

2019年1月16日

鱼跃医疗 (002223.SZ)

## “家用+医用”双线发力，医疗平台型龙头再起航

■“家用+医用”双线发力，公司体量已成长至行业领先：鱼跃医疗是一家以提供家用医疗器械、医用临床器械为主体的创新型医疗器械公司。公司业务主要定位在家用和医用两大领域，涵盖呼吸供氧、血糖血压、康复护理、手术器械、高值耗材、中医器械、高分子卫生辅料等多个领域，产品线齐全。2018年前三季度，公司实现营业总收入31.80亿元，同比增长18.12%；营业利润7.48亿元，同比增长17.73%；扣非后归母净利润5.98亿元，同比增长17.38%，近年来的不断成长使鱼跃居于行业领先地位。

■消费升级与老龄化浪潮叠加，家用医疗市场有望持续扩容：18年上半年，鱼跃家用医疗器械板块实现收入约8.13亿元，同比快速增长31.98%。参照日本消费社会发展历程，我国二三线城市将由第二消费社会过渡到第三消费社会，一线城市已开始进入第四消费社会，国民健康意识提升；随着我国老龄化日益显著，慢性病人口基数增多，家庭也将逐渐成为重要的日常护理诊疗场所。消费升级和老龄化浪潮叠加下，家用医疗市场将迎来黄金增长期。鱼跃作为家用医疗器械领域龙头，持续增长确定性不断加强。

■家用器械：电商平台持续发力，明星产品领跑市场：鱼跃自2013年设立电子商务部以来，电商渠道拓展效果显著，2014年至2017年，公司电子商务平台CAGR约为70%。2018年618大促及双11期间，鱼跃双节全网销售额累计突破2亿元，居行业首位。根据天猫及京东平台数据：我们预计电商平台2018年仍将保持50%的快速增长，实现营收约13亿元。

■医用器械：收购上械及中优，优化整合有望提高盈利水平：随着上械技改和整合完成，预计上械因生产受阻导致下滑的净利率将恢复历史平均水平，达11%左右。公司于2016年末和2018年初，分两次分别受让上海中优61.62%和38.38%的股份，实现完全控股。中优医药作为消毒领域的龙头企业，将进一步丰富鱼跃医用临床产品线，并借助与上械集团和鱼跃现有渠道及客户资源的协同效应，拓展医院整包业务。2018年上半年中优医药实现营业收入2.32亿元，净利润约4422万元。预计整合的协同效应下，中优收入增速将维持在20%-30%。随着中优完全并表和上械加速整合以及后续的产能扩充，公司医用器械板块盈利水平有望提高。西藏自治区的制氧项目也将进一步拉动公司医用供氧业务。

■积极布局海外，国际化进程不断加速：2013年公司在美国圣地亚哥设立第一个海外研发中心，正式布局海外市场。2016年以来，公司海外布局步伐明显加快，先后在德国设立子公司和研发中心，并在2017年先后收购和入股海外公司。成立鱼跃德国公司作为鱼跃在欧洲的研发中心和制造中心，促进公司产品升级、品牌国际化；收购欧洲最大除颤器生产商Metrax，完善鱼跃国内医疗器械渠道，开拓除颤器国内蓝海市场；参股Amsino Medical，合作互补打通国内外销售渠道。随着公司现有海外公司整合不断深入和新海外投资不断推进，鱼跃医疗国际化程度将进一步加深。

■投资建议：预计2018年-2020年EPS为0.71/0.87/1.04元，当前股价20.09元，对应PE 28.1/22.9/19.2倍，维持买入-A投资评级。预计6个月目标价26.32元，对应19年动态市盈率30倍。

■风险提示：电商渠道增长速度低于预期；收购企业后，进一步整合存在不确定性；新产品上市推广低于预期。

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	2,632.6	3,541.6	4,249.4	5,161.1	6,180.0
净利润	500.3	592.0	713.8	873.9	1,043.3
每股收益(元)	0.50	0.59	0.71	0.87	1.04
每股净资产(元)	4.90	5.23	5.56	6.08	6.72

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	40.1	33.9	28.1	22.9	19.2
市净率(倍)	4.1	3.8	3.6	3.3	3.0
净利润率	19.0%	16.7%	16.8%	16.9%	16.9%
净资产收益率	10.2%	11.3%	12.8%	14.3%	15.5%
股息收益率	1.3%	0.8%	1.7%	1.8%	2.0%
ROIC	25.7%	23.7%	20.4%	21.6%	21.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 公司深度分析

证券研究报告

医疗器械

投资评级 买入-A

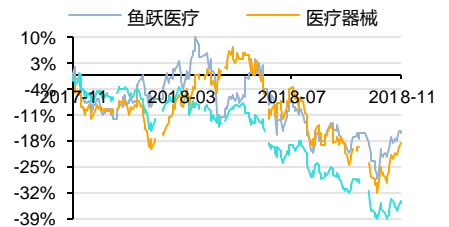
维持评级

6个月目标价：26.32元  
股价(2018-01-15) 20.09元

### 交易数据

总市值(百万元)	20,139.76
流通市值(百万元)	17,179.09
总股本(百万股)	1,002.48
流通股本(百万股)	855.11
12个月价格区间	15.91/24.57元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	6.94	12.01	17.03
绝对收益	10.16	-0.05	-16.89

马帅

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518120001  
mashuai@essence.com.cn

周新明

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517050002  
zhouxm1@essence.com.cn

### 相关报告

## 内容目录

<b>1. “家用+医用”双线发力，铸就鱼跃医疗器械行业地位</b>	<b>5</b>
1.1. 在发展过程中产品线日趋丰富	5
1.2. 股权较为集中的民营企业，利于企业战略实施	5
1.3. 产品品类广泛覆盖多种疾病及临床需求	6
1.4. 内生与外延双轮驱动，成就公司业绩快速增长	7
<b>2. 老龄化与消费升级浪潮叠加，家用医疗市场有望持续扩容</b>	<b>8</b>
2.1. 老龄化日益严重，医疗卫生支出持续增长	8
2.2. 人均可支配收入提高，拉动医疗保健消费升级	10
2.3. 老龄化加剧和医药消费升级共同助力家用医疗市场增长	12
<b>3. 家用器械：电商平台持续发力，品牌影响力已然形成</b>	<b>13</b>
3.1. 电商渠道拓展效果显著，销量持续高增长	13
3.2. 高效研发带动产品升级换代，价格毛利双提升	16
3.3. 国内家用医疗领先品牌地位已然确立	17
<b>4. 家用医疗品类丰富，鱼跃几大核心品种逐步占据主动地位</b>	<b>19</b>
4.1. 制氧机成为鱼跃主打产品，销量全国第一	19
4.2. 血压计价格带适中，销售量持续快速增长	23
4.3. 雾化器处于市场成长期，未来市场空间广阔	24
4.4. 呼吸机家用渗透率尚低，进口替代仍大有可为	25
<b>5. 医用医疗器械注册证丰富，渠道协同提升竞争力</b>	<b>26</b>
5.1. 医用供氧业务进西藏，开拓高原氧保健市场	27
5.2. 收购知名品牌华佗，渠道协同改善经营效率	27
5.3. 收购上械获得丰富临床产品线，优化整合有望提高盈利水平	28
5.4. 收购中优医药进入医用消毒领域	29
5.5. 产能不断提升，打破成长瓶颈	30
<b>6. 积极布局海外，国际化进程不断加速</b>	<b>30</b>
6.1. 图特林根设立子公司和研发中心，品牌走出去技术引进来	31
6.2. 收购欧洲最大除颤器生产商 Metrax，开拓国内蓝海市场	31
6.3. 参股 Medical，借助海外营销网络开展国际化战略	32
<b>7. 盈利预测与投资评级</b>	<b>33</b>
7.1. 核心假设	33
7.2. 投资建议	33
<b>8. 风险提示</b>	<b>34</b>

## 图表目录

图 1: 鱼跃医疗发展历程.....	5
图 2: 鱼跃医疗股权及业务架构.....	6
图 3: 鱼跃医疗细分业务板块布局.....	7
图 4: 公司营业收入增长 (亿元) .....	7
图 5: 扣非后归母净利润增长 (亿元) .....	7
图 6: 公司营业收入结构变动趋势.....	8
图 7: 毛利结构变动趋势.....	8
图 8: 鱼跃医疗三项业务毛利率历年变动情况.....	8
图 9: 日本历年人口结构.....	9
图 10: 中国历年人口结构.....	9
图 11: 日本历年医疗卫生费用情况.....	9
图 12: 中国历年医疗卫生费用情况.....	10
图 13: 全国城镇居民人均可支配收入增长情况 (单位: 元) .....	10
图 14: 美国医疗保健在个人消费支出中占比随人均可支配收入增长.....	11
图 15: 中国城镇居民人均医疗支出在消费支出中占比.....	11
图 16: 消费型医疗产品的成长周期.....	12
图 17: 中国各级城市人口占比.....	12
图 18: 日本家用医疗器械销售情况.....	13
图 19: 中国家用医疗器械销售情况.....	13
图 20: 鱼跃电商平台营业收入 (亿元) .....	14
图 21: 鱼跃天猫专卖店近期销量统计(截至 2018/12/10) .....	15
图 22: 天猫专卖店近期销售额统计(截至 2018/12/10).....	15
图 23: 2016 年中国医疗器械市场统计.....	16
图 24: 2016 年中国家用医疗器械市场统计.....	16
图 25: 鱼跃医疗康复护理系列近年毛利率变化.....	17
图 26: 天猫专卖店制氧机销量占比(截至 2018/12/10).....	23
图 27: 天猫专卖店制氧机销售额占比(截至 2018/12/10) .....	23
图 28: 我国高血压患病率、知晓率、治疗率、控制率对比 (1991/2014 年) .....	23
图 29: 天猫专卖店血压计销量占比(截至 2018/12/10).....	24
图 30: 天猫专卖店血压计销售额占比(截至 2018/12/10) .....	24
图 31: 雾化器作用原理图.....	25
图 32: 鱼跃雾化器产品.....	25
图 33: 公司历年医用供氧收入情况.....	27
图 34: 华佗牌针灸器械等中医器械.....	28
图 35: 苏州医疗用品厂历年净利润 (万元) .....	28
图 36: 上械集团部分重点产品示例.....	29
图 37: 鱼跃近年布局海外市场举措.....	30
图 38: PRIMEDIC 普美康系列除颤产品 .....	31
图 39: Amsino Medical 主要产品.....	32

表 1: 鱼跃医疗双 11 品类销售情况.....	14
表 2: 鱼跃医疗双 11 单品销售情况.....	14
表 3: 鱼跃医疗近期品类销售情况 (截至 2018/12/10) .....	15
表 4: 制氧机新老产品对比.....	16
表 5: 呼吸机新老产品对比.....	17
表 6: 各品牌血压计产品价格对比.....	18
表 7: 鱼跃家用医疗器械产品线.....	19
表 8: 制氧机适用人群.....	19
表 9: 鱼跃制氧机类型和型号统计.....	20
表 10: 市场制氧机主要品牌和产品情况.....	22
表 11: 市场血压计主要品牌和产品情况.....	24
表 12: 市场雾化器主要品牌和产品情况.....	25
表 13: 呼吸机及制氧机各维度对比.....	26
表 14: 市场呼吸机主要品牌和产品情况.....	26
表 15: 公司西藏新设公司与具体业务.....	27
表 16: 2013 至 2017 年上械集团财务情况与同行业净利率对比情况.....	29
表 17: 近几年中优医药财务情况.....	30

## 1. “家用+医用” 双线发力，铸就鱼跃医疗器械行业地位

### 1.1. 在发展过程中产品线日趋丰富

鱼跃医疗前身是 1998 年成立的江苏鱼跃医疗设备有限公司。鱼跃以自主创新为主题，注重技术研发投入，不断延长产业链。2008 年在深交所上市后，鱼跃利用资本市场的优势，通过收购兼并不断实现发展扩张。目前已成为一家以提供家用医疗器械、医用临床器械为主体的创新型医疗公司。公司业务主要定位在家用和医用两大领域，涵盖呼吸供氧、血糖血压、康复护理、手术器械、高值耗材、中医器械、高分子卫生辅料等多个领域，产品线齐全。

图 1：鱼跃医疗发展历程

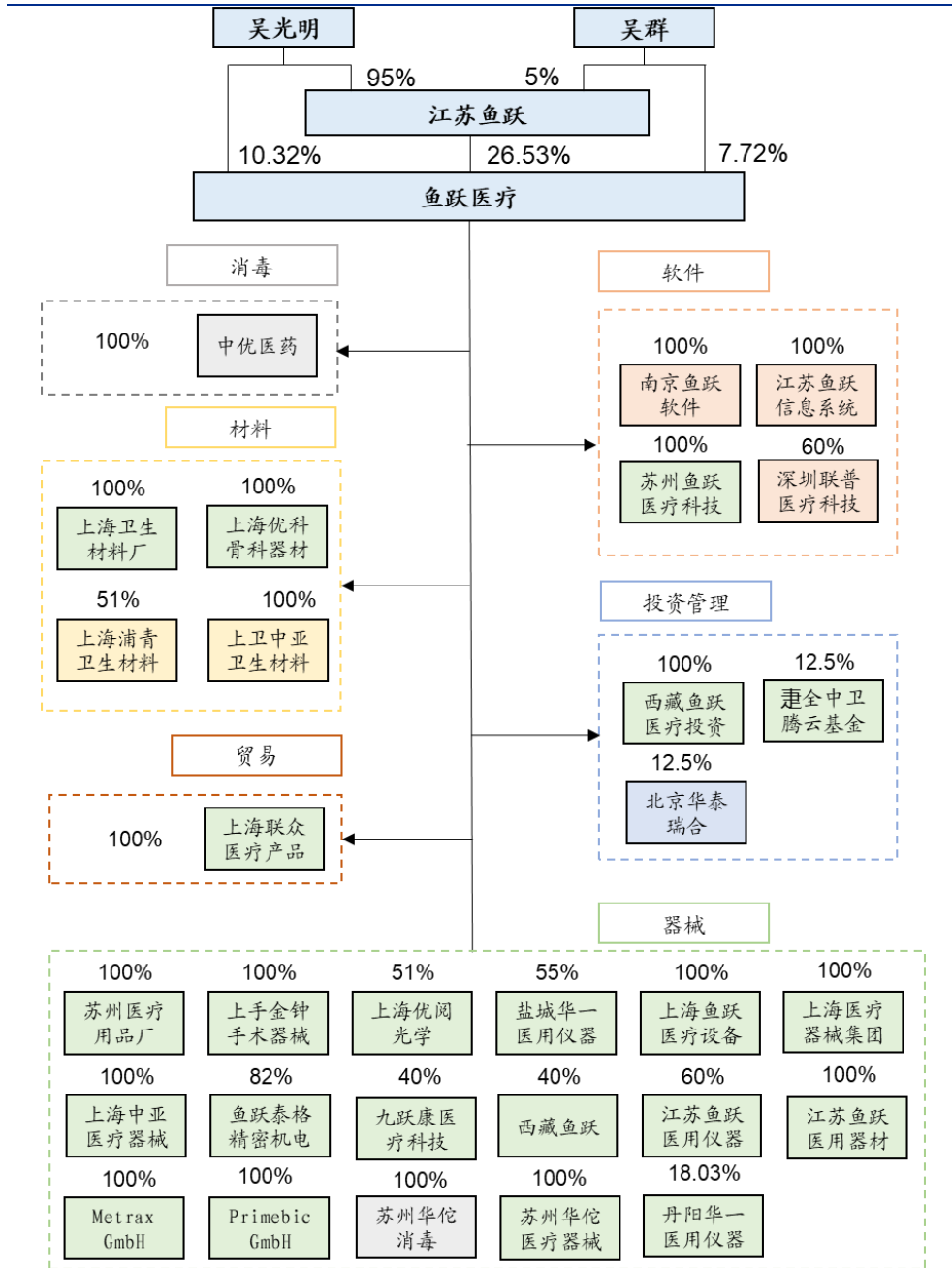


资料来源：鱼跃医疗官网、安信证券研究中心

### 1.2. 股权较为集中的民营企业，利于企业战略实施

公司的第一大控股股东为江苏鱼跃科技发展有限公司，实际控制人吴光明及吴群。鱼跃科技持有公司 26.53%股份，吴光明、吴群父子二人分别直接持有 10.32%和 7.72%，直接和间接合计共持有公司 44.57%股份。公司股权集中度高，有利于企业战略顶层设计和实际实施。

图 2：鱼跃医疗股权及业务架构



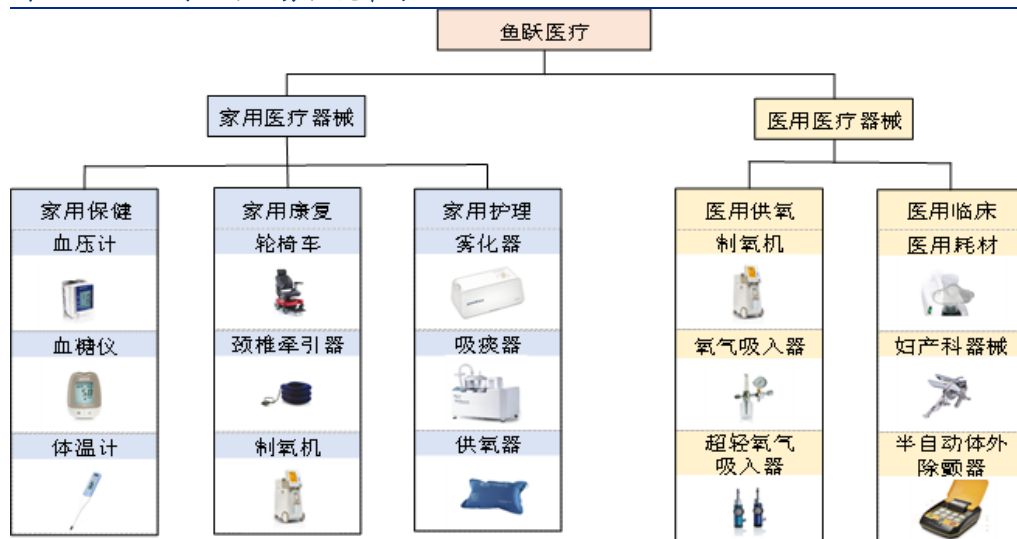
资料来源：公司年报、安信证券研究中心

### 1.3. 产品品类广泛覆盖多种疾病及临床需求

鱼跃的业务发展方向集中在家庭医疗、临床医疗。家用医疗健康领域，鱼跃主要围绕呼吸系统、心血管、内分泌三大病种开拓产品市场；临床医疗领域，公司提供医用高值耗材、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；另外公司也开始布局美好生活板块，此板块以专业的临床医学为基础，研制各类家用康复护理医疗器械。公司于2015年推出弥散式制氧机、睡眠呼吸机、真空采血管、留置针等多种新品，完成对上械集团的收购兼并，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，丰富了产品品类。



图 3：鱼跃医疗细分业务板块布局

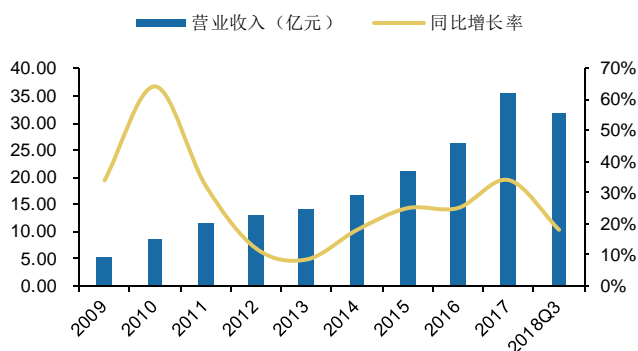


资料来源：公司年报、安信证券研究中心

### 1.4. 内生与外延双轮驱动，成就公司业绩快速增长

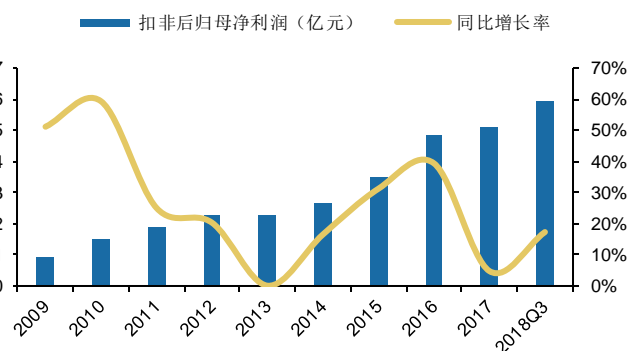
公司近年来内生业务稳健增长，2018 年公司电子商务板块持续发力，平台业绩增长迅速。同时，公司采取积极的外延并购策略，在内生性成长和外延式收购的共同促进下，公司实现了快速的复合增长。2018 年前三季度，公司实现营业收入 31.80 亿元，同比增长 18.12%，营业利润 7.48 亿元，同比增长 17.73%，扣非归母净利润 5.98 亿元，同比增长 17.38%。

图 4：公司营业收入增长（亿元）



资料来源：WIND、安信证券研究中心

图 5：扣非后归母净利润增长（亿元）

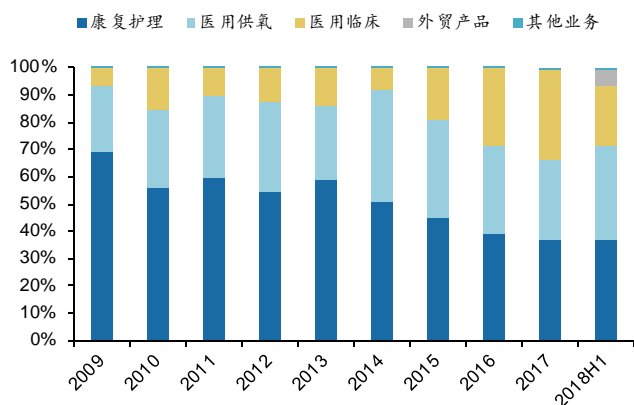


资料来源：WIND、安信证券研究中心

公司近年来持续布局院内渠道临床医疗业务前期并购并整合包括手术器械产品线的上械、抗菌涂层和安全无针为主要产品的美诺等公司。2016 年，公司收购上海中优医药 61.62% 的股权，涉足医院消毒感染控制领域；2018 年上半年，公司成功完成对中优剩余 38.38% 股权的收购，实现完全控股。公司推进精准化销售，加大研发投入和品牌建设，并加大收购兼并的力度，拓宽销售渠道，增强了在医院资源的积累和临床推广能力。

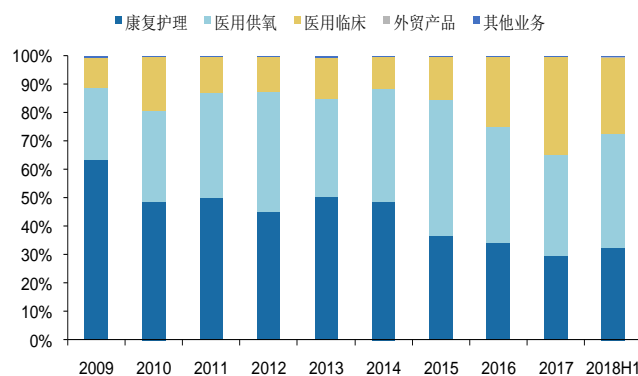
近年来，医用供氧和医用临床板块业绩在公司的营业收入和毛利中占比不断上升。公司从最初的以家用康复护理器械为主发展为家用器械和医用器械板块齐头并进的医疗器械平台型公司。院内临床医疗未来将会成为增量业务，不断提升在整体业务中的占比。

图 6：公司营业收入结构变动趋势



资料来源：WIND、安信证券研究中心

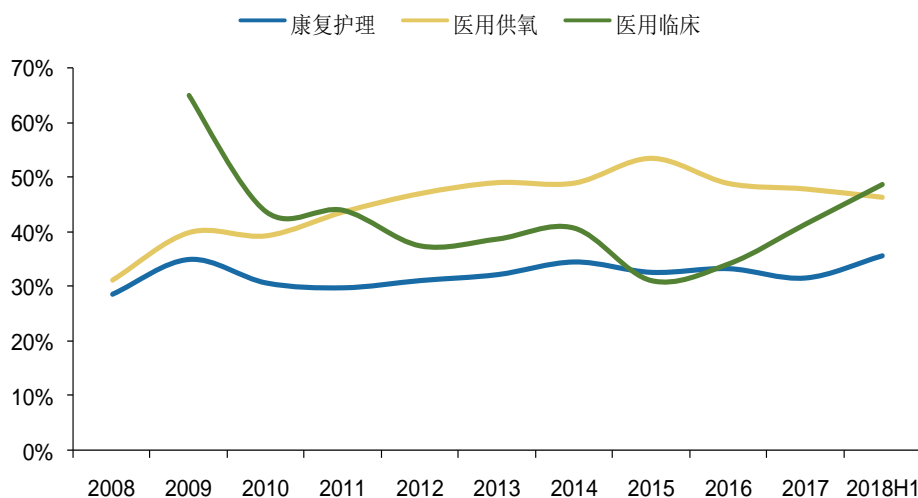
图 7：毛利结构变动趋势



资料来源：WIND、安信证券研究中心

三项业务的毛利结构方面，2017 年和 2018 年上半年公司康复护理、医用供氧、医用临床的毛利贡献分别为 29.47%、35.52%、34.59%和 32.40%、40.34%、26.59%。2018 年上半年，公司调整了统计口径，将上海联众高收入、高成本、低毛利的外贸产品单独核算，该部分毛利贡献为 370.9 万元。医用临床业务因上械集团和中优医药的整合还在进行中，毛利率仍有提升的空间。医用供氧业务近几年积极开拓高原氧保健市场，毛利率得到稳步提高。

图 8：鱼跃医疗三项业务毛利率历年变动情况



资料来源：Wind、安信证券研究中心

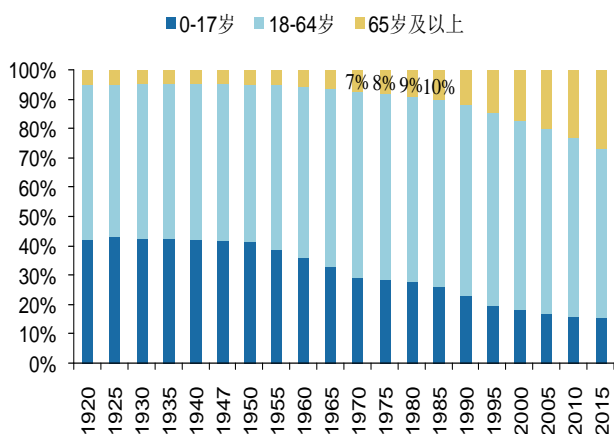
## 2. 老龄化与消费升级浪潮叠加，家用医疗市场有望持续扩容

### 2.1. 老龄化日益严重，医疗卫生支出持续增长

老龄化严重的成熟经济体日本为中国提供了参考样板。以日本为例，1970 年，日本劳动人口数量达到顶峰，65 岁以上老人比例占 7%，此后日本人口老龄化日益严重。2010 年，中国劳动人口数量见顶，65 岁以上老人比例为 9%，老龄化亦成为中国未来面对的严峻人口问题。

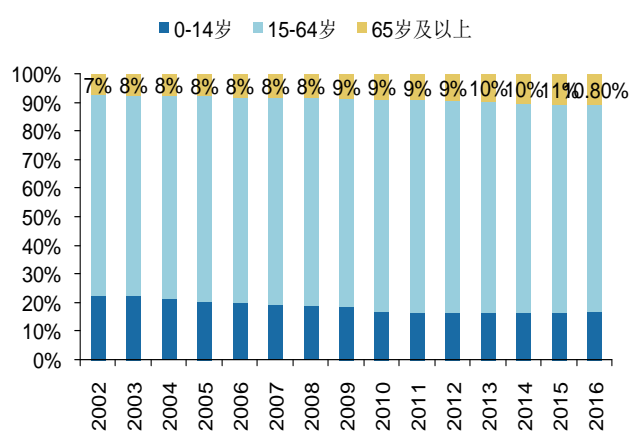


图 9：日本历年人口结构



资料来源：Wind、安信证券研究中心

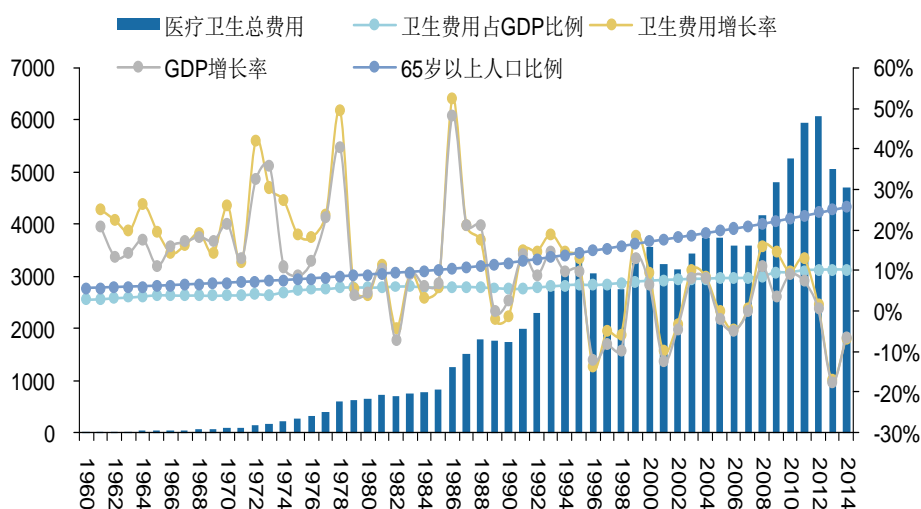
图 10：中国历年人口结构



资料来源：Wind、安信证券研究中心

老龄化过程中不可避免的是医疗卫生费用的上升。1980年开始，日本65岁以上人口比例开始快速增长，期间医疗卫生费用也增长迅速。1980年-1990年，日本医疗卫生费用的复合年增长率达到10.4%。

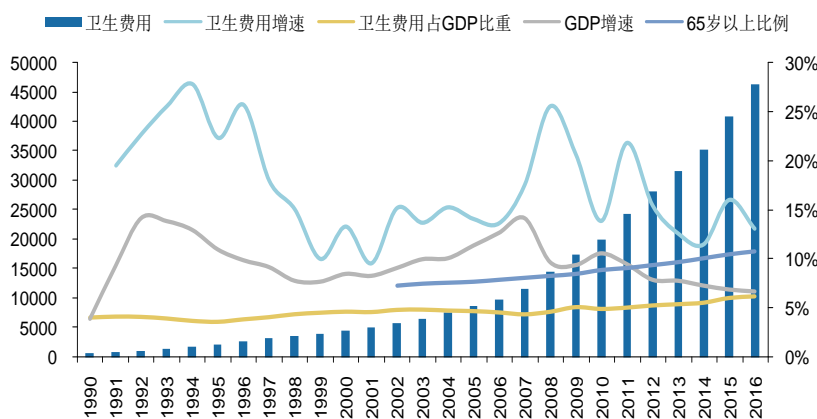
图 11：日本历年医疗卫生费用情况



资料来源：世界银行、安信证券研究中心

随着2010年中国劳动人口数量见顶，未来中国65岁以上人口比例将像30年前的日本一样增长迅速，卫生费用持续增长。我国的卫生费用增速长期高于GDP增速，且卫生费用占GDP比例一直上升，2016年达6.22%，而日本在1980年为约10%。

图 12: 中国历年医疗卫生费用情况

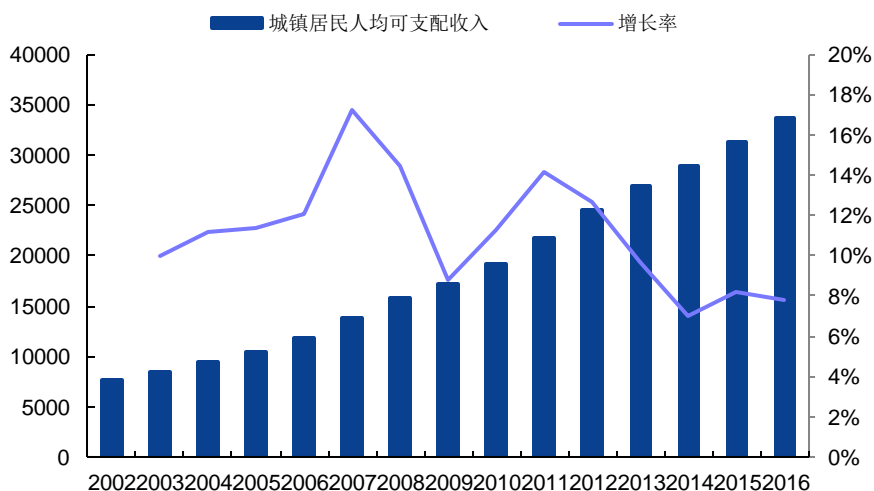


资料来源: 国家统计局、安信证券研究中心

## 2.2. 人均可支配收入提高, 拉动医疗保健消费升级

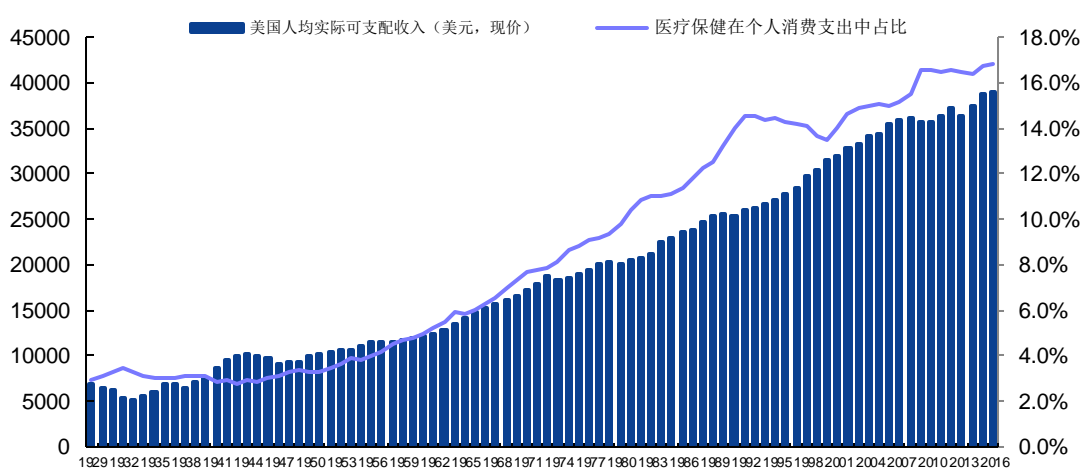
根据国家统计局数据, 目前, 中国城镇居民收入及医疗支出水平大致为: 人均可支配收入在略高于 3 万元人民币 (2016 年全国城镇平均是 3.3 万元人民币)、医疗保健费用在个人消费支出中占比大概 6%-8% 左右。

图 13: 全国城镇居民人均可支配收入增长情况 (单位: 元)



资料来源: 国家统计局、安信证券研究中心

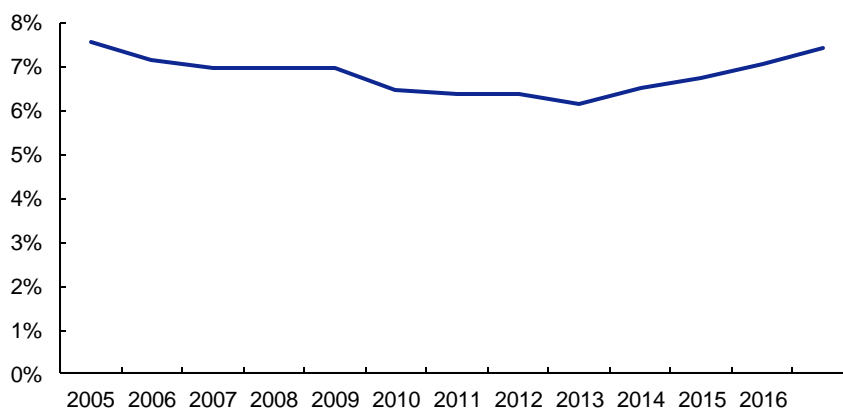
图 14: 美国医疗保健在个人消费支出中占比随人均可支配收入增长



资料来源: Bureau of Economic Analysis, 安信证券研究中心

对比之下可以看出,目前中国也正处在于消费升级、医疗保健支出开始加快增长的阶段。从 2013 年开始,中国城镇居民人均医疗支出在消费支出中占比从 6.1% 上升到了 2016 年的 7.1%,并且仍在继续提升。

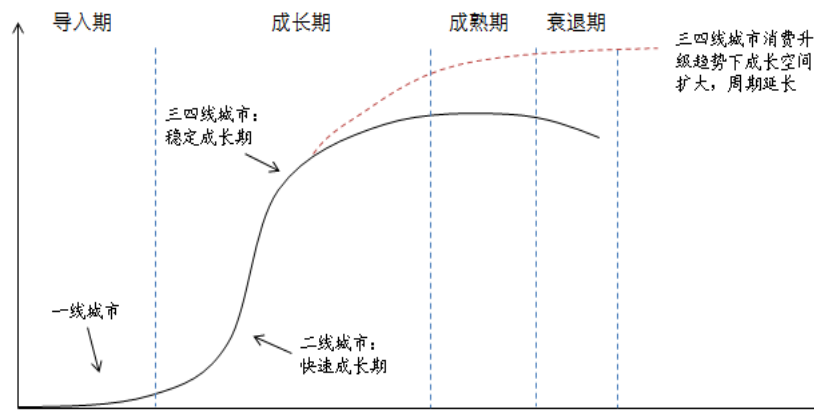
图 15: 中国城镇居民人均医疗支出在消费支出中占比



资料来源: 国家统计局, 安信证券研究中心

国内市场总量持续增长,结构方面:从不同层级城市的发展水平来看,三四线城市收入水的提升为医疗产品长远增长提供了有力保障。一个消费型医疗产品的生命周期一般为:进入一线城市是导入期,向二线城市扩展的时候是成长期,这也是快速放量加快增长的阶段;然后就是向三四线城市的下沉,这通常对应的是成长期的后半阶段,增速会有下降(价格接受度、医疗资源的覆盖需要时间等),但会以一个平稳的速度保持很长时间的增长,特别是在三四线城市消费能力提升的情况下会极大地拓展产品的发展空间和成长周期。在整个生命周期中,导入期解决的是技术成熟度、民众认知度的问题,成长期解决的是价格敏感度的问题,随着产品价格的下降与消费能力的提高,产品逐渐进入加快成长的阶段。

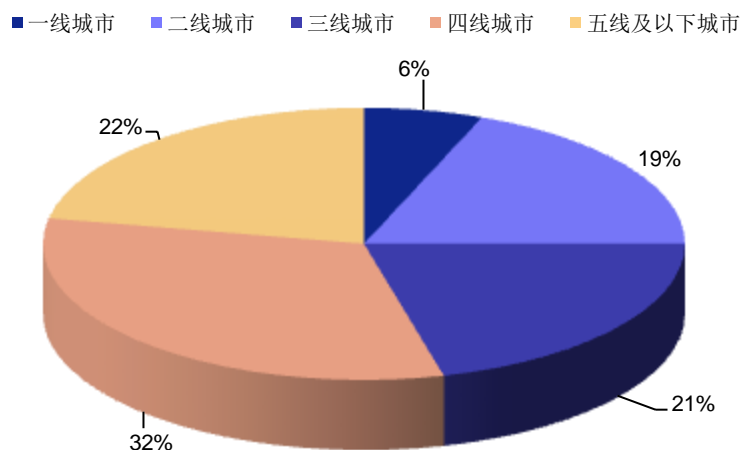
图 16: 消费型医疗产品的成长周期



资料来源: CNKI, 安信证券研究中心

展望未来, 作为覆盖人群最广的三四线城市 (人口占比合计超过 50%), 随着其人均可支配收入的进一步提高, 医疗保健消费升级的趋势正在加快, 为消费升级受益的行业的成长提供强劲的内生动力。

图 17: 中国各级城市人口占比

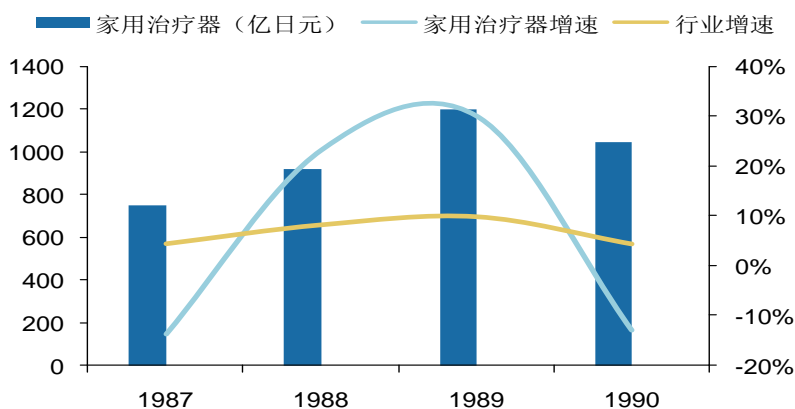


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

### 2.3. 老龄化加剧和医药消费升级共同助力家用医疗器械市场增长

老年人常见病、慢性病的日常护理和治疗逐步转向以社区和家庭为主, 这为以保健、调理为主功能的家用医疗器械市场的快速发展提供了动力。个人康复护理和家庭医疗用的小型设备的主要最终客户正逐渐从在医院、疗养院使用转变为家庭使用为主。日本 80 年代家用医疗器械销售增长迅速, 1987 年-1989 年间日本家用医疗器械销售 CAGR 为 27%, 1989 年达到 1200 亿日元。1990 年日本发生严重经济危机, 销售增速有所回落。

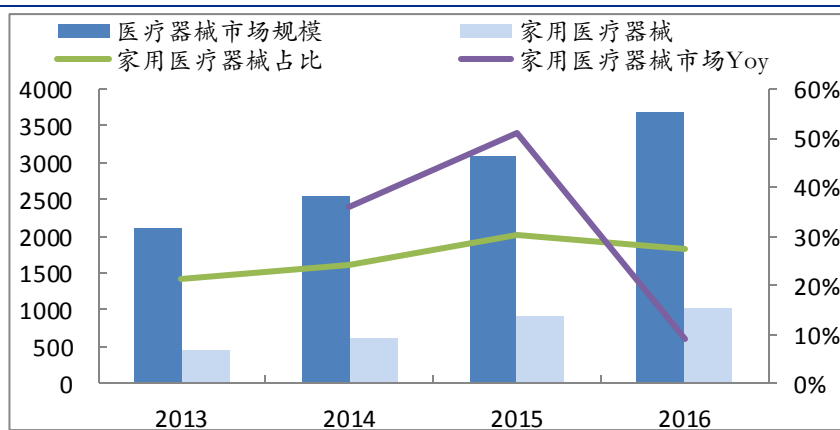
图 18: 日本家用医疗器械销售情况



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

根据中国医药物资协会发布的《中国医疗器械行业发展蓝皮书》，我国医疗器械市场从 2013 年的 2120 亿元增长至 2016 年的 3700 亿元，同时家用医疗器械市场规模从 13 年的 451 亿元增至 16 年的 1010 亿元，年复合增长率为 30.88%，实现了快速增长。

图 19: 中国家用医疗器械销售情况



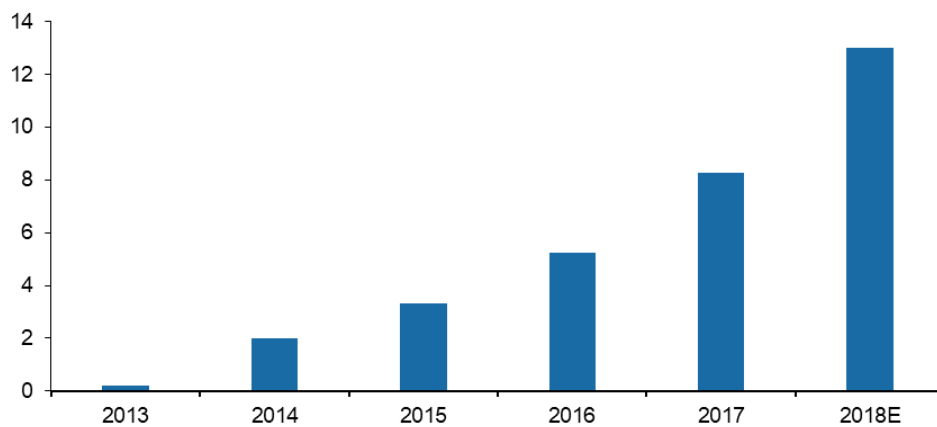
资料来源: 中国医药物资协会, 安信证券研究中心

### 3. 家用器械：电商平台持续发力，品牌影响力已然形成

#### 3.1. 电商渠道拓展效果显著，销量持续高增长

公司于 2013 年设电子商务部，并在天猫、京东等主要电商平台设立公司品牌旗舰店。近年来一直致力于加大电商渠道开拓力度，2013 年至 2016 年公司电子商务平台年均收入增速达 60%，成为公司新的业绩增长点。2017 年公司电子商务平台实现收入约 8 亿元，稳居同行首位。电商渠道已经成为公司家用医疗器械的重要销售渠道，营收贡献率超过 20%。根据天猫及京东平台数据：我们预计电商平台 2018 年仍将保持 50% 的快速增长，实现营收约 13 亿元。

图 20: 鱼跃电商平台营业收入 (亿元)



资料来源: 公司年报、安信证券研究中心

根据 2018 年鱼跃医疗双 11 销售战报, 鱼跃品牌全网销售额破亿元, 连续 4 年蝉联网络医疗器械销售冠军。在品类销售方面, 制氧机、血氧仪、吸痰器、听诊器为天猫、京东品类双第一, 电子血压计为天猫、京东单品销量第一, 雾化器为天猫单品销量及京东品类第一, 呼吸机为天猫品类及京东单品销量第一, 轮椅车为京东品类第一, 体温计为天猫品类第一。此外, 鱼跃医疗 618 期间也取得了品牌全网销售额 1.3 亿元的佳绩。

表 1: 鱼跃医疗双 11 品类销售情况

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

资料来源: 鱼跃战报、安信证券研究中心

表 2: 鱼跃医疗双 11 单品销售情况

产品	销售情况
YE680B 血压计	天猫销售第一
YE670A 血压计	京东销量第一
YU300 制氧机	天猫销售第一
8F-3AW 制氧机	京东销量第一
403T 雾化器	天猫销量第一
YHW-2 额温枪	天猫销量第一
YH-560 呼吸机	京东销量第一
YX303 血氧仪	天猫销量第一
H062 轮椅车	京东销量第一
7E-C 吸痰器	全网销量第一

资料来源: 鱼跃战报、安信证券研究中心

根据近期鱼跃线上销售数据 (截至 2018/12/10, 剔除 11 月 11 日) 测算, 鱼跃 2018 年



日均线上销售额约为 320 万元。考虑到 618 大促和双十一大促销售额的单日异常值，预计 2018 年全年鱼跃全网销售额将突破 13 亿元。

**表 3：鱼跃医疗近期品类销售情况（截至 2018/12/10）**

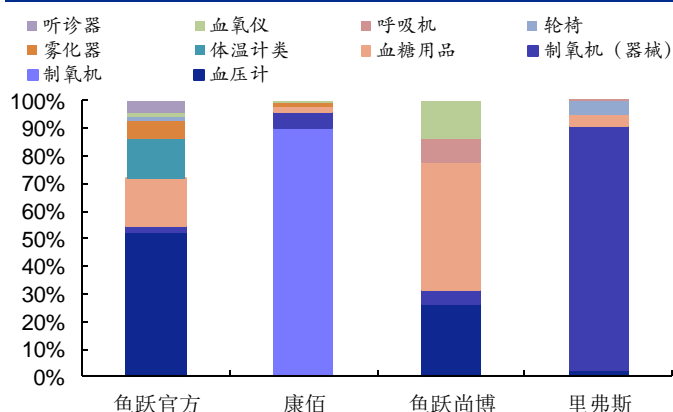
品牌名称	销售额（万元）	销量（件）	平均成交价（元/件）
鱼跃官方旗舰店	6,591.28	247,598	266.21
康佰个人护理专营店	1,601.50	11,810	1,356.05
鱼跃尚博专卖店	1,062.56	17,039	623.61
里弗斯医疗器械专营店	1,081.64	5,019	2,155.09

资料来源：淘宝网、安信证券研究中心

鱼跃在天猫不同专卖店的平均成交价差异较大，原因是不同店侧重销售的产品不同。在康佰个人护理专营店和里弗斯医疗器械专营店中，鱼跃制氧机的销量占比超过 80%，制氧机的高单价拉升了店铺的平均成交价格；鱼跃官方旗舰店销售产品的种类最齐全，销量占比最大的品类为血压计，占比 51.13%；鱼跃尚博专卖店侧重血糖用品的销售，血糖用品销量占全店的 45.49%。

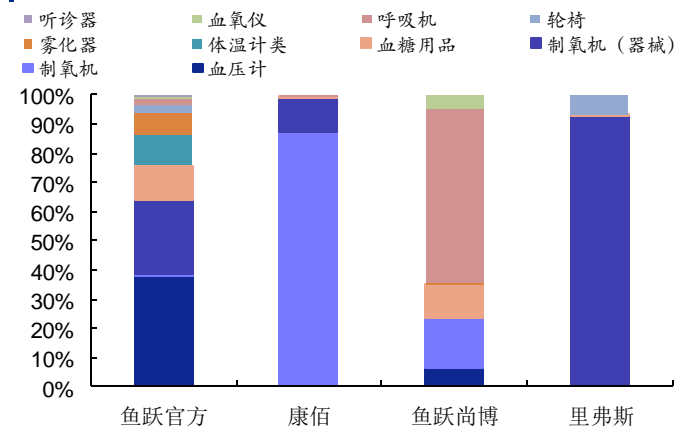
在销售额方面，因为制氧机和呼吸机的单件产品售价远高于血压计和血糖用品，故制氧机和呼吸机的销售额在各店中的占比多高于销量占比。在成交均价较高的康佰个人护理和里弗斯医疗器械专营店中，制氧机的销售额均占整店销售额的 87%以上。

**图 21：鱼跃天猫专卖店近期销量统计(截至 2018/12/10)**



资料来源：淘宝网、安信证券研究中心

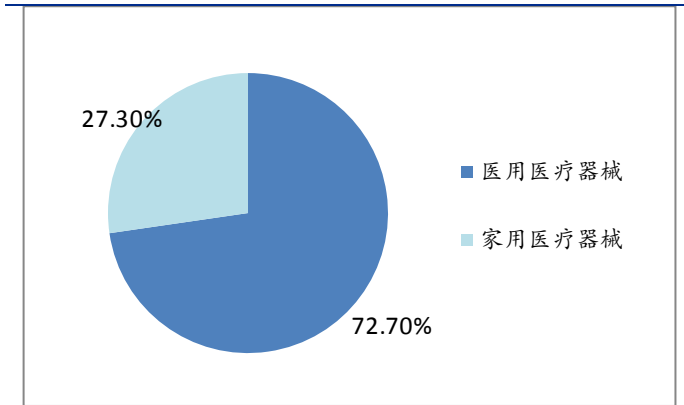
**图 22：天猫专卖店近期销售额统计(截至 2018/12/10)**



资料来源：淘宝网、安信证券研究中心

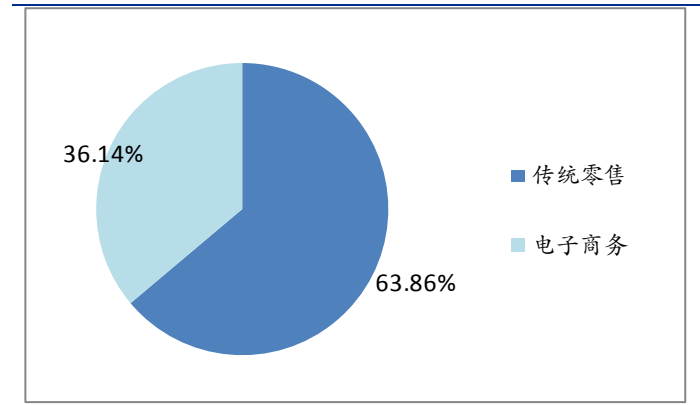
根据医疗器械蓝皮书，在家用医疗器械市场中，2016 年传统零售市场销售约为 645 亿元，约占 63.86%；电子商务销售约为 365 亿元，约占 36.14%。我国医药电商的市场规模在 2016 年呈现前所未有的高速发展态势，B2C 销售 2015 年为 144.2 亿元，2016 年实现 285 亿元，增幅为 97.64%，其中医疗器械销售占比接近 38%，超过 108 亿元。家用医疗器械在天猫医药馆销售额 2015 年为 23 亿元，2016 年升至 30.7 亿元，增幅为 33.4%。

图 23：2016 年中国医疗器械市场统计



资料来源：中国医疗器械蓝皮书2017、安信证券研究中心

图 24：2016 年中国家用医疗器械市场统计



资料来源：中国医疗器械蓝皮书2017、安信证券研究中心

### 3.2. 高效研发带动产品升级换代，价格毛利双提升

鱼跃医疗历来重视公司的研发创新能力，上市以来研发力度不断加大，研发体系和研发团队建设不断健全。公司采用三管齐下的研发模式，新产品 1/3 通过自己研发，1/3 通过并购，1/3 通过二次开发。二次开发及并购在保证公司产品创新优势的同时，避免了不必要的研发投入，提升了研发效率和产品获取的精准度。例如血糖仪和呼吸机的研发，就灵活运用了财务合作方法、购买方法和里程碑式设置付款，并通过产品的二次开发，在保证研发效率的同时极大降低了研发成本。

公司依托德国、南京、苏州、上海等几大研发中心积极配合，其中第一研发中心鱼跃信息以医电产品、医用软件、自动控制技术为研发方向，第二研发中心苏州鱼跃科技以医用高值耗材为研发方向，第三研发中心鱼跃软件以提供医疗服务信息化解决方案为研究方向。

公司各系列的产品也在不断适应市场需求对功能进行升级，对应单价亦不断提升。比如制氧机 9F-3 产品出氧量是 0.3-1L/min，具有低氧浓度、压力及循环故障报警、断电报警和压缩机故障报警四大智能报警功能；而鱼跃医疗推出的最新产品 9F-3AW，可实现智能遥控，附带雾化功能，高配版配有背光血氧仪。老型号呼吸机 YH-360 是半自动（CPAP）的，压力需要手动调节，对专业水平有一定要求；新产品呼吸机 YH-560 则是全自动（APAP）的，可以智能识别自动平稳升降压，方便用户在家使用。

表 4：制氧机新老产品对比

制氧机属性	老产品	新产品
型号	9F-3	9F-3AW
外观		
出氧量	0.5-3L/min	0.5-3L/min
氧浓度	93%±3%	93%±3%
重量	15.5 千克	16.5 千克
压缩机	中德合资爱普力无油压缩机	中德合资爱普力无油压缩机
功能	智能报警、稳定供氧	智能遥控，可雾化、高配版配背光血氧仪

京东价格	2999 元	3999 元
------	--------	--------

资料来源：京东、安信证券研究中心

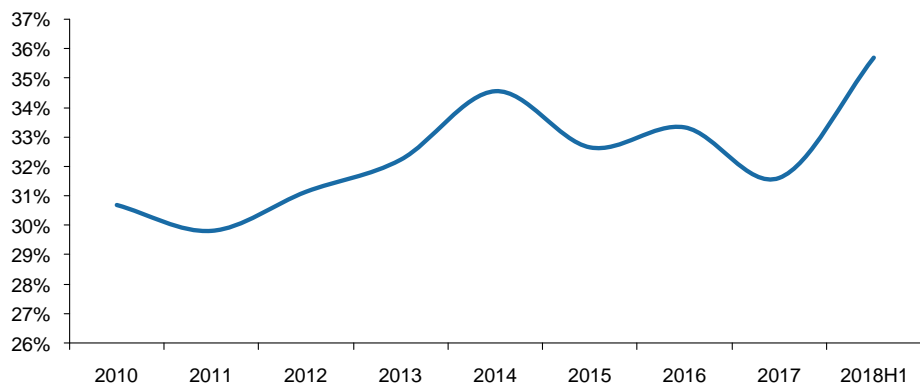
表 5：呼吸机新老产品对比

呼吸机属性	老产品	新产品
型号	呼吸机 YH-360	呼吸机 YH-560
外观		
特点	半自动 (CPAP)	全自动 (APAP)
压力控制技术	恒定位预设压力	专利动态睡眠跟踪技术智能识别自动平稳升降压
设置方式	根据需求自动调节 (需较高专业要求)	不同压力状态下自动调压 (无需专业要求)
工作方式	手动设置固定值, 始终保持在同一数值	智能识别呼吸所需压力, 自适应调节
京东价格	3180 元	4180 元

资料来源：京东、安信证券研究中心

在产品升级换代的过程中，产品的价格随着功能的升级改进得到提升，也带来公司毛利率的提升。2014 年后，随着公司产品逐渐升级换代并上市，毛利率较前几年上升了一个台阶。未来公司的产品升级聚焦于全自动呼吸机向双水平呼吸机升级、手动轮椅向电动轮椅升级，及研制脱氢酶技术血糖试纸、安全型留置针等产品。

图 25：鱼跃医疗康复护理系列近年毛利率变化



资料来源：公司年报、安信证券研究中心

### 3.3. 国内家用医疗领先品牌地位已然确立

品牌是消费者愿意为产品支付溢价的基础。随着市场渗透率提高、产品质量得到认可、线上线下广告铺开，“鱼跃”品牌渐深入人心。随着鱼跃产品力不断提升，加以有效的品牌传播，公司品牌价值和品牌优势显著提升，逐渐树立国产家用医疗器械知名品牌的品牌形象。

鱼跃目前拥有“yuwell 鱼跃”、“Hwato 华佗”、“JZ 金钟”、“阿尔碘”、“洁芙柔”、“PRIMEDIC 普美康”等几大主品牌,品牌市场认知度高。鱼跃牌血压计在 2005 年获得了“中国名牌”称号,成为整个中国医疗器械行业中第一个“中国名牌”。

比较京东上各品牌销售量最大的品种的血压计的价格,我们发现鱼跃的血压计的价格带较宽,可满足不同经济水平家庭的购买需求。其中,产品集中价格带高于乐心、可孚、九安等其他所有国内品牌,但低于飞利浦、欧姆龙等进口品牌。相比于国内其他家用医疗器械品牌,鱼跃已经构建起了一定品牌优势,并因此获得了溢价空间。

**表 6: 各品牌血压计产品价格对比**

品牌	型号	价格 (元)
飞利浦 	BP700C	372
欧姆龙 	HEM-7124	299
鱼跃 	YE670D	209
乐心 	I5	199
可孚 	65A	108
九安 	KD-5910	129

资料来源: 京东、安信证券研究中心

## 4. 家用医疗品类丰富，鱼跃几大核心品种逐步占据主动地位

家用医疗器械主要是指适于公众在医院外使用、安全可靠、操作简单、体积小、携带方便的，以检测、治疗、保健及康复为目的的医疗器械，可分为家庭保健器材、家庭用保健按摩产品、家庭用医疗康复设备、家庭护理设备。常见的家用医疗器械包括血压计、血糖仪、牵引器、制氧机、助听器及各种理疗、康复仪器设备等。

表 7：鱼跃家用医疗器械产品线

家用医疗器械分类	产品类型	鱼跃产品线
家庭保健器材	家庭保健自我检测器材、血压计、电子体温表、视力改善器材等	血压计、血糖仪、体温计、脂肪测量仪、家用药箱
家庭用保健按摩产品	电动按摩椅/床、按摩棒、足底按摩器、手持式按摩器等	无
家庭医疗康复设备	颈椎治疗仪、牵引椅、理疗仪器、睡眠仪、按摩仪、医用充气气垫、制氧机、助听器等	颈椎牵引器、轮椅、防褥疮垫、制氧机
家庭护理设备	庭康复护理辅助器具、女性孕期及婴儿护理产品、家庭用供养输气设备等	雾化器、吸痰器、供养器

资料来源：公司官网、安信证券研究中心

### 4.1. 制氧机成为鱼跃主打产品，销量全国第一

制氧机适用于氧疗和氧保健人群，包括呼吸系统疾病、心脑血管疾病、高原缺氧病症、易患缺氧人群等，其他需要氧疗的人群还包括体弱多病肌体免疫力差的人群、中暑、煤气中毒、药物中毒人群等。对有吸氧适应症的患者而言，在方法合适的情况下，氧疗能延长寿命。

表 8：制氧机适用人群

疾病	适用人群
呼吸系统疾病	肺炎、支气管炎、慢性气管炎、病毒性呼吸道感染、哮喘、肺气肿、肺心病等
心脑血管疾病	高血压、心脏病、冠心病、心肌梗塞、脑血栓、脑缺血、脑眩晕、动脉粥样硬化等
高原缺氧病症	高原肺水肿、急性高山病、慢性高山病、高原昏迷、高原缺氧症等
易患缺氧的人群	中老年人、孕妇、长期从事脑力劳动的学生、公司职员、机关干部；长期从事井下或密闭空间作业的人群、过度运动劳累氧供不足的人群等
其他需要氧疗的人群	体弱多病肌体免疫力差的人群、中暑、煤气中毒、药物中毒等

资料来源：鱼跃战报、安信证券研究中心

氧疗的适应症中，呼吸系统疾病较为常见。由于大气污染、吸烟、人口老龄化及其他因素，国内外慢性阻塞性肺病（包括慢性支气管炎、肺气肿、肺心病，简称慢阻肺）、支气管哮喘、肺癌等疾病的发病率和死亡率有增加的趋势，有些呼吸系统疾病需要长期吸氧治疗。

慢阻肺是一种以持续气流受限为特征的疾病，是一种严重危害人类健康的常见病。根据 2018 年中国成人肺部健康研究（CPHS）统计，我国 10 个省市 50,991 名成年人调查结果显示，40 岁以上人群中慢阻肺的患病率高达 13.7%。“全球疾病负担研究项目”估计，2020 年慢阻肺将位居全球死亡原因的第 3 位。长期氧疗可使慢阻肺患者在海平面水平静息状态下达到血氧分压  $\text{PaO}_2 \geq 60\text{mmHg}$ ，或使动脉血氧饱和度  $\text{SaO}_2$  升至 90%，以保证周围组织的氧气供应，维持重要器官功能。慢阻肺稳定期患者进行长期家庭氧疗，可以提高有慢性呼吸衰竭者的生存率，对血流动力学、血液学特征、运动能力、肺生理和精神状态都会产生有益的

影响。

随着我国经济发展水平的逐步提高、老龄化背景下医疗卫生支出增加，老年人常见病、慢性病的日常护理和治疗逐步转向以社区和家庭为主，个人康复护理和家庭医疗用的小型设备的主要最终客户正逐渐从医院、疗养院转变为家庭使用，这将带动制氧机、呼吸机类产品以保健、调理为主功能的家用医疗器械市场快速发展。

根据《中国医疗器械产品分类目录》，“医用制氧机”作为二类医疗器械进行管理。这里会存在误解认为“医用制氧机”是指在医疗机构使用的制氧机，家庭使用应购买“家用制氧机”。事实上，“医用制氧机”是相对“工业制氧机”而言的。“医用制氧机”可用于家庭氧疗，均应具有医疗器械注册证。按鱼跃在售的制氧机，氧气流量在 3L/min 以下的为保健氧型，在 3L/min 以上的为医用氧型制氧机。

表 9：鱼跃制氧机类型和型号统计

类型	氧气流量	应用人群	鱼跃型号	价格（元）
	1-3 L/min	老人医用级供氧	YU600 	1799
	1L/min 以下	孕妇、老年人、学生日常保健	8F-1 	1480
	1L/min	上班族及学生提高记忆力改善睡眠	8F-1A 	1469
	2L/min	上班族及学生提高记忆力改善睡眠	8F-2A 	1980
	1-3.5L/min	老人医用级供氧	8F-3Z 	3099



	0.5-3L/min	老人医用级供氧	8F-3W 	2580
	2L/min 以下	孕妇、老年人日常保健	3F-3 	1566
	1-3L/min	老人医用级供氧	9F-3 	2999
	1-3L/min	老人医用级供氧	9F-3AW 	3999
	1-3 L/min	孕妇、老年人日常保健	7F-3CW 	2480
	3 L/min	老人医用级供氧	9F-3AW (高原版)	未在电商平台销售
	1-3L/min	老人医用级供氧	7F-3B	未在电商平台销售
	1-3L/min	老人医用级供氧	7F-3D	未在电商平台销售
	1-3L/min	老人医用级供氧	7F-3E	未在电商平台销售
医用氧	1-5L/min	孕妇、老年人日常保健，上班族及学生提高记忆力改善睡眠	YU300 	1388
	1-5L/min	孕妇、老年人日常保健	YU500 	1280
	0-5L/min	孕妇、老年人日常保健	8F-3AW 	2680
	1-5L/min 以上	心脑血管疾病、呼吸类疾病、	8F-5AW	3480

		三高等疾病的辅助治疗		
0.5-5L/min		心脑血管疾病、呼吸类疾病、三高等疾病的辅助治疗	7F-5	未在电商平台销售
0.5-5 L/min		心脑血管疾病、呼吸类疾病、三高等疾病的辅助治疗	9F-5W	未在电商平台销售
0.5-5 L/min		心脑血管疾病、呼吸类疾病、三高等疾病的辅助治疗	9F-5AW	未在电商平台销售
9L/min		推荐特护人群	8F-9W	未在电商平台销售

数据来源：京东、安信证券研究中心

鱼跃是制氧机市场的龙头企业，占据超过 60% 的市场份额，连续 10 年全国销量第一，连续 3 年全球产销量第一。国内制氧机市场主要厂商有鱼跃、欧姆龙、飞利浦、英维康、海尔、新松等国内外品牌。各厂商的产品侧重有所不同，英维康的制氧机氧气流量较大，主要为医用氧。欧姆龙和海尔的主要产品氧流量在 3L/min 一下，侧重保健氧市场。鱼跃的制氧机产品线丰富，价格低于进口品牌，在国内品牌中也有较强竞争力。

表 10：市场制氧机主要品牌和产品情况

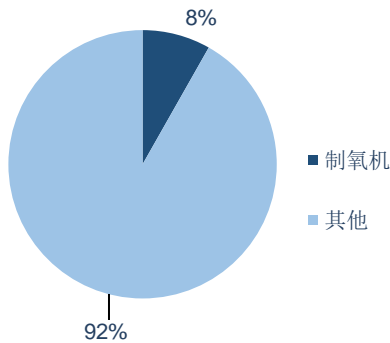
品牌	总部	价格带	各型号氧气流量
鱼跃	中国	1089-3480	1-5L/min
欧姆龙	日本	1980-3580	2-3L/min
飞利浦	荷兰	2680-5680	2-5L/min
英维康	美国	4980-15800	5-9L/min
海尔	中国	2080-4580	1-3L/min
新松	中国	3500-15800	3-5L/min

资料来源：京东、安信证券研究中心

近年来雾霾多发，一些商家以雾霾当噱头售卖制氧机，声称可对抗雾霾、解除压力、缓解疲劳，还能给皮肤补氧、有美容功效等。2017 年 1 月，国家食品药品监管总局网站发布消费警示称，存在不法商贩在网络上以“雾霾克星”“净化雾霾”等为噱头对部分医疗器械产品进行虚假宣传，误导消费者，将对伪劣制氧机进行整治。作为龙头企业，鱼跃产品质量过硬，亦无虚假宣传，整治剔除相关伪劣企业，提高行业集中度，对鱼跃制氧机的销售有利好作用。

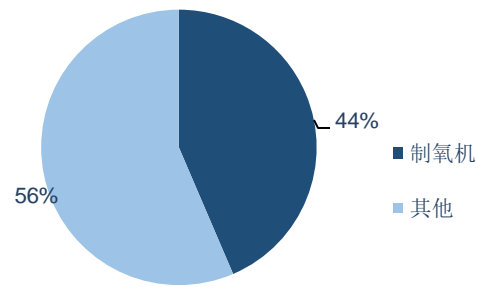
根据淘宝第三方监控平台数据，鱼跃医疗制氧机的销量占鱼跃各天猫专卖店总销量 8.21%。因制氧机的单价相对较高，制氧机的销售额占鱼跃各天猫专卖店总销售额约 43.6%。

图 26：天猫专卖店制氧机销量占比(截至 2018/12/10)



资料来源：第三方监测平台、安信证券研究中心

图 27：天猫专卖店制氧机销售额占比(截至 2018/12/10)



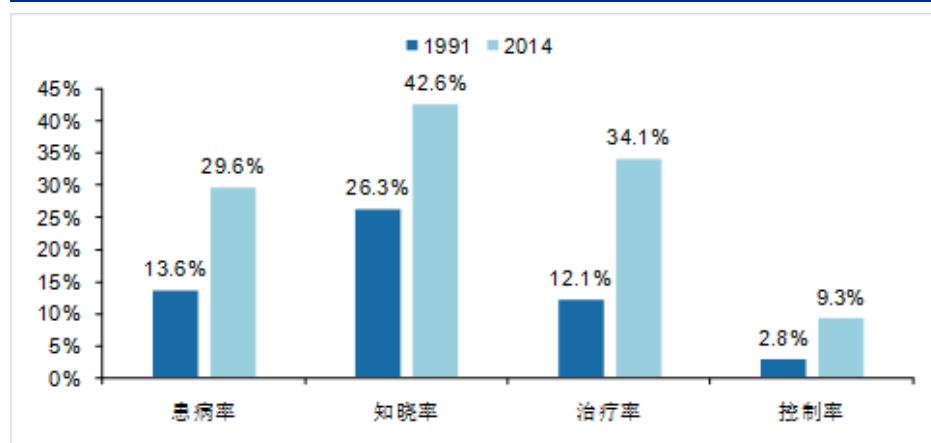
资料来源：第三方监测平台、安信证券研究中心

由于大气污染、吸烟、人口老龄化及其他因素，慢性阻塞性肺病、支气管哮喘等需要长期吸氧治疗的呼吸系统疾病以及心血管疾病发病率逐渐上升。老年人常见病、慢性病的日常护理和治疗逐步转向以社区和家庭为主，且保健氧的概念逐渐为消费者认识，制氧机的销售仍将保持快速增长态势。

#### 4.2. 血压计价格带适中，销售量持续快速增长

根据国家卫计委发布的《国家基层高血压防治管理指南 2017》，截至 2017 年，我国高血压患者人数已达近 3 亿。这一研究还显示，我国高血压患病越来越年轻化，25 岁至 34 岁的年轻男性中高血压患病率高达 20.4%，高血压发病趋势已不容乐观。相对 1991 年，2014 年我国高血压（140/90）的患病率为 29.6%，增长高达一倍。在高血压患病人群中，知晓率从 1991 年的 26.3% 增长至 2014 年的 42.6%，人们对高血压的自我检测管理意识正在加强。

图 28：我国高血压患病率、知晓率、治疗率、控制率对比（1991/2014 年）



资料来源：CNKI、安信证券研究中心

在高血压患病率持续上升的背景下，家用血压计的普及、家庭血压测量可提高公众对血压测量重要性的认识，提高中国基层居民血压自我监测管理的意识和认知度，达到高血压病早期发现、早期诊断、早期治疗的目的，还能提高血压测量地区高血压的知晓率、治疗率与控制率。

电子血压计是国际公认的能够准确测量血压的工具，家用血压计是电子血压计最主要的

应用市场，市场占比在九成以上。在 WHO 推进医疗设备无汞化的过程中，电子血压计将逐渐全面替代传统水银血压计的市场。目前市场上家用血压计品牌主要分为日系、台系和国产系。以欧姆龙为代表的日系产品以品牌优势定价高于其他厂商，国产系厂商多且价格竞争较激烈，近年来大厂商争相差异化，在产品技术上不断创新。

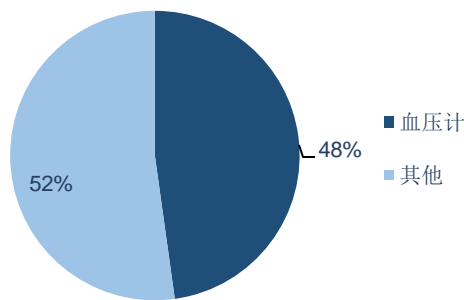
**表 11：市场血压计主要品牌和产品情况**

品牌	总部	价格带	血压计类型
鱼跃	中国江苏	79-1380	语音上臂式、手腕式等
松下	日本	85-1380	上臂式、仪腕式等
欧姆龙	日本	299-41800	上臂式、仪腕式等
爱安德	日本	188-899	上臂式、仪腕式等
迈克大夫	中国台湾	550-1280	上臂式、仪腕式等
九安医疗	中国天津	89-998	上臂式、仪腕式等
康泰医学	中国秦皇岛	108-850	家用臂式、全自动上臂式等
攀高	中国深圳	99-1688	智能腕式、家用上臂式等
乐心医疗	中国广州	118-499	臂式、i5WIFI 智能等
瑞光康泰	中国深圳	129-28800	隧道型等

资料来源：京东、安信证券研究中心

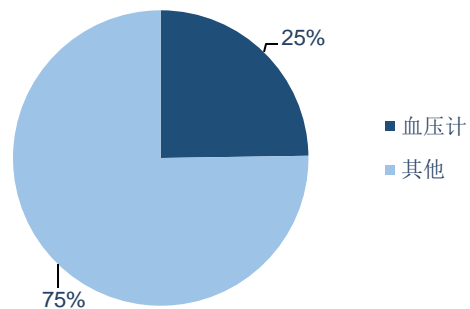
目前鱼跃主推的 YE670A 和 YE680A 等产品价位在 200 元左右，高于国产品牌的主要竞争者。鱼跃 2015 年电子血压计销售量 180 万台，处于国内市场第二位置，增长势头仍然强劲，预计 18 年全年实现销售 400 万台。根据淘宝第三方监控平台近 30 天数据鱼跃，血压计的销量占鱼跃各天猫专卖店总销量约 47.8%，销售额占总销售额约 24.7%。

**图 29：天猫专卖店血压计销量占比(截至 2018/12/10)**



资料来源：第三方监测平台、安信证券研究中心

**图 30：天猫专卖店血压计销售额占比(截至 2018/12/10)**



资料来源：第三方监测平台、安信证券研究中心

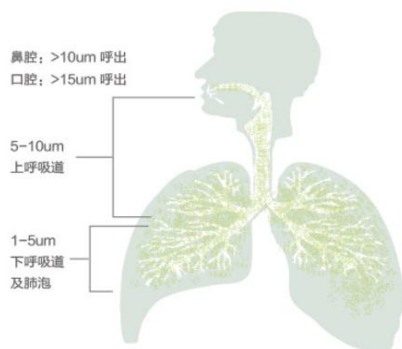
随着高血压患病率的上升以及居民健康管理意识的不断提升，家用电子血压计的市场仍将继续扩容。目前国内北上广深等一线城市电子血压计的保有量已基本与日本等发达国家持平，新功能的血压计更能唤起用户对现有血压计更新换代的需求。而对于二三线城市来说，电子血压计仍为相对空白区域，渗透率有较大增长空间。高品质、价格实惠的鱼跃血压计在电商渠道销售表现突出，在 18 年双 11 和 618 活动中都获得血压计单品的销量第一。预计未来血压计仍将保持 30% 以上的快速增长，2018 年电商渠道的销售有望突破 2 亿元，全年合计销售预计突破 4.5 亿元。

#### 4.3. 雾化器处于市场成长期，未来市场空间广阔

由于严重的大气污染、吸烟、工业经济发展导致理化因子、生物因子的吸入以及人口老龄化等因素，近年来呼吸系统疾病患病率不断增加。医用雾化器主要用于治疗各种上下呼吸

道疾病。雾化吸入治疗是呼吸系统疾病治疗方法中一种重要和有效的治疗方法，采用雾化吸入器将药液雾化成微小颗粒，药物通过呼吸吸入的方式进入呼吸道和肺部沉积，从而达到无痛、迅速有效治疗的目的。

图 31：雾化器作用原理图



资料来源：第三方监测平台、安信证券研究中心

图 32：鱼跃雾化器产品



资料来源：第三方监测平台、安信证券研究中心

目前进入中国的国际雾化器品牌有欧姆龙、百瑞、德维比斯及飞利浦，相对而言更多的雾化器市场份额由国内品牌占领，主要分布于江苏和广东两大雾化器国内生产基地，江苏厂商以鱼跃、江航等为主，广东厂商以健合、凯亚等为主。进口品牌雾化器价格带显著高于国内厂商，鱼跃雾化器产品在国产品牌中属于中高区间。

表 12：市场雾化器主要品牌和产品情况


厂商	总部	品牌	价格带
鱼跃	中国江苏	鱼跃	279-598
欧姆龙	日本	欧姆龙	259-1580
百瑞	德国	百瑞	1360-5500
德维比斯	美国	德维比斯	980-1280
飞利浦	荷兰	飞利浦	399-1580
健合	中国广东	氧气盒子	199-299
中航工业江航	中国江苏	氧精灵	178-228
凯亚	中国广东	凯亚	198-368

资料来源：京东、安信证券研究中心

#### 4.4. 呼吸机家用渗透率尚低，进口替代仍大有可为

呼吸机和制氧机的定义不同。呼吸机是指能代替、控制或改变人的正常生理呼吸，增加肺通气量，改善呼吸功能，减轻呼吸消耗，节约心脏储备能力的装置。而制氧机是指用来制造高浓度氧气的机器。呼吸机主要针对打鼾和睡眠呼吸暂停人群，对上呼吸道结构发生异常改变所引起的呼吸暂停有治疗作用。制氧机在医用氧治疗作用外，还有保健氧功能。

表 13: 呼吸机及制氧机各维度对比

项目	呼吸机	制氧机
定义	能代替、控制或改变人的正常生理呼吸，增加肺通气量，改善呼吸功能，减轻呼吸功消耗，节约心脏储备能力的装置。而制氧机是指用来造高浓度氧气的机器	用来造高浓度氧气的机器
功能	能向肺充气、吸气向呼气转换，排出肺泡气以及呼气向吸气转换，依次循环往复，适用于打鼾或者有呼吸暂停综合征的患者有多种呼吸模式(呼吸机输送气体的各种方式)可以选择	能提供高浓度氧气，适用于氧疗和氧保健的人群，适用于家庭“氧疗”，没有任何呼吸模式可以选择
适用人群	打鼾和睡眠呼吸暂停的人群，以及中枢神经系统的病变患者	呼吸系统疾病、心脑血管疾病及其他需要氧疗的人群
外形		
价格带	4000-8000 元	2000-3500 元

资料来源：京东、安信证券研究中心

国内呼吸机市场主要被国际厂商占据，主要竞争者包括飞利浦伟康、澳大利亚公司瑞斯迈、美国公司凯迪泰。在海外市场，飞利浦伟康和瑞斯迈占据了呼吸机市场的大部分市场份额，销量大，市场相对成熟。

2000 年前后，呼吸机进入中国市场，因医护人员不重视推广以及不在医保目录范围，呼吸机在国内未获重视。随着居民收入水平的提高以及老龄化日益加剧，注重生活质量的老人注意到呼吸机可以改善睡眠，部分收入高的老年人成为国内家用呼吸机最早一批的消费者。

呼吸机 90%以上的市场存量在医院端，家用的渗透率仍然较低。目前市场上国际品牌呼吸机主要型号的价格在 6000-12000 元之间，鱼跃呼吸机价格在 4000 元左右。国内厂商呼吸机与国外厂商在技术上没有形成代差，且具有价格优势，性价比较高。随着老龄化趋势以及居民收入提高、睡眠健康意识加强、生活质量重视程度提高，呼吸机市场将进一步增大。鱼跃在血压计和制氧机领域树立的家用医疗器械品牌形象拓展到呼吸机，未来呼吸机有望成为公司新的增长点。

表 14: 市场呼吸机主要品牌和产品情况

厂商	总部	品牌	价格带
鱼跃	中国江苏	鱼跃	3180-4160
飞利浦	荷兰	伟康	3500-15800
瑞斯迈	澳大利亚	瑞斯迈	4200-26800
凯迪泰	美国	凯迪泰	2380-12800
怡和嘉业	中国北京	瑞迈特	2380-8580

资料来源：京东、安信证券研究中心

## 5. 医用医疗器械注册证丰富，渠道协同提升竞争力

公司的医用医疗器械业务有医用呼吸及供氧系列及医用临床器械系列，医用呼吸及供氧



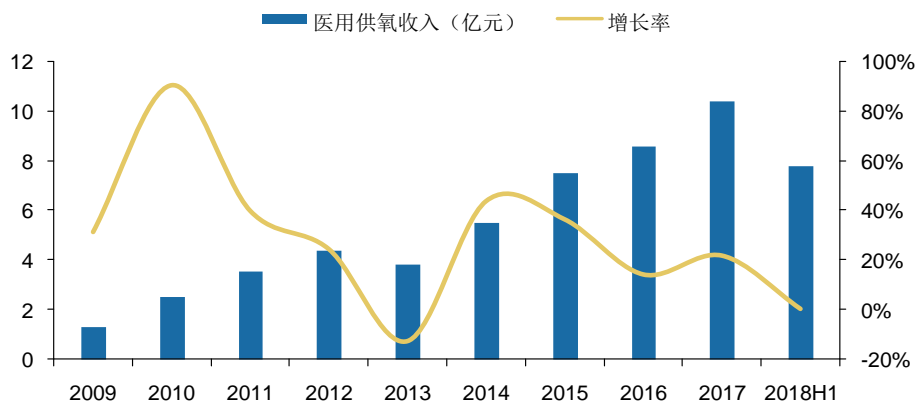
系列是公司传统优势项目，近年开拓高原氧保健市场，市场机会巨大。医用临床器械方面，公司 2009 年收购苏州医疗用品厂，进军医用临床器械领域。2015 年和 2016 年公司先后收购上械集团和中优医药，将产品领延伸到医用手术器械、消毒产品和服务等领域。

公司目前拥有产品种类多达百种、拥有产品注册证近 600 张，产品规格近 2 万个。丰富的产品线一方面有利于渠道的协同性拓展，另一方面也构建了较强的风险抵抗能力，有效保持公司的整体竞争能力。

### 5.1. 医用供氧业务进西藏，开拓高原氧保健市场

鱼跃是国内最大的制氧机制造企业，医用呼吸及供氧系列产品有制氧机、供氧器、氧气吸入器、超轻微氧气吸入器等，是公司自上市以来的重要产品线之一。医用供氧业务营收历年增长平稳，2013 年在制氧机老品规去库存、新品规推出的销售政策影响下，销售收入出现了一定幅度的下滑。2017 年医用呼吸及供氧业务实现营业收入 10.43 亿元，同比增长 21.72%。

图 33：公司历年医用供氧收入情况



资料来源：公司年报、安信证券研究中心

随着居民生活水平的提高，高原氧保健成为大趋势。公司自 2014 年开始开发西藏市场，同年中标解放军总后勤卫生部的高原兵站哨所制氧站项目，2015 年与中国农业银行西藏自治区分行签署近 3000 万的制氧项目合同，短短两年时间已服务于数十家企事业单位。2018 年，我们预计弥散式制氧机订单额或超 1 亿元。

西藏自治区的制氧项目将进一步在企事业单位普及并有向家庭用户延伸的趋势，市场机会巨大。公司 2015 年推出弥散式制氧机，该产品通过提高室内环境的氧浓度来缓解高原反应，无需佩戴各种呼吸面罩及呼吸喷嘴，解除了传统吸氧的各种束缚，适合在西藏等高原地区进行推广。2016 年，公司先后在西藏设立 2 家子公司，从事高原制氧设备的研发、生产以及销售。

表 15：公司西藏新设公司与具体业务

时间	公司名称	持股比例	业务
2016 年 4 月	西藏鱼跃医疗设备开发有限公司	40%	高原氧设备的销售业务
2016 年 11 月	西藏鱼跃医疗投资有限公司	100%	高原制氧设备的研发和生产业务

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

### 5.2. 收购知名品牌华佗，渠道协同改善经营效率

2009年，公司出资3100万元收购苏州医疗用品厂100%的股权。苏州医疗用品厂持有信阳中原医疗器械和苏州华佗医疗器械50%的股份。2011年，苏州医疗用品厂确定以不超过1300万受让王春辉与易纪元共持有的华佗公司和中原公司各50%的股份。该次收购完成后，医疗用品厂持有华佗公司和中原公司100%的股份。

苏州医疗用品厂有限公司是一家专业从事中医器械产品、专业设备的研发、生产及销售的公司，旗下“华佗牌”主要用于针灸针等中医器械，品牌历史悠久，2011年被商务部认定为“中华老字号”。通过此次收购，公司将加速进入中医器械市场并在市场上占据重要席位。

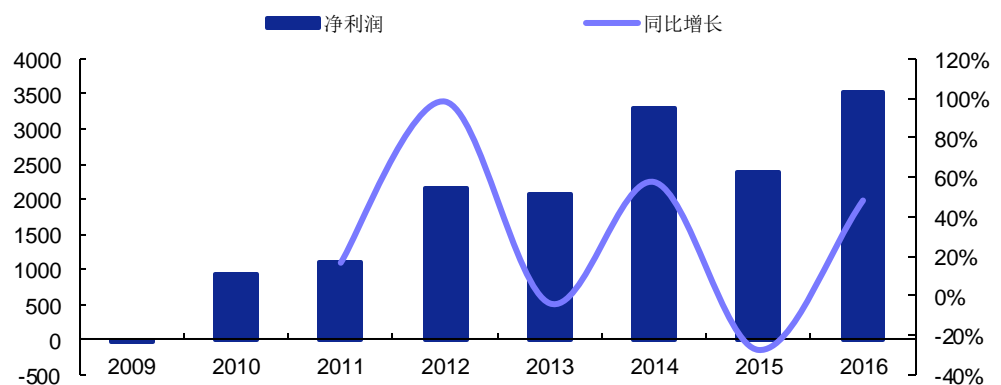
图 34：华佗牌针灸器械等中医器械



资料来源：公司官网、安信证券研究中心

2009年鱼跃收购苏州医疗用品厂，当年净亏损35.8万元。2010年，苏州医疗用品厂扭亏为盈，2016年实现净利润3536.42万元，同比增长48.26%。苏州医疗用品厂主要下游客户为经销商，与公司通路一致性高，整合业务发展和产品结构得到优化，经营效率得到提高。

图 35：苏州医疗用品厂历年净利润（万元）



资料来源：公司年报、安信证券研究中心

### 5.3. 收购上械获得丰富临床产品线，优化整合有望提高盈利水平

2014年4月，公司控股股东鱼跃科技作为意向受让方受让上械集团100%股权，并计划在成功收购上械集团100%股权后六个月内，将上械集团100%的股权以收购成本加合理资金利息的价格转让予鱼跃医疗。

2015年6月，公司7亿元收购上海医疗器械集团100%股权。上械集团核心产品主要

有手术器械、卫生材料及敷料、药用膏贴等，核心产品的行业地位和市场占有率较高，手术器械产品领域注册证齐全，为国内相关行业龙头企业。医用卫生材料、辅料和膏贴等产品与公司在渠道上有较大的协同性。

**图 36：上械集团部分重点产品示例**



资料来源：公司官网、安信证券研究中心

因需根据新版 GMP 要求对车间进行改造，2014 年上械集团营业收入下降并产生亏损，近两年经营状况有所改善。上械历年来净利润率低于行业平均水平，主要原因是受国有企业体制限制，经营效率较低。参考公司收购苏州医疗用品厂后的整合情况，在公司整体产品结构优化、销售渠道整合发挥协同作用、生产效率提高后，上械集团整体经营效率和盈利水平将得到改善。由于尚在整合期，2017 年上械营收略有下降，为 5.9 亿元，降幅 0.6%；净利润率改善较为明显，大幅上升至 11.87%。公司目前生产线处于改造期，产能受限，营收受到一定程度影响。预计未来新生产基地建成后，产能将大幅提升。

**表 16：2013 至 2017 年上械集团财务情况与同行业净利润率对比情况**

年份	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
营业收入	74,584	63,762	58,897	59,862	59,032
净利润	5,122	-3,449	4,610	4,242	7,010
净利润率	6.9%	-5.4%	7.8%	7.1%	11.87%
行业净利润率（算数平均）	20.6%	20.5%	17.4%	17.6%	14.14%

资料来源：Wind、公司公告、安信证券研究中心

上械集团的注入符合公司“家用医疗器械和医用高值耗材”的战略发展方向，有利于促进公司在医用高值耗材领域的迅速扩张，保障公司业绩的持续稳定增长。随着公司及上械集团在产品销售、品牌运作、生产效率等方面的协同和整合，上械集团对公司盈利能力、业绩增长，产品格局及行业地位将产生积极促进作用。

#### 5.4. 收购中优医药进入医用消毒领域

公司于 2016 年年末和 2018 年年初，分两次受让上海中优 61.62%和 38.38%的股份，实现完全控股。中优医药专注从事医用清洁消毒、工业清洗消毒及个人护理类产品的研发、生产和销售，属于传染病防控与感染控制的细分领域，来源于手部与皮肤消毒产品的收入占营业收入 75%左右。

中优医药致力于医疗机构感染防控领域，以消毒产品和服务为基础，为客户提供感染控制和消毒隔离整体解决方案。中优医药作为消毒领域的龙头企业，此次收购将进一步丰富鱼跃医用临床产品线，并借助与上械集团和中优现有渠道及客户资源的协同效应，拓展医院整包业务。2017 年中优医药实现营业收入 4.19 亿元，净利润约 9022 万元，18 年中报显示中优上半年实现营业收入 2.32 亿元，同比增长 34.24%；净利润 0.40 亿元，同比增长 31.38%，预计今年能够完成业绩承诺。预计整合的协同效应下，中优 2018 年的收入增速将维持在

20%-30%。

**表 17：近几年中优医药财务情况**

年份	2014	2015	2016	2017	2018H1
营业收入（万元）	23,288	25,763	-	41,920	23,180
净利润（盈利承诺）	2,589	2,604	-	9,022	4,422
净利增速	11.12	10.11%	-	21.52%	19.08%

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

## 5.5. 产能不断提升，打破成长瓶颈

根据鱼跃医疗丹阳医疗器械生产基地（二期）新建项目公告：为缓解产能瓶颈，公司借助江苏丹阳的成本优势和人才优势，建设丹阳医疗器械生产基地，依托丹阳新基地平台进行金钟、洁芙柔等产品系列的产能提升。

公告显示：“金钟”品牌手术器械一直以来在国内市场供不应求，长期缺货的状态一定程度上影响了及时交货，制约了“金钟”品牌手术器械收入的增长以及产品系列进一步的发展。为此，公司投资 18,400 万元在丹阳生产基地新建金钟手术器械江苏有限公司，提升“金钟”系列的供货能力和产品品质，解决企业发展瓶颈，带来了新的经济增长点。

公告显示：“中优利康消毒旗下“安尔碘”、“洁芙柔”等品牌深入人心，在医院被广泛使用，并且有望推进民用化。上海利康现有的工厂产能利用率为 120%，产能已远远不足。为了适应市场需求，突破产能瓶颈，公司在丹阳基地投资 26,977 万元新建利康医药科技江苏有限公司，拟筹建全球消毒行业标杆式工厂。

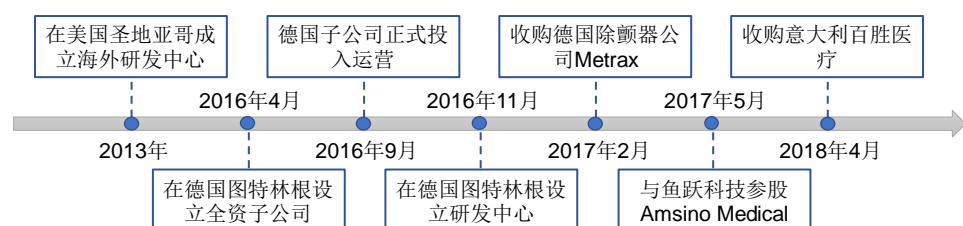
同时，在卫生材料方面，为满足医用敷料的国内外需求，公司依托上海卫生材料厂，投入资金 12,100 万元于江苏丹阳基地建立上卫中亚卫生材料有限公司。

以上项目预计两年完成，将为公司带来销量和收入的显著提升，并提升品牌的市场知名度，为公司带来新一轮的增长。

## 6. 积极布局海外，国际化进程不断加速

公司近年来积极开拓海外市场，实现国际化战略，技术和渠道两条腿走路。过去公司的海外业务以 OEM 代工为主，在东南亚地区的部分产品以自有品牌销售。从 2013 年开始，公司在美国圣地亚哥设立第一个海外研发中心，正式布局海外市场。2016 年以来，公司海外布局步伐明显加快，先后在德国设立子公司和研发中心，并在 2017 年先后收购和入股海外公司。

**图 37：鱼跃近年布局海外市场举措**





资料来源：公司官网、安信证券研究中心

## 6.1. 图特林根设立子公司和研发中心，品牌走出去技术引进来

2016年4月，公司以不超过1000万欧元在德国图特林根市设立全资子公司 Yuwell Germany GmbH，并在2017年2月对该子公司进行增资，增资总额不超过2000万欧元，迈出真正国际化的第一步。图特林根以医疗器械研发和生产闻名于世，聚集了上百家医疗器械生产企业，技术水平和销售额在全球均首屈一指，是整个欧洲的医疗器械制造中心，被誉为全球手术器械之都。

鱼跃德国公司将作为鱼跃在欧洲的研发中心和制造中心，实行本地化管理，引入当地的研发创新、技术和管理人才，不断升级公司现有的医疗器械产品，以鱼跃德国制造促进鱼跃品牌、产品、团队的国际化。

鱼跃德国公司还将作为鱼跃在欧洲商务拓展中心，积极收集最前沿资讯，代理高品质德国医疗器械类产品在国内市场的销售，寻找海外商务合作和并购机会，通过引进来、走出去双向发展，最终实现公司的国际化战略。

同时，金钟手术器械研发中心亦在德国正式成立，见证“金钟”手术器械国际化进程的启航。金钟是上械集团旗下的手术器械品牌。公司为金钟手术器械向更高层次发展做出资源性投入，在全球顶尖的手术器械产业集聚地，整合中国和德国两地优势，建成国际化的研发中心，为“金钟”品牌发展成国际手术器械品牌奠定基础。

## 6.2. 收购欧洲最大除颤器生产商 Metrax，开拓国内蓝海市场

2017年2月，公司通过德国图特林根市设立的子公司 Yuwell Germany GmbH 收购了位于德国的 Metrax GmbH(曼吉士)公司的100%股份。Metrax公司于1973年成立，从1989年开始研发、生产和销售急救医疗产品，包括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。

Metrax GmbH 是欧洲知名除颤器厂商，其 PRIMEDIC 普美康系列除颤产品通过了 ISO9001 国际质量体系认证、CE 认证及 TUV 认证，在全球享有盛誉。

图 38: PRIMEDIC 普美康系列除颤产品



资料来源：公司官网、安信证券研究中心

1998年普美康系列除颤器进入中国市场，在全国众多医疗系单位的招标中，中标率极

高，许多知名医院都在使用普美康系列除颤产品，如：上海瑞金、北京 301、仁济医院等，获得了极佳的口碑。

卫生部心血管病防治研究中心 2011 年披露的信息显示，在我国，每年约有 54.4 万人死于心脏猝死，居全球各国之首，而在猝死患者的急救中，AED 的使用能大大提高抢救的成功率。心室颤动（VF）可能毫无征兆的发生在任何时间，有些原因是科学家们尚未查明的。如不及时救治，心脏骤停患者多数会在几分钟之内死亡。与国外心脏除颤器已高度普及的情况相反，国内公共场所几乎都没有配备 AED，因此国内除颤器市场空间巨大。鱼跃国内医疗器械完善的渠道，加上普美康系列除颤器优良的口碑，将有助于除颤器开拓市场。

### 6.3. 参股 Medical，借助海外营销网络开展国际化战略

2017 年 5 月，公司与控股股东鱼跃科技共同以 1.5382 美元每股价格认购 Amsino Medical 发行的普通股股份，认购总金额为 2654.7364 万美元。公司与鱼跃科技各出资 1327.3682 万美元，交易完成后各占标的公司 19.33% 股份。

Amsino Medical 是一家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的跨国医疗集团公司，实际控制人 Richard Ya Lee 毕业于北京大学。产品主要分为六大系列：药品输送系统类、肠内营养输送系统类、封闭式医用废液收集和处理系统、泌尿系列产品类、呼吸治疗类和病人护理产品类。

图 39：Amsino Medical 主要产品



资料来源：公司官网、安信证券研究中心

Amsino Medical 采取中国制造—海外市场的经营模式。制造方面，通过美昕医疗器械松江有限责任公司和美昕医疗器械昆山有限责任公司两个载体实施。两家制造公司均获得 FDA、GMP 认证，并获得 ISO13485、CE 等质量管理体系认证。

海外市场方面，Amsino Medical 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。在国内市场方面，Amsino Medical 于 2008 年在中国设立全资子公司美舒医疗器械贸易（上海）有限责任公司，负责美诺产品在国内市场的销售。经过多年努力，Amsino Medical 开发了全国的分销渠道，并覆盖了中国大部分的三甲医院，并在封闭式医用废液收集和处理系统产品、泌尿系列产品线上建立了中国市场领先地位。

此次投资完成后，双方合作互补打通国内外销售渠道。公司和 Amsino Medical 建立战



略合作伙伴关系，在医院市场、家庭护理市场、OTC 和电子商务市场全面合作。Amsino Medical 将现在代理的、或未来将要代理的国际品牌产品的中国市场的销售总代理或地区代理权，在不违背现有合同条款的前提下授权给鱼跃。同时，Amsino Medical 愿意代理鱼跃的产品或向鱼跃订购 Amsino Medical 品牌产品，在不冲突情况下，通过美诺的国际营销渠道扩大公司产品在国际市场的营销。Amsino Medical 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。

## 7. 盈利预测与投资评级

### 7.1. 核心假设

家用医疗板块：2017 年和 2018 年上半年分别实现收入约 13.1 亿元和 8.13 亿元，同比增长 26.2%和 31.9%。家用医疗板块电商平台表现亮眼，CAGR 达 60%，预计未来三年电商平台收入增速将逐步放缓，线下渠道小幅扩张。预计 2018 年-2020 年，公司家用医疗板块收入将缓步增长，增速分别为 24.7%、25.5%和 23.6%；产品加速升级将刺激板块毛利率上涨，预计 2018 年-2020 年板块平均毛利率分别为 36.1%、36.6%和 36.4%。

医用供氧板块：2017 年和 2018 年上半年分别实现收入约 10.43 亿元和 7.8 亿元，同比增长 21.7%和 20.1%。由于呼吸机收入基数较小，近两年增幅明显，2018 年上半年收入增速超 80%，平均毛利率 65%，预计未来三年仍将保持高速增长，但增速稍有下降；制氧机销售规模每年增长 10%-20%，平均毛利率 36%。根据公司投资者关系记录，2018 年弥散式制氧机预计签单金额达 1 亿元，少部分订单已确认收入。综合上述因素，预计 2018 年-2020 年，公司医用供氧板块销售规模增速分别为 16.9%、21.1%和 19.8%；随着呼吸机收入高速增长，高毛利产品占比不断提高，医用供氧板块毛利率将小幅提升，预计 2018 年-2020 年板块毛利率分别为 46.5%、48.0%和 47.7%。

医用临床器械板块：2017 年和 2018 年上半年分别实现收入约 13.1 亿元和 8.13 亿元，同比增长 59.01%和 1.8%。2018 年上半年中优实现净利润 4400 万元，而公司并表口径仅为 4000 万元。由于上械技术改革导致生产受阻，上械净利润大幅下滑，2018 年医疗临床板块收入将出现负增长。随着中优完全并表和上械加速整合，预计 2019 年开始，医疗临床板块收入将逐步提升，毛利率逐步恢复至历史水平。预计 2018 年-2020 年，公司医用临床器械板块收入增速分别为-2.5%、18.8%和 16.0%，板块毛利率分别为 35.0%、38.0%和 37.8%。

### 7.2. 投资建议

公司“家用+医用”双线发力。家用端受益电商持续放量，医用端随着中优完全并表和上械整合及技改完成，亦将是公司新的利润增长点。预计 2018 年-2020 年 EPS 为 0.71/0.87/1.04 元，当前股价 20.09 元，对应 PE 28.1/22.9/19.2 倍，维持买入-A 投资评级。预计 6 个月目标价 26.32 元，对应 19 年动态市盈率 30 倍。

## 8. 风险提示

电商渠道增长速度低于预期；

收购企业后，进一步整合存在不确定性；

新产品上市推广低于预期。



## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

马帅、周新明声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会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，也可能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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
北京联系人	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-82558046	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034