

深耕家用医疗器械市场，自主转型寻突破

风险评级：中高风险

新三板大消费系列研究第 10 期——鹿得医疗（832278.OC）

2021 年 1 月 21 日

投资要点：

魏红梅

SAC 执业证书编号：

S0340513040002

电话：0769-22119410

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

分析师：黄秀瑜

S0340512090001

电话：0769-22119455

邮箱：hxy3@dgzq.com.cn

分析师：张孝鹏

S0340520060002

电话：0769-22119410

邮箱：zhangxiaopeng@dgzq.com

研究助理：雷国轩

S0340119070037

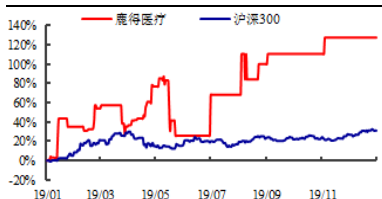
电话：0769-23320072

邮箱：leiguoxuan@dgzq.com.cn

主要数据 2020 年 1 月 19 日

收盘价(元)	4.00
总市值(亿元)	3.70
总股本(亿股)	92.50
流通股本(亿股)	0.00
ROE(TTM)	13.01%
12 月最高价(元)	4.01
12 月最低价(元)	1.90

指数走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

- **专注主业，股权集中。**公司主要从事以家用医疗器械为主的医疗器械及保健护理产品的研发、生产和销售，公司主营四大类医疗健康产品，分别为血压检测、雾化治疗、家庭护理、科室诊断，主要产品包括：血压计、雾化器、听诊器和冲牙器等，公司股权集中度高，稳定性较强。
- **外贸代工为主，自主转型寻突破。**公司产品大部分销往境外市场，少部分在境内市场销售，2019年来自境外的销售收入占公司主营业务收入的87.42%。公司机械血压表、听诊器出口销售额在境内企业中均排名第一，电子血压计、雾化器出口销售额在境内企业中分别排名第十三、第八。自主品牌在国内药房、医院渠道销量逐步提升，如益丰药房等渠道销量从2017年的91.03万元提升到2019年的240.37万元。
- **医疗器械市场方兴未艾，家用医疗器械空间巨大。**2015 年我国家用医疗设备市场规模为480亿元，2018年增长到948亿元，年复合增长率达到 25.46%。人口老龄化加剧，带动家用医疗器械需求增长。慢性病易发性提升家用医疗器械需求。如高血脂、高血压、肥胖、营养不良等，通过针对性的检测和个性化的疗养保健可以对慢性病进行预防和控制。家用医疗器械的普及应用，使得人们可以在家里随时检测自己的健康状况，及时发现疾病的危险因素，并在早期进行有效的干预，提高疾病的预防和控制能力。
- **家用医疗器械行业目前依然比较分散，规模效应有待显现。**目前我国已在A股上市专注于家用医疗器械企业主要有4家，其销售额占整个家用医疗器械市场比例不足10%，市场比较分散，还未形成绝对强势品牌。近年来，家用血压计、血糖仪等产品销售非常火爆，国产产品各项性能提升，日渐被人们所接受。医用消费领域，家用医疗设备无疑将成为未来最具发展潜力的子板块，品牌效应将会越来越重要。
- **公司在细分领域竞争优势明显。**目前我国已在A股上市专注于家用医疗器械企业主要有4家，其销售额占整个家用医疗器械市场比例不足10%，市场比较分散，还未形成绝对强势品牌。公司在血压计、听诊器产品具有较强优势。通过资本市场募资计划不断加强研发、新零售渠道建设，强化自有品牌，提升品牌影响力。
- **风险提示。**原材料价格波动风险、行业竞争加剧风险、海外收入依赖较高风险、产品质量风险等。

目 录

1. 公司基本情况.....	4
(1) 专注主业，股权集中.....	4
(2) 外贸代工为主，自主转型寻突破.....	5
2. 市场前景光明	6
(1) 市场规模.....	6
(2) 行业增长驱动力.....	7
3. 行业竞争格局集中度低.....	10
(1) 家用医疗器械行业目前依然比较分散	10
(2) 细分领域竞争优势明显.....	10
4. 未来增长预期稳定.....	11
(1) ODM 与自主品牌双轮驱动	11
(2) 产能扩张、产品品类扩张.....	12
(3) 募资提升研发、新零售渠道.....	13
5. 公司财务稳健	13
6. 风险提示	15

插图目录

图 1：公司主营构成（2019 年）.....	4
图 2：公司产品	4
图 3：2017-2024 年全球医疗器械市场规模（亿美元）	6
图 4：中国医疗器械主营业务收入（亿元）	6
图 5：家用医疗器械主要产品分类	7
图 6： 2015-2018 年中国家用医疗设备市场规模（亿元）	7
图 7：中国人口老龄化（60 岁以上人口）	7
图 8： 2019-2100 年全球人口数量及老龄化预测.....	7
图 9：中国不同年龄人群慢性病患率.....	8
图 10：高血压患病率	9
图 11：全球及中国呼吸道疾病患病人数（单位：亿人）	9
图 12：发明专利	11
图 13：营业收入及增速（单位：亿元）.....	13
图 14：归母净利润及增速（单位：万元）	13
图 15：经营活动现金流情况（单位：万元）	13
图 16：销售商品、提供劳务收到现金情况（单位：万元）	13
图 17：营运效率（单位：天数）	14
图 18：资产负债率（单位：%）	14
图 19：费用率情况（%）	14
图 20：利润率指标（单位：%）	14

表格目录

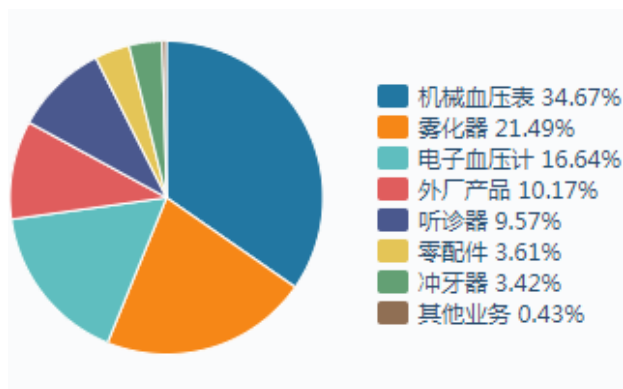
表 1: 公司产品结构 (单位: 万元)	4
表 2: 公司主营业务收入分销售模式统计情况 (单位: 万元)	5
表 3: 公司业务分工	5
表 4: 行业鼓励类产业政策	8
表 5: 家用医疗器械上市公司列表 (单位: 亿元)	10
表 6: 主要产品的平均售价变化 (单位: 元)	12
表 7: 自有品牌销售占比 (单位: 万元)	12
表 8: 主要产品的平均售价变化 (单位: 元)	12

1. 公司基本情况

(1) 专注主业，股权集中

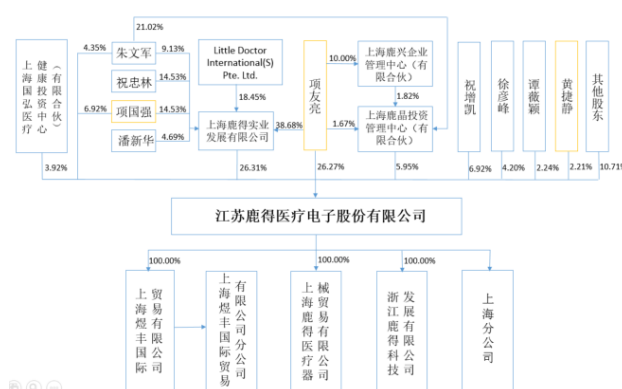
公司业务及股权结构：公司主要从事以家用医疗器械为主的医疗器械及保健护理产品的研发、生产和销售，公司主营四大类医疗健康产品，分别为血压检测、雾化治疗、家庭护理、科室诊断，产品远销欧洲、亚洲、美洲、非洲、大洋洲等多个国家和地区，主要产品包括：血压计、雾化器、听诊器和冲牙器等。项友亮先生、黄捷静女士、项国强先生三人合计直接持有鹿得医疗 35.40%的股份；通过鹿得实业、鹿晶投资等，间接控制鹿得医疗 32.26%的股份表决权，合计控制公司 67.66%的股份表决权，三人属于同一家族，为公司共同实际控制人，具有对鹿得医疗的绝对控股地位，公司股权集中度高，稳定性较强。

图 1：公司主营构成（2019 年）



资料来源：wind，东莞证券研究所整理

图 2：公司产品



资料来源：公司公告，东莞证券研究所整理

公司主要产品：自产机械表、电子血压计、雾化器、听诊器、冲牙器等家庭用医疗器械及保健护理产品，此外公司采购体温计、医用家具、消毒产品、五官检查器械等对外销售。公司产品大多数应用于家庭，为广大家庭和个人消费者提供家庭血压监测、呼吸道疾病治疗、口腔清洁保健等功能，帮助消费者进行相关疾病的监测、预防和治疗，积极进行健康管理，提高身体健康水平。

表 1：公司产品结构（单位：万元）

项目	2019 年度		2018 年度		2017 年度	
	金额	比例(%)	金额	比例 (%)	金额	比例 (%)
机械血压表	10538.66	34.82%	10734.71	36.60%	8904.33	31.59%
电子血压计	5059.00	16.71%	5581.70	19.03%	5802.45	20.58%
雾化器	6532.64	21.58%	5344.43	18.22%	6493.20	23.03%
听诊器	2909.18	9.61%	2393.73	8.16%	2576.98	9.14%
冲牙器	1038.69	3.43%	1040.36	3.55%	671.48	2.38%

配件	1097.51	3.63%	937.15	3.20%	770.47	2.73%
贸易经营产品	3092.85	10.22%	3297.02	11.24%	2970.09	10.54%

资料来源：公司公告，东莞证券研究所整理

(2) 外贸代工为主，自主转型寻突破

目前 ODM 销售为主，血压、听诊产品优势大：公司产品大部分销往境外市场，少部分在境内市场销售，2019 年来自境外的销售收入占公司主营业务收入的 87.42%。基于境内外市场情况的不同，公司分别采取不同的销售模式，在境外市场主要以 ODM 模式为主；在境内市场则以自有品牌销售和 ODM 模式相结合，其中自有品牌销售主要采用经销方式。2018 年，公司机械血压表、听诊器出口销售额在境内企业中均排名第一，电子血压计、雾化器出口销售额在境内企业中分别排名第十三、第八。

表 2：公司主营业务收入分销售模式统计情况（单位：万元）

销售模式		2019 年度		2018 年度		2017 年度	
		金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
境外销售	ODM 模式	22,819.50	75.39	20,661.85	70.45	19,714.85	69.94
	自有品牌	964.44	3.19	801.68	2.73	793.78	2.82
	贸易经营模式	2,676.09	8.84	3,130.71	10.67	2,723.24	9.66
	小计	26,460.03	87.42	24,594.24	83.86	23,231.87	82.41
境内销售	ODM 模式	1,437.88	4.75	2,905.24	9.91	2,246.92	7.97
	自有品牌	1,953.86	6.46	1,663.31	5.67	2,463.36	8.74
	贸易经营模式	416.75	1.38	166.31	0.57	246.85	0.88
	小计	3,808.49	12.58	4,734.86	16.14	4,957.13	17.59
总计		30,268.53	100.00	29,329.10	100.00	28,189.00	100.00

资料来源：公司公告，东莞证券研究所整理

业务分工清晰，自主转型：母公司鹿得医疗全面负责公司的研发、生产、销售，包括各类产品及技术的研发，各类产品的生产及对外销售；浙江鹿得主要负责机械血压表、听诊器金属类零部件的生产加工，并提供给鹿得医疗使用；煜丰国际负责公司部分产品的境外销售，产品类型以贸易经营产品、ODM 产品为主，同时销售少量自有品牌产品；鹿得贸易负责公司部分产品的境内销售，并以自有品牌产品的境内销售为主，同时根据客户需求经营部分 ODM 产品、贸易经营产品的境内销售。自主品牌在国内药房、医院渠道销量逐步提升，如益丰药房等渠道销量从 2017 年的 91.03 万元提升到 2019 年的 240.37 万元。

表 3：公司业务分工

公司名称	研发	生产		销售	
		零部件	成品	境内	境外
鹿得医疗	√	√	√	√	√
浙江鹿得		√			
煜丰国际					√
鹿得贸易				√	

资料来源：公司公告，东莞证券研究所整理

2. 市场前景光明

(1) 市场规模

医疗器械市场方兴未艾：据 Evaluate MedTech 发布的《World Preview 2018, Outlook to 2024》统计数据，2017 年全球医疗器械市场销售额为 4050 亿美元，同比增长 4.6%；预计 2024 年全球医疗器械销售额将达到 5945 亿美元，2017 年-2024 年间复合增长率为 5.6%。《中国医疗器械蓝皮书 2019》分析判断，2018 年我国医疗器械生产企业主营业务收入约为 6380 亿元，2021-2022 年医疗器械生产企业主营收入将有望突破万亿元，未来几年复合增速接近 15%。

图 3：2017-2024 年全球医疗器械市场规模（亿美元） 图 4：中国医疗器械主营业务收入（亿元）



资料来源：Evaluate MedTech，东莞证券研究所整理

资料来源：中国医疗器械行业发展报告（2018），东莞证券研究所整理

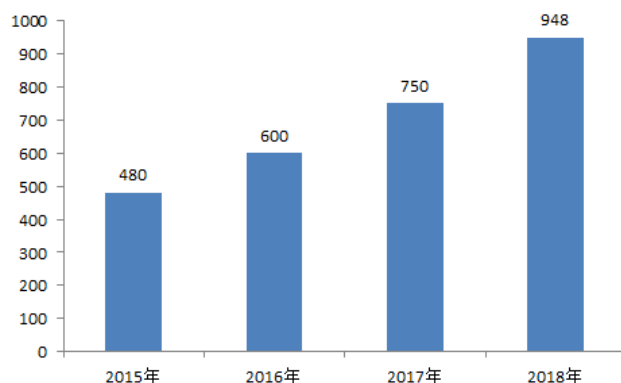
家用医疗器械空间巨大：家用医疗器械是指适合家庭或个人使用的医疗器械，一般以治疗、检测、康复、保健等功能为主。诊断检测类仪器，如传统血压计、血糖仪、听诊器等；治疗类设备，如家庭个人用血液透析机等；康复类设备，如医疗床、智能工作站等，均表现不俗，且出现了诸多基于互联网的新型智能化产品。发达国家医疗保健体系的发展大致经历了三个阶段：第一阶段，医疗保健完全依靠综合和专科医院；第二阶段，常见病、多发病以社区医院为主体；第三阶段，综合医院和专科医院为骨干，社区医院为分支，家庭医疗、康复、预防为补充。随着医疗保健体系的发展变化，家庭医疗在医疗保健体系中的作用越来越显著，体温计、听诊器、血糖仪、血压计、按摩器械等家用医疗器械产品在发达国家家庭中逐渐普及，极大地促进了全球家用医疗器械市场规模的增长。与发达国家相比，我国医疗保健体系正处于第二阶段向第三阶段的过渡时期。家庭医疗在我国已经得到了一定的发展，但目前还处于初步阶段，我国居民对于家用医疗器械尚未形成大规模的消费习惯。但随着我国经济的增长、消费水平的升级以及老龄化程度的加深，我国居民对于健康管理的重视度越来越高。根据中国药品监督管理研究会主编发布的《中国医疗器械行业发展报告（2018）》披露，2017 年我国家用医疗器械市场规模约为 750 亿元。据医械研究院发布的《中国医疗器械行业蓝皮书（2019）》，2015 年我国家用医疗设备市场规模为 480 亿元，2018 年增长到 948 亿元，年复合增长率达到 25.46%。

图 5：家用医疗器械主要产品分类

类别	产品列举
检测类	血压计、体温计、血糖仪、指尖血氧仪、电子秤、脂肪测量仪等。
治疗类	远红外线治疗仪、磁疗仪、理疗仪、中频治疗仪、雾化器等。
急救类	家用除颤仪、急救药箱、氧气瓶等。
康复类	家用制氧机、家用呼吸机、按摩仪、颈椎腰椎牵引器、视力治疗仪、
保健类	电动按摩产品、中药电疗垫、理疗仪器等。

资料来源：公开发行说明书，东莞证券研究所整理

图 6：2015-2018 年中国家用医疗设备市场规模(亿元)

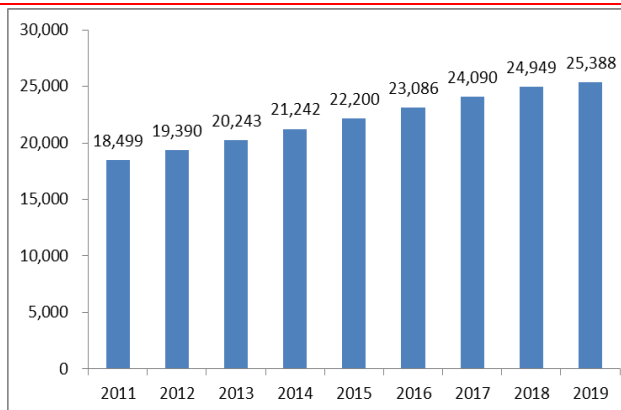


资料来源：医械研究院《中国医疗器械行业蓝皮书》(2019)，东莞证券研究所整理

(2) 行业增长驱动力

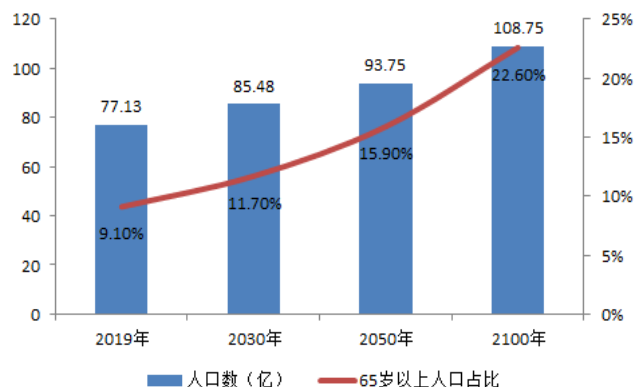
人口老龄化加剧，带动家用医疗器械需求增长。人口老龄化是全球性趋势，人口老龄化是社会经济发展的结果，也是世界各国面临的共同挑战。人口老龄化始于 20 世纪，并且一直在持续发展，预计未来将进一步加剧。据联合国发布的《世界人口展望 2019》，2019 年-2100 年，全球人口总数将从 77.13 亿人增长到 108.75 亿人，同时 65 岁及以上人口比例将从 9.1% 上升到 22.6%。这意味着到 2100 年全球 65 岁以上人口将比 2019 年增加 17.56 亿人。2019 年，中国 60 周岁及以上人口 2.54 亿，占总人口的 18.1%；65 周岁及以上人口已达 1.76 亿，占总人口的 12.6%，以 14% 为分界线，2019 年底距离“老龄社会”仅差 1.4%，正式进入“老龄社会”已开始倒计时。老年人的慢性病患率和医疗卫生费用需求显著高于一般人群，人口老龄化不断加剧、家庭健康管理意识不断增强，这些因素将为家用医疗器械市场的持续发展提供巨大的需求潜力。

图 7：中国人口老龄化（60 岁以上人口）



资料来源：wind，东莞证券研究所整理

图 8：2019-2100 年全球人口数量及老龄化预测

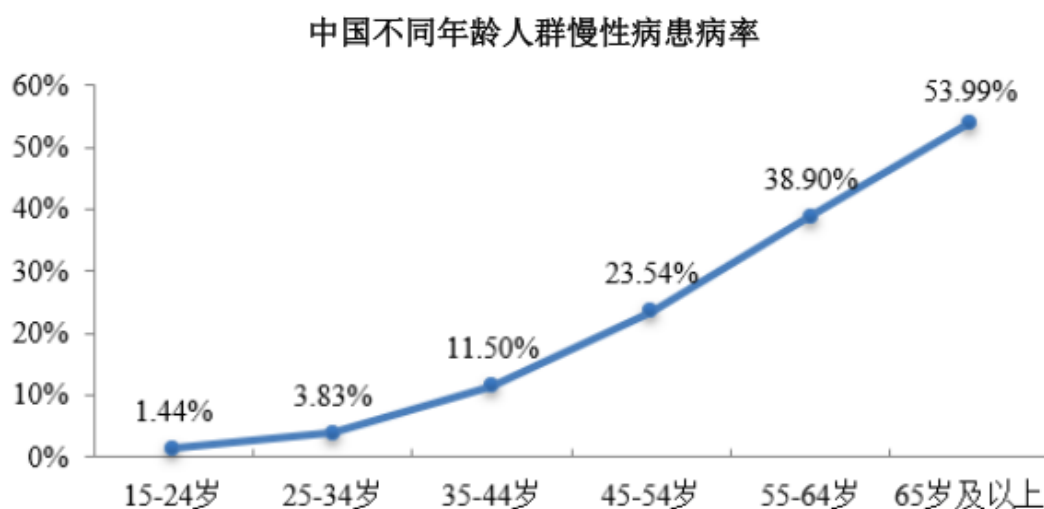


资料来源：联合国《世界人口展望 2019》，东莞证券研究所整理

慢性病易发性提升家用医疗器械需求。根据 WHO 统计，心脏病、中风、癌症、慢性呼吸

系统疾病和糖尿病等慢性病是现在世界上最主要的死因，占有所有死亡的 63%（数据来源：WHO 官网）。慢性病已经成为危害人类健康的重要因素，极大地加重了人们的医疗负担。慢性病的产生通常是多个危险因素长期综合作用的结果，如高血脂、高血压、肥胖、营养不良等，通过针对性的检测和个性化的疗养保健可以对慢性病进行预防和控制。家用医疗器械的普及应用，使得人们可以在家里随时检测自己的健康状况，及时发现疾病的危险因素，并在早期进行有效的干预，提高疾病的预防和控制能力。老年人的慢性病患者率和医疗卫生费用需求显著高于一般人群，根据我国卫生部统计，65 岁及以上人群慢性病患者率达到 53.99%。

图 9：中国不同年龄人群慢性病患者率



资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》（2018）

产业扶持及居民消费力提升。与发达国家相比，我国居民对于家用医疗器械尚未形成大规模的消费习惯，重要原因是消费水平和健康意识的差距。随着经济的持续发展，我国居民收入水平增长迅速。根据国家统计局数据，2013 年我国居民人均可支配收入为 18,310.8 元，2018 年增长到 28,228.0 元。收入的增长带动了生活水平和医疗服务消费能力的持续提升，2013 年我国居民人均卫生费用支出为 2,327.37 元，2018 年增长到 4,236.98 元。

表 4：行业鼓励类产业政策

序号	产业政策	颁布部门	相关内容	时间
1	关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见	国务院	提出“改革临床试验管理”“加快上市审评审批”“促进药品创新和仿制药发展”“加强药品医疗器械全生命周期管理”“提升技术支撑能力”等意见。	2017 年 10 月
2	关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见	国务院	提出“改革临床试验管理”“加快上市审评审批”“促进药品创新和仿制药发展”“加强药品医疗器械全生命周期管理”“提升技术支撑能力”等意见。	2017 年 10 月
3	产业结构调整指导目录（2019 年本）	国家发展和改革委员会	将“医药”列为鼓励类项目，其中包括“新型医诊断设备和试剂、数字化医学影像设备，人工智能辅助医疗设备，高端放射治疗设备，电子内窥镜、手术机器人等高端外科	2019 年 11 月

			设备, 新型支架、假体等高端植入介入设备与材料及增材制造技术开发与应用, 危重病用生命支持设备, 移动与远程诊疗设备, 新型基因、蛋白和细胞诊断设备”等。	
4	《关于扩大医疗器械注册人制度试点工作的通知》	国家药监局	释放医疗器械注册人制度红利, 鼓励医疗器械创新	2019 年 8 月
5	《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》	国家药监局	改革临床实验管理, 加快上市审评审批, 加强药品医疗器械全生命周期管理	2017 年 10 月
6	产业结构调整指导目录 (2019 年本)	国家发展和改革委员会	将“医药”列为鼓励类项目, 其中包括“新型医用诊断设备和试剂、数字化医学影像设备, 人工智能辅助医疗设备, 高端放射治疗设备, 电子内窥镜、手术机器人等高端外科设备, 新型支架、假体等高端植入介入设备与材料及增材制造技术开发与应用, 危重病用生命支持设备, 移动与远程诊疗设备, 新型基因、蛋白和细胞诊断设备”等。	2019 年 11 月
7	《关于扩大医疗器械注册人制度试点工作的通知》	国家药监局	释放医疗器械注册人制度红利, 鼓励医疗器械创新	2019 年 8 月

资料来源: 药监局, 工信部, 东莞证券研究所整理

血压计和雾化器产品具有前景。随着健康意识的增强, 全球家用医疗器械市场处于持续增长的趋势。电子血压计、雾化器作为重要的家用医疗器械产品具有广阔的市场前景。

(1) 在电子血压计领域: 根据世界卫生组织 (WHO) 估计, 高血压影响着全球 10 亿人的健康。在中国, 高血压患病率也呈上升趋势, 中国高血压调查 (CHS) 于 2012~2015 年抽取 451,755 名 ≥ 18 岁居民进行调查, 结果显示中国 ≥ 18 岁成人高血压患病粗率为 27.9% (加权率为 123.2%)。相应地, 中国心脑血管疾病患病率也持续上升。高血压人群的增加, 促使人们越来越重视对血压值的日常测量及监控, 对电子血压计的需求也不断增长。(2) 在雾化器领域: 近年来, 由于大气污染、吸烟、人口老龄化等因素的影响, 呼吸道疾病对人类的危害日益严重。根据华盛顿大学健康指标与评估研究所 (IHME) 的研究统计, 2017 年患病总人数达到 8.93 亿人, 其中中国患病人数为 1.49 亿人。未来, 随着人们消费能力和对雾化治疗认知水平的提升, 家用雾化器市场规模有很大的增长空间。

图 10: 高血压患病率

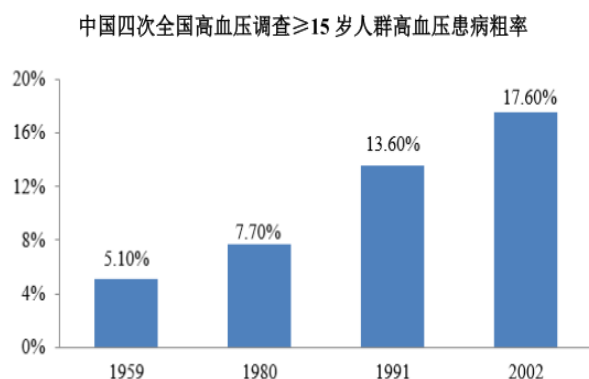
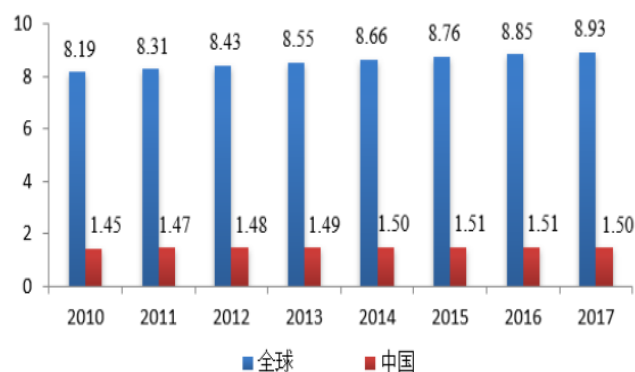


图 11: 全球及中国呼吸道疾病患病人数 (单位: 亿人)



资料来源: 国家心血管病中心《中国心血管病报告》(2018) 资料来源: 健康指标与评估研究所 (IHME)

3. 行业竞争格局集中度低

(1) 家用医疗器械行业目前依然比较分散

公司产品大部分为家用医疗器械，且主要以血压计、雾化器、听诊器等产品为主。公司市场竞争主要来自于生产同类型产品的境内外企业，包括：欧姆龙、爱安德、百瑞、鱼跃医疗、九安医疗、乐心医疗、鸿邦电子、东冠电子等。家用医疗器械有别于医院使用的医疗器械，其操作简单、体积小、携带方便，特别是应用在一些慢性病，如血压、血糖等检测及监测时优势更为突出。随着我国消费水平升级以及老龄化程度加深，我国各项慢性病患者人数不断攀升，潜在需求人群是家用医疗器械发展的基础。人们对健康管理重视度越来越高，家庭健康管理成为市场越来越关注的领域。近年来，家用血压计、血糖仪等产品销售非常火爆，国产产品各项性能提升，日渐被人们所接受。在医疗设备领域里，家用医疗设备无疑将成为未来最具发展潜力的子板块。外资大牌以欧姆龙、松下、罗氏、强生和飞利浦为代表，这类公司在进入中国市场后，以其在世界范围内积累丰富的产品生产和营销经验，率先占领市场，目前多数产品在中国市场上仍占据重要地位。本土大型企业：以鱼跃医疗、九安医疗和三诺生物等公司为代表，这类公司拥有口碑产品，销售自主产品，拥有自己的销售团队，销售渠道以直销和分销为主，产品覆盖全国，拥有多年的产品生产和销售经验。目前，这类公司已有多个品牌产品在市场上的表现优于外资企业，新产品的研发实力也在不断提升。目前我国已在 A 股上市专注于家用医疗器械企业主要有 4 家，其销售额占整个家用医疗器械市场比例不足 10%，市场比较分散，还未形成绝对强势品牌。

表 5：家用医疗器械上市公司列表（单位：亿元）

证券简称	城市	上市日期	2019 年 营收	总市值	PE (TTM)	产品类型
鱼跃医疗	江苏丹阳	2008-04-18	46.36	272.27	17.57	产品主要是集中呼吸供氧、血压血糖、康复护理、医疗急救、手术器械、中药器械、医用石膏、高分子卫生敷料等
三诺生物	湖南长沙	2012-03-19	20.83	186.33	64.93	血糖监测系统、慢性病即时检测 (POCT) 产品
乐心医疗	广东中山	2016-11-16	8.84	39.74	67.06	产品主要包括穿戴式运动手表、电子健康秤、电子血压计、脂肪计和电子血糖仪等家用医疗保健电子产品
九安医疗	天津市	2010-06-10	7.06	40.81	8.02	产品包括电子血压计、血糖仪以及血氧、心电图、心率、体重、体脂等领域的个人健康管理可穿戴设备产品，互联网+医疗解决方案提供商
鹿得医疗 (精选层)	南通市	2016-11-21	3.04	14.22	30.94	主要产品包括：血压计（机械式和电子式）、雾化器、听诊器和冲牙器等

资料来源：wind，东莞证券研究所整理

(2) 细分领域竞争优势明显

公司在血压计、听诊器产品具有较强优势。2018 年，公司机械血压表、听诊器出口销售额在境内企业中均排名第一，电子血压计、雾化器出口销售额在境内企业中分别排名第十三、第八，公司自主品牌产品“西恩（SCIAN）牌血压计”被授予江苏名牌产品称号。目前我国医疗器械企业规模普遍较小，根据国家药品监督管理局数据统计，截至 2018 年中国医疗器械生产企业已达 17,236 家。这些企业 90%以上为中小型企业，主营业务收入年平均在 3,000~4,000 万元（数据来源：中国药品监督管理研究会《中国医疗器械行业发展报告（2019）》）。公司 2019 年营业收入为 3.04 亿元，在境内医疗器械生产企业中属于规模较大的企业。公司通过持续研发形成了多项核心技术，目前已经取得 74 项专利，并建立了江苏省家用精密医学器械工程技术研究中心。

产品认证资质众多，研发储备产品较多。2011 年荣获高新技术企业称号，2013 年下属西恩品牌血压计被认定为江苏省名牌产品，2015 年西恩品牌荣膺江苏省著名商标，2019 年鹿得医疗被认定为江苏省专精特新小巨人企业。截至 2019 年底，公司共申请专利 100 多项，企业通过了 FDA、510 (K)、ISO13485、CE、ESH、BIHS 等多项国际认证，机械血压表、电子血压计、压缩式雾化器、超声雾化器、冲牙器取得欧盟 CE 认证；机械血压表、腕式电子血压计、电子血压计、机械血压表取得美国 FDA 认证。拥有省级工程技术中心，其中“膜盒传感器自动化生产技术”获得国家火炬计划立项，电子听诊器获得中国专利优秀奖。公司自主研发的在研项目较多，包括智能远程诊断听诊器的研究及开发、金属高端手持式、听诊器导管及听头新材料的研究、带呼吸侦测功能的雾化器研究、具备智能传输功能的电子血压计开发、卡通雾化器的开发、自校表技术的机械表开发、上气侦测技术血压计的研发和开发、低药物残留压缩雾化器防水系列产品开发、臭氧冲牙器的研究、洗鼻产品的研究、红外测温仪的研发、吸鼻器。

图 12：发明专利

序号	专利名称	专利号	专利权人	申请日期	期限	取得方式
1	一种具血压数据分析和 管理功能的电子血压计	ZL201210216441.6	鹿得 医疗	2012.06.28	20 年	原始 取得
2	一种新型的听诊器密封 圈及设置有该密封圈的 听诊器	ZL201210546761.8	鹿得 医疗	2012.12.17	20 年	原始 取得
3	一种用于自校准生产工 艺的机械血压表的机芯	ZL201510195999.4	鹿得 医疗	2015.04.23	20 年	原始 取得
4	一种可自动校零和满度 的电子血压计	ZL201510843698.8	鹿得 医疗	2015.11.27	20 年	原始 取得
5	一种防震手持式血压表	ZL201510467105.2	鹿得 医疗	2015.08.03	20 年	原始 取得
6	一种机械式血压表机芯	ZL201510553909.4	鹿得 医疗	2015.09.02	20 年	原始 取得

资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》（2018）

4. 未来增长预期稳定

（1）ODM 与自主品牌双轮驱动

ODM 出口客户稳定，产品价格较稳定。公司出口产品主要是根据国际医疗器械品牌运营商进行 ODM 生产，公司的境外市场十分广阔，产品已出口至欧洲、亚洲、美洲等区域的全球多个国家和地区，公司境外客户中不乏业内知名医疗器械品牌厂商。如 2019 年对新加坡 Little Doctor International (S) Pte. Ltd. 销售收入约 6480 万元，毛利率达到 28.14%。2017 年、2018 年和 2019 年公司对境外客户的销售收入分别为 23,231.87 万元、24,594.24 万元和 26,460.03 万元，占全部销售收入的比例分别为 82.30%、83.68% 和 87.04%。

表 6：主要产品的平均售价变化（单位：元）

产品类型	2019 年	2018 年	2017 年
机械血压表	31.22	30.75	30.02
电子血压计	70.06	68.32	69.53
雾化器	85.24	89.43	95.33
听诊器	8.94	9.87	8.62
冲牙器	121.76	124.63	135.86

资料来源：公司公告，东莞证券研究所整理

强化自有品牌，提升品牌影响力。全球家用医疗器械行业市场需求较大，受产业政策导向、人口老龄化、人民生活水平的提高和技术进步等多重因素的影响，市场容量快速增长、市场前景广阔。公司自有品牌收入已初具规模，品牌影响力也逐步提升。鉴于公司目前自有品牌的销售现状，未来公司将进一步加大境内市场营销力度，积极传播、推广公司自有品牌，扩大境内市场的销售份额，提升自有品牌价值，为公司利润创造新的增长点。

表 7：自有品牌销售占比（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
自有品牌销售金额	2,918.30	2,464.99	3,257.14
营业收入金额	30,398.64	29,389.26	28,227.27
占比	9.60%	8.39%	11.54%

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

（2）产能扩张、产品品类扩张

产品结构升级。公司现有产品中，技术水平好、生产规模大、竞争力强的产品主要有机械血压表、电子血压计、雾化器、听诊器。其中机械血压表和听诊器的市场空间和增长速度相对较低，电子血压计、雾化器的市场空间、应用前景和增长速度显著高于机械血压表和听诊器，因此，未来电子血压计、雾化器等产品将会持续增长。

表 8：主要产品的平均售价变化（单位：元）

序号	产品类型	产能	是否新增
1	机械血压表	350 万套/年	替代原有产能
2	电子血压计	75 万台/年	新增产能
3	雾化器	80 万台/年	新增产能

资料来源：公司公告，东莞证券研究所整理

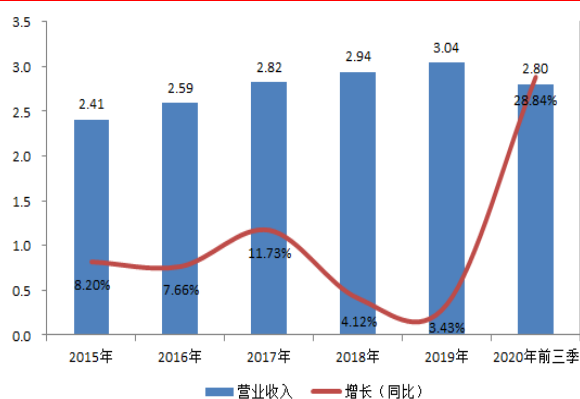
(3) 募资提升研发、新零售渠道

公司募投 3332.63 万元建设研发中心，拟建成电磁兼容性实验室、产品型式实验室、声学实验室、静音室、量测综合实验室、电路实验及调试工作室等一系列高规格实验室，并在此基础上重点针对一系列新产品和技术课题进行研发和改进。投资 3075 万元建设大数据新零售项目，用于新零售系统升级、大健康生态建设、品牌营销投入、国际市场拓展四个方面。调整当前的营销网络建设布局，顺应医疗器械向新零售模式转变的趋势，通过新零售项目的建设实施，公司将积极利用线上新媒体矩阵和流量池打造，通过新媒体传播矩阵建设、新电商矩阵搭建、新门店服务升级等新零售系统，减少品牌建设成本，降低营销推广费用，提升品牌知名度，加快售后服务响应速度，为公司在家庭医疗器械领域的利润增长带来新的动力。

5. 公司财务稳健

2019 年公司实现营业收入 30399 万元，与上年同期相比增加 3.43%；利润总额 3718 万元，比上年同期增加 53.18%；净利润为 3254 万元，比上年同期增长 60.44%；毛利率为 26.92%，去年同期为 25.15%。2020 年前三季度公司营业收入达到 27977 万元，相比去年同期增长 28.84%，公司归母净利润达到 3795 万元，同比增长 54.74%。公司近年来收入和利润呈现稳定增长态势，新冠疫情以来，国内外订单量增加，国际市场新增客户 20 个，南美、欧盟、北美、东南亚及大洋洲等地区均有不同程度增幅。经营活动产生的净现金流量净额总体稳定增长，销售商品、提供劳务收到的现金稳定，总体上，主营业务的现金情况比较稳定。

图 13：营业收入及增速（单位：亿元）



资料来源：wind，东莞证券研究所

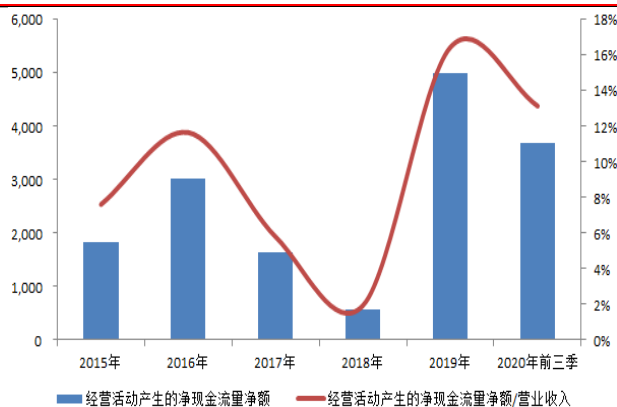
图 14：归母净利润及增速（单位：万元）



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 15：经营活动现金流情况（单位：万元）

图 16：销售商品、提供劳务收到现金情况（单位：万元）



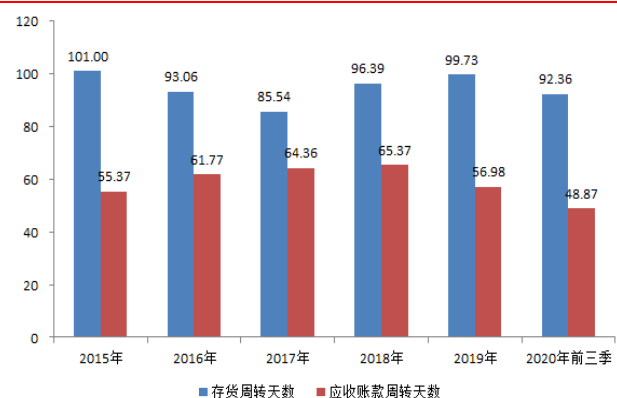
资料来源: wind, 东莞证券研究所



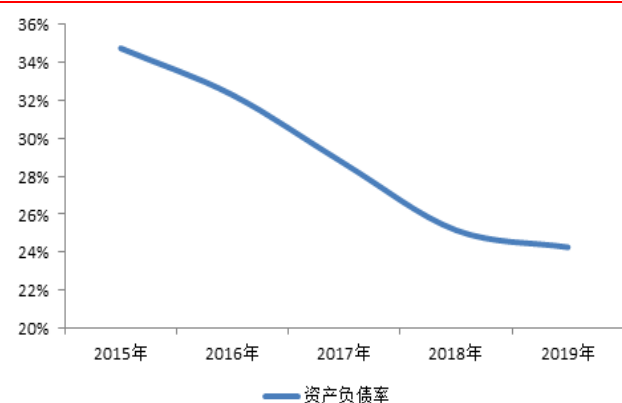
资料来源: wind, 东莞证券研究所

图 17: 营运效率 (单位: 天数)

图 18: 资产负债率 (单位: %)



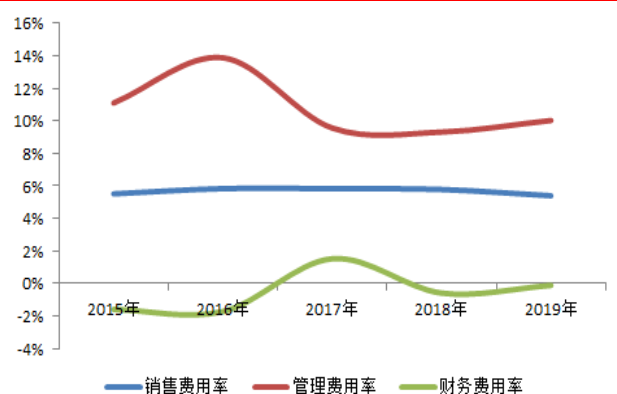
资料来源: wind, 东莞证券研究所



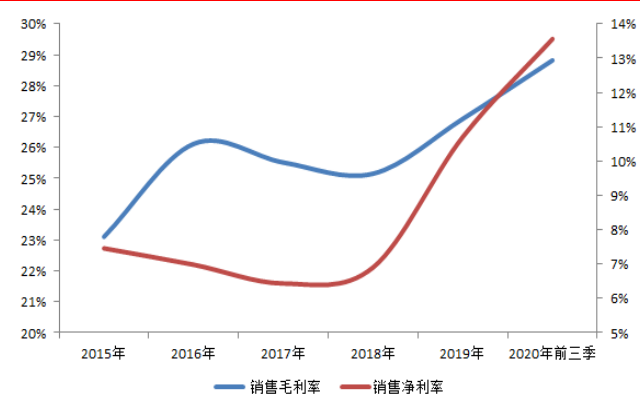
资料来源: wind, 东莞证券研究所

图 19: 费用率情况 (%)

图 20: 利润率指标 (单位: %)



资料来源: wind, 东莞证券研究所



资料来源: wind, 东莞证券研究所

6. 风险提示

- (1) 原材料价格波动风险。
- (2) 行业竞争加剧风险。
- (3) 海外收入依赖较高风险。
- (4) 产品质量风险等。

东莞证券研究报告评级体系:

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内, 股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内, 股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内, 股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺:

本人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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点, 不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系, 没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益, 或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明:

东莞证券为全国性综合类证券公司, 具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司(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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠, 但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告, 亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下, 本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险, 据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有, 未经本公司事先书面许可, 任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发, 需注明本报告的机构来源、作者和发布日期, 并提示使用本报告的风险, 不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的, 应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码: 523000

电话: (0769) 22119430

传真: (0769) 22119430

网址: www.dgzq.com.cn