

从管理到销售全面变化驱动内生增长提速，品牌+渠道优势显著的家用医疗器械龙头

——鱼跃医疗深度报告

首次覆盖报告

崔文亮 (分析师)

010-83561311

cuiwenliang@xsdzq.cn

证书编号: S0280518120002

● 我国家用医疗器械未来增长空间广阔

我国进入人口老龄化，家用医疗器械需求空间加大，目前占医疗器械比例显著低于欧美发达国家，鱼跃医疗具有品牌和渠道优势，丰富的产品线增加公司抗风险能力，在一定假设条件下，公司现有产品的理论天花板可以支撑起 230 亿元收入，是现有收入规模 5 倍以上，未来成长空间十分开拓。

● 血糖仪和呼吸机是公司未来最具潜力的两大业务

血糖仪业务和呼吸机业务 (包括面罩) 是公司当前增速最快的两个产品，毛利率也显著超过现有其他产品，未来这两个产品线市场空间最大，是驱动公司中长期增长的最重要产品线，目前正处于高速增长阶段。

● 公司从管理到销售发生全面积极变化

公司自 2018 年以来发生了积极地变化：线上业务持续高速增长；线下零售渠道进行营销架构调整，从渠道拉动转变为终端拉动销售模式；预计医用临床线业务 2019 年开始费用下降不再拖累业绩；上械集团对新管理层提出收入规模和盈利的考核要求。我们看好公司各项业务未来两年持续向好。

● 2019 年开始内生增长提速，首次覆盖给予“强烈推荐”评级：

我们预计，公司 2018~2020 年收入分别同比增长 20%/20%/21%，实现净利润 7.2/8.8/10.8 亿元，分别同比增长 21%/23%/23%。**2018 年公司内生性增长相比 2017 年已经开始加快，表面看，公司 2019 年相比 2018 年业绩表观增速没有显著提升，但 2018 年 5 月完成中优利康 38.3775% 少数股权，预计增厚 4 个百分点左右业绩增速，因此，2019 年相比 2018 年内生性业务有提速。**当前股价对应 2018~2020 年分别为 29/24/19 倍。考虑到公司作为国内家用医疗器械龙头，未来成长空间广阔，同时 2018 年以来发生一系列积极变化，且未来外延式并购方面有望超预期，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

● **风险提示：**核心产品销售低于预期；临床线业务销售费用控制不佳拖累公司业绩；上械集团未来业绩改善低于预期。

财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2,633	3,542	4,250	5,100	6,171
增长率(%)	25.1	34.5	20.0	20.0	21.0
净利润(百万元)	500	592	716	880	1,083
增长率(%)	37.3	18.3	21.0	22.9	23.0
毛利率(%)	38.7	39.7	40.2	40.6	41.2
净利率(%)	19.0	16.7	16.9	17.3	17.5
ROE(%)	10.2	11.3	11.9	13.2	14.5
EPS(摊薄/元)	0.50	0.59	0.71	0.88	1.08
P/E(倍)	42.0	35.5	29.3	23.9	19.4
P/B(倍)	4.3	4.0	3.6	3.3	2.9

强烈推荐 (首次评级)

市场数据 时间 2019.01.22

收盘价(元):	20.96
一年最低/最高(元):	15.53/24.94
总股本(亿股):	10.02
总市值(亿元):	210.12
流通股本(亿股):	8.55
流通市值(亿元):	179.23
近 3 月换手率:	43.25%

股价一年走势



收益涨幅 (%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	8.93	32.47	32.88
绝对	12.69	28.59	5.37

相关报告

投资要件

关键假设

1. 2019 年和 2020 年，电子血压计收入分别增长 30%、25%；血糖仪收入分别增长 75%、60%；呼吸机收入分别增长 50%、40%；制氧机收入分别增长 25%、20%。
2. 中优利康 2019 年净利润达到 1.42 亿元，完成利润承诺。
3. 临床业务线 2019 年费用下降止亏；上械集团 2019 年和 2020 年收入和利润同比增长 15%以上。

我们区别于市场的观点

1、我国进入人口老龄化，家用医疗器械需求空间加大，目前占医疗器械比例显著低于欧美发达国家，鱼跃医疗作为家用医疗器械龙头，具有品牌和渠道优势，丰富的产品线增加公司抗风险能力，公司 2018 年收入规模仅 42 亿元（预测值），一定假设条件下，公司现有产品的理论天花板可以支撑起 230 亿元收入，是现有收入规模 5 倍以上，未来成长空间十分开拓。

2、血糖仪业务和呼吸机业务（包括面罩）是公司当前增速最快的两个产品，毛利率也显著超过现有其他产品，未来这两个产品线市场空间最大，是驱动公司中长期增长的最重要产品线，目前正处于高速增长阶段。

3、公司自 2018 年以来发生了积极地变化：线上业务持续高速增长，公司收回了天猫旗舰店改为自营；线下零售渠道进行营销架构调整取得积极成效，从渠道拉动转变为终端拉动销售模式；医用临床线业务销售策略作出积极调整，2019 年开始费用下降不再拖累业绩；上械集团主要管理层进行了调整，对新管理层提出收入规模和盈利的考核要求。我们看好公司各项业务未来两年持续向好。

4、公司内生性增速已经开始触底回升。2012 年以来，公司除了 2016 年内生性业务增长较高外，扣除外延式并购因素（2015 年上械集团并表 7~12 月、2016 年上械集团并表全年、2017 年 1 月并购中优医药 61.6225%股权、2018 年 5 月并购中优医药剩余 38.3775%股权），公司内生性增速持续较低，**但是，随着 2018 年一系列管理与改革，公司内生性增长开始提速至 17%，根据我们预计，2019 年和 2020 年，公司内生性增速将进一步提升至 20%以上，因此，表面看，公司 2019 年表观利润增速与 2018 年表观增速差距不大，但真实内生性增速显著加快。**公司未来除了内生性保持较快增长，外延式并购也有望继续推进。根据我们盈利预测，当前股价对应 2019 年估值 24 倍，考虑到公司作为家用医疗器械龙头，应给与一定估值溢价。

股价上涨的催化因素

公司股价上涨的动力主要来源于：血糖仪和呼吸机等核心品种增长超预期；整体收入增速和业绩超预期；外延式并购方面超预期；临床线业务和上械集团整合超预期。

估值与投资建议

我们预计，公司 2018~2020 年收入分别同比增长 20%/20%/21%，实现净利润 7.2/8.8/10.8 亿元，分别同比增长 21%/23%/23%。**2018 年公司内生性增长相比 2017 年已经开始加快，表面看，公司 2019 年相比 2018 年业绩表观增速没有显著提升，但 2018 年 5 月完成中优利康 38.3775% 少数股权，预计增厚 4 个百分点左右业绩增速，**

因此，2019 年相比 2018 年内生性业务有提速。当前股价对应 2018~2020 年分别为 29/24/19 倍。考虑到公司作为国内家用医疗器械龙头，未来成长空间广阔，同时 2018 年以来发生一系列积极变化，且未来外延式并购方面有望超预期，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

风险提示：

核心产品销售低于预期；临床线业务销售费用控制不佳拖累公司业绩；上械集团未来业绩改善低于预期。

目 录

1、 公司成长历史及当前市场疑虑.....	7
1.1、 十年成长超过十倍	7
1.2、 市场对公司的疑虑	8
2、 线上+线下渠道双管齐下，潜力大品种进入快速放量期推动公司内生性增长提速.....	10
2.1、 公司当前业务结构	10
2.2、 公司内生性收入增长提速，产品结构显著优化.....	11
2.3、 血糖仪业务进入高速增长期	13
2.3.1、 国内血糖监测市场渗透率较低，未来提升空间巨大	13
2.3.2、 外资品牌垄断医院市场，国内厂商主战 OTC 市场	15
2.3.3、 公司血糖仪稳定性得到彻底解决，血糖业务进入加速放量期	17
2.3.4、 脱氢酶技术血糖试纸已经上市，医院端开拓稳扎稳打	19
2.3.5、 线上电商业务持续发力驱动血糖业务高速增长	19
2.3.6、 线下 OTC 销售架构调整，从传统渠道驱动转为终端拉动销售模式发生拐点式变化.....	22
2.4、 呼吸机业务是继血糖业务后公司最具潜力单品.....	23
2.4.1、 呼吸机的市场概况	23
2.4.2、 他山之石，全球最大的呼吸机服务商美国瑞思迈 ResMed	24
2.4.3、 我国呼吸机市场空间巨大	26
2.4.4、 公司呼吸机业务处于高速增长期，来自面罩潜在收入十分可观	27
2.5、 其他家用医疗器械主力品种继续保持较快增长.....	30
2.5.1、 制氧机领先优势明显，行业增长潜力仍在	30
2.5.2、 电子血压计是公司拳头产品，公司依靠品牌和渠道优势仍将快速增长	31
2.5.3、 雾化器业务	32
2.5.4、 新品种上量迅速，传统老产品保持平稳	33
3、 医用临床线业务改变经营策略，盈利有望改善	34
3.1、 中优利康拥有院内感制和消毒第一品牌，未来有望向家用领域延伸	34
3.2、 上械集团管理层调整完毕，经营有望向好.....	35
3.3、 自有临床线业务改变经营策略稳扎稳打，未来有望进一步丰富产品线.....	36
4、 研发+积极并购驱动公司新产品不断丰富	41
4.1、 研发优势明显，品牌带来产品定价“溢价”	41
4.2、 具有并购与整合能力，预计未来有望适时开展并购.....	42
5、 公司核心优势与未来成长空间展望	44
5.1、 家用医疗器械市场空间巨大	44
5.2、 品牌+渠道构筑核心壁垒	44
5.3、 公司成长空间巨大，距离收入天花板还很远.....	45
5.4、 公司管理方式发生积极变化，渠道销售转向终端动销.....	46
6、 盈利预测与投资建议	47
6.1、 估值体系的思考	47
6.2、 核心投资逻辑	48
6.3、 盈利预测与投资建议	49
7、 风险提示	49
附：财务预测摘要	50

图表目录

图 1: 公司 2008~2018E 收入及增速	7
图 2: 公司 2008~2018E 净利润及增速	8
图 3: 公司 2008~2018 年 PE-band (TTM)	8
图 4: 公司各版块业务收入 (单位: 百万元)	9
图 5: 2017 年公司各板块收入占比	10
图 6: 2017 年公司各板块毛利占比	10
图 7: 2018 年公司各品类收入占比	11
图 8: 2018 年公司各品类毛利占比	11
图 9: 2019 年产品收入增速与规模 (纵轴代表收入 YOY, 横轴代表收入, 单位百万元)	12
图 10: 2017 年公司产品收入结构	12
图 11: 2017 年公司各品类毛利占比	12
图 12: 近年来我国糖尿病患者数量呈上升趋势	13
图 13: 各国人均糖尿病医疗支出 (美元)	13
图 14: 国内外血糖仪渗透率	14
图 15: 各国单台血糖仪平均试纸使用量对比 (单位条)	14
图 16: 美国血糖监测渠道占比情况	15
图 17: 国内血糖监测渠道占比情况	15
图 18: 2016 年血糖监测全球市场份额	16
图 19: 2016 年国内血糖监测市场份额	16
图 20: 北京怡成 2013~2015 年血糖业务收入	17
图 21: 三诺生物 2013~2018H 血糖业务收入及增速	17
图 22: 公司血糖业务有望持续保持快速增长	18
图 23: 三诺生物毛利率	18
图 24: 三诺生物净利润率	18
图 25: 公司来自电商收入保持高速增长	19
图 26: 公司来自电商收入占比持续提升	19
图 27: 鱼跃京东自营旗舰店页面	20
图 28: 三诺京东自营旗舰店页面	20
图 29: 鱼跃天猫官方旗舰店页面	21
图 30: 三诺天猫官方旗舰店页面	21
图 31: 血糖业务线上电商渠道业务收入保持高速增长	21
图 32: 公司线下零售渠道业务收入增长开始显著提速	22
图 33: 血糖业务线下零售渠道业务收入及增速	23
图 34: 睡眠呼吸暂停综合征示意图	24
图 35: 睡眠呼吸暂停的病因	24
图 36: 瑞思迈主要产品分为呼吸机、面罩、软件服务	25
图 37: 瑞思迈呼吸机相关业务收入及增速	25
图 38: 瑞思迈股价图 (截至 2019 年 1 月 18 日)	26
图 39: 瑞思迈 PE-band (截至 2019 年 1 月 18 日)	26
图 40: 我国 2011~2015 年呼吸机市场规模	26
图 41: 我国 2015~2020E 呼吸机市场规模预测	26
图 42: 2018 年全球阻塞性睡眠呼吸暂停综合征患病人数估计	27
图 43: 公司呼吸机业务收入及预测	28
图 44: 2018 年瑞思迈呼吸机与面罩收入比例	29
图 45: 公司呼吸机销售保有量对应面罩潜在需求理论测算 (潜在而非预测)	29

图 46: 公司制氧机业务保持快速增长.....	30
图 47: 公司电子血压计业务保持快速增长.....	31
图 48: 公司雾化器业务保持快速增长.....	32
图 49: 中优利康收入和净利润增长情况.....	34
图 50: 目前中优利康京东旗舰店在售产品列表.....	35
图 51: 上械集团收入及净利润预测.....	36
图 52: Amsino Medical 主要产品线（第一部分）.....	38
图 53: Amsino Medical 主要产品线（第二部分）.....	39
图 54: Amsino Medical 主要产品线（第三部分）.....	40
图 55: 公司研发支出.....	41
图 56: 公司 2009 年~2018Q3 表观净利润增速.....	48
图 57: 公司内生性增速提速（扣除并购）.....	48
表 1: 各时间点血糖监测的适用范围.....	13
表 2: 国内未来 3 年血糖监测市场规模预测.....	15
表 3: 血糖监测指南对技术标准要求趋严.....	17
表 4: 呼吸机的主要类别及工作原理.....	24
表 5: 公司目前主要研发产品及进展（截至 2017 年年报披露，目前部分产品进度已经取得进展）.....	41
表 6: 公司上市以来实施的主要并购.....	43
表 7: 极限假设条件下，公司现有产品线对应的公司销售收入峰值（峰值测算，非预测值）.....	45
表 8: 美股制药公司与医疗器械公司估值比较.....	47

1、公司成长历史及当前市场疑虑

1.1、十年成长超过十倍

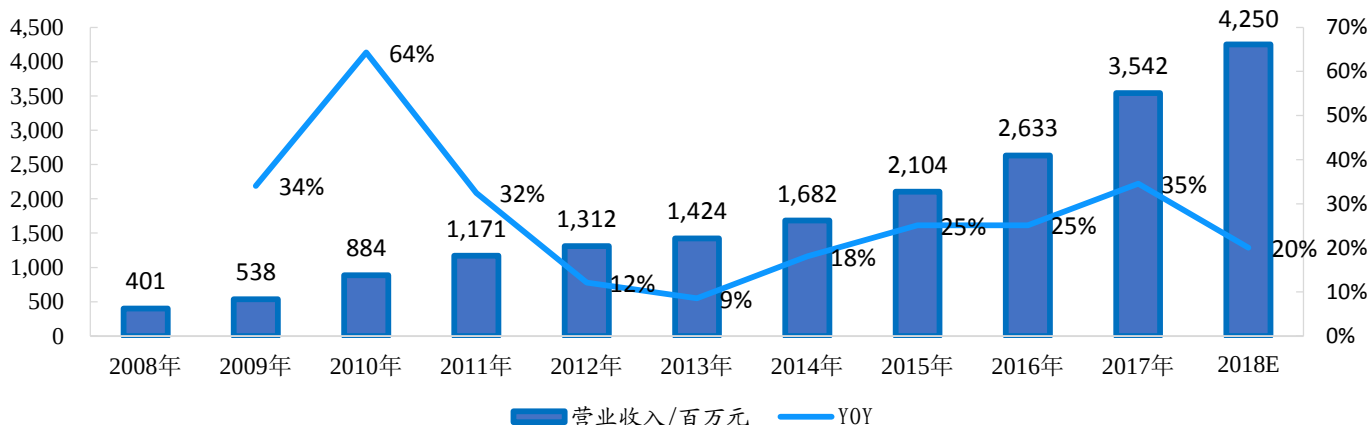
鱼跃医疗创立于1998年，从传统的制氧机、雾化器、水银血压计、听诊器、轮椅车等产品起家，2008年登陆中小板上市，通过持续研发及并购不断推出新产品，目前已经形成了家用医疗器械、医用制氧与呼吸系列、医院临床系列等三大品类，销售收入从2008年的4.01亿元增长到2018年的42.5亿元（预测值），10年成长超过10倍，2008~2018年收入复合增长率26.6%，净利润从2008年的0.62亿元增长到2018年的7.16亿元（预测值），10年成长超过11倍，2008~2018年净利润复合增长率27.8%。

公司所处领域为家用医疗器械，我们认为，我国家用医疗器械行业公司具有两大特征：

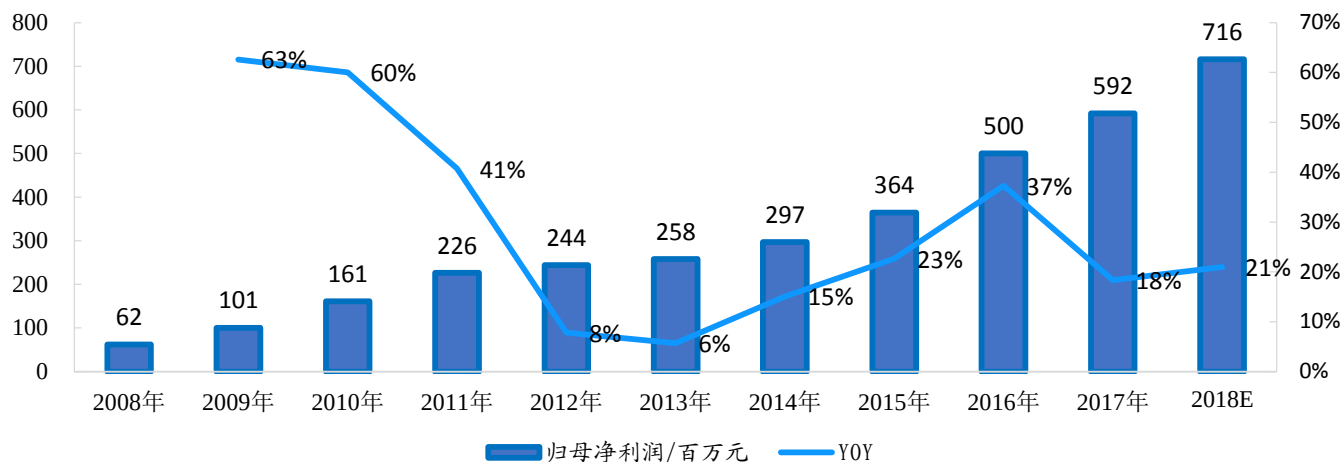
- **具有成长为大公司的基因。**创新药由于在国外定价远高于国内，同时考虑到医保覆盖和支付能力等因素，国外销售额巨大的品种在中国未必能销售起来，但家用医疗器械更类似于家电，国内外定价差距不大，国内人群也能够消费的起，受益于国内巨大的人口基数和市场，在渗透率和普及率逐步提高的过程中，理论上最大的市场就在中国。与此同时，由于家用医疗器械种类繁多，囊括了血糖仪、血压计、呼吸机、雾化器、各类家用POCT等，部分公司通过持续研发或者并购不断推出新产品后，在销售渠道和品牌上具有协同性，从而有利于公司进一步成长和做大做强。
- **成长的过程依赖持续研发投入推出新品和并购方式获得新品。**由于每一种家用医疗器械都有它自身的市场容量和成长空间，因此，持续的成长需要公司持续研发投入或者并购推出新品。阶段性地，当某一阶段公司老品种增长乏力，又缺乏规模化的新品种拉动的时候，公司的收入和利润就会进入瓶颈期而出现增长放缓。

如下图所示，上市以来，公司2008~2011年处于高增长阶段，2012~2014年由于缺乏重磅新产品拉动而出现增速放缓，2015~2017年，通过并购上械集团和中优利康，公司增速再次提升。（2017年收入增速显著高于利润增速，部分原因来自公司2017年1月并购中优利康股权比例61.6225%，中优利康收入实现并表，利润部分体现在少数股东损益。）

图1：公司2008~2018E收入及增速



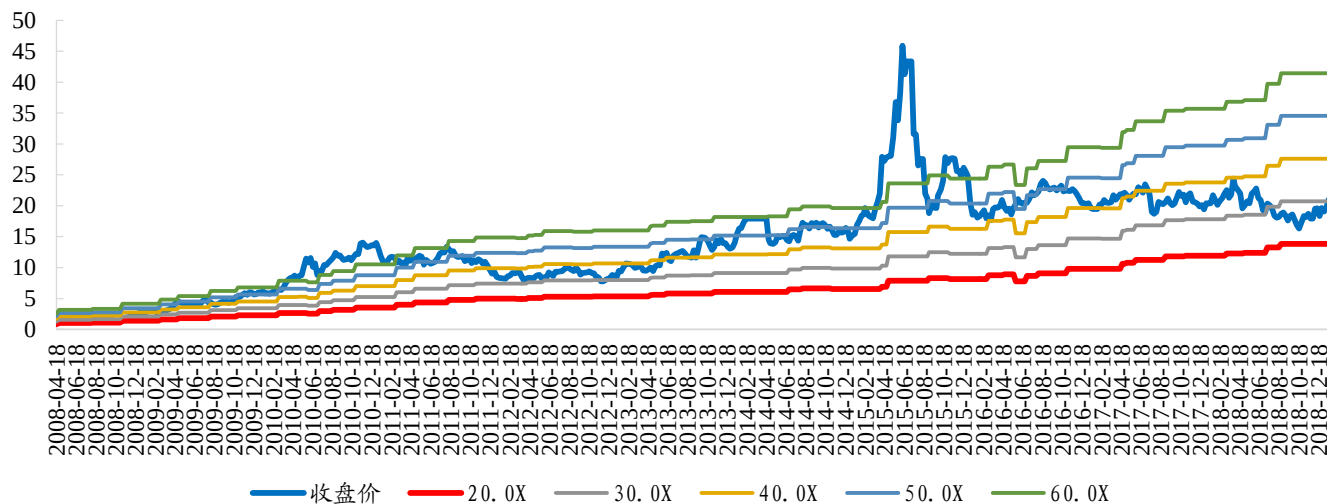
资料来源：公司年报，新时代证券研究所预测

图2： 公司 2008~2018E 净利润及增速

资料来源：公司年报，新时代证券研究所预测

1.2、市场对公司的疑虑

当前，市场对公司未来发展存在一定疑虑，通过 PE-band (TTM) 也能看出，公司当前 PE (TTM) 在 30 倍，处于历史低位，历史上看，无论市场整体如何，即使在公司增速较低的 2012~2014 年，公司的 PE (TTM) 基本都在 30 倍以上。

图3： 公司 2008~2018 年 PE-band (TTM)

资料来源：wind，新时代证券研究所

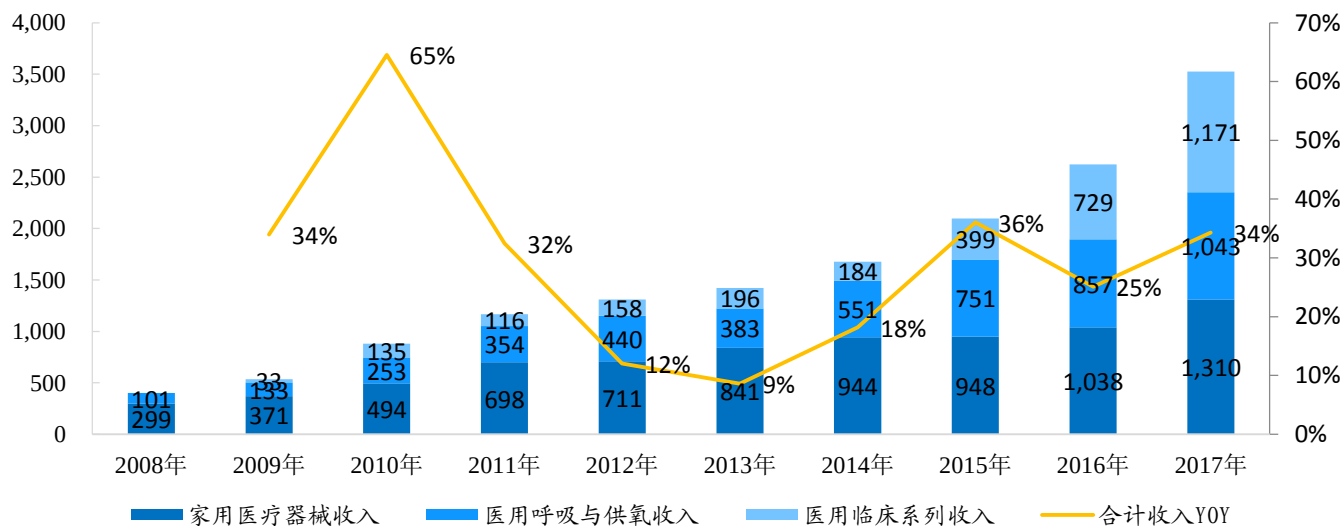
我们预计和判断，市场当前对公司的疑虑压制了公司估值，主要疑虑来自以下几个方面：

- 公司当前收入和利润规模已经比较大，2018 年分别达到 42.5 亿和 7.16 亿元（预测值），市值已经达到 210 亿元，未来成长的空间和持续性看不到。

- 过去几年，公司快速增长主要依赖并购，扣除并购后，公司原有内生性增长较低。
- 公司在医用临床领域开拓并不顺利，包括临床线收购的上械集团经营和盈利也出现一定波动

如下图所示，公司过去几年高增长主要得益于并购上械集团和中优利康，这两块业务都属于医用临床板块，因此，公司医用临床线收入大幅增长，收入规模从2014年1.84亿元增长到2017年11.71亿元，实现跳跃式增长。

图4： 公司各版块业务收入（单位：百万元）



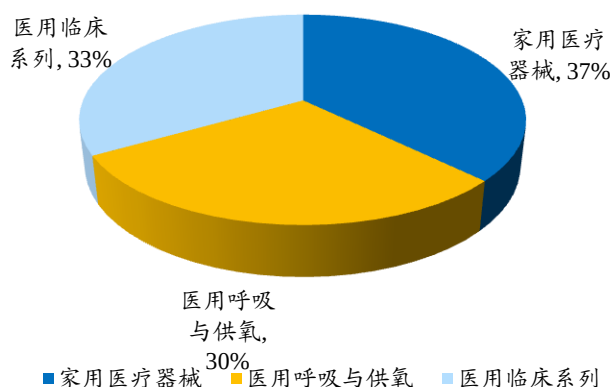
资料来源：公司年报，新时代证券研究所

2、线上+线下渠道双管齐下，潜力大品种进入快速放量期推动公司内生性增长提速

2.1、公司当前业务结构

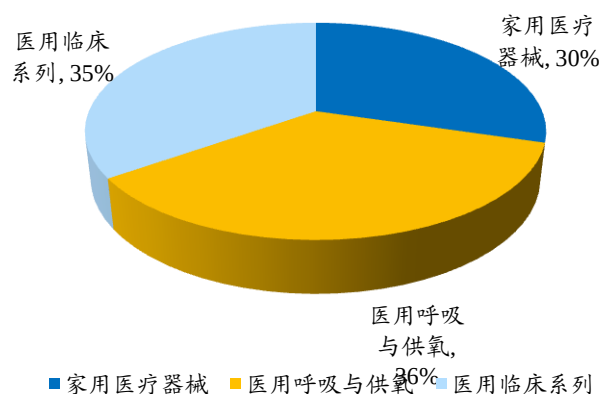
从收入结构看，公司当前家用医疗器械、医用呼吸与供氧（也属于家用医疗器械，但由于体量大，单独核算）、医用临床三大板块收入占比分别为 37%、30% 和 33%，而毛利构成方面，由于医用呼吸与供氧毛利率较高，而家用医疗器械受传统产品拖累毛利率较低，三者构成比例分别为 30%、36%、35%。

图5： 2017 年公司各板块收入占比



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图6： 2017 年公司各板块毛利占比



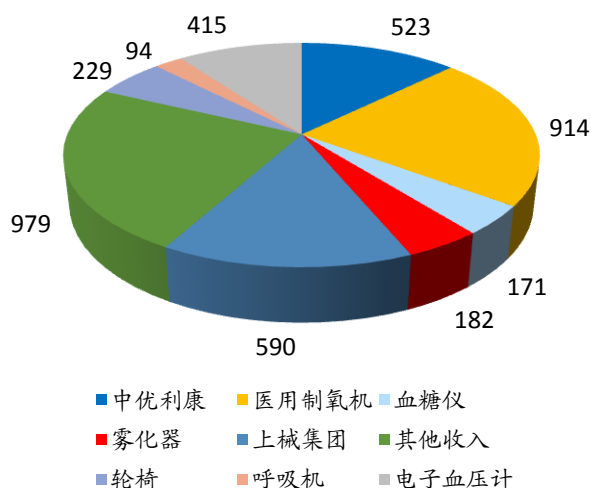
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

具体到品种看，如下图所示，2018 年（预测值）单品种/品类收入最大的依次是医用制氧机、上械集团、中优利康、电子血压计、轮椅、雾化器、血糖仪、呼吸机，其他收入主要是一些毛利率比较低的品种为主。

随着血糖仪、呼吸机高速增长，我们预计，2019 年这两个品种的收入比例将会大幅提升。

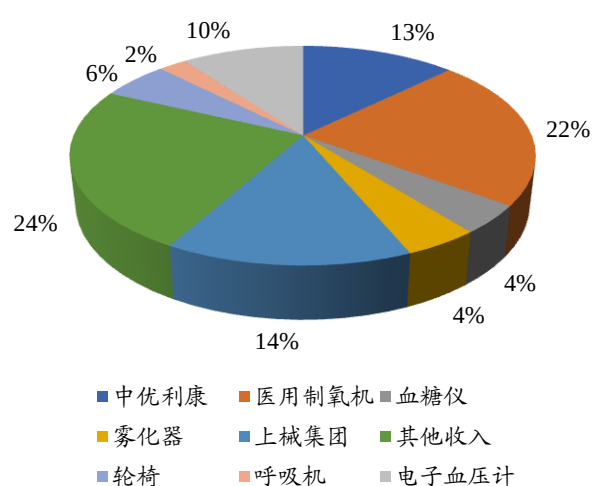
由于血糖仪、呼吸机、制氧机、雾化器、电子血压计、中优利康毛利率较高，因此，上述品种的毛利占比和利润贡献将会更高。

图7： 2018 年公司各品类收入占比



资料来源：公司公告，新时代证券研究所预测

图8： 2018 年公司各品类毛利占比



资料来源：公司公告，新时代证券研究所预测

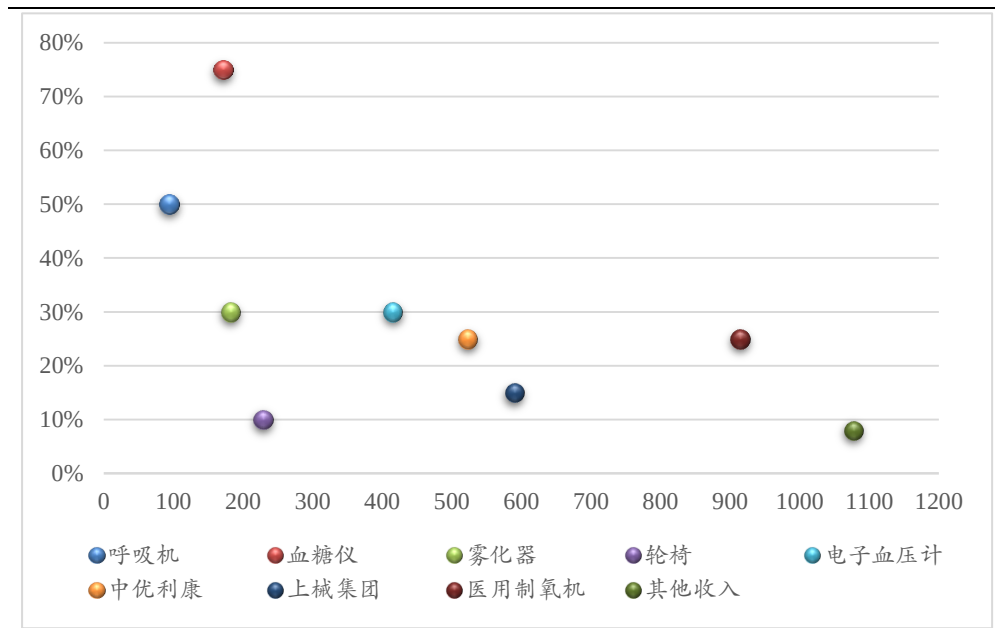
2.2、公司内生性收入增长提速，产品结构显著优化

从公司细分品种看，增速最快的依次为血糖仪（试纸）、呼吸机、雾化器、电子血压计、中优利康、医用制氧机等，而上械集团、轮椅、和其他业务（主要包括传统听诊器、水银血压计、针灸针、吸痰器等）则增速基本在 10%附近。

前几年，由于公司增速最快、毛利率最高的血糖仪、呼吸机等产品收入规模太小，虽然增速较高，但对公司整体的增速拉动十分有限。但截至到目前，公司上述高成长、高增速业务占比已经持续提升，对公司增速的拉动效应愈发显著，我们判断，公司内生性收入增速有望加快。

下图为公司产品的收入规模与增速坐标图，随着越来越多的品种增速超过 20%，且规模持续增长，将会拉动公司整体增速提升。

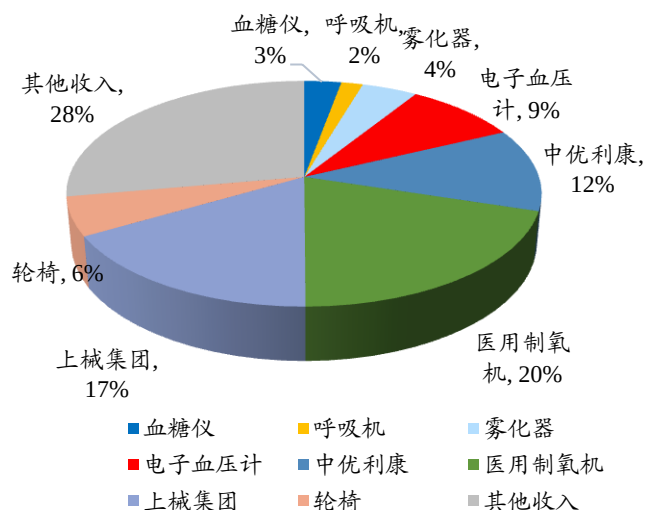
图9： 2019 年产品收入增速与规模（纵轴代表收入 YOY，横轴代表收入，单位百万元）



资料来源：公司年报，新时代证券研究所预测

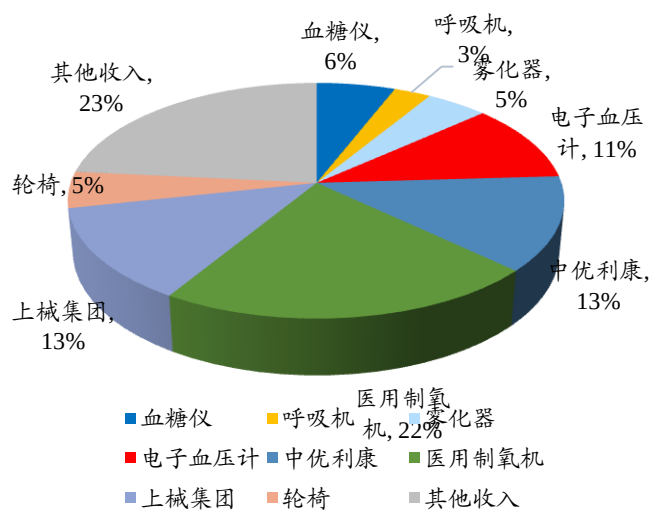
通过对比 2017 年和 2019 年（预测值）产品收入构成可以看出，公司增速最高的血糖仪（试纸）、呼吸机、雾化器、电子血压计、中优利康的收入占比从 2017 年的 3%、2%、4%、9%、12% 分别提升到 2019 年的 6%、3%、5%、11%、13%，合计份额从 30% 提升为 37%，如果考虑到血糖仪、呼吸机、雾化器、电子血压计、中优利康均为高毛利率品种，实际毛利贡献份额提升比例更高。

图10： 2017 年公司产品收入结构



资料来源：公司年报，新时代证券研究所

图11： 2017 年公司各品类毛利占比



资料来源：公司年报，新时代证券研究所

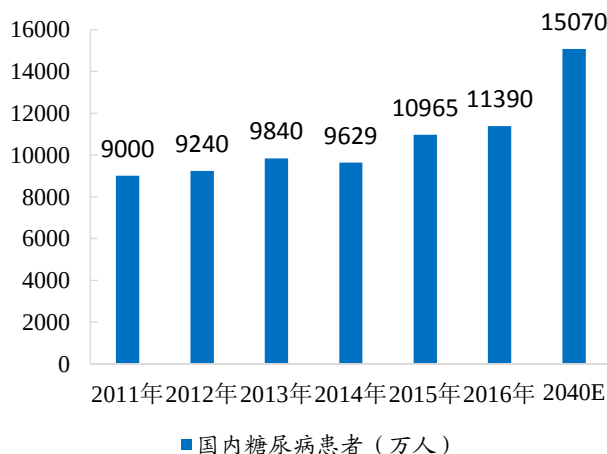
综上，我们测算，公司内生性收入 2018~2020 年分别同比增长 19%、21.5%、20.29%，毛利分别同比增长 23.2%、26.6%、24.57%，事实上，由于公司近几年高毛利率产品持续高速增长，公司会持续呈现出毛利（利润）增速高于收入增速、毛利率持续提升的趋势。最终的净利润增速还取决于公司费用的投入、研发支出及个别亏损业务条线的处置。

2.3、血糖仪业务进入高速增长期

2.3.1、国内血糖监测市场渗透率较低，未来提升空间巨大

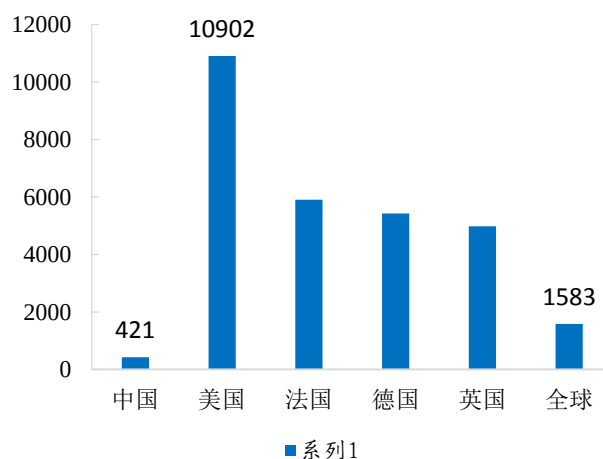
根据国际糖尿病联合会发布的《糖尿病地图》数据显示，全球约 3.82 亿成年人患有糖尿病，而 2016 年中国糖尿病患者约 1.14 亿，居各国之首。2016 年我国糖尿病患者数量较 2011 年增加 2400 万左右，平均每年增长 500 万例。目前，我国糖尿病发病率约 11.6%，其中 62% 的人血糖不正常，但接受治疗的仅为 25%，监测频次则更是很难达标。从各国人均糖尿病医疗支出看，我国人均年支出仅 421 美元，较美国 1.1 万美元差距明显，甚至较全球平均 1583 美元相差较大。因此，我国糖尿病防治形势格外严峻。

图12：近年来我国糖尿病患者数量呈上升趋势



资料来源：IDF，新时代证券研究所

图13：各国人均糖尿病医疗支出（美元）



资料来源：IDF，新时代证券研究所

目前，世界上依然没有有效的糖尿病治疗方法，因而关键在于预防和控制。《中国血糖监测临床应用指南（2015 年版）》中提到，循证医学证据证明血糖监测可有效降低糖尿病并发症的发生风险，正因为如此，在糖尿病防治领域中血糖监测与口服降糖药、胰岛素等药品处于同等重要位置。

血糖监测频率和监测时点均需要根据病人情况进行科学安排，因此患者教育以及自我管理较为重要。1）监测时点要根据病人的情况科学安排，如餐前、餐后两小时、睡前和夜间（凌晨 2-3 点）。2）监测频率同样要依据患者的病情，比如对于口服降糖药物的患者，可一周监测 2-4 次空腹或餐后两小时的血糖；需要去医院的，可在就诊前一周连续监测 3 天，每天监测 7 个点——早餐前后、午餐前后、晚餐前后和睡前，随后将记录拿给医生。只有科学管理血糖监测，才能合理使用降糖药或胰岛素，以及减少并发症，并降低慢病管理的医疗负担。

表1：各时间点血糖监测的适用范围

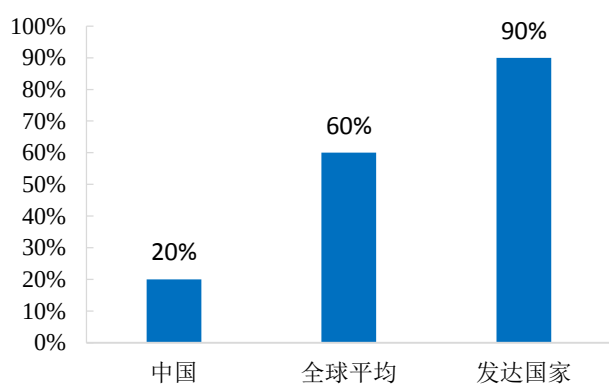
时间	适用范围
餐前血糖	空腹血糖较高，或有低血糖风险时（老年人、血糖控制较好者）
餐后 2h 血糖	空腹血糖已获良好控制，但 HbA1c 仍不能达标者；需要了解饮食和运动对血糖影响者
睡前血糖	注射胰岛素患者，特别是晚餐前注射胰岛素患者
夜间血糖	经治疗血糖已接近达标，但空腹血糖仍高者；或疑有夜间低血糖者
其他	出现低血糖症状时应及时监测血糖，剧烈运动前后宜监测血糖

资料来源：血糖监测指南，新时代证券研究所

我国血糖监测渗透率低且试纸条使用频率同样远低于国外发达国家水平：一方面，血糖仪在国内城市地区的渗透率约 20-25%，农村地区约 5-10%，平均市场渗透率约 20%，远低于在发达国家 90% 的渗透率以及全球 60% 的平均渗透率，存在着巨大的提升空间；另一方面，我国每台血糖仪平均年使用试纸约 100 条，较美国 400 条同样差距较大。

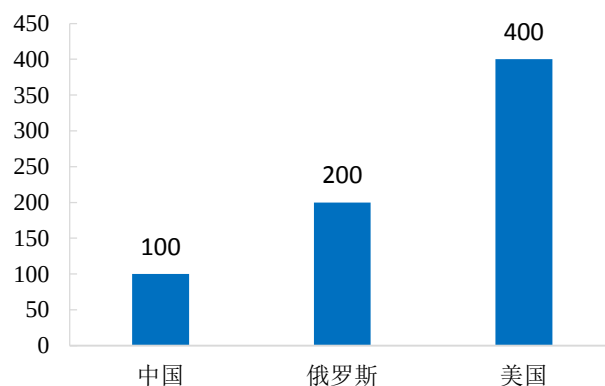
我国血糖仪渗透率及监测频率偏低，一方面原因是由于我国患者接受的糖尿病教育不足导致患者对血糖管理的重视程度不够，另一方面是由于测血糖时指尖采血疼痛感较强，导致患者依从性较差，限制了患者血糖监测的次数。此外，由于我国尚没有将血糖监测系统纳入医保范围（部分医院对试纸条纳入检测项目可进行医保支付，OTC 端无医保），也限制了血糖仪的普及。随着国家对慢病管理重视程度空前、家庭医生制的推广，对血糖管理的教育和监测会得到显著改善，同时随着技术的升级与革新会使患者依从性更强，糖尿病的诊疗率也会逐渐提高。

图14： 国内外血糖仪渗透率



资料来源：IDF，新时代证券研究所

图15： 各国单台血糖仪平均试纸使用量对比（单位条）



资料来源：IDF，新时代证券研究所

当前全球血糖监测系统市场容量达 150 多亿美元，我国血糖监测系统市场规模约 80 亿元。其中，国内血糖仪市场规模约 15 亿元，血糖试纸销售收入约 65 亿元。按照国产试纸条 1-2 元/条，进口试纸条 3-4 元/条，国产与进口试纸数量占有率 2:3 来计算，平均每条试纸均价在 2.7 元/条，则我国每年血糖试纸使用量在 24 亿条，我国共有 1.16 亿糖尿病患者，按照知晓率（诊断率）1/3 来计算，人均血糖试纸的年消耗量仅为 62 条，即已经诊断为糖尿病的患者中，平均每月检测血糖的频次仅 5 次左右。

经过测算，我们预计未来三年血糖检测市场规模复合增速接近 20%，2021 年将达到 155 亿左右。目前我国糖尿病患者 1.16 亿，按照 IDF 预估中国 2040 年将达到糖尿病患者人数 1.5 亿计算，我国糖尿病患者年年复合增长率约为 1.2%，3 年后我国糖尿病患者人数约为 1.2 亿，假设我国 3 年后糖尿病诊断率提高至 40%。**1) 血糖试纸条市场规模预测：**人均每月血糖监测频率由 5 次增加至 10 次，则每年试纸消耗量达近 57.6 亿条，考虑血糖仪市场格局国产比重加大以及竞争加剧导致产品价格下降，按照试纸均价 2 元/条计算，2021 年血糖试纸市场容量近 115 亿。**2) 血糖仪市场规模预测：**假设 3 年后血糖仪渗透率提升 40%，每台血糖仪使用周期为 3 年，目前国产血糖仪价格约 100-200 元、国外品牌价格约 350-1000 元，平均价格约 400 元，考虑血糖仪市场格局国产比重加大以及竞争加剧导致产品价格下降，届时按照均价 300 元/台计算，2021 年血糖仪市场规模约 24 亿。综合上述，2021 年我国整体血糖监测系统市场可达 140 亿，较目前 80 亿的市场容量有广阔的增长空

间，年复合增长接近 20%。

表2：国内未来 3 年血糖监测市场规模预测

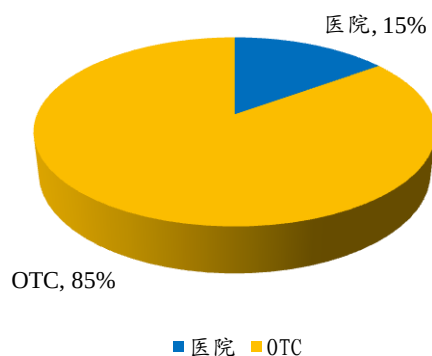
	2018 年	2021 年
糖尿病患者（亿人）	1.16	1.2
诊断率	33%	40%
确诊糖尿病患者（亿人）	0.387	0.48
血糖仪市场规模测算		
血糖仪平均价格（元/台）	400	300
年化使用量/万台	375	800
血糖仪市场规模	15	24
血糖试纸条市场规模测算		
月使用量	5	10
血糖试纸条平均价格（元/条）	2.7	2
血糖试纸条市场规模（亿元）	65	115
血糖监测市场规模（合计）	80	140

资料来源：IDF，新时代证券研究所预测

2.3.2、外资品牌垄断医院市场，国内厂商主战 OTC 市场

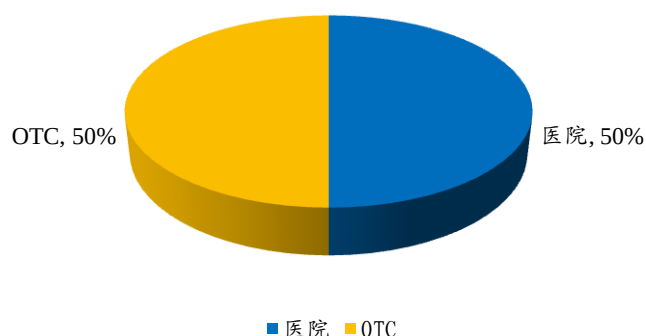
血糖仪与试纸的销售分医院和零售两个渠道，目前市场份额两者各占一半。由于血糖仪属耐用品，平均寿命 4-5 年，医院的血糖仪增量空间较小，同时随着糖尿病患者的增加及血糖仪的家用化趋势，零售渠道的增速要高于医院端，未来整体血糖仪市场增速约 20% 左右。美国市场医院端与零售端市场占比为 15: 85，零售端占主导，而目前我国比例为 50:50，随着未来患者教育和自我诊疗意识的提升，我国零售端市场占比仍见进一步提升。

图16：美国血糖监测渠道占比情况



资料来源：产业信息网，新时代证券研究所

图17：国内血糖监测渠道占比情况



资料来源：产业信息网，新时代证券研究所

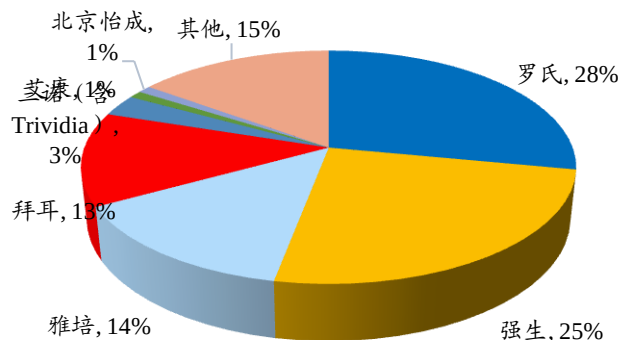
外资品牌如罗氏、强生、雅培等进入国内市场时间较早，在医院渠道占据 90% 的市场份额，在零售端占据 40-50% 的市场份额。近年来原有外资品牌的技术壁垒逐渐被打破，国产品牌的性价比优势体现，迅速开拓零售渠道，未来有望逐步实现进口替代。

目前国内血糖监测整体终端市场外资占比约 70% 左右，国际血糖监测巨头强生、罗氏、雅培、拜耳分别占据着 30%、24%、8%、4% 的市场份额，国内龙头企业三

诺生物占据着 10% 的市场份额。由于国产品牌价格相对较低，我们预计三诺生物产品的数量占比约 20% 左右。

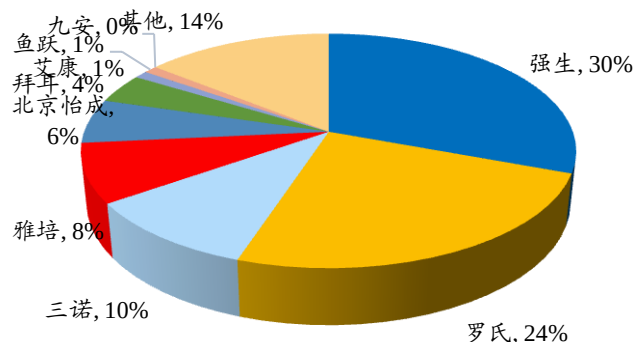
单纯看零售市场，我们预计，三诺生物的产品市场率接近 40%，销量占比 50% 左右。

图18： 2016 年血糖监测全球市场份额



资料来源：产业信息网，新时代证券研究所

图19： 2016 年国内血糖监测市场份额



资料来源：产业信息网，新时代证券研究所

医院与零售市场的不同消费需求以及技术壁垒、营销成本决定了国内企业的成长路径，造成了当前“外资品牌垄断医院市场，国产厂商主战零售市场”的竞争格局。1) 医院对血糖监测要求精准、稳定，因此监测技术高要求对国内企业形成了较高的行业壁垒，这也是国内企业难以拓展医院市场的最关键因素。另外医院对销售人员的专业知识要求更高，并且进入医院市场需要通过招标等程序，营销成本也较 OTC 渠道高得多。2) 由于血糖仪是一次性消费，试纸才是消耗品、需要不断消费，而零售市场的消费人群多为中老年人，对价格较为敏感，往往追求性价比。因此，国内较早的血糖企业都是以高性价比的产品先进军零售市场跑马圈地，通过给经销商更多的利润然后再推广到药店得以占领市场。

零售市场经过早期国内厂商的跑马圈地，市场规模迅速扩容。然而随着存量仪器所构筑的竞争门槛对新进入企业来说越来越高，新品牌进入的营销成本（免费投放血糖仪拓展市场）正在与日俱增，我们预计新进入者前期营销投入不低于一亿元，这将令大部分潜在新进入者望而却步。因此，未来行业内的竞争环境正逐步趋缓，国内零售市场的龙头企业的行业地位逐步稳固，马太效应凸显。

与此同时，行业标准不断提高。中国血糖监测临床应用指南（2015 年版）对血糖检测的技术标准要求趋严，对准确性要求至少 95% 的测试结果满足在 $\pm 15\%$ 偏差范围，较中国血糖监测临床应用指南（2011 年版） $\pm 20\%$ 误差范围提出更高标准，因此技术标准的提升对企业规模规模化生产提出更高要求，行业进入壁垒进一步提升。

表3： 血糖监测指南对技术标准要求趋严

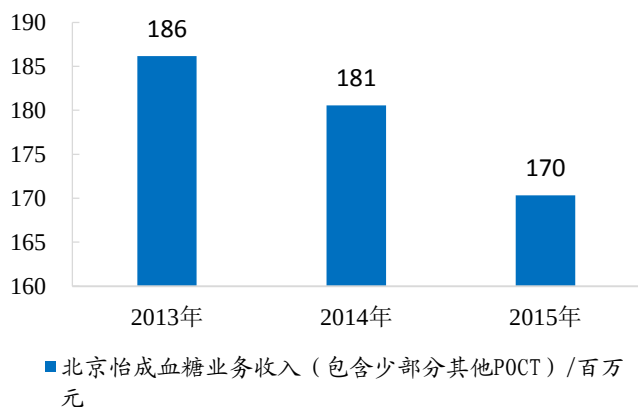
血糖监测指南	对精确度要求
中国血糖监测临床应用指南（2015年版）	患者同一部位血样血糖仪测试的全血结果和生化仪测试的血浆结果之间的偏差应控制在如下范围：至少 95 % 的测试结果满足，当血糖浓度 < 5.6mmol/L 时，应在 $\pm 0.83\text{mmol/L}$ 偏差范围内；当血糖浓度 $\geq 5.6\text{mmol/L}$ 时，应在 $\pm 15\%$ 偏差范围内。99 % 的结果偏差在一致性网络误差分析栅格的临床可接受范围内。
中国血糖监测临床应用指南（2011年版）	在空腹状态下，采集静脉血浆用生化仪进行血糖测试的同时，采用毛细血管全血使用血糖仪进行测试，血糖仪的测试结果和生化仪的测试结果之间的偏差应控制在如下范围：当血糖浓度 < 4.2 mmol/L 时，95 % 的测试结果应在 $\pm 0.83\text{mmol/L}$ 偏差范围内；当血糖浓度 $\geq 4.2\text{mmol/L}$ 时，95 % 的测试结果应在 $\pm 20\%$ 范围内。

资料来源：CKNI，新时代证券研究所

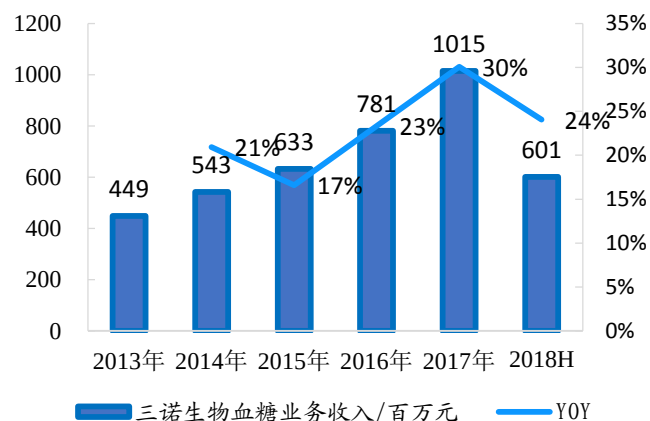
2.3.3、公司血糖仪稳定性得到彻底解决，血糖业务进入加速放量期

当前，我国血糖仪（试纸）行业集中度正在快速提升，特别是近两年，随着医疗器械线上规模高速扩张，如三诺生物、鱼跃医疗等公司线上业务快速发展，增速超过行业平均，集中度向龙头企业进一步集中。而部分老牌企业如北京怡成等由于一直未能成功上市，发展也停滞不前，2013~2015 年期间收入规模甚至发生下滑，其他小企业由于规模、准确度等因素，也逐步退出市场。

特别值得说明的是，在医院业务没有取得显著突破地背景下，三诺生物凭借在 OTC 市场的精耕细作，2013 年~2018H 实现复合增速 23%，2017 年收入已经突破十亿达到 10.15 亿元，同比增长 30%，2018H 收入增速 24%，如此高基数上，仍然实现快速增长，可见行业增长仍然具有驱动力。

图20： 北京怡成 2013~2015 年血糖业务收入

资料来源：北京怡成招股书，新时代证券研究所

图21： 三诺生物 2013~2018H 血糖业务收入及增速

资料来源：三诺生物年报，新时代证券研究所

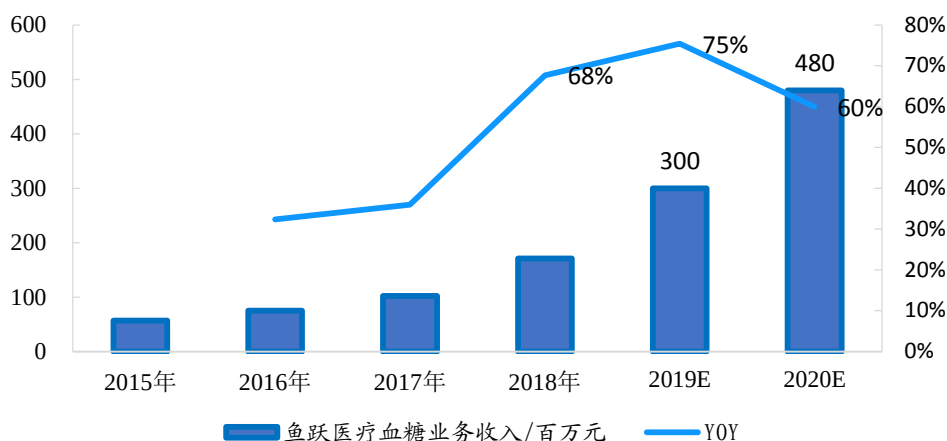
鱼跃医疗的血糖仪于 2012 年获得批文，而当时，三诺生物 2012 年的血糖业务收入规模也仅 3.39 亿元，但是，不同于其他医疗器械，血糖仪用于检测血糖，是一个极其敏感的产品，对产品质量和稳定性要求极高，如果读数出现异常，病人会急于就医和核实读数的准确性，特别是血糖读数出现假阳性过高，注射胰岛素容易造成患者低血糖的发生，因此，血糖仪的产品质量是否过关、是最容易被患者和医生发觉的，准确度得到验证是立竿见影的。

早些年，鱼跃医疗的血糖仪在产品稳定性上存在一定问题，曾出现医院和 OTC

退货和召回的事件发生,因此,导致公司前些年在推广血糖业务上出现谨慎。但是,2015年,公司血糖仪产品的稳定性问题已经得到彻底解决,2015年以后几年来,公司产品没有再发生过上述事件,经过2016年和2017年市场检验,终端对公司的产品重拾信心,公司也加大力度推广血糖业务,特别是借助公司强势的线上业务渠道,公司血糖业务2018年预计实现收入1.7亿以上,同比增长接近70%,受制于产能瓶颈,曾经出现血糖仪终端买断货的情况。

我们预计,公司血糖业务2019年继续保持高速增长,有望实现75%增长,收入达到3亿元,2020年收入有望达到4.8亿元。

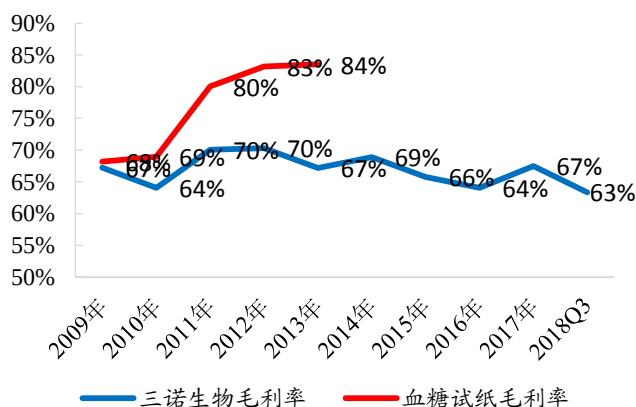
图22: 公司血糖业务有望持续保持快速增长



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所预测

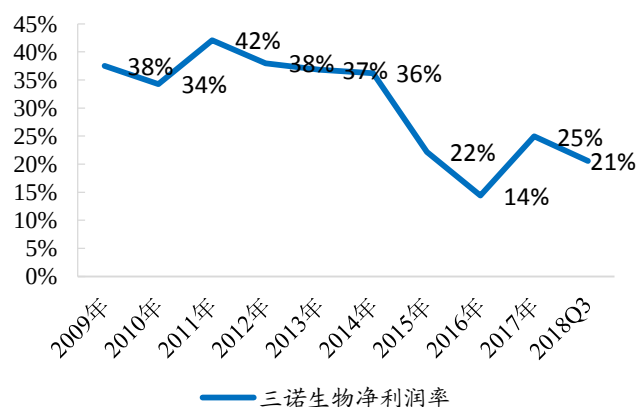
另一方面,值得说明的是,血糖业务主要收入来源是试纸,由于试纸成本通常较低,故血糖业务毛利率通常较高,三诺生物整体毛利率持续维持在65%以上,由于血糖仪主要采取低价销售或者赠送方式,根据三诺生物2012~2014年血糖试纸的毛利率均在80%以上,而三诺生物2015年以前净利润率也持续在30%以上,2016年开始净利润率下滑到20%,主要是由于持续并购海外项目产生费用及亏损拖累所致,公司国内血糖业务净利润率预计仍然保持在30%以上。

图23: 三诺生物毛利率



资料来源: 三诺生物年报, 新时代证券研究所

图24: 三诺生物净利润率



资料来源: 三诺生物年报, 新时代证券研究所

而对于鱼跃医疗而言，血糖仪已经成为公司当前毛利率最高的品种，我们预计毛利率水平在 70% 左右，而公司制氧机业务毛利率仅在 55% 左右，电子血压计毛利率仅在 45% 左右，其他传统品种的毛利率则更低。因此，随着公司血糖仪业务收入占比持续提升，公司血糖业务实际贡献的利润将进一步显著提升。

2.3.4、脱氢酶技术血糖试纸已经上市，医院端开拓稳扎稳打

血糖监测试纸可以分为氧化酶和脱氢酶技术路径，其中罗氏和雅培采用脱氢酶技术，而强生、拜耳等公司采用氧化酶技术，葡萄糖氧化酶易与氧气结合，造成结果出现偏差，较为落后，而葡萄糖脱氢酶技术不受血液或空气中氧分子的干扰，稳定性和抗干扰能力更强。

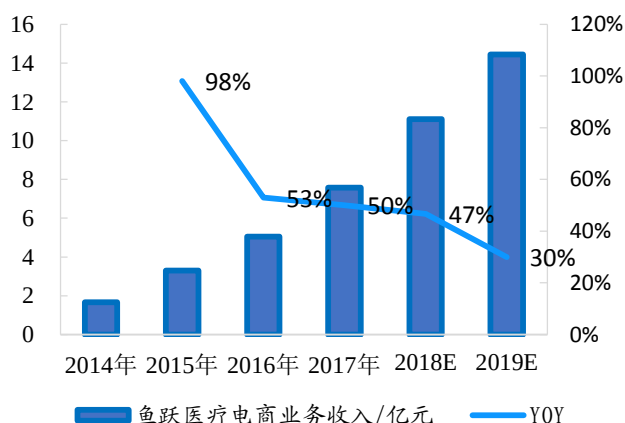
公司传统产品也采用了氧化酶技术，而新的脱氢酶技术产品已经上市并开始在医院销售，预计试纸出厂价比氧化酶技术产品出厂价高一倍，达到一定规模后毛利率有望超过 80%，我们预计，公司后续有望在零售渠道也推出脱氢酶技术血糖试纸定位高端，产品系列更加丰富，进一步提升血糖业务整体毛利率。

与此同时，公司血糖业务在医院端的开拓也逐步上量，我们预计，2018 年血糖业务在医院端收入超过 5000 万元，同比增长 50%，随着脱氢酶技术血糖试纸的上市和开拓医院，预计 2019 年血糖业务在医院端收入增速有望超过 30%。

2.3.5、线上电商业务持续发力驱动血糖业务高速增长

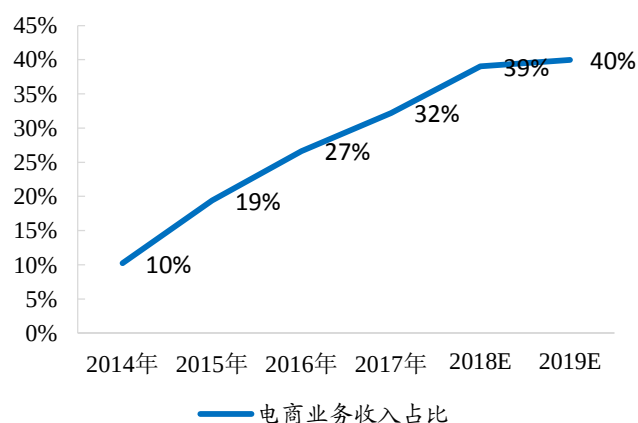
公司早在 2013 年开始成立电子商务部，并在天猫、京东等电商平台设立旗舰店，由公司副董事长吴群负责，由于公司产品品类齐全、品牌优势显著，多年来线上业务持续保持高速增长，线上业务收入从 2014 年不到 2 亿增加到 2018 年 11 亿元（预测值），复合增长率达到 61%。2018 年，我们预计，公司线上业务收入已经贡献了公司家用医疗器械板块接近 40% 的收入（包含医用制氧与呼吸业务）。

图25： 公司来自电商收入保持高速增长



资料来源：公司年报，新时代证券研究所预测

图26： 公司来自电商收入占比持续提升



资料来源：公司年报，新时代证券研究所预测

公司是国内家用医疗器械的龙头企业，品类丰富，更是国产血糖仪（试纸）企业中唯一非单一业务的公司，因此，公司在销售渠道上具有显著优势，各个品种在销售渠道上具有显著协同性，能够相互引流。

- **京东自营旗舰店方面：**鱼跃京东自营旗舰店关注人数为 40.1 万人，三诺京东自营旗舰店关注人数为 6.5 万人，而怡成京东自营旗舰店关注人数仅为 2047 人，可以看出，产品品类最丰富的鱼跃在电商流量方面具有显著优势。京东官方旗舰店方面，鱼跃官方旗舰店关注人数为 7.1 万人，三诺旗舰店关注人数为 2.1 万人。
- **天猫旗舰店方面：**鱼跃官方旗舰店关注人数为 41.2 万人，三诺官方旗舰店关注人数为 23.1 万人，而怡成旗舰店关注人数仅为 11565 人。

图27： 鱼跃京东自营旗舰店页面



资料来源：京东，新时代证券研究所

图28： 三诺京东自营旗舰店页面



资料来源：京东，新时代证券研究所

图29: 鱼跃天猫官方旗舰店页面



资料来源: 天猫, 新时代证券研究所

图30: 三诺天猫官方旗舰店页面



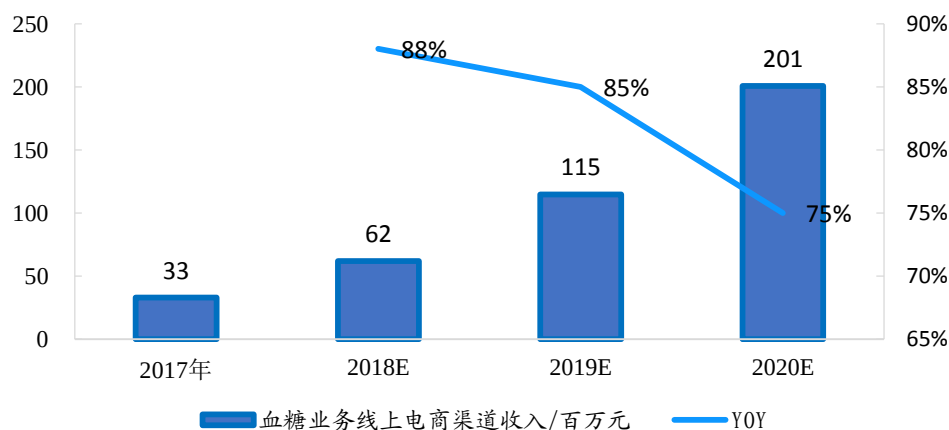
资料来源: 天猫, 新时代证券研究所

虽然关注人数(粉丝数)不是直接销售收入,但与销售收入具有显著正相关性,鱼跃医疗 2018 年整体线上电商收入超过 11 亿元(预测值),显著超出三诺生物(公司 2018 年整体收入一致预期在 16.5 亿元),而根据怡成的上述电商情况,及月销量,我们判断怡成作为老牌血糖仪企业的份额将会持续下降,行业集中度正在向鱼跃医疗、三诺生物等优势龙头企业集中。

此外,通过各个旗舰店页面也能看出,鱼跃医疗的引流活动最多,最用心。

2018 年,公司血糖业务来自线上的收入增速预计 80%~90%,达到 6000 万以上,2018 年 Q4 甚至由于产能问题出现断货的情况,预计 2019 年血糖业务线上收入增速仍将在 80%~90%。

图31: 血糖业务线上电商渠道业务收入保持高速增长



资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所预测

2.3.6、线下 OTC 销售架构调整，从传统渠道驱动转为终端拉动销售模式发生拐点式变化

虽然公司来自电商的线上业务收入持续保持高速增长，但是线下 OTC 渠道的收入在 2016~2017 年却出现停滞不前或者仅仅个位数增长。主要原因有两方面：

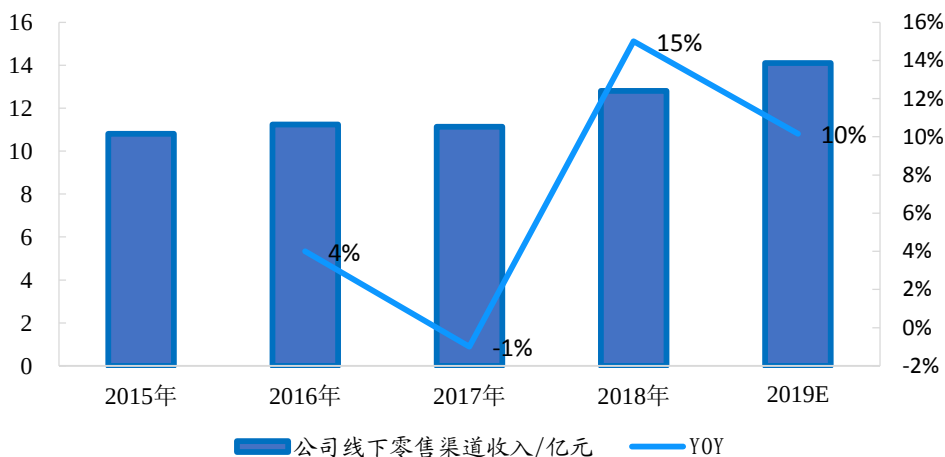
- 公司此前 OTC 销售架构是大区制，管理模式过于粗放，考核没有落实到各个品种上。导致部分品种销售一直停滞不前。
- 虽然市场之前认为鱼跃医疗是销售渠道见长的公司，但实际上，公司此前仅仅是单纯依赖线下零售渠道，销售较为被动，且很多连锁药店仅仅有电子血压计等个别品种铺货，血糖仪等其他产品铺市率较低。

2018 年初开始，公司此前负责线上电商业务的吴群开始全面接手公司其他业务，对线下 OTC 业务从架构、考核等方面进行了大幅调整：

- 首先，销售架构方面，从之前的大区制改为省区制，同时，每个产品都有专属的产品经理，这样就做到了精细化考核，此前不受重视或者销售额较低的产品也得到了重视。
- 其次，进一步开发销售渠道，增加全品类产品铺货率。公司在此前连锁药店基础上，进一步开发了医院周边的单体药店和医疗器械连锁店，同时，通过 2018 年一年的时间，大幅提高产品覆盖率，特别是前几大连锁药店，实现终端全品类覆盖。
- 从渠道拉动转变为终端拉动销售模式。类似于 OTC 药品，只有做终端动销才能从根本上拉动产品的销售，而公司此前并没有真正做终端，主要依赖渠道被动式销售。2018 年，公司成立了 150 人的销售队伍专门服务连锁终端做终端动销，特别是百强连锁，我们预计，2019 年，服务线下终端的销售队伍有望增加到 300 人以上。

在上述针对线下零售渠道的销售架构改革和销售模式转变的背景下，我们预计，公司 2018 年线下业务实现收入接近 13 亿元，同比增长 15%，是过去几年来首次超过两位数增长，我们预计，随着销售架构的理顺和销售人员的增加，2019 年，公司线下渠道销售收入仍有望实现超过 10%以上增长。

图32： 公司线下零售渠道业务收入增长开始显著提速



资料来源：公司年报，新时代证券研究所预测

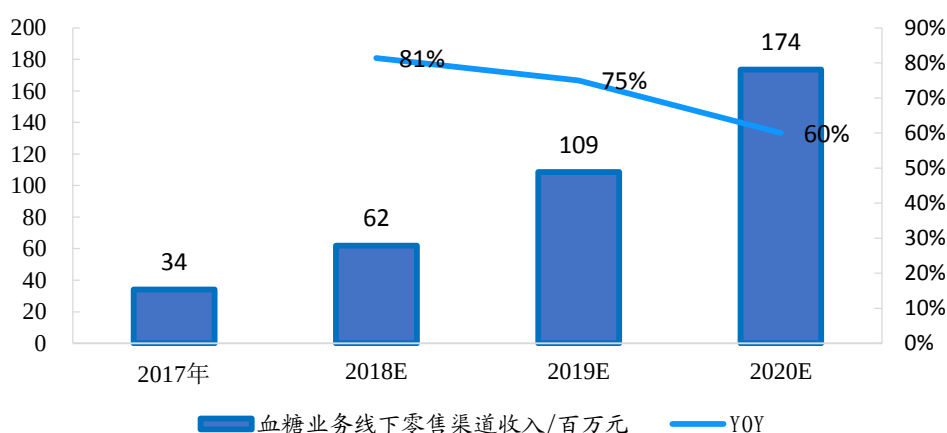
就血糖仪业务而言，公司的血糖仪业务铺货率大幅提升，我们预计，公司血糖

仪业务 2018 年在线下零售渠道销售收入同比大幅增长 80% 以上，收入达到 6000 万左右。

随着处方药价格持续下降、零售药店盗刷、滥刷医保卡监管加强（此前主要买一些非医疗、医疗类产品），零售药店急需高客单价、能够为药店带来盈利补偿的产品，因此，此前家用医疗器械在零售药店不受重视的情况将会得到改善。以此为契机，2018 年，公司与多家连锁药店都建立进一步战略合作关系，我们预计，未来公司将借助零售渠道重点销售血糖仪、呼吸机等高毛利率品种。

我们预计，血糖仪业务来自线下零售渠道的收入 2019 年仍有望保持 70% 以上高速增长态势，血糖仪线下渠道收入有望过亿。

图33： 血糖业务线下零售渠道业务收入及增速



资料来源：公司年报，新时代证券研究所预测

2.4、呼吸机业务是继血糖业务后公司最具潜力单品

2.4.1、呼吸机的市场概况

阻塞性睡眠呼吸暂停低通气综合症（Obstructive Sleep Apnea-hypopnea Syndrome，OSAHS 或是 OSA），指睡眠时上气道塌陷阻塞引起的呼吸暂停和通气不足，伴有打鼾、睡眠结构紊乱，频繁发生血氧饱和度下降，白天嗜睡等病症。

睡眠呼吸暂停综合征（打鼾并暂停）患者不仅仅会影响他人睡眠，睡眠呼吸暂停综合征患者夜间睡眠时反复出现血氧降低、频繁觉醒，重者多达每昼夜百余次，长期反复发作对患者的身体健康及生活质量造成极大危害。心脑血管疾病的发生率明显上升，严重时可能夜间猝死；它还是司机及高空作业人员发生意外事故的原因之一。

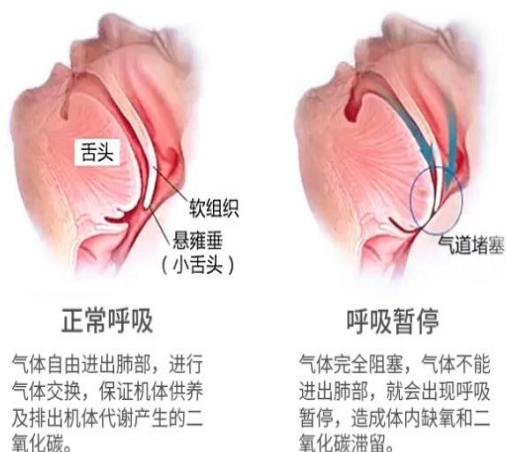
1981 年以前，阻塞性睡眠呼吸暂停综合症的主要治疗方法是气管切开术，即在患者的气管上开一个洞的外科手术。其他的外科治疗方法包括悬雍垂腭咽成形术（UPPP），即在上气道上进行手术以去除多余的组织并使气道流线化，或者植入一种设备来增加软腭的支撑。目前可供选择的其它治疗方法包括鼻手术、下颌推进手术、牙科器械、腭部植入物、鼻成形术、鼻装置和神经或肌肉的电刺激。

市面上有各种治疗阻塞性睡眠呼吸暂停综合症的设备。大多数药物仅部分有效，

但 CPAP 呼吸机（即持续气道正压呼吸机，即下文所指呼吸机）是治疗严重阻塞性睡眠呼吸暂停的可靠方法，被认为是一线治疗方法。对于无法使用 CPAP 或轻度阻塞性睡眠呼吸暂停(OSA)的患者，下颌前突装置的使用正逐渐成为二线选择。在 CPAP 治疗过程中，患者睡觉时鼻子与一个小型便携式空气设备相连，该设备以正压输送室内空气。患者从设备吸气，通过接口的排气口呼气。以这种方式施加的连续气压就像一个气动夹板，以保持上呼吸道的通畅和通畅。接口包括鼻罩和鼻枕。有时，当病人通过口腔泄漏空气时，可能需要使用全脸口罩，而不是鼻腔接口。

在我国，CPAP 家用呼吸机出现较晚，一般用于肺部功能衰竭或气道阻塞不能正常呼吸的病人。通常患有睡眠呼吸暂停综合征的病人和严重肺气肿、肺心病、慢阻肺或二型呼衰且二氧化碳偏高的病人，需要购买家用呼吸机。

图34: 睡眠呼吸暂停综合征示意图



资料来源：鱼跃医疗官网，新时代证券研究所

图35: 睡眠呼吸暂停的病因



资料来源：鱼跃医疗官网，新时代证券研究所

呼吸机可以分为单水平和双水平，单水平呼吸机主要用于患有睡眠呼吸暂停综合征（打鼾并暂停）的病人，而双水平呼吸机主要用于慢阻肺或呼吸衰竭等病人，主要区别如下：

表4: 呼吸机的主要类别及工作原理

呼吸机类别	工作原理	主要适用人群
单水平呼吸机	呼吸机在工作时，是一个恒定的吹气压力不变的(压力可以调整)。	睡眠呼吸暂停
单水平全自动呼吸机	呼吸机的压力会根据使用者夜间睡眠暂停的情况，根据使用者阻塞的多少，呼吸机的压力是变化的，阻塞的多了，压力就自动加大，阻塞的少了，压力就自动减小。	睡眠呼吸暂停
双水平呼吸机	当向外部排气的时候,也就是我们向外呼气的时候,呼吸机有一个压力在往里面吹	慢性肺阻等肺部疾病

资料来源：CNKI，新时代证券研究所

2.4.2、他山之石，全球最大的呼吸机服务商美国瑞思迈 ResMed

美国瑞思迈是全球最大的呼吸机及面罩等零配件的提供商，受益于美国对呼吸机给予医保覆盖的政策，瑞思迈收入持续增长，2011~2018 年 9 年间收入复合增速

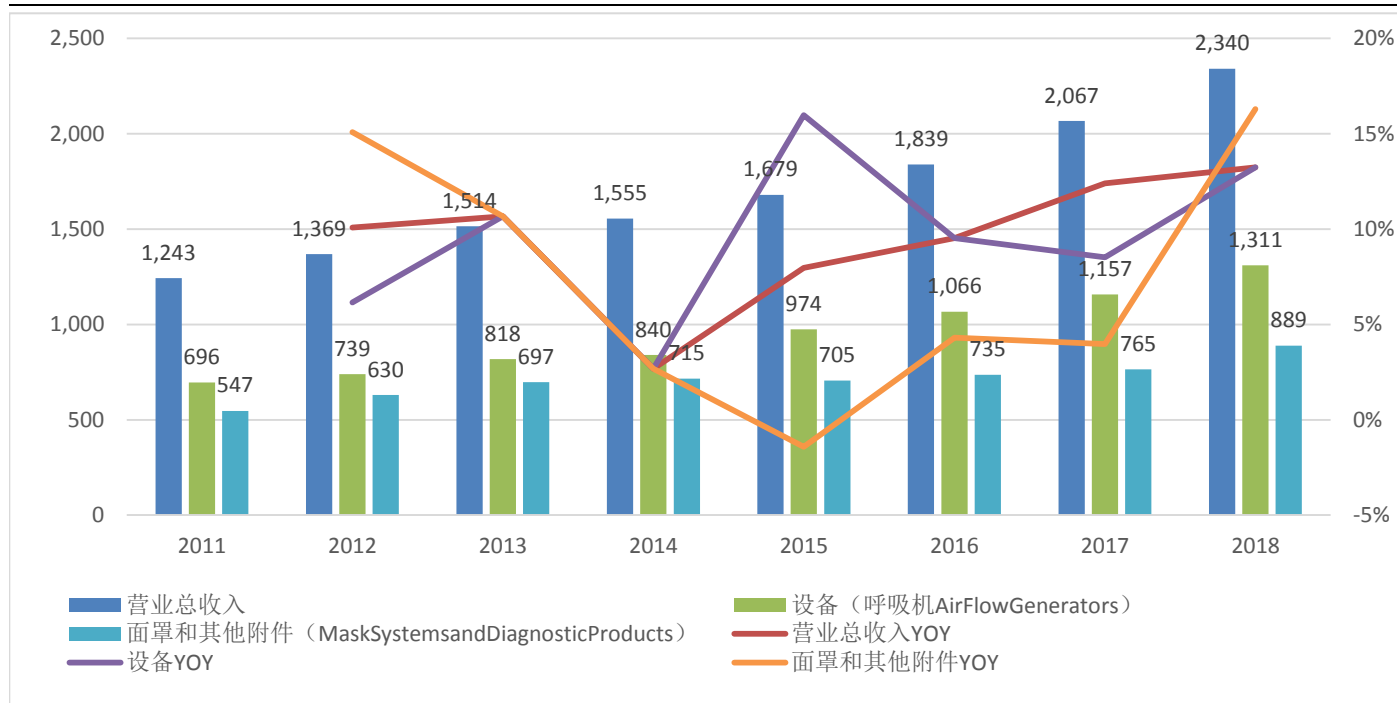
9.46%，显著高于美国同期医疗器械行业整体增速。2018 年，瑞思迈实现收入 23.4 亿美元（对应人民币收入接近 160 元），95% 以上收入都是来自呼吸机及其相关收入。

图36： 瑞思迈主要产品分为呼吸机、面罩、软件服务



资料来源：瑞思迈官网，新时代证券研究所

图37： 瑞思迈呼吸机相关业务收入及增速



资料来源：瑞思迈年报，新时代证券研究所

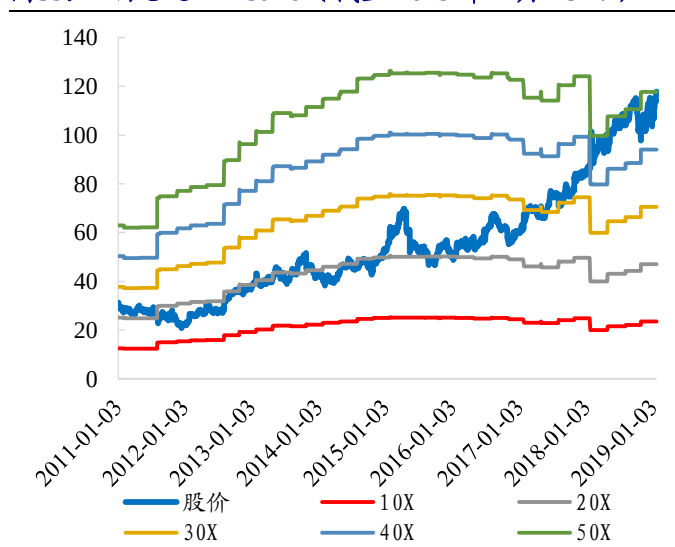
而瑞思迈的股价也持续上涨，截至 2019 年 1 月 18 日市值达到 168 亿美元，估值中枢持续上移，通过 PE-band 可以看出，瑞思迈 PE 已经达到 50 倍。

图38: 瑞思迈股价图 (截至 2019 年 1 月 18 日)



资料来源: wind, 新时代证券研究所

图39: 瑞思迈 PE-band (截至 2019 年 1 月 18 日)



资料来源: wind, 新时代证券研究所

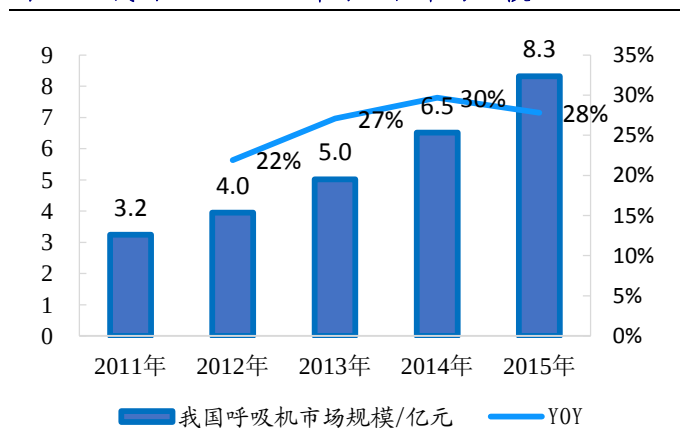
2.4.3、我国呼吸机市场空间巨大

据《2017-2022 年中国睡眠呼吸机行业市场需求与投资规划分析报告》提供的数据显示, 2011 年, 我国睡眠呼吸机行业市场销售规模为 3.24 亿元, 到 2015 年, 我国睡眠呼吸机行业市场规模已增长为 8.32 亿元, 年复合增长率为达到 26.6%。

我们测算, 2018 年, 瑞思迈和飞利浦销售量各自在 4~5 万台左右, 按照 9000~10000 的平均单价 (单水平、双水平综合), 对应销售额合计在 9~10 亿元, 国产企业中国预计鱼跃医疗销量在 3.4 万台左右, 其他企业销量合计 4~5 万台左右, 按照 6000 左右平均单价, 对应销售额合计在 5 亿左右, 国内整体呼吸机销售额在 14~15 亿元左右。

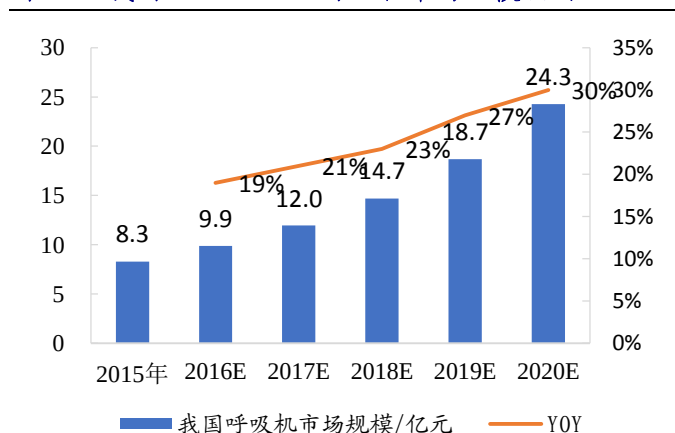
另一方面, 随着近两年医疗器械在电商渠道销售的崛起, 呼吸机的购买渠道更加多样化, 整个行业反而呈现逐年加速的趋势。我们判断, 未来几年, 呼吸机行业整体增速有望提升到 30% 以上。

图40: 我国 2011~2015 年呼吸机市场规模



资料来源:《2017-2022 年中国睡眠呼吸机行业市场需求与投资规划分析报告》, 新时代证券研究所

图41: 我国 2015~2020E 呼吸机市场规模预测

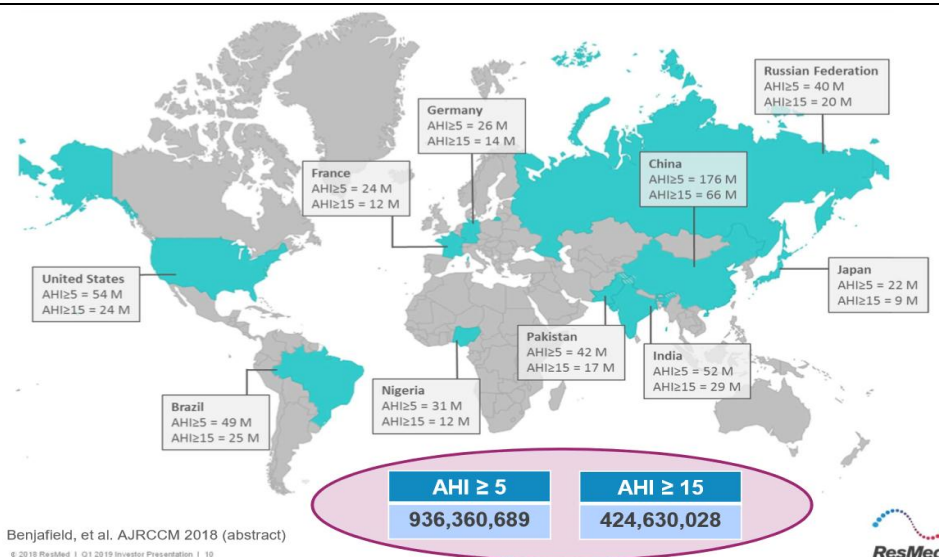


资料来源:《2017-2022 年中国睡眠呼吸机行业市场需求与投资规划分析报告》新时代证券研究所

根据美国呼吸和危重病医学杂志估计，2018 年睡眠呼吸暂停患者（ $AHI \geq 5$ ）全球约有 9.36 亿人，其中，中度至重度睡眠呼吸暂停患者（ $AHI \geq 15$ ）4.24 亿人。尽管阻塞性睡眠呼吸暂停综合症的发病率很高，但医学界和公众普遍缺乏对该病的认识。据估计，在阻塞性睡眠呼吸暂停综合症患者中，被诊断或治疗的不足 20%。许多医护人员往往无法诊断出阻塞性睡眠呼吸暂停综合症，因为他们没有意识到，白天过度嗜睡、打鼾、高血压和易怒等非特异性症状是阻塞性睡眠呼吸暂停综合症的特征。

2018 年，在中国轻度 OSA 患者（ $AHI \geq 5$ ）大约有 1.76 亿人，中度以上 OSA 患者（ $AHI \geq 15$ ）约有 6600 万人。由于轻度 OSA 患者一般可通过健身、减肥、戒烟、改变睡姿等改善生活习惯来缓解，且患者不易发觉，我们保守估计中度以上 OSA 患者才需要用到呼吸机，且渗透率仅仅以 10% 计算，OSA 患者中我国仍有 660 万台呼吸机的市场空间，以一台 5000 元售价计算的话有超过 300 亿销售额的市场空间。而 2018 年我国呼吸机年销量不足 16~17 万台，保有量预计在 100 万台以下，距离我们上述保守假设条件下的测算结果仍有巨大提升空间。

图42： 2018 年全球阻塞性睡眠呼吸暂停综合征患病人数估计

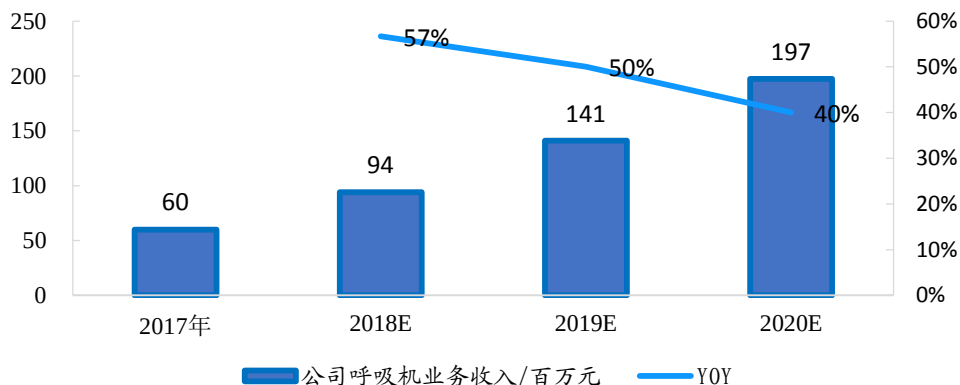


资料来源：瑞思迈官网，新时代证券研究所

2.4.4、公司呼吸机业务处于高速增长期，来自面罩潜在收入十分可观

公司呼吸机产品正式上市于 2016 年，到目前上市仅仅 3 年，但借助于公司强大的渠道和品牌优势，公司 2018 年销量预计已经达到 3.3 万台，收入接近 1 亿，同比增长超过 50%，整体销量仅次于瑞思迈和飞利浦（销量预计在 4~5 万台），国内企业销量第一且遥遥领先，且来自线上电商渠道的销量超过瑞思迈和飞利浦，国内第一。我们预计，公司呼吸机 2019 年仍然能够实现 50% 以上增长，2020 年有望保持 40% 以上高速增长。

图43: 公司呼吸机业务收入及预测



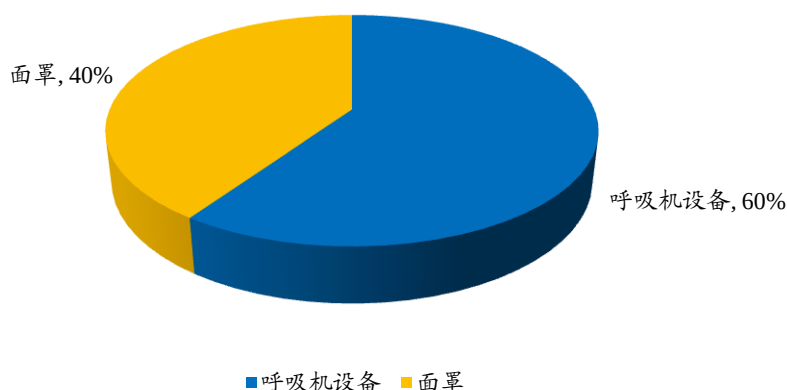
资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所预测

另一方面, 参考瑞思迈业务可以发现, 其 2018 年呼吸机面罩收入占比高达 44%, 达到 8.9 亿美元, 呼吸机作为设备单价较高, 一般而言更换周期要 3~5 年, 但面罩属于消耗品, 理论上一年要更换 1~2 次, 随着呼吸机保有量的增加, 每年面罩更换的需求将会越来越大。

瑞思迈天猫旗舰店显示, 瑞思迈呼吸机面罩根据不同型号, 价位分别在 900 元、1000 元、和 1800 元; 飞利浦医疗天猫旗舰店显示, 飞利浦呼吸机面罩价格从 972 到 1680 元不等。

鱼跃医疗此前由于呼吸机销售规模不大, 没有单独生产销售面罩, 与呼吸机配套的面罩向澳洲费雪派克采购, 随着公司呼吸机销售快速增长, 预计公司 2019 年下半年即将单独生产面罩, 面罩成本有望大幅下降, 假设单个面罩销售价格 600 元, 2017~2019 年预计公司呼吸机销量累计在 10 万台左右, 如果考虑 2017 年之前销售部分, 则对应呼吸机保有量应该在 12 万台以上, 假设按照 1 年更换一次的标准, 则 10 万台呼吸机全部更换面罩则带来 6000 万以上的销售收入, 我们预计 2020 年公司呼吸机销售数量在 7 万台, 则 2020 年末公司呼吸机保有量将达到 17 万台, 按照 1 年更换一次面罩计算, 则对应面罩收入将超过 1 亿元, 如果考虑到部分消费者 1 年更换两次面罩的情况, 则对应的面罩收入将会更大。

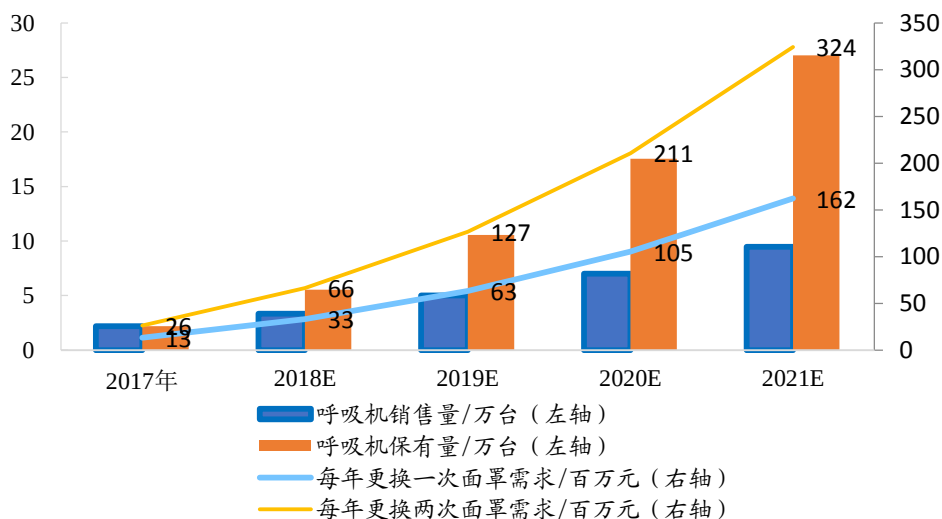
以瑞思迈为例, 2018 年瑞思迈呼吸机设备与面罩的收入分别为 13.11 亿元和 8.89 亿元, 两者比例接近 3:2。

图44: 2018年瑞思迈呼吸机与面罩收入比例

资料来源：瑞思迈公司公告，新时代证券研究所

此外，我们预计和测算，面罩的毛利率较呼吸机更高，毛利率有望超过 80%，因此，面罩部分提供的利润贡献十分可观。

如下表所示，如果按照 1 年更换两次测算，则到 2020 年公司面罩理论潜在需求对应金额达到 2.1 亿元，超过呼吸机自身 1.97 亿元的收入预测，潜在需求量非常可观，当然，面罩需求的释放需要持续教育患者增强面罩更换意识及呼吸机保有量的增加。

图45: 公司呼吸机销售保有量对应面罩潜在需求理论测算（潜在而非预测）

资料来源：公司年报，新时代证券研究所预测

除了在线上电商渠道和线下 OTC 零售渠道推广呼吸机，公司还专门成立了针对医院渠道的销售队伍，主要向呼吸科医生推广自己的呼吸机，部分患者特别是慢性肺阻患者往往在医生的推荐下购买双水平呼吸机，因此，医院渠道能够为公司起到引流的作用，同时树立公司呼吸机在患者心中的专业形象。

目前，我们预计公司呼吸机销售中 10% 直接来自医院，包括部分临床科室和

ICU 等，未来，公司有望通过推出与呼吸机相关的软件、服务器、路由器、无创呼吸机监控系统等服务包，进一步拓展收入来源，并提升医院对公司产品的使用粘性。

2.5、其他家用医疗器械主力品种继续保持较快增长

除了血糖仪和呼吸机量大最具潜力品种保持高速增长外，公司制氧机、电子血压计、雾化器等核心大品种也保持快速增长。

2.5.1、制氧机领先优势明显，行业增长潜力仍在

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，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。

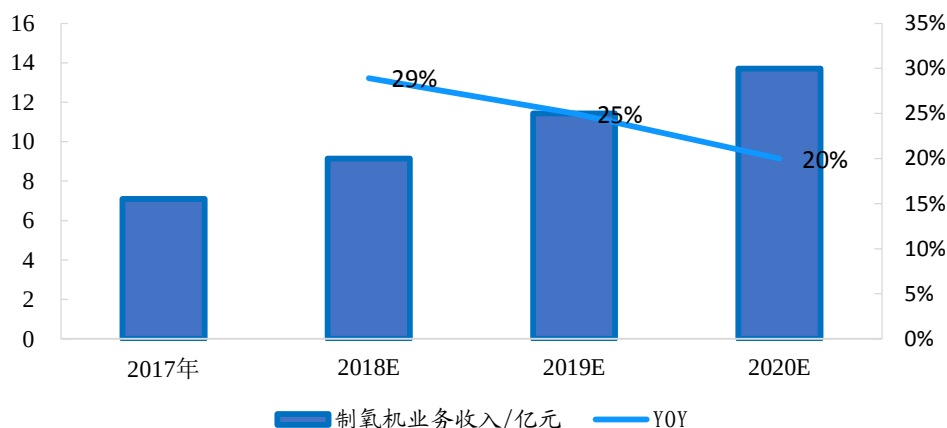
制氧机是公司最传统业务之一，经过多年耕耘，目前国内市场份额已经遥遥领先，竞争对手包括飞利浦、欧姆龙等外企，及少数几家国内小企业。

我们预计，2018 年公司制氧机销量在 60 万台左右，同比增长接近 30%，我们预计，整个行业 2018 年销量在 120 万台左右，公司市场份额在 50%，其中线下份额 40%左右，线上份额在 60%以上。

虽然目前整个制氧机行业年销量已经突破 100 万台，但根据中国医学科学院和北京协和医院等机构的研究人员通过研究表示，**我国仅慢性阻肺患者就达到 1 亿，占我国成年人群比例的 8.6%，即使按照 10% 的家用制氧机渗透率测算，也需要 1000 万台制氧机**，考虑到 3~5 年的设备更换周期，因此，我们预计，未来几年，我国制氧机行业仍将保持 15%~20% 的快速增长。

2018 年，公司制氧机收入已经突破 9 亿元，在没有新款产品推出的情况下，预计实现了接近 30% 的增长。我们预计，公司 2019 年有望推出新款制氧机产品，考虑到公司线上电商渠道和线下 OTC 渠道改革优化的双重驱动，我们预计，公司制氧机业务 2019 年仍有望实现 25% 以上增长。

图46： 公司制氧机业务保持快速增长



资料来源：公司年报，新时代证券研究所预测

另一方面，公司还在西藏成立子公司，针对高原地区专门推出弥散式制氧业务，

为高原地区提供供氧需求。由于弥散式制氧业务要通过工程施工方式实现，因此，收入的确认与工程进度有关，我们预计，2019 年收入有望过亿。

2.5.2、电子血压计是公司拳头产品，公司依靠品牌和渠道优势仍将快速增长

电子血压计是最能体现公司核心竞争力的品种之一，在欧姆龙、松下等强势外企及国内九安医疗及小企业竞争的背景下，杀出重围实现市场份额第一，充分说明公司的品牌、渠道和产品品质具有竞争力。

从市场定位看，鱼跃电子血压计是国内第一品牌，定价比欧姆龙低 10% 左右，远超国内其他企业产品，公司目前主要在 200~400 元区间产品形成优势和主导，其他国内企业产品主要在 200 元以下低端市场竞争，欧姆龙产品要在 400 元以上更高区间形成优势。

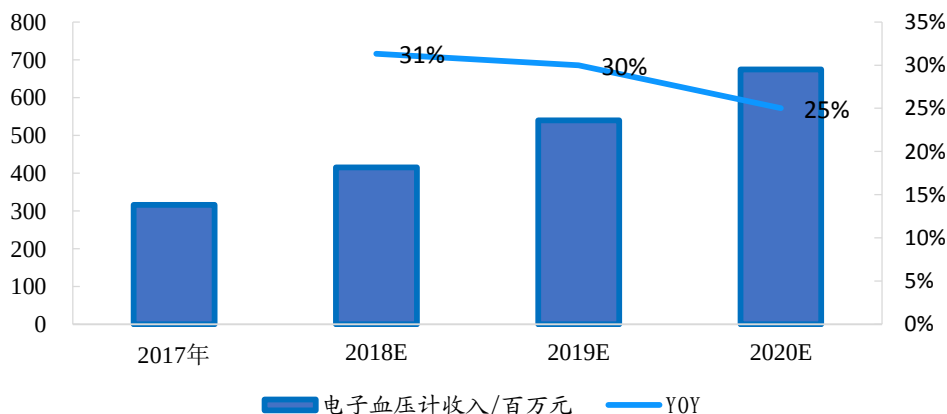
目前，国内电子血压计市场规模（出厂价口径）预计在 20 亿左右，但还有部分低端产品出口，终端规模预计在 45-50 亿，行业增速 10% 左右。公司 2018 年电子血压计收入预计在 4 亿元以上，市场份额占比超过 20%，欧姆龙收入预计在 7 亿左右。

2018 年，公司电子血压计销量预计在 400 万台左右，欧姆龙销量预计在 500 万台左右，预计整个市场销量在 1500 万台以上。行业增速 10% 左右。经 2017 年国内最近一次医院门诊人群高血压抽样调查显示，我国高血压人群超 3.3 亿，35~45 岁高血压患者占 63%，而且数量正在以井喷式发病趋势，随着我国进入人口老龄化，高血压人群还将继续增加，因此，对电子血压计的需求将数以亿台计。

另一方面，当前我国电子血压计市场集中度仍然快速提高中，鱼跃和欧姆龙两个品牌的市场占有率从销量计算还不到 40%，公司近年电子血压计增速显著超过行业增速，我们判断就是在抢占小企业的市场份额，随着线上销售渠道的收入占比持续提升，龙头企业在吸引流量、推广费用等方面具有小企业无法比拟的优势，预计未来公司电子血压计业务仍将保持快速增长。

同时，近两年，公司尝试出口电子血压计到意大利和德国，目前在意大利收入已经突破千万，进一步拓展市场。

图47： 公司电子血压计业务保持快速增长



资料来源：公司年报，新时代证券研究所预测

2.5.3、雾化器业务

雾化吸入器能将药液雾化成极微小的雾粒，作为气雾被病人直接吸入治疗或用于表面病灶喷药治疗，是鼻炎、咽炎、急性慢性支气管炎、肺脓肿、哮喘、肺部或皮肤感染等有效的给药仪器。雾化治疗药物可以直达患病部位，因此在呼吸科是应用比较广泛的，异丙托溴铵、布地奈德、硫酸沙丁胺醇、乙酰半胱氨酸吸入液等药品都通过雾化吸入方式给药，在呼吸科具有强大学术实力的阿斯利康更是持续推进与大型连锁药店合作建设雾化中心。

随着医学科技的发展，呼吸道疾病治疗得到不断规范，雾化吸入成为主流治疗方式。而家庭雾化器因为操作简单，小巧便携，方便人们随时随地对患者进行雾化治疗，在突发情况下，也可轻松应对等优势，成为家庭呼吸类疾病治疗的首选。

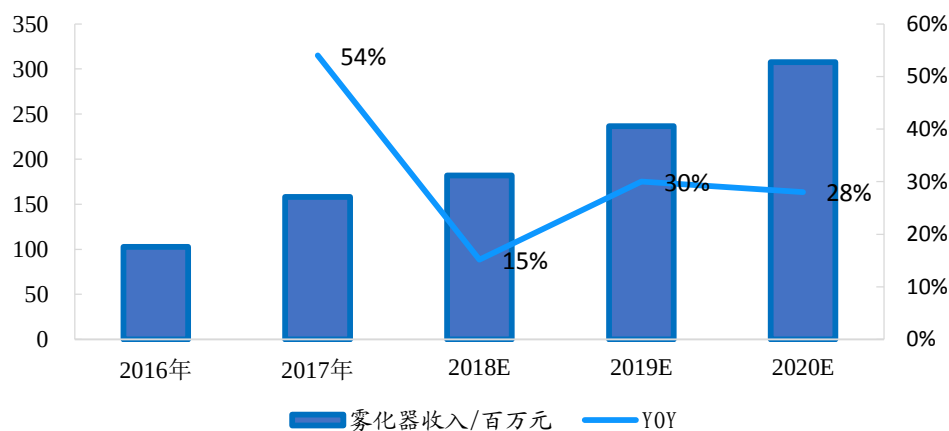
在欧美等发达国家，雾化器几乎成为家庭必备，而我国近两年家庭雾化器市场也异军突起，根据统计数据显示，2016 年天猫医疗馆家用医疗器械销量从 2015 年的 23 亿元增长至 30.7 亿元，增幅为 33.4%。而在天猫医疗馆 2016 年前五大品类及销售占比中，雾化器占比 7.27%，位列第四名。

2015 年 8 月 27 日，国卫办发布《关于进一步加强抗菌药物临床应用管理工作的通知》，提出要减少输液频率，将提升雾化器等医疗器械的需求。另外，有专家呼吁将家长购买、租用雾化机的费用纳入医保。家庭雾化规范也在部分医院儿科试点推行，并逐步铺开。

根据立木信息咨询发布的《中国雾化吸入器市场研究与未来预测报告》显示，**2017 年我国雾化吸入器消费量为 242 万台，较 2016 年的 125 万台增长 93.6%。按照平均价格 200~300 元计算，整个市场容量也仅 5~7 亿元左右。**

欧姆龙是全球领先的雾化吸入器生产商，但国内市场尚处于成长初期，欧姆龙在国内销售额也并不大，我们预计鱼跃医疗 2018 年雾化器销量 100 万台左右，同比增长接近 15%，主要是 2017 年实现了 50% 高增长基数较高，在行业保持高增长的背景下，预计 2019 年公司雾化器有望实现 30% 以上增长。

图48： 公司雾化器业务保持快速增长



资料来源：公司年报，新时代证券研究所预测

2.5.4、新品种上量迅速，传统老产品保持平稳

其他产品方面，公司新推出的电动轮椅和额温枪/耳温枪均保持快速增长，2018年新上市的电动轮椅预计当年即可实现收入 3000 万元左右，2017 年下半年新上市的额温枪/耳温枪预计 2018 年实现收入 6000 万元左右，公司新产品放量迅速，得益于公司强势的销售渠道和销售架构调整，每一条产品线都有产品经理负责。

对于传统产品，如轮椅、水银温度计、听诊器、针灸针等品种，我们预计有望整体实现个位数增长，是公司的现金流业务。

3、医用临床线业务改变经营策略，盈利有望改善

公司目前医用临床线业务主要包括原本自有的临床业务销售板块，主要销售留置针、真空采血管、血糖仪等自有品种，及先后并购的经营手术器械的上械集团和经营院内消毒产品的中优利康。

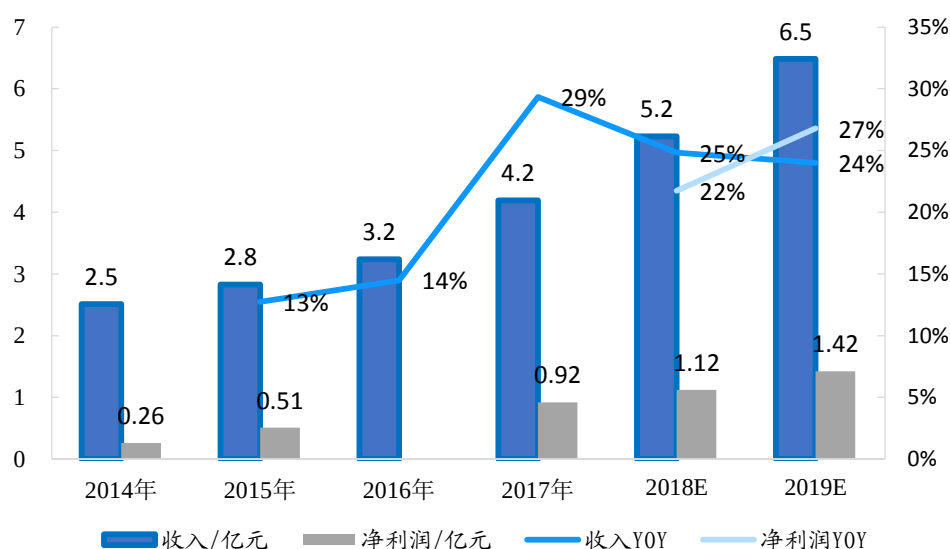
3.1、中优利康拥有院内感制和消毒第一品牌，未来有望向家用领域延伸

中优医药 1988 年由第二军医大学创建，后改制为民营企业。1998 年成为消毒行业第一家高新技术企业，其管理团队均有很强的预防医学、临床医学学术背景。经过多年的发展，中优医药消毒产品业务在临床医院已有极好的品牌积淀，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。拥有安尔碘（安尔碘皮肤消毒剂）和洁芙柔（抗菌免洗洗手液）等知名品牌，其中手部与皮肤消毒产品占营业收入 75% 以上。**中优医药的主要服务对象为国内外不同等级的医院，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。**

- 2016 年 11 月，公司以 8.6 亿元收购中优医药 61.2552% 股权，并于 2017 年 1 月完成。
- 2018 年 5 月，公司以 5.4 亿元收购中优医药剩余 38.3775% 股权，并于 5 月完成。

中优医药 2017 年收入和净利润分别为 4.19 亿元和 0.9 亿元，原股东于签署并购协议时承诺，中优医药 2018 年和 2019 年净利润分别不低于 1.12 亿元和 1.42 亿元，对应 2018 年和 2019 年分别同比增长 24.4% 和 26.8%，与此同时，受益于少数股东股权的并购，中优医药 2018 年和 2019 年对公司的利润贡献还有进一步增厚。

图49： 中优利康收入和净利润增长情况



资料来源：公司公告，新时代证券研究所预测

中优利康的业务虽然从医院内起家，但产品所处的领域在家用市场也具有巨大

空间，公司已经于京东开设了洁芙柔官方旗舰店及洁芙柔京东自营旗舰店，推出了主打“医院同款”的洁芙柔牌免洗手消毒凝胶、洁芙柔牌抗菌洗手液、及多款主打不同特色的儿童款免洗洗手液、抑菌抗菌洗手液等。

图50： 目前中优利康京东旗舰店在售产品列表

洁芙柔 (JIFRO) 产品					
免洗洗手液	免洗抗菌洗手液	免洗手消毒凝胶	速干手消毒液		
					
水系洗手液	抗菌洗手液	葡泰泡沫抗菌洗手液 (儿童)	泡沫洗手液 (儿童)	抗菌洗手液 (润肤型、儿童)	润肤皂液
					
其他	衣物清爽喷雾	祛味型织物喷雾消毒剂	衣物除菌液	墙体除霉剂	
					

资料来源：中优利康京东旗舰店，新时代证券研究所

我们预计，中优利康 2018 年来自线上收入在 3000~4000 万，借助于鱼跃医疗在线上电商渠道丰富的经验、资源，预计中优利康未来将会进驻天猫旗舰店，未来在线上的收入空间广阔。

中优利康此前生产基地在上海，存在一定产能平均，2019 年 2 季度预计完成江苏丹阳新产能搬迁，届时，将会新增一条生产线，产能瓶颈将会彻底消除。

3.2、上械集团管理层调整完毕，经营有望向好

2015 年 4 月，公司大股东鱼跃科技通过招拍挂形式以 6.9 亿元完成收购上械集团，并于 2015 年 6 月转让给公司。

上械集团主要核心子公司包括上海医疗器械（集团）有限公司手术器械厂（简称上手）、上海卫生材料厂有限公司（简称上卫），其中上手主要生产手术器械，具有 6000 多个批文，是我国品类最多的手术器械生产企业，国内对手包括新华医疗，其余主要是德国等外资企业，上卫主要生产卫生材料及敷料、药用膏贴等。

事实上，自上械集团收购以来，经营一直低于预期。虽然收入规模在 5~6 亿，但净利润率一直在 10% 左右徘徊，且收入规模也没有显著增长。

特别是 2018 年，预计上械集团经营性净利润在 3000 万左右，相比 2017 年大幅下降，主要因素来自：

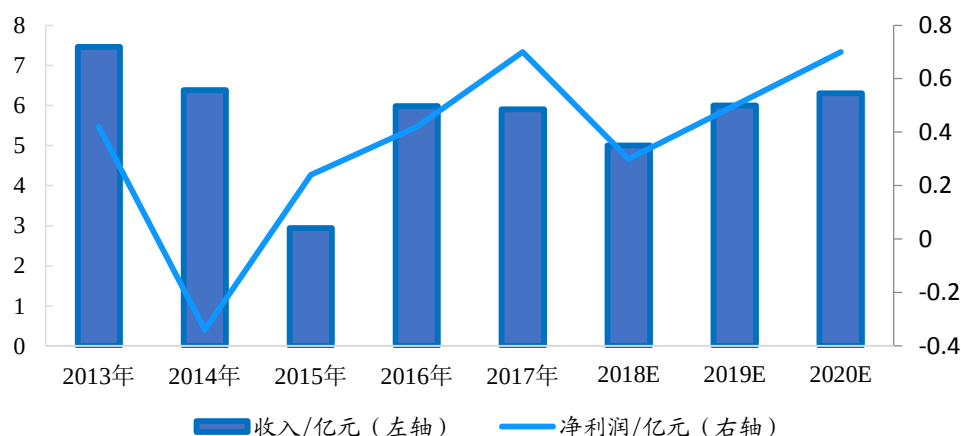
- 2017 年上手产品提价，预计会有部分影响。公司此前产品价格太低，有

些产品不足进口产品价格的十分之一，长期的低价也是导致公司毛利率和净利率偏低的主要因素。

- 2018 年，公司接手上械集团已经超过 3 年，公司对上械集团主要管理层进行了调整，在一定程度上影响了 2018 年的正常经营
- 上卫此前由于生产线检查未通过而停产，且药用辅料由于原材料大幅涨价而停止采购，因此，上卫净利润从最高盈利 2000 万变成 2017 年亏损 2000 万，预计 2018 年亏损在 1000 万左右。

但是，我们认为，未来几年，上械集团的经营将会逐渐改善，一方面是新管理层到位，公司对新管理层作出收入和盈利规模的考核要求，我们判断，新管理层对上械集团的经营作出积极调整，产品提价事件逐渐消化且提升利润率，上卫部分非药敷料、贴膏逐步转移到公司生产，因此，我们判断，2018 年是上械集团经营最困难一年，未来几年上械集团经营和盈利将会持续改善。

图51： 上械集团收入及净利润预测



资料来源：公司年报，新时代证券研究所预测

3.3、自有临床线业务改变经营策略稳扎稳打，未来有望进一步丰富产品线

公司自有临床业务线主要包括留置针、真空采血管、血糖仪等产品，2016 年，公司聘请了 BD 大中华区总经理沈长征女士，作为临床业务线的负责人，搭建了近 150 人左右的销售队伍，进行产品在医院的推广。

但回顾过去两年，沈长征团队在临床线业务方面的进展低于预期，一方面采取了类似外资企业高举高打的策略，销售在全国范围内铺开，但由于医院渠道的特殊性，市场开拓与上量都不太容易，同时，公司在临床线的产品比较单薄，只有留置针和采血管等，因此，就造成了销售费用方面大幅提高，且留置针的生产线采用进口设备，折旧成本也较高，因此，2017 年临床业务线亏损在 2000 万左右（不考虑血糖试纸业务），2018 年预计亏损在 1000~2000 万左右。

2018 年下半年，沈长征女士已经离职，公司对临床业务线经营策略也作出调整，预计优先从江苏等公司最具核心资源优势的区域深度做起，未来再逐步实现区

域扩张，销售费用方面也有望得到控制，我们预计，2019 年，公司临床业务线有望实现扭亏。

我们预计，公司 2018 年留置针收入接近 2000 万，血糖业务临床线收入 5000 万以上，预计 2019 年临床业务线收入有望过亿。

另一方面，为了进一步丰富临床业务线产品，公司于 2017 年 5 月与大股东各自通过增资形式，各自获得 Amsino Medical 19.33% 股权，同时公司获得 Amsino Medical 主要产品在中国医院市场、家庭护理市场、OTC 和电子商务市场的销售权。2018 年 9 月，公司再次以 500 万美元增资，对 Amsino Medical 持股比例增加到 23.30%。目前，公司及大股东鱼跃科技合计持有 Amsino Medical 40.23% 股权。

Amsino Medical 生产和经营产品主要分为六大系列，覆盖 400 多种产品，具体为：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。大部分品种都属于医用临床线产品，极大丰富了公司医用临床线产品。

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公司和美昕医疗器械昆山公司两个载体实施，两家制造公司均获得美国 FDA、GMP 及 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公司，负责美诺产品在国内市场的销售，目前已经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和泌尿系列产品线上建立了中国市场领先地位。

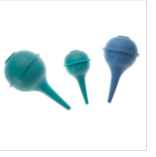
2016 年，Amsino Medical 实现收入 8.5 亿元，净利润 6275 万元，2017 年收入 8.65 亿元，净利润 2681 万元。

图52: Amsino Medical 主要产品线 (第一部分)

Amsino Products				
Medication delivery systems (药物输送系统, 输液用)	Primary I.V. Sets (主要静脉输液)	Flow Controller I.V. Sets (流量控制)	Piggyback I.V. Sets (可选注入多袋药物)	Selectable Drip Chamber Sets (可调节液滴大小)
				
	Standard Extension Sets (标准输液延长管)	Microbore Extension Sets (微孔延长)	Smallbore Extension Sets (小口径延长)	Flow Controller Extension Set (流量可控延长)
				
	Pressure Infusion Extension Set (压力输液延长)	MicroClave Clear Needle-Free Connector (微裂无针连接)	AMSafe Needle-Free Connector (针头连接, 防止针头刺伤、细菌污染)	Bag Spikes (输液袋针头)
Enteral feeding systems (肠内营养置管系统)				
	Vial Adapter (针头瓶适配器)	Blood Sets IV (可输血或生理食盐水)		
				
	Enteral Feeding Pump (肠内营养输注泵)	ENFit Sets, Syringes and Kits (肠内喂养组(套装))	Non-ENFit Sets, Syringes, Kits and Trays (非套装喂养组)	Enteral Syringes (肠内注射器)
				
	PUGGLE™ G-Tube (胃造口给药管)			
				

资料来源: Amsino Medical 官网, 新时代证券研究所

图53: Amsino Medical 主要产品线 (第二部分)

Respiratory therapy systems (呼吸治疗系统)	Respiratory Masks (面罩)	Suction Catheters, Trays, and Kits (吸入导管, 托盘和工具)	Nebulizer Kits (喷雾配套用品)	Aerosol Drainage Bag (引流袋)
				
	Tracheostomy Clean and Care Trays (气管切开清洁护理托盘)	Suction Tubing with Connectors (引流接管)	Suction Yankauers and Kits (外科用吸引头)	Accessories (配件)
				
	Suction Device Holster and Kits (吸入装置、枪套及套件)			
Surgical and nursing solutions (外科和护理)				
	Suction Tubing with Connectors (引流接管)	Suction Yankauers and Kits (杨克氏抽吸配件)	Ear Ulcer Syringes (耳朵注射器)	Vaginal Speculum (阴道窥器)
				
	Umbilical Cord Clamp (脐带夹)	Suction Device Holster and Kits (床杆夹)	Enema Bucket and Bag Sets (灌肠桶和袋套)	5-in-1 Straight Connector (五合一直连接器)
				
	Specimen Containers (标本容器)			
				

资料来源: Amsino Medical 官网, 新时代证券研究所

图54: Amsino Medical 主要产品线 (第三部分)

Urological care (泌尿保健)	Urinary Collection Devices (尿液收集)	Foley Catheters (留置导尿管)	Urethral Catheters (间歇式导尿管)	Foley Insertion Trays (留置导尿管盒)
				
	Urethral Trays (间歇式导尿管盒)	Syringes (注射器)	Irrigation Kits (冲洗配件)	Irrigation Trays (冲洗配件)
				
	Specimen Containers (标本容器)			
Receptal waste fluid management systems (美诺废液收集系统)				
	RECEPTAL Canisters (硬瓶)	RECEPTAL Liners (废液收集袋)	EZE-VAC Canisters (精密测量瓶)	ACCU-MEASURE Critical Measurement Devices (精密测量瓶)
				
	Suction Device Holster and Kits (床杆夹)	Suction Tubing with Connectors (引流接管)	Suction Yankauers and Kits (外科用吸引头)	Accessories (组织取样袋)
				
	Re-Usable Hardware (车架挂架)			
				

资料来源: Amsino Medical 官网, 新时代证券研究所

4、研发+积极并购驱动公司产品不断丰富

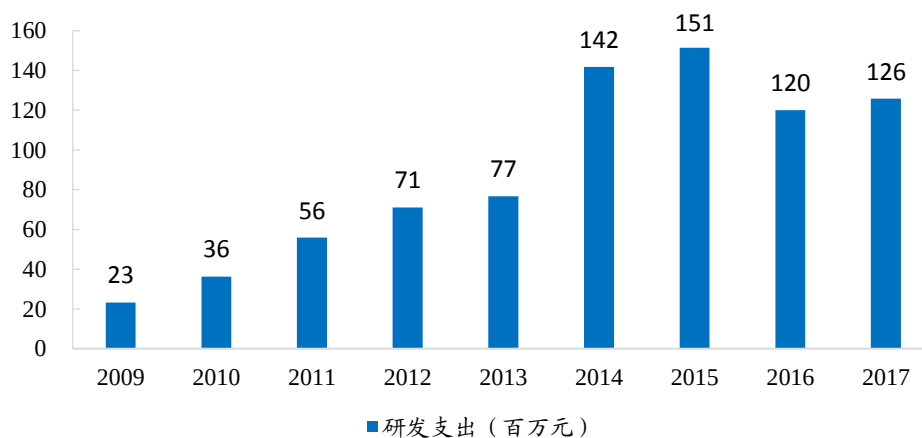
4.1、研发优势明显，品牌带来产品定价“溢价”

医疗器械行业的特点是细分产品众多，且每一个细分领域都有特定的技术难点和壁垒，且每一个产品都有自己的市场容量天花板，而企业要做大做强，必须不断扩张品类，扩张品类的另一个好处是多品种销售在渠道方面具有协同性，从而具有更强的议价能力和抗风险能力。

公司要不断扩充产品线，一方面通过自身研发，另一方面可通过外延式并购。

从研发角度看，过去几年，公司持续加大研发投入，2014 年开始每年研发支出都在 1 亿元以上，这是品类单一的小企业所不能承受的。

图55： 公司研发支出



资料来源：公司年报，时代证券研究所

近年来，公司不断持续推出新产品，如 2015 年新上市的呼吸机、2017 年新上市的额温枪/耳温枪、弥散式制氧机，2018 年新上市的电动轮椅，除此之外，公司各种产品都保持较快的更新换代，持续推出新品，预计 2019 年公司将推出新款制氧机和新款雾化器，后续还有丰富的在研产品线将不断上市，特别是在临床产品线。

表5： 公司目前主要研发产品及进展（截至 2017 年年报披露，目前部分产品进度已经取得进展）

研发产品	目前进展（截止 2017 年年报披露）
新品制氧机系列	已量产并上市
高原制氧机系列	已量产并小量上市
新品医用电子血压计系列	已量产
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，注册已申报，预计 2018 年 1 季度拿到注册证
iG210 手机血糖仪	已取得注册证并投产上市
网式雾化器 M102、M103	正在进行量产导入
压缩雾化器 403K	正在进行量产导入
双水平呼吸机	量产

研发产品	目前进展（截止 2017 年年报披露）
轻型电动轮椅	上市销售
红外体温计 YHW-2	已上市销售
红外体温及 YHW-3	工业设计进行中
关节镜手术器械-篮钳（90 个规格）	完成设计验证
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
五官科（盖板式）器械（206 个规格）	完成设计方案
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	年内 60 只规格已投产，年底取得产品注册证
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	完成中试
安荫乳酸平衡护理液	完成中试
葡泰导管护理擦片	完成中试
点而康内镜清洁湿巾	完成中试
点而康内镜消毒液	完成中试
点而康液体创口贴	研发中
点而康过氧乙酸消毒液	研发中

资料来源：公司年报，新时代证券研究所

目前，公司早已经是国产家用医疗器械第一品牌，产品定价媲美进口品牌，显著超过国内小企业，无论是电子血压计、血糖仪、呼吸机都是如此。公司产品之所以具有显著“溢价”能力，表面看是品牌效应，背后是强大的研发和产品品质。

以呼吸机为例，呼吸机核心技术体现在两个方面，一个是机芯，另一个是漏气补偿。机芯好的话，噪音会小，很多小企业呼吸机用的机芯较差，噪音会比较大，另一方面因为呼吸机面罩不能戴死，但就会存在漏气，需要漏气补偿，瑞思迈的产品漏气补偿是 60%，公司的呼吸机漏气补偿 55%，其他国产呼吸机漏气补偿只有 40%。

4.2、具有并购与整合能力，预计未来有望适时开展并购

医疗器械行业的特点是细分领域与产品众多，企业在成长过程中，除了依赖自身研发扩充产品线，外延式并购是非常好的成长路径，国外的医疗器械巨头，如美敦力、丹纳赫、强生、GE，无一例外都经过数十次并购才成就了丰富的产品线。

公司自上市以来，也实施了多次并购，特别是 2015 年以来，并购频率显著加快，特别是并购的中优利康，合计并购金额 14 亿元，而中优利康承诺 2019 年净利润也达到 1.42 亿元，对公司业绩带来积极贡献。

我们认为，公司最大优势在于并购以后的整合能力，最典型的是大股东鱼跃科技自 2015 年收购万东医疗后，对万东医疗带来非常显著地积极的变化，特别是在万东医疗国企背景的出身下，非常难得。

2018 年，经过 3 年的过渡期，公司开始更换了上械集团的主要管理层，对公司加强介入和管理，对新领导层提出收入规模和盈利的考核指标，我们判断，经过

2018 年一系列不利因素的影响,上械集团也有望从 2019 年开始进入良性发展阶段。

考虑到公司医用临床线产品相对单薄,我们预计和判断,未来公司仍有望继续推进并购战略,且以医用临床线为主要方向。

表6: 公司上市以来实施的主要并购

时间	并购事件	获得业务产品线
2009 年 7 月	以 3100 万元收购苏州医疗用品厂 100%股权	华佗牌针灸针、针灸器械等
2015 年 6 月	以 7 亿元向收购上械集团 100%股权	上手、上卫等医用临床线
2016 年 11 月	以 8.6 亿元收购中优医药 61.6225%股权	医院感染控制与消毒产品线
2018 年 5 月	以 5.4 亿元收购中优医药剩余 38.3775%股权	
2017 年 2 月	Yuwell Germany GmbH 通过偿还 Metrax GmbH 对 OSI HOLDINGS COMPANY LIMITED 欠款 411 万欧元并支付股权转让款 742 万欧元方式收购德国 Metrax GmbH 的 AED 品牌 (普美康公司 100%股权)	拥有 40 多年历史的世界一流 PRIMEDICTM)
2017 年 5 月	公司与大股东各自出资 1327 万美元,通过增资方式各自获得 Amsino Medical 19.33% 股权,公司获得 Amsino Medical 主要产品在中国医院市场、家庭护理市场, OTC 和电子商务市场的销售权力	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
2018 年 9 月	公司以 500 万美元增资,对 Amsino Medical 持股比例增加到 23.30%	

资料来源:公司公告,新时代证券研究所

5、公司核心优势与未来成长空间展望

5.1、家用医疗器械市场空间巨大

欧美发达国家通过调查，将家用医疗器械列为未来 10 年增长最快的行业之一。统计显示，欧美国家家用医疗器械设备产值达到 260 多亿美元，年增加率超过 16%。在发达国家，家用医疗器械已经占到整个医疗器械产业的 40%，而我国这一比例仅为 14% 左右，

2011~2015 年，我国家用医疗器械行业市场规模由 2011 年的 176.6 亿元，发展至 2015 年的 480 亿元，近 5 年复合增速接近 22%，高于医疗器械市场平均 11% 左右的增速。

随着我国人口老龄化，人们生活水平提高，以及人们保健观念的日益加强，家用医疗器械产品的需求逐年提升，潜力巨大。

与此同时，不同于高值耗材和医院产品，家用医疗器械产品主要由人们自行购买，没有医保降价压力，属于不受医保控费与降价的避险品种。

与创新药不同，由于家用医疗器械产品定价在我国与发达国家没有明显差距，受益于我国广泛的人口基数和老龄化趋势，家用医疗器械最大的市场就在中国，未来具有巨大潜力。例如，随着我国老龄化到来，及普及率的提升，我国电子血压计未来年需求将会以大几千万台计，则对应每年终端消费金额甚至达百亿。

5.2、品牌+渠道构筑核心壁垒

不同于高端医疗设备进入壁垒较高，切入单一的家用医疗器械产品壁垒看似不高，这也是我们看到无论是电子血压计、呼吸机、还是血糖仪都会有一些不知名的品牌和小企业存在，但是，我们判断，这些小企业将会逐步淘汰和退出，对营销渠道的把控力和产品线的广度将是企业在竞争中胜出的关键。

- 首先，对营销渠道的把控，有助于公司产品的销售与放量，例如，公司 2018 年新上市的电动轮椅，上市当年即实现 3000 万左右销售，2017 年下半年新上市的额温枪，2018 年即实现 6000 万左右销售，这些都是其他小企业难以实现的。
- 另一方面，由于家用医疗器械购买人群以中老年居多，且对价格往往具有一定敏感性，因此，性价比优势也是他们考虑的一个重要因素，龙头企业由于规模效应，能够对成本具有更好的控制能力，从而在竞争中胜出。

与此同时，不同于医院临床线，家用医疗器械的很大一部分产品都是患者/人群处于自我健康意识而主动购买，因此，品牌认知度对企业来讲是一个重要的竞争力，类似于空调领域的格力、家电领域的美的等，家用医疗器械最终会形成龙头品牌企业强者恒强的局面。

但又不同于家电行业，家用医疗器械行业每一个品种市场容量相对有限，最大的血糖仪市场目前国内也仅 80 亿元，其中 OTC 渠道在 40 亿左右，因此，在形成稳定的行业竞争格局后，令潜在进入的中小企业望而却步。例如，近两年明显看到尝试进入血糖仪行业的小企业基本很少，一方面血糖仪对产品稳定性要求极高，小企业一般难以达到，另一方面，医院端门槛极高，零售端进入需要以极低价格销售甚至免费赠送血糖仪的形式来提升血糖仪市占率和保有量，从而带动血糖试纸的销

售，前期每年亏损金额预计在 5000~1 亿元，鱼跃医疗早在 2012 年就获得血糖仪批文，但中间也经历过产品稳定性不过关、产品召回的曲折过程，直到 2017 年血糖业务收入才突破亿元，这对于很多产品单一的小企业可能早已难以支撑。除了血糖仪，其他产品亦是如此，例如电子血压计，尝试新进入的小企业由于缺乏品牌、渠道，产品缺乏定价与“溢价”能力，往往只能以低价策略在 200 元以下电子血压计低端市场去竞争，生存艰难，也难以做大。

5.3、公司成长空间巨大，距离收入天花板还很远

2017 年，公司销售收入 35.4 亿元，2018 年预计在 42 亿左右，而如前所述，仅仅血糖仪、呼吸机，未来市场空间都将突破百亿，我们预计，公司未来有望成为这些领域产品的领导者，如下表所示，即使不考虑公司额外开拓的产品及外延式并购，公司现有产品对应的公司潜在成长空间也将达到 200 亿以上，相比现有收入规模还有 5 倍以上，足以支撑公司未来多年持续发展。

表面看，公司 2018 年收入已经达到 42 亿元（预测值），但实际上，考虑到家用医疗部分老业务毛利率极低（预计低于 30%），再加上盈利能力较低的上械集团（净利润率不到 10%），公司这部分低毛利率、低盈利部分产品收入达到 15 亿左右，扣除这部分收入，公司真正盈利能力强、增长速度快的业务收入 2018 年仅 27 亿元，还很小。三诺生物仅凭借血糖业务，2017 年收入达到 10.15 亿元，仍然同比增长达到 30%，可见血糖仪行业成长空间巨大，因此，公司未来成长空间还很大。

海外瑞思迈更是仅凭借单一呼吸机及配件面罩，持续增长十几年，2018 年收入已经高达 23.4 亿美元，从而铸就长线牛股。由此可见，家用医疗器械公司持续丰富产品固然重要，但更为重要的是在某一个领域能够深耕细作，持续提高市场占有率。因此，我们认为，鱼跃医疗现有产品线已经足够丰富并支撑起公司现有收入规模数倍的业务收入，未来主要看公司在开拓这些领域的能力和竞争力。

表7： 极限假设条件下，公司现有产品线对应的公司销售收入峰值（峰值测算，非预测值）

产品	潜在市场/年销售额亿元（出厂口径）	计算假设条件	公司份额假设	极限假设下对应公司年销售金额/亿元
电子血压计	60	峰值时年销售 3000 万台/年,200 元/台出厂均价	30%	18
血糖仪（不考虑医院市场）	300	1.5 亿糖尿病患者，诊断率 40%，每月检测 15 次，每条试纸 2 元，对应金额 216 亿元，假设亿元市场容量 80~90 亿元，合计 300 亿元。	20%	60
呼吸机+面罩	170	我国中度以上 OSA 患者（AHI≥15）约有 6600 万人，按照 10%渗透率，对应 660 万台需求，按照 3000 元出厂价测算，对应呼吸机设备需求 200 亿；假设一年更换两次面罩，面罩价格 500 元，按照保有量 1000 万台计算，每年更换 2000 万个面罩，对应金额 100 亿元。假设 660 万台机器分 3 年普及，年销售金额 70 亿，则呼吸机+面罩消费金额 170 亿	30%	50
制氧机	80	我国仅慢性阻肺患者就达到 1 亿，即使按照 10%的家庭用制氧机渗透率测算，也需要 1000 万台制氧机，假设峰值销量 400 万台，出厂价 2000 元，对应市场年销	50%	40

产品	潜在市场/年销售额亿元（出厂口径）		计算假设条件		公司份额	极限假设下对应公司年销
					假设	售金额/亿元
		售 额 在 80 亿 元				
雾化器	40	2017 年我国雾化吸入器消费量为 242 万台，假设潜在需求为年消费量 1000 万台，单价 200 元，则对应市场空间在 40 亿元。			30%	12
轮椅+电动轮椅	20	考虑电动轮椅快速增长			40%	8
其他家用医疗产品		保守预计假设其他业务基本不增长				10
上械集团		保守预计				10
中优利康		根据公司现有产品系列在医院端和零售端情况，保守预计				20
医用临床线产品		留置针、采血管及代理产品，保守预计				5
合计						233

资料来源：公司公告，新时代证券研究所预测

5.4、公司管理方式发生积极变化，渠道销售转向终端动销

我们认为，过去几年，公司一方面有些依赖于外延式并购，同时在管理上特别是线下 OTC 渠道和临床线业务有些粗放，导致一方面线下 OTC 架构冗沉，对一线销售及单品种的考核不够清晰化，临床线业务战线拉的太开导致费用过高出现亏损，收购的上械集团由于管理等因素收入和利润也出现波动而停滞不前。

但，当前，公司已经在上述管理方面作出积极调整和显著变化。

公司过去几年最大亮点来自线上电商业务持续保持高速增长，负责线上业务的吴群（吴光明之子）已经充分展示了自己的能力，2018 年开始，吴群开始全面接手公司其他板块业务，并作出积极调整：

- 针对线下零售端，对营销架构进行调整，由原大区制改为省区制，将产品划分为制氧机、呼吸机、雾化吸引类、电子血压计和血糖、轮椅康体、水银类血压计等六大类，省区经理和各品类产品经理分别负责各省区及各产品线销售，考核精细化，激励到位。
- 从渠道拉动转变为终端拉动销售模式。类似于 OTC 药品，只有做终端动销才能从根本上拉动产品的销售，而公司此前并没有真正做终端，主要依赖渠道被动式销售。2018 年，公司成立了 150 人的销售队伍专门服务连锁终端做终端动销，特别是百强连锁，我们预计，2019 年，服务线下终端的销售队伍有望增加到 300 人以上。
- 改变此前医用临床线高举高打策略，优先攻克江苏省等公司资源优势显著地区域，再逐步扩张。原临床业务线销售负责人沈长征已经离职，未来销售费用有望得到控制。
- 对上械集团主要管理层进行调整，对新管理层提出收入规模和盈利的考核指标。

经过上述一系列积极调整，2018 年，公司线下 OTC 渠道自过去 3 年来首次实现两位数增长，我们预计增速在 15% 左右，充分显示出营销架构调整与精细化考核

带来的积极变化。我们预计未来两年公司临床业务线和上械集团也将发生积极变化，特别是上卫 2019 年开始有望实现止亏。

6、盈利预测与投资建议

6.1、估值体系的思考

在成熟的美股市场，医疗器械类公司的估值是显著高于制药公司的，我们分别选取了美股前二十大制药公司和前二十大医疗保健设备公司进行比较，如下表所示，可以清楚看出，医疗器械类公司的估值整体显著超出制药公司的估值，PE (TTM) 平均值分别为 97 倍和 24 倍，包括我们此前提到的家用医疗器械领域经营呼吸机业务瑞思迈，PE (TTM) 达到 51 倍，拆分上市后的经营医疗器械的雅培制药估值也显著超出经营创新药艾伯维。我们判断，这是由于医疗器械的门槛更高，且一旦龙头企业形成优势与规模，这种优势将会一直保持下去，而创新药公司虽然进入门槛也很高，但是没有哪家公司能够持续取得显著优势，同靶点的“me too”、“me better”竞争十分激烈，新靶点的开发不断涌现，同时专利药一旦过了保护期，还面临专利悬崖的影响，相反，医疗器械类公司不存在这样的问题。

表8： 美股制药公司与医疗器械公司估值比较

(美股) WIND 制药				(美股) WIND 医疗保健设备			
证券代码	证券简称	总市值(亿美元)	PE(TTM)	证券代码	证券简称	总市值(亿美元)	PE(TTM)
		2019/1/21	2019/1/21			2019/1/21	2019/1/21
PFE.N	辉瑞制药(PFIZER)	2,458.44	10.32	JNJ.N	强生公司	3,505.08	227.31
NVS.N	诺华制药	2,055.64	14.84	ABT.N	雅培制药(ABBOTT)	1,254.37	141.58
MRK.N	默克集团(MERCK)	1,972.91	58.95	MDT.N	美敦力(MEDTRONIC)	1,172.48	51.86
ABBV.N	艾伯维(ABBVIE)	1,346.27	17.88	BDX.N	碧迪	649.40	408.43
TAK.N	武田药品工业	1,235.06	35.27	SYK.N	史赛克(STRYKER)	626.95	50.72
LLY.N	礼来公司(LILLY ELI)	1,235.06	274.40	ISRG.O	直觉外科手术(INTUITIVE)	619.59	78.13
NVO.N	诺和诺德	1,201.25	19.64	BSX.N	波士顿科学	521.55	77.84
GSK.N	葛兰素史克	1,049.26	43.07	BAX.N	百特国际(BAXTER INTL)	375.85	31.19
SNY.O	赛诺菲-安万特	1,040.33	10.67	EW.N	爱德华兹生命科学(EDWARDS)	352.06	49.42
AZN.N	阿斯利康(US)	925.61	38.22	ZBH.N	齐默尔(ZIMMER BIOMET)	214.87	12.26
BMJ.N	百时美施贵宝	818.06	57.13	ALGN.O	艾利科技	176.04	56.22
AGN.N	艾尔建医疗(ALLERGAN)	540.40	24.47	IDXX.O	IDEXX 实验室	173.22	52.55
ZTS.N	硕腾公司(ZOETIS)	406.41	34.92	RMD.N	瑞思迈	167.92	50.10
TEVA.N	梯瓦制药	191.40	-1.73	SNN.N	施乐辉	166.17	23.18
MYL.O	迈兰实验室(MYLAN)	152.58	27.96	ABMD.O	阿比奥梅德	150.31	78.91
ELAN.N	ELANCO ANIMAL HEALTH	115.25	-126.09	DXCM.O	德康医疗	132.84	307.50
CGC.N	CANOPY GROWTH	90.12	-77.36	COO.N	库珀医疗	132.74	94.89
BHC.N	BAUSCH HEALTH	80.77	-2.45	HOLX.O	豪洛捷(HOLOGIC)	127.60	-114.65
NKTR.O	内克塔治疗	79.97	10.72	TFX.N	泰利福	118.60	175.56
JAZZ.O	爵士制药	77.86	14.98	VAR.N	瓦里安医疗系统(VARIAN)	116.48	77.71
	平均值	853.63	24.29		平均值	537.71	96.53

(美股) WIND 制药			(美股) WIND 医疗保健设备		
中位数	871.83	18.76	中位数	195.45	66.97

资料来源: wind, 新时代证券研究所

在与美股对标过程中,很多投资者会认为国内的公司竞争力与美股龙头企业差距较大,可比性较大,但是,家用医疗器械却是个例外,因为产品本身虽然有一定质量差距,但不会特别大,例如公司的呼吸机业务与瑞思迈的可比性较强,因此,我们认为,鱼跃医疗作为国内最大的家用医疗器械龙头(同时开拓医用临床线业务),应该给予公司一定估值溢价。

6.2、核心投资逻辑

我们认为,公司核心推荐逻辑如下:

1、我国进入人口老龄化,家用医疗器械需求空间加大,目前占医疗器械比例显著低于欧美发达国家,鱼跃医疗作为家用医疗器械龙头,具有品牌和渠道优势,丰富的产品线增加公司抗风险能力,公司2017年收入规模仅42亿元,一定假设条件下,公司现有产品的理论天花板可以支撑起230亿元收入,是现有收入规模5倍以上,未来成长空间十分开拓。

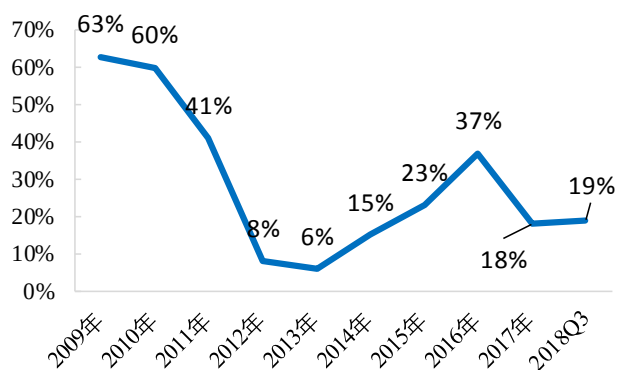
2、血糖仪业务和呼吸机业务(包括面罩)是公司当前增速最快的两个产品,毛利率也显著超过现有其他产品,未来这两个产品线市场空间最大,是驱动公司中长期增长的最重要产品线,目前正处于高速增长阶段。

3、公司自2018年以来发生了积极地变化:线上业务持续高速增长,公司收回了天猫旗舰店改为自营;线下零售渠道进行营销架构调整取得积极成效,从渠道拉动转变为终端拉动销售模式;医用临床线业务销售策略作出积极调整,2019年开始费用下降不再拖累业绩;上械集团主要管理层进行了调整,对新管理层提出收入规模和盈利的考核要求。我们看好公司各项业务未来两年持续向好。

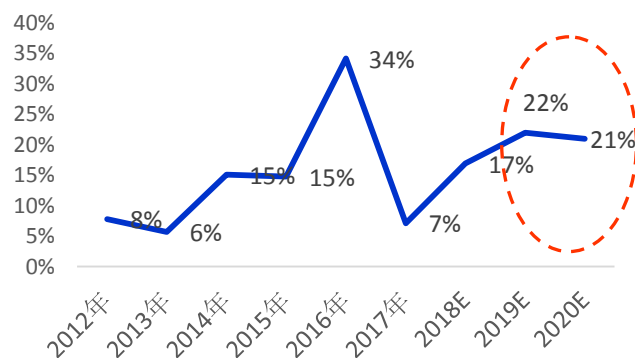
4、公司内生性增速已经开始触底回升。2012年以来,公司除了2016年内生性业务增长较高外,扣除外延式并购因素(2015年上械集团并表7~12月、2016年上械集团并表全年、2017年1月并购中优医药61.6225%股权、2018年5月并购中优医药剩余38.3775%股权),公司内生性增速持续较低,如下图所示,但是,随着2018年一系列管理与改革,公司内生性增长开始提速至17%,根据我们预计,2019年和2020年,公司内生性增速将进一步提升至20%以上,因此,表面看,公司2019年表观利润增速与2018年表观增速差距不大,但真实内生性增速显著加快。

图56: 公司2009年~2018Q3表观净利润增速

图57: 公司内生性增速提速(扣除并购)



资料来源：公司年报，新时代证券研究所



资料来源：公司年报，新时代证券研究所预测

5、公司未来除了内生性保持较快增长，外延式并购也有望继续推进。根据我们盈利预测，当前股价对应 2019 年估值 24 倍，考虑到公司作为家用医疗器械龙头，应给与一定估值溢价。

6.3、盈利预测与投资建议

我们预计，公司 2018~2020 年收入分别同比增长 20%/20%/21%，实现净利润 7.2/8.8/10.8 亿元，分别同比增长 21%/23%/23%。**2018 年公司内生性增长相比 2017 年已经开始加快，表面看，公司 2019 年相比 2018 年业绩表观增速没有显著提升，但 2018 年 5 月完成中优利康 38.3775% 少数股权，预计增厚 4 个百分点左右业绩增速，因此，2019 年相比 2018 年内生性业务有提速。**当前股价对应 2018~2020 年分别为 29/24/19 倍。考虑到公司作为国内家用医疗器械龙头，未来成长空间广阔，同时 2018 年以来发生一系列积极变化，且未来外延式并购方面有望超预期，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

7、风险提示

核心产品销售低于预期；临床线业务销售费用控制不佳拖累公司业绩；上械集团未来业绩改善低于预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	4634	4106	4465	4927	5584	营业收入	2633	3542	4250	5100	6171
现金	2339	2053	2432	2087	2568	营业成本	1614	2137	2541	3030	3628
应收账款	554	754	815	1067	1210	营业税金及附加	32	35	41	50	60
其他应收款	65	83	95	118	139	营业费用	203	400	480	561	666
预付账款	91	225	154	301	250	管理费用	275	346	455	520	623
存货	380	633	572	864	856	财务费用	-18	12	-25	-13	6
其他流动资产	1204	358	396	489	561	资产减值损失	9	17	0	0	0
非流动资产	1174	2523	2802	3106	3472	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	33	108	185	263	342	投资净收益	23	49	35	34	31
固定资产	446	563	728	884	1052	营业利润	541	683	791	985	1217
无形资产	410	614	708	821	956	营业外收入	34	40	35	34	34
其他非流动资产	284	1237	1181	1138	1122	营业外支出	2	3	3	3	3
资产总计	5807	6629	7267	8033	9056	利润总额	573	720	824	1016	1248
流动负债	638	824	880	983	1196	所得税	71	93	95	117	144
短期借款	53	50	50	50	50	净利润	502	628	729	899	1105
应付账款	353	424	500	601	717	少数股东损益	1	36	12	19	22
其他流动负债	233	350	330	331	429	归属母公司净利润	500	592	716	880	1083
非流动负债	238	234	238	241	243	EBITDA	578	751	845	1059	1302
长期借款	50	0	4	7	9	EPS(元)	0.50	0.59	0.71	0.88	1.08
其他非流动负债	188	234	234	234	234	主要财务比率					
负债合计	876	1058	1117	1223	1439	成长能力					
少数股东权益	22	330	342	361	383	营业收入(%)	25.1	34.5	20.0	20.0	21.0
股本	668	1002	1002	1002	1002	营业利润(%)	44.0	26.3	15.9	24.4	23.6
资本公积	2460	2128	2128	2128	2128	归属于母公司净利润(%)	37.3	18.3	21.0	22.9	23.0
留存收益	1780	2101	2569	3066	3731	获利能力					
归属母公司股东权益	4910	5241	5807	6449	7234	毛利率(%)	38.7	39.7	40.2	40.6	41.2
负债和股东权益	5807	6629	7267	8033	9056	净利率(%)	19.0	16.7	16.9	17.3	17.5
现金流量表(百万元)						ROE(%)	10.2	11.3	11.9	13.2	14.5
经营活动现金流	677	242	929	255	1236	ROIC(%)	8.6	10.3	11.1	12.6	14.0
净利润	502	628	729	899	1105	偿债能力					
折旧摊销	69	90	85	108	120	资产负债率(%)	15.1	16.0	15.4	15.2	15.9
财务费用	-18	12	-25	-13	6	净负债比率(%)	-45.4	-34.2	-38.7	-29.8	-32.9
投资损失	-23	-49	-35	-34	-31	流动比率	7.3	5.0	5.1	5.0	4.7
营运资金变动	135	-441	175	-706	36	速动比率	6.7	4.2	4.4	4.1	4.0
其他经营现金流	12	3	0	0	0	营运能力					
投资活动现金流	-990	-422	-330	-378	-455	总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
资本支出	76	490	202	226	287	应收账款周转率	5.0	5.4	5.4	5.4	5.4
长期投资	-951	878	-77	-80	-79	应付账款周转率	5.0	5.5	5.5	5.5	5.5
其他投资现金流	-1864	946	-205	-233	-248	每股指标(元)					
筹资活动现金流	2175	-92	-221	-222	-300	每股收益(最新摊薄)	0.50	0.59	0.71	0.88	1.08
短期借款	-145	-3	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	-0.30	1.02	0.93	0.25	1.23
长期借款	50	-50	4	3	2	每股净资产(最新摊薄)	4.90	5.23	5.79	6.43	7.22
普通股增加	84	334	0	0	0	估值比率					
资本公积增加	2443	-331	0	0	0	P/E	42.0	35.5	29.3	23.9	19.4
其他筹资现金流	-257	-42	-225	-225	-303	P/B	4.3	4.0	3.6	3.3	2.9
现金净增加额	1878	-286	379	-345	480	EV/EBITDA	32.8	26.1	22.7	18.4	14.7

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

崔文亮，9年证券从业经验，2015-2017年新财富分别获得第五名、第三名、第六名，并获得金牛奖、水晶球、最受保险机构欢迎分析师等奖项。先后就职于大成基金、中信建投证券、中信证券、方正证券、安信证券等，2018年11月加入新时代证券，任医药行业首席分析师、副所长，北京大学光华管理学院金融学硕士、北京大学化学与分子工程学院理学学士。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监 固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监 固话：021-68865595 转 258 邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监 固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>