整理

#### 1、制氧机：鱼跃市占率高达 60%

2006 年鱼跃医疗制氧机业务收入 3444 万元，市场占有率约 14%；2016 年，鱼跃医疗的制氧机业务收入 6.6 亿元，市场占有率约 60%。由此可推算出国内制氧机市场规模从 2006 年的 2.46 亿，增长到了 2016 年的 11 亿，年复合增长率 16.2%。考虑到国内患者健康意识逐渐提升及消费能力逐渐增强，我们认为制氧机的市场增速将提升。

以 2016 年 11 亿市场规模，制氧机单价 3000 元计算（制氧机 1L 到 5L 的市场价格在 1000 多元到 5000 多元不等，其中 3L 的销量最大，价格为 3000 元左右），2016 年制氧机整体销量约 36.7 万台。根据国家卫生部统计数据，全国每年有 9200 万人患有各种呼吸体统疾病，则 2016 年的渗透率为 0.40%；假设未来 5 年渗透率达到 2%，则市场规模可达 55.2 亿元。

图表 76: 我国制氧机市场近十年年复合增速达 16% (亿元)



资料来源: 公司公告、太平洋证券整理

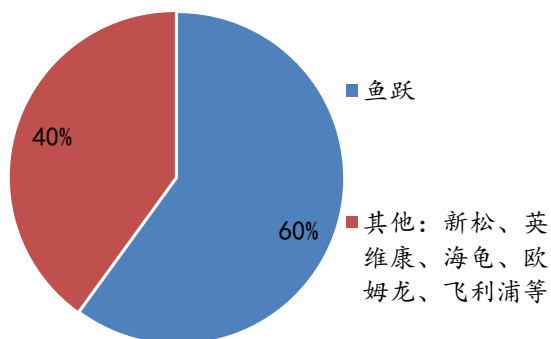
图表 77: 我国制氧机市场空间测算

患者人数	9200 万人
目前渗透率	0.40%
未来 5 年渗透率	2%
制氧机价格	3000 元
市场规模	55.2 亿

资料来源: 太平洋证券整理

我国制氧机市场有 70 余家厂商, 2016 年鱼跃市场占有率已达到 60%, 稳居第一。

图表 78: 2016 年鱼跃占据 60% 市场份额



资料来源: 公司公告、太平洋证券整理

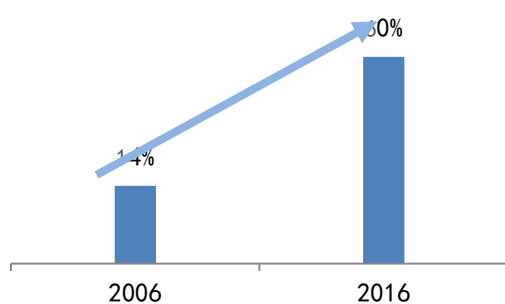
图表 79: 我国制氧机市场厂家梯队

市场梯队	代表品牌	特点
第一梯队	鱼跃医疗	从 2006 年起一直保持国内市场占有率第一, 且 2016 年市占率达到 60%, 处于绝对领先地位。
外资品牌	欧姆龙、飞利浦等。	占有率不高, 但在国内有一定影响力。
国产品牌	新松、英维康、海龟等	占有一定市场率, 但份额较小。

资料来源: 太平洋证券整理

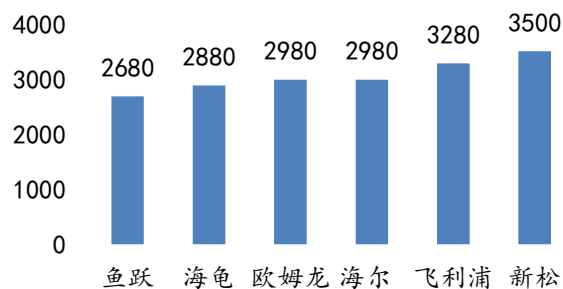
鱼跃制氧机业务销售额从 2006 年起一直保持国内市占率第一地位, 从 2006 年的 14% 提升至 2016 年的 60%。在价格方面, 根据天猫数据, 以各品牌销量最多的产品为标准 (产品规格不同会导致价格不同, 此处均选取 3L 制氧机), 鱼跃制氧机较其他品牌亦具有价格优势。

图表 80: 鱼跃国内制氧机市场占有率不断提升



资料来源: 公司公告、太平洋证券整理

图表 81: 鱼跃制氧机具有价格优势 (元)

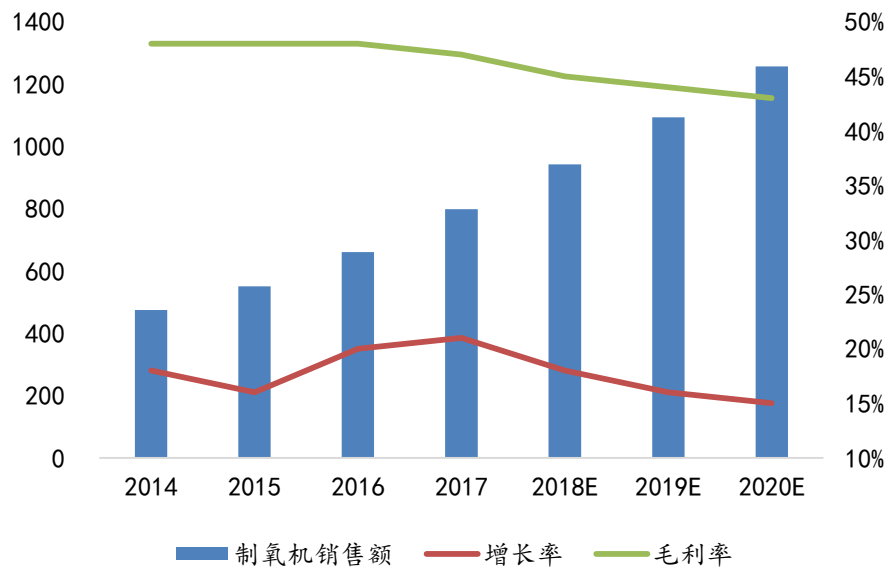


资料来源: 天猫、太平洋证券整理

除在 2013 年因老品规去库存因素，制氧机销售收入同比出现了一定幅度的下降之外，鱼跃医疗的制氧机业务总体维持在 20% 左右的增长率，毛利率较稳定。到 2017 年制氧机销售额达 7.99 亿，同比增长 21%，预计未来三年增速仍能维持 15% 以上。

为增加制氧机增长点，公司在西藏积极开拓弥散式制氧机的销售。2014 年起，鱼跃医疗开始开发西藏市场并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分行签署近 3000 万的制氧项目合同，两年时间已服务于数十家企事业单位。公司于 2016 年在西藏先后设立两家子公司，加大西藏地区业务开发力度。由于弥散式制氧机属于工程化、非标性设备，与电商产品不同，弥散式制氧机无法比价，故可开高价，利润率高。

图表 82：鱼跃制氧机收入保持持续增长（百万元）



资料来源：公司公告、太平洋证券整理

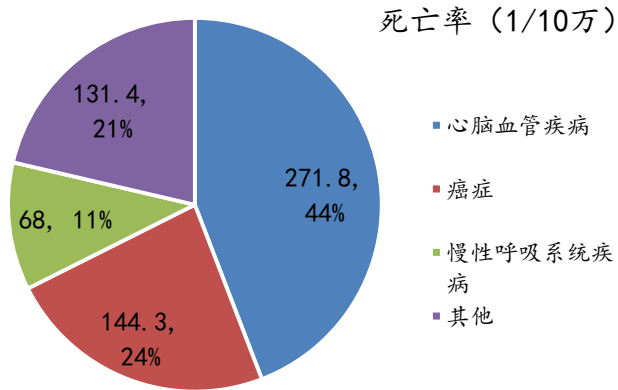
## 2、雾化器：可保持未来 3 年 30% 以上增长

雾化器主要用于治疗哮喘、支气管扩张、咽炎、慢性阻塞性肺疾病（COPD）等类别的呼吸系统疾病，分为超声雾化器和压缩雾化器，相比于超声雾化器，压缩雾化器具有药物颗粒细腻均匀、容易通过呼吸深入到肺、支气管血管部位，且用药量少，适合人体直接吸收，加快药物到达患处，使用寿命长等优点，正逐步替代超声雾化器。

根据《中国居民营养与慢性病状况报告（2015 年）》，慢性呼吸系统疾病死亡率达 68/10 万，2012 年我国 40 岁及以上人群慢性阻塞性肺病患病率为 9.9%。根据国家卫生部统计数据，我国呼吸系统疾病的发病率占总体发病率的 6.94% 左右，全国每年有 9200 万人患有各种呼吸系统疾病；假设未来 5 年雾化器的市场渗透率达到 10%，则雾化器市场空间达 30 亿元。

图表 83: 2012 年呼吸系统疾病死亡率高达 68/10 万

图表 84: 未来 5 年我国雾化器市场空间 30 亿左右



	金额
患者人数	9200 万
5 年渗透率	10%
年使用人数	920 万
雾化器价格 (元)	330
市场规模	30 亿

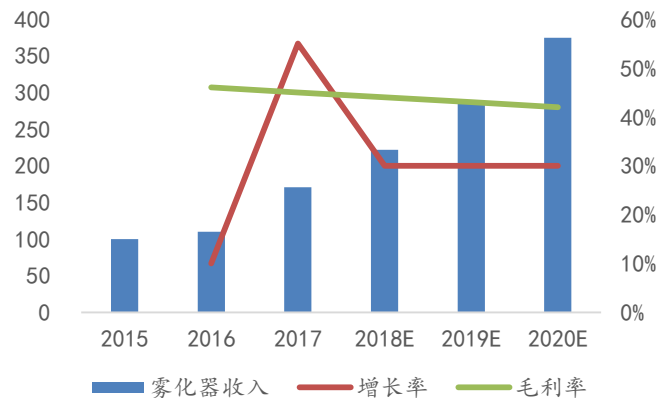
资料来源: 中国居民营养与慢性病状况报告 (2015 年)、太平洋证券整理

我国雾化器市场主要品牌包括百瑞、欧姆龙、鱼跃、飞利浦伟康、西恩、富林、德百世等, 其中国产品牌整体占比更高, 厂家主要分布于江苏和浙江。2017 年鱼跃雾化器销售额达 1.71 亿, 2018 年预计增速 30% 以上, 销售额达 2.2 亿, 预计未来 3 年仍可保持较高增速。

图表 85: 我国市场雾化器厂家梯队

图表 86: 预计未来 3 年鱼跃雾化器仍可保持高速增长

市场梯队	代表品牌	特点
内资品牌	品牌包括鱼跃等。	内资品牌占比更高, 主要分布于江苏和广东两大雾化器国内生产基地。
外资品牌	欧姆龙、百瑞以及德维比斯, 其中以百瑞最出名。	压缩雾化器为主。
其他	品牌众多	无太明显特色



资料来源: 太平洋证券整理

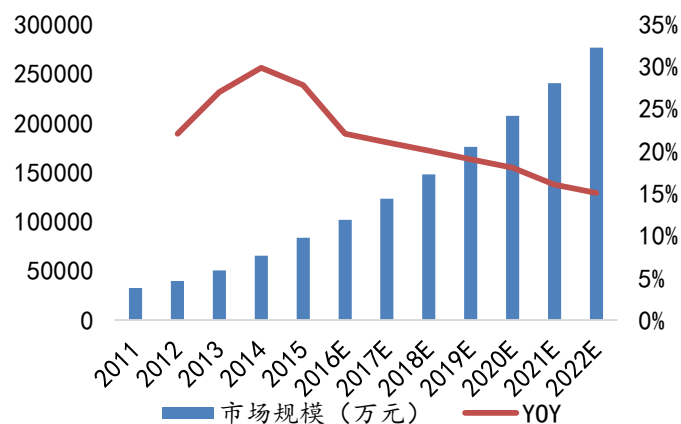
资料来源: 公司公告、太平洋证券整理

### 3、呼吸机: 处于高速增长中

前瞻产业研究院数据显示, 2011 年到 2015 年期间, 我国睡眠呼吸机市场规模从 2011 年的 3.2 亿元, 增长至 2015 年的 8.3 亿元, 年复合增长率达到 26.6%, 预计未来 7 年年复合增长率达 18.7%, 到 2022 年达到 27.6 亿元的市场规模。

我国睡眠呼吸机市场主要分为以飞利浦伟康、瑞思迈(北京)、费雪派克等为代表的外资品牌和以新松、鱼跃、海龟等为代表的国产品牌。

图表 87: 我国睡眠呼吸机行业市场销售规模 (万元)



资料来源: 前瞻产业研究院, 太平洋证券整理

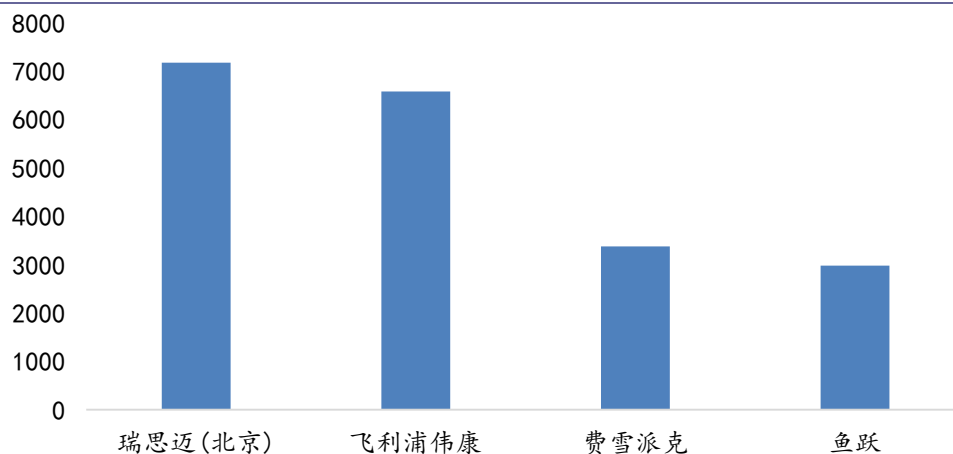
图表 88: 我国市场睡眠呼吸机厂家梯队

市场梯队	代表品牌	特点
外资品牌	飞利浦伟康、瑞思迈(北京)、费雪派克、德国万曼等	品牌知名度高, 市占率高。
国产品牌	新松、鱼跃、海龟、华南医电科技、怡和嘉业等	市占率低, 有一定品牌力。

资料来源: 太平洋证券整理

根据天猫数据, 以各品牌销量最多的产品为标准, 鱼跃制氧机较其他品牌具有价格优势。

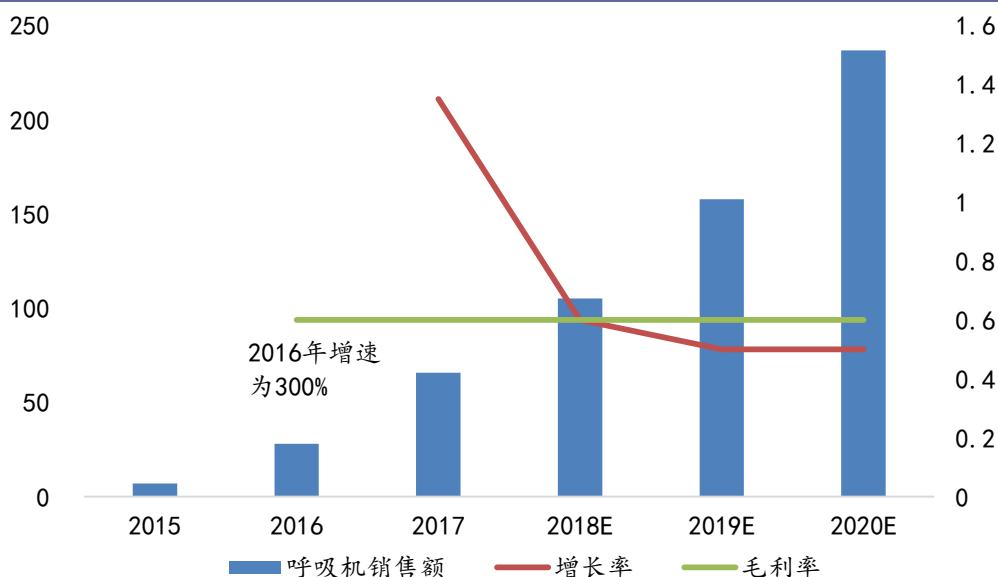
图表 89: 鱼跃单水平呼吸机价格低于主要外资品牌 (元)



资料来源: 天猫, 太平洋证券整理

鱼跃医疗 2015 年下半年推出睡眠呼吸机, 到 2016 年销售额预计达 0.66 亿元, 同比增长 135%。预计在电商渠道的高速增长带动下, 未来 3 年仍可保持 50% 以上的增速。2016 年推出的双水平呼吸机, 亦在积极进行市场推广中, 为呼吸机添加了新的增长点。

图表 90：鱼跃呼吸机收入保持高速增长（百万元）



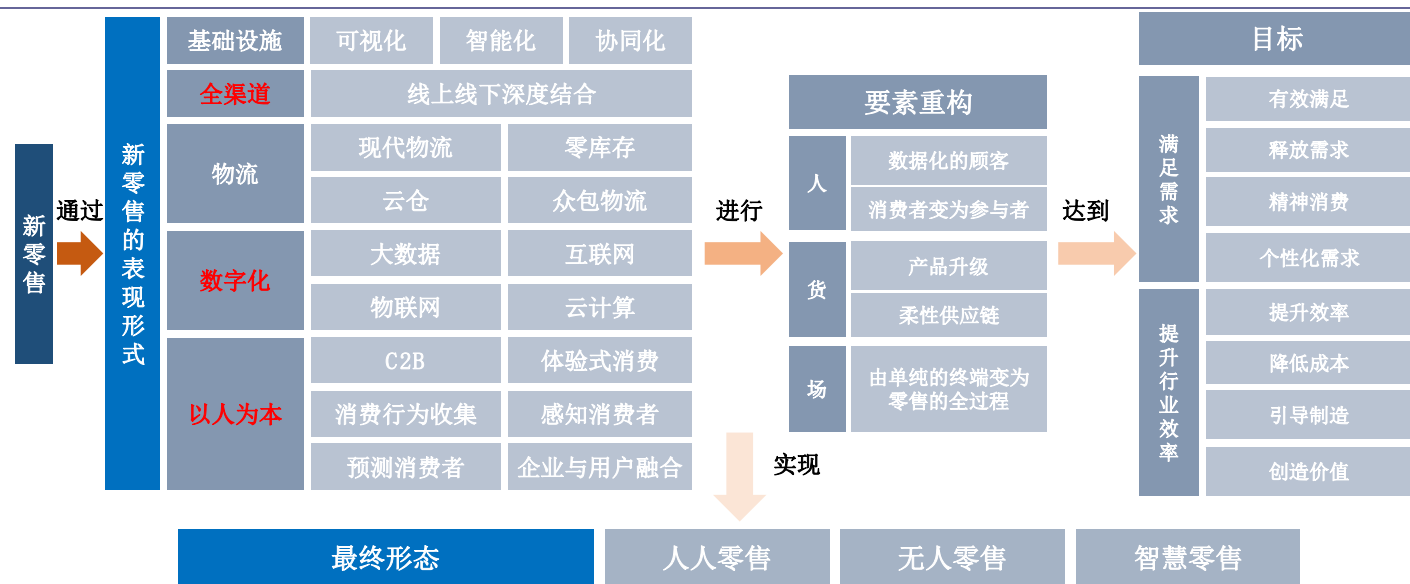
资料来源：公司公告、太平洋证券整理

## 六、新零售打开新的成长空间

### (一) 新零售时代来临

商务部的“新零售”定义为以消费者体验为中心，以行业降本增效为目的，以技术创新为驱动的要害全面更新的零售。“新零售”由马云 2016 年 10 月提出，2017 年为“新零售元年”，百度指数显示，自 2016 年提出后，新零售的受关注程度不断提高。

图表 91：新零售通过要素重构以实现满足需求和提升效率的目标



资料来源：亿欧智库、太平洋证券整理；注：红色字体为鱼跃正在布局的方向



从生产制造到供应链，再到渠道，最后到消费者体验，新零售对整个产业链环节均有优化作用。就渠道而言，新零售可扩大渠道面，减少中间环节，缩短渠道，同时补全线上线下全渠道，实现无缝衔接。

图表 92：新零售对产业链各个环节均有优化作用



资料来源：亿欧智库、太平洋证券整理

新零售由阿里巴巴发起并引领，其他代表性企业包括阿里、京东、苏宁、小米等，其中鱼跃的新零售布局接近于小米模式，开设线下体验店，同时用互联网的方法提升传统线下零售的效率，实现线上线下融合。

图表 93：目前国内主要的新零售模式

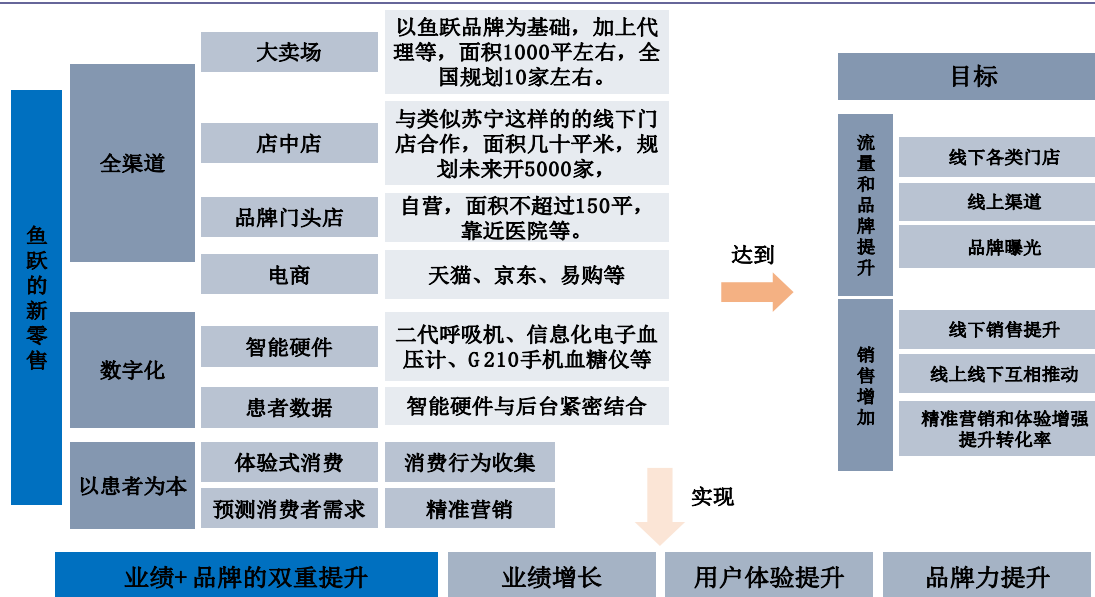
	线上支持	物流	线下支持	创新业态		
				鲜生超市	便利店	无人店
阿里	天猫、淘宝	菜鸟	大润发、欧尚、联华、银泰等	盒马鲜生(3公里1小时达;计划30个城市2000家)	天猫小店(加盟模式,提供品牌、数据等,预计铺设1万家)	无人零售快闪店(淘咖啡等)
京东	京东商城	京东物流	永辉超市、沃尔玛	7-fresh(预计未来3-5年铺设1000家)	京东便利店(加盟模式,输出品牌、模式和管理)	X无人超市(计划2018年开100家)
苏宁	苏宁易购	苏宁物流	苏宁门店、万达等知名地产商	苏鲜生(计划2020年铺设300余家)	苏宁小店(便利店形式,计划2020年前开15000家)	无人店biu(苏宁体育Biu等)
小米	小米商城、米家有品	顺丰、ems等	小米之家计划3年开设1000家	1) 小米之家(小米自建自营;布局在一二线城市,目前已达一百多家); 2) 小米专卖店(合作伙伴建设小米运营;布局在三四线); 3) 小米授权店(合作伙伴建设并运营;布局在县级市); 4) 小米小店(个人从官方渠道拿货并销售;已达8726家,覆盖22省)。		

资料来源：各公司官网等、太平洋证券整理

## (二) 鱼跃新零售已在路上

鱼跃医疗是国内第一家布局新零售的医疗企业。鱼跃新零售布局思路主要在三方面：1) 通过电商、线下店的渠道拓展，以实现全渠道的覆盖和互相促进；2) 通过智能硬件和配套的后台软件紧密结合，积累用户数据，实现数字化和智能化；3) 通过数据积累、管理、分析和使用，最终达到用户体验提升、精准营销的目的。

图表 94：鱼跃医疗新零售布局思路



资料来源：太平洋证券整理

2018年2月，鱼跃医疗携手苏宁，在南京新街口苏宁易购开设了首家线下医疗器械体验馆，2018年始，除目前已有的电商、传统药店等渠道外，鱼跃将通过3C电器大卖场、精品百货等非医疗器械传统终端渠道开设鱼跃直营店、店中店等，开启家用医疗新零售新纪元。

图表 95：鱼跃南京新街口医疗器械体验馆



资料来源：实地拍摄、太平洋证券整理

图表 96：鱼跃南京新街口医疗器械体验馆各类产品



资料来源：实地拍摄、太平洋证券整理

### (三) 智能硬件布局可期

新零售离不开数字化，而数据离不开智能硬件的端口，鱼跃医疗在智能硬件方面已有布局。

图表 97：鱼跃智能硬件布局

类别	产品/公司	功能/业务	进展
	苏州医云健康管理有限公司	互联网健康管理服务、智能硬件研发以及互联网药品交易等业务。	2015年2月5000万新设，鱼跃出资500万，吴群总担任CEO。
	江苏九跃康医疗科技有限公司	医院院内智慧物流改造合作项目，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。	2016年8月与九州通医疗器械集团3000万合作新设，鱼跃出资1200万
智能硬件	新品手机血糖仪(iG210)	-	已取得注册证并投产上市
	信息化电子血压计(GPRS、蓝牙、WIFI)	公司后台可以管理数据，对接医院、美年健康、药店等。	已完成样机定型，预计2018年9月上市。
	二代呼吸机	可以产出报告，微信形式每天推送。	已完成硬件布局，正在完善软件服务。

资料来源：公司公告、太平洋证券整理

## 七、 盈利预测及估值

### (四) 盈利预测

#### ● 分业务收入和毛利预测

公司从2013年开始发展电商，进入新的高速成长轨道，到2017年电商渠道收入9.2亿元，占总收入比例26%，未来预计电商将进一步放量，带动主要的电商渠道产品，如血压计、血糖仪、制氧机等维持高速增长态势。

**图表 98：分业务收入和毛利拆分（百万元）**

产品预测（百万元）	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>康复护理系列</b>										
收入	698	711	841	944	948	1,038	1310	1486	1696	1959
收入增长率	41.3%	1.8%	18.3%	12.2%	0.5%	9.49%	26.2%	13.4%	14.1%	15.5%
毛利率	29.8%	31.1%	32.1%	34.6%	32.7%	33.3%	31.6%	37.3%	37.7%	37.8%
毛利	191	221	270	326	310	346	414	554	640	741
毛利增长率	25.78%	15.99%	22.03%	20.72%	-5.07%	11.77%	19.66%	33.92%	15.38%	15.82%
<b>医用供氧系列</b>										
收入	353.7	439.7	383.3	550.9	751.2	857.2	1043	1274	1549	1884
增长率	39.8%	24.3%	-12.8%	43.7%	36.4%	14.1%	22%	22%	22%	22%
毛利率	43.6%	47.0%	48.7%	48.9%	53.5%	48.9%	47.8%	46.1%	45.5%	45.0%
毛利	154.3	206.7	186.8	269.5	401.6	418.7	499	587	705	848
毛利增长率	55.3%	33.9%	-9.6%	44.2%	49.0%	4.3%	19.2%	17.7%	20.0%	20.3%
<b>医用临床系列</b>										
收入	115.8	157.9	196.3	184.2	398.7	729	1171	1433	1667	1932
增长率	-13.9%	36.3%	24.3%	-6.2%	116.5%	82.9%	61%	22%	16%	16%
毛利	51.01	59.3	76.0	75.1	124.6	250	486	588	700	831
毛利率	44.0%	37.6%	38.7%	40.8%	31.2%	34.3%	41.50%	41.00%	42.00%	43.00%
<b>收入合计</b>	<b>1170.5</b>	<b>1312.2</b>	<b>1424.3</b>	<b>1681.8</b>	<b>2103.7</b>	<b>2632.6</b>	<b>3541.6</b>	<b>4203.5</b>	<b>4922.0</b>	<b>5783.7</b>
收入增长率	32.4%	12.1%	8.5%	18.1%	25.1%	25.1%	34.1%	18.7%	17.1%	17.5%
毛利率	35.5%	37.3%	37.6%	40.0%	39.8%	38.7%	39.7%	41.3%	41.6%	41.9%
毛利	416	489	537	672	838	1018	1405	1734	2050	2424
毛利增长率	33.43%	17.71%	9.73%	25.24%	24.59%	21.52%	38.02%	23.43%	18.18%	18.27%
营业成本	755	823	887	1009	1266	1614	2137	2469	2872	3360

资料来源：太平洋证券整理

● 盈利预测假设

按照上表预测，预计 2018 和 2019 年营收同比增长 18.7% 和 17.1%，预计随着电商的销售规模的增长，公司的毛利率会有所影响，但产品结构的变化，能有效对冲电商的影响，预计公司整体毛利率在未来 3 年能保持稳定。

2017 年营业外收支共 3720 万元，假设 2018-2020 年在 3000 万元左右。

**图表 99：鱼跃医疗盈利预测表**

盈利预测及市场重要数据	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3,542	4,203	4,922	5,784
(+/-%)	34.5%	18.7%	17.1%	17.5%
净利润(百万元)	592	720	876	1051
(+/-%)	18.3%	21.6%	21.7%	20.0%
每股收益(元)	0.59	0.72	0.87	1.05
EBIT Margin	17.6%	18.7%	19.3%	20.0%
净资产收益率 (ROE)	11.3%	12.8%	14.3%	15.7%
市盈率 (PE)	35.6	29.3	24.1	20.1
EV/EBITDA	31.5	26.1	21.7	17.9
市净率 (PB)	4.03	3.75	3.46	3.16

资料来源：太平洋证券整理

### (五) 估值及投资建议

截止至 2018 年 5 月 22 日,公司的收盘价为 21.05 元,总市值为 211 亿元,对应的 2018 年-2020 年市盈率分别为 29.3 倍、24.1 倍、20.1 倍。给予 2018 年 35 倍 PE, 2018 年目标价 25.2 元, 尚有 20% 上涨空间。

我们认为公司作为家用器械龙头公司,重点产品增速较快,电商渠道处于大力发展时期,未来 3 年是品牌价值力逐渐凸显时期;同时,通过收购上械集团、中优医药等院内产品线公司,未来有望加快院内耗材领域的拓展。另外,未来不排除公司继续以兼并收购的方式进行的产业链横向拓展和纵向延伸,以此来丰富产品线和继续做大规模的可能。鱼跃作为医疗器械龙头公司之一,加上其强劲的品牌力,应该享受一定的估值溢价,首次覆盖给予“买入”评级,六个月目标价 25.2 元。

图表 100: 可比公司估值对比

公司名称	总市值 (亿元)	净利润 (亿元)				PE				盈利增速			PEG
		2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	
乐普医疗	687	9.0	11.7	15.2	20.5	76	59	45	33	30%	30%	35%	1.85
鱼跃医疗	211	5.9	7.2	8.8	10.5	36	29	24	20	22%	22%	20%	1.39
三诺生物	119	2.6	3.5	4.3	5.0	46	34	28	24	34%	23%	16%	1.40

资料来源:公司公告、太平洋证券整理

## 八、 风险提示

销售改革不达预期;传统产品增速放缓带来整体业绩压力;新零售布局前期投入较大影响公司整体业绩;董事长被证监会立案调查,预计影响不大。

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	2053	1735	1735	1735	营业收入	3542	4203	4922	5784
应收款项	1144	1358	1590	1869	营业成本	2137	2469	2872	3360
存货净额	633	744	859	1000	营业税金及附加	35	41	49	57
其他流动资产	276	327	383	450	销售费用	400	475	554	630
<b>流动资产合计</b>	<b>4106</b>	<b>4164</b>	<b>4567</b>	<b>5054</b>	管理费用	346	430	498	580
固定资产	882	1335	1744	2128	财务费用	12	(15)	(22)	(15)
无形资产及其他	614	584	553	522	投资收益	49	30	30	30
投资性房地产	919	919	919	919	资产减值及公允价值变动	(17)	(20)	(20)	(20)
长期股权投资	108	108	108	108	其他收入	38	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>6629</b>	<b>7109</b>	<b>7891</b>	<b>8730</b>	营业利润	683	813	981	1182
短期借款及交易性金融负债	150	163	394	563	营业外净收支	37	30	30	30
应付款项	424	498	576	670	<b>利润总额</b>	<b>720</b>	<b>843</b>	<b>1011</b>	<b>1212</b>
其他流动负债	250	296	343	398	所得税费用	93	108	130	156
<b>流动负债合计</b>	<b>824</b>	<b>957</b>	<b>1313</b>	<b>1631</b>	少数股东损益	36	15	5	5
长期借款及应付债券	0	(50)	(100)	(150)	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>592</b>	<b>720</b>	<b>876</b>	<b>1051</b>
其他长期负债	234	234	234	234					

长期负债合计	234	184	134	84	现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
负债合计	1058	1141	1446	1715	净利润	592	720	876	1051
少数股东权益	330	338	341	343	资产减值准备	7	(17)	0	0
股东权益	5241	5630	6104	6672	折旧摊销	80	64	91	117
负债和股东权益总计	6629	7109	7891	8730	公允价值变动损失	17	20	20	20
					财务费用	12	(15)	(22)	(15)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	营运资本变动	(318)	(273)	(279)	(337)
每股收益	0.59	0.72	0.87	1.05	其它	12	25	3	3
每股红利	0.27	0.33	0.40	0.48	<b>经营活动现金流</b>	<b>390</b>	<b>539</b>	<b>710</b>	<b>854</b>
每股净资产	5.23	5.62	6.09	6.66	资本开支	(425)	(490)	(490)	(490)
ROIC	10%	12%	14%	15%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	11%	13%	14%	16%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(499)</b>	<b>(490)</b>	<b>(490)</b>	<b>(490)</b>
毛利率	40%	41%	42%	42%	权益性融资	143	0	0	0
EBIT Margin	18%	19%	19%	20%	负债净变化	(50)	(50)	(50)	(50)
EBITDA Margin	20%	20%	21%	22%	支付股利、利息	(272)	(330)	(402)	(482)
收入增长	35%	19%	17%	18%	其它融资现金流	<b>324</b>	<b>13</b>	<b>232</b>	<b>169</b>
净利润增长率	18%	22%	22%	20%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(177)</b>	<b>(368)</b>	<b>(220)</b>	<b>(364)</b>
资产负债率	21%	21%	23%	24%	<b>现金净变动</b>	<b>(286)</b>	<b>(319)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
息率	1.3%	1.6%	1.9%	2.3%	货币资金的期初余额	2339	2053	1735	1735
P/E	35.6	29.3	24.1	20.1	货币资金的期末余额	2053	1735	1735	1735
P/B	4.0	3.7	3.5	3.2	企业自由现金流	(119)	(13)	149	298
EV/EBITDA	31.5	26.1	21.7	17.9	权益自由现金流	154	(36)	349	430

资料来源: Wind, 太平洋证券



## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyew@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zxy_lmm@126.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	Mengchao@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
广深销售副总监	张茜萍	13923766888	Zhangqp@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	Yangf@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhafanglong@126.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。