

鱼跃医疗 (002223) \ 医药生物

——家用器械龙头 长期稳健发展

投资要点:

通过内生+外延促进公司全面系统竞争能力的提升。

公司目前拥有产品品类达550多种,产品规格近两万个,覆盖家庭医疗器械、医院设备、临床耗材与医院消毒与感染控制等各个方面。公司收入从上市初的4亿迅速扩张超40亿,2018年至今公司家用+医用两大框架基本搭建完成,主要任务转变为持续推进资源整合,进一步巩固快速发展基石。

国内医疗器械发展空间广阔,家用器械发展正当时。

根据中国医药物资协会数据,中国医疗器械市场规模由2012年的1700亿元增长至2018年的5304亿元,年复合增长率为20.88%。我们认为在稳定的医疗服务需求增长下,再叠加全球化趋势+政策扶持利好,医疗器械行业有望持续高于药品增速稳定发展。根据wind数据,2017年国内家用医疗器械市场规模为480亿元,2010-2017年复合增长率为18.22%。2016年我国医院医疗器械市场规模为2690亿元,2013-2016年复合增长率为17.23%。

核心产品继续龙头优势,新产品迅速放量。

家用康复系列,血糖类产品目前是公司增长最快的品类,家用端逐渐替代进口产品。电子血压计方面,公司是国内第一品牌,收入保持快速增长态势。而医用供氧和呼吸方面,医用制氧机是公司的传统优势产品,市场占有率远超竞争对手。而呼吸机迅速放量,发展空间值得期待。最后医用临床板块,上械集团持续恢复性增长,而中优医药业绩继续快速增长,最后业绩承诺年2019年也将顺利达成。

维持“推荐”评级。

我们预计公司2019-2021年EPS分别为0.85元、1.01元和1.19元,考虑到公司处于清库存整理销售渠道阶段,使得短期业绩增速承压,给予30倍估值,合理价位在25.5元,维持“推荐”评级。

风险提示:

产品价格招标进一步下降;市场推广弱于预期;费用增长过快等。

财务数据和估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,541.56	4,183.39	4,804.06	5,723.37	6,717.10
增长率(%)	34.14%	18.12%	14.84%	19.14%	17.36%
EBITDA(百万元)	766.16	910.01	1,130.48	1,338.50	1,585.24
净利润(百万元)	592.03	727.15	847.51	1,013.85	1,196.57
增长率(%)	18.45%	22.82%	16.55%	19.63%	18.02%
EPS(元/股)	0.59	0.73	0.85	1.01	1.19
市盈率(P/E)	34.93	28.23	24.38	20.38	17.27
市净率(P/B)	3.94	3.78	3.36	2.97	2.61
EV/EBITDA	25.90	22.22	17.93	15.14	12.91

数据来源:公司公告,国联证券研究所

投资建议: **推荐**
 上次建议: **推荐**
 当前价格: 20.61元
 目标价格: 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	1,002/867
流通A股市值(百万元)	17,866
每股净资产(元)	6.05
资产负债率(%)	18.04
一年内最高/最低(元)	26.86/15.53

一年内股价相对走势



周静 分析师

执业证书编号: S0590516030001

电话: 025-84578368

邮箱: zhoujing@glsc.com.cn

相关报告

- 《鱼跃医疗 (002223) \ 医药生物行业》
《业绩略低预期 家用板块持续增长》
- 《鱼跃医疗 (002223) \ 医药生物行业》
《业绩稳健增长 看好长期发展》
- 《鱼跃医疗 (002223) \ 医药生物行业》
《电商持续发力 业绩稳定增长》

正文目录

1.	鱼跃医疗：家用+医用双引擎发展	4
1.1.	内生+外延持续丰富产品线	4
1.2.	公司业绩持续稳定增长	4
2.	我国医疗器械市场空间广阔	5
2.1.	国内医疗器械市场规模稳定增长	5
2.2.	家用医疗器械发展正当时	6
2.3.	医用器械进口替代，国内强者奋勇争先	7
3.	康复护理核心产品稳定增长，线上平台快速增长	8
3.1.	新老产品齐发力，康复护理收入持续增长	8
3.2.	多个产品类别占据国内龙头优势	9
3.3.	新产品持续放量增长	10
4.	医用供氧持续稳定，呼吸机值得期待	13
4.1.	家用制氧机占据龙头优势，增速稳定	13
4.2.	呼吸机迅速放量，发展空间值得期待	14
4.3.	电商渠道持续发力	15
5.	并购进入医院临床器械，持续整合资源	15
5.1.	上械集团持续整合中，业绩有望提速	15
5.2.	并购中优医药成为公司主要业绩增长点	17
6.	盈利预测	19
6.1.	营业收入预测	19
6.2.	估值和投资建议	20
7.	风险提示	20
7.1.	产品价格招标进一步下降	21
7.2.	市场推广弱于预期	21
7.3.	费用增长过快	21

图表目录

图表 1:	公司 3 年来内生+外延发展变化情况	4
图表 2:	公司历年收入情况变化对比图	5
图表 3:	公司历年归母净利润变化对比图	5
图表 4:	国内医疗器械市场规模变化	6
图表 5:	国内家用医疗器械市场规模变化	6
图表 6:	国内零售医疗器械市场规模变化	7
图表 7:	我国 65 岁以上人口增长情况 (万人)	7
图表 8:	我国医用器械市场规模变化情况 (亿元)	8
图表 9:	公司家用医疗板块收入变化情况	9
图表 10:	公司家用医疗板块毛利率变化情况 (%)	9
图表 11:	公司家用医疗主要产品品牌排行榜情况 (2018 年)	10
图表 12:	我国糖尿病患者人数 (百万人) 变化情况	10
图表 13:	2016 年我国血糖监测系统竞争格局	11
图表 14:	公司血糖类产品销售收入变化情况	11
图表 15:	我国高血压患者人数变化情况 (万人)	12
图表 16:	国内高血压患病率 (%) 变化情况	12
图表 17:	各国电子血压计普及率 (%) 对比	12
图表 18:	公司电子血压计销售收入变化情况	13

图表 19: 公司医用制氧机收入变化情况 (亿元)	13
图表 20: 国内呼吸机整体市场规模变化 (亿元)	14
图表 21: 2018 年淘宝/天猫呼吸机各品牌排行榜 (%)	15
图表 22: 公司近年来呼吸机收入规模变化 (亿元)	15
图表 23: 2018 年淘宝/天猫各品牌销售排行榜 (%)	15
图表 24: 公司近年来电商业务收入规模变化 (亿元)	15
图表 25: 上械集团主要产品列示.....	16
图表 26: 全球外科手术器械市场规模变化情况 (亿美元)	17
图表 27: 上械集团近年来经营业绩变化情况	17
图表 28: 中优医药主要品牌产品列示	18
图表 29: 中优医药近年来经营业绩变化情况	18
图表 30: 公司营业收入分类别预测情况.....	19
图表 31: 可比公司估值情况 (截止到 2019.11.15 日)	20
图表 32: 公司历史 PE/PB-Band 变化情况.....	20
图表 33: 财务预测摘要.....	22

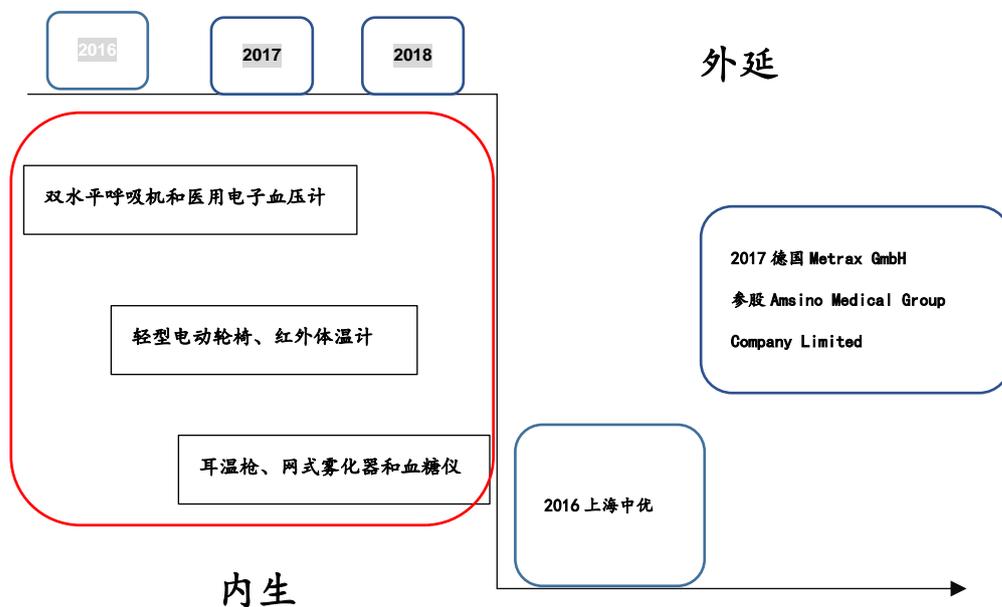
鱼跃医疗作为家用医疗器械龙头，凭借品牌和销售优势，在医疗器械领域一直名列前茅。2016年我们第一篇深度报告以来也是一直跟踪推荐，经过3年多的发展，公司产品线和竞争力得到了较好的提高，在仿制药大范围降价背景下，医疗器械广阔的发展空间和目前国内企业的发展状态使得投资价值凸显，因此这个时点上我们再次重点推荐鱼跃医疗。

1. 鱼跃医疗：家用+医用双引擎发展

1.1. 内生+外延持续丰富产品线

多年来通过不断优化和扩充产品结构以及持续推进资源的兼并整合，促进公司全面系统竞争能力的提升。公司目前拥有产品品类达550多种，产品规格近两万个，覆盖家庭医疗器械、医院设备、临床耗材与医院消毒与感染控制等各个方面。品牌方面拥有“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，其中“华佗”品牌主要用于针灸针等中医器械，是针灸针ISO/TC249国际标准的起草者；“金钟”品牌，主要用于医用手术器械产品，在国内手术器械领域具有较高的知名度和影响力。“安尔碘”、“洁芙柔”所属控股子公司上海中优，已成为国内医院感染和控制领域的第一品牌。

图表 1：公司 3 年来内生+外延发展变化情况



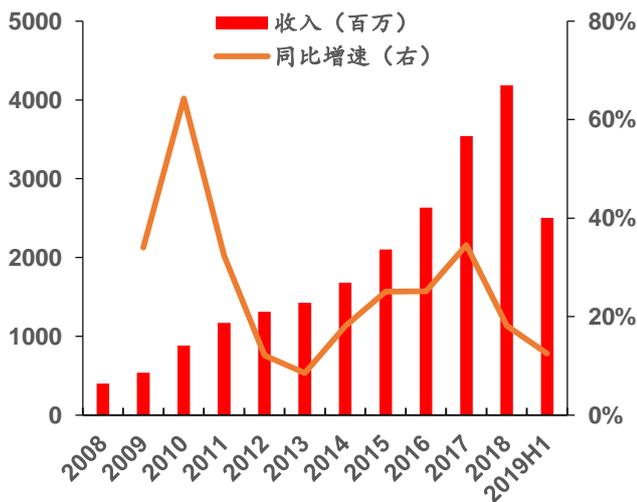
来源：公司公告，国联证券研究所

1.2. 公司业绩持续稳定增长

公司收入从上市初的4亿迅速扩张超40亿，目前进入稳定增长期。2008-2011年公司迎来第一个快速发展期，主要与公司加大研发和营销网络使得渠道优势凸显有关，

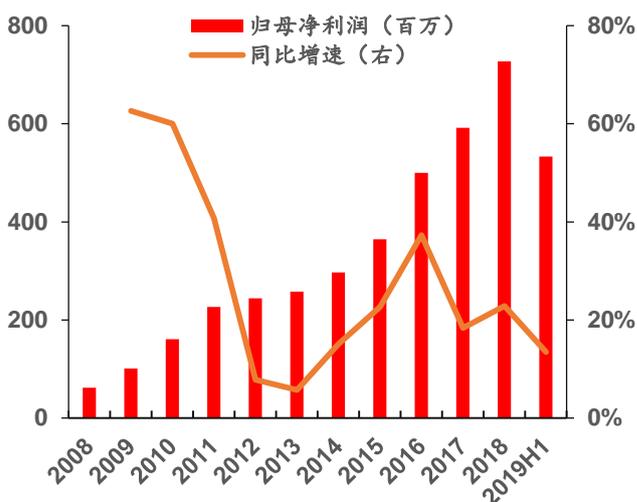
也是企业在规模较小的成功之路。2012-2014年是平稳巩固发展期，面临医疗器械单品种空间小的瓶颈，公司在2015年之后开始外延扩张之路，使得公司规模再一次放大。2018年至今公司家用+医用两大框架基本搭建完成，主要任务转变为持续推进资源整合，进一步巩固快速发展基石，力争协同优势得以充分发挥，因此我们认为公司目前进入稳定发展期，主要花大力气在内功扎实上以待未来更好更快腾飞。

图表 2：公司历年收入情况变化对比图



来源：Wind，国联证券研究所

图表 3：公司历年归母净利润变化对比图



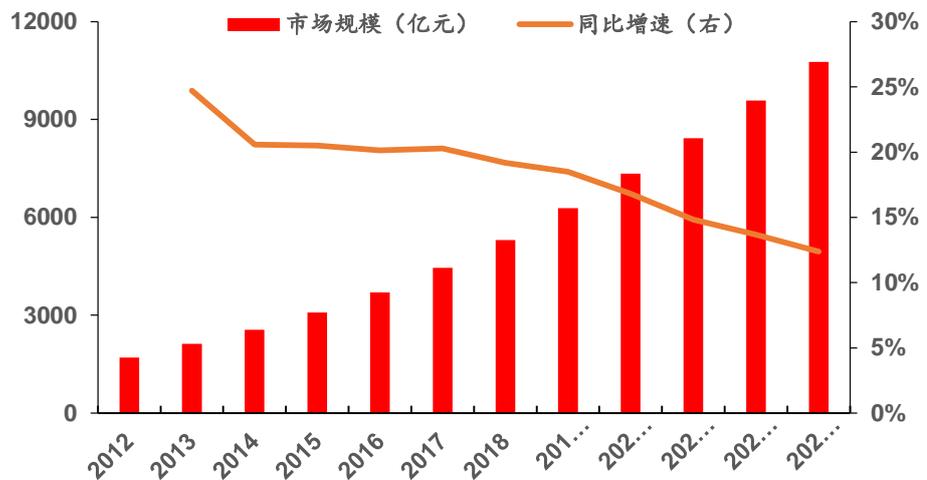
来源：Wind，国联证券研究所

2. 我国医疗器械市场空间广阔

2.1. 国内医疗器械市场规模稳定增长

根据中国医药物资协会数据，中国医疗器械市场规模由2012年的1700亿元增长至2018年的5304亿元，年复增长率为20.88%。另外根据IMS数据，2015年我国医疗市场规模成为仅次于美国的全球第二大医疗器械市场。前瞻产业研究院发布的《中国医疗器械行业市场需求预测与投资战略规划分析报告》，预计未来五年(2019-2023)年均复合增长率约为14.41%，并预测在2023年我国医疗器械市场规模将突破万亿元，达到10767亿元。我们认为在稳定的医疗服务需求增长下，再叠加全球化趋势+政策扶持利好，医疗器械行业有望持续高于药品增速稳定发展。

图表 4：国内医疗器械市场规模变化

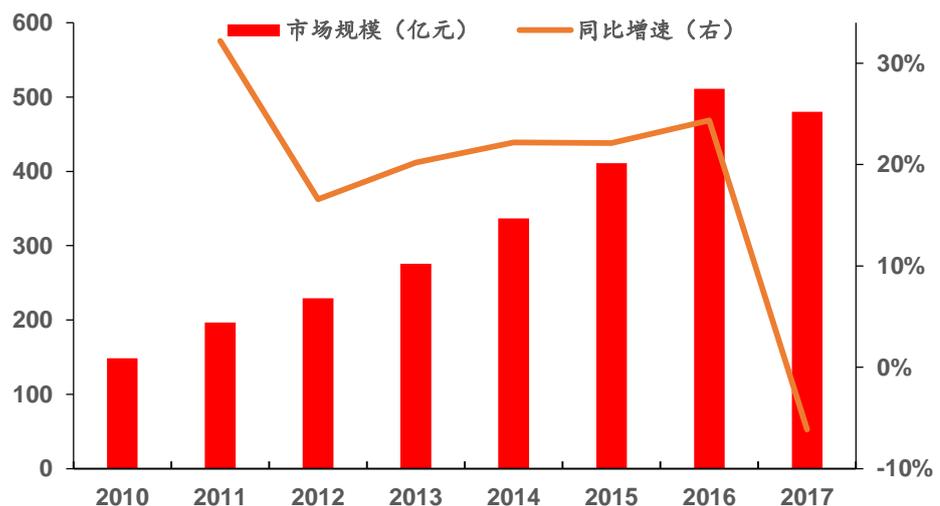


来源：中国医药物资协会，前瞻产业研究院，国联证券研究所

2.2. 家用医疗器械发展正当时

家用医疗器械，它区别于医院使用的医疗器械，操作简单、体积小、携带方便是其主要特征，如体温计和听诊器、血压计等。根据wind数据，2017年国内家用医疗器械市场规模为480亿元，相较于2016年出现了下滑，我们认为这主要是样本取值有关，2010-2017年复增长率为18.22%。

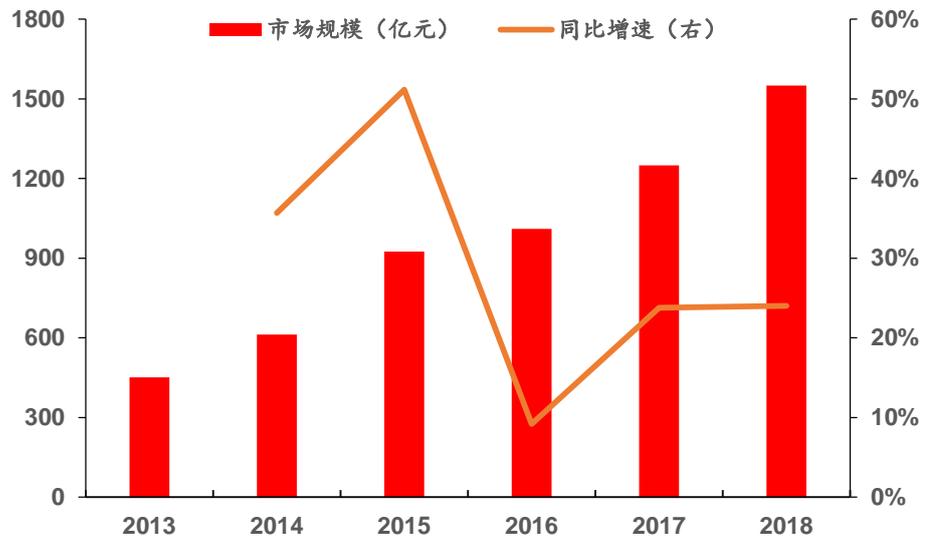
图表 5：国内家用医疗器械市场规模变化



来源：Wind，国联证券研究所

广义上来说，我们把医疗器械除医院渠道销售外的均可算为家用医疗，即等同于零售渠道。根据《中国医疗器械行业发展蓝皮书》中数据，2018年零售市场规模约为1550亿元，同比增长24%，2013-2018年复增长率为28.01%。

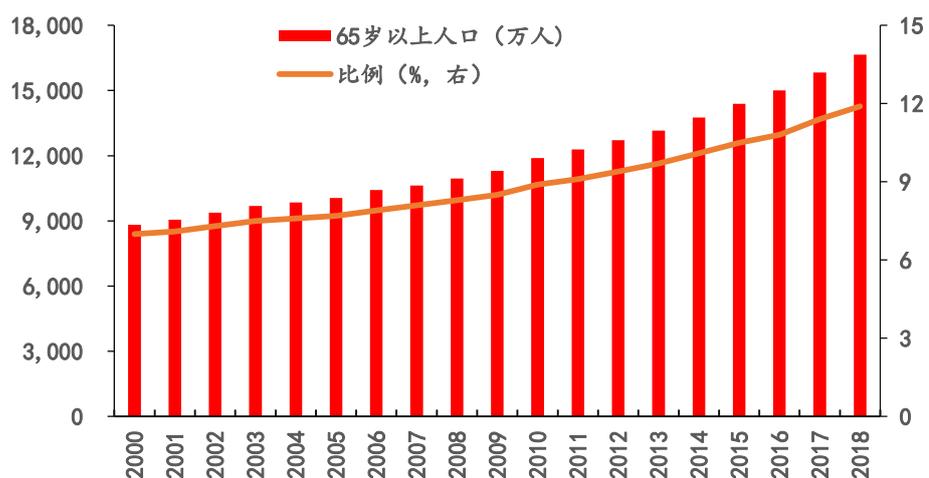
图表 6: 国内零售医疗器械市场规模变化



来源:《中国医疗器械行业发展蓝皮书》, 国联证券研究所

我国家用医疗器械增长快速, 发展正当时。我们认为随着经济水平的提高和对健康问题越来越重视, 卫生健康支出将会持续稳定增长。而我国目前正处于老龄化进程, 根据wind数据, 2018年65岁以上人口已经达到1.67亿人, 占比11.90%, 延续提高态势。另有数据表明70%以上的求诊者是因为一些慢性病而就诊, 预防医学将成为趋势, 各种传统的大型医疗器械将家用化, 所有这些都为家用医疗器械提供动力, 对标国内外数据和占比, 家用医疗器械有望持续快速增长势头。

图表 7: 我国 65 岁以上人口增长情况 (万人)



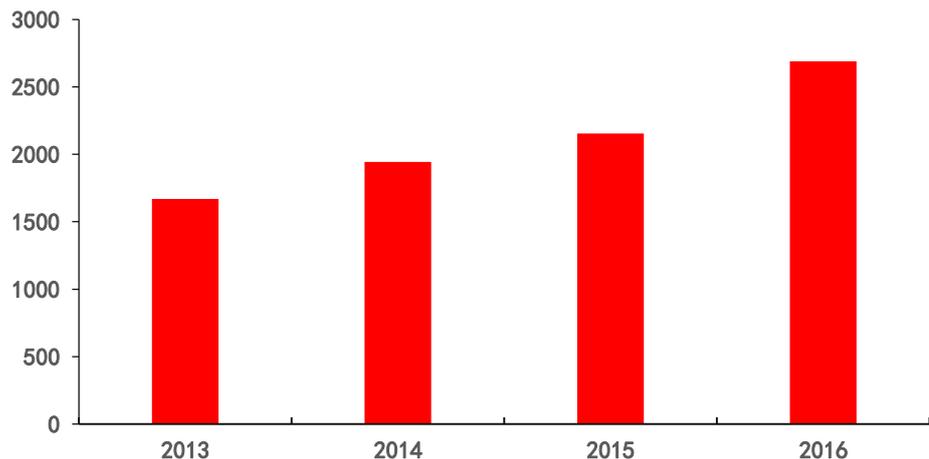
来源: Wind, 国联证券研究所

2.3. 医用器械进口替代, 国内强者奋勇争先

根据wind数据, 2016年我国医院医疗器械市场规模为2690亿元, 2013-2016年

复增长率为**17.23%**。考虑到医院降价的压力和目前进口设备的高价，我们认为医用器械会慢于医疗器械行业增速，不过由于空间巨大和目前发展阶段，增速仍有望保持在**15%**左右。不过由于国内政策的扶持，进口替代趋势已经形成，在价格的压力下，质量能够对标外企的产品将会迎来快速抢占市场的时机，因此优质国企有望通过性价比高的优势，持续提升市场份额，超过平均行业增速水平发展。

图表 8：我国医用器械市场规模变化情况（亿元）



来源：Wind，国联证券研究所

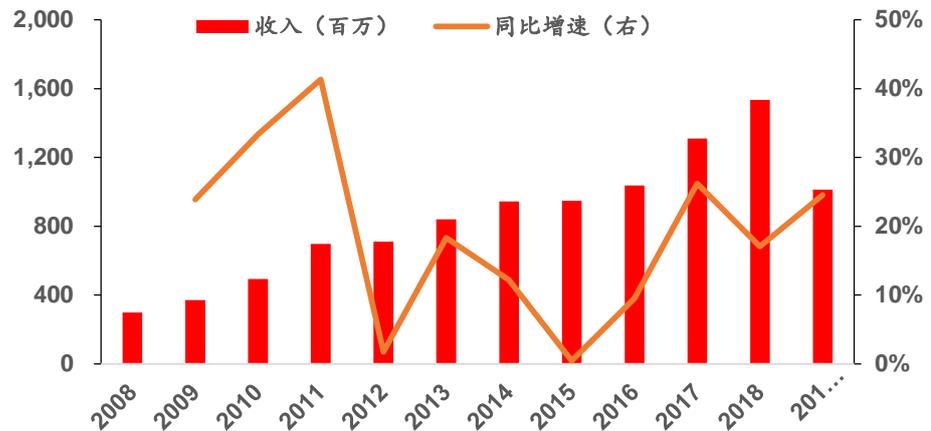
3. 康复护理核心产品稳定增长，线上平台快速增长

在家用健康领域，鱼跃是医用级家庭医疗器械专家，聚焦于心血管系统、呼吸系统、内分泌系统的慢病管理和家庭护理，每个产品都见证并引领行业发展，深得家庭医生和消费者信赖。主要产品包括电子血压计、血糖仪及试纸、轮椅以及AED产品等，整体产品线十分丰富。

3.1. 新老产品齐发力，康复护理收入持续增长

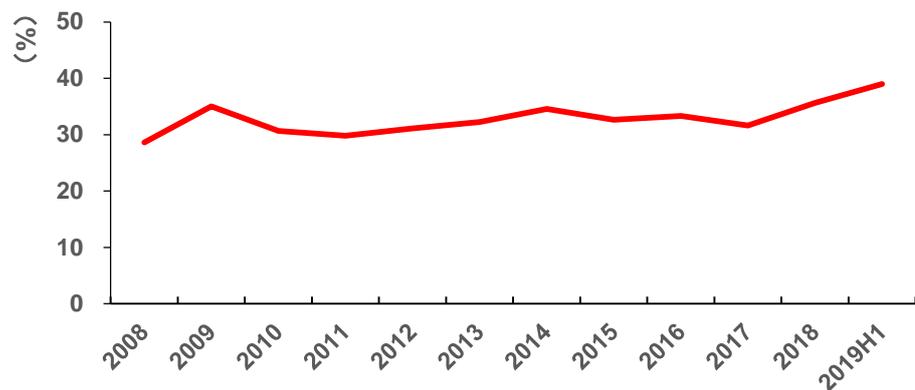
根据公司年报，**2018年康复护理收入15.34亿元，同比增长17.05%，2008-2018年年复增长率为17.76%**。从历年收入增速来看，与公司发展阶段走势一致，体现了器械公司需要不断补充产品线，升级换代的必要性。另外从毛利率角度来看，2018年家用毛利率为**35.64%**，近年来保持提高态势，我们认为这与产品规模持续扩大和更新换代使得高毛利产品占比提高有关。另外**2019年H1收入10.12亿元，同比增长24.53%，毛利率为39.02%**，继续进一步提高。

图表 9：公司家用医疗板块收入变化情况



来源：公司公告，国联证券研究所

图表 10：公司家用医疗板块毛利率变化情况 (%)



来源：公司公告，国联证券研究所

3.2. 多个产品类别占据国内龙头优势

公司的超轻微氧气阀、血压计和听诊器、轮椅等多个产品的市场占有率达到国内第一。目前在康复护理产品线中，收入规模最大的产品是电子血压计，2019年预计可以达到5亿元，截止到三季度公司第一次线下销量超过欧姆龙，之前线上销量早已超过欧姆龙，体现了公司产品的竞争力。另外收入规模较大的则是血糖仪与试纸系列，解决了稳定性问题后，近年来销量迅速提高，2019年全年预计接近2亿元收入。再加上传统的血压计和轮椅以及体温计等这些产品也是公司家用系列核心产品，可以说这些核心产品收入占总体的70%以上，考虑到龙头优势和整体家用器械的自然增长，我们认为康复护理分项整体有望保持15%以上增速。

图表 11: 公司家用医疗主要产品品牌排行榜情况 (2018 年)

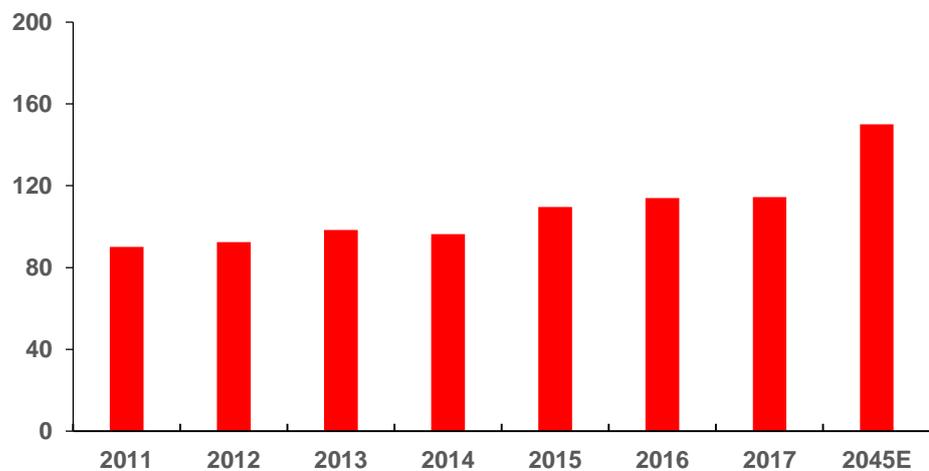
家用制氧机		血压计		轮椅		血糖仪	
1	鱼跃医疗	1	欧姆龙	1	互邦	1	罗氏
2	海龟	2	鱼跃医疗	2	鱼跃医疗	2	强生
3	新松医疗	3	松下电器	3	凯洋	3	三诺
4	飞利浦	4	九安医疗	4	三贵	4	欧姆龙
5	英维康	5	迈克大夫	5	佛山	5	雅培
6	大金	6	脉博士	6	英维康	6	拜安康
7	亚适	7	爱安德	7	奥托博克	7	怡成
8	爱尔泰	8	西铁城	8	卫美恒	8	艾科
9	巨贸	9	乐心	9	日进	9	鱼跃
10	迈卓	10	iHealth	10	泰康	10	爱科来

来源: 公开信息整理, 国联证券研究所

3.3. 新产品持续放量增长

血糖类产品目前是公司增长最快的品类, 家用端逐渐替代进口产品。根据《中国慢性病防治中长期规划 (2017—2025 年)》要求, 到2025年我国糖尿病患者管理人数要求达到4000万人, 国内血糖仪计的需求将达到4000万台左右。假设1台血糖仪使用5年, 每台150元, 则市场规模在12亿。而血糖仪试纸方面, 根据《中国 2 型糖尿病预防指南 (2017 年版)》的建议, 口服降糖药者应每周监测 2-4 次, 目前年使用量在 100 条/年。未来国内患者监测意识会逐步增强, 未来以平均 3 次/周计算, 每年使用量约 150 张试纸。假设每条试纸1.5元/条, 则市场规模在90亿元。因此整体血糖类产品市场空间将超过100亿。

图表 12: 我国糖尿病患者人数 (百万人) 变化情况

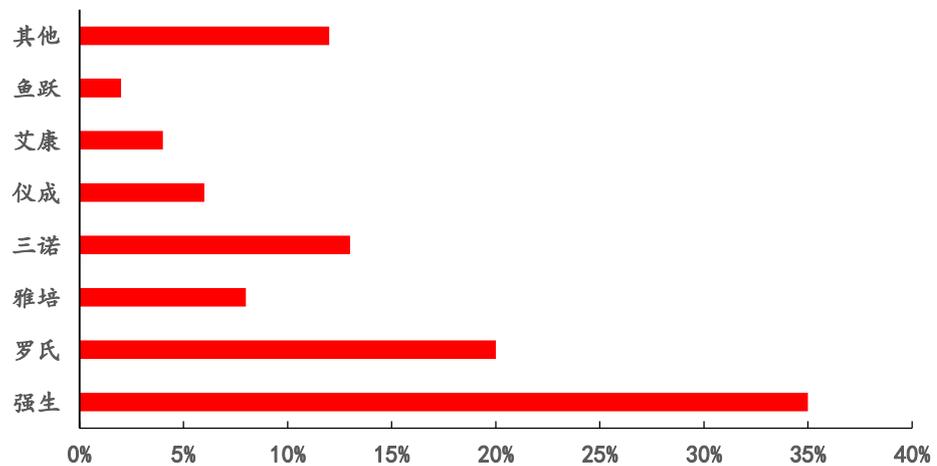


来源: 中国产业信息网, 智研咨询, 国联证券研究所

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。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。国内企业凭借较高的性价比近年来主攻零售市场，份额处于持续提升中。

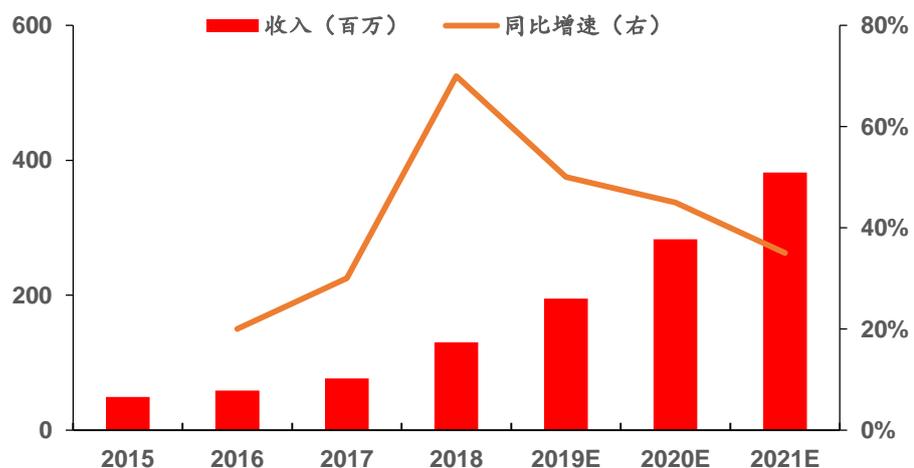
图表 13: 2016 年我国血糖监测系统竞争格局



来源：中国产业信息网，智研咨询，国联证券研究所

鱼跃医疗的血糖仪于 2012 年获得批文，2015 年产品的稳定性问题得到彻底解决，血糖业务 2019 年预计实现收入 2 亿左右，同比增长接近 50%。我们认为一方面公司产品凭借销售渠道优势在零售端继续国产替代，提升份额，另一方面新的脱氢酶技术产品已经上市并开始在医院销售，医院端也有望上量，整体血糖类产品继续快速增长，成为公司的又一重磅产品。

图表 14: 公司血糖类产品销售收入变化情况

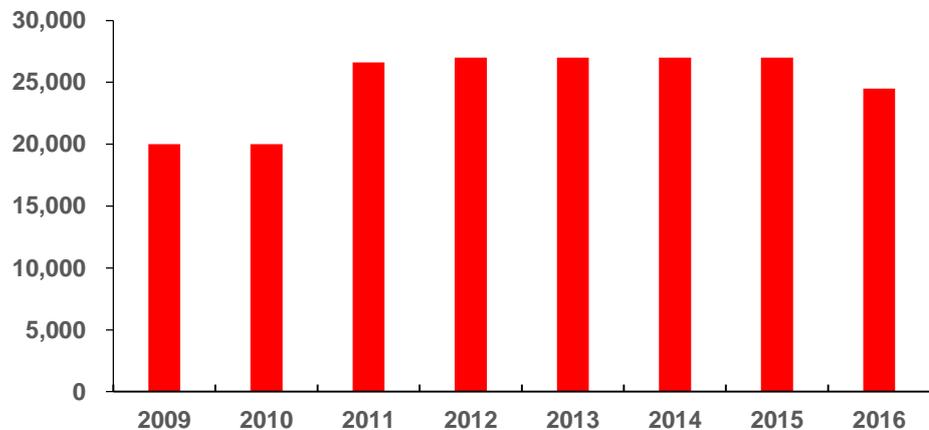


来源：公司调研信息，国联证券研究所

公司是国内电子血压计第一品牌，收入保持快速增长。根据 wind 数据，我国 2016 年高血压患者人数为 2.45 亿人，考虑到 21% 的患病率和目前仅 5% 的电子血压计渗透

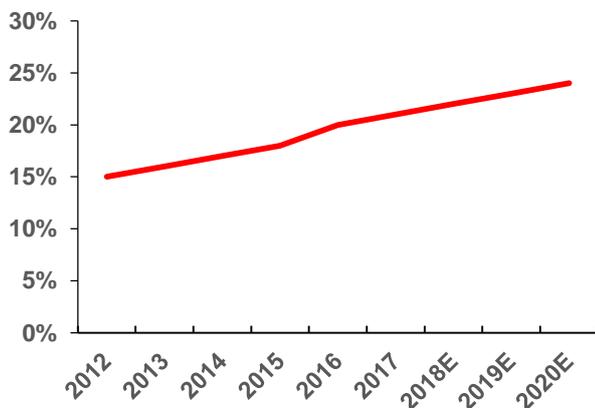
率，国内电子血压计市场空间广阔。

图表 15：我国高血压患者人数变化情况（万人）



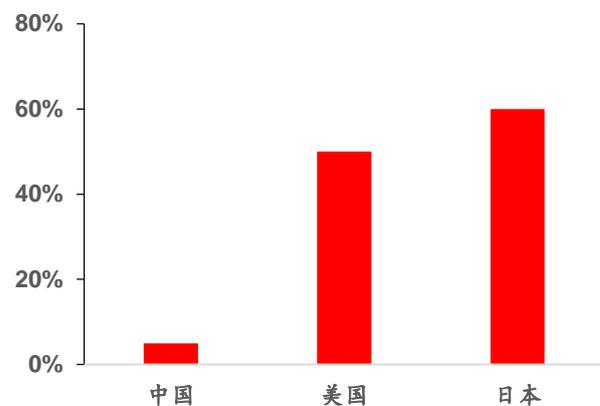
来源：Wind，国联证券研究所

图表 16：国内高血压患病率（%）变化情况



来源：《2019年中国电子血压计行业分析报告》，国联证券研究所

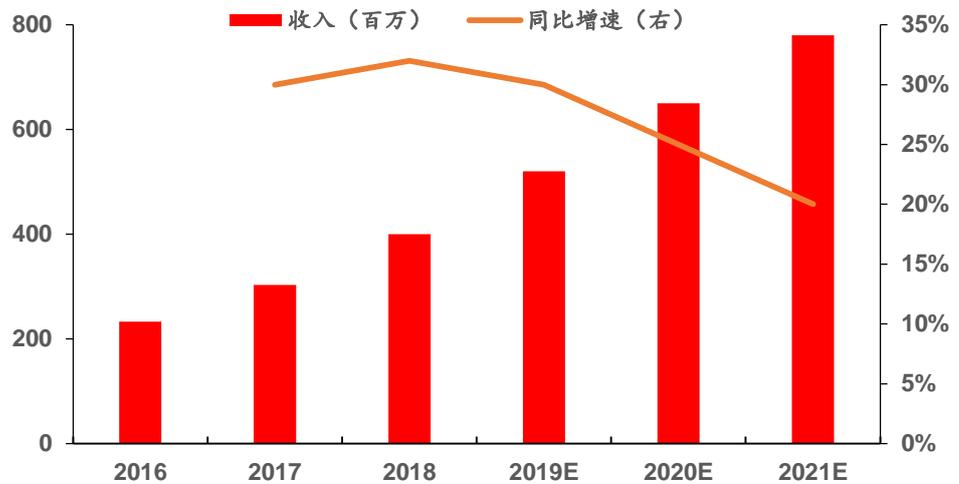
图表 17：各国电子血压计普及率（%）对比



来源：《2019年中国电子血压计行业分析报告》，国联证券研究所

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，市场定位在400元以上；而国内一些企业定位200元以下低端市场竞争；而鱼跃电子血压计则主要在200~400元区间产品形成优势和主导，既形成差异化竞争，又避免了价格恶劣竞争。经过多年的销售推广，鱼跃电子血压计以每年30%的增长快速抢占市场份额，收入规模不断扩大，2018年超过4亿元，预计2019年收入将超过5亿元，今年销量第一次超过欧姆龙，位于第一，不过由于定价的区别，目前销售额排名国内企业第一。

图表 18: 公司电子血压计销售收入变化情况



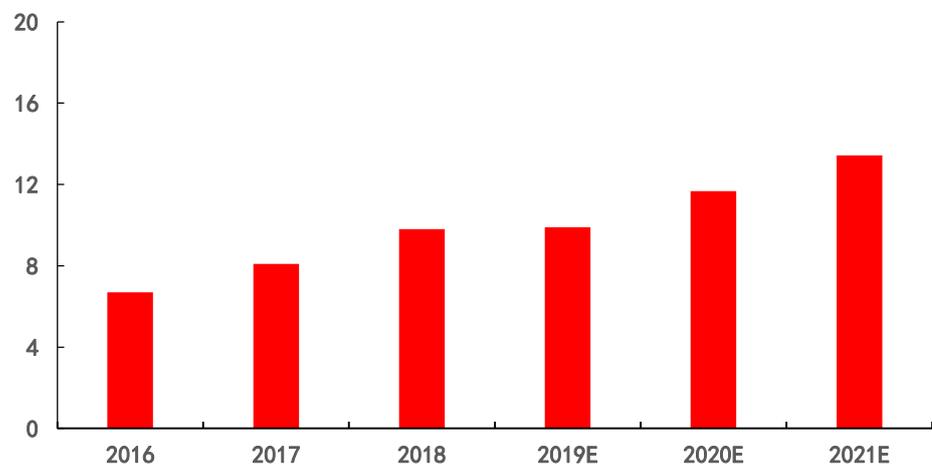
来源: 调研信息整理, 国联证券研究所

4. 医用供氧持续稳定, 呼吸机值得期待

4.1. 家用制氧机占据龙头优势, 增速稳定

家用制氧机是公司的传统优势产品, 市场占有率远超竞争对手。公司家用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。多年来, 公司家用制氧机持续稳定增长, 我们预计2018年该项收入已经超过9亿元, 增速超过20%, 不过2019年由于公司在主抓渠道库存清理, 因此前三季度收入出现下滑, 我们认为四季度有望恢复, 预计2019年全年与去年持平, 2020年之后仍有望维持15%-20%增速水平。

图表 19: 公司医用制氧机收入变化情况 (亿元)

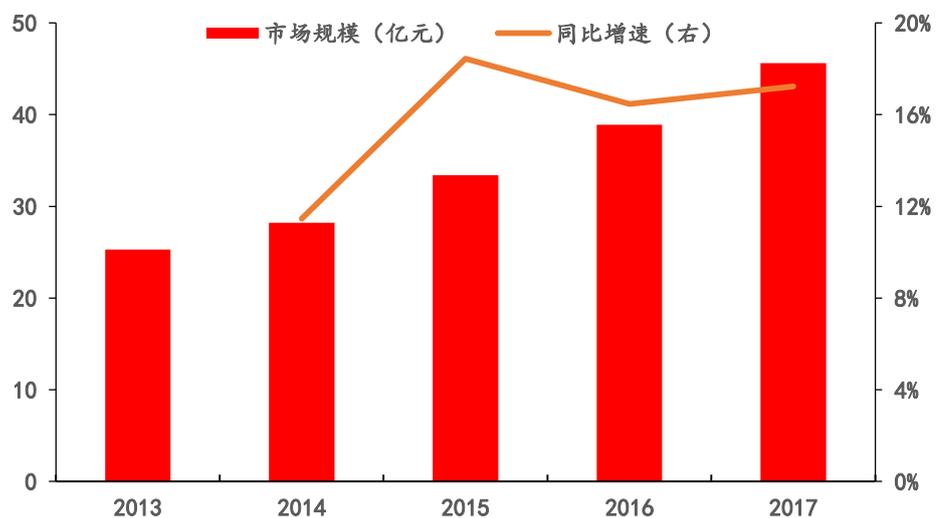


来源: 调研信息整理, 国联证券研究所

4.2. 呼吸机迅速放量，发展空间值得期待

2015年公司的单水平睡眠呼吸机在苏州亮相，成为呼吸机系列的起点。呼吸机是一种在血液中氧含量较低的情况下帮助患者呼吸的设备。它可以帮助患者恢复正常呼吸。公司的第一个产品单水平呼吸机属于睡眠呼吸机，而睡眠呼吸暂停综合症是一组有潜在危险的睡眠呼吸障碍疾病，易并发心律失常、高血压、甚至呼吸衰竭或猝死。之后2017年鱼跃双水平呼吸机新品Breathewell呼吸康复管理平台在沪首发，2018年鱼跃BreathCare II 无创呼吸机系列及中央监护系统发布会在古城苏州华丽亮相。可以说公司呼吸机系列产品线不断补充，产品始终保持与时俱进。而根据千讯咨询发布的《中国无创呼吸机市场前景调查分析报告》数据，2017年我国呼吸机整体行业市场规模为45.6亿，同比增长17.22%；相较于2013年的25.3亿，年复增长率为15.87%。

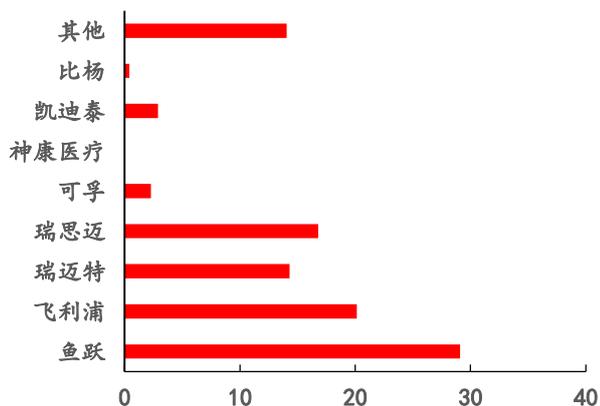
图表 20：国内呼吸机整体市场规模变化（亿元）



来源：千讯咨询，国联证券研究所

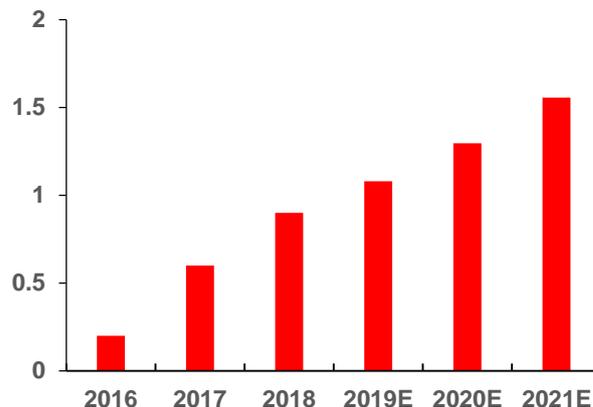
公司产品性价比高，线上渠道市场份额占据第一位，近几年持续放量。公司家用呼吸机在品质和使用便携性上已经和进口产品相当，市场价格从 2000-8000 多，低高端全覆盖，相较国内企业质量占优，与国外企业则是价格占优。因此近年来销量和收入增长较快，尤其是线上渠道，根据淘数据，2018 年鱼跃呼吸机在淘宝/天猫平台取得了 1.09 亿的营业额，市场份额为 29.11%，占据第一位。我们预计公司呼吸机 2018 年整体收入接近 1 亿元，未来三年仍处于快速增长期。

图表 21:2018 年淘宝/天猫呼吸机各品牌排行榜(%)



来源：淘数据，国联证券研究所

图表 22: 公司近年来呼吸机收入规模变化 (亿元)

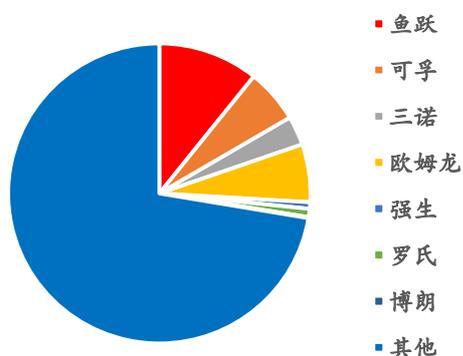


来源：调研信息整理，国联证券研究所

4.3. 电商渠道持续发力

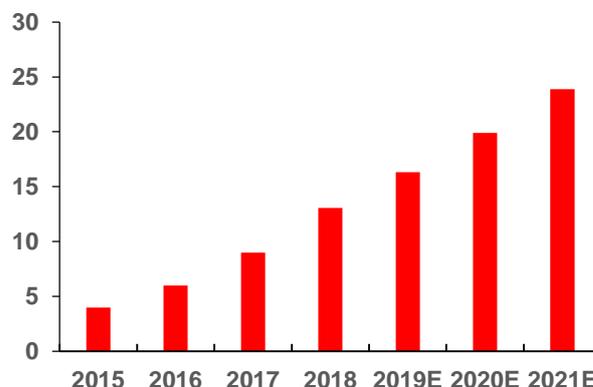
公司电商业务规模已经超过线下，持续多年快速增长。公司早在 2013 年开始成立电子商务部，在天猫、京东等主要电商平台设立旗舰店，由公司总经理吴群负责。电商产品线包括公司整体家用器械系列，即康复护理和医用供氧，根据淘宝/天猫的销售数据，2018 年淘宝/天猫医疗器械总计销售额为 99.75 亿元（以销售价格计算），其中鱼跃医疗产品销售 10.72 亿元，市占率达到 10.75%，成为 2018 年淘宝/天猫线上销售额第一的医疗器械品牌。我们认为随着天猫旗舰店收归自营，考虑到整体电商的发展空间，公司电商业务有望持续快速增长。

图表 23: 2018 年淘宝/天猫各品牌销售排行榜 (%)



来源：淘数据，国联证券研究所

图表 24: 公司近年来电商业务收入规模变化 (亿元)



来源：调研信息整理，国联证券研究所

5. 并购进入医院临床器械，持续整合资源

5.1. 上械集团持续整合中，业绩有望提速

2015 年公司 6.9 亿收购上械集团 100% 股权，经过 3 年多上械集团管理层调整完毕，部分生产线也更新完成，整合磨合期也顺利度过，我们认为未来几年上械集团业绩有望提速。上海手术器械厂是上械集团最为核心的资产，上械集团手术器械厂是目前国内最大的手术器械专业制造厂，主要产品是开放式手术器械并有部分微创手术器械，“金钟”产品的品种达 6000 余种，几乎覆盖所有的临床科目。

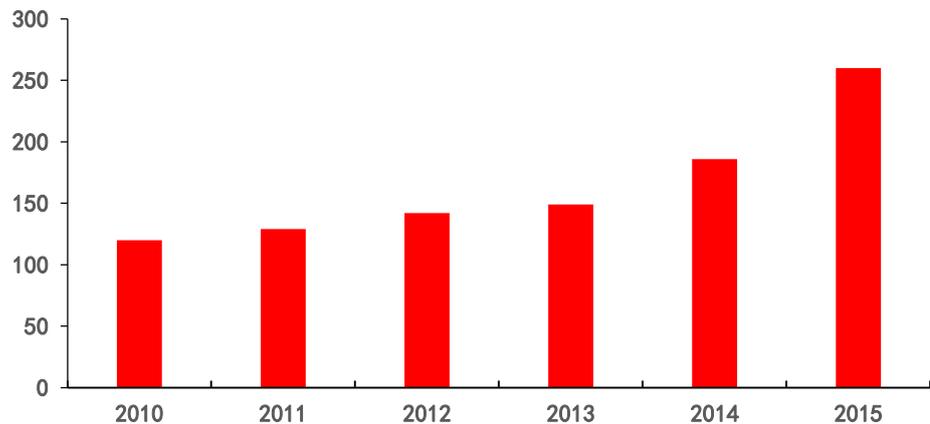
图表 25：上械集团主要产品列示

产品类别	产品图示
基础器械	
妇产科	
骨科	
微创	
口腔器械	

来源：上械集团网站，国联证券研究所

据 2016 全球医疗器械报告，全球外科手术器械市场 2015 年销售额已达 260 亿美元，2010-2015 年复增长为 16.72%。发达国家在外科手术器械市场上一直占据着领先地位，其中美国独占鳌头，其销售额约占 60%；欧洲约占 25%；而包括中国、印度、俄罗斯、巴西和南非共和国等在内的新兴工业国合计占 10%。近年来，我国外科手术器械产品质量得到了全面的提高，已由中档向中高档发展，不过高端手术器械还是主要依赖与进口。我们认为随着国内企业技术的不断提高，对比中国和发达市场份额，外科手术器械空间广阔，有望持续增长。

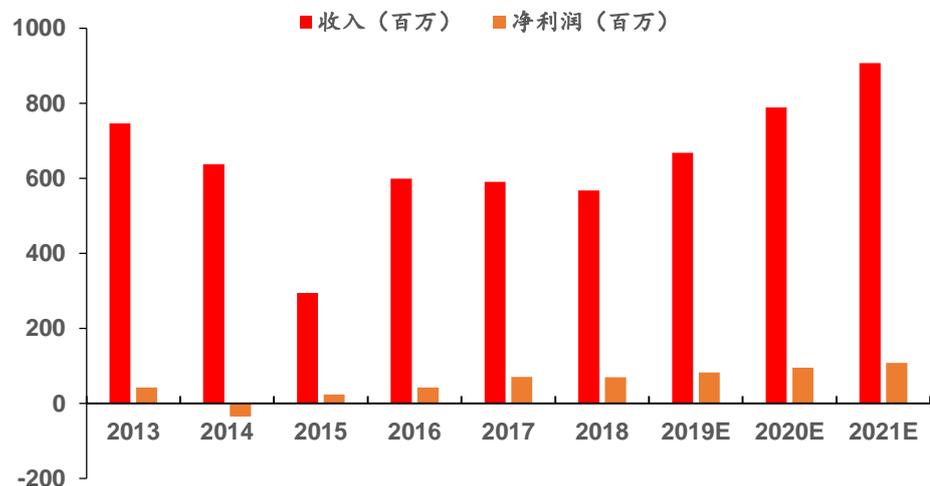
图表 26: 全球外科手术器械市场规模变化情况 (亿美元)



来源:《2016 全球医疗器械报告》, 国联证券研究所

整合期上械集团业绩波动, 未来有望稳定增长。2015 年收购上械集团后, 经营情况不太理想, 管理层变动和上卫未通过检查以及原材料上涨等因素, 业绩有波动。我们认为经过 3 年多的整合, 人员合作已经基本成熟, 再加上一系列应对措施已经实施, 凭借上械集团的品牌优势和鱼跃强有力的销售, 强强联合的效应必将得以体现, 在整体手术器械市场持续扩容和进口替代趋势下, 未来业绩有望提速。

图表 27: 上械集团近年来经营业绩变化情况



来源: 公司公告, 国联证券研究所

注: 2015 年数据是公司收购上械集团后到年底的经营数据

5.2. 并购中优医药成为公司主要业绩增长点

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, 其中手部与皮肤消毒产品占营业收入 75%左右。“安尔碘”、“洁芙柔”已成为国内医院感染和控制领域的第一品牌,

“安尔碘”更是成为国内医疗行业皮肤消毒剂的标注术语之一。

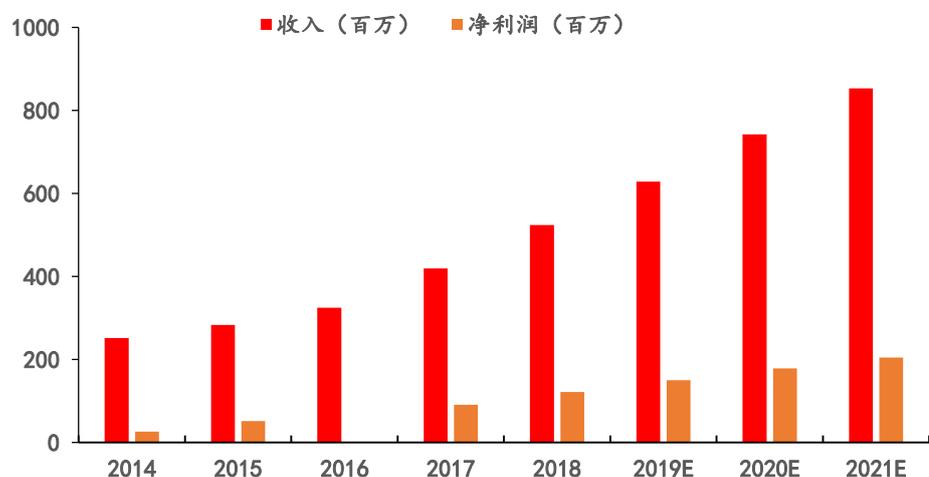
图表 28：中优医药主要品牌产品列示



来源：中优医药网站，国联证券研究所

2016 年鱼跃收购后，中优医药业绩持续快速增长。2016 年和 2018 年公司相继收购后，中优医药成为公司 100%控股子公司。收购以来，根据业绩承诺，2017 年略低预期，未完全达成目标，主要与中优当年产能限制有关，不过也达到了承诺的 80%，不必补偿。2018 年完满达成了既定目标，我们认为随着产能问题解决和零售渠道的打开，中优医药业绩有望持续快速增长势头，最后业绩承诺年 2019 年也将顺利达成。

图表 29：中优医药近年来经营业绩变化情况



来源：公司公告，国联证券研究所

6. 盈利预测

6.1. 营业收入预测

根据现有产品线，我们做出如下假设：

1) 考虑到新品的逐步放量和整体行业增速，我们预计康复护理系列收入2019-2021年分别为19.24亿、23.09亿和27.24亿，同比增长25.44%、20%和18%。

2) 2019年由于渠道清库存影响销售，预计全年收入下滑4.64%；2020-2021年在低基数上和呼吸机持续放量基础上，收入为14.84亿和17.36亿，同比增长18%和17%；

3) 受益于上械集团恢复增长和中优持续快速增长，2019-2021年收入分别为12.57亿、15.09亿和17.80亿，增速分别为22.32%、20%和18%；

4) 外贸航空和其他系列，考虑到基数较低，预计外贸航空2019-2021年收入分别为3.27亿、3.76亿和4.21亿；其他系列收入分别为0.39亿、0.46亿和0.56亿；

6) 毛利率方面，由于新品毛利率较高，随着逐步放量，我们认为毛利率会逐步提高；不过考虑到药品降价压力，2021年毛利率提高幅度会缩小，因此整体毛利率2019-2021年分别为41.37%、42.38%和43.10%；

图表 30：公司营业收入分类别预测情况

单位(百万)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
康复护理系列						
收入	1,037.96	1,310.20	1,533.65	1923.75	2308.50	2724.03
增速(%)	9.49	26.23	17.05	25.44	20.00	18.00
毛利率(%)	33.33	31.61	35.64	39.00	40.00	40.00
医用供氧系列						
收入	857.17	1,043.33	1,318.82	1257.59	1483.95	1736.22
增速(%)	14.10	21.72	26.40	-4.64	18.00	17.00
毛利率(%)	48.85	47.84	46.43	46.60	48.00	50.00
医用临床系列						
收入	729.06	1,171.35	1,027.80	1257.19	1508.63	1780.18
增速(%)	82.86	60.67	-12.26	22.32	20.00	18.00
毛利率(%)	34.25	41.50	47.97	50.00	50.50	50.80
外贸航空产品						
收入			276.78	327.00	376.04	421.16
增速(%)				18.14	15.00	12.00
毛利率(%)			3.97	4.50	4.80	5.00
其他业务						
收入	8.40	16.68	26.34	38.54	46.25	55.50
增速(%)	44.83	98.57	57.91	46.32	20	20
毛利率(%)	50.92	31.98	11.87	20.00	22.00	22.00

合计收入	2632.59	3541.56	4183.39	4804.06	5723.37	6717.10
合计毛利	1018.59	1404.69	1666.04	1987.32	2425.78	2895.32
毛利率 (%)	38.69	39.66	39.83	41.37	42.38	43.10

来源：公司公告，国联证券研究所

6.2. 估值和投资建议

我们预计公司2019-2021年EPS分别为0.85元、1.01元和1.19元，结合同类公司估值比较，可以看出2019年平均估值在35倍左右，这与医疗器械发展空间广阔和持续稳定增长有关。不过公司处于清库存整理销售渠道阶段，使得短期业绩增速承压，我们认为可以适当偏低一些，给予30倍估值，合理价位在25.5元，维持“推荐”评级。

图表 31：可比公司估值情况（截止到 2019.11.15 日）

证券代码	公司名称	最新收盘价	2019EPS	2020EPS	2019PE	2020PE
300298	三诺生物	14.28	0.57	0.67	25.05	21.31
300003	乐普医疗	34.32	0.96	1.23	35.75	27.9
300760	迈瑞医疗	194	3.8	4.66	51.05	41.63
600055	万东医疗	10.42	0.36	0.46	28.94	22.65
平均值					35.2	28.37
2223	鱼跃医疗	20.61	0.85	1.01	24.38	20.38

来源：Wind，国联证券研究所（除公司外，可比公司选用 Wind 一致预测）

图表 32：公司历史 PE/PB-Band 变化情况



来源：Wind，国联证券研究所

7. 风险提示

7.1. 产品价格招标进一步下降

7.2. 市场推广弱于预期

7.3. 费用增长过快

图表 33：财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,800.02	1,374.34	1,311.45	1,510.64	1,580.50	营业收入	3,541.56	4,183.39	4,804.06	5,723.37	6,717.10
应收账款+票据	1,144.28	1,330.44	1,497.46	1,771.93	2,070.88	营业成本	2,136.87	2,517.35	2,816.74	3,297.59	3,821.77
预付账款	225.21	142.73	130.00	120.00	100.00	营业税金及附加	34.93	40.18	45.64	54.37	63.81
存货	632.50	654.94	759.74	873.70	1,004.75	营业费用	399.77	536.80	634.14	772.65	926.96
其他	50.57	114.31	300.00	10.00	10.00	管理费用	346.02	246.96	432.37	526.55	617.97
流动资产合计	3,852.58	3,616.76	3,998.64	4,286.27	4,766.13	财务费用	11.84	-30.42	-28.86	-30.28	-28.64
长期股权投资	107.58	154.65	154.65	154.65	154.65	资产减值损失	16.56	13.63	5.00	2.00	2.00
固定资产	563.25	609.66	1,076.03	1,617.30	2,220.58	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	318.61	555.09	660.00	760.00	840.00	投资净收益	12.96	4.86	0.00	0.00	0.00
无形资产	614.47	600.75	533.36	465.97	398.58	其他	0.00	-152.12	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	882.31	1,044.99	917.80	938.61	900.07	营业利润	682.98	776.20	899.04	1,100.48	1,313.22
非流动资产合计	2,486.21	2,965.15	3,341.84	3,936.54	4,513.88	营业外净收益	37.22	69.69	100.00	80.00	80.00
资产总计	6,628.61	6,911.40	7,340.48	8,222.81	9,280.01	利润总额	720.20	845.89	999.04	1,180.48	1,393.22
短期借款	50.00	156.94	0.00	0.00	0.00	所得税	82.77	95.00	119.88	129.85	153.25
应付账款+票据	423.76	516.09	619.31	730.78	862.32	净利润	627.54	750.89	879.16	1,050.63	1,239.96
其他	270.90	341.08	443.72	366.71	291.72	少数股东损益	35.51	23.73	31.65	36.77	43.40
流动负债合计	744.66	1,014.11	1,063.02	1,097.49	1,154.04	归属于母公司净利润	592.03	727.15	847.51	1,013.85	1,196.57
长期带息负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
非流动负债合计	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
负债合计	744.66	1,014.11	1,063.02	1,097.49	1,154.04						
少数股东权益	329.93	76.49	108.14	144.92	188.31						
股本	1,002.48	1,002.48	1,002.48	1,002.48	1,002.48						
资本公积	2,128.44	1,783.36	1,783.36	1,783.36	1,783.36						
留存收益	2,110.03	2,682.34	3,360.34	4,171.43	5,128.68						
股东权益合计	5,570.88	5,544.67	6,254.32	7,102.18	8,102.83						
负债和股东权益总计	6,628.61	6,911.40	7,340.48	8,222.81	9,280.01						

现金流量表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	573.25	717.19	879.16	979.43	1,168.76
折旧摊销	89.84	103.99	160.30	193.30	230.66
财务费用	22.42	-17.82	-28.86	-35.28	-38.64
存货减少	-261.90	-23.23	-104.79	-113.96	-131.05
营运资金变动	-179.38	12.39	-134.12	60.00	-222.40
其它	15.17	-18.71	5.00	2.00	2.00
经营活动现金流	259.39	773.82	776.68	1,085.49	1,009.33
资本支出	489.99	389.54	660.00	760.00	840.00
长期投资	5,596.09	4,875.88	0.00	0.00	0.00
其他	5,664.36	4,199.19	206.01	41.20	101.20
投资活动现金流	-421.72	-1,066.23	-453.99	-718.80	-738.80
债权融资	36.50	6.94	-156.94	0.00	0.00
股权融资	143.38	2.00	0.00	0.00	0.00
其他	-271.80	-155.81	-140.64	-167.49	-200.67
筹资活动现金流	-91.92	-146.87	-297.58	-167.49	-200.67
现金净增加额	-269.20	-416.56	25.11	199.19	69.85

主要财务比率					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	34.53%	18.12%	14.84%	19.14%	17.36%
EBIT	18.53%	19.18%	20.37%	18.04%	18.28%
EBITDA	19.78%	18.77%	24.23%	18.40%	18.43%
归属于母公司净利润	37.30%	22.82%	16.55%	19.63%	18.02%
获利能力					
毛利率	39.66%	39.83%	41.37%	42.38%	43.10%
净利率	16.91%	17.32%	18.30%	18.36%	18.46%
ROE	10.75%	12.82%	13.79%	14.57%	15.12%
ROIC	16.91%	14.92%	15.23%	16.48%	17.30%
偿债能力					
资产负债	11.75%	15.41%	14.48%	13.35%	12.44%
流动比率	5.17	3.57	3.76	3.91	4.13
速动比率	4.26	2.81	2.76	3.10	3.25
营运能力					
应收账款周转率	3.34	3.37	3.45	3.48	3.51
存货周转率	3.38	3.84	3.71	3.77	3.80
总资产周转率	0.56	0.64	0.65	0.70	0.72
每股指标(元)					
每股收益	0.59	0.73	0.85	1.01	1.19
每股经营现金流	0.26	0.77	0.69	1.08	1.01
每股净资产	5.23	5.45	6.13	6.94	7.89
估值比率					
市盈率	34.93	28.23	24.38	20.38	17.27
市净率	3.94	3.78	3.36	2.97	2.61
EV/EBITDA	25.90	22.22	17.93	15.14	12.91
EV/EBIT	29.34	25.09	20.89	17.69	15.11

数据来源：公司公告，国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 中国（上海）自由贸易试验区世纪大道 1198 号 3704、3705、3706 单元
 电话：021-61649996

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	联系电话
北京	张媛	15810039831
北京	管峰	18611960610
上海	刘莉	18217012856