



“并购+渠道”破除行业天花板，海阔凭鱼跃时代到来

2018.08.03

唐爱金(分析师)

电话: 020-88836115

邮箱: tangajin@gzgzhs.com.cn

执业编号: A1310516100001

● **家用医疗系列: 聚焦慢病管理, 电子血压计和血糖产品瞄准 300 亿市场**
顺应社会老龄化和消费升级的趋势, 聚焦慢病管理领域: 1) 电子血压计: 依靠“技术+平台”优势稳居国产品牌首位, 通过“渗透率提升+技术升级+进口替代”分享 200 亿市场, 预计有望保持 20%-30% 的增速。2) 血糖仪及试纸: 过亿糖尿病患者拉动百亿血糖市场, 鱼跃通过医院带动零售药店市场突破重围, 跻身国产企业第一梯队; 目前国产化率仅 1/3, 鱼跃凭借质优价廉优势和政策支持, 有望逐步抢占进口品牌份额, 预计能保持 20% 左右的增速。

● **医用供氧系列: 弥散式制氧机和睡眠呼吸机发力, 依靠渠道优势抢占市场**
公司持续技术升级、产品推陈出新, 保障核心竞争力: 1) 制氧机: 2017 年实现营收约 7 亿元, 占据国内市场 65% 份额, 未来有望保持 15%-20% 的增速。2015 年推出弥散式制氧机开拓高原市场, 现已进入收获期。2) 呼吸机: 睡眠呼吸机于 2015 年正式投放市场, 进军国产化率仅 10% 的呼吸机市场, 虎口夺食抢占外企份额, 2018 年销售收入有望接近 1 亿元。

● **医用临床系列: 外延并购各方优质资源, 全球化布局初见雏形**
“分级诊疗+社会办医”提升临床器械需求, 公司应时布局高潜力领域, 发挥“平台型”整合优势: 1) 战略并购, 整合效果突出: 苏州医疗用品厂的 ROE 由 2009 年的 -0.73% 提升到 2017 年 10.45%, 上械集团的 ROE 由 2015 年的 3.46% 提升到 2017 年 12.65%。2) 扩充产品线, 破除单个细分行业天花板, 2017 年收购中优医药涉足医院消毒感控领域、收购德国 Metrax 布局医疗急救领域, 并参与认购 Amsino Medical 19.33% 股份丰富耗材品类、完善公司全球化布局。

● **互联网医疗板块: 电商平台为家用板块增长主要引擎, 内生性增长加速**
自 2013 年公司大力发展电商业务以来, 电商平台发展迅猛, 近三年营收同比增速均在 50% 以上, 其中 2017 年实现营收约 9 亿元, 成为公司内生性增长的主要驱动力。2018 年 2 月, 公司战略布局 O2O 医疗器械体验馆, 将终端实体的消费体验和电商平台的方便快捷完美融合, 有望带动家用医疗器械板块经营的整体提升。

● **盈利预测与估值:** 根据现有业务, 我们预测公司 18-20 年 EPS 分别为 0.70、0.85、1.00 元, 对应 28、23、20 倍 PE, 给予“强烈推荐”评级。

● **风险提示:** 产品销售推广不达预期; 并购标的运营不达预期; 在研产品上市进度不达预期; 传统产品增速放缓带来业绩压力。

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	3541.56	4240.61	5048.29	5958.15
同比(%)	34.53%	19.74%	19.05%	18.02%
归属母公司净利润	592.03	705.50	849.61	1005.83
同比(%)	18.35%	19.17%	20.43%	18.39%
每股收益(元)	0.59	0.70	0.85	1.00
P/E	31.11	26.10	21.68	18.31
P/B	3.52	3.18	2.84	2.51
EV/EBITDA	4.22	18.03	14.66	12.13

强烈推荐

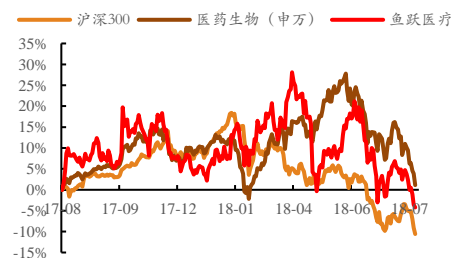
现价: 18.37

目标价: 25

股价空间: 36%

医药生物行业

行业指数走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
鱼跃医疗	-6.57	-8.87	-12.16
医药生物	-9.90	-14.09	-3.78
沪深 300	-2.76	-11.91	-22.38

基本资料

总市值(亿元)	184.16
总股本(亿股)	10.02
流通股比例	85.30%
资产负债率	15.96%

相关报告



目录

目录	2
图表目录	3
1. “内生长+外延扩张”，打造国内领先的医疗器械平台型公司	5
1.1 内生外延双轮驱动，打造国内领先的医疗器械平台型公司	5
1.2 公司股权比例集中，实际控制人持有 44.57% 股份	6
1.3 2017 年业绩实现 34% 高增长，整合效果显著助盈利能力持续提升	6
2. 家庭医疗系列：产品线丰富，产品协同效应助力品牌溢价	8
2.1 人口老龄化驱动家用器械需求释放，我国家用器械市场七年复合增速达 26.03%	8
2.2 聚焦慢病管理，电子血压计和血糖系列产品瞄准 300 亿市场空间	9
2.2.1 电子血压计：“技术升级+渗透率提升”打开 200 亿市场，鱼跃依靠“性价比+技术+平台”优势稳居国产品牌首位	10
2.2.2 血糖仪及试纸：过亿糖尿病患者拉动百亿血糖市场，医院带动零售药店渠道上量	12
3 医用供氧系列：弥散式制氧机和睡眠呼吸机发力，依靠细分行业龙头优势抢占市场	15
3.1 制氧机：占据国内市场 65% 份额，弥散式制氧机开拓高原市场	15
3.2 呼吸机：进军睡眠呼吸机市场，虎口夺食抢占外企市场份额	16
4. 医用临床板块：整合各方优质资源，外延式扩张助公司跨越式发展	18
4.1 “分级诊疗落地+鼓励社会办医”利好国产医疗器械企业	18
4.2 应时布局发展潜力大的医用临床领域，战略并购寻求新的业绩增长点	20
4.2.1 战略并购扩充产品线：应时布局潜力大的医用临床领域，打造品牌优势和产品结构优势	20
4.2.2 并购整合效果突出：净利率持续上升、ROE 保持稳定	21
4.3 “平台型”整合优势：持续并购涉足新领域，全球化布局初见雏形	22
4.3.1 收购中优医药，占领国内医院消毒感控的制高点	22
4.3.2 收购 Metrax GmbH、参股 Amsino Medical，全球化布局初见雏形	23
5. 重视研发创新持续提升研发实力，丰富产品储备为后续发展提供原动力	24
5.1 历年高研发投入保持创新动力，研发团队数量超 500 人	24
5.2 产品储备丰富，为公司长期稳定发展提供原动力	25
6. 线上线下、院内院外营销体系不断完善，开启新零售新纪元	26
6.1 家用医疗体系：品牌终端认知度提升，电商平台为板块业绩增长主要引擎	26
6.2 临床医疗体系：服务全国十多万家医疗机构	28
7. 业务拆分与盈利预测	28
8. 风险提示	29



图表目录

图表 1.	内生性成长和外延式收购共同促进鱼跃医疗成长为领先的医疗器械平台型公司.....	5
图表 2.	公司产品集中在家用医疗、医用临床和医用供氧三大领域.....	5
图表 3.	公司持股比例集中，吴光明为公司实际控制人（合计控制 44.57%股份）.....	6
图表 4.	公司通过内部新设和外延扩张，目前合计持有子公司 33 家.....	6
图表 5.	鱼跃医疗 17 年 Q1 营收同比增长 15.49%.....	7
图表 6.	鱼跃医疗 17 年 Q1 利润同比增长 15.05%.....	7
图表 7.	2017 年家用医疗系列产品营收占比 36.99%.....	7
图表 8.	国内收入在总营收中的占比约为 85%.....	7
图表 9.	2017 年公司产品整体毛利率 39.82%.....	8
图表 10.	2018 年 Q1 期间费用率仅为 15.84%.....	8
图表 11.	2017 年我国 65 岁及以上人口占总人数的比例达 11.40%.....	8
图表 12.	慢性病患病率随着年龄的增长显著提升.....	9
图表 13.	2016 年我国家用医疗器械市场规模 511.30 亿，七年复合增速达 26.03%.....	9
图表 14.	家用医疗系列产品丰富，覆盖心血管、内分泌和家庭护理等领域.....	10
图表 15.	家用医疗系列 2017 年实现营收 13.10 亿元，同比增速 26.23%.....	10
图表 16.	我国成人高血压患病率逐步提升，2015 年达 27.6%.....	11
图表 17.	2015 年我国家用血压计市场规模近 60 亿元，预计 2020 年市场有望近 200 亿.....	11
图表 18.	鱼跃电子血压计相对于欧姆龙有价格优势，相对其他国产品牌有技术和平台优势.....	12
图表 19.	2017 我国糖尿病患者人数达 1.15 亿人.....	12
图表 20.	中国拥有全球最大糖尿病人群.....	12
图表 21.	血糖仪及试纸目前市场规模约 66.5 亿元，预计 2020 年超百亿.....	12
图表 22.	试验结果显示，鱼跃血糖仪的精密度与准确度与进口产品一致、甚至更优.....	13
图表 23.	国产血糖仪品牌较同类进口产品具有明显的价格优势.....	14
图表 24.	2017 年医用供氧系列产品实现营收 10.43 亿元，同比增速 21.72%.....	15
图表 25.	鱼跃制氧机自 2006 年起占据国内最大市场份额.....	16
图表 26.	鱼跃弥散式制氧机进军高原地区.....	16
图表 27.	2011-2015 年呼吸机市场复合增速 26.60%.....	17
图表 28.	家用呼吸机市场由伟康和瑞思迈占据.....	17
图表 29.	鱼跃医疗提供全系列呼吸机产品，便于患者根据现状选择适合的呼吸机.....	17
图表 30.	医用临床系列产品增速迅猛，2008-2017 年复合增速高达 56.45%.....	18
图表 31.	分级诊疗政策为中低端器械带来发展良机.....	19
图表 32.	国家鼓励社会办医，扩张民营医院的器械需求.....	19
图表 33.	公司通过并购扩充产品线，覆盖临床耗材、医院急救、手术器械、医院消毒感控等方面.....	20
图表 34.	通过并购获得“华佗”、“金钟”、“安尔碘”、“洁芙柔”、“普美康”等几大品牌.....	21
图表 35.	被并购后苏州医疗用品厂营收净利上升.....	21
图表 36.	苏州医疗用品厂 ROE 稳定在 10%-25%.....	21
图表 37.	被并购后上械集团营收净利持续上升.....	22
图表 38.	上械集团 ROE 逐步攀升.....	22
图表 39.	中优医药产品覆盖人体消毒剂、环境物体和医疗器械消毒剂、及消毒配套器材等领域.....	22
图表 40.	中优医药在技术、销售、服务和品牌方面都具备显著优势.....	23
图表 41.	中优医药 2017 年实现营收 4.19 亿元.....	23
图表 42.	17-19 年盈利承诺 0.92、1.12、1.42 亿元.....	23
图表 43.	公司参股 Amsino，加码医用临床产品线、继续开拓国际市场.....	24
图表 44.	鱼跃医疗研发投入年复合增速达 33.95%.....	25



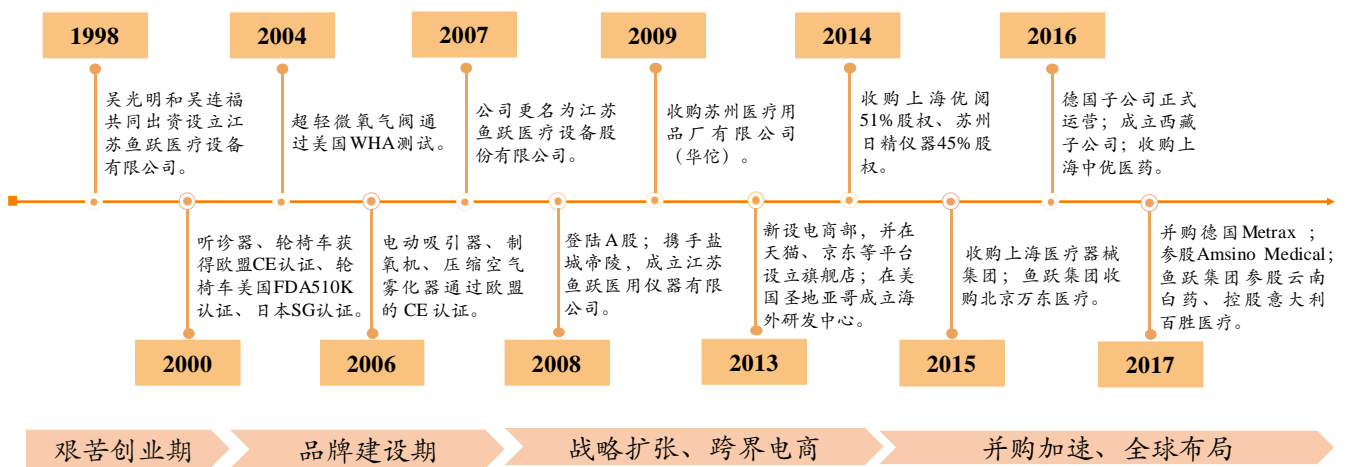
图表 45.	2017 年鱼跃医疗研发人员数量 514 人.....	25
图表 46.	储备品种丰富，为公司长期稳健发展提供原动力.....	25
图表 47.	专注健康，“线上+线下+海外”市场三位一体齐发展.....	26
图表 48.	布局互联网医疗的新零售，电商平台成为家用板块业绩增长主要引擎.....	27
图表 49.	电商平台发展迅猛，为业绩增长主要引擎.....	27
图表 50.	O2O 体验馆打造智慧零售新模式.....	27
图表 51.	鱼跃在泰国、印尼等多个国家地区布局终端市场，产品远销 100 多个国家和地区.....	28
图表 52.	鱼跃医疗业绩拆分及预测	29

1. “内生长+外延扩张”，打造国内领先的医疗器械平台型公司

1.1 内生外延双轮驱动，打造国内领先的医疗器械平台型公司

鱼跃医疗创立于 1998 年，打造了由家庭医疗、临床医疗、互联网医疗组成的大健康生态圈，组建一个全面覆盖医疗器械的专业化服务平台。国内医疗器械行业普遍存在规模小、产品单一的特点，单个细分领域市场容量和空间有限，公司持续以内生性成长和外延式扩张方式布局，破除单个细分行业的天花板，围绕医疗器械主线持续实现快速扩张。

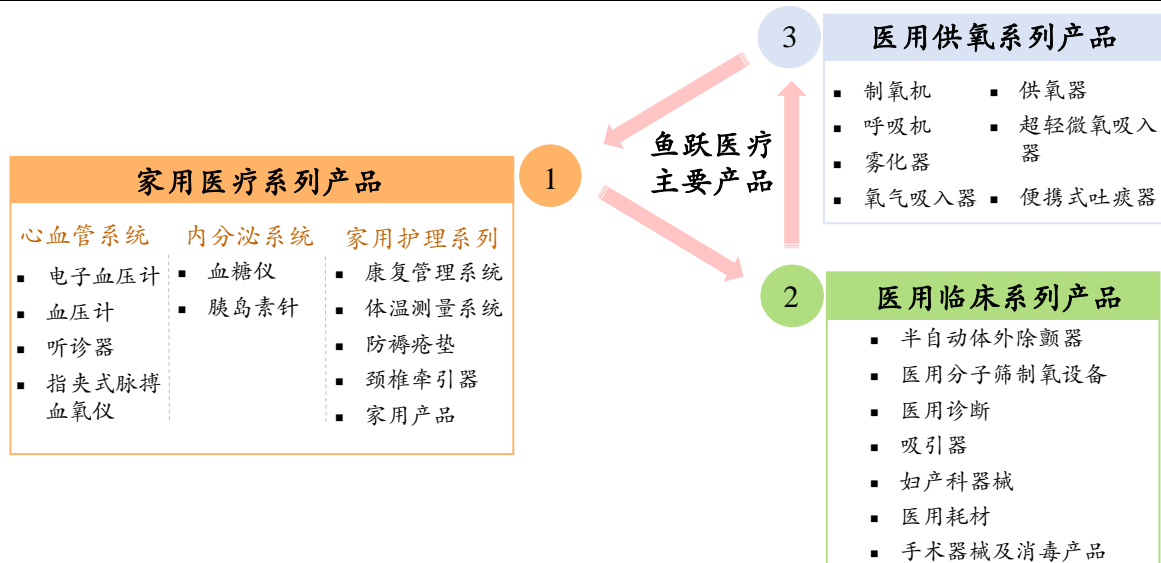
图表1. 内生性成长和外延式收购共同促进鱼跃医疗成长为领先的医疗器械平台型公司



资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

目前公司产品主要集中在家用医疗、医用临床和医用供氧三大领域，产品品类达 550 多种，产品规格近两个万，是国内医疗器械行业的领先企业。

图表2. 公司产品集中在家用医疗、医用临床和医用供氧三大领域

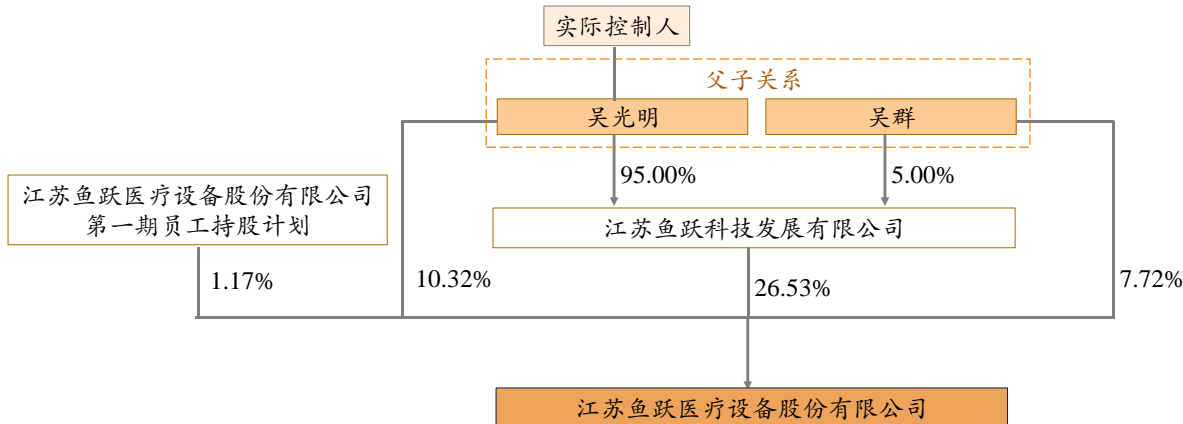


资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

1.2 公司股权比例集中，实际控制人持有 44.57% 股份

吴光明先生与吴群先生系父子关系，吴光明先生通过鱼跃科技和吴群先生共计持有本公司 44.57% 的股份，为公司的实际控制人。

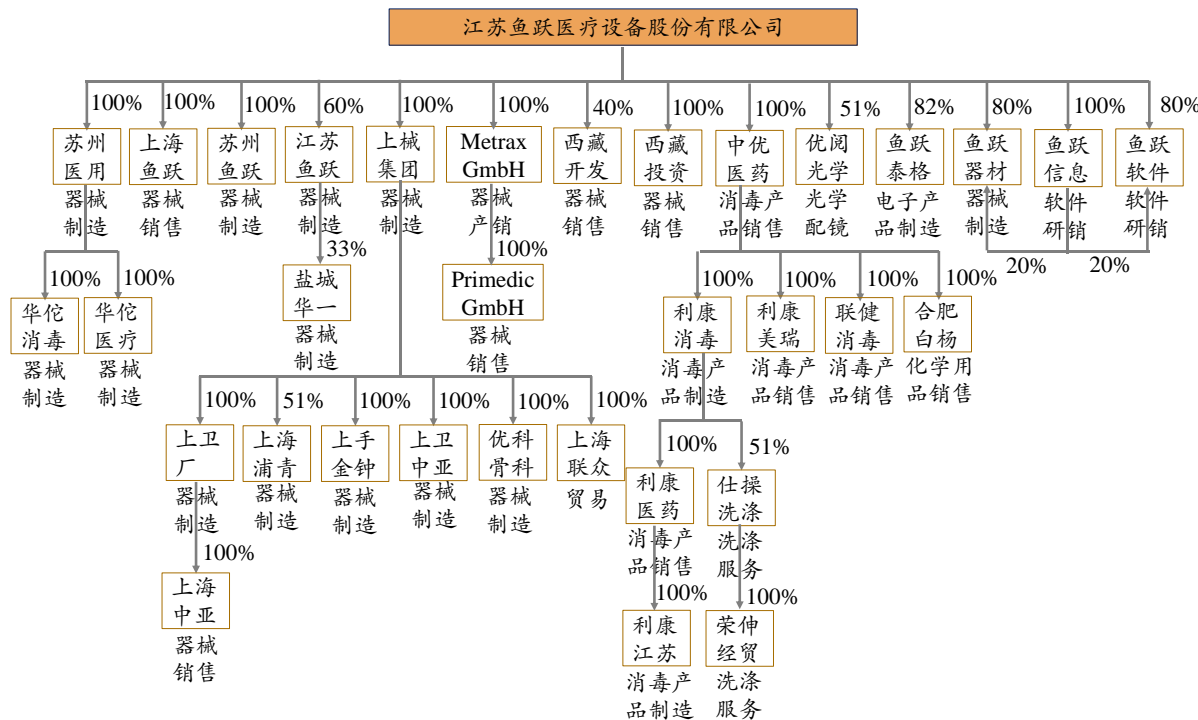
图3. 公司持股比例集中，吴光明为公司实际控制人（合计控制 44.57% 股份）



资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

通过新设和外延扩张，公司目前合计有子公司 33 家，主要为医疗器械领域的研发、生产、销售公司。

图4. 公司通过内部新设和外延扩张，目前合计持有子公司 33 家

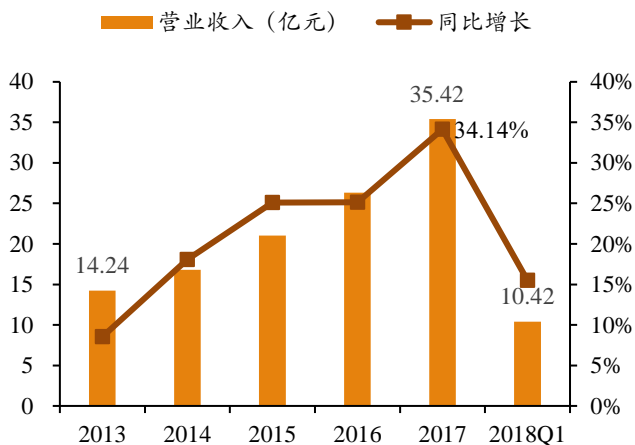


资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

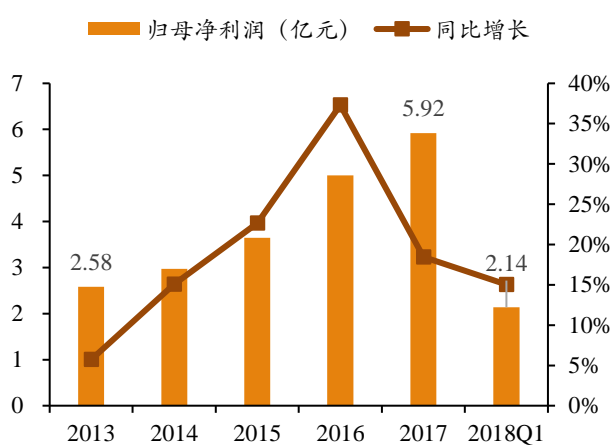
1.3 2017 年业绩实现 34% 高增长，整合效果显著助盈利能力持续提升

经营业绩分析，公司营业收入从 2013 年的 14.24 亿元增长到 2017 年 35.42 亿元，年复合增长约 25.57%；归母净利润从 2013 年的 2.58 亿元增长到 2017 年的 5.92 亿元，年复合增长约为 23.07%，其中 2017 年利润增速下滑的原因主要是因为：（1）上海中优、德国子公司并表和公司加大营销体系建设以及品牌推广力度导致销售费用提升；（2）美元贬值引起美元存单账面汇兑损失。

2018年Q1营业收入和归母净利润分别实现10.42亿元和2.14亿元,同比增长分别为15.49%和15.05%。2018年Q1收入增速同比较低主要是因为(1)去年同期有中优医药和德国Metrax并表影响,而今年没有并表因素;(2)公司今年开始对整个家用板块特别是线下板块进行调整,取消促销、从严把控回款政策,因此同比增速略低,而其他业务板块增速均保持稳定。

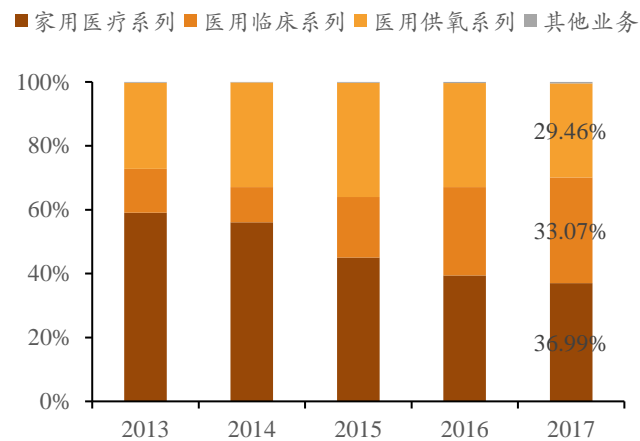
图表5. 鱼跃医疗17年Q1营收同比增长15.49%


资料来源:公司公告、Wind、广证恒生

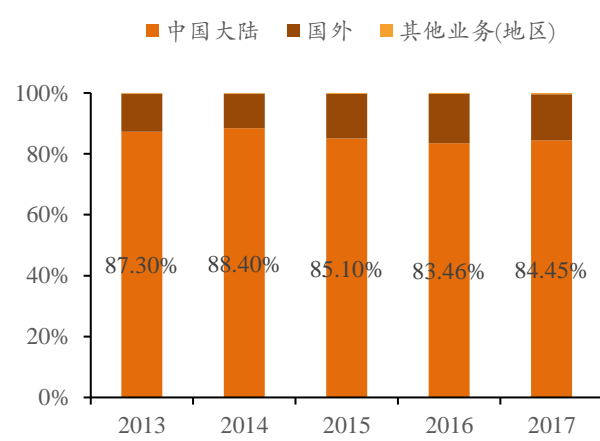
图表6. 鱼跃医疗17年Q1利润同比增长15.05%


资料来源:公司公告、Wind、广证恒生

营收构成分析,公司收入来源主要以家用医疗系列产品、医用临床系列产品和医用供氧系列产品为主,其中医用临床系列产品营收占比不断提升。2017年三个系列产品的营收分别为13.10亿元、11.71亿元和10.43亿元,占比分别为36.99%、33.07%和29.46%。从地区分布看,85%左右的营收来源于国内,国外收入占比为15%。

图表7. 2017年家用医疗系列产品营收占比36.99%


资料来源:公司公告、Wind、广证恒生

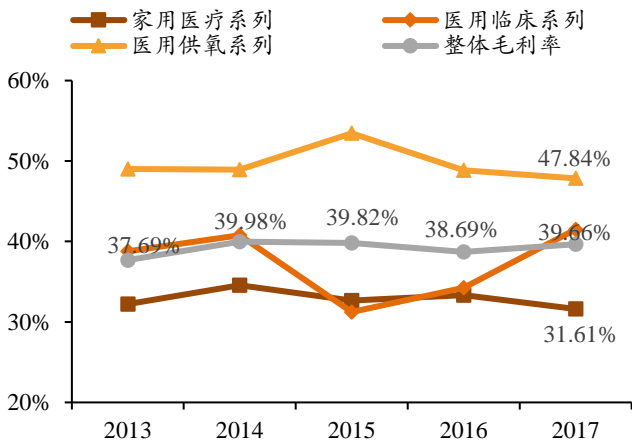
图表8. 国内收入在总营收中的占比约为85%


资料来源:公司公告、Wind、广证恒生

盈利能力分析,得益于品牌效应优势,公司产品的毛利率保持稳定,2013-2017年整体毛利率维持在37-40%的范围,其中,2017年家用医疗系列产品、医用临床系列产品和医用供氧系列产品的毛利率分别为31.61%、41.50%和47.84%。此外,鉴于对上械集团等并购标的的整合效果明显,医用临床系列产品的毛利率逐渐回升。

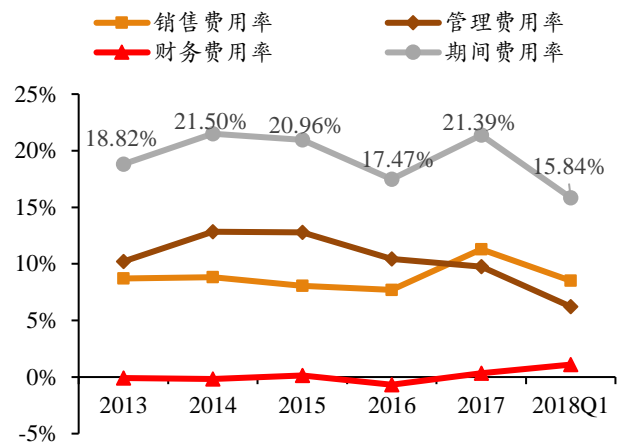
期间费用分析,由于产品的集群优势和渠道优势突出,公司费用管控能力良好:2013-2017年期间费用率维持在17.5-21.5%的区间范围,2018年Q1期间费用率出现明显下降,仅为15.84%。分项来看,销售费用率和管理费用率在维持在10%上下水平,财务费用基本趋于0,甚至由于再融资募集资金的存放获得利息而出现负值。

图表9. 2017年公司产品整体毛利率39.82%



资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

图表10. 2018年Q1期间费用率仅为15.84%



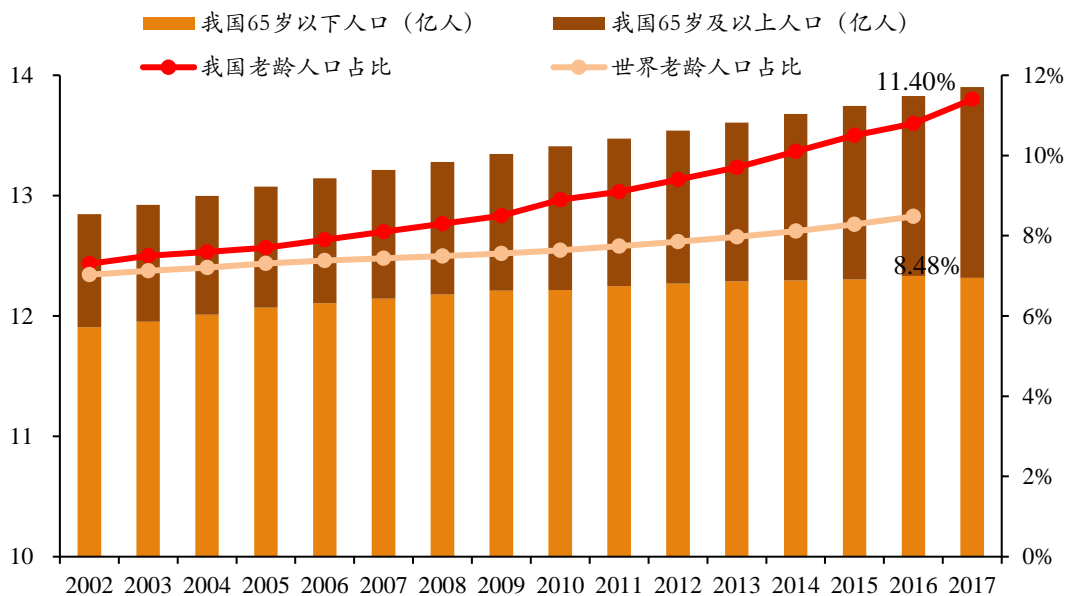
资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

2. 家庭医疗系列：产品线丰富，产品协同效应助力品牌溢价

2.1 人口老龄化驱动家用器械需求释放，我国家用器械市场七年复合增速达26.03%

我国正处在老龄化进程加速阶段，2002-2017年我国老龄人口占比平均每年提升0.27%，2017年我国65岁及以上人口占总人数的比例达到11.40%，无论从相对速度还是绝对比重都超过了世界老龄化进程。根据全国老龄办预计，2050年前后中国老年人口数将达到4.87亿的峰值，占总人口的34.9%。

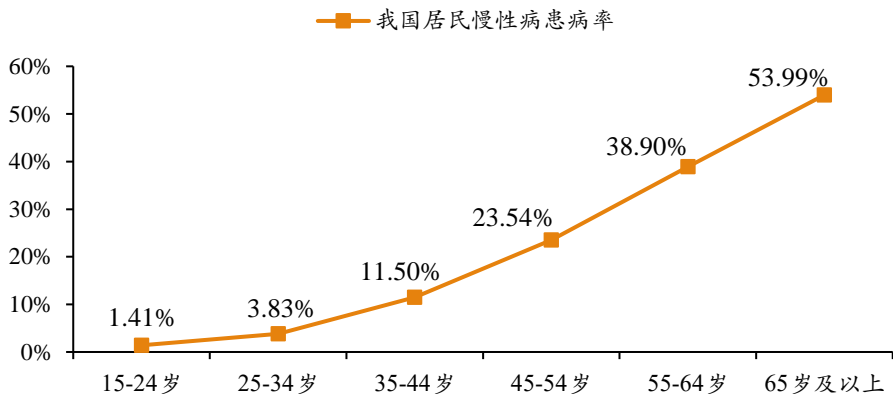
图表11. 2017年我国65岁及以上人口占总人数的比例达11.40%



资料来源：国家统计局、世界银行、Wind、广证恒生

根据卫计委数据,我国 45-54 岁、55-64 岁、65 岁及以上居民的慢性病患病率分别为 23.54%、38.90%、53.99%,中老年人为慢性病的主要患病人群。因此,当前我国老龄化人口的增长,持续带动家用医疗器械行业的发展。

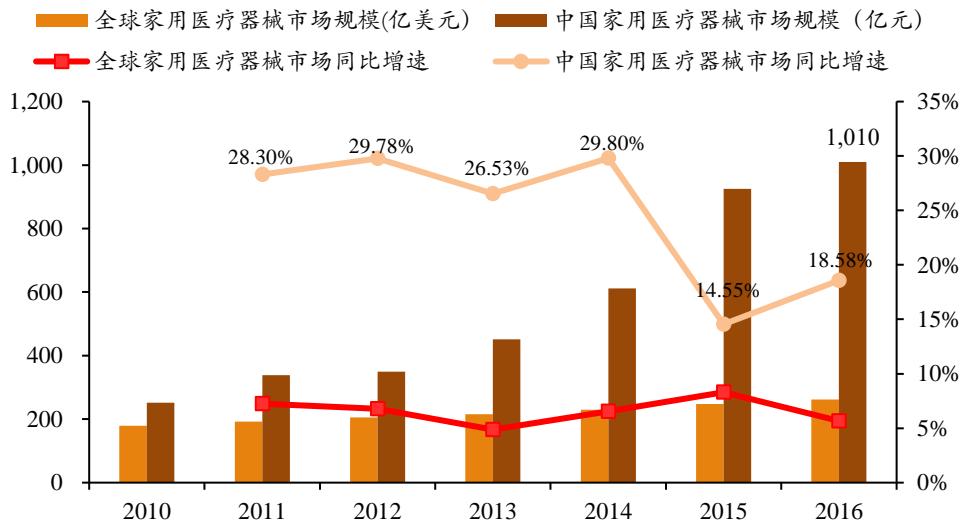
图表12. 慢性病患病率随着年龄的增长显著提升



资料来源:卫计委、广证恒生

《2016 中国医疗器械行业发展蓝皮书》显示,2016 年中国医疗器械市场总规模约为 3700 亿元,其中家用医疗器械市场首次突破千亿元大关,约为 1010 亿元,近七年复合增速高达 26.03%,远高于全球同期 6.56%的复合增速。考虑到老龄化现象的持续加深和居民医疗保健意识加强,预计未来我国家用医疗器械市场仍持续以每年 20%左右的速度增长。

图表13. 2016 年我国家用医疗器械市场规模 511.30 亿, 七年复合增速达 26.03%



资料来源:中国医药物资协会、Wind、广证恒生

2.2 聚焦慢病管理, 电子血压计和血糖系列产品瞄准 300 亿市场空间

家用医疗器械领域技术壁垒相对其他医疗器械细分领域低,因此我国家用医疗器械生产厂家普遍存在规模小、产品单一的特点。然而,鱼跃医疗产品众多,覆盖面广,是中国品类最多、规格最全的家庭健康护理产品制造商。此外,制氧机、血压计、轮椅、超轻微氧气阀、雾化器、听诊器等产品的市场占有率达到国产第一,制氧机为全球销量第一。

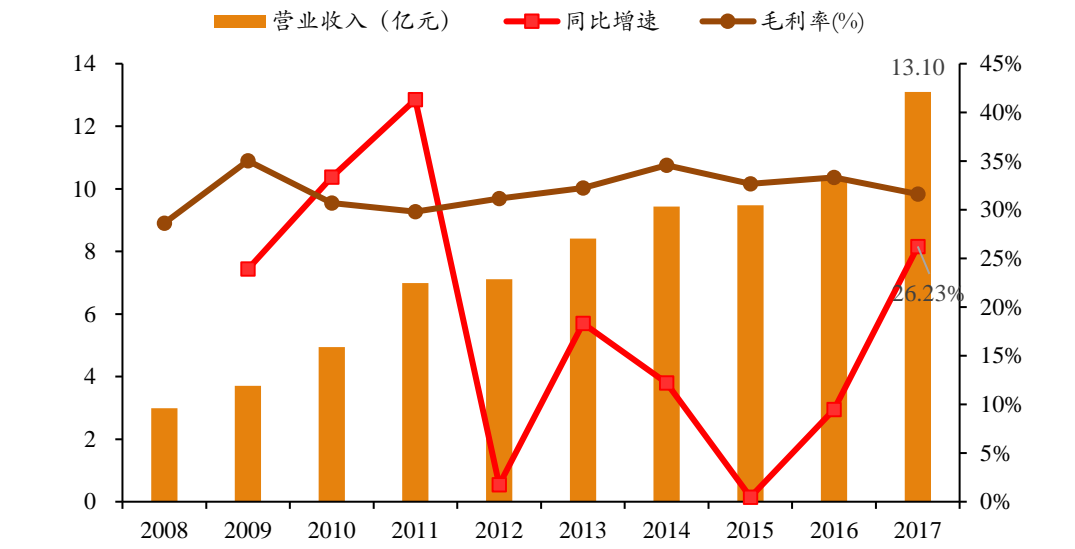
图表14. 家用医疗系列产品丰富，覆盖心血管、内分泌和家庭护理等领域



资料来源：公司官网、广证恒生

作为公司的传统优势领域，2017年家用医疗系列产品实现营收13.10亿元，同比增速26.23%，占公司总收入的36.99%，是公司营收的主要来源。顺应社会老龄化和消费升级的趋势，公司聚焦电子血压计和血糖产品等慢病管理领域，有望持续稳居家用医疗行业国产龙头位置。

图表15. 家用医疗系列2017年实现营收13.10亿元，同比增速26.23%

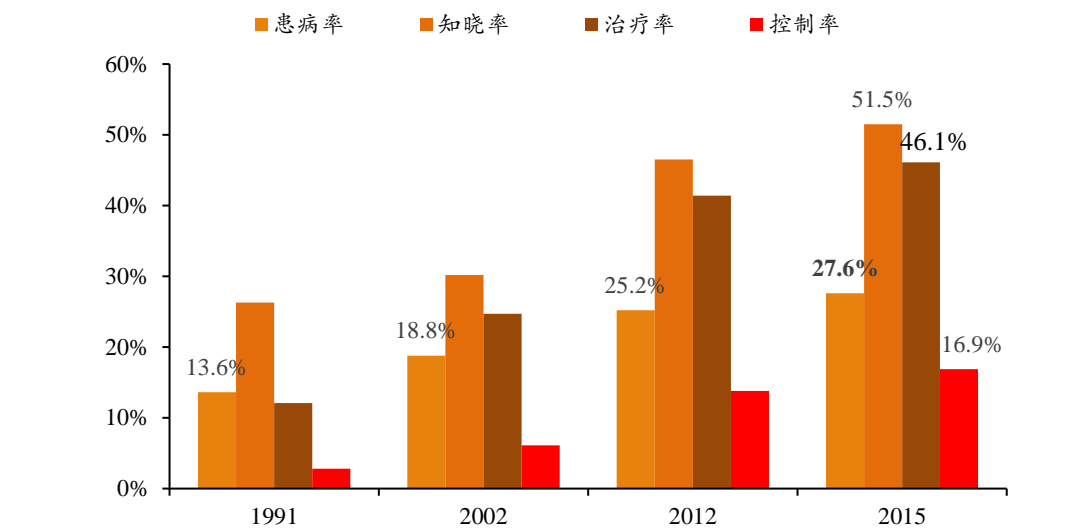


资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

2.2.1 电子血压计：“技术升级+渗透率提升”打开200亿市场，鱼跃依靠“性价比+技术+平台”优势稳居国产品牌首位

高血压是心脑血管病发病的第一危险因素，我国71%的脑卒中和54%的心梗死亡与高血压有关。近年来，成人高血压患病率不断提高，从1991年的13.6%升至2015年达27.6%；按照卫计委数据，目前我国高血压患者超2.7亿。与此同时，我国高血压知晓率、治疗率、控制率也在提高，2015年的高血压知晓率达到51.5%，控制率16.9%。

图表16. 我国成人高血压患病率逐步提升，2015年达27.6%

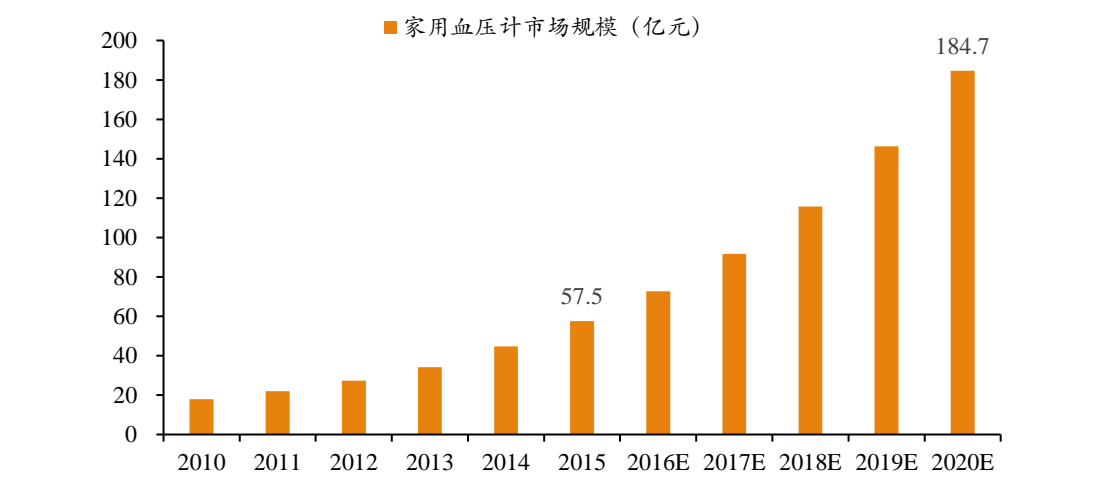


资料来源：《中国高血压防治指南（2017年修订版）》、广证恒生

民众在高血压控制水平上的进步推动血压计市场规模的持续增长，2015年我国家用血压计市场规模57.5亿元，同比增长28.35%，2010-2015年复合增长率为26.29%。市面上的血压计可分为水银柱式血压计、气压表（弹簧）式血压计和电子血压计，其中电子血压计因其无汞污染、操作简便、读数直观等优势，逐渐替代其他两种血压计的市场份额。

目前我国家用电子血压计的市场渗透率仅为1.2%左右，而美国、日本分别达50%、60%。预计未来通过“技术升级+渗透率提高”两条路径，电子血压计市场规模有望逐步扩大：若按照2.7亿名高血压患者、25%的渗透率和280元/台的平均单价计算，电子血压计的市场规模近200亿元。

图表17. 2015年我国家用血压计市场规模近60亿元，预计2020年市场有望近200亿



资料来源：智研咨询、广证恒生

目前我国电子血压计市场形成了以欧姆龙、松下为代表的日系品牌和以鱼跃、九安为代表的国产品牌两大阵营，其中欧姆龙占据市场首位，份额在50%-60%之间；鱼跃的市占率排第二位，市场占比在20%-30%之间。鱼跃电子血压计相对于欧姆龙有价格优势，相对于其他国产品牌有技术和平台优势，未来除了受益于市场空间扩增而开辟更大的市场外，也有望逐步以高性价比优势逐步抢占欧姆龙的市场份额。预计2018年公司的电子血压计保持30%左右的增速，销量达400万台。

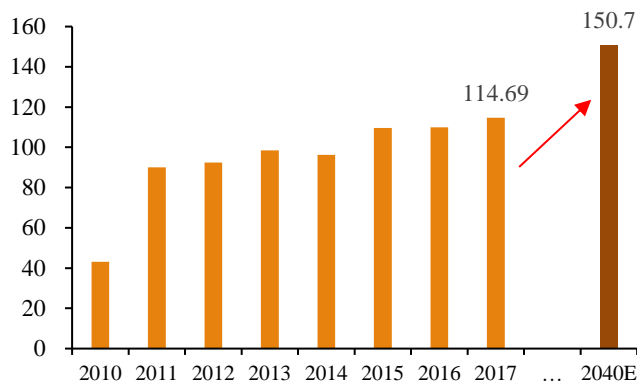
图表18. 鱼跃电子血压计相对于欧姆龙有价格优势，相对其他国产品牌有技术和平台优势

品牌	2017年销量	代表产品	测量方式	测量范围	压力精度	脉搏数	记忆组数	价格
欧姆龙	约500万台	HEM-7132	臂式	0-299mmHg	±3mmHg	40-180次/min	30次记忆值	380元
鱼跃	约300万台	YE680B	臂式	0-280mmHg	±3mmHg	40-200次/min	99次记忆值	220元
松下	-	EW3106	臂式	0-280mmHg	±3mmHg	30-160次/min	21次记忆值	250元
九安	-	KD-5910V	臂式	0-300mmHg	±3mmHg	40-180次/min	60次记忆值	180元

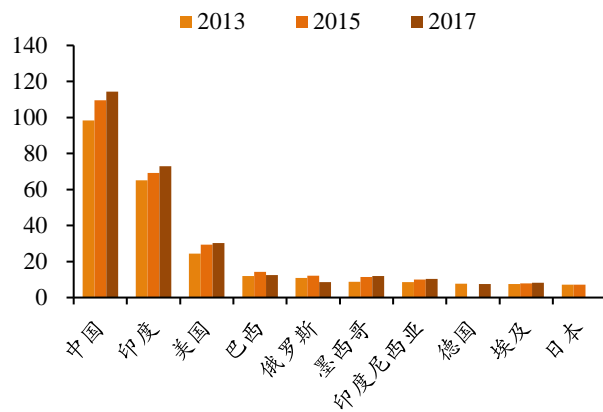
资料来源：公司官网、网上商城、广证恒生

2.2.2 血糖仪及试纸：过亿糖尿病患者拉动百亿血糖市场，医院带动零售药店渠道上量

糖尿病在中国处于爆发期，2017年患者人数达1.15亿人，拥有全球最大的糖尿病人群。糖尿病目前尚无有效根治的办法，但通过包括饮食控制、药物治疗、自我监测等综合性治疗而对病情进行控制。其中血糖监测，尤其是患者平时的血糖自我监测十分重要。良好地控制血糖及血压，能够大大减少糖尿病并发症的发生和发展。

图表19. 2017我国糖尿病患者人数达1.15亿人


资料来源：国际糖尿病联盟、广证恒生

图表20. 中国拥有全球最大糖尿病人群


资料来源：国际糖尿病联盟、Wind、广证恒生

尽管如此，国内血糖仪的存量约为2300万台，年销售规模超60亿元，渗透率约为20%左右，其中城市地区渗透率约为20%-25%，农村地区约5%-10%。我国血糖仪的渗透率远低于发达国家90%左右的渗透率，与全球平均水平60%也相去甚远。就试纸来看，目前国内试纸消耗量约为100条/人/年，俄罗斯约为200条/人/年，美国则为400条/人/年。随着老龄化趋势加深、居民自我保健意识提升并加强自我监测，我们预估2020年血糖仪及试纸的市场规模有望突破百亿。

图表21. 血糖仪及试纸目前市场规模约66.5亿元，预计2020年超百亿

	2017	2018E	2019E	2020E	关键假设和备注
糖尿病患者 (亿人)	1.15	1.20	1.25	1.31	1.假设糖尿病患者人数增速按照2012-2017年复合增长率4.4%计算； 2.假设渗透率每年提高2%。
同比增长	-	4.4%	4.4%	4.4%	
渗透率	20%	22%	24%	26%	
使用血糖仪患者 (万人)	2294	2634	3000	3393	1.血糖仪使用周期为5-8年； 2.国产血糖仪价格在80-250元/台，进口在400-900元/台； 3.中低端品牌基本免费投放。
血糖仪使用周期 (年)	5	5	5	5	
血糖仪销量 (万台/年)	459	527	600	679	
血糖仪单价 (元)	200	190	180	170	
血糖仪市场规模 (亿元)	9.2	10.0	10.8	11.5	

人均试纸消耗量 (条/人/年)	100	110	120	130	1.假设人均消耗量不断提高; 2.试纸配套仪器使用, 国产价格1-2元/张, 进口4-5元/张。
试纸单价 (元/条)	2.5	2.4	2.3	2.2	
试纸市场规模 (亿元)	57.3	69.5	82.8	97.0	
血糖市场规模 (亿元)	66.5	79.6	93.6	108.6	
同比增速	-	19.6%	17.7%	16.0%	年复合增速 17.7%

资料来源: 国际糖尿病联盟、公司官网、网上商城、广证恒生

鱼跃进入血糖领域的時間晚, 但是与国内厂家“首攻零售药店市场、农村包围城市”的销售策略不同, 鱼跃具有显著的品牌优势, 采取了通过医院带动零售药店销售的高举高打营销模式突破重围, 在血糖仪的市场中争得一席之地。

目前强生、罗氏、雅培等几大外资品牌占据了国内血糖仪市场 2/3 左右的份额, 而三诺、怡成、鱼跃是三个主要的本土门派, 为国产企业第一梯队, 合计占有市场份额约 30%。与外资品牌对比, 公司的优势在于:

- **高性价比:** 在进入院内市场前, 公司的血糖产品在全国知名三甲医院做过 1000 例临床, 临床结果显示, 无论从稳定性、准确性还是一致性角度评估, 品质都不比外资品牌差; 而公司产品价格比外资品牌低 (血糖仪价格为外资品牌价格的 20-30%, 试纸为外资品牌价格的 40-50%), 性价比优势显著。
- **国家政策支持:** 《中国制造 2025》等多项文件和政策均表明国家要通过创新引导、政策完善、产业环境优化等多方面来扶持大型医疗器械龙头企业, 以发展具有自主知识产权、高性能、高品质、低成本和主要依赖进口的基本医疗器械产品。

随着血糖监测渗透率提升和公司大力开拓渠道, 以高性价比优势抢占份额, 今年预计可以实现约 20% 的增速。

图表22. 试验结果显示, 鱼跃血糖仪的精密度与准确度与进口产品一致、甚至更佳

1、研究背景情况						
仪器和试剂	德国罗氏卓越型血糖仪 (葡萄糖脱氢酶电化学法)、美国雅培安妥超越型血糖仪 (葡萄糖脱氢酶电化学法)、中国鱼跃悦优血糖仪II型 (葡萄糖氧化酶电化学法)、日本泰尔茂 MS*GR102B 型血糖仪 (葡萄糖氧化酶光化学法); 以及上述仪器配套的质控液和试纸。德国罗氏 Cobas8000-c701 自动生化分析仪 BFSH-001 (糖激酶法), 以及原装配套试剂。					
研究对象	医院门诊或病房需要采集静脉血检测空腹血葡萄糖结果和(或)口服 75g 无水葡萄糖粉(糖耐量试验) 检测空腹及糖负荷后血葡萄糖的糖尿病或非糖尿病患者的指间末梢血样本为实验对象, 患者静脉血样本为实验对照参比对象。					
研究目的	(1) 精密度: 同一样本多次重复测量后所得结果的一致程度。					
	(2) 准确度: 血糖仪测量结果与真实结果比对的一致性程度, 此处使用每台血糖仪测定空腹及糖负荷后手指末梢血葡萄糖结果分别与生化分析仪测定的静脉血清葡萄糖结果对比, 并分别进行相关性分析。					
2、精密度试验						
仪器名称	样本	均值 (mmol/L)	批内不精密度		总不精密度	
			标准差(mmol/L)	CV	标准差(mmol/L)	CV
罗氏	低值指控	2.6	0.06	2.4%	0.08	3.1%
	高值指控	17.2	0.33	1.9%	0.36	2.1%
雅培	低值指控	2.7	0.08	3.0%	0.09	3.3%
	高值指控	18.2	0.49	2.7%	0.53	2.9%
鱼跃	低值指控	2.8	0.08	2.8%	0.10	3.6%
泰尔茂	低值指控	2.7	0.07	2.6%	0.09	3.3%
	高值指控	20.1	0.48	2.4%	0.58	2.9%

3、准确度试验

身体状态	罗氏		生化分析		Z	P
	样本量(n)	中位数(四分位数间距)	样本量(n)	中位数(四分位数间距)		
空腹	451	6.8 (3.23)	451	6.71 (3.552)	-0.218	0.827
糖负荷	167	12.6 (7.41)	167	12.46 (8.162)	-1.845	0.065
身体状态	雅培		生化分析		Z	P
	样本量(n)	中位数(四分位数间距)	样本量(n)	中位数(四分位数间距)		
空腹	451	6.5 (3.34)	451	6.71 (3.551)	-10.038	<0.001
糖负荷	168	12.2 (6.63)	168	12.54 (8.144)	-4.568	<0.001
身体状态	鱼跃		生化分析		Z	P
	样本量(n)	均数(标准差)	样本量(n)	均数(标准差)		
空腹	67	7.2 (2.94)	67	7.19 (3.001)	0.401	0.689
糖负荷	74	12.3 (4.23)	74	12.53 (4.662)	-1.565	0.122
身体状态	泰尔茂		生化分析		Z	P
	样本量(n)	均数(标准差)	样本量(n)	均数(标准差)		
空腹	39	8.7 (2.13)	39	7.33 (2.282)	-12.961	<0.001
糖负荷	41	12.7 (4.94)	41	11.89 (4.832)	4.883	<0.001

4、研究结果

精密度	根据《医疗机构便携式血糖仪管理和临床操作规范（试行）2010》，当质控液血糖浓度小于5.5mmol/L时，不同日期测定的血糖结果的标准差（SD）应≤0.42mmol/L；当质控液血糖浓度大于5.5mmol/L时，变异系数（CV%）应≤7.5%。本研究测试结果均符合国家规定。
准确度	（1）符合国家要求。（2）4台POCT血糖仪测定空腹及糖负荷后2小时血糖结果与实验室生化分析仪测定的相应时间点的静脉血清葡萄糖结果比对均显示良好的相关性，其中罗氏卓越型血糖仪和鱼跃悦优血糖仪II型的测定结果与生化分析仪测定相应时间点的血糖结果相一致，无统计学差异。
最终结论	虽然市场上进口血糖仪以品质、技术的优势占据市场，但是价格相对较高；而如鱼跃的悦优血糖仪II型，精密度、准确度不输进口品牌，不失为购买血糖仪的新选择。

资料来源：CNKI《不同分析原理POCT血糖仪准确性评价方法相关研究》、广证恒生

图表23. 国产血糖仪品牌较同类进口产品具有明显的价格优势

品牌	产品型号	检测范围	血样量	检测时间	记忆组数	价格(单机+50试纸)	配套试纸单价
强生	倍易	1.1mmol/L-33.3mmol/L	>1μL	5s	500组记忆值	350元	3.9元
罗氏	活力	-	微量	5s	500组记忆值	300元	3.2元
雅培	越捷	1.1mmol/L-27.8mmol/L	0.3μL	5s	400组记忆值	280元	3.0元
三诺	安信	1.1mmol/L-33.3mmol/L	<0.6μL	10s	200组记忆值	100元	1.4元
怡成	5D-2	1.1mmol/L-33.3mmol/L	0.5μL	5s	300组记忆值	80元	1.2元
鱼跃	560	1.1mmol/L-33.3mmol/L	0.5μL	5s	300组记忆值	80元	1.6元

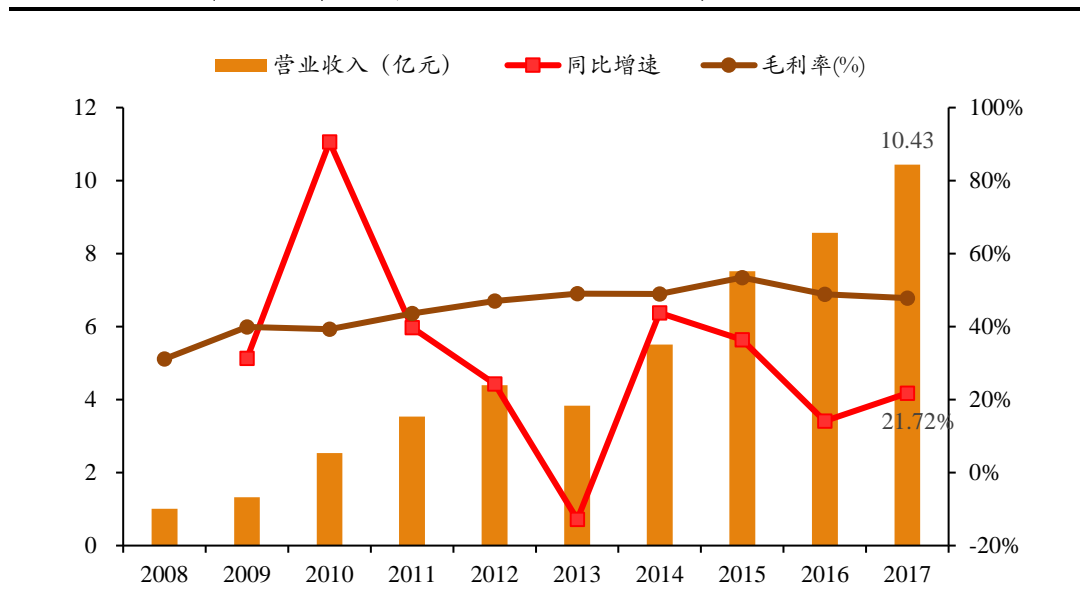
资料来源：公司官网、网上商城、广证恒生

3 医用供氧系列：弥散式制氧机和睡眠呼吸机发力， 依靠细分行业龙头优势抢占市场

公司医用供氧系列产品包括制氧机、呼吸机、雾化器、供氧器等。2008-2017 年营收年复合增速为 29.60%，其中 2013 年营收增速下降的原因是公司权重产品制氧机老品规去库存、推新产品规格。2017 年公司供氧系列实现营收 10.43 亿元，同比增速 21.72%。此外，该系列产品的毛利率较高，2008-2017 年平均毛利率为 44.90%，2017 年高达 47.84%。

公司对于供氧产品推行的策略主要是根据市场需求的变化，在传统产品原有功能基础之上，优化产品性能并寻求创新，满足不同消费人群的不同需求，实现传统产品的更新换代、不断巩固原有的市场优势地位。

图表24. 2017 年医用供氧系列产品实现营收 10.43 亿元，同比增速 21.72%



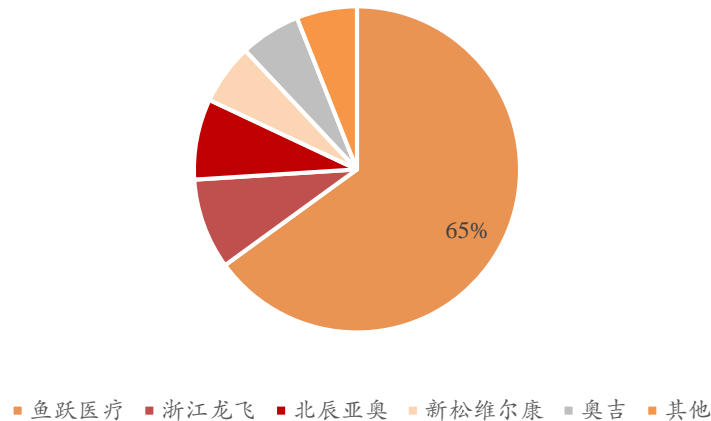
资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

3.1 制氧机：占据国内市场 65% 份额，弥散式制氧机开拓高原市场

由于环境污染等问题日益严峻，呼吸道类疾病及心肺类疾病患病人数持续增加。据研究，氧气对增强免疫系统起着决定性作用，并且对缓解和预防心脑血管疾病、呼吸系统疾病具有良好效果。随着心脑血管、呼吸道及心肺类疾病患病人数的增多，吸氧将逐步成为家庭氧疗和氧保健的重要手段，小型吸氧机在医院及家庭护理中的应用越加广泛。

自 2003 年第一台鱼跃牌制氧机问世起，数百人的鱼跃制氧机研发团队专注于制氧机稳定、静音、轻量化三大属性改进，完成了数百项技术创新与 1000 余项技术改进。目前公司已成为中国最大的制氧机生产企业，连续 10 年全国销量第一。鱼跃医疗见证并引领中国制氧机从无到有的不断发展。2017 年公司制氧机实现销售收入 7 亿元左右，为公司收入最大的单品，未来几年的看点在于开拓西藏地区的新品弥散式制氧机。

图表25. 鱼跃制氧机自 2006 年起占据国内最大市场份额



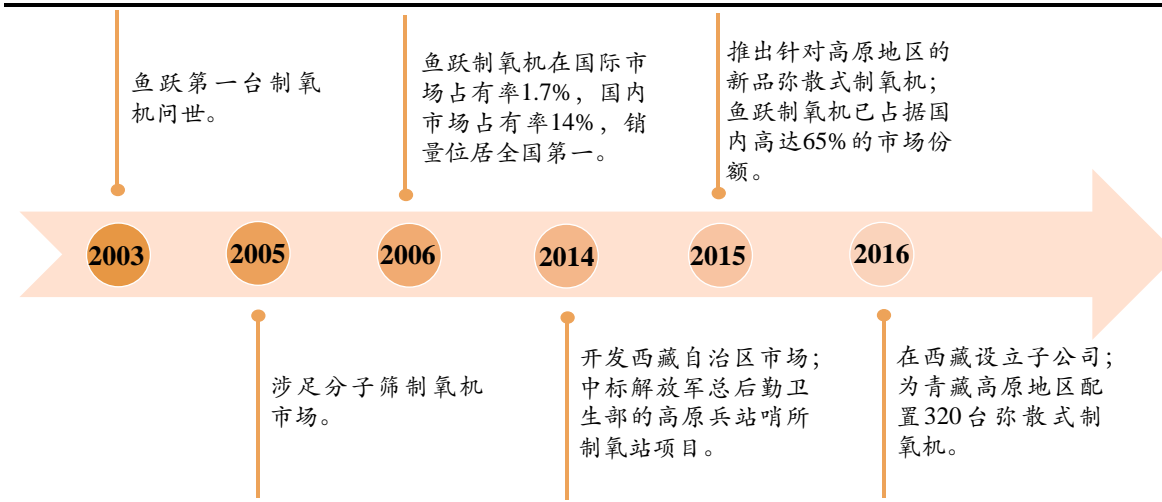
资料来源：《中国药店》、广证恒生

西藏自治区平均海拔 4000 米以上，空气稀薄，属高原缺氧地带。派驻西藏高原地区的军队、工作人员以及来自世界各地的游客一时难以适应当地环境，会产生不同程度的高原反应，对制氧的需求旺盛。

弥散式制氧机是公司针对高原地区制氧新推出的制氧系列产品，其原理和公司原有的制氧机是一致的，但这是针对高原地区的加强版制氧机，其在压缩机的使用、分子筛的选择、阀的技术等要求更高，稳定性和性能要求更强。此外，传统的家用制氧机是通过吸氧管给 1-2 个人供氧，而弥散式制氧机可以源源不断地向现场活动区域提供富氧气体。目前公司主要通过以下途径开发市场，未来放量可期：

- 通过西藏子公司在军区、机关、企事业单位或酒店、居民区大范围推广市场，提高销量。
- 免费投放机器设备，通过向住店旅客提供吸氧服务、收取费用与酒店分成的模式，形成稳定的收入来源。

图表26. 鱼跃弥散式制氧机进军高原地区



资料来源：公司公告、公司官网、Frost & Sullivan、中国医疗器械行业协会、《中国药店》、广证恒生

此外，未来公司将会以更小型、更轻便、低噪音、智能化作为新产品的研发方向，保持每年 3 到 5 款新产品的更新节奏，不断改进和提升技术细节来保证公司的核心竞争力、拉开与竞争对手的距离，同时通过不同产品的定价来拓展各个层次的市场份额、巩固公司在市场的领先地位。

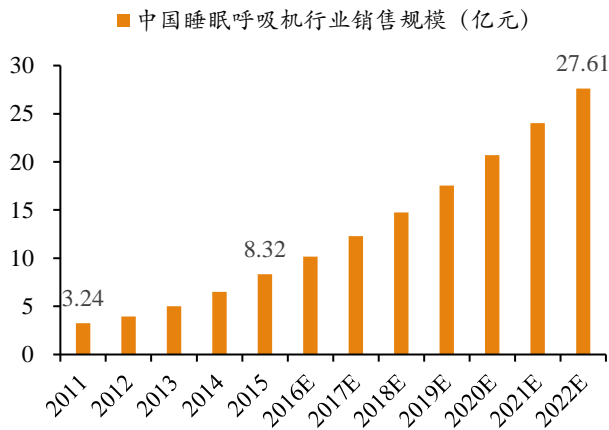
3.2 呼吸机：进军睡眠呼吸机市场，虎口夺食抢占外企市场份额

阻塞性睡眠呼吸暂停综合征（OSAHS）是一种有潜在致死性的睡眠呼吸紊乱性疾病。国外从上世纪

80-90 年代就开始重视打鼾引起的 OSAHS，而我国是近年才逐渐重视起来。睡眠呼吸机治疗 OSAHS 疗效确切，同时具有无创、高效、安全等优点，呼吸机疗法已成为目前治疗鼾症最有效的方法。

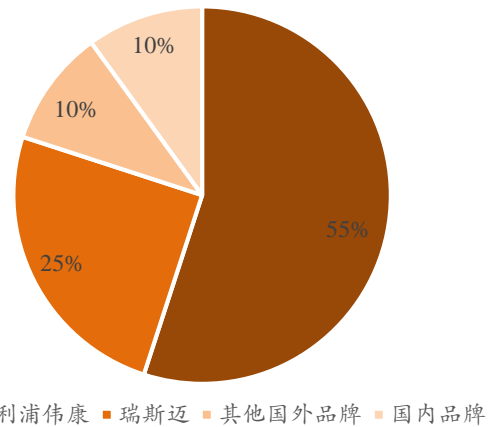
睡眠呼吸机是家用产品中规模相对较大的产品，在美国，睡眠呼吸机的市场规模远大于制氧机。据亚太睡眠学会数据统计，中国拥有 2 亿打鼾患者。在政策、市场、健康教育的多重良性作用下，中国睡眠呼吸机有望迎来景气高峰。目前全球主要的睡眠呼吸机厂家包括美国的飞利浦伟康、澳大利亚的瑞思迈、新西兰的费雪帕克、德国的万曼、瑞典的博雅等，进口产品占到 90% 市场；国产睡眠呼吸机尚处于起步阶段，拥有技术、价格和渠道优势的国产品牌面临良好的市场机遇。

图表27. 2011-2015 年呼吸机市场复合增速 26.60%



资料来源：前瞻网、广证恒生

图表28. 家用呼吸机市场由伟康和瑞思迈占据



资料来源：OSAHS.Org、广证恒生

在价格方面，国内厂家在价格方面远低于进口产品，约为进口产品的 1/2。而在渠道方面，大多国内厂家推广家用呼吸机的渠道单一，仅仅与医院和睡眠中心合作，市场开拓困难。鱼跃在呼吸领域的制氧机市场份额牢据国产第一多年，形成了良好的口碑，更重要的是积累了优质的零售渠道和稳定的呼吸类患者群体，较同行具备明显的优势。

鱼跃的睡眠呼吸机产品于 2015 年正式投放市场，进军家用呼吸机市场，有望充分利用公司品牌和渠道优势抢占市场；同时不断提升技术水平、丰富系列产品线，例如 2017 年在全自动单水平呼吸机的基础上推出双水平呼吸机，抢夺进口产品的市场份额。公司睡眠呼吸机 2016 年销售额 2000 多万元，2017 年销售额 6000 多万元，2018 年销售额有望接近 1 亿元，公司的家用呼吸机领域正迎高速增长期。

图表29. 鱼跃医疗提供全系列呼吸机产品，便于患者根据现状选择适合的呼吸机

型号	功能级别	治疗模式	主要特点	适应症	价格
YH-360	半自动单水平	CPAP	恒定位预设压力，需手动设置固定值	打鼾、呼吸暂停	2880 元
YH-560	全自动单水平	APAP、CPAP	动态睡眠跟踪，智能识别自动调压	打鼾、呼吸暂停	3880 元
YH-720S	全自动双水平	CPAP、S	提供两个可以调整的固定压力气流，让呼吸机的工作模式更贴近于自然呼吸	心肺功能不全	6680 元
YH-720ST	全自动双水平	CPAP、S、T、ST		心肺功能不全	7600 元
备注	<p>CPAP：持续正压通气，即持续向患者的面罩发出连续的加压室气流。在这种模式下，呼吸机只维持一定的气道正压，不进行机械通气。仅限于有自主呼吸的患者。如果病人出现呼吸暂停，CPAP 呼吸机可以根据预设的频率进行必要的机械通气，来保障患者的安全。</p> <p>APAP：与 CPAP 类似，也是将加压的室内空气排放到患者的气道中，但不仅仅是提供一个恒定压力，而是提供一定范围的气压以满足患者特定呼吸需求，智能识别呼吸所需压力，在不同压力状态下自动平稳升降进气压力，无需专业要求，循序渐进调整压力提升舒适感。</p> <p>S：自主触发模式或同步模式，即人通过自己的自主呼吸来控制机器的工作（吸气时机器提供吸气压，呼气时机器提供呼气压），机器工作频率完全由患者自己的呼吸控制，呼吸机与病人的呼吸频率保持完全同步，但若病人自主呼吸停止，则呼吸机也停止工作。此模式主要适用于具备良好呼吸触发能力的患者。</p>				

T: 被动模式或时间控制模式，即机器根据设定的参数控制人的呼吸，人只能被动的跟随机器的工作，此模式主要适用于呼吸触发能力微弱的患者。
ST: 同步/时间模式，在该模式下，若病人自主呼吸良好，呼吸机与病人呼吸频率保持完全同步；若病人呼吸不平稳或停止，呼吸机则按照提前预设的压力、呼吸频率和吸呼比例给病人进行控制通气。

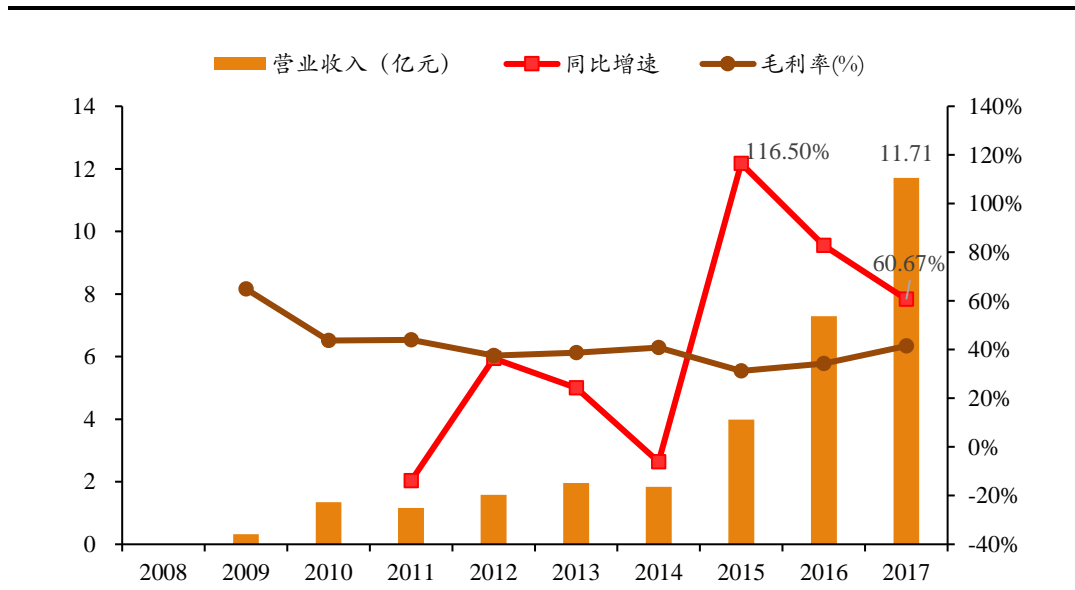
资料来源：公司官网、网上商城、广证恒生

4. 医用临床板块：整合各方优质资源，外延式扩张 助公司跨越式发展

医疗器械行业细分领域多、企业研发和销售成本高，由此导致单个细分领域市场空间小。鱼跃医疗主要通过外延式并购的方式延伸产业链、破除细分行业天花板。

临床医疗业务的初步布局现已完成，公司主要是提供医用高值耗材、手术器械、医用诊断、医院内消毒和感染控制等产品与解决方案。近几年该系列产品营收增速较高，2008-2017 年复合增速高达 56.45%，其中 2015 年营收增速高达 192.42%，主要是因为对上械集团并表所致。2017 年医用临床领域同比增速为 60.67%，实现营收 11.71 亿元。

图表30. 医用临床系列产品增速迅猛，2008-2017 年复合增速高达 56.45%



资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

4.1“分级诊疗落地+鼓励社会办医”利好国产医疗器械企业

目前我国基层医疗机构器械配备水平低、预算空间不充裕，分级诊疗的逐步落地刺激医疗机构对于设备更新的需求，性价比较高的国产医疗器械产品迎来发展良机。此外，国家鼓励社会办医疗机构，民营医院的持续扩张带来更多的医疗器械配备需求。

图表31. 分级诊疗政策为中低端器械带来发展良机

发布时间	发布机构	文件名称	相关内容
2009.03	中共中央、国务院	关于深化医药卫生体制改革的意见	首次提到“分级诊疗”概念：逐步建立分级诊疗和双向转诊制度，医疗保障制度实行差别共付、推行公共卫生服务项目等为强基层、分级诊疗保驾护航。
2015.09	国务院	关于推进分级诊疗制度建设的指导意见	以强基层为重点完善分级诊疗服务体系，建立健全分级诊疗保障机制，并有组织实施带领，制定了分级诊疗试点工作考核评价标准。
2015.11	卫计委、中医药管理局	关于做好高血压、糖尿病分级诊疗试点工作的通知	给出了高血压、糖尿病分级诊疗重点任务及服务流程图、服务技术方案及服务中医技术方案。
2016.08	卫计委	关于推进分级诊疗试点工作的通知	确定北京市等四个直辖市、河北省石家庄市等 266 个地级市作为试点城市开展分级诊疗试点工作。
2016.10	中共中央、国务院	“健康中国 2030”规划纲要	全面建立成熟完善的分级诊疗制度，形成 基层首诊、双向转诊、上下联动、急慢分治 的合理就医秩序，健全治疗—康复—长期护理服务链。
2017.08	卫计委、中医药管理局	关于加快推进分级诊疗试点工作通知	将河北秦皇岛市等 51 个地级市列为国家第二批分级诊疗试点城市，全面推行医联体建设，基层偏远地区开展远程医疗。

资料来源：国务院、卫计委、中医药管理局、广证恒生

图表32. 国家鼓励社会办医，扩张民营医院的器械需求

发布时间	发布机构	文件名称	相关内容
2010.11	发改委、卫生部、财政部、商务部、人社部	关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见	放宽社会资本举办医疗机构的准入范围、进一步改善社会资本举办医疗机构的执业环境、促进非公立医疗机构持续健康发展，确保非公立医疗机构在准入、执业等方面与公立医疗机构享受同等待遇。
2015.06	国务院	关于促进社会办医加快发展的若干政策措施	按照“非禁即入”的原则进一步放宽准入，减少运行审批限制；加强财政资金扶持，拓宽投融资渠道；落实医疗机构税收政策，将社会办医纳入医保定点范围。
2017.05	国务院	关于支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见	鼓励发展全科医疗服务，加快发展专业化服务，全面发展中医药服务，有序发展前沿医疗服务，积极发展个性化就医服务，推动发展多业态融合服务，探索发展特色健康服务产业集聚区。
2018.03	发改委组织召开	社会办医疗机构审批文件协调会	落实国务院 184 次常务会议部署，制定好社会办医疗机构跨部门全流程综合审批办法进行了充分研究，明确社会办医下一步工作重点。

资料来源：国务院、发改委、广证恒生

4.2 应时布局发展潜力大的医用临床领域，战略并购寻求新的业绩增长点

4.2.1 战略并购扩充产品线：应时布局潜力大的医用临床领域，打造品牌优势和产品结构优势

顺应政策红利逐步落地、医疗器械需求猛增的大趋势，公司高瞻远瞩，应时布局潜力大、前景佳的领域，重点关注拥有领先技术、具有渠道协同效应或者细分领域具有领先地位的标的，适时推动兼并收购以快速进入新领域，开启战略扩张阶段：相继完成对上械集团、中优医药、Metrax（曼吉士）和 Amsino（美诺）的收购，实现在医用临床领域的快速扩张。并购后，公司现拥有产品品类达 550 多种，产品规格近两万个。

图33. 公司通过并购扩充产品线，覆盖临床耗材、医院急救、手术器械、医院消毒感控等方面

并购标的	主营业务	并购时间	并购对价	股权比例	并购目的
苏州医疗用品厂	专业从事中医器械产品、专业设备的研发、生产及销售。	2009.07	3100 万元	100%	获得电子针疗仪、针灸针等 22 项医疗器械注册证；快速进入 中医器械 市场。
上海优阅光学	光学眼镜领域的研发、制造和销售。	2014.02	510 万元	51%	在药店渠道创立和开拓眼镜市场走出第一步。
苏州日精仪器	医疗器械、血压仪表、数字式血压计的研发、生产与销售。	2014.12	669 万元	45%	数字血压计逐步替代水银血压计，发展前景广阔，投资回报较高。
上海医疗器械集团	经营手术器械、卫生材料及敷料、药用膏贴等医疗器械产品	2015.04	6.91 亿元	100%	将产品领延伸到 医用手术器械、药用贴膏及高分子卫生辅料 等新领域。
中优医药	研发、制造和销售医用清洁消毒、工业清洗消毒及个人护理类产品	2017.01	8.63 亿元	61.62%	涉足 医院消毒感染控制 领域，占领国内医院消毒感控的制高点。
		2018.05	5.37 亿元	38.38%	
Metrax GmbH	研发、制造和销售心脏除颤器械产品	2017.02	9000 万元	100%	将拥有 40 多年历史的世界一流的 AED 品牌 PRIMEDICTM 收归麾下。
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。	2017.06	1327 万美元	19.33%	将其部分 一次性医疗器械产品 在中国地区医院、家庭护理、OTC 和电子商务市场的开发和销售揽入产品版图。

资料来源：公司公告、广证恒生

在固化公司原有“鱼跃”品牌的基础上，通过并购获得“华佗”、“金钟”、“安尔碘”、“洁芙柔”、“普美康”等几大品牌，产品结构覆盖医院设备、临床耗材、医院急救、中医器械、手术器械、医院消毒与感染控制等各个方面，形成独特的品牌网。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推动公司产品放量，另一方面也给公司带来了较强的抗风险能力，有效保持公司在医疗器械行业的整体竞争能力。

图表34. 通过并购获得“华佗”、“金钟”、“安尔碘”、“洁芙柔”、“普美康”等几大品牌



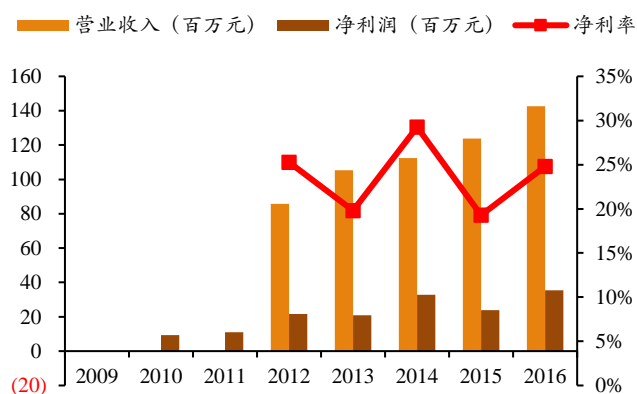
资料来源：公司公告、广证恒生

4.2.2 并购整合效果突出：净利率持续上升、ROE 保持稳定

在整合收购资源方面，公司管理层将通过业务战略提升、业务补充调整、资源共享配置、员工众筹激励等多种方式提升产品附加值、优化配置各方资源、调动员工积极性，融合不同企业文化，实现1+1>2的并购效益，使外延式扩张最终促进公司跨越式发展：

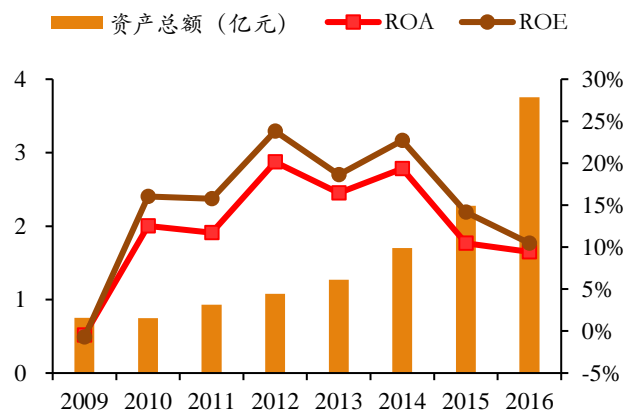
■ **苏州医疗用品厂**：自2009年7月起被收购后，苏州医疗用品厂的营业收入和净利润均稳步攀升，净利率在19%-26%之间。其中2016年苏州医疗用品厂实现营收1.43亿元，净利润3536万元；2016年资产总额增加主要是因为鱼跃对其增资1.84亿元。

图表35. 被并购后苏州医疗用品厂营收净利上升



资料来源：公司公告、广证恒生（2009-2012 无营收数据）

图表36. 苏州医疗用品厂 ROE 稳定在 10%-25%

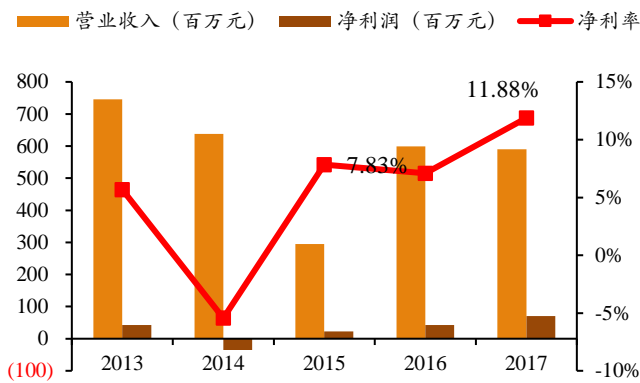


资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

■ **上械集团**：于2015年4月被公司并购，收购后净利润、净利率、资产收益率都呈现明显的上升趋势；2017年实现营收5.90亿元，净利润7070万元，ROA和ROE分别为9.46%和12.65%。

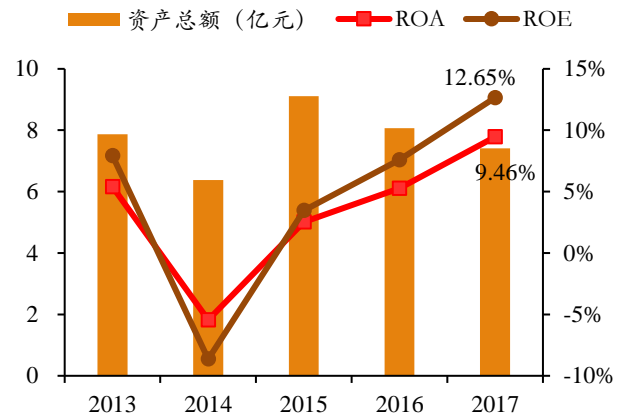
目前上海生产基地产能受限，丹阳河阳新基地厂房在建设过程中，预计今年四季度能陆续完工。项目完工后基本能解决各子公司2019年及之后的产能扩张问题，预计各子公司的经营业绩有望稳步增长。

图表37. 被并购后上械集团营收净利持续上升



资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

图表38. 上械集团 ROE 逐步攀升



资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

4.3 “平台型”整合优势：持续并购涉足新领域，全球化布局初见雏形

4.3.1 收购中优医药，占领国内医院消毒感控的制高点

中优医药于1988年由第二军医大学创建，致力于医疗机构感染防控领域，以消毒产品和服务为基础，为国内外不同等级的医院提供感染控制和消毒隔离整体解决方案，其中70%以上产品均销往国内三级以上医院，是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更是行业标杆。中优医药研制生产了涵盖人体消毒剂、医疗器械消毒剂、环境物体消毒剂及消毒配套器材等领域400多个产品，其中手部与皮肤消毒产品的销售收入在整体营收中的占比接近80%。

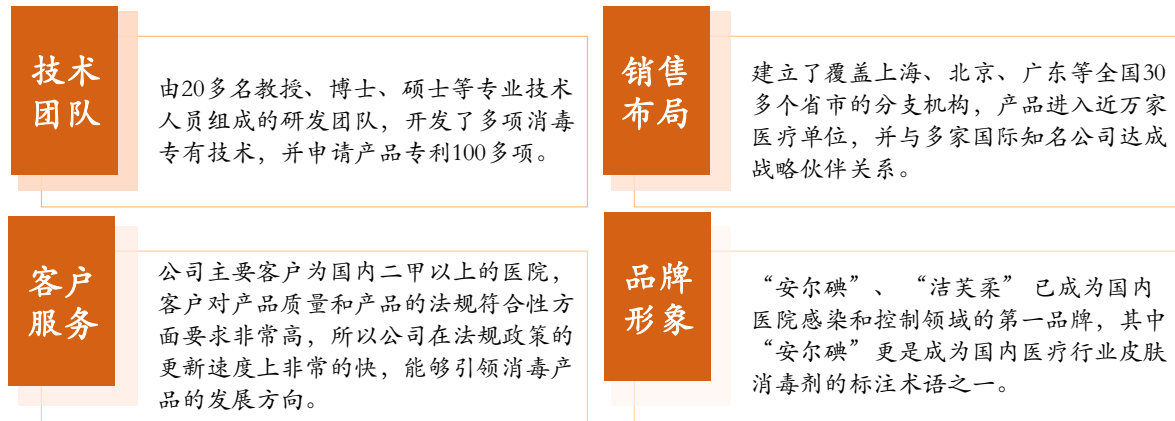
图表39. 中优医药产品覆盖人体消毒剂、环境物体和医疗器械消毒剂、及消毒配套器材等领域



资料来源：中优医药公转书、Wind、广证恒生

鱼跃医疗通过并购中优医药涉足医院消毒感染控制领域，占领国内医院消毒感控的制高点：2017年1月和2018年5月，公司分别收购中优医药61.62%和38.38%的股份，现为公司全资控股子公司。纵向上，中优医药的消毒业务可与上市公司的子公司上械集团的手术器械板块有效结合，以向医院提供手术器械及消毒服务为切入点，拓展医院的供应外包业务；横向上，中优医药的消毒业务在食品清洗消毒、家庭护理消毒等领域潜力巨大，在医院已具相当的知名度的“洁芙柔”、“安尔碘”等品牌与鱼跃医疗强大的零售渠道销售力量结合，增长潜力巨大。

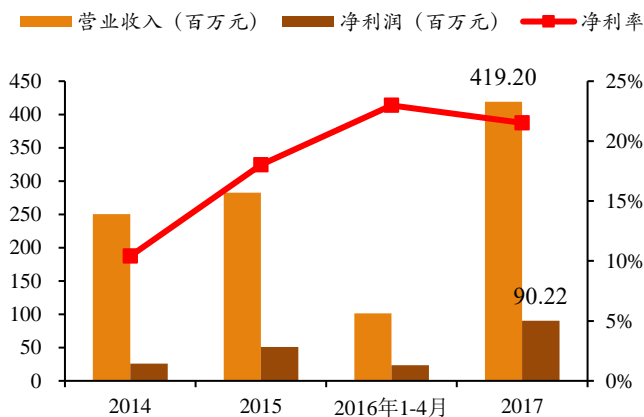
图40. 中优医药在技术、销售、服务和品牌方面都具备显著优势



资料来源：中优医药公转书、Wind、广证恒生

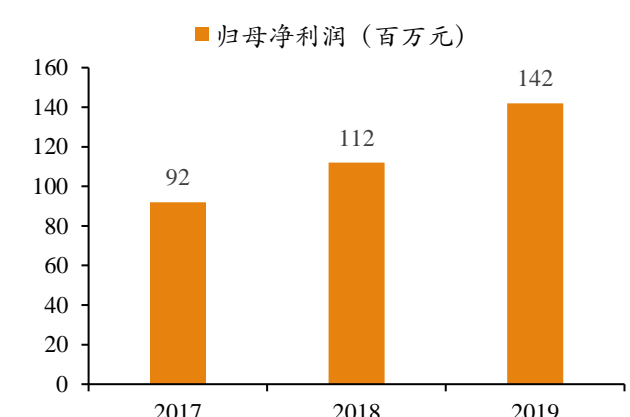
中优医药原转让方承诺2017年、2018年、2019年，扣非后归母净利润分别不低于9200万元、11200万元、14200万元，若任一年度实现的实际业绩未达到承诺业绩80%（即2017年未达到7,360万元、2018年未达到8,960万元、2019年未达到11,360万元），则承诺方应就当年度净利润未达标部分按照协议约定方式进行补偿。中优医药2017年实现营收4.19亿元，扣非后归母净利润为8,386万元，达到业绩承诺。

图41. 中优医药2017年实现营收4.19亿元



资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

图42. 17-19年盈利承诺0.92、1.12、1.42亿元



资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

随着公司对中优医药在销售渠道、品牌运作、生产效率、临床资源等方面进行协同和整合，其中包括帮助中优医药扩大三级以上医院市场和下沉基层市场，对其产品进行改进和重新设计以对接零售药房和电商渠道等，中优有望加速发展。此外，中优医药计划在鱼跃医疗的丹阳基地租赁厂房，扩充生产线，拓展院内外市场业务，预计2018年四季度开始能逐步解决原有产能限制问题，进而促进中优医药完成业绩承诺、增厚鱼跃医疗的利润。

4.3.2 收购 Metrax GmbH、参股 Amsino Medical，全球化布局初见雏形

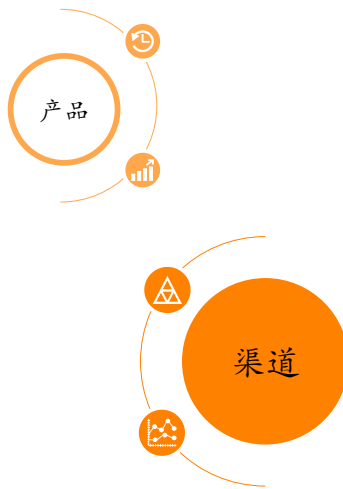
开拓海外市场，实现国际化战略一直是公司坚持的方向。经过多年的努力，鱼跃在东南亚地区已开启了自主品牌推广路径。2016年，公司在德国设立子公司 Yuwell Germany GmbH，作为鱼跃医疗在欧洲的研发中心、制造中心和商务拓展中心。德国子公司为鱼跃打开了连接欧美高端市场的双向通道：鱼跃能够通过该通道将欧美的先进品种与技术引入国内，也可将自有的成熟产品通过其推向欧美市场。

2017年2月，公司完成了对德国 Metrax（曼吉士）公司 100% 股权收购，将拥有 40 多年历史的世界一流的 AED（自动体外除颤器）品牌“Primedica（普美康）”收归麾下；Primedica 在医疗急救领域拥有 40 余年的经验，在全球医疗急救行业具备较高的知名度。

2017年6月，公司与控股股东鱼跃科技共同认购 Amsino Medical Group Company Limited 发行的普通股股份，分别认购 Amsino Medical 已发行普通股数的 19.33%。公司将 Amsino Medical 制造的感染控制、抗菌涂层和安全无针为核心技术的一次性医疗器械部分产品在中国地区医院市场、家庭护理市场、零售药店和电子商务市场的开发和销售揽入版图，进一步丰富公司临床耗材产品品类；同时，Amsino Medical 代理鱼跃的产品，努力通过其国际营销渠道扩大鱼跃产品在国际市场的营销。

图43. 公司参股 Amsino，加码医用临床产品线、继续开拓国际市场

- **主营产品：**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。
- **业务合作：**鱼跃将 Amsino 部分产品在中国地区医院市场、家庭护理市场、OTC 和电子商务市场的开发和销售揽入产品版图。
- **积极影响：**极大地丰富鱼跃临床医疗器械产品品类，特别是临床用耗材产品品类，并与鱼跃已有的留置针、真空采血管、手术器械、消毒液等产品形成医院临床产品群，不断强化公司在医用临床领域的平台属性。



海外市场

- **原有布局：**通过美国和香港子公司，将产品销往世界五十多个国家和地区，覆盖包括北美、拉丁美洲、中东及东南亚在内的全球市场，其中 65% 以上销往美国。
- **积极影响：**Amsino 代理鱼跃产品，通过 Amsino 多年建设的海外营销网络和海外市场推广经验能促进公司提升海外业务拓展能力，为公司实施国际化战略提供资源和经验。

国内市场

- **原有布局：**通过全资子公司开发了全国的分销渠道，覆盖了大部分的三甲医院，并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建立了中国市场领先地位。
- **积极影响：**公司的国内医院临床的销售渠道和品牌运作与 Amsino 在医疗耗材强大的产品研发和制造优势互补，将对公司的盈利能力、业绩增长，产品格局及行业地位产生积极促进作用。

资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

5. 重视研发创新持续提升研发实力，丰富产品储备 为后续发展提供原动力

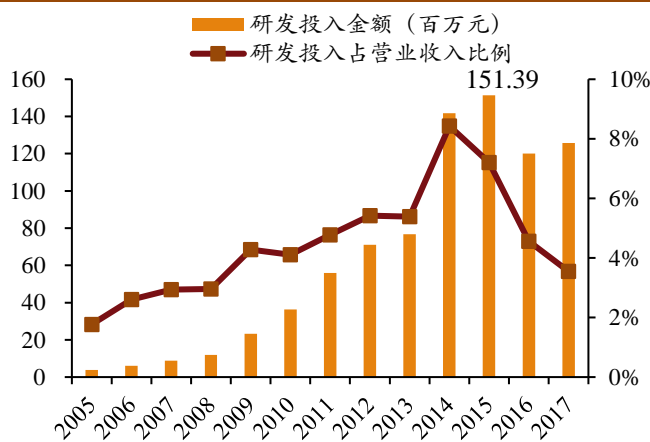
5.1 历年高研发投入保持创新动力，研发团队数量超 500 人

鱼跃医疗历来重视研发创新，不断完善研发体系、提升研发实力，从而保证公司产品技术水平在行业内处于领先地位。

- **研发投入：**上市以来公司研发投入快速增长，从 2005 年仅 377 万元增长到 2017 年的 1.26 亿元，年复合增速达 33.95%。近两年研发费用的营收占比较低，主要是因为公司重点搭建销售平台、节省开支。
- **研发团队：**研发人员从 2008 年仅 109 人增长到 2017 年的 514 人，组建了一批敢于创新、勇于创造的研发团队。

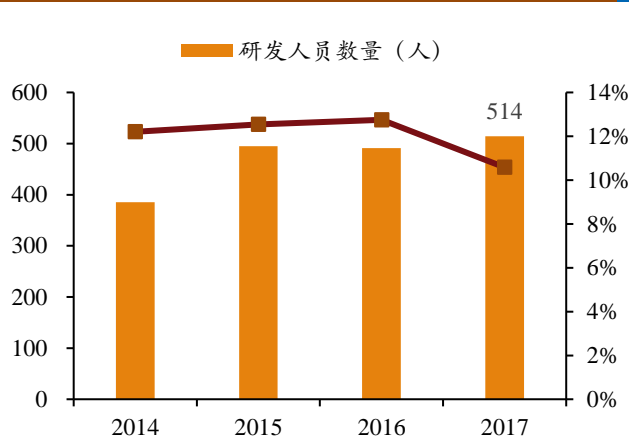
- **研发中心:** 公司在德国图特林根、中国台北、上海、北京、南京、苏州、丹阳设立有七大研发中心, 几大研发中心相互分工, 共享资源, 开发了弥散式制氧机、医用电子血压计、睡眠呼吸机、留置针、电动轮椅、双水平呼吸机等大批新产品, 为公司发展壮大的动力源泉。

图表44. 鱼跃医疗研发投入年复合增速达 33.95%



资料来源: 公司公告、Wind、广证恒生

图表45. 2017 年鱼跃医疗研发人员数量 514 人



资料来源: 公司公告、Wind、广证恒生

5.2 产品储备丰富, 为公司长期稳定发展提供原动力

公司储备的品种梯队是未来稳定发展的源源不竭的驱动力。公司将以家用医疗器械和医用耗材产品及核心技术为研究方向, 做好新品开发工作, 增加公司产品大类; 今年有望推进新型制氧机, 新型电子血压计, 新型雾化器、二代呼吸机, 脱氢酶技术血糖试纸, 安全型、正压型和 26G 留置针的规模化生产与上市导入, 推进脉搏波电子血压计、雾化杯、呼吸面罩等产品的研发工作, 开启德国子公司 PRIMEDIC 的 AED 产品国产化进程, 推动公司持续稳健发展。

图表46. 储备品种丰富, 为公司长期稳健发展提供原动力

主要研发储备产品	进展情况
红外体温及 YHW-3	工业设计
点而康液体创口贴、点而康过氧乙酸消毒液	研发中
关节镜手术器械-篮钳 (90 个规格)、椎板咬骨钳 (161 个规格)	完成设计验证
五官科 (管式) 器械 (232 个规格) (完成二维图绘制、三维模型建立、毛坯设计)	完成阶段性设计
五官科 (盖板式) 器械 (206 个规格)、髓核钳 (154 个规格)	完成设计方案
骨科器械——椎板咬骨钳系列、髓核钳系列 (60 只规格已投产并取得产品注册证)	部分规格投产
精油口腔护理系列用品	试生产, 并小量出样
一次性使用皮肤消毒器、安荫乳酸平衡护理液、葡泰导管护理擦片、点而康内镜清洁湿巾、点而康内镜消毒液	完成中试
新品制氧机系列 (已上市)、高原制氧机系列 (小量上市)、新品医用电子血压计系列	完成量产
信息化电子血压计 (GPRS、蓝牙、WIFI)	完成样机定型
310 血糖仪和脱氢酶法血糖试纸	完成临床, 注册申报
iG210 手机血糖仪	取得注册证并投产上市
网式雾化器 M102、M103; 压缩雾化器 403K	量产导入
双水平呼吸机	量产
轻型电动轮椅、红外体温计 YHW-2	上市销售

资料来源: 公司公告、Wind、广证恒生

6. 线上线下、院内院外营销体系不断完善，开启新零售新纪元

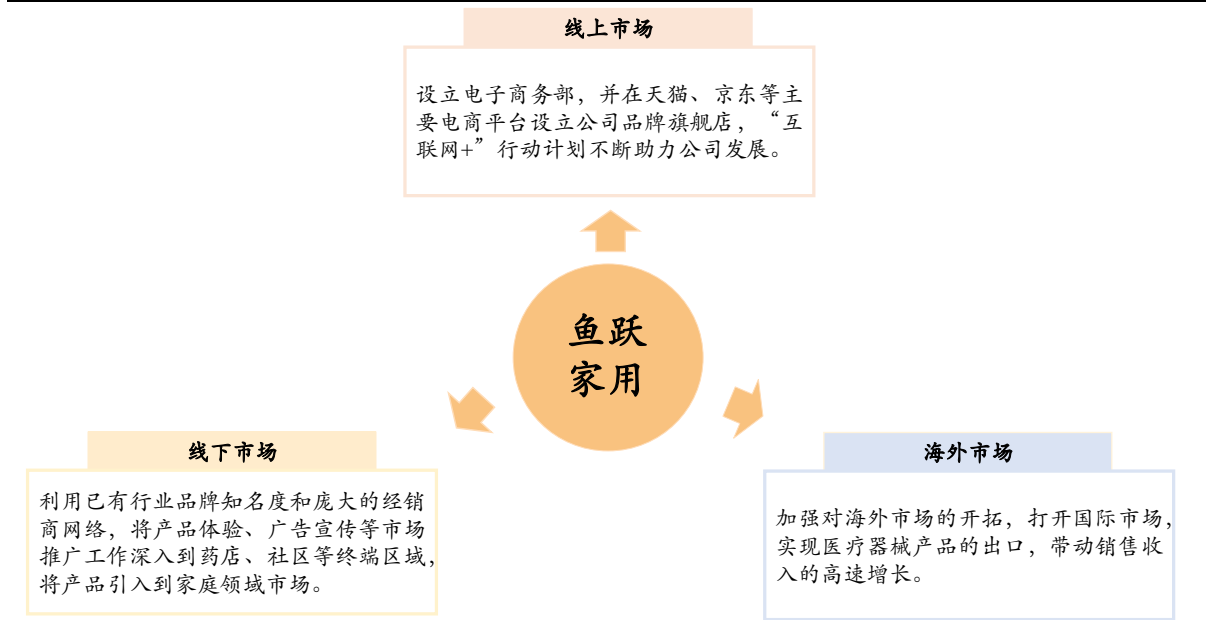
公司具备显著的集群优势和渠道优势，两者相互配合、形成叠加效应，必将不断提升产品的市场份额和销量：（1）**集群优势**：通过自主研发创新、一系列并购形成了一条完整的医疗产品产业链，通过一站式采购方式让客户体验更轻松的购物过程、增强消费者粘性，同时还可以增强公司的抗风险能力、营销渠道协同性从而降低销售费用。（2）**渠道优势**：营销渠道“零售药店+院线+电商”三管齐下，为产品线更新换代提供保障：在成熟产品增长放缓的同时，新增产品线可以快速扮演迭代和增量的角色，帮助公司保持产品的高市占率和稳中有升的销售量。

6.1 家用医疗体系：品牌终端认知度提升，电商平台为板块业绩增长

主要引擎

公司不断充实终端队伍、完善覆盖全国的客户服务体系，目前拥有 400 多人的营销团队、1 个全球客户服务中心、八个区域服务中心和 100 多个售后服务网点，坚持“线上+线下+海外”市场三位一体齐发展，为千万个家庭提供专业健康服务。

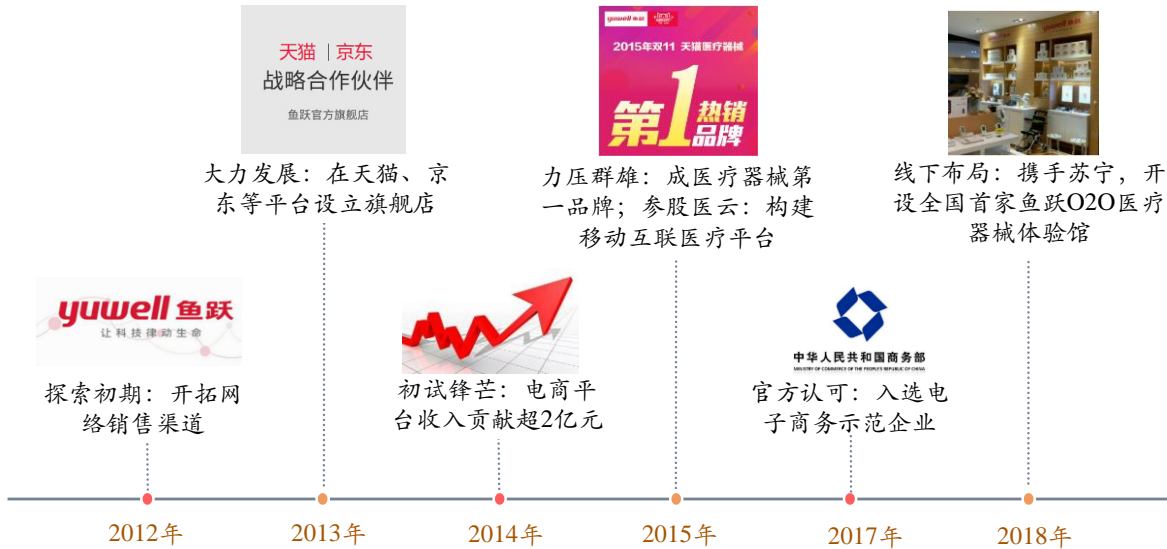
图表47. 专注健康，“线上+线下+海外”市场三位一体齐发展



资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

- **线上市场**：2013 年开始，公司在各主要电子商务平台均设立品牌旗舰店，且各旗舰店营销推广均存于行业领先地位，其中电子血压计销量在电商平台排名中超过欧姆龙占据第一，非医用制氧机三年销量超过十万台。2015 年 2 月公司参股 10% 设立江苏医云布局移动医疗，5 月医云健康 APP“大医生”正式上线。电商平台和医云 APP 的共同发展，使公司更好地适应了“互联网+”的市场环境，巩固了公司线上的优势地位。

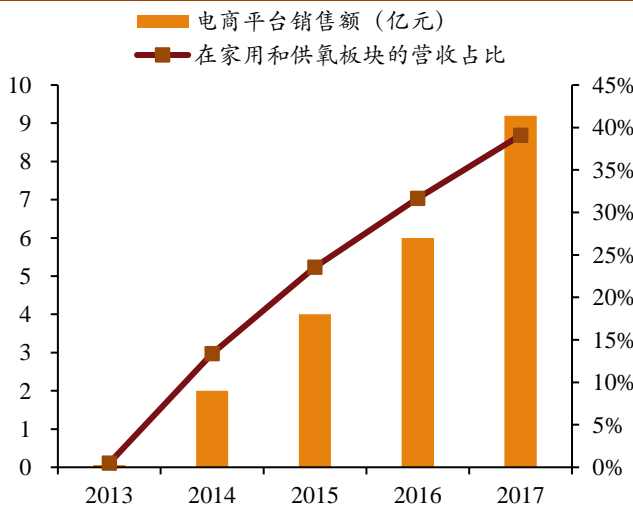
图表48. 布局互联网医疗的新零售，电商平台成为家用板块业绩增长主要引擎



资料来源：公司公告、Wind、商务部、广证恒生

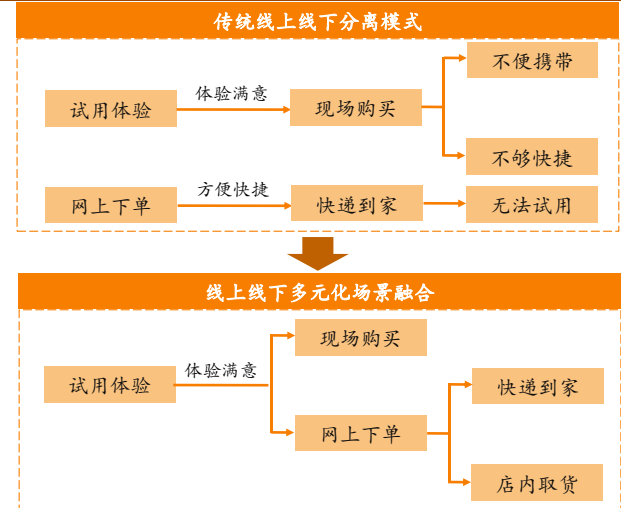
随着公司对品牌宣传力度的加大、产品在终端认知度的提升，以及公司的精准化营销策略，推动公司电商销售快速增长：近三年的同比增速均在50%以上，2017年实现营收约9亿元，成为家用板块业绩增长主要引擎。此外，2018年2月，公司与苏宁易购携手开设的首家线下医疗器械体验馆，将终端实体的消费体验和电商平台的方便快捷完美融合，有助于增强品牌曝光度、提升高价新品的销售转化率、拉动线上销售增长，同时对线下销售也带来一定的推动作用。

图表49. 电商平台发展迅猛，为业绩增长主要引擎



资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

图表50. O2O体验馆打造智慧零售新模式



资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

- 线下市场：**公司目前拥有400多人的营销团队，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，为顾客提供优质服务。同时围绕药店和社区开展品牌支持和品牌推广，与全国百强连锁深度合作，在全国20多万家门店销售鱼跃的产品，其中已超过1000家门店设有鱼跃专区、专柜，在深圳、南京，成都，青岛，西藏等城市分别建立鱼跃健康之家。今年公司对线下销售体系组织架构、销售回款、费用支持均进行调整，促使组织架构扁平化，回款政策从严把控、费用支持终端化，以期不断提高公司运营质量。

- **海外市场：**公司一直着眼于全球市场的拓展，在美国圣地亚哥、德国图特林根都建立研发中心，在泰国、沙特、印尼等多个国家地区布局终端市场，产品远销 100 多个国家和地区，得到众多海外用户的信任和赞誉。目前公司海外业务的营收占比约为 15% 左右。

图表51. 鱼跃在泰国、印尼等多个国家地区布局终端市场，产品远销 100 多个国家和地区



资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

6.2 临床医疗体系：服务全国十多万家医疗机构

公司的医院临床营销平台由护理类耗材、手术器械、中医器械、急救器械及消毒产品几大领域的销售团队共同构建，营销平台之间不断融合完善、实现资源共享。公司一方面不断加强医院产品的研发和外延发展，其中 2015 年收购上械集团，除了极大地丰富临床医用产品类型，也大幅拓展了公司的医院渠道；2016 年 8 月牵手九州通，扩大公司在医院临床市场的深度和广度。

另一方面，公司尽可能参加各地区、各政府部门组织的医疗器械展示会和招标会，占领医院、疗养院等医用领域市场，不断增强在医院资源积累和临床推广能力，服务全国十多万家医疗机构，其中 90% 以上为三甲医院。此外，公司聘请了国内内分泌领域 18 位顶级专家组成“医学顾问团”，不仅为公司血糖产品开拓医院临床市场提供了临床指导和支持，也为公司未来的医用高值耗材产品的导入和推广提供支持。

7. 业务拆分与盈利预测

根据对鱼跃医疗三大板块业务的分析和部分重点单品的营收拆分，我们对公司盈利预测的核心假设如下：

- 1、家用医疗系列：**电商平台发展迅猛，带动电子血压计和血糖产品等家用产品继续放量；由于线上产品毛利率较低，因此各品种的毛利率均略微下滑。1) 电子血压计“技术升级+渗透率提升”，预计 18-20 年营收增速分别为 29%、27%、25%；2) 血糖产品凭借高性价比和渠道优势开拓市场，预计 18-20 年营收增速分别为 19%、17%、15%；3) 水银血压计等部分传统产品营收逐步下滑。
- 2、医用供氧系列：**1) 睡眠呼吸机进入销售成熟期，预计 18-20 年营收增速分别为 60%、40%、30%；2) 作为公司收入最大的单品，预计制氧机 18-20 年营收增速分别为 17%、16%、15%。随着市场竞争日益激烈，产品单价下降，毛利率逐年下降。

3、**医用临床系列**：预计鱼跃医疗对被并购标的实现有效整合，器械产品稳步增长，18-20 年营收增速分别为 22%、21%、20%，毛利率分别为 41%、40%、39%。

图表52. 鱼跃医疗业绩拆分及预测

会计年度 (单位: 百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	3541.56	4240.61	5048.29	5958.15
同比增长	34.14%	19.74%	19.05%	18.02%
整体毛利率	39.66%	39.19%	38.54%	37.86%
家用医疗系列	1310.20	1540.16	1808.78	2110.60
同比增长	26.23%	17.55%	17.44%	16.69%
毛利率	31.61%	30.98%	30.36%	29.75%
医用供氧系列	1043.33	1252.22	1488.31	1747.21
同比增长	21.72%	20.02%	18.85%	17.40%
毛利率	47.84%	47.36%	46.89%	46.42%
医用临床系列	1171.35	1429.05	1729.15	2074.98
同比增长	60.67%	22.00%	21.00%	20.00%
毛利率	41.50%	41.00%	40.00%	39.00%
其他业务	16.68	19.18	22.06	25.37
同比增长	98.57%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	31.98%	31.34%	30.71%	30.10%

资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

8. 风险提示

- 产品销售推广不达预期
- 并购标的运营不达预期
- 在研产品上市进度不达预期
- 传统产品增速放缓带来业绩压力
- 成本和费用不断上涨带来控费压力



附录：公司财务预测表

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	4105.95	4648.86	5380.95	6289.99
现金	2053.39	2259.50	2548.66	2950.11
应收账款	753.58	896.99	1071.01	1262.16
其它应收款	82.95	102.10	119.90	142.48
预付账款	225.21	203.29	248.91	326.36
存货	632.50	740.81	882.18	1021.14
其他	358.32	446.17	510.29	587.73
非流动资产	2522.66	2644.43	2798.30	2939.12
长期投资	107.58	107.58	107.58	107.58
固定资产	563.25	787.08	927.85	1019.67
无形资产	614.47	714.86	836.45	972.97
其他	1237.36	1034.91	926.42	838.89
资产总计	6628.61	7293.30	8179.26	9229.11
流动负债	824.16	959.17	1069.80	1202.16
短期借款	50.00	50.00	50.00	50.00
应付账款	423.76	485.78	555.34	629.49
其他	350.40	423.39	464.46	522.67
非流动负债	233.57	175.15	200.27	201.97
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	233.57	175.15	200.27	201.97
负债合计	1057.73	1134.31	1270.08	1404.13
少数股东权益	329.93	372.25	423.22	483.55
股本	1002.48	1002.48	1002.48	1002.48
资本公积	2128.44	2128.44	2128.44	2128.44
留存收益	2100.68	2655.81	3355.05	4210.51
归属母公司股东权益	5231.60	5786.73	6485.97	7341.43
负债和股东权益	6628.61	7293.30	8179.26	9229.11

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	249.79	563.17	617.45	773.48
净利润	627.54	705.50	849.61	1005.83
折旧摊销	89.84	90.97	116.16	137.29
财务费用	11.84	-24.45	-28.66	-33.84
投资损失	-48.98	-35.92	-42.45	-39.19
营运资金变动	-441.28	-146.24	-352.38	-358.17
其它	10.83	-26.70	75.17	61.56
投资活动现金流	-421.72	-181.13	-231.58	-243.00
资本支出	-489.99	-155.93	-182.43	-166.97
长期投资	-878.00	-10.15	-11.22	-12.39
其他	946.27	-15.06	-37.93	-63.64
筹资活动现金流	-91.92	-175.92	-96.71	-129.03
短期借款	-2.85	0.00	0.00	0.00
长期借款	-50.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	334.16	0.00	0.00	0.00
资本公积金增加	-331.13	0.00	0.00	0.00
其他	-42.10	-175.92	-96.71	-129.03
现金净增加额	-263.85	206.11	289.16	401.45

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	3541.56	4240.61	5048.29	5958.15
营业成本	2136.87	2578.51	3102.91	3702.31
营业税金及附加	34.93	44.01	52.40	61.84
营业费用	399.77	469.10	547.28	633.00
管理费用	346.02	372.89	399.52	424.37
财务费用	11.84	-24.45	-28.66	-33.84
资产减值损失	16.56	14.39	19.47	23.69
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	48.98	35.92	42.45	39.19
营业利润	682.98	822.07	997.83	1185.97
营业外收入	39.96	36.96	37.09	38.00
营业外支出	2.73	3.13	2.79	2.88
利润总额	720.20	855.90	1032.13	1221.09
所得税	92.66	108.08	131.56	154.92
净利润	627.54	747.82	900.57	1066.17
少数股东损益	35.51	42.32	50.96	60.33
归属母公司净利润	592.03	705.50	849.61	1005.83
EBITDA	782.24	922.43	1119.63	1324.54
EPS (摊薄)	0.59	0.70	0.85	1.00

主要财务比率				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	34.53%	19.74%	19.05%	18.02%
营业利润增长率	26.33%	20.37%	21.38%	18.85%
归属于母公司净利润增长率	18.35%	19.17%	20.43%	18.39%
获利能力				
毛利率	39.66%	39.19%	38.54%	37.86%
净利率	17.72%	17.63%	17.84%	17.89%
ROE	11.27%	12.03%	13.00%	13.65%
ROIC	11.21%	12.34%	13.24%	13.91%
偿债能力				
资产负债率	15.96%	15.55%	15.53%	15.21%
净负债比率	14.18%	8.82%	9.84%	8.01%
流动比率	4.98	4.85	5.03	5.23
速动比率	4.21	4.07	4.21	4.38
营运能力				
总资产周转率	0.57	0.61	0.65	0.68
应收账款周转率	5.42	5.14	5.13	5.11
应付账款周转率	5.51	5.67	5.96	6.25
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.59	0.70	0.85	1.00
每股经营现金流(最新摊薄)	0.25	0.56	0.62	0.77
每股净资产(最新摊薄)	5.22	5.77	6.47	7.32
估值比率				
P/E	31.11	26.10	21.68	18.31
P/B	3.52	3.18	2.84	2.51
EV/EBITDA	4.22	18.03	14.66	12.13

数据来源：港澳资讯，公司公告，广证恒生



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电 话：020-88836132，020-88836133

邮 编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中 性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回 避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，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“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。