

# 家用器械领军企业，临床协同迎风起航



川财证券  
CHUANCAI SECURITIES

——鱼跃医疗 (002223.SZ)

## ❖ 家用临床双轮驱动，线上线下协同发展

鱼跃医疗拥有康复护理、医用供氧、医用临床三大业务板块，产品覆盖 500 多个品类。公司对内持续加大研发投入，不断扩张品类，血压计、制氧机等传统优势产品市占率持续第一，通过产品升级实现利润进一步提升；血糖仪、呼吸机等次新品类进入快速增长期；额温枪、电动轮椅等新上市产品亦快速放量。公司完成对上械、中优、普美康的收购，进入医用临床领域，形成 OTC+医院端两大产品平台，更具竞争力与品牌议价能力。渠道方面，电商业务作为公司 OTC 产品的优势渠道，过去四年的复合增速高达 61%，贡献了 OTC 产品收入的 40% 以上。2018 年开始公司管理层对线下渠道进行架构调整，医用临床业务方面提出了新的考核要求，预计经营管理层面将持续改善。

## ❖ 医疗器械迎来需求黄金期，丰富产品线支撑空间天花板

随着银发浪潮叠加消费升级的趋势，中国医疗器械市场保持高速增长态势。2018 年中国医疗器械市场规模达 5300 亿元，增速为 19.10%，预计 2019 年我国医疗器械市场规模将近 6500 亿元。公司在家用与医用临床器械方面持续扩充产品线，市场规模天花板仍有较大想象空间。

## ❖ 短期压力不改长期稳健，估值触底静待产能上量

公司的重点单品制氧机由于受线下渠道清库存影响，19 年前三季度收入同比略有下滑，预计 Q4 影响基本消退。上械完成技改后恢复性增长，中优的医用临床消毒产品放量快速增长，丹阳基地各产线已陆续开工，有望持续快速增长。

## ❖ 首次覆盖予以“增持”评级

我们预计 2019-2021 年公司营业收入分别为 48.84/59.24/71.62 亿元，归属于上市公司股东的净利润分别为 8.39/10.02/11.95 亿元，对应 EPS 分别为 0.84/1.00/1.19 元/股，对应市盈率为 25/21/17 倍。估值处于上市以来的低点，首次覆盖，给予“增持”评级。

## ❖ 风险提示：产能释放不及预期、产品需求不及预期、产品研发不及预期等。

### 盈利预测与估值

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿元)	41.83	48.84	59.62	71.62
+/-%	18%	17%	22%	20%
归属母公司净利润(亿元)	7.27	8.39	10.02	11.95
+/-%	23%	15%	19%	19%
EPS(元/股)	0.73	0.84	1.00	1.19
PE (X)	28.59	24.77	20.74	17.40
PB (X)	3.80	3.38	2.98	2.61

资料来源：公司公告，川财证券研究所预测

## 📄 证券研究报告

所属部门	行业公司部
报告类别	公司深度
所属行业	医药生物
报告时间	2020/1/22
前收盘价	22.20 元
公司评级	增持评级

## 👤 分析师

### 周豫

证书编号：S1100518090001  
010-66495613  
zhouyu@cczq.com

## 👤 联系人

### 黄心如

证书编号：S1100119110002  
021-68416608  
huangxinru@cczq.com

## 📄 川财研究所

北京	西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034
上海	陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120
深圳	福田区福华一路 6 号免税商务大厦 30 层，518000
成都	中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041



## 正文目录

一、鱼跃医疗：多重引擎推动长期稳健发展	6
1. 上市十年增长稳健	6
1.1 公司发展沿革	6
2.2 市盈率处于历史低点，市场预期有望改善	7
2. 内生外延双轮驱动，线上线下协同发展	8
2.1. 产品：三大业务板块共同发力，医用临床后起之秀	8
2.2 渠道：线上先发优势，线下持续优化	9
2.2 平台：OTC 品牌底蕴雄厚，临床产品助力开拓医院市场	11
二、康复护理：血糖仪快速增长，新产品有望放量	11
1. 老龄化浪潮下稳健增长	11
1.1. 收入增长平稳	11
1.2. 品类收入占比	12
2. 血压计：国产品牌实现国内市场份额第一	13
2.1. 高血压患病率高，控制率低，百亿市场空间广阔	13
2.2. 无汞化趋势下，电子血压计持续受益	14
2.3. 国内双寡头格局形成，进军海外市场	15
3. 血糖仪：增长最快的主力产品	16
3.1. 血糖监测市场广阔	16
3.2. 医院端进口替代空间大	18
4. 新产品迅速上量	19
4.1. 额温枪行业快速增长	19
4.2 电动轮椅提升利润率	20
三、医用供氧：短期承压不改长期增长	21
1.制氧机、呼吸机、雾化器，三擎助推板块增长	21
2. 制氧机市占率连续多年第一	22
2.1. 保有量仍有大幅提升空间	22
2.2. 弥散式制氧机打开新空间	23
3. 呼吸机增长潜力巨大，有望再造制氧机板块	23
3.1. 呼吸机理论市场大于制氧机，静待放量	23
3.2. 消费升级推动单水平呼吸机，双水平呼吸机应用于临床肺炎等	24



4. 雾化器：持续受益于呼吸道用药的增加 .....	25
四、医用临床：有望成为最大增长点.....	25
1. 外延并购大幅扩充医用产品线.....	25
2. 中优：临床消毒领军企业，医用民品有望齐放量.....	25
3. 上械：整合完成，重新出发.....	26
4. 普美康：急救设备配置亟待提升 .....	27
五、估值评级：首次覆盖给予“增持”评级.....	28
盈利预测 .....	31
风险提示 .....	32



## 图表目录

图 1:	鱼跃医疗股权结构.....	6
图 2:	2008-2018 年公司的营业收入与归母净利润持续增长.....	6
图 3:	公司市盈率 (TTM) 处于上市以来的低点.....	7
图 4:	公司收入结构 (2019 半年报).....	8
图 5:	公司毛利结构 (2019 半年报).....	8
图 6:	2008-2018 年公司各业务毛利率.....	9
图 7:	按渠道划分收入结构测算 (2018 年).....	10
图 8:	按渠道划分毛利结构测算 (2018 年).....	10
图 9:	公司产品的线上销售额及其增速 (2017 年 1 月-2019 年 12 月).....	10
图 10:	公司布局全球市场.....	11
图 11:	全国九大购置办事机构.....	11
图 12:	2008-2018 年康复护理收入及其同比增速.....	12
图 13:	2018 年康复护理板块收入按品种占比.....	12
图 14:	历年全国高血压患病率调查结果.....	13
图 15:	中美高血压人群知晓率、治疗率、控制率对比.....	13
图 16:	各国电子血压计的渗透率.....	15
图 17:	鱼跃血压计产品.....	16
图 18:	欧姆龙血压计产品.....	16
图 19:	美国血糖监测市场规模划分.....	16
图 20:	中国血糖监测市场规模划分.....	16
图 21:	全球和中国的糖尿病患病率 (20-79 岁).....	17
图 22:	全球和中国的糖尿病患者数量 (20-79 岁).....	17
图 23:	血糖监测仪价格 (血糖仪+100 条试纸价格, 元).....	18
图 24:	国内血糖 OTC 市场格局.....	19
图 25:	国内血糖医院端市场格局.....	19
图 26:	电子体温计市场规模及其增速.....	20
图 27:	2014-2018 年国内电动轮椅市场规模及其同比增速.....	20
图 28:	国内轮椅线上销售额占比.....	21
图 29:	国内轮椅线上销售量占比.....	21
图 30:	2008-2018 年医用供氧收入及其同比增速.....	21
图 31:	2015-2018 年医用供氧板块三大主力产品占比.....	22
图 32:	2016-2022 年中国睡眠呼吸机行业销售规模预测.....	23
图 33:	2010-2018 年医用临床收入及其同比增速.....	25
图 34:	主要国家 AED 配置率 (每 10 万人配置 AED 台数).....	28



表格 1.	我国目前血压计理论市场测算.....	14
表格 2.	我国血糖监测市场规模测算.....	18
表格 3.	我国制氧机市场规模测算.....	22
表格 4.	我国睡眠呼吸机市场规模测算.....	24
表格 5.	单水平呼吸机和双水平呼吸机的主要区别.....	24
表格 6.	分两次收购中优 100%股权.....	26
表格 7.	中优近五年及 19H1 财务数据.....	26
表格 8.	上械近三年及 19H1 财务数据.....	27
表格 9.	鱼跃医疗收入、成本和费用预测.....	28
表格 10.	现金流贴现法 WACC 预测值.....	29
表格 11.	DCF 估值敏感性分析.....	29
表格 12.	可比公司估值比较.....	30

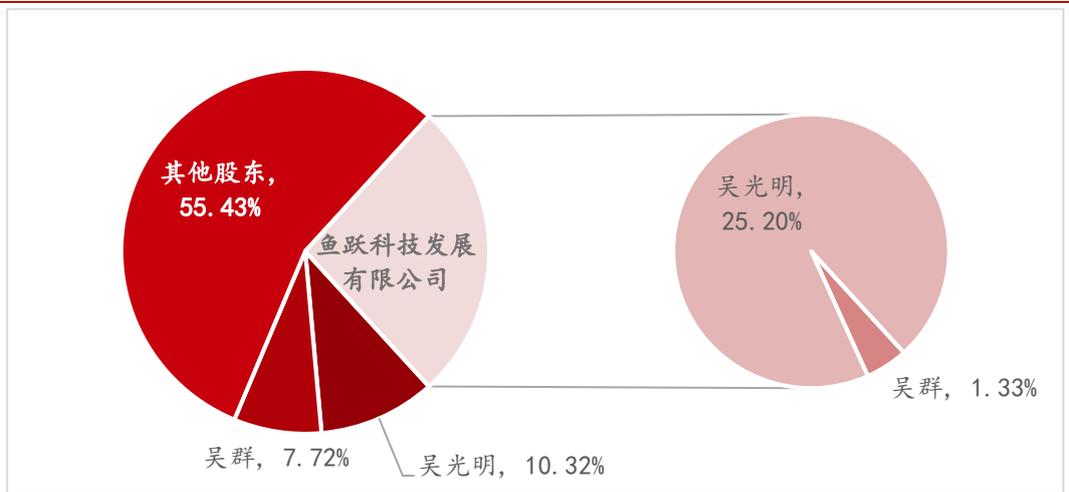
## 一、鱼跃医疗：多重引擎推动长期稳健发展

### 1. 上市十年增长稳健

#### 1.1 公司发展沿革

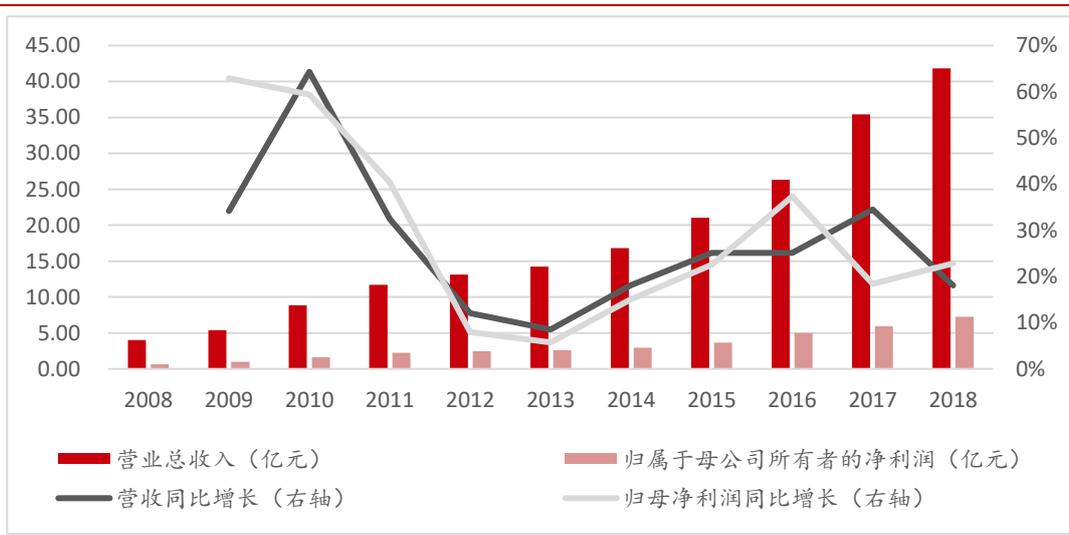
鱼跃医疗创立于1998年，前身是江苏鱼跃医疗设备有限公司，于2007年整体变更设立为股份有限公司。2008年在深交所上市，吴光明、吴群父子分别持有公司股权比例为35.52%、9.05%，合计持股44.57%，为公司的实际控制人。

图1：鱼跃医疗股权结构



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图2：2008-2018年公司的营业收入与归母净利润持续增长



资料来源：公司公告，川财证券研究所

自 2008 年上市以来，鱼跃医疗的营业收入和归母净利润始终保持增长。过去十年间，公司收入端的复合增速为 26.43%，归母净利润的复合增速为 27.91%。净利率保持稳定，过去十一年的净利率算数平均值为 17.86%。

## 2.2 市盈率处于历史低点，市场预期有望改善

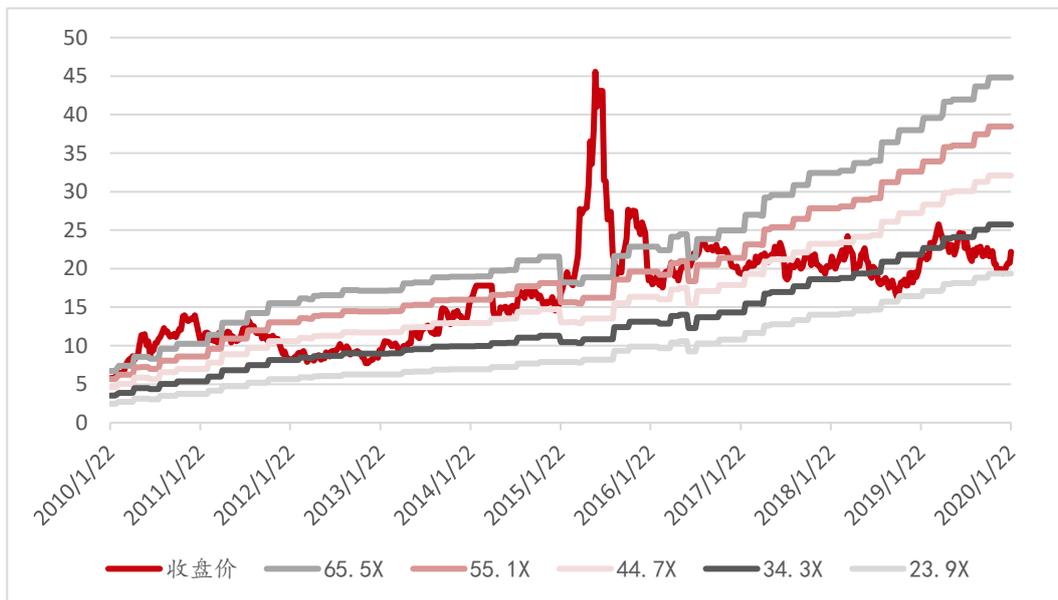
当前公司市盈率处于上市以来的底部，我们认为，主要有以下原因压制了公司目前的估值：

(1) 公司自上市以来经历了 2008-2011 年的快速发展期，随后通过并购先后将上械、中优纳入体内，支撑了 2015-2018 年的增速，而随着公司体量的扩大，各业务的内生增速与初上市相比有所放缓。

(2) 公司的重要单品制氧机由于线下渠道清理库存，2019 年前三季度制氧机销售收入出现下滑，业绩短期内承压。

(3) 医用临床方面，由于上械进行技改，中优面临产能瓶颈，导致 2018 年业绩释放不及预期，2019 年临床业务开始恢复增长，但协同效应尚未完全显现。

图 3： 公司市盈率（TTM）处于上市以来的低点



资料来源：Wind，公司公告，川财证券研究所

我们认为上述市场的疑虑将在未来得到缓解的原因是：

(1) 随着银发浪潮叠加消费升级的趋势，中国医疗器械将迎来需求黄金期。公司具有丰富的产品线，我们选取了公司现有产品中的十个品类，粗略估算其

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

当前的国内市场规模已超过 350 亿元，数倍于当前收入。考虑到公司在国内老龄化器械领域的品牌优势以及新产品的持续推出，距离天花板仍有较大想象空间。

(2) 公司于 2018 年开始线下渠道的架构调整，2019 年按照年初既定的销售战略对线下渠道销售中的历史问题进行了主动的梳理、整改工作。其中制氧机在 2019 年对老型号产品进行了线下库存的清理，导致 2019 年前三季度制氧机的销售情况低于预期。该问题在 19 年底基本得到解决，随着渠道调整的推进，我们认为长期来看将有利于公司的经营管理。

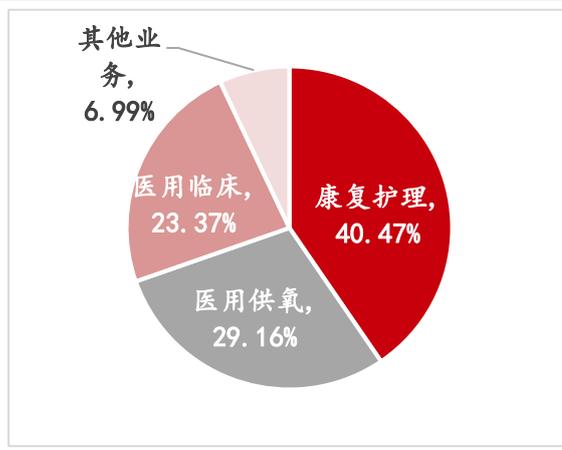
(3) 公司募投项目-丹阳医疗器械生产基地项目(二期)的搬迁工作逐步展开，目前已有部分车间开工。预计在整体搬迁工作完成后，能解决公司存在的产能限制问题。公司的医用临床板块在获得产能补足后，将持续扩大增长，有望在可预见的将来与家用医疗板块平分秋色。

## 2. 内生外延双轮驱动，线上线下协同发展

### 2.1. 产品：三大业务板块共同发力，医用临床后起之秀

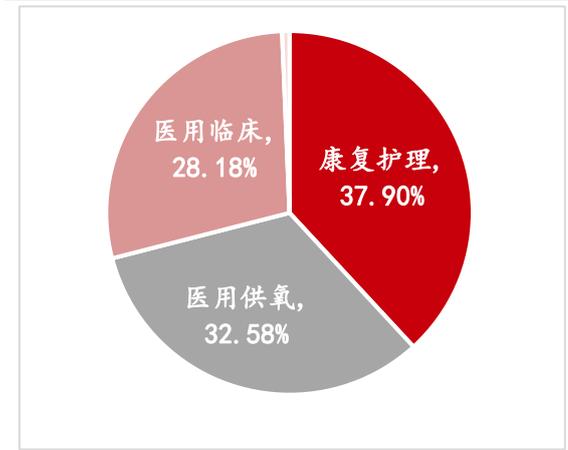
公司三大业务板块按收入占比划分依次为：康复护理占比 40.47%，医用供氧占比 29.16%，医用临床占比 23.37%。按毛利划分依次为：康复护理占比 37.90%，医用供氧占比 32.58%，医用临床占比 28.18%。2020 年医用临床的收入、利润占比或将持续提升。

图 4： 公司收入结构（2019 半年报）



资料来源：公司公告，川财证券研究所

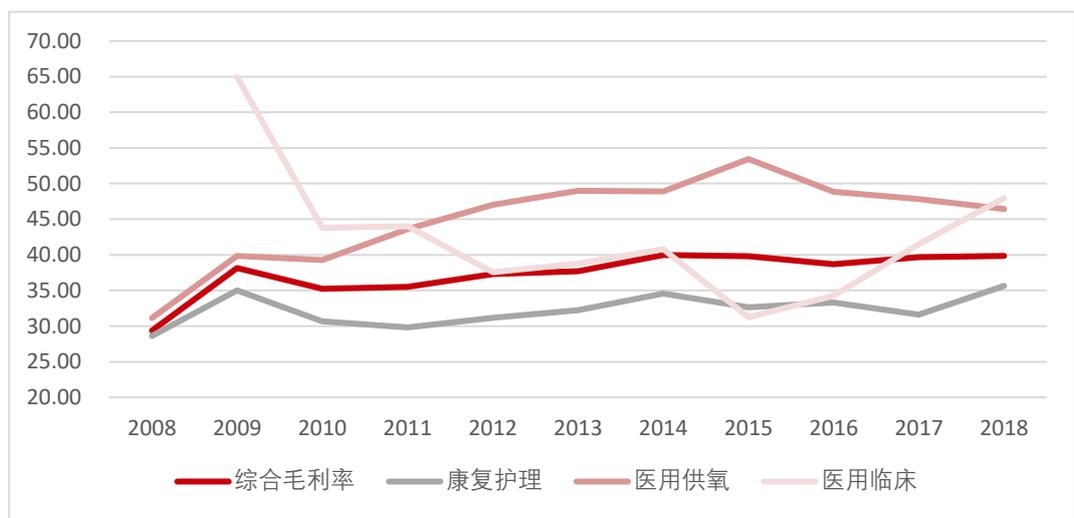
图 5： 公司毛利结构（2019 半年报）



资料来源：公司公告，川财证券研究所

公司的毛利率多年来稳中有升，主要得益于高毛利的医用供氧板块的增速较高，2019 年上半年医用供氧板块的毛利率为 46.56%；传统的康复护理板块通过技术升级与高毛利新产品的迭代实现了利润率的提升，19 年上半年毛利率为 39.02%；医用临床板块在 2018 年基本完成整合，利润率企稳回升，2019 上半年为 50.23%。

图 6：2008-2018 年公司各业务毛利率

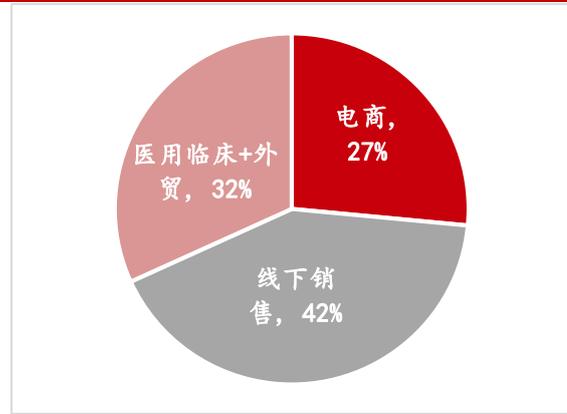


资料来源：Wind，公司公告，川财证券研究所

## 2.2 渠道：线上先发优势，线下持续优化

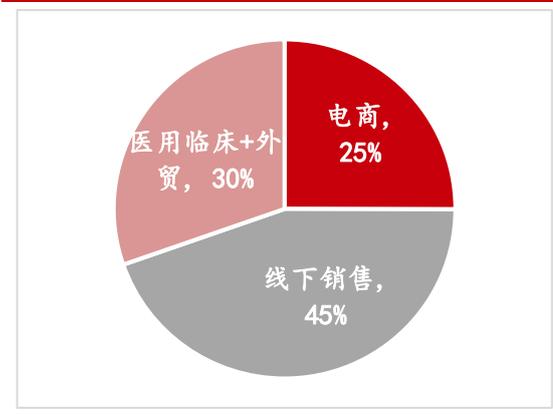
公司抓住了电商发展的机遇，构建了线上+线下的成熟的营销体系。早在 2013 年，公司就成立了电子商务部，由公司副董事长吴群负责，并在天猫、京东等电商平台设立旗舰店。由于公司品牌优势显著、产品线丰富，多年来线上业务保持高速增长，2014-2018 年间电商收入的复合增长率超过 60%。据我们测算，截至 2018 年年报，公司线上业务收入贡献了公司总收入 25% 以上的份额。值得一提的是，由于公司布局电商渠道早，了解线上消费的特性，对线上投放新产品和迭代新设计的能力强，因此公司在电商渠道的议价能力高于同类公司，在近年来电商渠道费用普遍上升的情况下，公司始终维持稳定的利润水平。电商渠道的毛利率只是略微低于线下渠道，体现出公司优秀的成本管控与渠道能力。

图 7：按渠道划分收入结构测算（2018 年）



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 8：按渠道划分毛利结构测算（2018 年）



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 9：公司产品的线上销售额及其增速（2017 年 1 月-2019 年 12 月）



资料来源：Wind，川财证券研究所

线下方面，公司深耕市场多年，具有成熟的 OTC 线下销售渠道与服务体系。鱼跃与全国百强连锁深度合作，在全国 20 多万家门店在销售鱼跃的产品，其中已超过 1000 家门店设有鱼跃专区、专柜，在深圳、南京、成都、青岛，西藏等城市分别建立了鱼跃健康之家。公司售后维护服务完善，采用 2 小时响应 8 小时处理机制，布局 30 个客户服务中心，1200 余个终端服务点，是医疗行业“多年免费保修”的倡导者。此外，鱼跃已在泰国、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，是家用医疗器械出海全球市场的领先企业。

图 10： 公司布局全球市场



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 11： 全国九大购置办事机构



资料来源：公司公告，川财证券研究所

## 2.2 平台：OTC 品牌底蕴雄厚，临床产品助力开拓医院市场

公司 2017 年开始并表的中优医药系中国院内传染病防控与感染控制细分领域的龙头企业，尤其是手部和皮肤消毒领域在临床医院已有极好的品牌积淀，为国内外不同等级的医院提供感染控制和消毒隔离整体解决方案。2019 年，中优开始开发民用消毒产品，可借助鱼跃医疗在 OTC 端的既有渠道开拓新市场。康复护理与呼吸制氧方面，鱼跃在原有的产品线上加大研发，部分产品兼具家用与医用临床端的需求。如针对医院端的血糖监测产品、针对慢肺阻和肺水肿患者的双水平呼吸机、雾化器等产品，公司在完成上械、中优的收购后有望进一步开拓医院市场，与原有产品线形成需求互补与渠道协同。

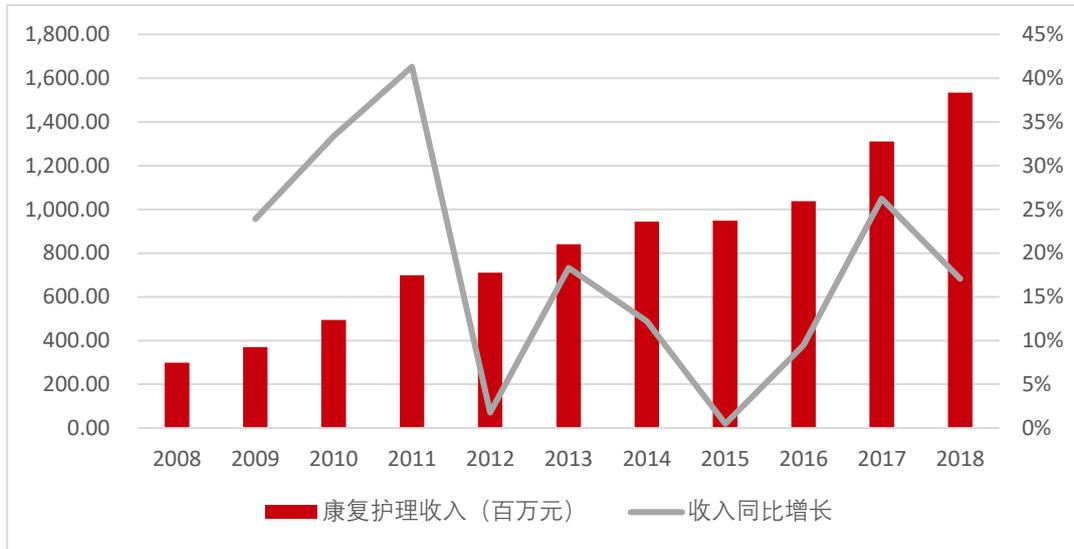
## 二、康复护理：血糖仪快速增长，新产品有望放量

### 1. 老龄化浪潮下稳健增长

#### 1.1. 收入增长平稳

作为公司的传统优势板块，康复护理板块在上市之初的 2008-2011 年经历了高速增长期，随后趋于平稳。电子血压计、血糖仪及试纸等核心产品保持快速增长，17、18 年公司先后推出了新品额温枪和电动轮椅，新产品将借助现有渠道放量。

图 12： 2008–2018 年康复护理收入及其同比增速

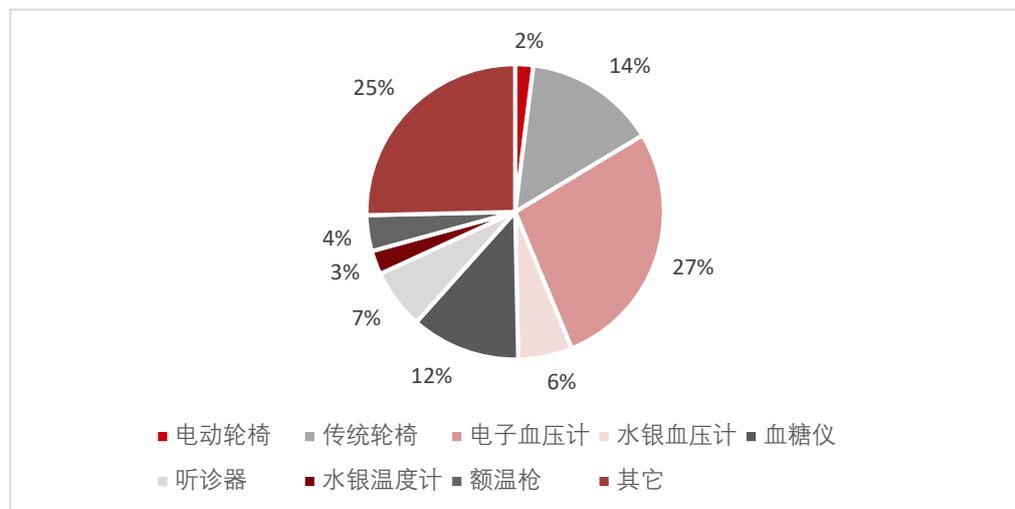


资料来源：公司公告，川财证券研究所

## 1.2. 品类收入占比

分品类来看，康复护理板块收入占比最大的单品类产品分别为血压计、轮椅、血糖仪。占康复护理板块的收入占比分别为 33%、16%和 12%。其中血糖仪的毛利率较高，预计达到 60%以上；电子血压计预计约 40%以上；轮椅收入中仍以传统轮椅为主，电动轮椅占比仅约 2%，由于产品上市不久，毛利率水平约 30%，未来仍有提升空间。

图 13： 2018 年康复护理板块收入按品种占比



资料来源：公司公告，川财证券研究所预测

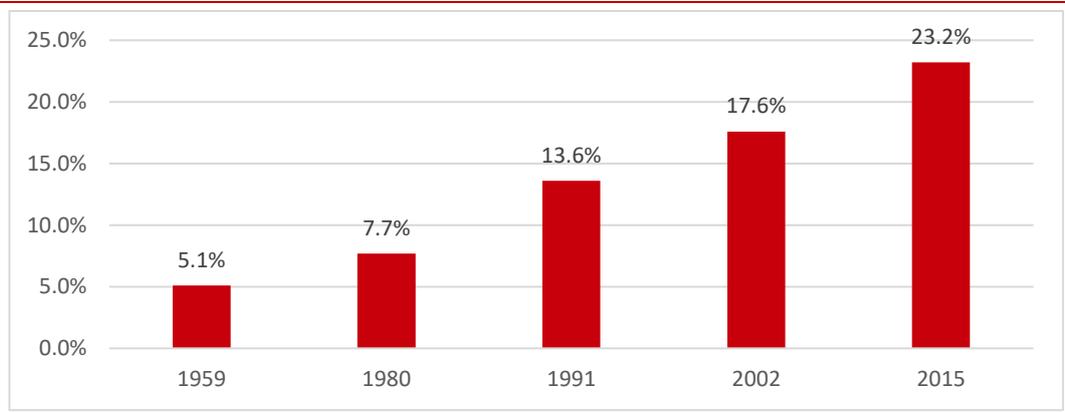
## 2. 血压计：国产品牌实现国内市场份额第一

### 2.1. 高血压患病率高，控制率低，百亿市场空间广阔

高血压是最常见的慢性非传染性疾病，也是心脑血管病发病的第一大诱因。目前，我国心血管死亡占疾病总死亡的 41%（约 350 万人），其中 50% 的心肌梗死与高血压相关，40%~50% 的心力衰竭源于高血压。

目前我国高血压患病人数约为 2.45 亿，并且患病率仍处于上升态势，而知晓率、治疗率和控制达标率较低。

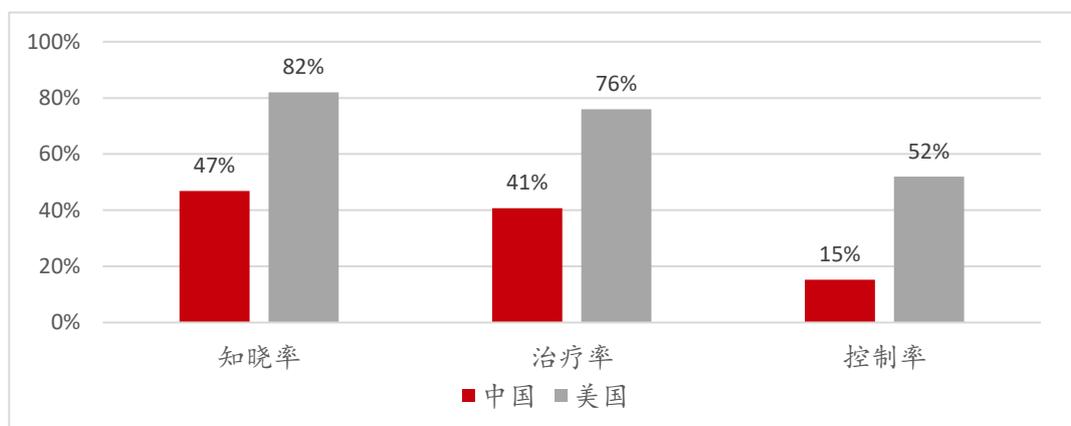
图 14：历年全国高血压患病率调查结果



资料来源：国家卫生计生委疾病预防控制中心，中国重要心血管病患病率调查及关键技术研究，川财证券研究所

我国高血压知晓率、控制率和达标率分别为 46.9%、40.7% 和 15.3%。虽然相比过去已有明显提升，但若和美国 82% 的知晓率、76% 的治疗率和 52% 的达标率相比，仍有较大差距。

图 15：中美高血压人群知晓率、治疗率、控制率对比



资料来源：国家卫生计生委疾病预防控制中心，中国重要心血管病患病率调查及关键技术研究，川财证券研究所

以高血压患病人数 2.45 亿人，知晓率 46.9% 测算，国内理论客户群体有 1.15 亿人。目前市场电子血压计均价约为 130 元，因此以当前的患病人口和知晓率测算，国内血压计的理论市场规模约为 149 亿元，目前实际市场规模与理论值仍相差甚远。患病人群对于血压计的使用率每提升 1 个百分点，市场规模可增加 2.13%。

表格 1. 我国目前血压计理论市场测算

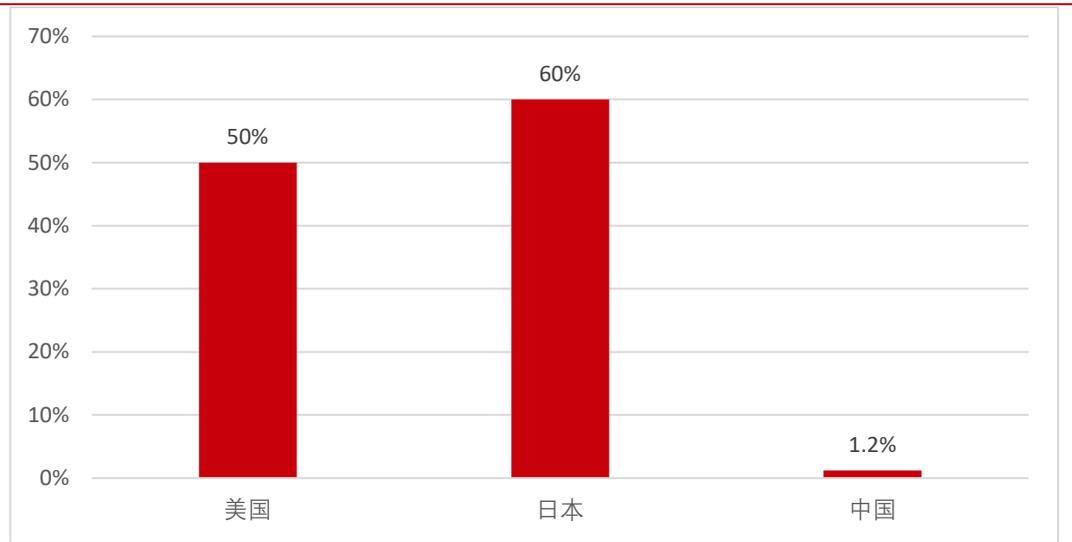
我国血压计理论市场测算	
成人高血压患病人数（亿人）	2.45
知晓率	46.9%
理论客户群体（亿人）	1.15
单价（元）	130
理论市场规模（亿元）	149.38
使用率每提升 1pct 市场规模弹性	2.13%

资料来源：国家卫生计生委疾病预防控制中心，川财证券研究所预测

## 2.2. 无汞化趋势下，电子血压计持续受益

2013 年，联合国环境规划署公布《国际防治汞污染公约》，将在全球范围内监控和限制含汞产品的生产和贸易，公约规定 2020 年前禁止生产和进出口含汞类的产品如电池、化妆品、温度计、血压计等。以减少汞污染对环境的破坏和对人类健康的影响。水银柱血压计，由于其顶端不是密封的，有一个排气孔，又因为汞的熔点很低，因此夏天温度高的时候，汞很容易会通过排气孔挥发出来，而人体肺泡对蒸汽汞的吸收率可达 85%，且没有排出途径，极易容易造成汞的积蓄中毒。而电子血压计就不存在这种风险，因此从环保角度来说，电子血压计更胜一筹。

目前我国以及一些发达国家，都在积极推动电子血压计的普及，有些国家电子血压计在医疗机构的普及率达到了 80% 以上。中国高血压联盟、中华医学会心血管病分会、国家心血管病中心等联合发起“防止汞污染，普及环保型合格的上臂式电子血压计绿色行动”，目标是争取使电子血压计在医疗机构的使用率在 2015 年前达到 10%，2020 年前达到 80% 以上，与发达国家持平。

**图 16： 各国电子血压计的渗透率**


资料来源：国家卫生计生委疾病预防控制中心，中国重要心血管病患病率调查及关键技术研究，川财证券研究所

当前水银血压计仍然占据大部分市场，电子血压计的价格比水银血压计高约 40%。随着电子血压计渗透率的提升，公司血压计的销售额和利润率有望进一步提升。

### 2.3. 国内双寡头格局形成，进军海外市场

在国内市场，鱼跃电子血压计的销售量已超过欧姆龙成为第一大血压计品牌。目前，国内电子血压计市场规模在 20 亿左右，行业增速 10% 左右。公司 2018 年电子血压计收入在 4 亿元以上，市场份额占比超过 20%，欧姆龙收入在 7 亿左右。据草根调研数据，2019 年，公司电子血压计销量超过 500 万台，已超越欧姆龙的销量，国内市场双足鼎立的格局已确立。

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，欧姆龙产品在 400 元以上更高端区间形成优势。

而全球电子血压计的中高端产品市场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，这些品牌占据全球约 80% 份额。

图 17：鱼跃血压计产品



资料来源：天猫旗舰店，川财证券研究所

图 18：欧姆龙血压计产品



资料来源：天猫旗舰店，川财证券研究所

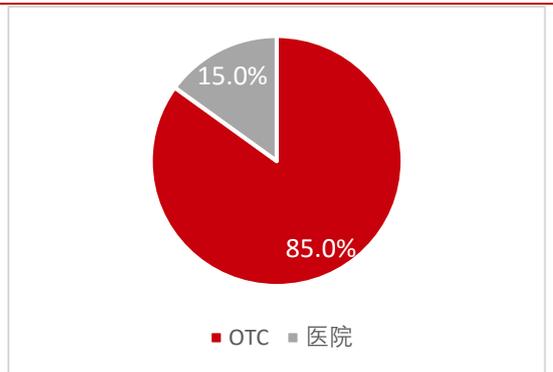
近两年，公司尝试出口电子血压计到意大利和德国，目前在意大利的销量已经突破 20 万台，进一步拓展市场。

### 3. 血糖仪：增长最快的主力产品

#### 3.1. 血糖监测市场广阔

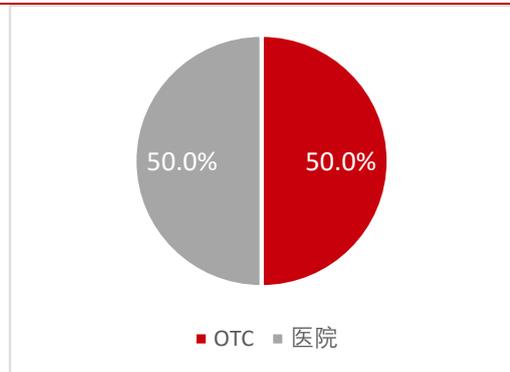
国内血糖监测的市场可划分为两大类：OTC 市场与医院端市场。两者市场规模各自占比约 50%。与之相对应的在美国市场医院端与零售端市场比例约为 15：85，零售端占主导。随着糖尿病患者的增加及血糖仪的家用化趋势，零售渠道的增速要高于医院端，未来整体血糖仪市场增速约 20%左右。随着患者教育和自我诊疗意识的提升，我国零售端市场占比仍见进一步提升。

图 19：美国血糖监测市场规模划分



资料来源：产业信息网，川财证券研究所

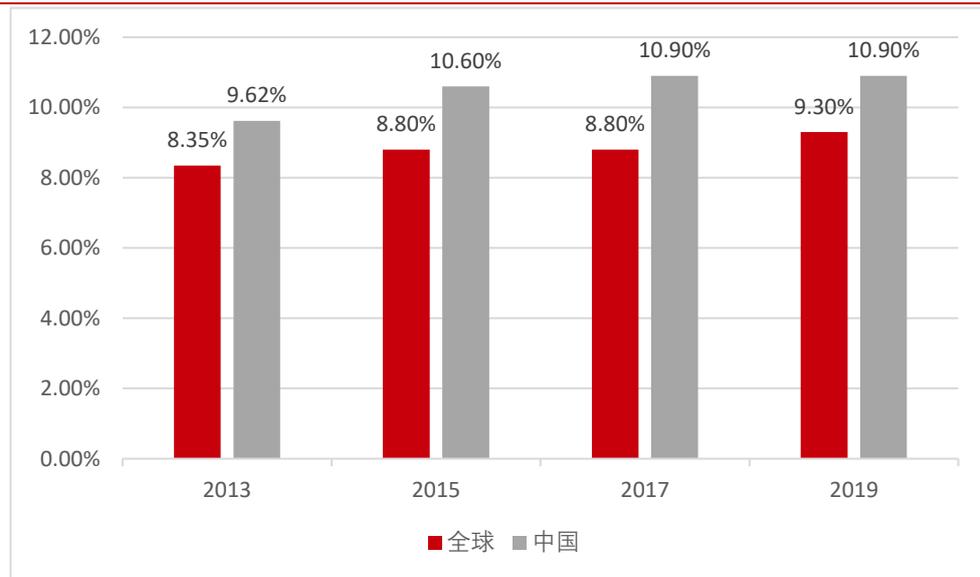
图 20：中国血糖监测市场规模划分



资料来源：产业信息网，川财证券研究所

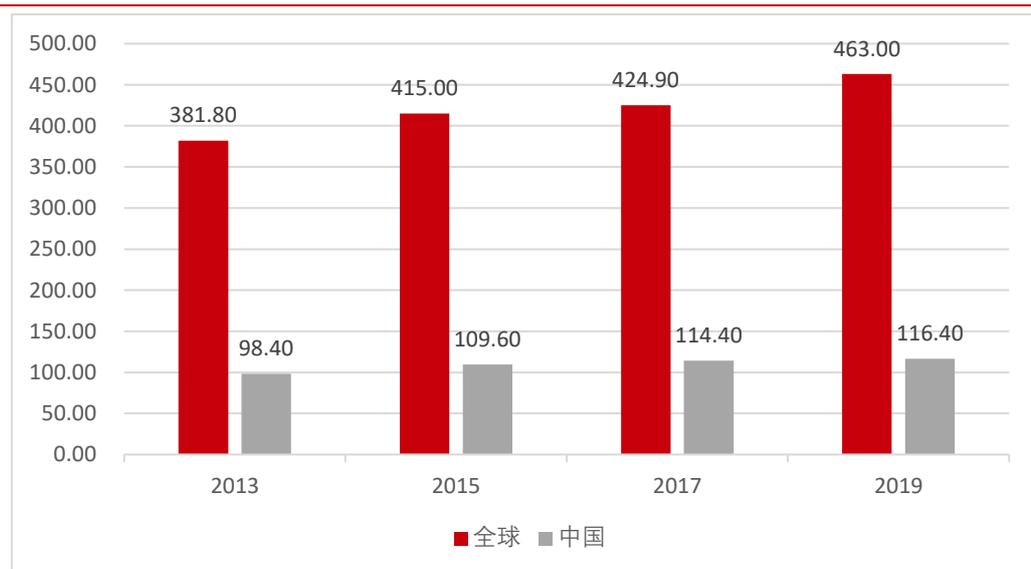
糖尿病已经成为一个日趋严峻的全球问题，根据国际糖尿病联盟的最新数据显示，近年来全球糖尿病患病率持续增长，2019年20-79岁人群的糖尿病患者已经达到4.63亿人，预测到2045年将达到6.29亿人。中国糖尿病患者数量居于首位，2019年糖尿病患者达到1.16亿人，患病率约为10.9%，糖尿病患者人数仍有提升趋势。

图 21： 全球和中国的糖尿病患病率（20-79 岁）



资料来源：Wind，国际糖尿病联盟，川财证券研究所

图 22： 全球和中国的糖尿病患者数量（百万人，20-79 岁）



资料来源：Wind，国际糖尿病联盟，川财证券研究所

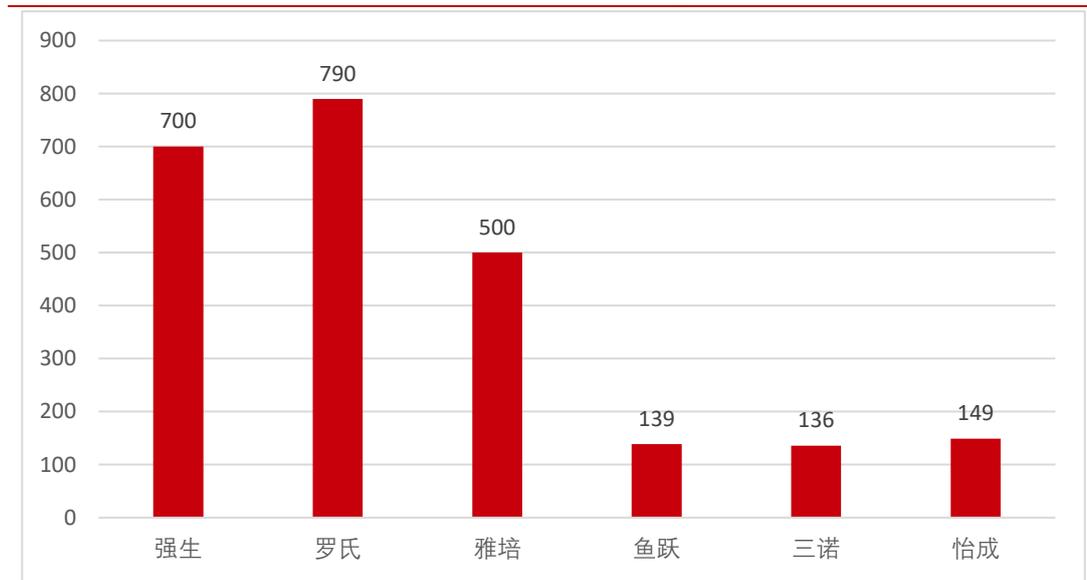
从血糖检测频率上看，2015 年我国糖尿病患者平均每人每年检测 100 次（消耗 100 条试纸），而欧美发达国家大多可达到 200-300 次，美国达到了 400 次，而按照我国血糖监测临床应用指南要求，测算下来糖尿病患者的平均年检测次数需达 300 次，国内血糖检测频率明显偏低。随着群众健康意识以及消费水平的提升，国内血糖检测渗透率和检测频率有较大提升空间，国内血糖检测行业具有较大的市场空间。

**表格 2. 我国血糖监测市场规模测算**

试纸市场测算	2015	2017	2019	2020E
患者人数（亿人）	1.10	1.14	1.16	1.19
血糖监测仪渗透率	20%	23%	26%	29%
使用监测仪人数（亿人）	0.22	0.26	0.30	0.34
监测次数（次/年）	100	110	120	125
试纸单价（元/条）	2.0	2.0	2.0	2.0
市场规模（亿元）	44	58	73	86

资料来源：Wind，国际糖尿病联盟，川财证券研究所预测

**图 23： 血糖监测仪价格（血糖仪+100 条试纸价格，元）**

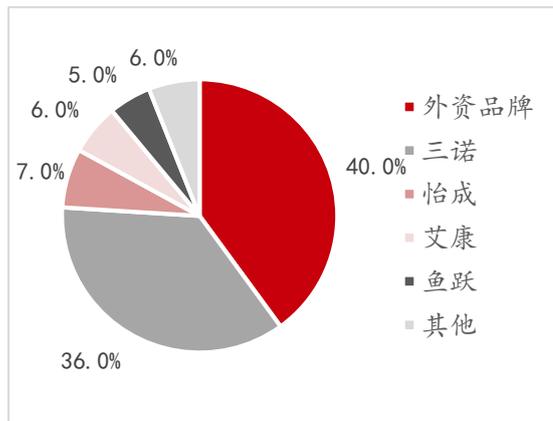


资料来源：公开资料整理，天猫旗舰店，京东旗舰店，川财证券研究所

### 3.2. 医院端进口替代空间大

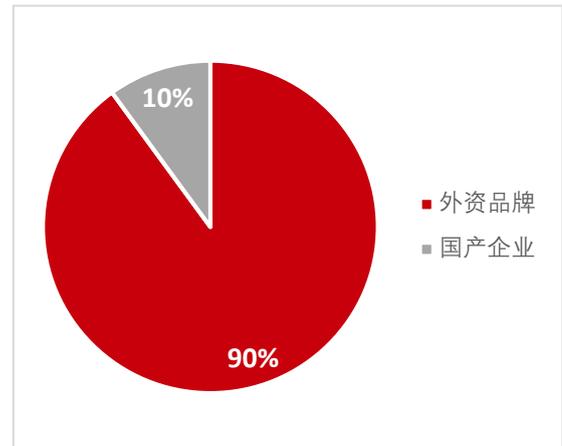
医院市场因对血糖仪的性能要求高且价格敏感程度低于零售市场，外资品牌罗氏、强生等占据绝大部分市场，外资品牌市场份额约为 90%。

图 24：国内血糖 OTC 市场格局



资料来源：产业信息网，川财证券研究所

图 25：国内血糖医院端市场格局



资料来源：产业信息网，川财证券研究所

公司新的脱氢酶技术产品于 2018 年开始在医院销售，试纸出厂价约比传统的氧化酶技术产品出厂价高一倍，毛利率稳定后有望达到 80% 以上，公司新产品将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，2019 年血糖业务收入同比增长或超过 30%，收入有望接近 3 亿元，预计 2020 年仍维持 30% 左右的同比增速。

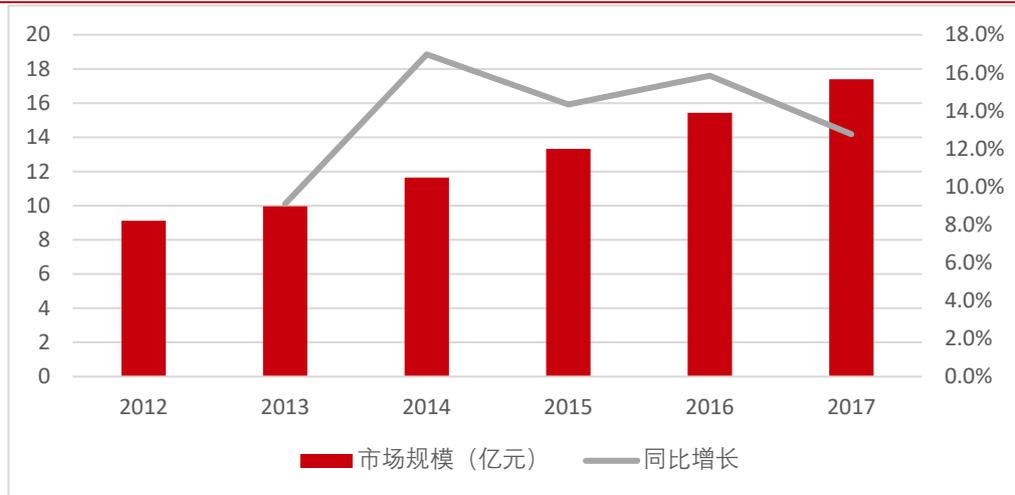
## 4. 新产品迅速上量

### 4.1. 额温枪行业快速增长

电子体温计与传统水银体温计相比，具有测量速度快，无污染的特点。其中，额温枪、耳温枪近年来发展迅速，在电子体温计市场占比超过 80%。根据第三方数据，2017 年中国电子体温计的市场规模超过 17 亿元。新思界产业研究中心发布的《2019-2024 年中国红外体温计行业市场深度调研及发展前景预测报告》显示，2018 年，中国额温枪销量超过 200 万台，销售额突破 2 亿元。2019 年，鱼跃额温枪销售额不到 1 亿元。

近几年，随着中国居民消费水平的提高，中国额温枪产品销量正呈现较快增长态势，形成了可孚、鱼跃等国内众多品牌与欧姆龙、博朗等国际品牌共同竞争的市场格局。但是，中国额温枪市场目前品牌非常多且竞争激烈，市场分散。我们认为未来规模型品牌企业将在竞争中逐渐胜出，行业集中度将有所提升。

图 26： 电子体温计市场规模及其增速

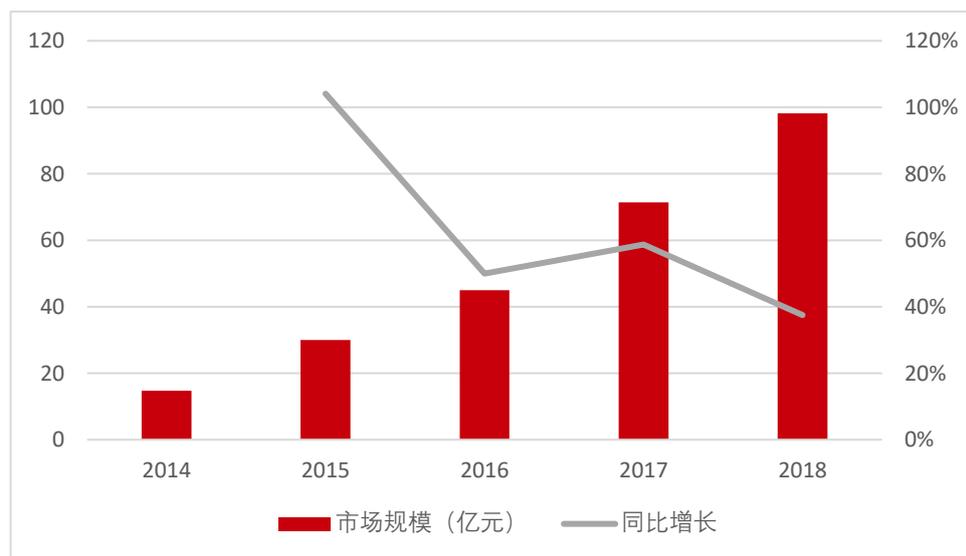


资料来源：智研咨询，川财证券研究所

## 4.2 电动轮椅提升利润率

伴随着对于更加方便、快捷的电动轮椅的需求量快速增长，国内电动轮椅需求量呈现快速发展态势，2014 年电动轮椅市场规模仅为 14.7 亿元，至 2018 年，中国电动轮椅市场规模高达 98.2 亿元，同比 2017 年增长了 37.5%。

图 27： 2014-2018 年国内电动轮椅市场规模及其同比增速

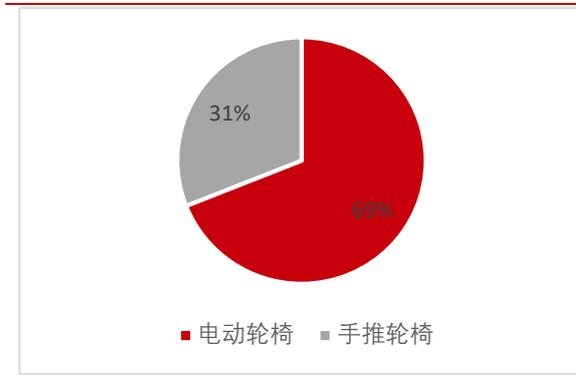


资料来源：华经情报网，川财证券研究所

从线上轮椅销售情况来看，手推轮椅的数量仍然占据主导地位，销售量占比达 69%，而以销售额计，电动轮椅达到 69% 的销售额比重。可见电动轮椅对于

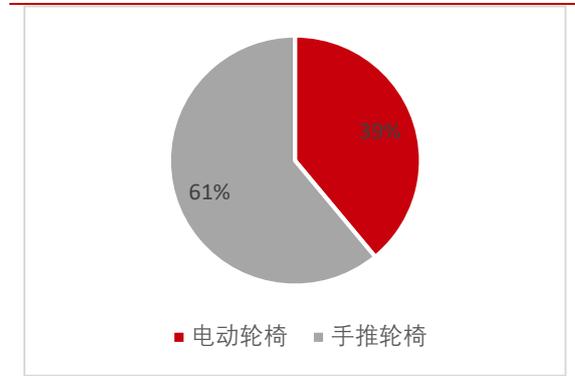
传统轮椅的替代率仍有很大空间，并且电动轮椅的使用率提升将大幅提高轮椅的市场规模。

图 28：国内轮椅线上销售额占比



资料来源：华经情报网，川财证券研究所

图 29：国内轮椅线上销售量占比



资料来源：华经情报网，川财证券研究所

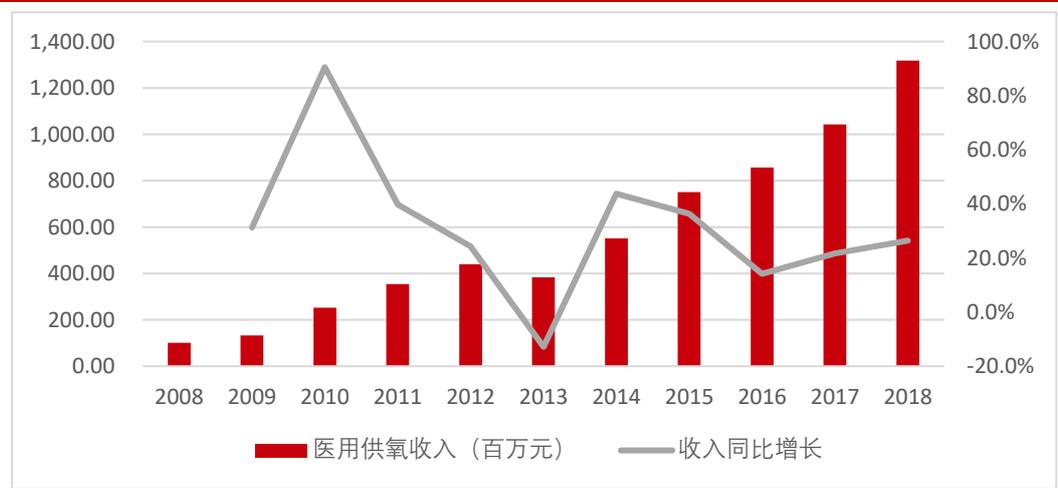
公司于 2017 年 12 月公司推出的电动轮椅在 2018 年即实现销售收入约 5000 万元。预计毛利率稳定后可达到 40% 以上，约为普通轮椅毛利率 20% 的两倍，能够拉动传统轮椅板块的收入及利润增长。

### 三、医用供氧：短期承压不改长期增长

#### 1. 制氧机、呼吸机、雾化器，三擎助推板块增长

近年来，医用供氧板块迈入成长快车道。2013 年，公司的医用供氧收入仅为 3.83 亿元，到 2018 年该板块收入为 13.19 亿元，五年间的收入复合增速为 28.03%，是公司近年来复合增速最高的业务板块。

图 30：2008-2018 年医用供氧收入及其同比增速



资料来源：公司公告，川财证券研究所

**图 31： 2015-2018 年医用供氧板块三大主力产品占比**


资料来源：公司公告，川财证券研究所预测

## 2. 制氧机市占率连续多年第一

### 2.1. 保有量仍有大幅提升空间

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。

2018 年国际权威医学期刊《柳叶刀》发表对于中国的大规模人群研究结果显示，我国 20 岁以上人群中慢性阻塞性肺病的患病率为 8.6%，总人数近 1 亿。而当前我国制氧机渗透率仅约为 0.4%，假设 5 年内渗透率提升至 2%，存量市场仍有较大空间。考虑到 3~5 年的设备更换周期。

**表格 3. 我国制氧机市场规模测算**

	2018	2023E
呼吸体统疾病患者 (亿人)	1.0	1.0
制氧机渗透率	0.4%	2.0%
存量规模 (万台)	40	184
单价 (元)	3,000	2800
存量市场 (亿元)	12	52

资料来源：柳叶刀，中国产业信息网，川财证券研究所

鱼跃制氧机的销售额从 2006 年开始始终保持国内市场市占率第一，目前约为 60%，在消费者当中具有极高的品牌认可度，公司或将持续受益于制氧机渗透率提升带来的行业增长。

## 2.2. 弥散式制氧机打开新空间

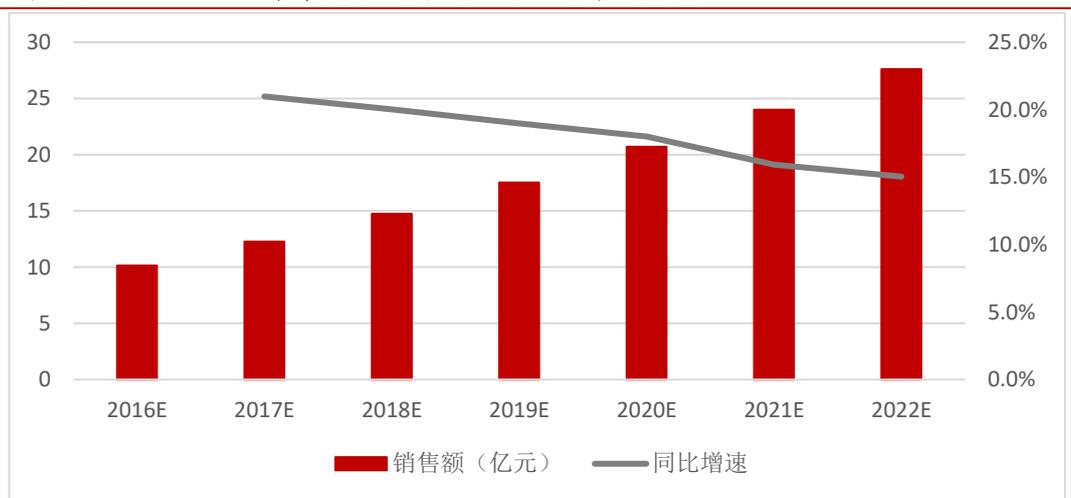
为增加制氧机增长点，公司在西藏积极开拓弥散式制氧机的销售。弥散式制氧的主要应用场景为西藏等海拔较高，氧气浓度较低的地区。公司 2014 年中标解放军总后勤卫生部的高原兵站哨所制氧站项目，2015 年与中国农业银行西藏自治区分行签署近 3000 万的制氧项目合同，短短两年时间已服务于数十家企事业单位。2018 年，位于拉萨国家级经济技术开发区的鱼跃高原制氧产业园落成投产。产业园集高端工业制造、装配、仓储为一体，全力服务高原地区的供氧事业，改善居民生活品质。2018 年西藏鱼跃承接建设的弥散式供氧项目超过 1 亿元。

## 3. 呼吸机增长潜力巨大，有望再造制氧机板块

### 3.1. 呼吸机理论市场大于制氧机，静待放量

阻塞性睡眠呼吸暂停综合征(OSAS)是一种发病率高、危害大的常见慢性病，国内约有 1000 万以上 OSAS 患者。目前睡眠呼吸机是治疗睡眠呼吸暂停综合征最有效的无创伤手段。

图 32：2016-2022 年中国睡眠呼吸机行业销售规模预测



资料来源：前瞻产业研究院，川财证券研究所

我国睡眠呼吸暂停患病率呈逐年上升趋势，但是得到治疗的还不到 0.1%。假设有百分之五的患者使用睡眠呼吸机，那么其保有量将超过 660 万台，市场

规模将超过 266 亿元，我国家用睡眠呼吸机市场潜力巨大。

**表格 4. 我国睡眠呼吸机市场规模测算**

	市场规模假设
OSA 患病人数 (万)	10,000
呼吸机渗透率 (假设)	5%
存量规模 (万台)	664
单价 (元)	4,000
存量市场 (亿元)	266

资料来源：柳叶刀，中国产业信息网，川财证券研究所

### 3.2. 消费升级推动单水平呼吸机，双水平呼吸机应用于临床肺炎等

呼吸机产品主要可分为两大类：单水平呼吸机和双水平呼吸机，两者在工作方式、价格和适应症方面的主要区别如下：

**表格 5. 单水平呼吸机和双水平呼吸机的主要区别**

	单水平		双水平 (BiPAP)
	全自动 (APAP)	半自动 (CPAP)	
工作方式	智能识别呼吸所需压力	手动设置固定值，始终保持在同一数值	分别设置较高的吸气压和较低的呼气压，当患者在吸气时机器提供较高的吸气压力以保持气道开放，呼气时提供较低的呼气压力。
价格 (元)	3500-5000	2000-3000	6000-8000
适应症	常见的 OSA。阻塞性睡眠呼吸暂停综合症的轻、中、重度患者。		各种肺内肺外疾病导致的急慢性呼吸衰竭，如慢阻肺、支气管扩张、肺囊性纤维化、间质性肺病等，以及各种类型的睡眠呼吸疾病。

资料来源：柳叶刀，中国产业信息网，川财证券研究所

由于适应症上的不同，我们发现单水平呼吸机的销售呈现明显的集中在一、二线城市，消费人群为具有一定购买力、健康意识较强的大城市消费者。双水平呼吸机一般适用于较为严重的肺病(各种肺内肺外疾病导致的急慢性呼吸衰竭，如慢阻肺、支气管扩张、肺囊性纤维化、间质性肺病等，以及各种类型的睡眠呼吸疾病)，医用临床需求强于消费属性，因此销售地区分布较为平均。此外双水平呼吸机的销售还可以带动公司制氧机的销售。公司的睡眠呼吸机 2017 年开始放量，2019 年收入有望超过 1.5 亿元。

#### 4. 雾化器：持续受益于呼吸道用药的增加

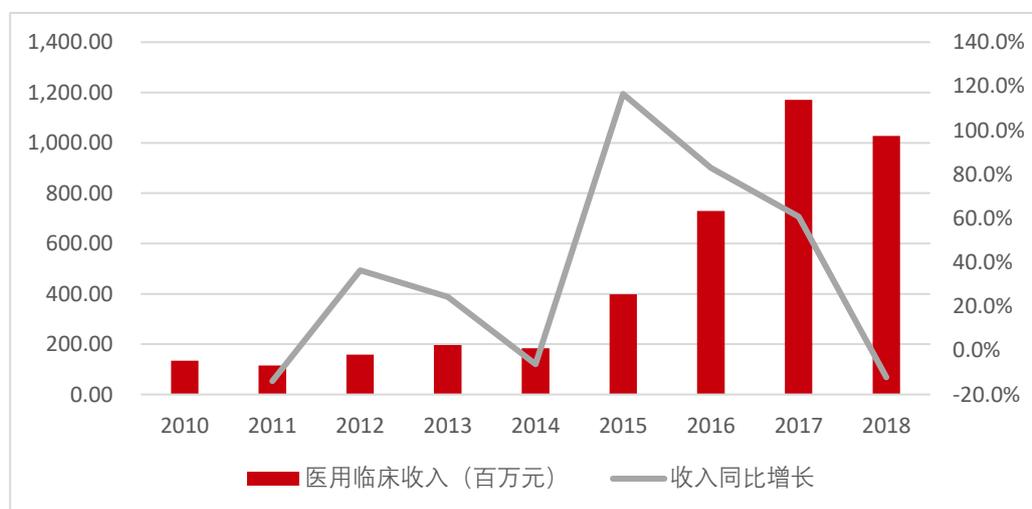
雾化吸入治疗是呼吸系统疾病治疗方法中一种重要和有效的治疗方法，采用雾化吸入器将药液雾化成微小颗粒，药物通过呼吸吸入的方式进入呼吸道和肺部沉积，从而达到无痛、迅速有效治疗的目的。公司的雾化器年收入由刚上市时的 4000 万左右增长到 2018 的约 2 亿元，年化复合增速超过 40%。

### 四、医用临床：有望成为最大增长点

#### 1. 外延并购大幅扩充医用产品线

公司医用临床业务从 2009 年开始，从高频 X 射线、DR（数字化 X 射线摄影系统）、针灸针（苏州医疗用品厂）等起步，2015 年 7 月，公司将医学影像诊断设备生产、研发相关的设备及部分存货出售予万东医疗的全资子公司华润医疗器械；随后分别收购上械集团和中优医药后，医用临床业务快速发展，产品线得到大幅扩充。

图 33：2010-2018 年医用临床收入及其同比增速



资料来源：公司公告，川财证券研究所

#### 2. 中优：临床消毒领军企业，医用民品有望齐放量

公司于 2016 年年末和 2018 年年初，分两次受让上海中优 61.62%和 38.38% 的股份，实现完全控股。中优医药系中国院内传染病防控与感染控制细分领域的龙头企业，尤其是手部和皮肤消毒领域在临床医院已有极好的品牌积淀，为

国内外不同等级的医院提供感染控制和消毒隔离整体解决方案。2019年，中优开始开发民用消毒产品，可借助鱼跃医疗在OTC端的既有渠道开拓新市场。

**表格 6. 分两次收购中优 100%股权**

股权取得时点	股权取得成本 (亿元)	股权取得比例
2017年01月10日	8.63	61.62%
2018年5月4日	5.37	38.38%

资料来源：柳叶刀，中国产业信息网，川财证券研究所

根据股份转让协议约定，卞雪莲、上海中优绿色企业发展中心(有限合伙)、上海中优健康管理咨询有限公司、上海亦康环境技术有限公司四位股东（以下简称“承诺方”）对上海中优进行盈利承诺：上海中优2017年度、2018年度、2019年度经审计的扣除非经常性损益归母净利润不低于9200万元、11200万元、14200万元，任一年度实现的实际业绩未达到承诺业绩80%（即2017年未达到7,360万元，2018年未达到8,960万元，2019年未达到11,360万元），则承诺方应就当年度净利润未达标部分按照协议约定方式进行补偿。

**表格 7. 中优近五年及 19H1 财务数据**

(百万元)	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1
营业收入	257.63	232.88	324.13	419.20	523.91	272.41
同比增长		0.10	0.39	0.29	0.25	0.18
净利润	26.04	25.89	66.76	90.22	121.44	71.49
同比增长		0.01	1.58	0.35	0.35	0.62
业绩承诺（扣非归母净利润）				92.00	112.00	

资料来源：公司公告，川财证券研究所

### 3. 上械：整合完成，重新出发

2014年4月23日，上械集团100%股权于上海联合产权交易所挂牌，公司控股股东“鱼跃科技”最终以69149.45万元受让上械集团100%股权。上械集团核心产品主要有手术器械、卫生材料及敷料、药用膏贴等，上海手术器械厂和上海卫生器械厂是公司核心，经过二十年的发展壮大，上械集团已成为国内规模最大、产品品种最齐全的医疗器械产销企业之一。

由于尚在整合期，17、18年上械的营业收入均有所下降。19年上半年收入同比增长19%至3.34亿元。公司由于技改和产能不足的原因，营收受到一定程度影响。未来新生产基地建成后，上械集团整体经营效率和盈利水平都将得到改善。

表格 8. 上械近三年及 19H1 财务数据

(百万元)	2016	2017	2018	19H1
营业收入	599	590	567	334.025
同比增长		-1%	-4%	19%
净利润	42	70	58	21.04
同比增长		65%	-18%	5%
净利率	7.09%	11.88%	10.15%	6.30%

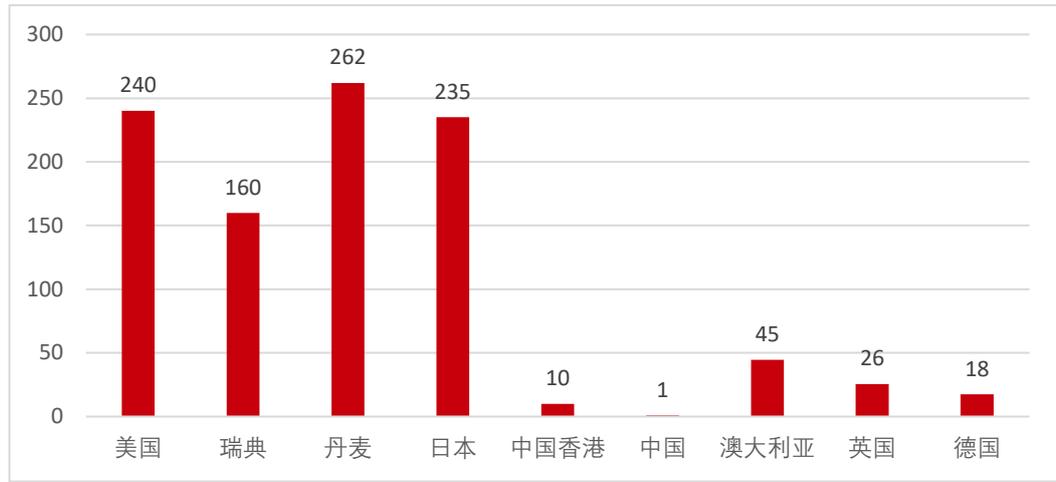
资料来源：公司公告，川财证券研究所

#### 4. 普美康：急救设备配置亟待提升

在 2017 年 3 月，鱼跃医疗完成了对德国 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，自动除颤仪）收归麾下。Primedic 普美康所属德国子公司 Metrax GmbH，Primedic 在医疗急救领域拥有 40 余年的经验，在全球医疗急救行业具备较高的知名度。

AED (Automated External Defibrillator) 自动体外除颤仪，是一种国际上认可的主要用于公共场合专门为急救突发猝死病患的可携带设备，是可被非专业人员使用的用于抢救心源性猝死患者的医疗设备。心跳骤停时，只有在最佳抢救时间的“黄金 4 分钟”内，利用 AED 对患者进行除颤和心肺复苏，才是最有效制止猝死的办法。据统计，如果 1 分钟之内通过 AED 对患者进行电击除颤，救活概率为 90%，每延迟一分钟救活的希望降低 7% -10%。一台 AED 设备的有效使用范围最好在直径 100 米左右的区域。在这个范围外，获取 AED 所需的时间就可能延误最佳抢救时间。

截至 2018 年底，中国 AED 大约只有 2 万台，仅北京、成都、上海、杭州、海口等城市在重点公共场所设置 AED，很多城市 AED 配置为零。如此少的数量无法满足实际可及性需求。在美国心脏骤停的患者抢救成功率约为 10%，个别大城市成功率能达到 30%，而中国成功率仅有 1%。AED 设备布局率低，AED 知识认知率低，以及相关法律缺乏造成了目前中国 AED 使用率几乎为零的现状。

**图 34： 主要国家 AED 配置率（每 10 万人配置 AED 台数）**


资料来源：公开资料整理，环球网，川财证券研究所

国内除颤器市场空间巨大。鱼跃在国内成熟的销售渠道将助力普美康除颤器开拓蓝海市场。

## 五、估值评级：首次覆盖给予“增持”评级

### 关键假设：

**收入方面：**根据公司家用医疗、医用供氧、医用临床等业务划分的披露方式，我们预测公司 2019/20/21 年营业收入为 48.84/59.62/71.62 亿元，同比增速分别为 17%/22%/20%；

**毛利率方面：**公司 2016-2018 年毛利率总体保持平稳，我们预计 2019/20/21 年毛利率为 39.90%/39.81%/39.66%。

**盈利预测：**我们预计 2019-2021 年公司营业收入分别为 48.84/59.62/71.62 亿元，归属于上市公司股东的净利润分别为 8.39/10.02/11.95 亿元，同比增速分别为 15%/19%/19%，对应 EPS 分别为 0.84/1.00/1.19 元/股。

**表格 9. 鱼跃医疗收入、成本和费用预测**

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（分产品）（单位：百万元）					
康复护理系列	1,310.20	1,533.65	1,917.06	2,338.82	2,806.58
医用供氧系列	1,043.33	1,318.82	1,318.82	1,516.64	1,744.14
医用临床系列	932.00	1,027.80	1,284.75	1,670.18	2,087.72

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
外贸航空产品	239.00	276.78	332.14	398.56	478.28
其他业务	16.68	26.34	31.61	37.93	45.52
合计	3,541.56	4,183.39	4,884.38	5,962.13	7,162.23
营业收入同比增速 (%)					
康复护理系列	26.23%	17.05%	25.00%	22.00%	20.00%
医用供氧系列	21.72%	26.40%	0.00%	15.00%	15.00%
医用临床系列	27.84%	10.28%	25.00%	30.00%	25.00%
外贸航空产品		15.81%	20.00%	20.00%	20.00%
其他业务	98.57%	57.91%	20.00%	20.00%	20.00%
合计	34.53%	18.12%	16.76%	22.07%	20.13%
毛利率 (%)					
康复护理系列	31.61	35.64	36.00	35.50	35.00
医用供氧系列	47.84	46.43	46.00	46.00	46.00
医用临床系列	51.05	47.97	49.00	49.00	49.00
外贸航空产品	4.32	3.97	4.00	4.00	4.00
其他业务	31.98	11.78	30.00	30.00	30.00
合计	39.66	39.83	39.90	39.81	39.66

资料来源：公司公告，川财证券研究所预测

**绝对估值及评级：**使用现金流贴现模型，假设永续发展阶段的增长率为5%，无风险利率约等于近期一年期国债收益率，为2.53%，得出相对应的WACC为7.86%，得到当前相应的估值为30.81元/股，高于当前股价，给予“增持”评级。

表格 10. 现金流贴现法 WACC 预测值

预测值	高速增长阶段	永续增长阶段
贝塔值 ( $\beta$ )	0.978	0.978
无风险利率 (%)	2.52%	2.52%
市场的预期收益率 (%)	8.00%	8.00%
股权资本成本 ( $K_e$ )	7.88%	7.88%
WACC	7.86%	7.86%

资料来源：Wind，川财证券研究所预测

表格 11. DCF 估值敏感性分析

WACC (%)	0%	1%	2%	3%	4%	5%
5.86%	17.12	20.02	24.42	31.91	47.42	98.83
6.86%	14.82	16.84	19.68	24.01	31.35	46.57
7.86%	13.10	14.58	16.56	19.36	23.60	30.81
8.86%	11.78	12.90	14.35	16.30	19.04	23.21
9.86%	10.72	11.60	12.71	14.13	16.04	18.74

资料来源：Wind，川财证券研究所预测



**相对估值及评级：**鱼跃医疗包含医疗器械中的家用医疗器械与医用临床器械，我们在 A 股的医疗器械板块公司中选取三诺生物、迈瑞医疗、乐普医疗以及欧普康视作为可比公司。截止 2020 年 1 月 22 日收盘，可比公司动态市盈率范围为 30-78 倍，平均市盈率为 49 倍，公司 2019-2021 年业绩对应市盈率为 25/21/17 倍。鱼跃医疗估值低于医疗器械企业可比公司平均估值，首次覆盖，给予“增持”评级。

**表格 12. 可比公司估值比较**

股票代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)				PE (X)				PB (X)
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	2019E
300298.SZ	三诺生物	15.21	85.98	0.56	0.52	0.70	0.80	27.32	29.33	21.80	18.99	3.04
300595.SZ	欧普康视	54.19	219.27	0.98	0.74	1.00	1.33	55.50	73.34	54.10	40.61	16.08
300003.SZ	乐普医疗	32.82	584.74	0.68	0.96	1.25	1.65	47.98	34.15	26.28	19.89	7.67
300760.SZ	迈瑞医疗	193.27	2,349.57	3.34	3.81	4.66	5.63	57.87	50.66	41.47	34.31	12.36
可比公司平均					1.39	1.51	1.90	2.35	47.17	46.87	35.91	28.45
002223.SZ	鱼跃医疗	22.20	223.00	0.73	0.84	1.00	1.19	28.59	24.77	20.74	17.40	3.38

资料来源：wind，川财证券研究所，股价为 2020/1/22 收盘价，鱼跃医疗数据来自川财预测，其余可比公司数据来自万得一致预期



## 风险提示

### 产能释放不及预期

公司现有产能利用率超 100%，产品供不应求，新建产能若不能按期释放，或影响公司生产及销售收入的增长。

### 产品需求不及预期

公司的家用医疗板块具有一定的消费属性，可能随着宏观经济景气度波动，若整体消费意愿下降，公司产品需求可能受到影响。

### 新产品研发不及预期

若产品线不能得到进一步的持续扩充，或影响公司收入利润增长。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

## 重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时可就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：00000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0004