



## 品牌知名度高, 业绩有望加速增长

### 投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 管理层变化, 副董事长吴群负责的电商销售保持 50% 以上复合增长, 18 年接受线下销售, 增速从过去 2 年的个位数提升至 15% 左右; 2) 血糖试纸、轮椅机等康复护理产品及中优医药、上械集团产能瓶颈将在 19 年解除, 增速有望提升; 3) 鱼跃技术实力和品牌知名度强且定价能力强, 核心产品制氧机、呼吸机、血糖试纸、电子血压计等产品定价紧跟进口, 超出竞品 30% 以上。
- **品牌知名度高, 导流能力和定价能力强。** 公司是国内家用医疗器械龙头企业, 鱼跃品牌知名度高, 是中国前十大医疗器械品牌, 消费者认知度高。品牌影响力吸引消费者主动搜索鱼跃产品, 在家用医疗器械品牌里的百度搜索指数排名仅次于欧姆龙。公司从 2013 年开始启动电商销售, 品牌导流能力强, 预计 2018 年电商收入达到 13 亿, 保持约 50% 的复合增长, 高达 9 个产品品类线上销售排名第一。鱼跃品牌定位中高端市场, 区别于主打中低端市场的其他国产品牌, 定价能力更强, 终端售价一般要高 20-30% 以上。
- **弥散式制氧机高速放量, 呼吸机进口替代空间大。** 中国慢阻肺患者超过 1 亿人, 按照 10% 渗透率测算家用制氧机需求高达 1000 万台, 2018 年销量仅 100 万台, 还有巨大的成长空间。鱼跃制氧机技术领先市占率排名第一约为 60%, 2018 年收入接近 9 亿, 未来有望保持 20% 左右的稳定增长。弥散式制氧机 2017 年上市重点在高原地区推广, 估计 18 年 0.5 亿收入, 19-20 年有望保持翻倍增长。中国睡眠呼吸暂停患者数量超过 1 亿, 按照 5% 渗透率测算, 呼吸机峰值保有量不低于 500 万台, 2018 年销量估计仅 47 万台。飞利浦和瑞思迈垄断呼吸机市场, 市占率超过 80%, 鱼跃从 2015 年开始推广制氧机, 产品性能达到进口水平但价格低一半, 将逐步实现进口替代, 有望保持 50% 左右高速放量。
- **康复护理产品行业成长潜力巨大, 产能瓶颈逐步解除。** 电子血压计、血糖仪、轮椅车等常用家庭医疗器械产品渗透率低, 市场仍在持续扩容阶段。鱼跃技术实力强, 产品知名度高, 估计 18 年鱼跃电子血压计收入估计在 5 亿左右, 超过欧姆龙成为第一品牌, 未来有望保持 30% 左右快速增长。血糖仪及试纸是唯一一家从医院端向零售端拓展的国产品牌, 18 年收入估计将达到 1.9 亿, 随着 19 年产能瓶颈解除有望实现 50% 左右的高速放量。
- **医用临床持续外延扩张, 并购整合能力强, 19 年产能瓶颈将解除。** 公司通过并购持续拓展医用临床产品线, 已拥有医院消毒设备、医用手术器械、一次性耗材等产品, 未来仍将持续丰富产品组合。公司整合能力强, 上械集团净利率从 2015 年的 8% 提升至 2017 年的 12%, 中优医药的净利率也从 18% 提升至 22%。随着上械集团和中优医药的产能瓶颈在 19 年逐步解除, 增速有望进一步提升。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.71 元、0.89 元、1.11 元, 对应 PE 分别为 28 倍、22 倍、18 倍。给予鱼跃医疗 2019 年可比公司平均 PE (29 倍), 对应目标价为 25.81 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 产品销量或低于预期的风险、并购整合或低于预期的风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	3541.56	4232.98	5095.17	6234.07
增长率	34.53%	19.52%	20.37%	22.35%
归属母公司净利润 (百万元)	592.03	714.46	893.46	1111.30
增长率	18.35%	20.68%	25.05%	24.38%
每股收益 EPS (元)	0.59	0.71	0.89	1.11
净资产收益率 ROE	11.26%	12.43%	14.20%	15.97%
PE	34	28	22	18
PB	3.57	3.32	3.04	2.76

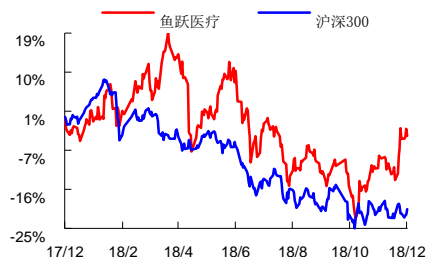
数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广  
执业证号: S1250513110001  
电话: 021-58351962  
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 周平  
执业证号: S1250517080004  
电话: 023-67791327  
邮箱: zp@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	10.02
流通 A 股(亿股)	8.55
52 周内股价区间(元)	15.91-24.57
总市值(亿元)	198.99
总资产(亿元)	66.66
每股净资产(元)	5.36

### 相关研究

1. 鱼跃医疗 (002223): 净利润增速持续提升, 全年业绩持续向好 (2018-10-21)
2. 鱼跃医疗 (002223): Q2 业绩增速明显提升, 全年业绩高速增长可期 (2018-08-13)

## 目 录

<b>1 家用医疗器械龙头企业</b> .....	<b>1</b>
<b>2 品牌知名度高，定价能力强</b> .....	<b>3</b>
2.1 家用医疗器械第一品牌，电商销售高速增长 .....	3
2.2 瞄准中高端市场，定价能力强 .....	5
<b>3 医用制氧系列：保持快速增长，新产品上市放量</b> .....	<b>6</b>
3.1 制氧机市占率超过 60%，弥散式制氧机新品快速放量 .....	7
3.2 呼吸机进口替代空间大，面罩耗材有望提升盈利能力 .....	7
<b>4 康复护理系列：产品线齐全，核心产品高增长</b> .....	<b>8</b>
4.1 电子血压计市占率排名第二，持续高速增长 .....	9
4.2 血糖仪医院带动 OTC 渠道销售，品牌力持续提升 .....	10
<b>5 医用临床系列：持续外延扩张，整合能力强</b> .....	<b>11</b>
<b>6 盈利预测与估值</b> .....	<b>13</b>
<b>7 风险提示</b> .....	<b>14</b>

## 图 目 录

图 1：公司收入增长趋势 .....	1
图 2：公司扣非后归母净利润增长趋势 .....	1
图 3：公司收入结构 .....	2
图 4：公司毛利结构 .....	2
图 5：公司研发技术人员增长趋势 .....	2
图 6：公司研发费用增长趋势 .....	2
图 7：常见家用医疗器械品牌百度搜索指数比较 .....	3
图 8：制氧机不同品牌百度搜索指数比较 .....	4
图 9：血压计不同品牌百度搜索指数比较 .....	4
图 10：雾化器不同品牌百度搜索指数比较 .....	4
图 11：公司电商渠道收入高速增长 .....	5
图 12：公司康复护理和医用供氧系列保持快速增长 .....	5
图 13：公司医用供氧系列产品收入增长趋势 .....	6
图 14：公司医用供氧系列产品收入结构 .....	6
图 15：中国呼吸机市场规模增长趋势 .....	8
图 16：中国呼吸机市场竞争格局 .....	8
图 17：公司康复护理系列产品收入增长趋势 .....	9
图 18：公司康复护理系列产品收入结构 .....	9
图 19：中国高血压控制率现状 .....	9
图 20：中国高血压控制率明显偏低（2009 年） .....	9
图 21：中国血糖仪渗透率偏低 .....	10
图 22：中国单台血糖仪年平均试纸使用量偏低 .....	10
图 23：中国血糖仪市场竞争格局 .....	11
图 24：鱼跃医疗血糖监测产品收入增长趋势 .....	11
图 25：公司医用临床系列产品收入增长趋势 .....	12
图 26：公司医用临床系列产品收入结构 .....	12
图 27：上械集团收入和净利润增长趋势 .....	12
图 28：中优医药收入和净利润增长趋势 .....	12

## 表 目 录

表 1: 鱼跃医疗核心产品 .....	1
表 2: 2017 年中国医疗器械十大品牌片名 .....	3
表 3: 2018 年双十一鱼跃夺得 9 大品类销售冠军 .....	5
表 4: 鱼跃医疗主要产品价格高于其他国产品牌 .....	6
表 5: 不同公司单水平呼吸机价格和天猫月销量比较 .....	8
表 6: 中国血糖检测市场规模测算 .....	10
表 7: 公司医用临床系列产品线并购历史 .....	11
表 8: 分业务收入及毛利率（百万元） .....	13
表 9: 可比公司估值分析 .....	14
附表: 财务预测与估值 .....	15

## 1 家用医疗器械龙头企业

鱼跃医疗是国内家用医疗器械龙头企业，产品覆盖康复护理产品、医用供氧产品、医用临床器械产品，产品种类超过上百种。

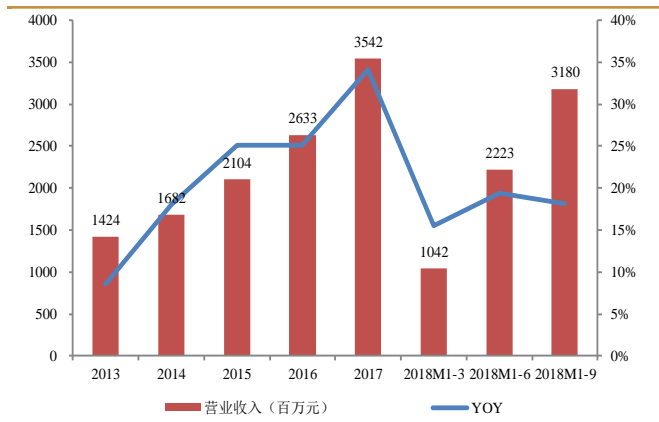
**表 1: 鱼跃医疗核心产品**

类型	核心产品	简介	18年收入(亿元)及增速
康复护理系列	电子血压计	全国市占率第一，国产品牌第一，价格远超其他国产品牌	5.0 (+35%)
	血糖仪及试纸	国产技术领先，重点布局中高端市场，19年将解决产能瓶颈问题	1.9 (+35%)
	电动轮椅	国产技术领先，重点布局中高端市场，19年将解决产能瓶颈问题	0.5 (-)
医用供氧系列	制氧机	市占率第一，价格远超其他国产品牌，弥散式制氧机将放量	9.0 (+20%)
	呼吸机	15年上市新产品，正处在高速增长阶段	1.8 (+100%)
医用临床系列	上海医疗器械	医用手术器械、卫生材料、药用贴膏，处在行业领先地位	5.6 (-5%)
	上海中优医药	医院消毒感染控制，处在行业领先地位	4.8 (+15%)

数据来源：公司公告，西南证券整理

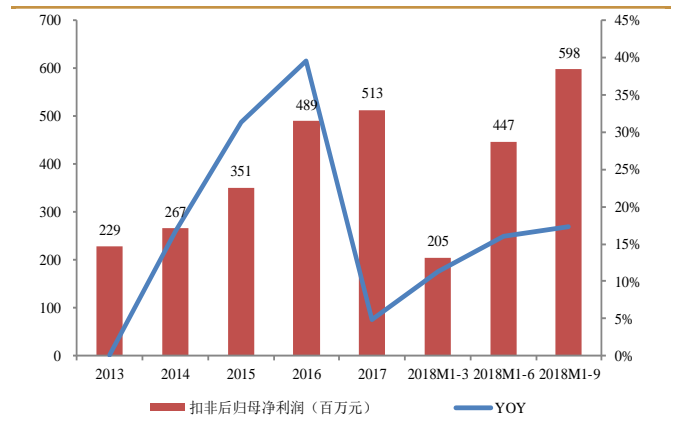
自有产品+外延并购推动公司业务持续快速扩张。2013-2017年期间收入和扣非后归母净利润如何增速分别为26%和22%。2017年公司进行渠道调整加大销售推广力度导致利润增速下降，2018年单季度增速持续提升。

**图 1: 公司收入增长趋势**



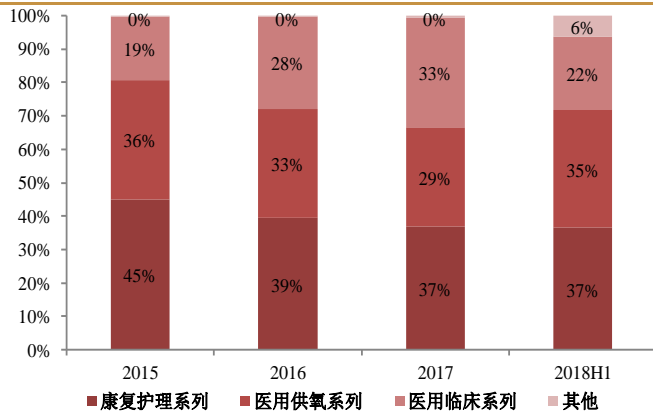
数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 2: 公司扣非后归母净利润增长趋势**

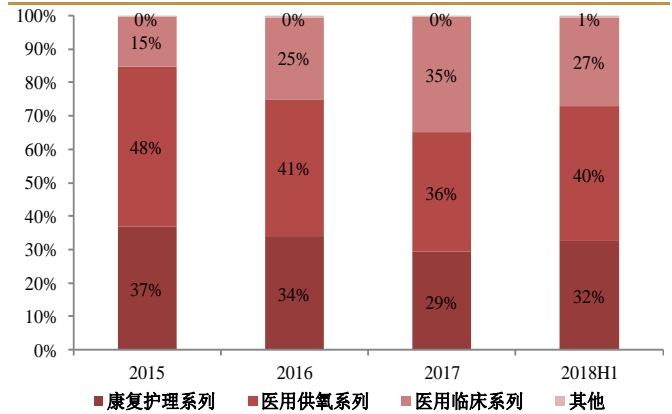


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司目前已经形成康复护理、医用供氧、医用临床三大系列产品的综合性发展。2017年三大系列产品的收入占比分别为37%、29%、33%，毛利占比分别为29%、36%、35%。

**图 3: 公司收入结构**


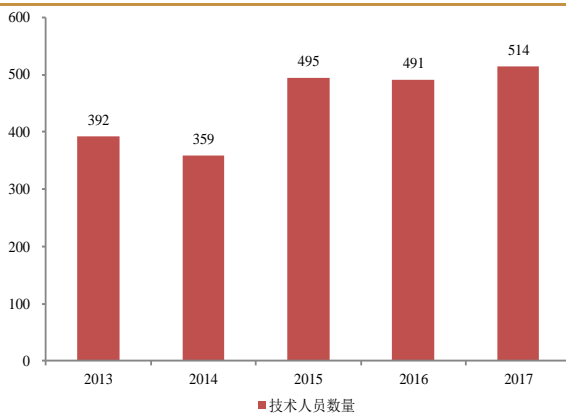
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 4: 公司毛利结构**


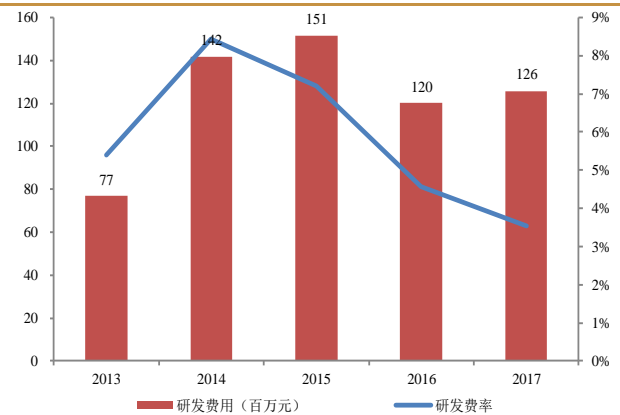
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司研发技术人员持续增长,2017年技术人员514人,占比11%。研发费用在2016-2017年出现下降,主要是因为核心产品均陆续上市,需要加大市场推广力度,短期费用倾斜市场推广。

公司研发效率高,产品质量在国内处在领先地位,直追进口品牌。从产品竞争来看,公司的制氧机市场占有率全国排名第一,电子血压计、血糖仪及试纸、电动轮椅、呼吸机、雾化器等产品质量领先,定价都远超国内竞争对手,占据利润率更高的中高端市场。

**图 5: 公司研发技术人员增长趋势**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 6: 公司研发费用增长趋势**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

## 2 品牌知名度高，定价能力强

### 2.1 家用医疗器械第一品牌，电商销售高速增长

鱼跃医疗品牌知名度高，在 2017 年中国医疗器械品牌中排名前十，在市场上具有极强的品牌影响力。

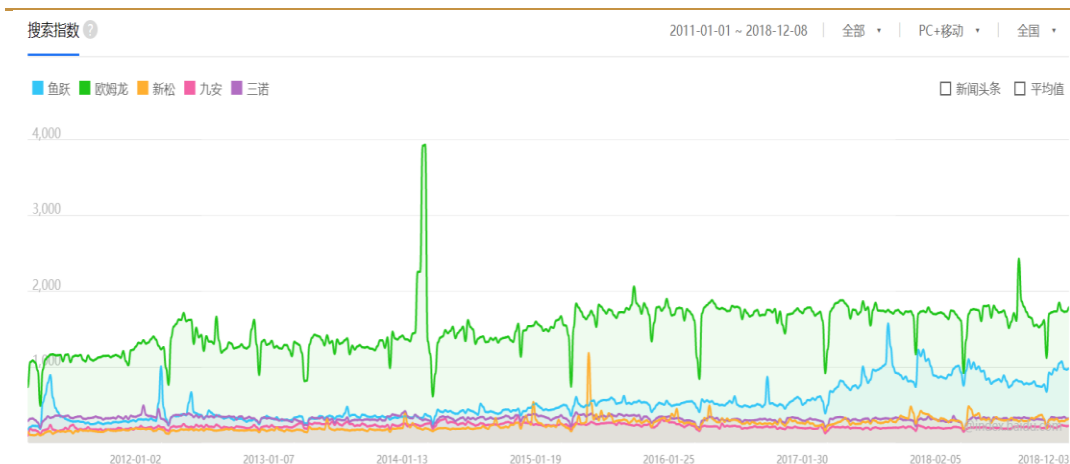
表 2：2017 年中国医疗器械十大品牌片名

排序	品牌	排序	品牌
1	GE	6	强生
2	西门子	7	美敦力
3	飞利浦	8	新华
4	迈瑞	9	鱼跃
5	东软	10	威高

数据来源：中国品牌网，西南证券整理

鱼跃良好的家用医疗器械品牌也转化为了消费者在网上购买产品时的主动搜索。从常见家用医疗器械品牌综合搜索情况来看，鱼跃的百度搜索指数仅次于欧姆龙（电子血压计），远远领先于新松（制氧机）、三诺（血糖仪）、九安（电子血压计）。

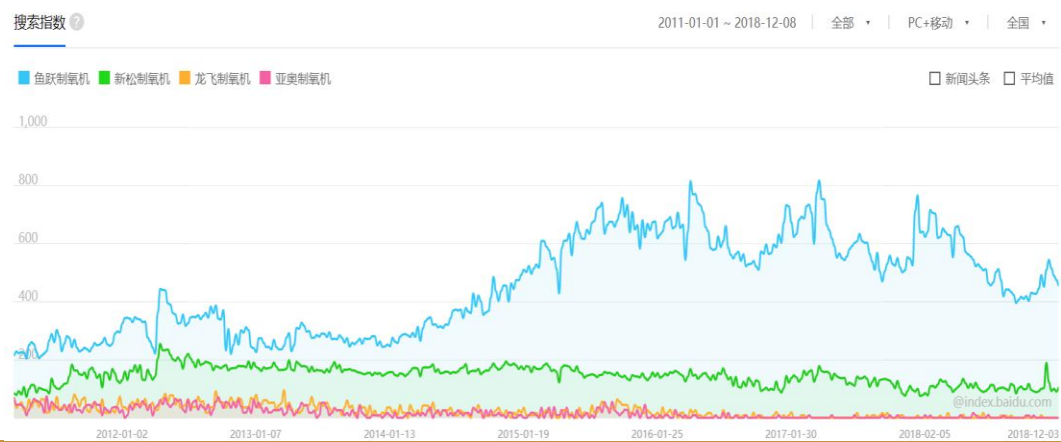
图 7：常见家用医疗器械品牌百度搜索指数比较



数据来源：百度，西南证券整理

在制氧机市场，鱼跃的搜索指数远超新松、龙飞、亚奥等其他竞争对手。

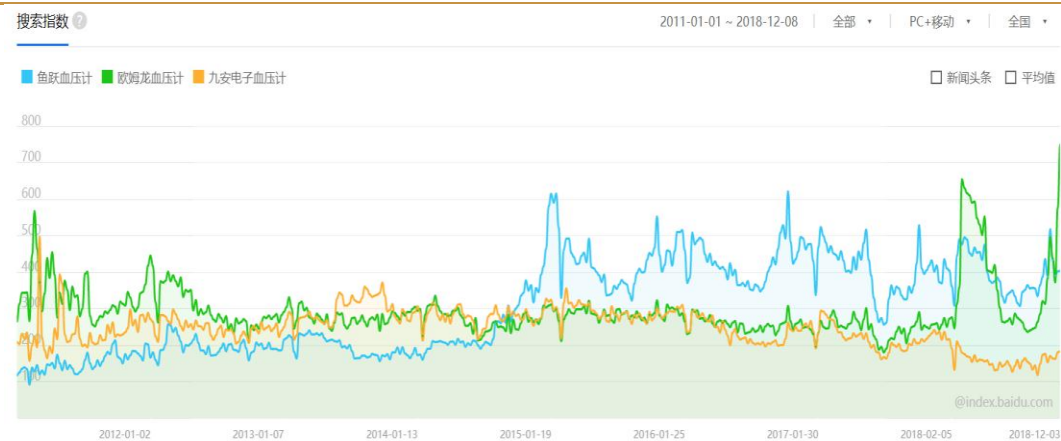
图 8：制氧机不同品牌百度搜索指数比较



数据来源：百度，西南证券整理

在电子血压计市场，鱼跃的搜索指数持续提升，与欧姆龙不相上下。

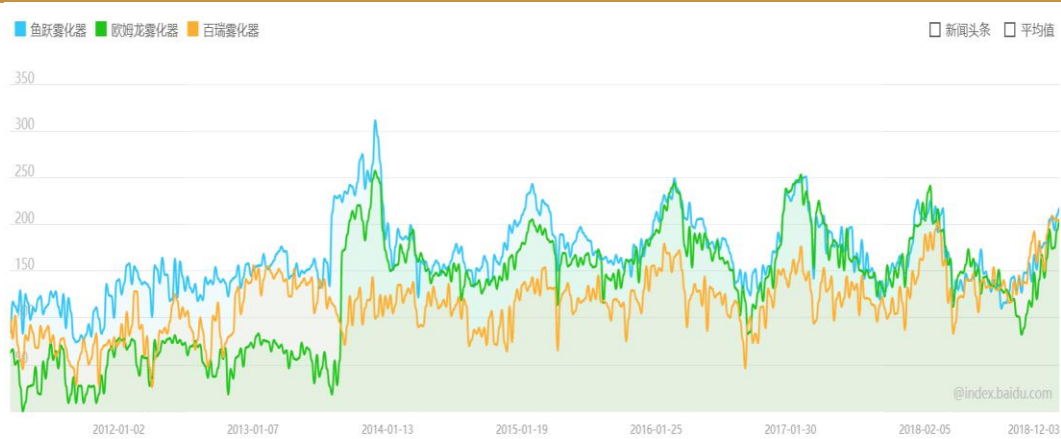
图 9：血压计不同品牌百度搜索指数比较



数据来源：百度，西南证券整理

在雾化器市场，鱼跃、欧姆龙、百瑞的搜索指数基本相当。

图 10：雾化器不同品牌百度搜索指数比较



数据来源：百度，西南证券整理



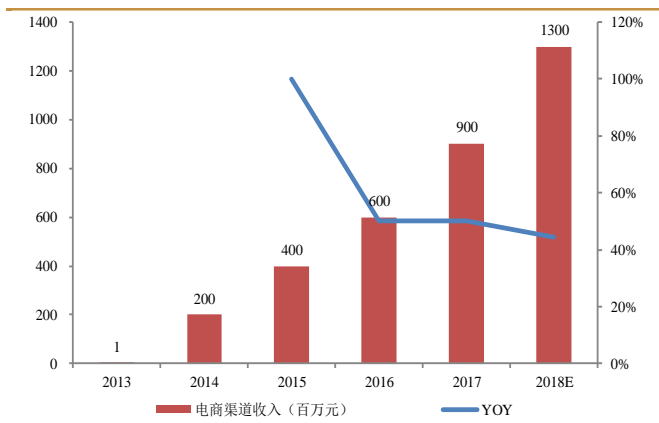
从品牌知名度到消费者主动搜索，最后将转化为实际销售。鱼跃品牌知名度高具有极强的拓展能力。鱼跃从 2013 年开始推广电商品牌，品牌导流能力强，连续 4 年在各大家用医疗器械品牌中排名第一，2018 年双十一销量 21 万件，同比增长 68%，当日销售额破亿，还拿下了 9 大品类的销售冠军。高品牌对新产品的导流效果尤其明显，呼吸机、电动轮椅车、雾化器、零售版电子血压计和试纸都实现了翻倍左右的增长。

**表 3: 2018 年双十一鱼跃夺得 9 大品类销售冠军**

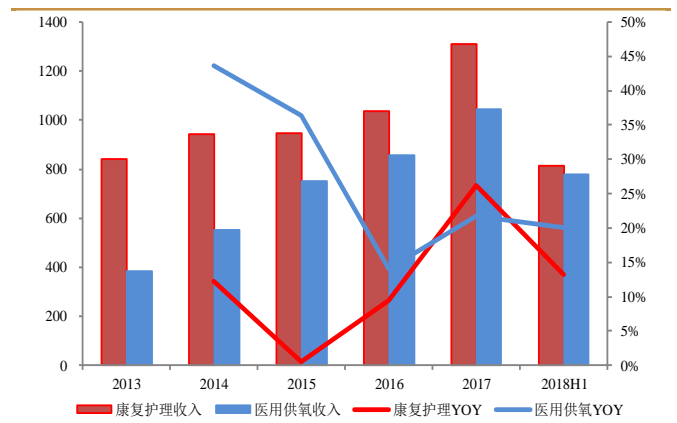
产品	销售冠军	产品	销售冠军
电子血压计	天猫、京东单品销量第一	体温计	天猫品类第一
制氧机	天猫、京东品类第一	血氧仪	天猫、京东品类第一
雾化器	天猫单品销量及京东品类第一	吸痰器	天猫、京东品类第一
呼吸机	天猫品类及京东单品销量第一	听诊器	天猫、京东品类第一
轮椅车	京东品类第一		

数据来源：公司公众号，西南证券整理

品牌知名度带来消费者主动搜索最终转化为实际销售，2013 年以来开拓电商渠道，持续保持高增长态势，最近 3 年保持 50% 左右的复合增长，2018 年收回电商旗舰店运营权由公司自主运营，有望持续保持高增长。公司的康复护理和医用供氧系列使用鱼跃品牌，增速也从 2015 年开始呈现明显的上升趋势线上线下业务均保持良好的增长势头。

**图 11: 公司电商渠道收入高速增长**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 12: 公司康复护理和医用供氧系列保持快速增长**


数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2.2 瞄准中高端市场，定价能力强

公司产品技术领先且品牌知名度强，战略性选择重点开拓中高端市场，因为高端市场虽然单品利润高但销量有限，低端市场虽然销量最大但盈利能力弱。公司大多数核心产品都处在国产品质和定价第一，持续缩小与进口产品的差距。

我们比较了鱼跃医疗核心产品在天猫商场的价格和月销量。各品类产品选择月销量排名最高的单品价格进行比较。数据显示鱼跃医疗的制氧机、呼吸机、电子血压计、血糖试纸售价均高于其他国产品牌。

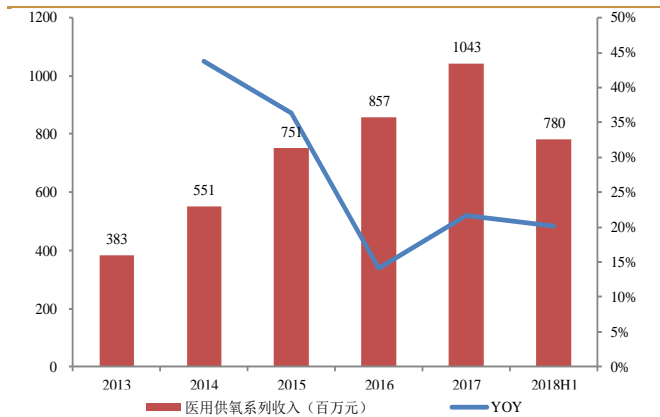
**表 4: 鱼跃医疗主要产品价格高于其他国产品牌**

产品	品牌	平均价格 (元/台, 血糖试纸为元/张试纸)	天猫月销量
制氧机	<b>鱼跃</b>	2680	5175
	美国心诺 (进口)	2380	3251
	美之氧	699	3105
	欧姆龙 (进口)	2490	2411
	海龟	2680	113
呼吸机	凤凰	2150	1626
	<b>鱼跃</b>	4180	1377
	瑞思迈 (进口)	6980	612
	可孚	2380	589
	飞利浦 (进口)	7680	377
电子血压计	<b>鱼跃</b>	249	95000
	欧姆龙 (进口)	399	23000
	卓辰	128	47000
	厦门艾蒂安	128	36000
	九安	169	1955
血糖试纸	三诺	1.09	63000
	<b>鱼跃</b>	1.79	32000
	强生 (进口)	1.90	8820
	罗氏 (进口)	3.85	4036
	怡成	0.84	3362

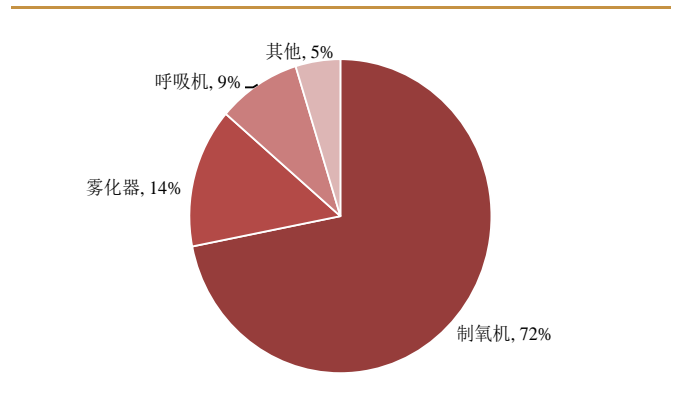
数据来源: 天猫, 西南证券整理

### 3 医用制氧系列: 保持快速增长, 新产品上市放量

公司医用供氧业务主要包括制氧机、呼吸机、雾化器等产品。2017 年收入达到 10.4 亿, 同比增长 22%。呼吸机是最大的单品, 2017 年收入超过 7 亿, 仍然保持 20% 以上的快速增长; 雾化器收入 1.5 亿左右, 增速超 30%; 呼吸机收入接近 1 亿, 仍处在市场导入阶段, 实现翻倍以上增长。

**图 13: 公司医用供氧系列产品收入增长趋势**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 14: 公司医用供氧系列产品收入结构**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

### 3.1 制氧机市占率超过 60%，弥散式制氧机新品快速放量

制氧机采用分子筛的吸附性能，通过物理原理，以大排量无油压缩机为动力，把空气中的氮气与氧气进行分离，最终得到高浓度的氧气。制氧机对呼吸系统疾病、心脑血管疾病都有良好的预防和治疗作用。随着中国呼吸系统疾病和心脑血管疾病患病人数持续增加，制氧机市场也将持续扩容。

制氧机主要用于治疗慢阻肺、肺囊性纤维化、心力衰竭、肺动脉高压、中枢性睡眠呼吸暂停综合征、神经肌肉或胸壁疾病、终末期心肺疾病、丛集性头痛、高原反应等疾病。王辰院士团队发表在《柳叶刀》上的队列研究显示，我国有超过 1 亿慢阻肺患者，按照 10% 的家用制氧机渗透率测算，需要 1000 万台制氧机。

鱼跃是国内制氧机第一品牌，市占率超过 60%，2018 年销量估计在 60 万台左右，整个市场销量估计在 100 万台左右，按照 5 年使用周期来测算，估计市场保有量超过 300 万台。估计要达到 1000 万台的保有量，年峰值销量将达到 280 万台，还有接近 2 倍的成长空间。

鱼跃医疗推出的弥散式制氧机是针对高原地区专门制定，原理和普通制氧机相同。但由于其主要在高原使用，压缩机的使用、分子筛的选择、阀的技术等要求更高，稳定性和性能要求也更高。

弥散式制氧机主要在西藏市场推广，西藏地区的军队、机关单位、酒店对制氧机的需求非常旺盛。销售模式主要分为两类：一方面通过销售弥散式制氧机产品的模式在军队、机关、企事业单位或酒店、居民区推广；另一方面通过免费投放机器设备，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。

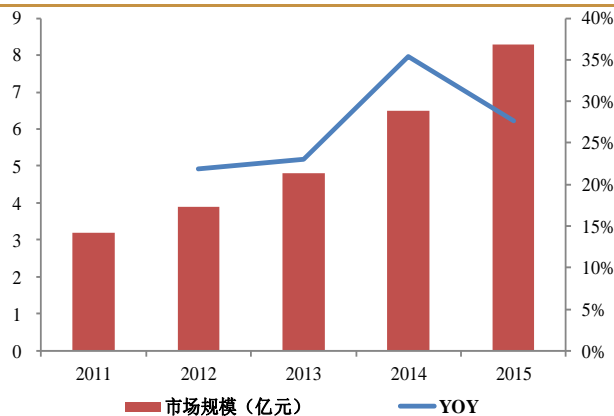
### 3.2 呼吸机进口替代空间大，面罩耗材有望提升盈利能力

睡眠呼吸暂停会造成睡眠过程中反复的间断性缺氧，引起机体代谢性障碍，从而导致多种慢病的发生。临床数据显示睡眠呼吸暂停会导致心血管疾病、脑血管疾病、致死性心脑血管事件的发病风险分别升高 3.45 倍、2.85 倍、2.44 倍。

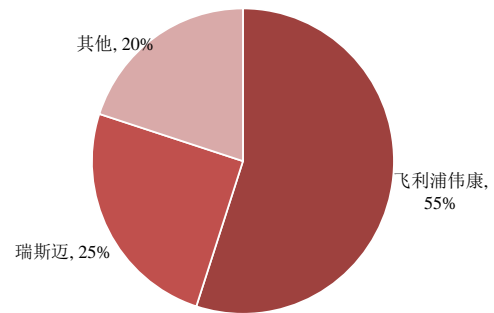
2016 年发布的《全球睡眠疾病相关慢病发病状况数据》显示中国睡眠呼吸暂停的患病率呈逐年上升趋势，过去 20 年间男性患病率增长 3.5 倍达到 14%，女性患病率增长 2.5 倍达到 5%，据此估计患病人数超过 1 亿。

睡眠呼吸暂停常用治疗方式为 CPAP 治疗，即使用呼吸机用面罩将持续的正压气流送入气道，治疗效果显著，具有无创安全的优点。

中国呼吸机市场规模从 2011 年的 3.2 亿增长到 2015 年的 8.3 亿，复合增速达到 27%。市场主要有飞利浦伟康和瑞斯迈垄断，合计市占率达到 80%。

**图 15: 中国呼吸机市场规模增长趋势**


数据来源：前瞻网，西南证券整理

**图 16: 中国呼吸机市场竞争格局**


数据来源：OSAHS，西南证券整理

鱼跃医疗在 2015 年推出呼吸机，保持高速增长态势，估计 2018 年收入接近 2 亿，保持翻倍增长。

鱼跃医疗的呼吸机技术先进，与进口产品相当，天猫月销量排名第二，终端售价约为进口产品的 3/4，但比其他国产品牌高 70% 以上。

**表 5: 不同公司单水平呼吸机价格和天猫月销量比较**

品牌	平均价格 (元/台)	天猫月销量
凤凰	2150	1626
<b>鱼跃</b>	<b>4180</b>	<b>1377</b>
瑞思迈 (进口)	6980	612
可孚	2380	589
飞利浦 (进口)	7680	377

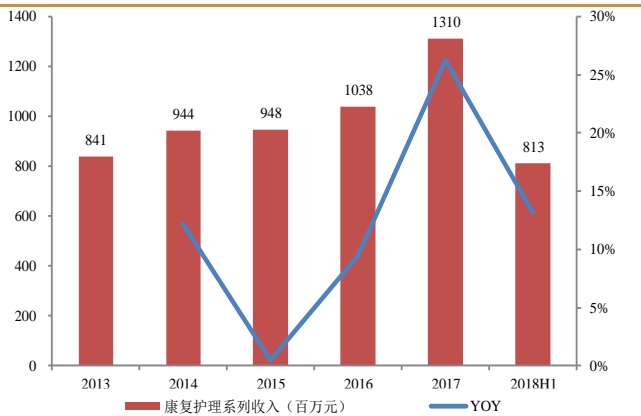
数据来源：天猫，西南证券整理

据统计美国有超过 1800 人患有睡眠呼吸暂停，患病率超过 5%，呼吸机年销量超过 300 万台，保守估计存量市场接近 3 倍达到 900 万台，渗透率高达 50%。保守估计中国渗透率达到 5%，对应呼吸机销量 500 万台。2018 年鱼跃呼吸机销量估计在 7 万台左右，市占率 15% 左右，对应终端销量 47 万台，还有 10 倍成长空间。

## 4 康复护理系列：产品线齐全，核心产品高增长

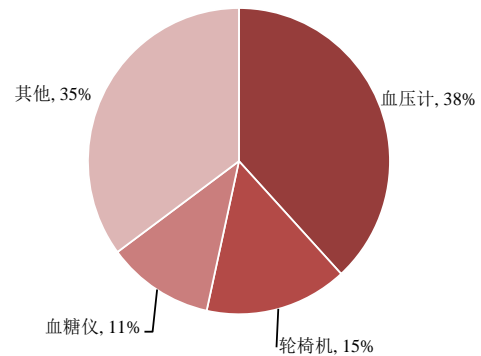
公司康复护理系列包括家庭常用医疗器械，如血压计、血糖仪、轮椅机、听诊器、血氧仪等产品。2017 年收入达到 13.1 亿，同比增长 26%。2017 年血压计收入约 5 亿，其中电子血压计超过 3.5 亿保持 30% 以上增长，水银血压计约 1.5 亿基本稳定；血糖仪及试纸收入约 1.4 亿，2018 年产能受限导致增速估计仅 30% 左右，2019 年产能瓶颈解除后有望实现高速放量。

图 17：公司康复护理系列产品收入增长趋势



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 18：公司康复护理系列产品收入结构

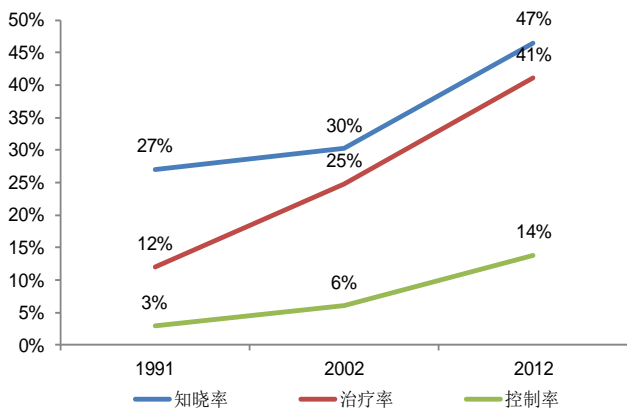


数据来源：公司公告，西南证券整理

## 4.1 电子血压计市占率排名第二，持续高速增长

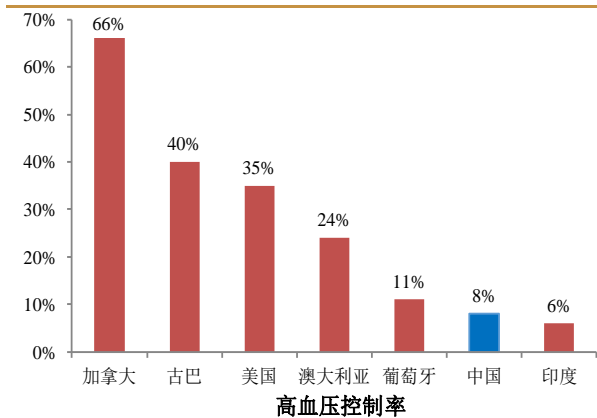
卫健委统计数据显示中国 18 岁及以上成人的高血压为 25.2%，对应患病人数达到 2.7 亿。中国高血压的知晓率、治疗率和控制率都在持续升高，随着患者教育和认识提升，未来仍会持续升高。但与发达国家相比，中国的高血压控制率还有巨大的提升空间。

图 19：中国高血压控制率现状



数据来源：中国居民营养与慢性病状况报告，西南证券整理

图 20：中国高血压控制率明显偏低（2009 年）



数据来源：高血压防治指南解读，西南证券整理

电子血压计操作简单、方便读数、没有汞污染，正在逐步取代水银血压计。中国已加入《关于汞的水保公约》，缔约国自 2020 年起停止生产及进口含汞产品，将进一步加快电子血压计对水银血压计的替代，推动电子血压计高速增长。

中国慢性病防治中长期规划（2017-2025 年）提出高血压管理人数要从 8835 万人提高到 2025 年的 1.1 亿人。按照电子血压计均价 250 元计算，对应市场规模将达到 275 亿元，如全部 2.7 亿高血压患者都配备电子血压计，市场空间高达 675 亿。

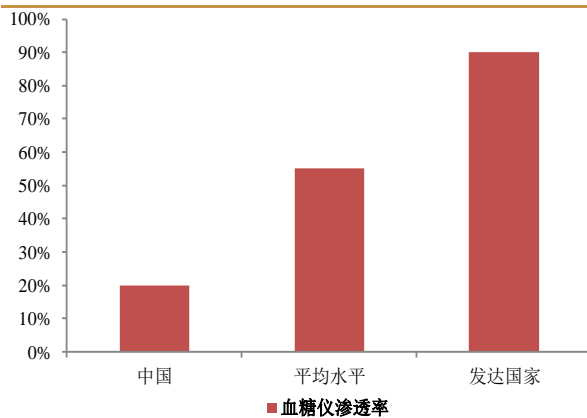
鱼跃医疗拥有电子血压计和水银血压计产品，电子血压计仍处在高速增长阶段，也是核心收入和利润来源。在电子血压计市场上，鱼跃医疗销量仅次于欧姆龙，市占率约为 20-30%，产品价格比欧姆龙低 10% 左右，相对其他数十个国产品牌具有明显的技术和品牌优势，保持 30% 左右的高速增长，市占率有望持续提升。

## 4.2 血糖仪医院带动 OTC 渠道销售，品牌力持续提升

卫健委统计数据显示中国 18 岁及以上成人的糖尿病患病率为 9.7%，对应患病人数达到 1.1 亿，糖尿病患者数量在全球排名第一位。2015 年血糖仪监测系统的全球市场规模为 130 亿美元，中国血糖仪监测系统整体市场规模约为 60 亿元。

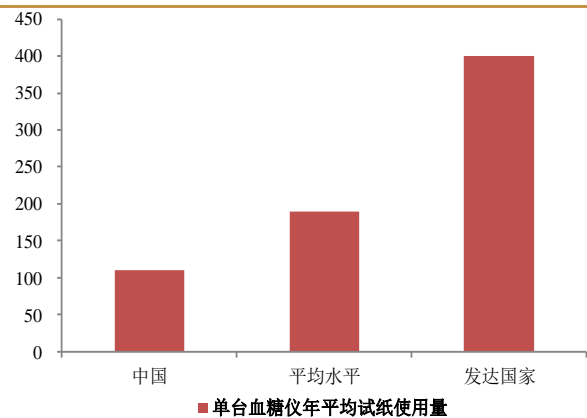
中国血糖仪渗透率偏低，城市地区血糖仪渗透率约 20-25%，农村地区渗透率约 5-10%，平均渗透率约为 20%，相比发达国家 90% 的渗透率，还存在巨大的差距。中国年均血糖监测试纸使用量偏低，我国每台血糖仪年均试纸使用量约为 100-120 条左右，相当于一周测两次，远低于发达国家单台血糖仪年均 400 条试纸使用量。随着中国血糖仪渗透率和试纸使用量提升，血糖仪监测市场将持续快速增长。

**图 21：中国血糖仪渗透率偏低**



数据来源：中国产业协会，西南证券整理

**图 22：中国单台血糖仪年平均试纸使用量偏低**



数据来源：中国产业协会，西南证券整理

不考虑新增糖尿病患者和糖耐量受损人群的需求，预计 2020 年市场规模总计 120 亿元，5 年内行业复合增长率约为 15%。随着国内经济水平不断增长、人口老龄化进程的提速、国家对糖尿病防控的投入加大、人们可支配收入的不断提高，以及对糖尿病等非传染慢性疾病防控意识不断增强，未来国内血糖监测产品市场增长潜力巨大。若参考发达国家 90% 渗透率，2020 年市场规模可达 285 亿元。

**表 6：中国血糖检测市场规模测算**

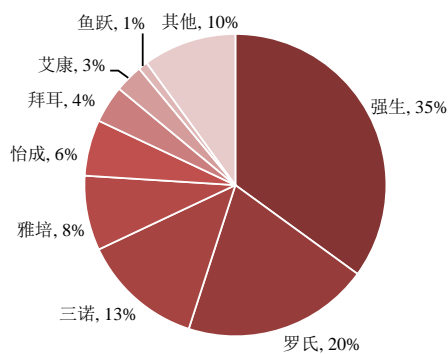
		糖尿病患者			
当前患者人数 (万)		10960			
未来 5 年年化增速		4%			
5 年后患者人数 (万)		13335			
患者类型		I 型糖尿病	II 型糖尿病	妊娠及其他	合计
患者占比		4%	95%	1%	100%
人数		533	12668	133	13335
渗透率		95%	35%	45%	
使用血糖仪人数 (万)		5000			
产品分类		仪器		试纸	
规格		国产 100-200 元		国产 1 元以上/条	
		进口 350 元以上		进口 2 元以上/条	

	糖尿病患者	
平均零售单价 (元)	230	1
年化使用量	0.25	180
年化人均费用 (元)	57.5	180
费用小计 (亿元)	28.75	90.01
市场规模总计 (亿元)	119	

数据来源：西南证券整理

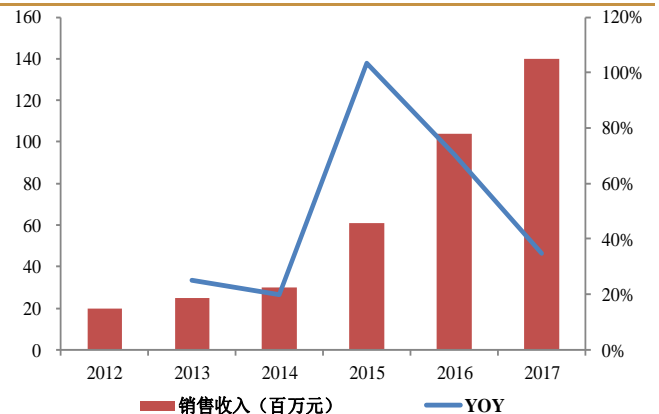
我国血糖仪销售格局分为零售 OTC 渠道和医院渠道，各占 50%左右。医院市场则基本被强生、罗氏、雅培等外资企业所占据。OTC 渠道由于国产品牌价格优势而占据大部分市场，占比约 60%。

**图 23：中国血糖仪市场竞争格局**



数据来源：中国产业协会，西南证券整理

**图 24：鱼跃医疗血糖监测产品收入增长趋势**



数据来源：鱼跃医疗公告，西南证券整理

与进口产品相比，鱼跃医疗的价格优势明显，血糖仪和试剂价格分别为进口产品的 30% 和 50%左右；与国产产品相比，鱼跃医疗产品的检测准确度高，与进口产品基本一致，技术水平优于国产竞争对手。而且与国产产品基本上在 OTC 渠道销售不同，鱼跃医疗走的是通过医院渠道带动 OTC 渠道销售，得到了医院专家的高度认可，医院端销售占比接近 50%。通过医院端口口碑带动 OTC 渠道销售，OTC 渠道快速放量，占比已超过医院端。

## 5 医用临床系列：持续外延扩张，整合能力强

公司医用临床系列通过持续外延并购扩充产品线，已经拥有手术器械、消毒感染、医用耗材等产品，未来仍将持续拓展产品线。

**表 7：公司医用临床系列产品线并购历史**

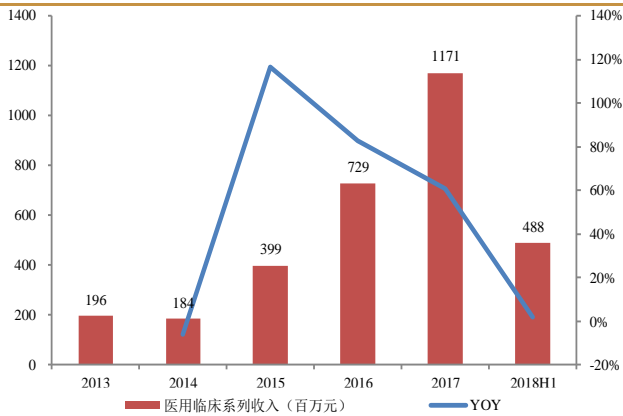
时间	标的	主营业务
2009	苏州医疗用品厂	针灸针、电子诊疗仪等中医器械
2014	优阅光学	光学眼镜
2014	日精仪器	血压仪表、数字血压计
2015	上械集团	医用手术器械、卫生材料、药用贴膏
2017	Metrax GmbH	心脏除颤器械

时间	标的	主营业务
2017	Amsino Medical	一次性医疗器械产品
2017-2018	中优医药	医院消毒感染控制

数据来源：公司公告，西南证券整理

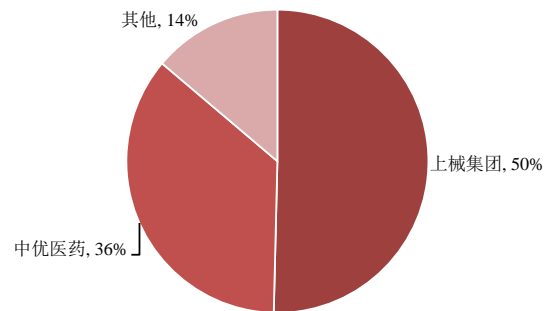
2017 年医用临床系列收入达到 11.7 亿，同比增长 61% (并表因素)。从收入结构来看，上械集团的医用手术器械及耗材占比达到 50%，中优医药的消毒设备占比 36%。

图 25：公司医用临床系列产品收入增长趋势



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 26：公司医用临床系列产品收入结构

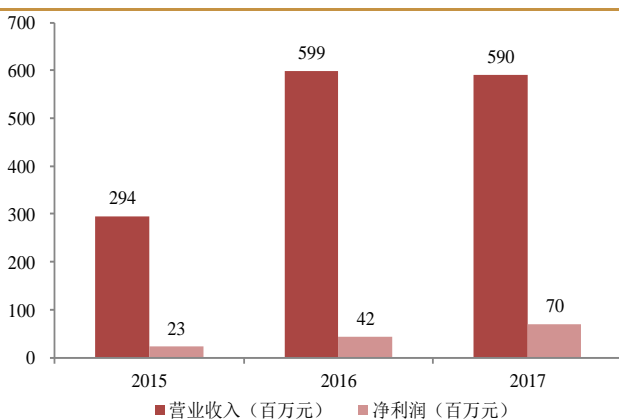


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司并购整合能力强，并购完成以来加强对标的经营整合，业绩大幅度增长。上械集团的收入从 2015 年的 2.9 亿增长到 2017 年的 5.9 亿，净利润 0.23 亿增长到 0.70 亿，复合增速分别高达 42% 和 74%，净利率从 8% 提升至 12%。

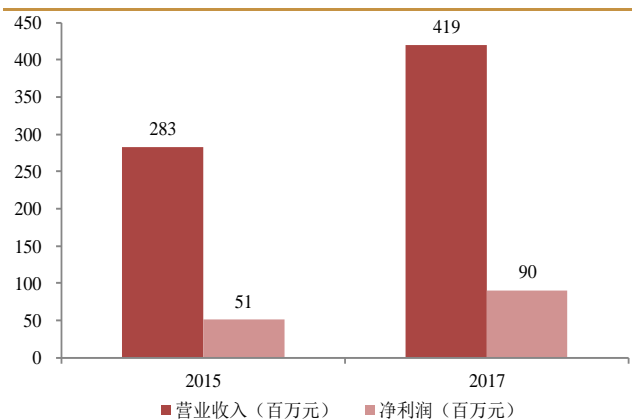
中优医药的收入从 2015 年的 2.8 亿增长到 2017 年的 4.2 亿，净利润 0.51 亿增长到 0.90 亿，复合增速分别高达 22% 和 33%，净利率从 18% 提升至 22%。

图 27：上械集团收入和净利润增长趋势



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 28：中优医药收入和净利润增长趋势



数据来源：公司公告，西南证券整理



## 6 盈利预测与估值

### 关键假设:

假设 1: 2018-2020 年电子血压计的销量增速分别为 35%、30%、30%; 血糖试纸的增速分别为 35%、50%、40%;

假设 2: 2018-2020 年普通制氧机的销量增速分别为 20%、18%、18%; 弥散式制氧机收入分别为 0.5 亿、1.0 亿、1.8 亿; 呼吸机的销量增速分别为 100%、50%、50%;

假设 3: 产能释放推动中优医药增速提升, 预计 2018-2020 年增速分别为 15%、20%、25%。

**表 8: 分业务收入及毛利率 (百万元)**

单位: 百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
合计	营业收入	3541.6	4233.0	5095.2	6234.1
	yoy	35%	20%	20%	22%
	毛利率	40%	40%	40%	40%
	营业成本	2136.9	2518.6	3033.6	3709.5
康复护理系列	营业收入	1310.2	1613.7	1994.4	2451.8
	yoy	26%	23%	24%	23%
	毛利率	32%	34%	34%	34%
	营业成本	896.1	1065.1	1316.3	1618.2
电子血压计	收入	370.0	499.5	649.4	844.2
	yoy	30%	35%	30%	30%
血糖仪及试纸	收入	140.0	189.0	283.5	396.9
	yoy	40%	35%	50%	40%
电动轮椅	收入		50.0	100.0	150.0
	yoy			100%	50%
医用供氧系列	营业收入	1043.3	1380.0	1745.5	2232.7
	yoy	10%	32%	26%	28%
	毛利率	48%	46%	46%	46%
	营业成本	544.2	745.2	942.6	1205.7
普通制氧机	收入	750.0	900.0	1062.0	1253.2
	yoy		20%	18%	18%
弥散式制氧机	收入		50.0	100.0	180.0
	yoy			100%	80%
呼吸机	收入	90.0	180.0	270.0	405.0
	yoy		100%	50%	50%
医用临床系列	营业收入	1171.4	1220.9	1335.1	1527.4
	yoy	4%	4%	9%	14%
	毛利率	42%	43%	43%	43%
	营业成本	685.2	695.9	761.0	870.6

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
上械集团	收入	590.3	560.8	560.8	588.8
	yoy	-1%	-5%	0%	5%
中优医药	收入	419.2	482.1	578.5	723.1
	yoy		15%	20%	25%
其他	营业收入	16.7	18.3	20.2	22.2
	yoy	29%	10%	10%	10%
	毛利率	32%	32%	32%	32%
	营业成本	11.4	12.5	13.7	15.1

数据来源：公司公告，西南证券

预计公司 2018-2020 年收入和归母净利润复合增速分别为 21%和 23%。给予鱼跃医疗 2019 年可比公司平均 PE (29 倍)，对应目标价为 25.81 元，维持“买入”评级。

**表 9：可比公司估值分析**

代码	公司	市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)			归母净利润 YOY			PE		
			2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
300760.SZ	迈瑞医疗	1400	2589	3657	4502	62%	41%	23%	54	38	31
300003.SZ	乐普医疗	431	899	1341	1733	32%	49%	29%	48	32	25
300529.SZ	健帆生物	177	284	399	524	41%	40%	32%	62	44	34
300633.SZ	开立医疗	127	190	264	360	46%	39%	36%	67	48	35
603658.SH	安图生物	235	447	581	756	28%	30%	30%	53	41	31
002901.SZ	大博医疗	132	296	375	481	35%	27%	28%	45	35	27
300595.SZ	欧普康视	88	151	212	286	32%	41%	35%	59	42	31
300326.SZ	凯利泰	67	195	304	305	23%	56%	0%	34	22	22
600055.SH	万东医疗	52	109	151	207	53%	38%	37%	48	35	25
可比公司平均值									52	37	29

数据来源：Wind，西南证券整理

## 7 风险提示

产品销量或低于预期的风险、并购整合或低于预期的风险、其他不可预知风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	3541.56	4232.98	5095.17	6234.07	净利润	627.54	744.46	928.46	1151.30
营业成本	2136.87	2518.65	3033.59	3709.54	折旧与摊销	89.84	69.94	78.58	85.28
营业税金及附加	34.93	41.75	50.25	61.49	财务费用	11.84	-44.90	-26.26	-26.90
销售费用	399.77	507.96	560.47	685.75	资产减值损失	16.56	20.00	20.00	20.00
管理费用	346.02	402.13	458.56	529.90	经营营运资本变动	301.95	131.74	-260.88	-337.43
财务费用	11.84	-44.90	-26.26	-26.90	其他	-805.62	-68.48	-58.59	-59.29
资产减值损失	16.56	20.00	20.00	20.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>242.10</b>	<b>852.76</b>	<b>681.30</b>	<b>832.96</b>
投资收益	48.98	40.00	40.00	40.00	资本支出	-1029.26	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	607.54	40.00	40.00	40.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-421.72</b>	<b>-60.00</b>	<b>-60.00</b>	<b>-60.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>682.98</b>	<b>827.38</b>	<b>1038.55</b>	<b>1294.30</b>	短期借款	-2.85	100.00	0.00	0.00
其他非经营损益	37.22	27.00	27.00	27.00	长期借款	-50.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>720.20</b>	<b>854.38</b>	<b>1065.55</b>	<b>1321.30</b>	股权融资	3.03	0.00	0.00	0.00
所得税	92.66	109.92	137.09	170.00	支付股利	-267.33	-316.37	-381.79	-477.45
净利润	627.54	744.46	928.46	1151.30	其他	225.23	-64.45	26.26	26.90
少数股东损益	35.51	30.00	35.00	40.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-91.92</b>	<b>-280.82</b>	<b>-355.53</b>	<b>-450.55</b>
归属母公司股东净利润	592.03	714.46	893.46	1111.30	<b>现金流量净额</b>	<b>-286.49</b>	<b>511.93</b>	<b>265.77</b>	<b>322.41</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	2053.39	2565.32	2831.09	3153.50	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1369.49	1611.10	1943.42	2373.86	销售收入增长率	34.53%	19.52%	20.37%	22.35%
存货	632.50	757.68	913.67	1119.57	营业利润增长率	26.33%	21.14%	25.52%	24.63%
其他流动资产	50.57	60.44	72.76	89.02	净利润增长率	25.11%	18.63%	24.72%	24.00%
长期股权投资	107.58	107.58	107.58	107.58	EBITDA 增长率	32.57%	8.64%	27.97%	24.00%
投资性房地产	7.12	7.12	7.12	7.12	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	881.86	928.16	965.83	996.80	毛利率	39.66%	40.50%	40.46%	40.50%
无形资产和开发支出	1355.85	1342.48	1329.11	1315.75	三费率	21.39%	20.44%	19.48%	19.07%
其他非流动资产	170.25	167.38	164.50	161.62	净利率	17.72%	17.59%	18.22%	18.47%
<b>资产总计</b>	<b>6628.61</b>	<b>7547.27</b>	<b>8335.08</b>	<b>9324.82</b>	ROE	11.26%	12.43%	14.20%	15.97%
短期借款	50.00	150.00	150.00	150.00	ROA	9.47%	9.86%	11.14%	12.35%
应付和预收款项	589.70	1074.52	1295.32	1584.49	ROIC	18.43%	18.16%	22.45%	25.40%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	22.16%	20.14%	21.41%	21.70%
其他负债	418.03	333.12	353.48	380.19	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1057.73</b>	<b>1557.65</b>	<b>1798.79</b>	<b>2114.68</b>	总资产周转率	0.57	0.60	0.64	0.71
股本	1002.48	1002.48	1002.48	1002.48	固定资产周转率	7.02	6.60	6.66	7.42
资本公积	2128.44	2128.44	2128.44	2128.44	应收账款周转率	5.42	5.08	5.09	5.14
留存收益	2100.68	2498.77	3010.43	3644.29	存货周转率	4.12	3.54	3.58	3.60
归属母公司股东权益	5240.95	5629.69	6141.35	6775.20	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	89.73%	—	—	—
少数股东权益	329.93	359.93	394.93	434.93	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>5570.88</b>	<b>5989.62</b>	<b>6536.28</b>	<b>7210.14</b>	资产负债率	15.96%	20.64%	21.58%	22.68%
负债和股东权益合计	6628.61	7547.27	8335.08	9324.82	带息债务/总负债	4.73%	9.63%	8.34%	7.09%
					流动比率	4.98	3.77	3.68	3.58
					速动比率	4.21	3.20	3.10	2.99
					股利支付率	45.15%	44.28%	42.73%	42.96%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.59	0.71	0.89	1.11
					每股净资产	5.56	5.97	6.52	7.19
					每股经营现金	0.24	0.85	0.68	0.83
					每股股利	0.27	0.32	0.38	0.48
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	784.65	852.42	1090.87	1352.67					
PE	33.61	27.85	22.27	17.91					
PB	3.57	3.32	3.04	2.76					
PS	5.62	4.70	3.91	3.19					
EV/EBITDA	22.73	20.32	15.63	12.37					
股息率	1.34%	1.59%	1.92%	2.40%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	15558686883	15558686883	ybz@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyf@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn