

2019年09月17日

鱼跃医疗：家用医疗器械、医用医疗器械双擎动力开启持续增长模式

买入（首次）

证券分析师 焦德智

执业证号：S0600516120001
021-60199793

jiaodzh@dwzq.com.cn

证券分析师 全铭

执业证号：S0600517010002
021-60199793

quanm@dwzq.com.cn

证券分析师 许汪洋

执业证号：S0600519060002
021-60199793

xuwy@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	4,183	4,852	5,713	6,761
同比（%）	18.1%	16.0%	17.8%	18.3%
归母净利润（百万元）	727	866	1,046	1,267
同比（%）	22.8%	19.0%	20.8%	21.1%
每股收益（元/股）	0.73	0.86	1.04	1.26
PE（倍）	31.27	26.26	21.74	17.95

投资要点

■ **鱼跃医疗：打造家用、医用医疗器械双擎发展平台。**鱼跃医疗涉家用和医用医疗器械等多个细分产品领域，公司拥有产品品类达 500 多种，产品规格近两万个，其主要产品制氧机、雾化器、轮椅车、血压计、听诊器等位居于全国领先地位。公司通过内生与外延的方式扩张产品线，从而推动公司不断发展壮大：对内不断丰富产品线，加大对现有产品的技术革新和新产品的扩张。公司内外兼修下，鱼跃医疗成为产品众多、覆盖面广的国内医疗领先企业，形成了院内+院外的两大产品平台，具备比较强的竞争能力和风险抵御能力。

■ **鱼跃医疗持续提高产品竞争力，成为家用器械龙头：**市场需求、支付能力提高，创造家用医疗器械千亿市场。老龄化社会和生活环境变化等问题，导致慢性病发病率快速提升、亚健康问题日益凸显而家用医疗器械是慢病管理的“排头兵”，也是最有效方式。

1) **鱼跃医疗品牌已经是国内医疗器械领域的领先者。**鱼跃医疗经过多年在家用医疗器械市场的耕耘，产品线丰富，涵盖了慢病管理、家用护理、家用呼吸等多个领域的数十种产品，并且“鱼跃”已经成为我国知名度最高的家用医疗器械品牌。

2) **知名品牌+丰富的家用医疗器械产品线形成平台化的核心竞争力。**鱼跃医疗通过多年的发展已经形成一系列的家用医疗器械产品，在品牌知名度和产品系列不断强化下，公司的平台价值越发凸显。从淘宝/天猫的销售数据分析，2018 年鱼跃医疗超越欧姆龙、强生、罗氏等世界知名医疗器械品牌和众多国产品牌，成为 2018 年淘宝/天猫线上销售额第一的医疗器械品牌。

■ **外延获取优质产品资源，逐步打造成医院用器械平台：**鱼跃医疗通过收购多个领域的优质标的，扩充其医院领域的产品线，逐步完善整合融入鱼跃医疗体系。目前公司产品品类 500 多种，产品规格近两万个，逐渐形成了平台销售优势，提升公司竞争力，形成有一个强有力的发展引擎。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预期 2019-2020 年公司的收入为 48.52 亿元、57.13 亿元和 67.61 亿元，同比增长 15.98%、17.76%和 18.34%；归母净利润为 8.66 亿元、10.46 亿元和 12.67 亿元，同比增 19.0%、20.8%和 21.1%；对应 EPS 分别为 0.86 元，1.04 元和 1.26 元。公司作为家用医疗器械的龙头，在医院渠道同时并进，形成双擎驱动的发展模式，长期业绩增长稳定性好。同时，对应当前公司 2019-2021 年的估值为 26X、22X 和 18X，对应 2019 年和 2020 年的 PEG 为 1.38 和 1.05，整体处于公司过去 3 年的估值底部，因此我们给予公司“买入”评级。

■ **风险提示：**行业政策风险；产品研发注册风险；并购整合风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	22.68
一年最低/最高价	15.43/26.68
市净率(倍)	3.87
流通 A 股市值(百万元)	19660.29

基础数据

每股净资产(元)	5.87
资产负债率(%)	19.35
总股本(百万股)	1002.48
流通 A 股(百万股)	866.86

相关研究

内容目录

1. 鱼跃医疗：打造家用、医用医疗器械双擎发展平台	6
1.1. 二十一年沉淀，鱼跃医疗逐步壮大	6
1.2. 公司股权结构清晰，管理层交接顺利	6
1.3. 公司产品线丰富，已经形成了家用和医用医疗器械两大体系	7
1.3.1. 康复护理、医用供氧、医用临床三大品类多产品布局	7
1.3.2. 公司主要产品涵盖六大服务内容，品牌优势明显	8
1.4. 医院与 OTC，线下与线上，国内与海外，鱼跃医疗全渠道并进	9
1.5. 公司稳健成长，十年收入与利润复合增长超 26%	11
1.5.1. 2008 年-2018 年公司十年收入、利润复合增长均超过 26%	11
1.5.2. 2008 年-2018 年公司毛利率持续提高，净利润率保持稳定	12
2. 我国家用医疗器械市场迎来需求扩张的黄金发展期	13
2.1. 我国医疗器械行业增速领涨全球，成为世界第二大市场	13
2.2. 医院用医疗器械市场和家用医疗器械市场均呈现快速增长趋势	14
2.3. 我国家用医疗器械市场规模不断提高，其潜在空间广阔	15
2.4. 家用医疗器械特点是品类多、产品线丰富，创新活力和平台优势显著	16
2.5. 人口基数大，老龄化社会加深、慢病人口多，催生家用医疗器械需求扩张	16
2.6. 慢病管理的国家政策陆续出台，推动家用医疗器械进入黄金发展期	18
3. 鱼跃医疗持续提高产品竞争力，成为家用器械龙头	19
3.1. 鱼跃医疗品牌已经是国内医疗器械领域的领先者	19
3.2. 知名品牌+丰富的家用医疗器械产品线形成平台化的核心竞争力	20
3.3. 鱼跃医疗血糖仪、血压计等产品成为家庭慢病管理的核心医疗器械	20
3.3.1. 鱼跃血糖仪厚积薄发，已经在终端站稳位置	20
3.3.1. 鱼跃血压计后来居上，成为国内领先者	22
3.4. 家用护理设备电子化、自动化时代到来，推动行业空间显著扩张	23
3.4.1. 电动轮椅鱼跃医疗新明星产品	23
3.4.1. 由水银体温计向电子体温计升级，体温计市场几何式扩张	25
3.5. 家用呼吸系统设备显著提高生活质量，成为健康消费新需求	26
3.5.1. 鱼跃制氧机从医院走到家庭，成为优化家庭室内空气的新品类	26
3.5.2. 呼吸机走进家庭，成为家庭治疗/缓解鼾症、COPD、神经肌肉病变等病症的优选方式	27
4. 外延获取优质产品资源，逐步打造医院用器械销售平台	28
4.1. 鱼跃医疗通过收购细分领域的优质企业，完成自身医院产品线扩充	28
4.2. 外延并购第一单，10 年运作打造华佗品牌国内针灸针第一品牌	29
4.2.1. 鱼跃医疗为华佗品牌注入新活力，成为公司业绩增长的重要组成	29
4.2.2. 鱼跃借助苏州医疗用品厂发展华佗品牌不断丰富中医医疗器械产品	30
4.3. 上海医疗器械集团有限公司在整合中逐渐体现价值	31
4.3.1. 鱼跃入主上海医疗器械集团，经营效率提升显著	31
4.3.2. 上械集团整合后进一步完善公司产品线，并逐步体现出新的活力	31
4.4. 并购中优医药，进入医用消毒领域，继续做大医院产品平台	32
4.4.1. 中优医药并购以来实现营收净利润节节攀升，成为公司的重要增长点	32
4.4.2. 鱼跃医疗收购中优医药，在其基础上打造消毒感控产品线	33

4.5. 收购 Metrax GmbH 抢先布局除颤市场	33
5. 盈利预测&投资建议	34
5.1. 家用与医院用医疗器械协同发展，公司进入稳定发展黄金期	34
5.2. 投资建议	35
6. 风险提示	36

图表目录

图 1: 鱼跃医疗发展历程	6
图 2: 公司股权结构	7
图 3: 公司主要业务类别	7
图 4: 2008 年-2018 年公司主要业务收入及占比	8
图 5: 2008 年-2018 年公司主要业务毛利及占比	8
图 6: 公司主要医用家用产品	9
图 7: 公司几大主品牌专营产品品牌	9
图 8: 公司多样的营销渠道	10
图 9: 公司在全球设立服务中心及网点	11
图 10: 2008 年-2018 年公司销售收入复合增长 (亿)	11
图 11: 2008 年-2018 年销售归母净利润复合增长 (亿)	12
图 12: 2008 年-2018 年毛利率和净利率变化趋势	12
图 13: 2008 年-2018 年管理费用率 (含研发费用同比口径) 和销售费用率变化趋势	13
图 14: 我国医疗器械行业规模变化趋势 (亿元)	13
图 15: 全球医疗器械市场排名	14
图 16: 医疗器械规模按渠道分布	14
图 17: 医疗器械规模按类别分布	14
图 18: 我国家用医疗器械规模 (亿元) 与增速情况	15
图 19: 2017 年全球人均医疗器械费用比较 (美元)	15
图 20: 我国家用医疗器械分类整理	16
图 21: 65 岁以上人口占比情况比较 (%)	17
图 22: 我国未来 50 年老龄化人口占比和人数 (亿人)	17
图 23: 2017 年我国慢性疾病致死占疾病致死的比例	17
图 24: 高血压患病人数趋势	18
图 25: 糖尿病患病人数趋势	18
图 26: 2018 年淘宝/天猫平台医疗器械行业各品牌销售额市场占比	19
图 27: 2018 年淘宝/天猫平台医疗器械行业各品牌销售额市场占比	20
图 28: 我国国内血糖仪渗透率与其他国家比较	20
图 29: 淘宝/天猫平台血糖产品国产及进口产品市场占比	21
图 30: 2018 年淘宝平台血糖产品各品牌销售额市场占比	21
图 31: 2017 年我国国内血压计普及率与其他国家比较	22
图 32: 2018 年淘宝平台血压计价格分布	23
图 33: 2018 年淘宝平台血压计各品牌销售额市场占比	23
图 34: 国内电动轮椅需求量 (万台)	23
图 35: 2018 年淘宝平台轮椅价格分布	24
图 36: 淘宝平台普通轮椅及电动轮椅占比	24
图 37: 2019 上半年淘宝平台各类型体温计需求情况 (个)	25
图 38: 2018 年淘宝/天猫平台各品牌制氧机销售份额比例	27
图 39: 国内呼吸机需求量变化 (台)	27
图 40: 我国呼吸机需求价格分布	28
图 41: 2018 年淘宝平台各品牌呼吸机市场份额	28
图 42: 鱼跃医疗外延扩张医院用产品线	29

图 43: 苏州医疗用品厂 2009 年-2016 年营业收入及净利润 (万)	30
图 44: 华佗主要产品及服务	30
图 45: 上械集团 2016 年至今营业收入及净利润情况 (百万)	31
图 46: 金钟品牌医疗器械品类	32
图 47: 中优医药 2016 年-2018 年营业收入及净利润 (百万)	32
图 48: 中优医药主要产品及服务	33
图 49: PRIMEDI 普美康除颤家族的应用范围	34
图 50: 鱼跃医疗 3 年 PE-Band 变化情况	36
表 1: “关于实施健康中国行动的意见”明确 5 大类型疾病的重点防控	18
表 2: 2017 年部分家用产品的品牌排名	19
表 3: 鱼跃高低价位制氧机属性比较	26
表 4: 公司产品线收入拆分和盈利预测	35
表 5: 可比上市公司情况 (2019 年 9 月 9 号)	35

1. 鱼跃医疗：打造家用、医用医疗器械双擎发展平台

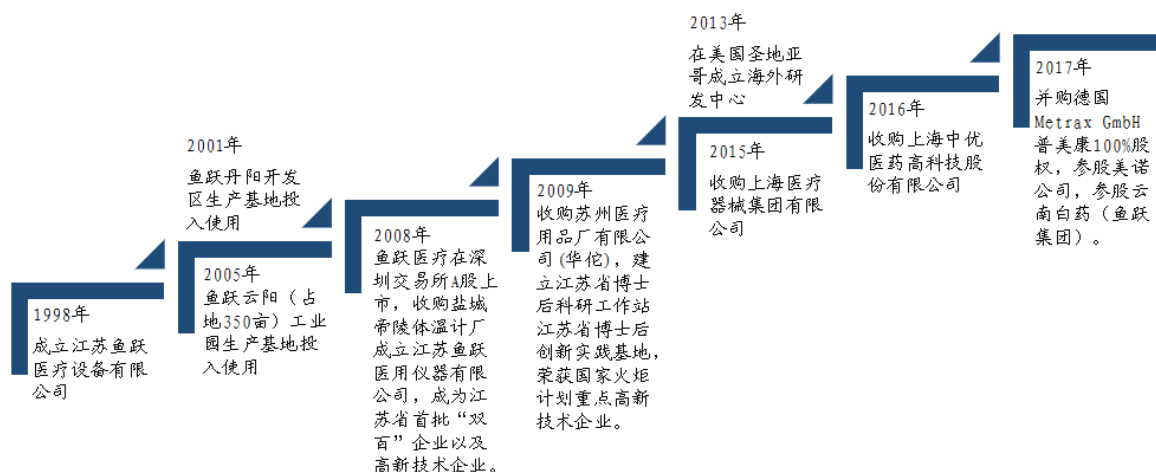
江苏鱼跃医疗设备股份有限公司于 1998 年成立，历经创建发展、自主研发与技术革新三个阶段，开拓了由家庭医疗、临床医疗、互联网医疗三位一体的销售体系，成为惠及千万使用者的驰名医疗器械企业。公司上市 11 年来不断沉淀，树立了良好的企业形象，成为我国家用医疗器械的龙头企业之一。

1.1. 二十一年沉淀，鱼跃医疗逐步壮大

鱼跃医疗涉家用和医用医疗器械等多个细分产品领域，公司拥有产品品类达 500 多种，产品规格近两万个，其主要产品制氧机、雾化器、轮椅车、血压计、听诊器等位居全国领先地位。

鱼跃医疗通过内生与外延的方式扩张产品线，从而推动公司不断发展壮大。对内公司不断丰富产品线，加大对现有产品的技术革新和新产品的扩张。对外，鱼跃医疗成为医疗器械领域通过不断兼并收购完成产品线扩容的典范，如 2015 年完成对上械集团收购，2016 年完成对上海中优的收购，2017 年完成对收购曼吉士 Metrax 和美诺 Amsino Medical 的投资，逐渐形成了现有的鱼跃医疗平台。公司内外兼修下，鱼跃医疗成为产品众多、覆盖面广的国内医疗领先企业，形成了院内+院外的两大产品平台，具备比较强的竞争能力和风险抵御能力。

图 1：鱼跃医疗发展历程



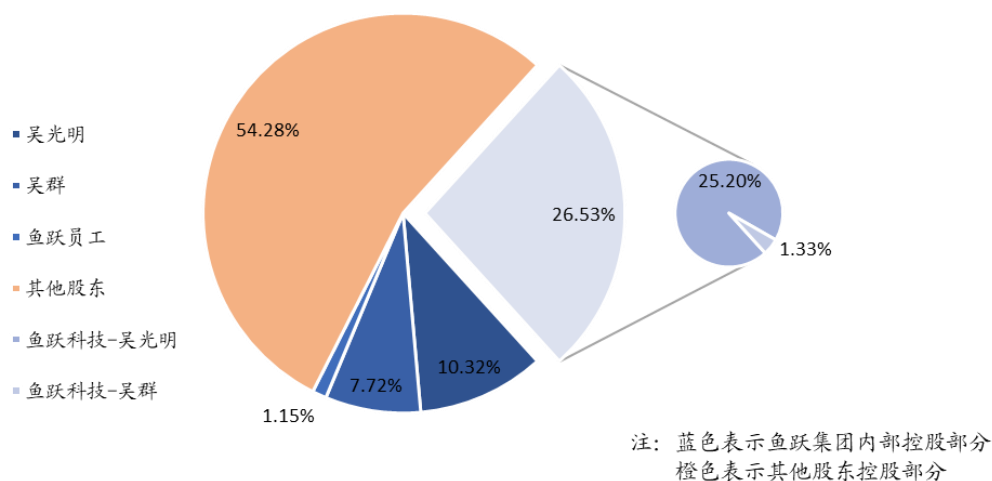
数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

1.2. 公司股权结构清晰，管理层交接顺利

吴光明先生与吴群先生是父子关系，为公司的实际控制人。其中吴光明先生个人控股 10.32%，通过鱼跃科技控股 25.20%，吴群先生个人控股 7.72%，通过鱼跃科技控股

1.33%。两人通过鱼跃科技控股以及个人持股共计持有本公司 44.57%的股份。此外，鱼跃员工持股 1.15%。鱼跃集团内部控股高达 45.72%。股权相对集中于公司内部。

图 2：公司股权结构



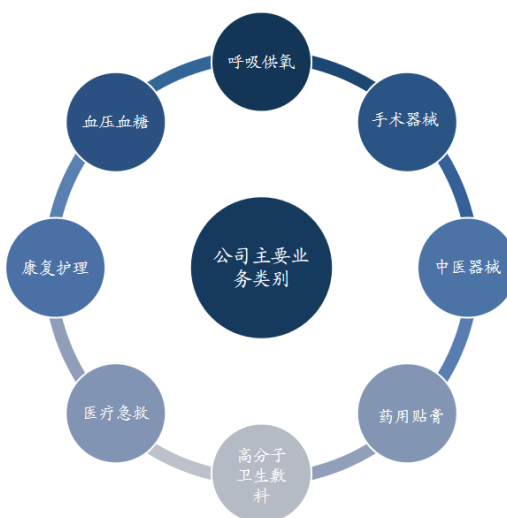
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 公司产品线丰富，已经形成了家用和医用医疗器械两大体系

1.3.1. 康复护理、医用供氧、医用临床三大品类多产品布局

鱼跃医疗是一家以提供家用医疗器械、医用临床产品以及与之相关的医疗服务为主要业务的公司，研发、制造和销售医疗器械产品及提供相关解决方案是公司核心业务，也是公司主要业绩来源。公司产品主要集中在呼吸供氧、血压血糖、康复护理、医疗急救、手术器械、中医器械、药用贴膏、高分子卫生敷料及提供医院消毒感染控制解决方案等领域。

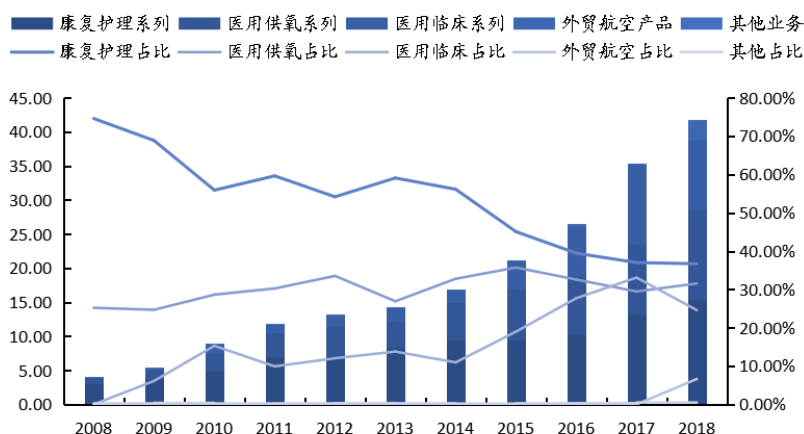
图 3：公司主要业务类别



数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

鱼跃医疗主要业务分为康复护理系列、医用供氧系列、医用临床系列等三大类产品。截止 2018 年年报，鱼跃医疗从营业收入的构成来看，康复护理、医用供氧、医用临床系列产品收入占比分别为 36.66%、31.52%以及 24.57%。公司从 2008 年开始于康复护理类产，在不断丰富产品线的情况下，在主要业务收入中康护护理产品占比逐年下降，而其他系列如医用供氧、医用临床收入占比逐年上升，形成了目前的产品系列格局。

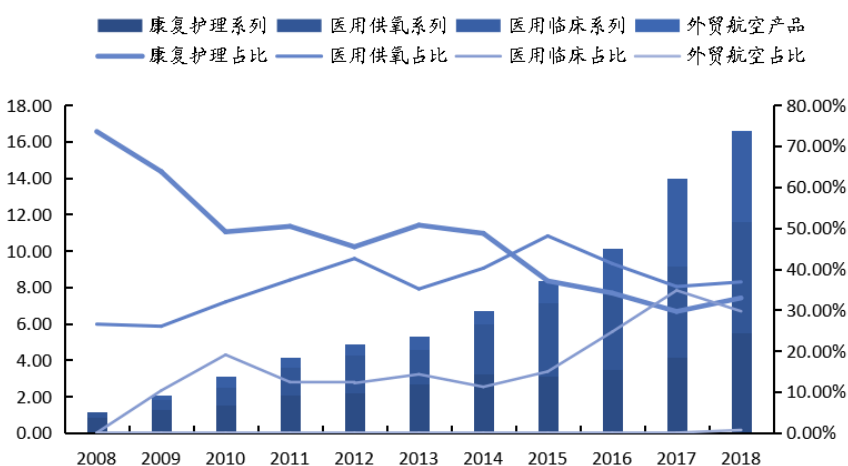
图 4：2008 年-2018 年公司主要业务收入及占比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

在毛利构成方面，由于医用供氧与医用临床毛利率较高，两者毛利分别占比 36.80%与 29.65%。康复护理产品多位充分竞争的家用医疗器械产品，渠道多为药店渠道，行业整体毛利率不高，导致该类产品在公司收入占比较高，但毛利率占比仅为 32.81%。

图 5：2008 年-2018 年公司主要业务毛利及占比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3.2. 公司主要产品涵盖六大服务内容，品牌优势明显

目前公司已经形成了院内与家用两大市场的产品线组合，其中既有内生研发的雾化器、呼吸机、电子轮椅、电子体温计、血糖仪等核心家用设备，也有通过外延获得手术器械、除颤仪、针灸针、消毒产品等医院用器械和耗材。

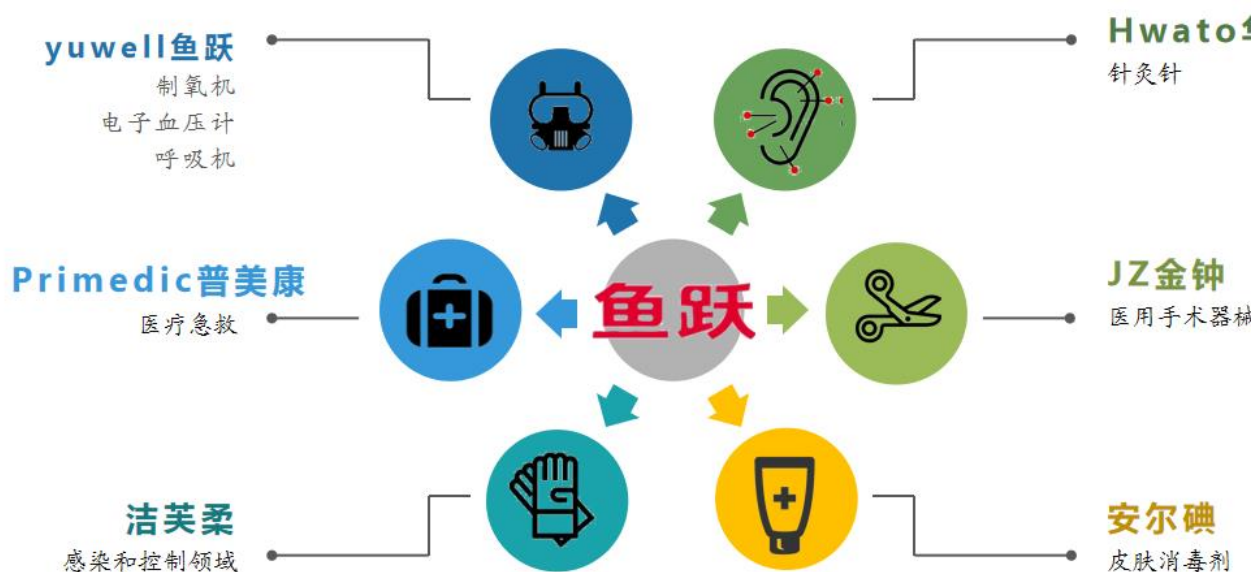
图 6：公司主要医用家用产品



数据来源：公司官网，东吴证券研究所整理

此外，公司目前拥有“yuwell 鱼跃”、“Hwato 华佗”、“JZ 金钟”、“安尔碘”、“洁芙柔”、“PRIMEDIC 普美康”等几大主品牌，每个品牌致力于不同种类的医疗器械，更加专业化。

图 7：公司几大主品牌专营产品品牌



数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所整理

1.4. 医院与 OTC，线下与线上，国内与海外，鱼跃医疗全渠道并进

鱼跃医疗秉承“矢志于投身生命健康事业，以专业的健康管理服务，帮助人们构筑优质生活的健康基石”的使命，聚焦临床应用，为各个医疗机构提供医用影像、医用高值耗材、医用供氧、手术器械、医用诊断等产品与解决方案。公司通过 500 多销售

人员与售后工程师组成的销售团队，以及经销商，共同服务上万家医疗结构，为医院提供感染控制、手术器械、中医器械、AED 急救器械等设备。鱼跃目前产品覆盖国内知名三甲医院，如北京 301 医院、南京鼓楼医院、复旦大学附属华山医院等医疗机构。

在 OTC 端，鱼跃打造线下与线上并进的营销平台。在传统线下，与全国百强连锁深度合作，在全国 20 多万家门店销售鱼跃产品，其中已超过 1000 家门店设有鱼跃专区和专柜，并在深圳、南京、成都、青岛、西藏等城市分别建立鱼跃健康之家。在线上，公司在各主要电子商务平台均设立有品牌旗舰店，且各旗舰店营销推广均在行业领先地位。公司先后与阿里巴巴、苏宁易购、京东等电商平台开展合作，推动公司多个产品在“双 11”以及“618 年中促销”等活动中达成多个品类销量第一的荣誉。2014 年以来，公司的线上销售复合增速达到 50% 左右的水平，线上已经成为公司扩张最快的销售渠道。

图 8：公司多样的营销渠道



数据来源：公司招股说明书，公司官网，淘宝、京东、苏宁易购等官网，东吴证券研究所

在出口海外市场上，鱼跃放眼于全球线下营销渠道的拓展，已在泰国、越南、韩国、沙特、波兰、俄罗斯、缅甸、马来西亚、印尼等多个国家地区设立专营店。公司拥有 400 多人的海外销售服务团队，成立了 1 个全球客户服务中心，八个区域服务中心，以及 1200 多个终端服务网点，并且仍在逐渐完善和扩张全球销售网络。

图 9：公司在全球设立服务中心及网点



数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

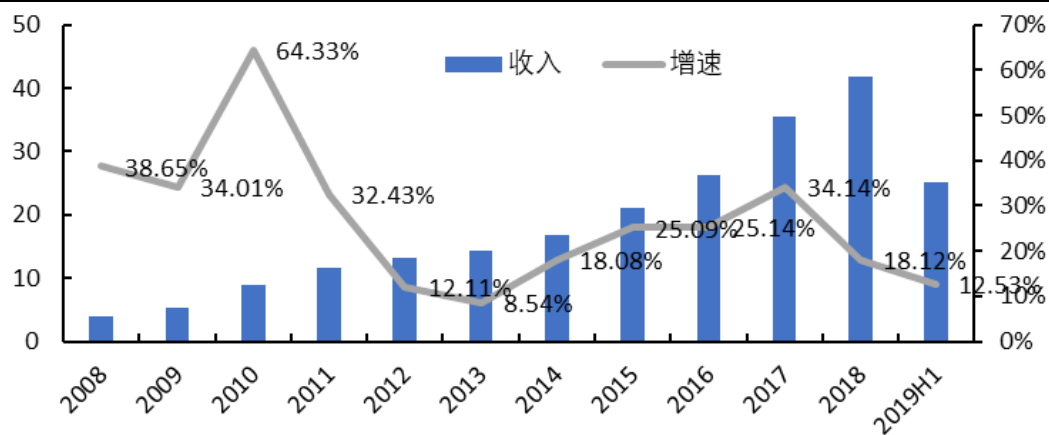
1.5. 公司稳健成长，十年收入与利润复合增长超 26%

1.5.1. 2008 年-2018 年公司十年收入、利润复合增长均超过 26%

公司上市之初受益于国产医疗器械黄金发展期，在性价比驱动下，大量替代进口产品，在收入端和利润端保持高速增长。2012 年在公司内生发展放慢之后，开启了外延丰富产品线之路，也帮助公司再次进入加速期；目前公司处于 2017 年-2018 年调整之后再次起航的时期。

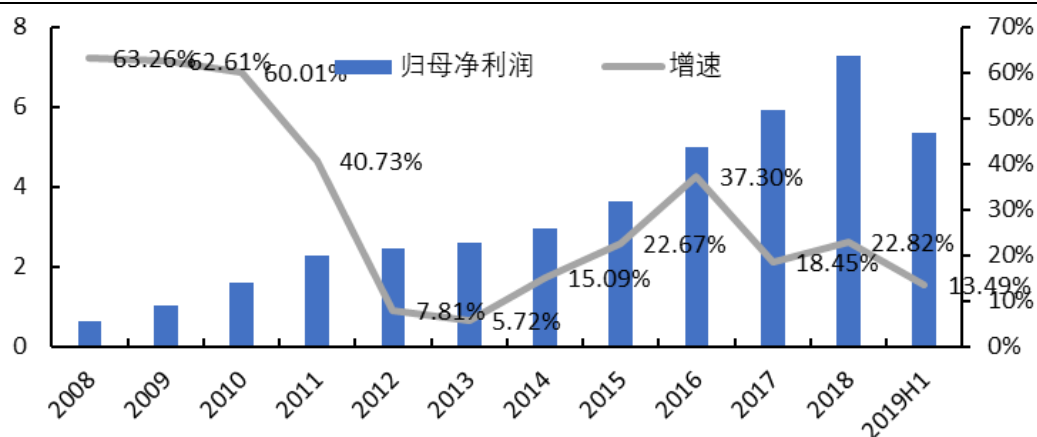
公司 2008 年-2018 年收入端复合增长高达 26.43%；同期的归母净利润复合增长高达 27.91%。公司的收入增速和利润增速相当，利润增速略快受益于管理费用和销售收费用的良好管控。

图 10：2008 年-2018 年公司销售收入复合增长（亿）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 11：2008 年-2018 年销售归母净利润复合增长（亿）

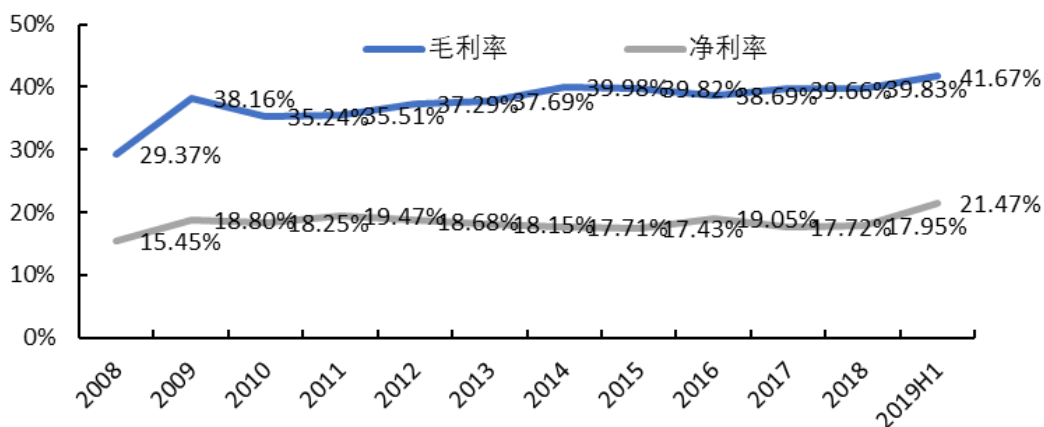


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.5.2. 2008 年-2018 年公司毛利率持续提高，净利润率保持稳定

随着产品的丰富，产品的结构变化，以及公司成本的控制，推动公司的毛利率保持持续上升趋势，到 2018 年毛利率水平为 39.83%。但从医疗器械行业来看，40%的毛利率仍是较低水平，充分说明公司所处的行业充分竞争，也表明了未来继续提升的潜力。

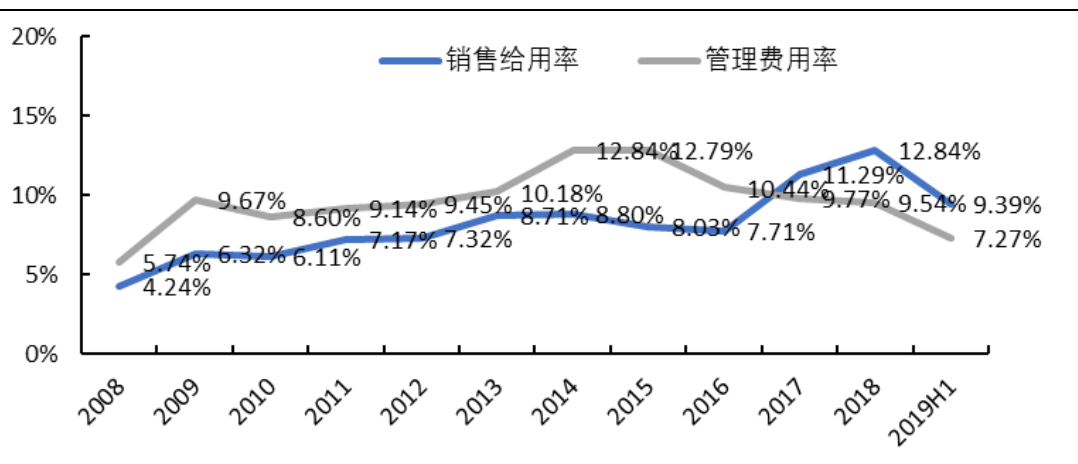
图 12：2008 年-2018 年毛利率和净利率变化趋势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司的销售费率呈现上升趋势，尤其是 2017 年-2018 年，公司并购上械（上海医疗器械集团）等标的之后，持续加大销售费用的投入，以及同期快速开展网上直销活动，导致销售费用率有所提高。目前随着公司产品推广的稳定，费用率有望进入下行趋势。公司净利润率保持了相对稳定，2018 年为 17.95%，同比上升 0.23%，基本波动不大。

图 13：2008 年-2018 年管理费用率（含研发费用同比口径）和销售费用率变化趋势



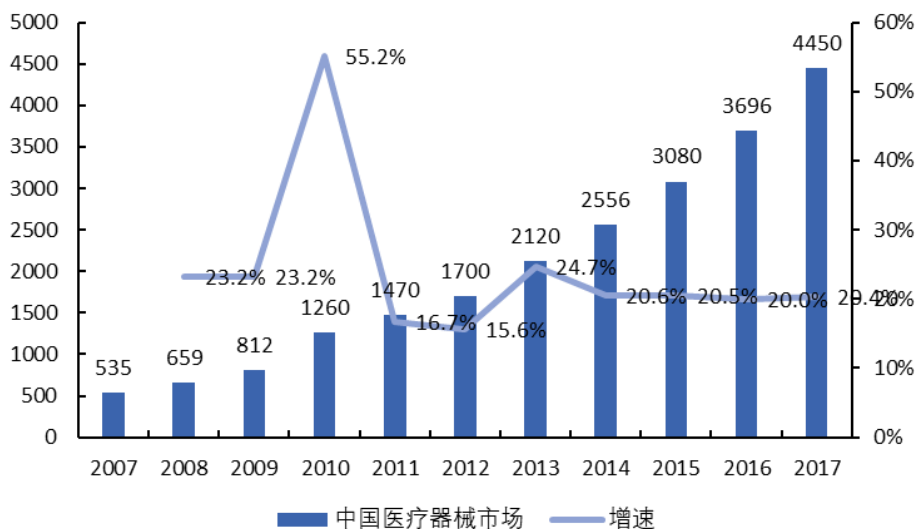
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 我国家用医疗器械市场迎来需求扩张的黄金发展期

2.1. 我国医疗器械行业增速领涨全球，成为世界第二大市场

近年来，随着我国各项产业，尤其是材料、电子等基础产业的快速发展，以及国家对医疗体制改革的不断推进，加之，人口结构变化催生的老年化社会和相应的健康意识提高，促使我国医疗器械行业的发展步伐进入快速阶段。

图 14：我国医疗器械行业规模变化趋势（亿元）



数据来源：中国医药物资协会，中国医疗器械发展报告，Wind，东吴证券研究所

根据中国医药物资协会和中国医疗器械发展报告的统计，2007 年至 2017 年，我国医疗器械行业规模从 535 亿元增长到 4450 亿元，年复合增长高达 23.6%，远超全球医疗器械行业的增速。根据 IMS 的数据，我国医疗市场规模在 2015 年超过日本，目前成为仅次于美国的全球第二大医疗器械市场，而未来十年将会是我国医疗器械行业发展的黄金十年，行业规模将持续提高。

图 15：全球医疗器械市场排名

2001	2005	2009	2011	2013	2015
1.美国	1.美国	1.美国	1.美国	1.美国	1.美国
2.日本	2.日本	2.日本	2.日本	2.日本	2.中国
3.德国	3.德国	3.法国	3.中国	3.中国	
4.法国	4.法国	4.德国			
5.意大利	5.意大利	5.中国			
6.英国	6.英国				
7.西班牙	7.西班牙				
8.加拿大	8.加拿大				
9.墨西哥	9.中国				
10.中国					

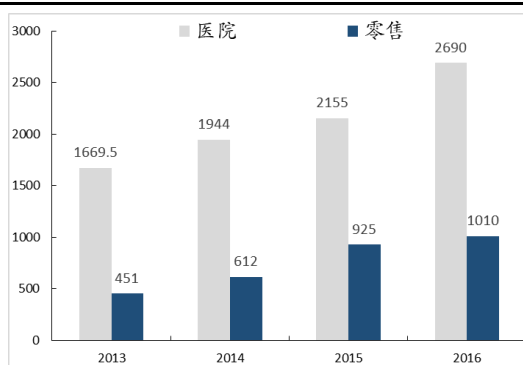
数据来源：IMS health，东吴证券研究所

2.2. 医院用医疗器械市场和家用医疗器械市场均呈现快速增长趋势

从销售渠道来看，我国医疗器械销售渠道主要分为医院和零售。其中，截止 2016 年医院消费规模为 2690 亿元，占比 73%，零售销售规模在 2016 年首次突破千亿大关，实现销售规模 1010 亿元，占比 27%。

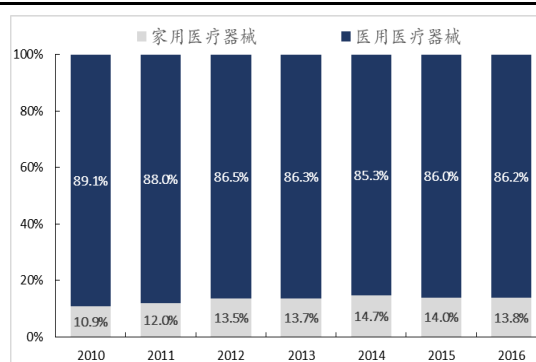
从类型上来看，医疗器械由其操作性和携带性又可分为家用医疗器械和医用医疗器械。近年来，随着经济快速发展，国人的消费能力和观念都发生了翻天覆地的变化，人们的健康意识逐渐提高，亚健康状态的人群不断增加使得“花钱买健康”成为一种消费趋势。与此同时，人口老龄化进程加快，老年人常见病、慢性病的日常护理和治疗基本以社区和家庭为主。种种因素使得家用医疗器械的关注度持续上涨。进入壁垒低，投资回报高以及风险相较医院器械较小的特点不断的吸引各类资本进入。根据相关数据，在发达国家，家用医疗器械已经占到整个医疗器械产业的 40%，而我国目前只占到 13.8%，还远远低于这一比例，由此来看，我国家用医疗器械仍存在广阔发展空间。

图 16：医疗器械规模按渠道分布



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 17：医疗器械规模按类别分布

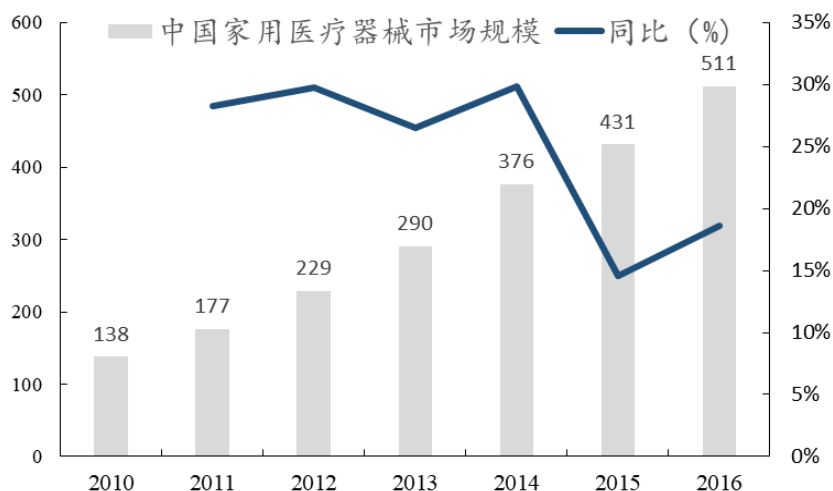


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.3. 我国家用医疗器械市场规模不断提高，其潜在空间广阔

家用器械不同于医院使用的医疗器械，操作简单、体积小、携带方便是其主要的特征，尤其是在一些慢性病的应用上，家用医疗器械因其特点有着医用医疗器械不可比拟的优势，如电子血压计、电子体温计、身体脂肪含量测试仪、电子计步器等。经过多年的发展我国家用医疗器械市场已初具规模，2016 年我国家用医疗器械规模突破 500 亿元，同比增长 18.58%。

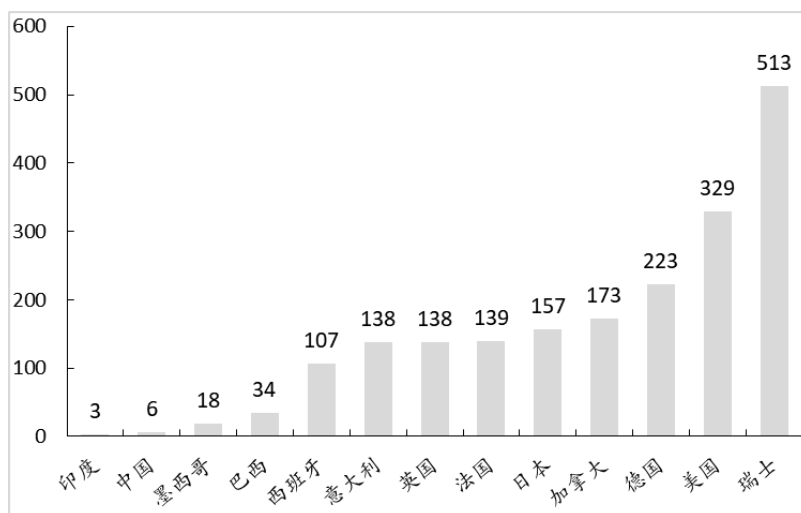
图 18：我国家用医疗器械规模（亿元）与增速情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

从市场发展空间看，在人口老龄化加快、慢病人口增加、产品创新社会消费水平提高、城镇化以及消费结构升级等多因素的驱动下，我国医疗器械行业将迎来长期稳定的黄金增长期。尽管我国医疗器械市场经过了快速的发展，但中国人均医疗器械费用仅为 6 美元，美国的人均医疗器械费用为 329 美元，约为中国的 55 倍，可见中国较发达国家医疗器械消费水平，仍有很大差距，未来潜力依然广阔。

图 19：2017 年全球人均医疗器械费用比较（美元）

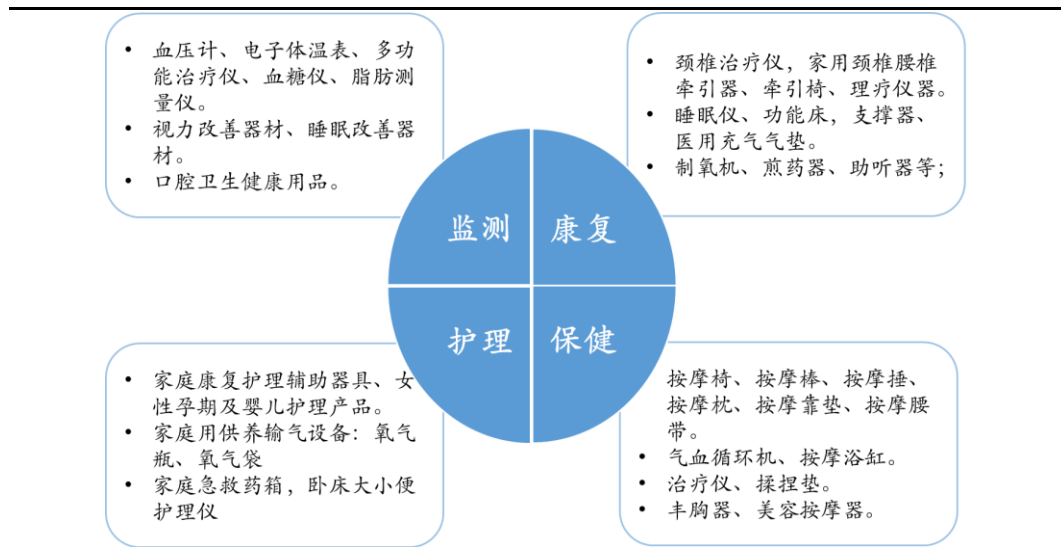


数据来源：中国产业信息网，东吴证券研究所

2.4. 家用医疗器械特点是品类多、产品线丰富，创新活力和平台优势显著

医疗器械行业是具有高度的多样性，医疗器械产品丰富，其创新活力强，带来技术革新的增量。例如 2016 年我国家用医疗设备市场已经达到 511 亿元规模，而智慧医疗设备同期的市场规模已经超过了 100 亿元，家庭医疗设备市场及智慧医疗设备市场已然成为“兵家必争之地”。

图 20：我国家用医疗器械分类整理



数据来源：公司公告，京东、淘宝等电商平台，东吴证券研究所

另一方面，随着智慧医疗产品技术的成熟，利用互联网技术，将用户、数据平台、健康服务机构结合起来，为用户提供远程问诊、健康数据分析、定制健康改善方案等服务已成为医疗领域未来趋势。而作为身体健康数据的来源点，家用医疗设备的智能化将为家用医疗器械行业带来新的活力。

在这个阶段中，固守传统业态的中小企业面临的竞争压力陡增，而平台型、研发能力突出的大型医疗器械将充分发挥其产品升级快、销售渠道广、产品线丰富的综合能力，在充分竞争的家庭医疗器械行业脱颖而出。而“大型”医疗器械企业对产品线的改造升级，也将带动我国医疗器械领域的产业升级，从而开辟更为广阔的医疗市场领域。

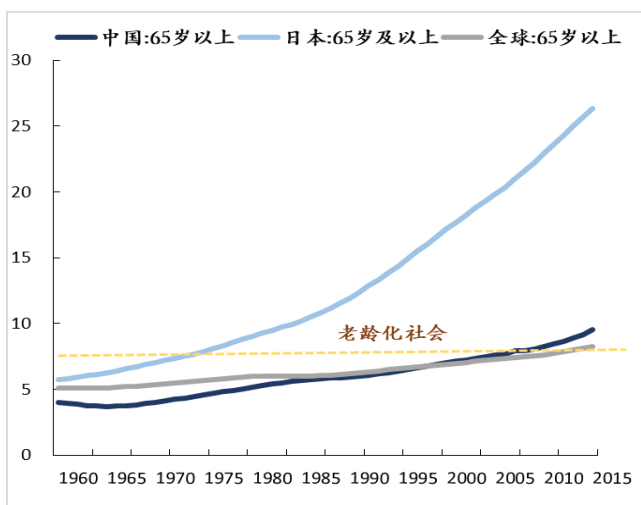
2.5. 人口基数大，老龄化社会加深、慢病人口多，催生家用医疗器械需求扩张

老龄化是慢性病扩张的主要原因之一。据国家统计局数据显示，至 2016 年末，我国 65 周岁及以上人口达 1.44 亿，占总人口的 10.47%。根据联合国的规定凡 65 岁以上的老年人口占总人口的比例达 7% 以上或 60 岁以上老年人口在总人口中的比重超过 10% 的即属于老年型国家或地区，我国在 2000 年时已步入老龄化社会。

我国与日本的老龄化节奏十分相似，但我国的老龄化速度明显要快于日本。对比日本人口的发展轨迹可以发现，我国目前 15-64 岁的人口占比已经超过日本近 50 年来 15-64 岁人口占比的最大值，以此类推，我国在未来 20 年将会进入人口老龄化的快速发

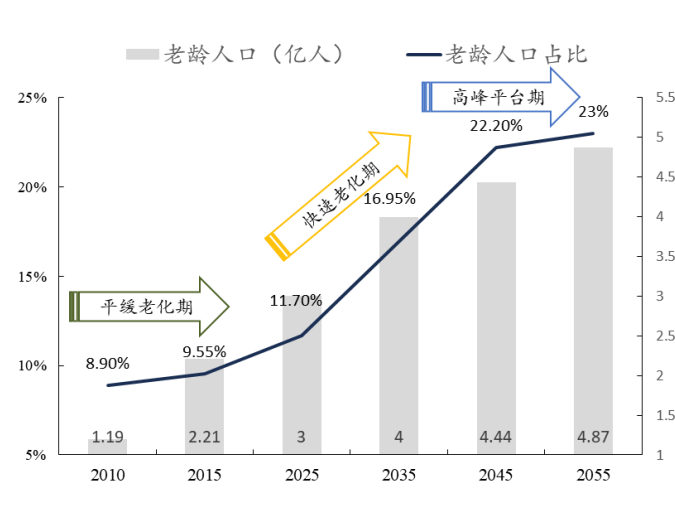
展期，而到 2050 年左右，中国的老龄化水平将达到现在日本的程度。届时，我国的糖尿病、高血压、高血脂、心脑血管等慢性疾病逐步成为老年社会的核心健康问题。

图 21： 65 岁以上人口占比情况比较 (%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

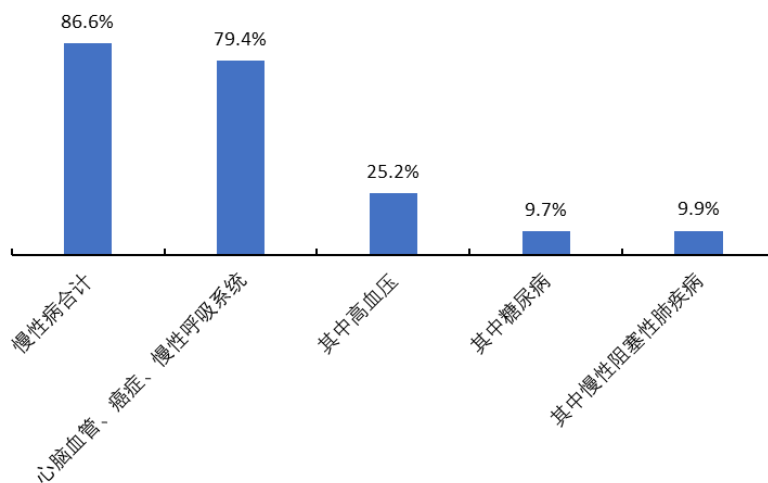
图 22： 我国未来 50 年老龄化人口占比和人数 (亿人)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

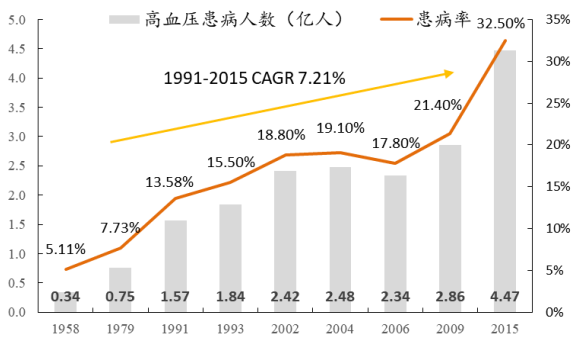
在我国，心血管病、肿瘤、糖尿病、呼吸系统疾病 4 种慢性病导致的死亡占总死亡人数的 86.6%，近年来我国慢性病发病呈快速上升趋势。由于慢性病的特点是其病程可控、需长期用药的特点，但需要长期的有效管理，其对家用医疗器械的需求将呈现出快速增长。

图 23： 2017 年我国慢性疾病致死占疾病致死的比例



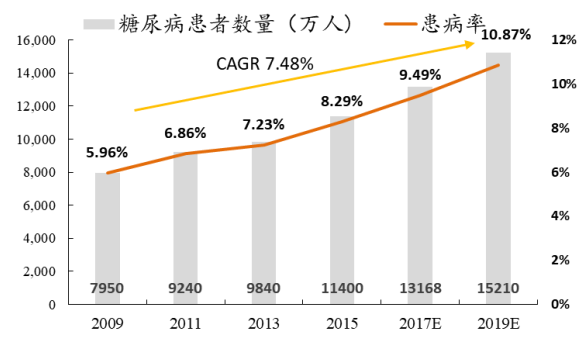
数据来源：中国国民健康与营养大数据报告，Wind，东吴证券研究所

图 24：高血压患病人数趋势



数据来源：《中国高血压防治指南》、Wind、卫健委、东吴证券研究所

图 25：糖尿病患者人数趋势



数据来源：《中国高血压防治指南》、Wind、卫健委、东吴证券研究所

2.6. 慢病管理的国家政策陆续出台，推动家用医疗器械进入黄金发展期

2019 年 7 月 15 号，国务院出台《国务院关于实施健康中国行动的意见》(以下简称“意见”)，对我国主要的慢病提出了具体的管理目标。而要达到国家对慢病监控的指标，家用医疗器械将成为重要应用工具。经过多年的发展，国内厂商生产的家用医疗器械在技术和质量上已经与进口品牌产品相当。在家用慢病监控管理应用的医疗器械快速发展的时代，鱼跃医疗等国产品牌成为我国家用医疗器械市场上不可忽视的力量。

表 1：“关于实施健康中国行动的意见”明确 5 大类型疾病的重点防控

任务	项目	相关具体内容	2022 年和 2030 年达成的目标
防控重大疾病	实施心脑血管疾病防治行动	引导居民学习掌握心肺复苏等自救互救知识技能，对高危人群和患者开展生活方式指导。全面落实 35 岁以上人群首诊测血压制度，加强高血压、高血糖、血脂异常的规范管理。	到 2022 年和 2030 年，心脑血管疾病死亡率分别下降到 209.7/10 万及以下和 190.7/10 万及以下。
	实施癌症防治行动	倡导积极预防癌症，推进早筛查、早诊断、早治疗，降低癌症发病率和死亡率，提高患者生存质量。有序扩大癌症筛查范围。推广应用常见癌症诊疗规范。提升中西部地区及基层癌症诊疗能力。加快临床急需药物审评审批。	到 2022 年和 2030 年，总体癌症 5 年生存率分别不低于 43.3% 和 46.6%。
	实施慢性呼吸系统疾病防治行动	引导重点人群早期发现疾病，控制危险因素，预防疾病发生发展。探索高危人群首诊测量肺功能、40 岁及以上人群体检检测肺功能。加强慢阻肺患者健康管理，提高基层医疗卫生机构肺功能检查能力。	到 2022 年和 2030 年，70 岁及以下人群慢性呼吸系统疾病死亡率下降到 9/10 万及以下和 8.1/10 万及以下。
	实施糖尿病防治行动	提示居民关注血糖水平，引导糖尿病前期人群科学降低发病风险，指导糖尿病患者加强健康管理，延迟或预防糖尿病的发生发展。加强对糖尿病患者和高危人群的健康管理，促进基层糖尿病及并发症筛查标准化和诊疗规范化。	到 2022 年和 2030 年，糖尿病患者规范管理率分别达到 60% 及以上和 70% 及以上。
	实施传染病及地方病防控行动	引导居民提高自我防范意识，讲究个人卫生，预防疾病。倡导高危人群在流感流行季节前接种流感疫苗。加强艾滋病、病毒性肝炎、结核病等重大传染病防控，努力控制和降低传染病流行水平。强化寄生虫病、饮水型燃煤型氟砷中毒、大骨节病、氟骨症等地方病防治，控制和消除重点地方病。	到 2022 年和 2030 年，以乡(镇、街道)为单位，适龄儿童免疫规划疫苗接种率保持在 90% 以上。

数据来源：国务院官网，东吴证券研究所整理

3. 鱼跃医疗持续提高产品竞争力，成为家用器械龙头

3.1. 鱼跃医疗品牌已经是国内医疗器械领域的领先者

鱼跃医疗经过多年在家用医疗器械市场的耕耘，已经成为我国知名度最高的家用医疗器械品牌。根据中国品牌网统计，在最常用的三种家用医疗器械中，鱼跃品牌为血压计、电子体温计的第一名，位列血糖仪品类的第8名。除此之外，鱼跃医疗的轮椅、呼吸机、雾化器、制氧机也在各自品类中名列前茅。与此同时在产品价格上，鱼跃产品已经处于中高端地位。鱼跃的产品价格和定位上略低于进口品牌，在国内产品中处于价格领导地位。

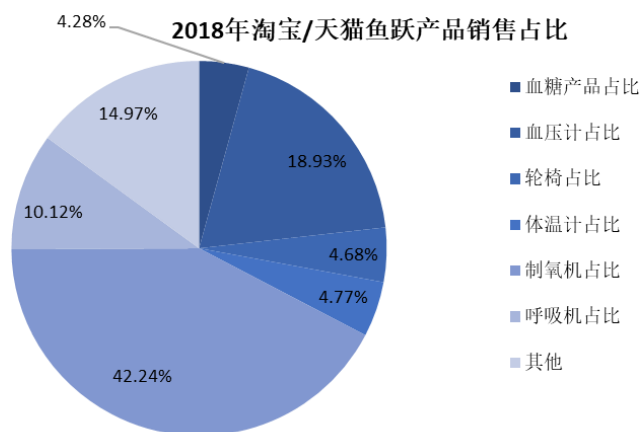
表 2：2017 年部分家用产品的品牌排名

排名	血糖仪	血压计	电子体温计
1	罗氏	鱼跃	鱼跃
2	强生	松下	博朗
3	三诺	九安	西铁城
4	雅培	迈克大夫	迈克大夫
5	拜安康	脉博士	贝尔康
6	怡成	爱安德	华盛昌
7	艾科	西铁城	iHealth
8	鱼跃	乐心	GL 格朗
9	爱科来	iHealth	可孚

数据来源：中国品牌网，东吴证券研究所

从鱼跃医疗家用产品线收入来看，目前公司最大的仍为制氧机，增长较快的产品包括血糖检测、体温计（电子体温计）、轮椅（电动轮椅）、呼吸机等产品。根据淘宝/天猫平台数据来看，公司的线上产品收入拆分分别为：血糖产品占比 4.28%、血压计占比 18.93%、轮椅占比 4.68%、体温计占比 4.77%、制氧机占比 42.24%、呼吸机占比 10.12%、其他产品占比 14.97%。由此可见，鱼跃的产品线较为丰富，原有的制氧机系列和血压计系列占比较高，但新增产品增速快，市场空间大，将成为公司成长的直接动力。

图 26：2018 年淘宝/天猫平台医疗器械行业各品牌销售额市场占比



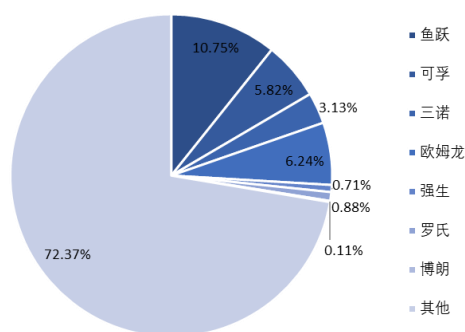
数据来源：淘数据，东吴证券研究所

3.2. 知名品牌+丰富的家用医疗器械产品线形成平台化的核心竞争力

鱼跃医疗通过多年的发展已经形成一系列的家用医疗器械产品，涵盖了血糖仪、体温计、血压仪、体重秤等多项慢病管理所需的家用医疗器械产品，在品牌知名度和产品系列不断强化下，公司的平台价值越发凸显。

从淘宝/天猫的销售数据分析，2018年淘宝/天猫合计的医疗器械销售额（以销售价格计算）为99.75亿元，其中鱼跃医疗产品销售额为10.72亿元，超越了欧姆龙、强生、罗氏等世界知名医疗器械品牌和众多国产品牌，成为2018年淘宝/天猫线上销售额第一的医疗器械品牌，市占率达到10.75%。

图 27：2018 年淘宝/天猫平台医疗器械行业各品牌销售额市场占比



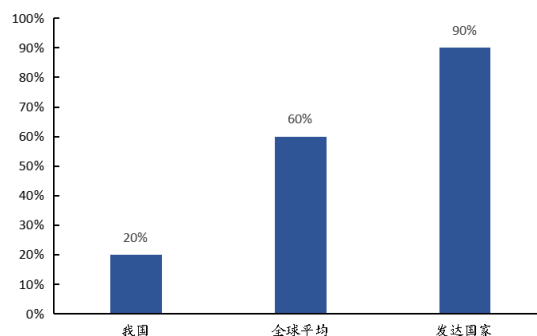
数据来源：淘数据，东吴证券研究所

3.3. 鱼跃医疗血糖仪、血压计等产品成为家庭慢病管理的核心医疗器械

3.3.1. 鱼跃血糖仪厚积薄发，已经在终端站稳位置

血糖仪主要是监控糖尿病患者以及具有糖尿病并发症的人群的核心医疗器械。高危人群包括40岁以上者、超重肥胖者、有家族高血糖遗传病者、抑郁症患者以及妊娠期妇女。按2017年计算，我国有超过9000万肥胖人群，1.5亿糖尿病患者，再加上我国老龄人口超过10%，因此血糖仪有较广的需求基础。近年来，国内糖尿病的发病率及患病率逐年升高，国内血糖仪整体渗透率只20%，因此血糖仪存量在2000万台左右，相比于全球60%以及发达国家90%的渗透率还有很大的空间。

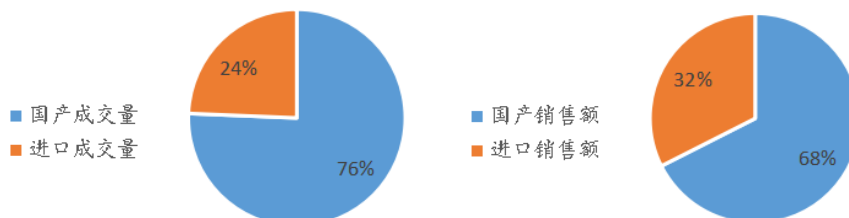
图 28：我国国内血糖仪渗透率与其他国家比较



数据来源：中国产业信息网，东吴证券研究所

我国市场血糖仪厂家大体分为三类，一类是外资品牌，进入市场早，约占医院渠道 90% 的市场份额；第二类是国产品牌，在零售端快速发展，在家用端已经取代进口产品，成为市场的主力品种，其中三诺、鱼跃等均是国产血糖检查产品的代表品牌。

图 29：淘宝/天猫平台血糖产品国产及进口产品市场占比



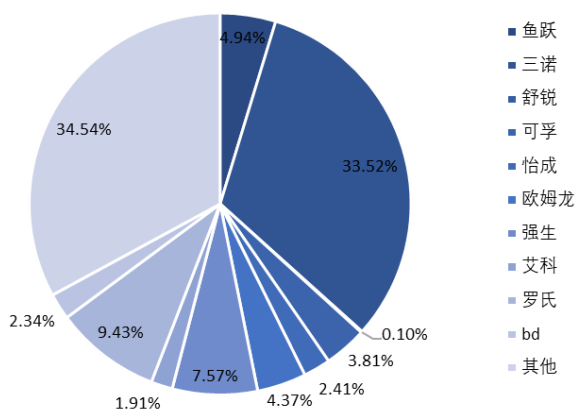
数据来源：淘数据，东吴证券研究所

鱼跃医疗的血糖产品线丰富，多种型号的产品满足从家用到医院对血糖检测产品的使用需求。从其定价来看，涵盖了从中低端到中高端的产品线，在国内品牌中，处于价格较高的中高端级别，略低于欧姆龙等进口品牌。

同样附赠 100 张血糖试纸的情况下，欧姆龙血糖仪的价格大多在 200 到 450 元之间，采用了智能感知技术，保证测量准确，反应时间只有 6 秒。价格比较低的可孚和三诺，血糖产品价格集中在 50 到 100 元，拥有较广的消费人群，皆采用 SOC 测量芯片，反应时间略长。鱼跃血糖仪的价格大多在 100 至 150 元左右，位于中等价位，并且采用五电极技术，保证测量准确的同时，也能保证测量时间短，约为 8 秒。各类血糖产品品牌中，鱼跃属于价格适中，准确性较好的代表。

血糖检测产品已成为鱼跃医疗产品线中增长最快品类。在线上销售以淘宝平台为例，2018 年鱼跃血糖产品销售达到 4592 万元，淘宝平台销售的市场占有率 4.94%，已经有了明显的提高。我们估计公司血糖检测产品 2018 年销售收入在 1.7 亿元左右。

图 30：2018 年淘宝平台血糖产品各品牌销售额市场占比

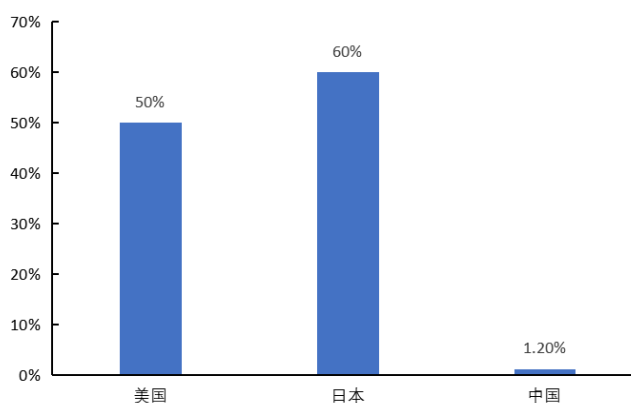


数据来源：淘数据，东吴证券研究所

3.3.1. 鱼跃血压计后来居上，成为国内领先者

高血压患者数量众多，催生了庞大的血压计市场需求。2016年4月国际著名医学杂志《JAMA Intern Med》发表了揭示我国高血压流行现状的报告，该报告研究显示我国高血压患病率为32.5%，假设按我国14亿人口计算，我国高血压患者数量高达4.55亿人口。根据卫生部疾病控制中心公布的数据显示，美国、日本和中国家庭电子血压计的普及率分别为50%、60%和1.2%，相比之下我国电子血压计的普及率非常低。随着大健康理念的不断深入，越来越多的家庭选择购买电子血压计等家用医疗器械了解自己的身体状况。此可见我国电子血压计市场容量将持续扩大。

图 31：2017 年我国国内血压计普及率与其他国家比较



数据来源：卫生部疾病控制中心，东吴证券研究所

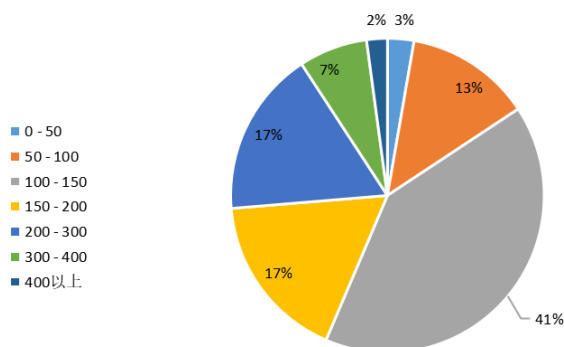
世界电子血压计的中高端产品生产基本上是由国际品牌的大公司所占据。电子血压计市场主要品牌有：日本欧姆龙，日本爱安德，台湾优盛，台湾合世，台湾百略，日本日精，日本松下，美国强生等，这些品牌占据全球80%份额。电子血压计因其需求范围广、需求量大且价格逐步下降，而实现高速增长，市场前景广阔。我国本土也涌现了一批具有一定实力的电子血压计生产企业，比如江苏鱼跃、天津九安、湖南可孚、山东海尔等。

从电子血压计在由淘宝平台的血压计各价格区间销量来看，82%的消费者选择购买价格区间在100-400元的血压计。目前电子血压计产品单价200元以下产品较多，例如九安医疗等品牌；定价500元以上高端的电子血压计主要为欧姆龙等进口品牌。鱼跃医疗公司电子血压计定价区间完美匹配了消费需求，在140-400元之间，针对需求规模最大的中高端市场，覆盖了大约六成消费人群。通过其产品过硬的质量和合理的定价，鱼跃医疗在消费者心中树立了良好的品牌形象，配以强大的多元渠道，鱼跃电子血压计以每年30%的增长迅速抢占电子血压计市场份额。鱼跃品牌成为2018年国产血压计排名榜首，在过去的2018年电商平台天猫以及京东上，其销量均为第一。

鱼跃医疗血压计产品线是公司家用医疗器械收入占比最大的品类，2018年仅淘宝平台血压计成交额达2.03亿元，仅次于进口品牌欧姆龙，市场占有率高达19.05%。我们

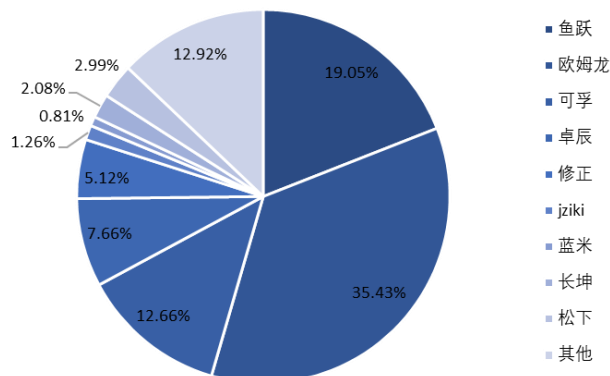
估计血压系列产品，公司的年销售额超过 4 亿元。

图 32：2018 年淘宝平台血压计价格分布



数据来源：淘数据，东吴证券研究所

图 33：2018 年淘宝平台血压计各品牌销售额市场占比



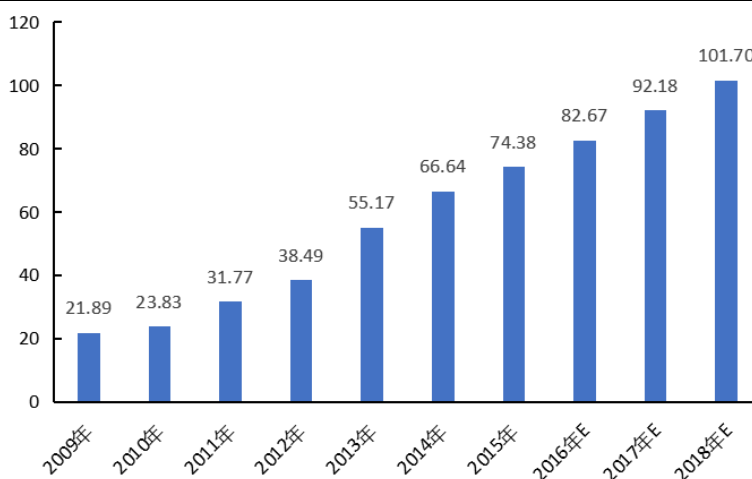
数据来源：淘数据，东吴证券研究所

3.4. 家用护理设备电子化、自动化时代到来，推动行业空间显著扩张

3.4.1. 电动轮椅鱼跃医疗新明星产品

随着老龄化的加深，行动不便人群数量不团提高，其中既包括了 8502 万残疾人、每年多达 200 多万的脑中风患者患者、650 万老年痴呆患者、近 400 万由糖尿病等慢病导致行动不便患者，并且每年新增因车祸，工伤，其他意外下肢伤残者超过 50 万人。因此这是一个庞大特殊的群体，对轮椅的需求也逐渐由普通金属轮椅向更加方便、快捷的电动轮椅升级，尤其是长期行动不便人群对电动轮椅的需求更加迫切。由于电动轮椅对比普通轮椅，其价格扩大了 5 倍以上，在挖掘市场潜力的同时，更是直接扩张了轮椅的市场规模。

图 34：国内电动轮椅需求量（万台）

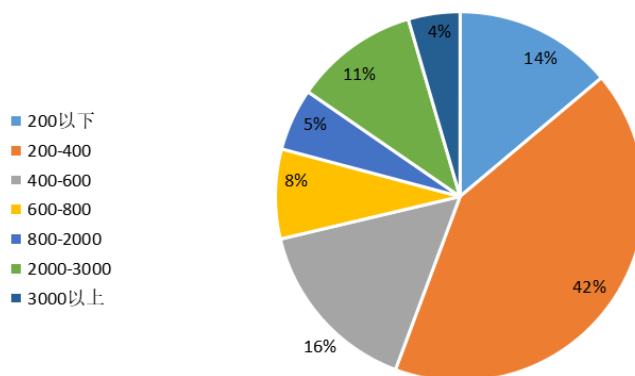


数据来源：中国产业信息网，东吴证券研究所

在国外较为集中的高性能电动轮椅生产厂家集中在美国、德国、英国、瑞典和日本，但是电动的轮椅价格不菲。档次大约分为三个档，最低档次的价格在人民币 2~3 万元，最高档次的达到 12 万元。虽然我国传统轮椅产品在国际上的竞争力很强，但电动轮椅

市场仍是刚刚起步。目前市场上主要的国内品牌有万凌、奥托博克、互邦、鱼跃、佛山东方等。

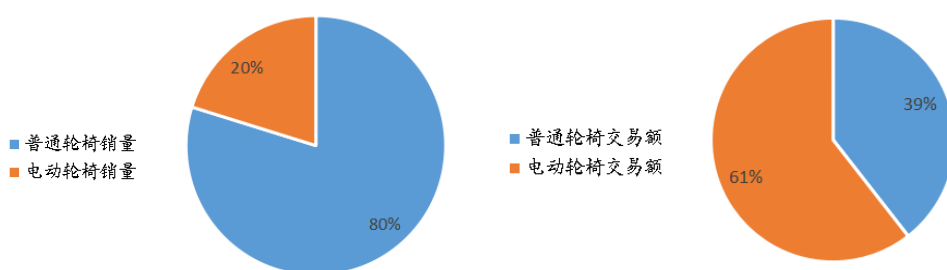
图 35：2018 年淘宝平台轮椅价格分布



数据来源：淘数据，东吴证券研究所

我国市场上普通轮椅均价在 400 元左右，而电动轮椅价格在 2000 至 3000 元的低端产品居多，高端进口轮椅产品甚至达到万元级别。而鱼跃医疗的电动轮椅价格在 2000 元到 5000 元不等，处于中低端产品，性价比较高。由于我国在电动轮椅使用上刚刚处于起步阶段，消费者倾向于选择价位在 2000-3000 元的电动轮椅，而鱼跃医疗的电动轮椅产品恰好满足了现今消费者对电动轮椅的需求。

图 36：淘宝平台普通轮椅及电动轮椅占比



数据来源：淘数据，东吴证券研究所

随着老年人、残疾人接受辅助器具配置的比例逐年升高以及医疗保健消费性支出的增长，未来对轮椅，尤其是电动轮椅的需求将成放量增长趋势。假设未来五年内轮椅渗透率由目前的 5% 上升至 10%，而普通轮椅价格为三四百元左右，电动轮椅均价大约两三千元/辆左右，则轮椅的市场空间提升 5 倍以上。鱼跃医疗作为国内最大的轮椅生产和销售企业，其产品力、销售能力、渠道覆盖都处于行业领先，将在电动轮椅领域再次引领国产产品替代进口产品的风。

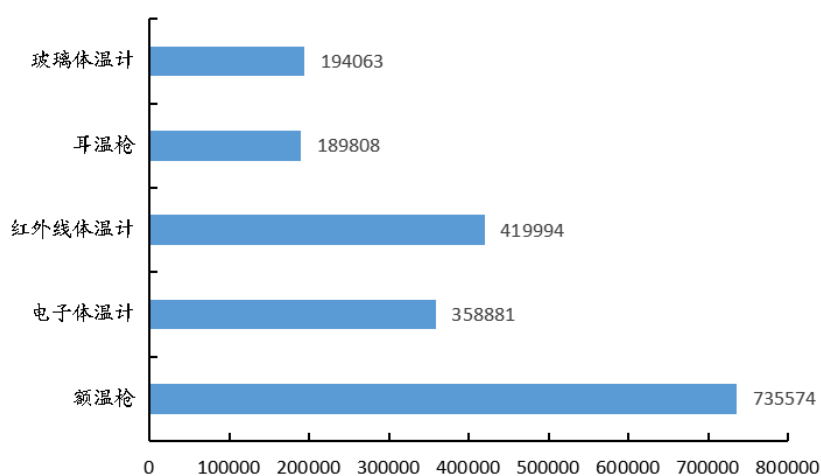
3.4.1. 由水银体温计向电子体温计升级，体温计市场几何式扩张

水银体温计价格便宜，原理简单，在我国应用广泛。然而，2017年8月16日起，《关于汞的水俣公约》对我国正式生效，即日起禁止开采新的原生汞矿。目前，含汞体温计列为限制类产品。

电子体温计测量速度快，无污染，但价格贵。电子体温计根据测温部位不同分为额温、耳温、肛温、穿戴式、口含式和腋下式，目前以额温、耳温和腋下式为主。其中，额温枪、耳温枪近年来发展迅速，是中国电子体温计主流产品，市场占比超过80%。2017年中国体温计市场上，电子体温计市场规模达到4.29亿元。目前，国内电子体温计市场上，品牌众多，新兴产品也较多。行业内主要品牌有欧姆龙、小米 iHealth、鱼跃、格朗、贝尔康、可孚等。相较于国外品牌，中国品牌众多，导致市场上电子体温计产品质量参差不齐，消费者对于电子体温计认可度不高。

过去的水银体温计价格在10元左右，而电子温度计一般而言价格是水银温度计的20到30倍。并且，我国《水俣公约》商定，到2020年禁止生产、进出口添汞产品，意味着水银体温计将逐步被电子体温计所替代，预计每年的电子体温计需求量以每年20%的速度增长。综合上述两点，未来体温计的市场空间将扩容现有的10倍以上。

图 37：2019 上半年淘宝平台各类型体温计需求情况（个）



数据来源：淘数据，东吴证券研究所

鱼跃医疗的体温计产品生产公司前身为盐城市蒂菱体温计有限公司，是专业生产医用体温计的全国龙头企业，全国医疗器械行业协会成员单位，体温计国家标准参与起草修订单位之一。鱼跃科技仍然保持其在体温计上的传统优势，位于中国电子体温计品牌榜首，在天猫等电商平台销售品类第一。鱼跃电子体温计外观保持一贯的简洁便携，且价位适中，选用德国进口传感器，秒测体温，更为精准。鱼跃集团最新电子体温计为额温枪 YHW-4，价格在200-300元，是国产体温计的主流产品。

3.5. 家用呼吸系统设备显著提高生活质量，成为健康消费新需求

3.5.1. 鱼跃制氧机从医院走到家庭，成为优化家庭室内空气的新品类

家用制氧机是通过高分子膜对空气中氮分子的过滤来制取富氧空气，具有体积小，用电量小等优点，生成的氧气浓度较低，针对养生保健能起到良好的效果。家用制氧机适用于氧疗和氧保健的人群，比如呼吸系统疾病患者、心脑血管疾病患者、高原缺氧病症患者以及易患缺氧的人群。再加上中国老年人口总数进一步快速增长，直接提高了对家用制氧机的市场需求。

制氧机价格总体来说，国产机从几百元到几千元不等，适合大多数家庭使用；而进口机能达到上万元，购买群体以个人高端客户为主。目前我国家用制氧机主要由国产品牌主导，其技术也能达到先进的水平，完全满足家庭用户需要。

目前鱼跃生产的家用制氧机最低价位与最高价位属性对比如下，可见鱼跃医疗器械无论价位高低，压缩机和分子筛都采用全进口，浓度也皆可达到 93% 左右。环绕式风道设计也使制氧机的噪音降至 42 分贝以下。

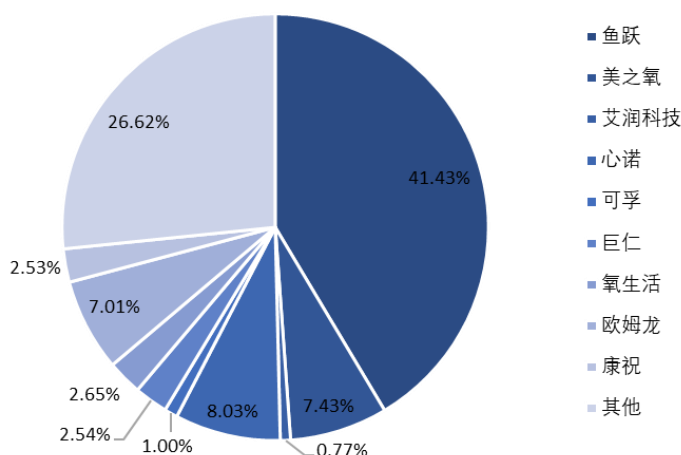
表 3：鱼跃高低价位制氧机属性比较

型号	AF-1A	8F-5W
电源	220V±22V, 50Hz±4Hz	220V±22V, 50Hz±4Hz
功率	150VA	500VA
噪音	42dB	小于 41dB
重量	8.5kg	25kg
体积	31.7*19*37.7cm	48*30*65cm
售后服务	整机保修 1 年, 压缩机保修 3 年	整机保修 1 年, 压缩机保修 3 年
流量	1L/min	5L/min
浓度	1L/min 时 93%±3%	93%±3%
压缩机	爱普力	爱普力
分子筛	美国进口分子筛	美国进口分子筛

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

从销售集中度来看，我国家用制氧机行业的市场集中度较低。当前鱼跃医疗在家用制氧机市场占据龙头地位，2018 年淘宝/天猫平台该品类的销售额占比高达 41.43%，远远赶超平台上其他品牌产品销量。其次是美之氧、欧姆龙和心诺等品牌，其市场份额均超过 5%。淘宝平台的制氧机均价在 2500 元左右，鱼跃价格定位在 1200 元到 3600 元，具有广泛的消费人群。鱼跃在产品设计上实现了质量轻，噪音小，实用性上实现了出氧浓度大的特点。

图 38：2018 年淘宝/天猫平台各品牌制氧机销售份额比例



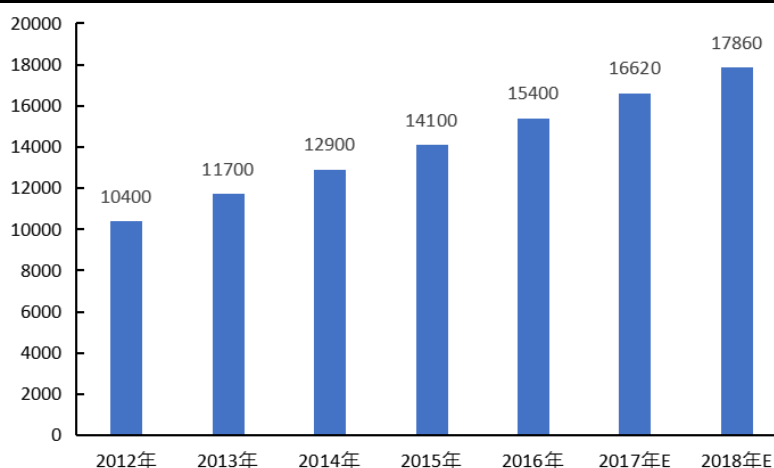
数据来源：淘数据，东吴证券研究所

3.5.2. 呼吸机走进家庭，成为家庭治疗/缓解鼾症、COPD、神经肌肉病变等病症的优选方式

自 1982 年澳大利亚悉尼大学沙利文教授发明 CPAP 以来，家庭中使用无创呼吸机的理念在西方国家得到快速普及。中国自 1992 年开始引进无创呼吸机治疗鼾症、呼吸暂停，2010 年以后无创呼吸机开始广泛地应用于家庭治疗 COPD、神经肌肉病变。

我国的急救呼吸机市场还处于一个起步发展的阶段，生产急救呼吸机企业数量相对较少，从而导致急救呼吸机整体市场的集中度也比较高。国内便携式呼吸机生产厂家主要是北京谊安、深圳安保、泰州久信、南京晨伟。总体上来说，生产急救呼吸机的企业数量较少，现阶段的竞争主要是销售渠道、产品质量的竞争。

图 39：国内呼吸机需求量变化（台）

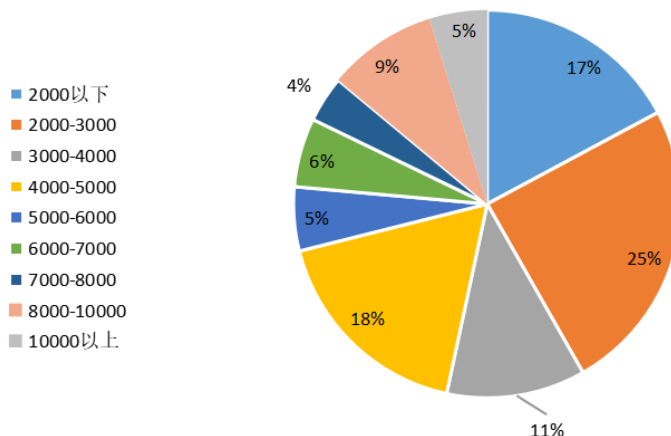


数据来源：中国医疗器械行业协会，东吴证券研究所

我国目前销量比较多有影响力的，大多数是国外进口品牌，如瑞思迈、飞利浦、伟康、万曼、费雪派克、通用电气、新松医疗等。鱼跃家用呼吸机在产品品质和使用便携

性上已经和进口产品相当，在国内市场具有广泛的认知度和美誉度。用天猫旗舰店的呼吸机销量数据显示，国内呼吸机需求大量集中于 2000 到 3000 元的价格区间和 4000 到 5000 元的价格区间，分别占比 25%和 18%。而鱼跃呼吸机旗下的产品线以家用为主，价格从 2380 元到 8800 元，主打品质和性价比优势，完全切合我国消费者对该产品的需求。

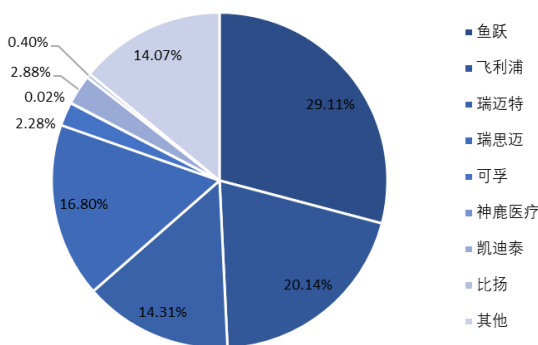
图 40：我国呼吸机需求价格分布



数据来源：淘宝网，东吴证券研究所

在线上销售渠道，2018 年鱼跃呼吸机在淘宝/天猫平台取得了 1.09 亿的营业额，市场占有率约占三成（淘宝/天猫平台全网销售数据），随后是飞利浦等进口产品。由于消费者线上购买更看重价格优势，因此鱼跃在各大电商平台的销量遥遥领先。我们估计 2018 年公司出厂口径计算，呼吸机的销售规模接近 1.8 亿元，仍处于快速增加时期。

图 41：2018 年淘宝平台各品牌呼吸机市场份额



数据来源：淘宝网，东吴证券研究所

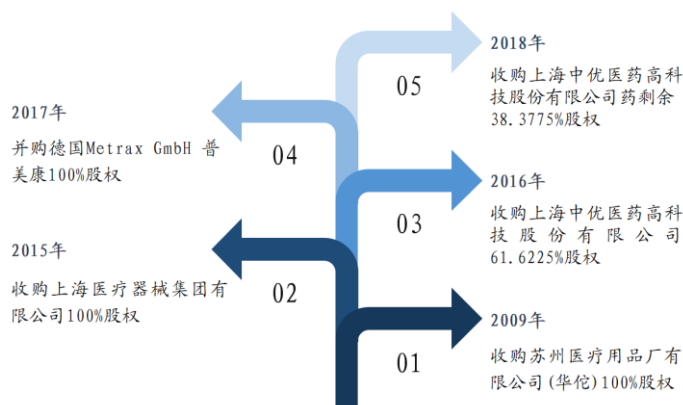
4. 外延获取优质产品资源，逐步打造医院用器械销售平台

4.1. 鱼跃医疗通过收购细分领域的优质企业，完成自身医院产品线扩充

鱼跃医疗通过收购多个领域的优质标的，扩充其医院领域的产品线，成为国内为数不多的横跨家用和医用医疗器械的企业。公司经历多次外延并购，逐步形成现有的规模。最早在 2009 年，鱼跃收购苏州医疗用品厂（华佗品牌），获得电子针疗仪、针灸针等 22

项医疗器械注册证和相关产品；2015年，公司6.9亿收购上械集团100%股权，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；2016年及2018年，分两次收购上海中优100%股权，涉足医院消毒感染控制领域；2017年公司收购德国曼吉士公司100%股权，将拥有40多年历史的世界一流的AED品牌收归麾下，并开启产品国产化进程。鱼跃医疗在外延并购方面积累了丰富的经验，并通过其自身的整合能力，吸收并购标的优点，形成了现在鱼跃医疗完善的医院用器械销售平台，成为公司家用和医用市场双轮发展的重要动力。

图 42：鱼跃医疗外延扩张医院用产品线



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

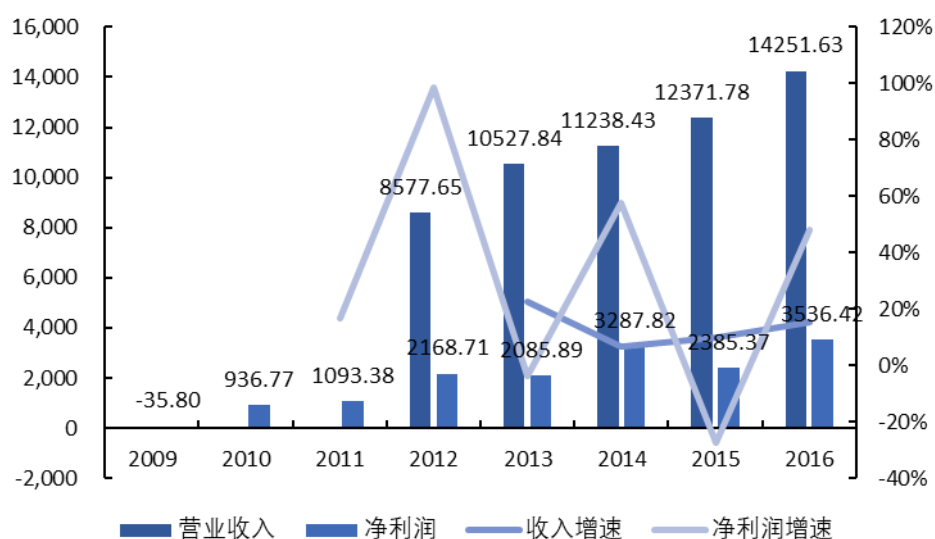
截至目前，公司拥有产品品类达500多种，产品规格近两万个，覆盖家庭医疗器械、医院设备、临床耗材、急救设备、中医器械、手术器械、药用贴膏和高分子敷料、医院消毒与感染控制等各个方面。多品类的产品结构，一方面通过产品组合式销售，营销渠道的协同性拓展，市场推广共同性等多种方式不断提升公司产品的竞争力；另一方面多品类的产品结构，也给公司带来了较强的风险抵抗能力，有效保持公司在医疗器械行业的整体竞争能力。

4.2. 外延并购第一单，10年运作打造华佗品牌国内针灸针第一品牌

4.2.1. 鱼跃医疗为华佗品牌注入新活力，成为公司业绩增长的重要组成

苏州医疗用品厂成立于1980年，原为集体企业，2000年改制，生产针灸器械、可吸收缝合线、采血管等，其“华佗”品牌历史悠久，是中华老字号。2009年，鱼跃以3100万元向30名股东收购100%股权，并增资3000万元。从收购当年，苏州医疗用品厂净利润-35.8万元开始整合，到2010年实现净利润936.77万元，2018年营业收入达到2.14亿元，预计利润超过5000万元。可以看到，苏州医疗用品厂被鱼跃医疗接受之后，依靠鱼跃强大的医疗器械平台销售能力，帮助其进入高速发展期，也为鱼跃医疗增添新的动力。

图 43: 苏州医疗用品厂 2009 年-2016 年营业收入及净利润 (万)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4.2.2. 鱼跃借助苏州医疗用品厂发展华佗品牌不断丰富中医医疗器械产品

“华佗”品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”。同时公司是针灸针 ISO/TC249 国际标准的起草者，这是中医药领域的首个 ISO 标准，也系我国起草的首个医疗器械产品 ISO 国际标准。

鱼跃医疗借助“华佗”品牌优势，在原有的产品基础上，不断丰富产品，形成了覆盖针灸器械类、电子针疗器械类、家用医疗保健器械类、外科手术器械类四大领域的中医医疗器械，并在全球 100 多个国家和地区，建立销售和服务网络。

图 44: 华佗主要产品及服务



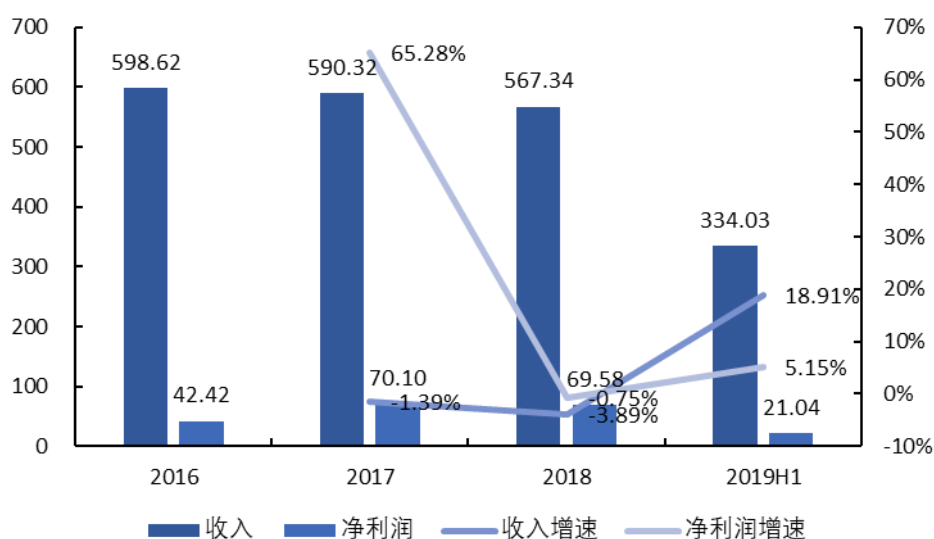
数据来源: 子公司官网, 东吴证券研究所

4.3. 上海医疗器械集团有限公司在整合中逐渐体现价值

4.3.1. 鱼跃入主上海医疗器械集团，经营效率提升显著

上械集团是 1991 年成立的国有独资企业，主要产品为手术器械、卫生材料及敷料、药用膏贴等，是国内规模最大、产品品类最全的医疗器械企业之一。公司的核心产品具有较高的行业地位和市场占有率，拥有“金钟”、“中亚”等知名品牌。上械集团下属上手厂，上卫厂，上海联众，上海泰雷兹，上海阿洛卡等，其中上手和上卫是其的核心资产。

图 45：上械集团 2016 年至今营业收入及净利润情况（百万）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2015 年，鱼跃控股公司鱼跃科技 6.9 亿收购上械集团 100% 股权，随后鱼跃医疗以 7 亿元向控股公司购买股权。收购之初，上械集团 2016 年营业收入 5.98 亿元，净利润为 4242 万元。在鱼跃医疗入主后，率先破除了原有的机制弊端，上械集团的经营效率显著提升，上械营业收入先有所下降后在 2018 年达到 5.7 亿元左右，但净利润还是大幅提升至 6958 万元。

4.3.2. 上械集团整合后进一步完善公司产品线，并逐步体现出新的活力

上械集团的核心产品包括手术器械、卫生材料及敷料、药用膏贴。其中“金钟”系控股子公司上海医疗器械集团核心品牌，主要用于医用手术器械产品。“金钟”品牌具有 80 多年的悠久历史，是“上海市著名商标”，在国内手术器械领域具有较高的知名度和影响力。金钟基础手术器械规格近千种，年销量 700 多万件，并出口至欧美市场；金钟神外器械规格 440 种，年销量近 10 万件。

图 46：金钟品牌医疗器械品类

基础器械	神经外科	眼科	口腔器械	耳科
鼻科	咽喉科	心胸外科	普通/肝胆外科	泌尿/肛肠外科
妇产科/节育器械	骨科器械	骨科耗材/工具	显微器械	整形外科
微创外科	电外科器械	电动工具	离心机	成套器械
补充产品				

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司手术器械为国内行业龙头企业之一，而医用卫生材料、辅料和膏贴等产品与公司在现有渠道上有较大的协同性。随着公司对上械集团整合的完成，公司加大力度在产品营销和品牌建设上，有望为上械集团实现收入增长，从而成为公司发展的又一动力源泉。

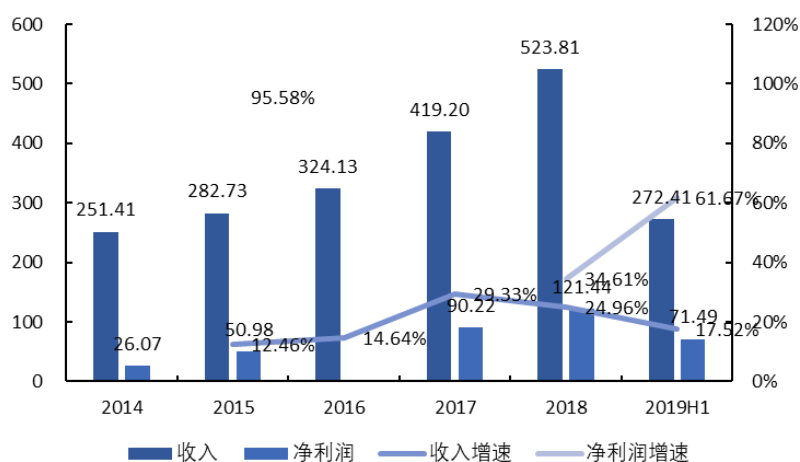
4.4. 并购中优医药，进入医用消毒领域，继续做大医院产品平台

4.4.1. 中优医药并购以来实现营收净利润节节攀升，成为公司的重要增长点

中优医药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，主要从事医用清洁消毒、工业清洗消毒及个人护理类产品的研发、生产和销售，其中核心产品为手部与皮肤消毒产品，其占营业收入比重约 75%。2018 年鱼跃医疗完成中优医药 100% 的股权收购，成为全资子公司。

业绩方面，中优医药 2014 年、2015 年的营业收入分别为 2.51 亿元、2.83 亿元。2016 年被收购后营业收入增长至 3.24 亿元，之后进入高速增长期。截止 2018 年，其营业收入高达 5.24 亿元，净利润 1.21 亿元。

图 47：中优医药 2016 年-2018 年营业收入及净利润（百万）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

4.4.2. 鱼跃医疗收购中优医药，在其基础上打造消毒感控产品线

中优医药主要从事医用清洁消毒、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。中优医药的主要服务对象为国内外不同等级的医院，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。

图 48：中优医药主要产品及服务



数据来源：中优医药官网，东吴证券研究所

目前中优医药研制生产了涵盖人体消毒剂、医疗器械消毒剂、环境物体消毒剂及消毒配套器材等领域 400 多个产品，和原有的手术器械业务线和针灸产品业务线具有较好的协同作用，渠道整合和销售共享已经初步体现效果。

此外，横向上公司充分挖掘中优医药在医院已具知名度的“洁芙柔”、“安尔碘”等品牌，逐步打造家用消毒产品，亦可以和鱼跃医疗家用器械销售渠道进行协同，充分发挥公司平台销售能力的优势。

4.5. 收购 Metrax GmbH 抢先布局除颤市场

在海外并购上，鱼跃医疗显示通过 2016 年在德国设立子公司 Yuwell Germany GmbH 在欧洲开展研发、制造和商务活动，在为国内高管和核心技术人员深入了解和介入欧洲医疗器械生态圈提供了便利条件，与此同时，该子公司管理团队积极收集行业最前沿资讯，寻找海外商务合作和并购机会。

开拓海外市场，鱼跃医疗依然秉持优选好的产品以丰富公司的产品线为发展核心的思路。2017 年，公司完成了对德国 Metrax GmbH 公司 100% 股权收购，将拥有 40 多年历史的世界一流的 AED 品牌（普美康 PRIMEDIC）收归麾下。在整合上，公司由欧洲团队运营 Metrax GmbH，并通过自身在中国医疗器械销售优势开拓普美康中国。我们估计 2018 年 Metrax GmbH 销售收入在 1000 万欧元左右，其中中国区域贡献了 4000 万元人民币左右，可见在鱼跃接手后，中国市场成为其发展最快的地区。

图 49: PRIMEDI 普美康除颤家族的应用范围



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

5. 盈利预测&投资建议

5.1. 家用与医院用医疗器械协同发展，公司进入稳定发展黄金期

鱼跃医疗已经形成了家用医疗器械平台+医用器械和耗材的产品组合，成为国内医疗器械品类最丰富的企业之一。公司在我国医疗器械市场扩容、健康消费升级、需求放量的综合背景下，开启了家用医疗器械、医用医疗器械双擎动力开启持续增长模式。

1) 首先，我国家用医疗器械市场迎来了需求驱动和品牌集中的行业发展黄金期，而鱼跃医疗的产品齐全，涵盖了家用慢病管理医疗设备、家用护理产品和呼吸辅助医疗器械三大领域的数十款产品，并且确立国内家用医疗器械第一品牌的地位和全国线上线下全覆盖的销售渠道，在行业快速发展中迎来国产品牌腾飞的机遇。

2) 其次，在医院端，公司通过外延方式先后获得了针灸针、手术器械、医用卫材、消毒用品、AED 等多个具有特色的医用耗材和器械产品线，并且在逐步的整合完成中体现出效率提高、销售放量的改革功效，各个子公司长期发展价值得到印证。

基于对公司现有家用和医院用医疗器械产品的市场分析、竞争格局分析、以及公司竞争力和渠道销售能力分析，我们认为公司迎来稳定的黄金增长期，预计未来 3 年的收入和利润增速均在 20% 左右的水平。我们预期 2019-2020 年公司的收入为 48.52 亿元、57.13 亿元和 67.61 亿元，同比增长 15.98%、17.76% 和 18.34%；归母净利润为 8.66 亿元、10.46 亿元和 12.67 亿元，同比增 19.0%、20.8% 和 21.1%；对应 EPS 分别为 0.86 元，1.04 元和 1.26 元。

表 4：公司产品线收入拆分和盈利预测

营业收入 (百万元)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
康复理疗	1037.96	1310.20	1533.65	1853.19	2224.63	2682.98
医用供氧	857.17	1043.33	1318.82	1421.42	1601.15	1813.06
医用临床	729.06	1171.35	1027.80	1254.89	1544.38	1899.04
外贸航空			276.78	290.62	305.15	320.41
其他业务	8.40	16.68	26.34	31.61	37.93	45.52
综合收入	2632.59	3541.56	4183.39	4851.72	5713.24	6761.01
同比增速	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
康复护理	9.49%	26.23%	17.05%	20.84%	20.04%	20.60%
医用供氧	14.10%	21.72%	26.40%	7.78%	12.64%	13.24%
医用临床	82.86%	60.67%	10.28%	22.09%	23.07%	22.96%
外贸航空				5.00%	5.00%	5.00%
其他业务	44.83%	0.00%	0.00%	20.00%	20.00%	20.00%
综合增速	25.14%	34.53%	18.12%	15.98%	17.76%	18.34%
毛利率	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
康复护理	33.33%	31.61%	35.64%	37.00%	38.00%	39.00%
医用供氧	48.85%	47.84%	46.43%	46.00%	45.50%	45.00%
医用临床	34.25%	41.50%	47.97%	50.00%	50.50%	51.00%
外贸航空			3.97%	4.50%	4.50%	4.50%
其他业务	50.92%	31.98%	11.87%	10.00%	10.00%	10.00%
综合毛利率	38.69%	39.66%	39.83%	40.88%	41.51%	42.15%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

5.2. 投资建议

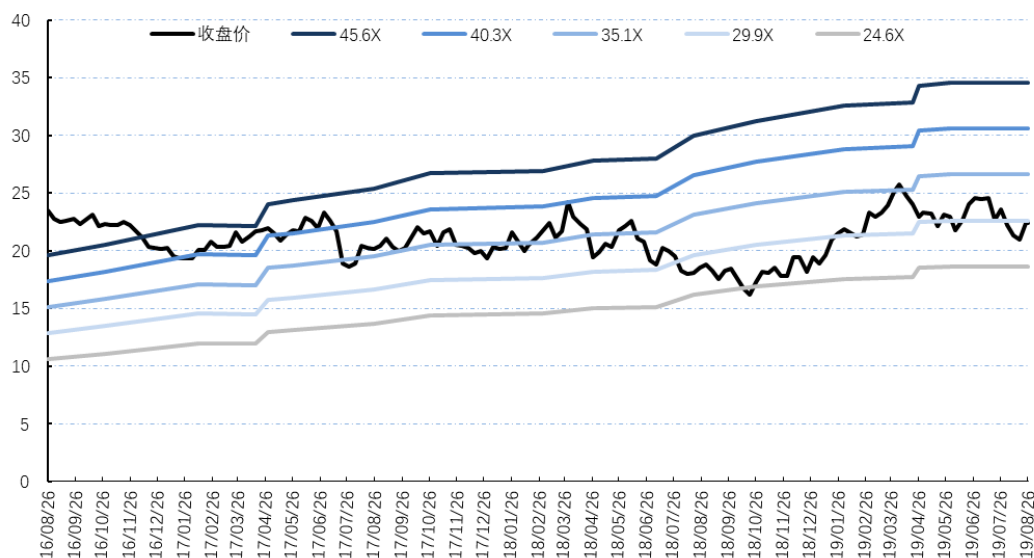
对应我们预测的公司 2019-2020 年的业绩，当前公司 2019-2021 年的估值为对应估值为 26X、22X 和 18X，对应 2019 年和 2020 年的 PEG 为 1.38 和 1.05，整体处于公司过去 3 年的估值底部，因此我们给予公司“买入”评级。

表 5：可比上市公司情况

证券简称	市值 (亿元)	归母净利润			业绩增速		PE		
		2018	2019E	2020E	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
三诺生物	77	3.10	3.50	4.11	12.8%	17.4%	24.9	22.1	18.8
乐普医疗	500	12.19	20.32	29.89	66.8%	47.1%	41.0	24.6	16.7
鱼跃医疗	227	7.27	8.66	10.46	19.0%	20.8%	31.5	26.3	21.7

数据来源：Wind 一致性预测，东吴证券研究所

图 50：鱼跃医疗 3 年 PE-Band 变化情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

6. 风险提示

- 1) 行业政策风险：公司产品所属的医院市场存在招标采购以及价格调整的政策风险，在医保局成立之后对各地区采购方式可能出现变更等政策风险；
- 2) 产品研发注册风险：公司所处的医疗器械行业受到严格的审批监管，公司的新产品有可能面临审批上市风险；
- 3) 并购整合风险：并购发展是公司的重要发展方式，但存在并购之后整合不达预期的风险。

鱼跃医疗三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	3904	4549	5328	6404	营业收入	4183	4852	5713	6761
现金	1661	1725	2276	2599	减:营业成本	2517	2869	3342	3911
应收账款	844	1009	1173	1409	营业税金及附加	40	45	53	62
存货	655	812	897	1103	营业费用	537	591	695	822
其他流动资产	743	1003	981	1293	管理费用	247	440	513	601
非流动资产	3008	3232	3493	3746	财务费用	-30	-30	-37	-47
长期股权投资	155	207	258	310	资产减值损失	14	16	19	22
固定资产	610	786	954	1115	加:投资净收益	36	37	37	37
在建工程	555	472	420	396	其他收益	0	0	0	0
无形资产	601	691	799	860	营业利润	776	958	1166	1428
其他非流动资产	1088	1076	1062	1064	加:营业外净收支	70	53	62	58
资产总计	6911	7780	8821	10150	利润总额	846	1012	1228	1486
流动负债	1135	1258	1367	1537	减:所得税费用	95	118	148	177
短期借款	157	157	157	157	少数股东损益	24	28	34	41
应付账款	516	555	693	767	归属母公司净利润	727	866	1046	1267
其他流动负债	462	546	517	612	EBIT	806	970	1177	1422
非流动负债	232	234	236	237	EBITDA	910	1070	1305	1562
长期借款	0	2	4	5					
其他非流动负债	232	232	232	232	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	1367	1492	1603	1774	每股收益(元)	0.73	0.86	1.04	1.26
少数股东权益	76	105	139	180	每股净资产(元)	5.45	6.17	7.06	8.18
归属母公司股东权益	5468	6183	7079	8196	发行在外股份(百万股)	1002	1002	1002	1002
负债和股东权益	6911	7780	8821	10150	ROIC(%)	12.3%	13.1%	13.9%	14.6%
					ROE(%)	13.5%	14.2%	15.0%	15.6%
					毛利率(%)	39.8%	40.9%	41.5%	42.1%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	17.4%	17.8%	18.3%	18.7%
经营活动现金流	798	467	1014	780	资产负债率(%)	19.8%	19.2%	18.2%	17.5%
投资活动现金流	-1066	-286	-352	-356	收入增长率(%)	18.1%	16.0%	17.8%	18.3%
筹资活动现金流	-147	-118	-111	-101	净利润增长率(%)	22.8%	19.0%	20.8%	21.1%
现金净增加额	-392	63	551	323	P/E	31.27	26.26	21.74	17.95
折旧和摊销	104	100	128	140	P/B	4.16	3.68	3.21	2.77
资本开支	390	172	209	201	EV/EBITDA	23.64	20.07	16.06	13.24
营运资本变动	-11	-459	-120	-584					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>