

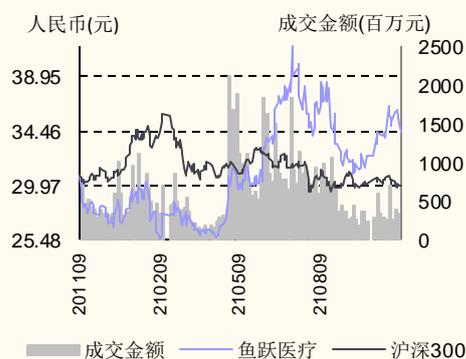
鱼跃医疗 (002223.SZ) 买入 (首次评级)

公司深度研究

市场价格 (人民币): 34.44 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	10.02
已上市流通 A 股(亿股)	9.44
总市值(亿元)	345.25
年内股价最高最低(元)	41.43/25.48
沪深 300 指数	4848
深证成指	14509



聚焦三大成长赛道，平台型器械公司成长可期

公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,636	6,726	7,050	8,060	9,100
营业收入增长率	10.82%	45.08%	4.82%	14.33%	12.90%
归母净利润(百万元)	753	1,759	1,448	1,664	1,897
归母净利润增长率	3.49%	133.74%	-17.67%	14.86%	14.04%
摊薄每股收益(元)	0.751	1.755	1.445	1.659	1.892
每股经营性现金流净额	0.59	2.77	1.03	1.67	1.97
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.40%	23.65%	16.87%	16.73%	16.44%
P/E	27.07	16.08	22.43	19.53	17.13
P/B	3.36	3.80	3.79	3.27	2.81

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **公司聚焦呼吸、血糖、感控三大高成长性核心赛道。**新管理层上任后对公司业务版图进行重新梳理并确立聚焦于呼吸与制氧、血糖 POCT、感控三大核心赛道的战略。三大板块均具有高成长性、低渗透率、拥有广阔的市场空间的特点。2021 年公司前三季度收入体量为 53.1 亿元，归母净利润达 13.52 亿元。其中呼吸制氧板块为公司历年重点布局板块，上半年营收 13.22 亿元，同比增长 13.52%。糖尿病护理板块线下业务恢复并快速放量，贡献 2.05 亿元营收，同比增长 130.15%。感控板块贡献收入 4.45 亿元。
- **公司自研产品覆盖面广，在产品结构及影响力上优势突出。**公司为国内家用医疗器械及提供相关医疗业务的龙头企业，产品覆盖三大核心业务，同时覆盖家用类电子检测及体外诊断、康复及临床器械的四大基石业务及急救、眼科、智能康复三大孵化业务。公司品牌影响力不断提升，产品结构不断优化。通过并购整合及自主研发，公司拥有多达 600 多种产品品类及近万个产品规格，其中，近期重磅推出高流量呼吸湿化治疗仪、连续血糖监测 (CGM)、AED 及便携式制氧机等产品。
- **抗击海外疫情助力公司开拓海外自主品牌销售市场并迎来快速放量新时期。**抗击疫情过程中公司和海外市场建立长期业务关系，在多个国家和地区根据现有的市场资源及因地制宜的战略推进布局属地化销售团队。公司海外业务实现巨大突破，海外销售成为公司的新的增长点，在 2021 年上半年海外营收达到 7.18 亿元。

投资建议

- 我们预计三大主线将实现快速增长，同时四大基石业务及三大孵化业务将保持稳健增长。预计公司 2021-2023 年分别实现收入 70.5 亿、80.6 亿、91 亿元；实现归属母公司净利润 14.5 亿元，16.6 亿元，18.9 亿元，同比增长 17.8%，14.9%、14%，给予目标价 43 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 收购整合不及预期风险；商誉增加风险；海外市场拓展不及预期风险；新品研发不及预期风险；

袁维

分析师 SAC 执业编号: S1130518080002

(8621)60230221

yuan_wei@gjzq.com.cn

内容目录

新生力量接班，公司进入发展新阶段	4
十年积累上市，公司稳健快速成长	4
管理层换届，接轨新时代发展模式	4
以成熟业务为基石，积极布局高成长板块	4
公司业绩快速增长，高毛利核心产品带动盈利稳步提升	7
聚焦三条蓝海赛道，公司展现新活力	9
疫情催化提升呼吸制氧板块品牌影响力	9
传统血糖仪增速跑赢行业，进军动态血糖仪未来可期	13
抗击疫情需求爆发，感控产品知名度提升	20
海外销售成为新的增长点	21
盈利预测与投资建议	23
风险提示	23

图表目录

图表 1：公司新管理层发展规划	4
图表 2：2016-2021 年公司主要收购项目	5
图表 3：2020-2021Q1 凯立特经营情况	5
图表 4：2016-2021Q1-Q3 公司研发投入情况	6
图表 5：公司主要产品	6
图表 6：2016-2021Q1-Q3 期间公司各项费用率	7
图表 7：2016-2021Q1-Q3 公司营业收入及净利润情况	7
图表 8：2016-2021H1 公司营业收入构成情况	8
图表 9：2016-2020 年公司三大板块毛利率情况	8
图表 10：2016-2021H1 公司毛利润构成情况	9
图表 11：公司业务构成	9
图表 12：全球 COPD 患者数量（百万人）	10
图表 13：公司呼吸制氧板块收入贡献占比	10
图表 14：公司呼吸制氧板块营业收入（亿元）	10
图表 15：鱼跃制氧机研发历史	11
图表 16：全球 OSA 患者数量（30-69 岁）（百万人）	11
图表 17：中国 OSA 患者数量（30-69 岁）（百万人）	11
图表 18：中国 OSA 患者人数全球占比	12
图表 19：中国家用呼吸机市场规模（百万人）	12
图表 20：2019 年中国医用呼吸机市场格局	13
图表 21：中国糖尿病发病人数预测	13
图表 22：糖尿病监测医疗器械分类	13
图表 23：全球糖尿病监测医疗器械市场规模（十亿美元）	14

图表 24: 糖尿病护理板块营业收入及成本 (亿元)	14
图表 25: 2020 年血糖仪竞争格局	15
图表 26: 国内市场血糖仪品牌对比	15
图表 27: 中国血糖监测市场规模划分	15
图表 28: 美国血糖监测市场规模划分	15
图表 29: 淘宝血糖仪单月销量排名	16
图表 30: 京东血糖仪单月销量排名	16
图表 31: 四种血糖仪精确度比较	17
图表 32: 中国、美国血糖监测市场规模划分	17
图表 33: BGM 与 CGM 技术对比	18
图表 34: 安耐糖 “Anytime”	18
图表 35: “Anytime” 采集血糖结果展示	19
图表 36: CGM 市场竞争格局	19
图表 37: 国内获批动态葡萄糖监测系统概览	19
图表 38: 2017-2020 年中优医药营业收入 (亿元)	20
图表 39: 2017-2020 年中优医药净利润 (亿元)	20
图表 40: 2019 年中国家用消毒产品市场份额	21
图表 41: 利康品牌介绍	21
图表 42: 大陆海外收入以及增速对比 (2016-2021H1)	22
图表 43: 国内国外收入占比 (2016-2021H1)	22
图表 44: 可比公司估值比较 (市盈率法)	23

新生力量接班，公司进入发展新阶段

十年积累上市，公司稳健快速成长

- 公司始于 1998 年，主营康复护理及医用供氧系列医疗器械。在创始人吴光明先生的带领下，逐步加大自主研发投入，打造“鱼跃医疗”器械品牌，并快速成长为国内最大的康复护理及医用供氧医疗器械生产企业。经过一系列资本引入及股权结构调整，于 2008 年上市深圳证券交易所，进入快速发展的新阶段。

管理层换届，接轨新时代发展模式

- 2020 年 10 月 28 日，吴群先生带领新一届董事会成员上任。2011 年，吴群正式加入鱼跃，从零打造电商业务板块，开辟了公司线上销售新模式，取得了亮眼的业绩增长。2013 年 9 月起担任副董事长，开始接手公司管理工作，经过七年磨砺顺利接任公司新领导者。在此次换届中，新上任董事及高级管理层更加年轻化，同时具有丰富的行业经验。
- 2021 年公司大力推进新产能持续落地与生产数字化升级；持续加大研发投入，注重创新研究，提升核心竞争力；优化销售体系，强化营销团队建设，着重推进终端业务建设与线上板块业务直营建设；围绕核心业务与战略规划，做好兼并收购及资源融合工作，并持续推进内部风险管控，依托累积优势，实现跨越式发展。

图表 1：公司新管理层发展规划

发展目标	经营计划
河阳厂区新产能持续落地与数字化升级	1、公司将完成多种产品产能转入与生产落地工作，集中发挥河阳工厂制造优势；2、公司将加大智能制造投入，试点分厂数字化方案，打通物流管理链条信息化通道，打造智慧工厂。
加大研发投入，提升核心竞争力	1、公司研发中心将着重围绕主要战略业务板块推进产品性能升级与改进；2、公司将建立创新研究院，将创新研发作为独立发展单元，加大研发投入的深度与广度，储备人才。
优化销售体系，强化营销团队建立建设	1、公司将加强线下销售大区管理制度，设立、推广介入线下销售 B2B 商家、用户云平台，并进一步开展线下旗舰店建设；2、公司将着重关注线上板块业务直营能力建设，打造行业领头羊的电商运营团队。
做好兼并收购及资源融合工作	公司将围绕核心业务与远期战略规划，积极寻找并购标的或成熟技术，重点关注具有渠道协同效应或者细分领域具有领先地位的标的，使外延式扩展最终促进公司跨越式发展。
持续推进内部风险管控	管理层将持续关注公司生产运营过程中法规符合性，制度执行性，从生产环境、生产过程、运营资质、内审体系、模拟飞检、产品注册、对外宣传等行业法规的特殊要求，到内部控制、信息披露等一般上市企业制度规范性要求全面执行。

来源：公司公告，国金证券研究所

以成熟业务为基石，积极布局高成长板块

- 公司始终以研发创新为核心，在不断夯实临床医疗器械等基础成熟业务竞争力的基础上，持续开发新产品，丰富产品结构。
- 尤其是上市以来，公司积极收购兼并，布局高成长型业务板块。在资本市场的加持下，公司持续进行外延拓展。
 - 2016-2018 年，公司先后完成对上海中优医药的 100% 股份收购，将消毒感染控制领域纳入业务板块。随着人们生活水平的提高、疾病防控意识的增强，感控领域将具有可观的发展空间。
 - 2019-2020 年，公司收购六六视觉、参股江苏视准医疗，丰富眼科手术器械产品，并涉足隐形眼镜，多方面布局眼科赛道。
 - 2021 年，公司收购浙江凯立特 50.99% 的股权，实现控股，战略性引入动态血糖监测板块，大大增强公司在血糖监测领域的竞争力。

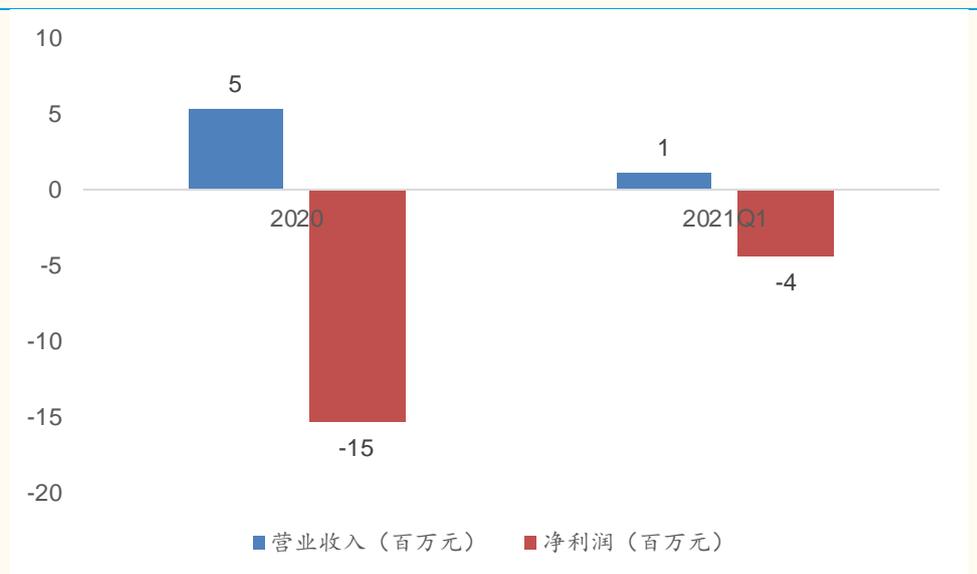
图表 2: 2016-2021 年公司主要收购项目

时间	收购项目	对生产经营和业绩的影响	业绩承诺
2016 年 11 月	收购上海中优医药 61.62% 股份	涉足医院消毒和感染控制领域, 2017 年 H1, 中优营收 1.73 亿, 占比 9.28%, 并表净利润 0.18 亿, 占比 4.60%	2018 年和 2019 年分别承诺净利润 1.12 亿元和 1.42 亿元
2018 年 1 月	收购上海中优医药 38.38% 股份		
2019 年 10 月	投资江苏视准医疗 20.96% 股份	开拓布局眼科医疗器械领域, 扩大现有业务板块	-
2019 年 10 月	收购苏州六六视觉 95.95% 股权	加强眼科器械细分领域的品牌认可度, 完成跨越领域门槛的技术积淀, 丰富在相应业务板块的产品品类。	-
2020 年 1 月	收购苏州六六视觉 2.72% 股权		
2021 年 5 月	收购浙江凯立特 50.993% 股权	纳入 POCT 业务, 促进公司在糖尿病领域的实力	-

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 其中, 凯立特于收购前经营呈亏损状态, 2021 年动态血糖监测产品获国家药监局注册证后, 有望在公司销售等支持下快速放量。

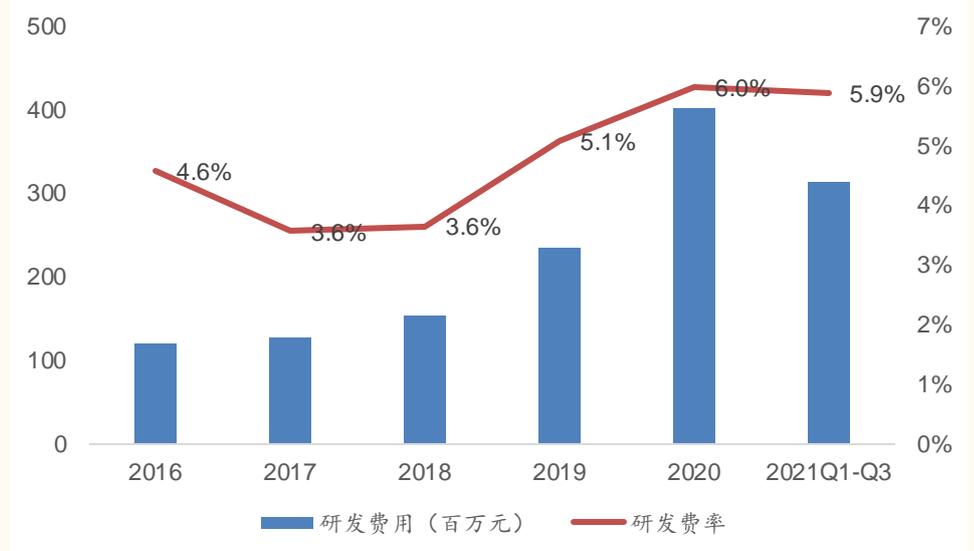
图表 3: 2020-2021Q1 凯立特经营情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 公司多年保持研发高投入, 持续推进产品更新及新品研发。由 2005 年的出售轮椅业务推进制氧机产品研发, 到 2008 年上市募集资金拟全部用于产品的研发升级, 公司致力于产品科技含量及价值的提高。近年来, 研发投入不断增长, 2016-2020 年间复合增长达 35.22%, 2020 年起进一步加大研发力度, 研发费用占比近 6%。

图表 4：2016-2021Q1-Q3 公司研发投入情况



来源：公司公告，国金证券研究所

- 目前，公司已构建起 600 余种、近万个规格的庞大产品结构，覆盖血糖、呼吸、感控及眼科、急救等领域。
- 同时，公司还有丰富的在研管线，聚焦制氧机、血糖仪、雾化器等产品的性能优化升级，以及 APP 移动智能平台的搭建，围绕家用医疗、临床医疗与美好生活三大核心板块，不断打造一系列高科技、智能化产品，提高消费者生活质量。

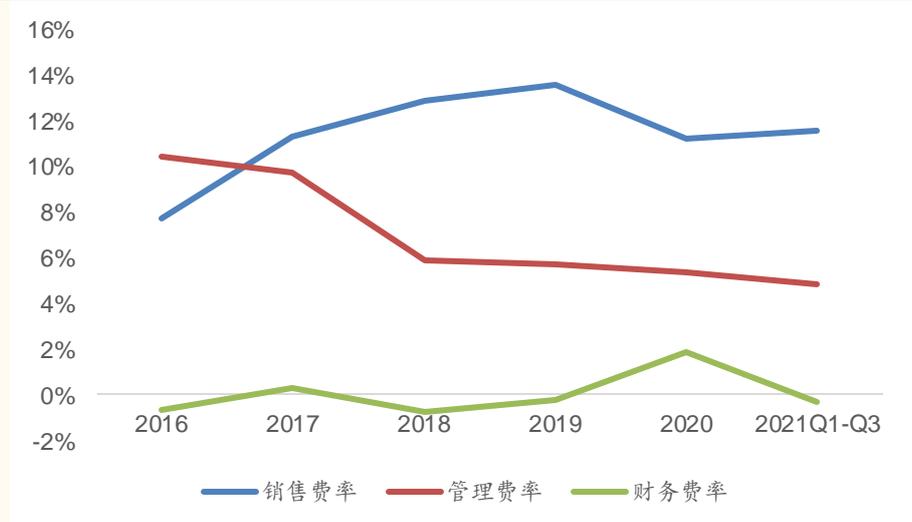
图表 5：公司主要产品



来源：公司官网，国金证券研究所

- 近年来，公司产品快速丰富，销售费率逐年增加，2020 年受疫情影响，有所下降；同时海外业务扩增、外币汇率损失带来财务费率的增加；另外，公司规模扩大、管理逐渐优化，管理费率下降。

图表 6：2016-2021Q1-Q3 期间公司各项费用率

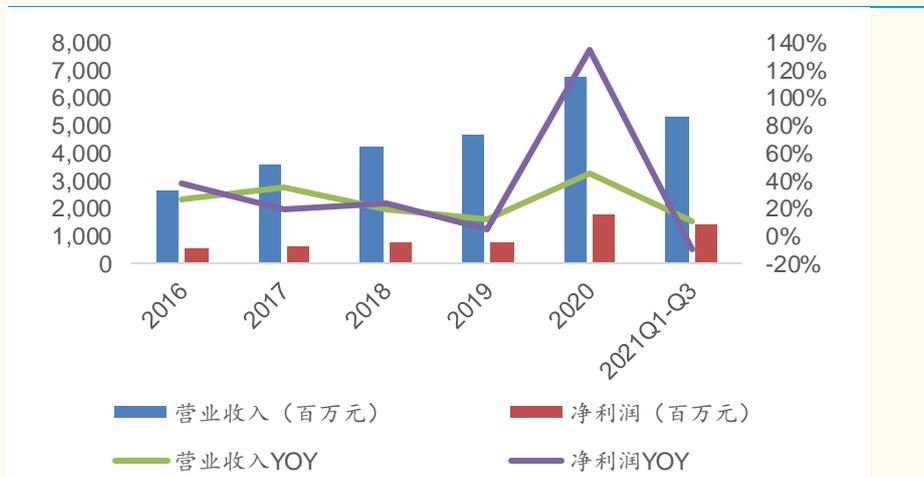


来源：公司公告，国金证券研究所

公司业绩快速增长，高毛利核心产品带动盈利稳步提升

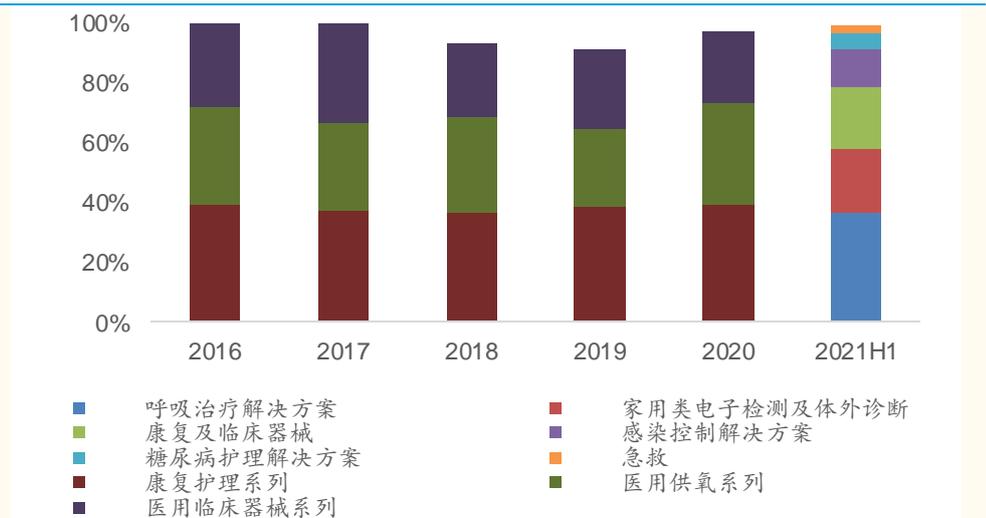
- 在公司多年来建立的品牌力度及产品结构不断丰富的基础上，近年来，规模逐渐扩大，海外+海内、线上+线下多向突破，带动公司业绩快速增长。2016-2020 年，公司营业收入以 CAGR 为 26.43% 的速度增至 67.26 亿元，并于 2021 年前三季度即实现 53.10 亿元的收入体量；净利润也由 2016 年的 5.00 亿增至 2020 年的 17.59 亿元，CAGR 为 36.95%，2021 年前三季度实现净利润 13.52 亿元。
- 公司主营业务围绕家用康复护理系列、医用供氧系列及医用临床器械系列三大板块，2020 年分别占比 39.46%、33.61% 和 23.71%。公司逐渐确立呼吸、血糖及家用 POCT、消毒感控三大核心成长赛道，同时推动家用电子检测等基石业务稳健发展与急救、眼科等积极布局的发展战略。2021 年上半年，呼吸板块贡献收入 13.22 亿元，占比 36.79%，同比增长 13.52%；血糖板块贡献收入 2.05 亿元，占比 5.69%，同比增长 130.15%，快速放量；感控板块贡献收入 4.45 亿元，占比 12.38%。

图表 7：2016-2021Q1-Q3 公司营业收入及净利润情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 8：2016-2021H1 公司营业收入构成情况



来源：公司公告，国金证券研究所

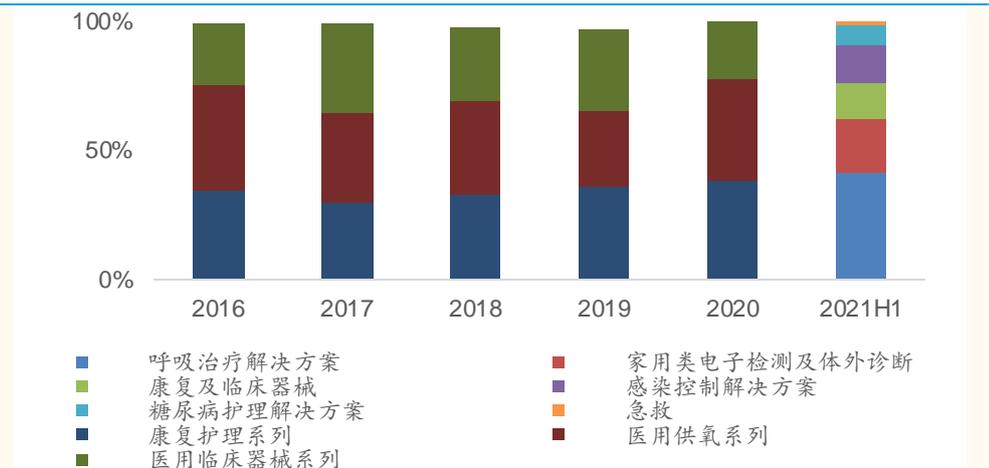
- **毛利率稳步提升，核心板块毛利率高达 55%以上。**随着产品竞争力及品牌力度的不断提升，家用康复护理、医用供氧及医用临床器械三大板块的毛利率呈稳步增长趋势。公司调整业务板块后，2021 年上半年，核心赛道的呼吸、血糖及感控板块的毛利率分别为 56.53%，65.08%，59.89%，毛利润占比分别达到 41.21%，7.34%和 14.69%。这三大高毛利率水平的核心产品，随着市占率的进一步提升，有望带动盈利水平快速增长。

图表 9：2016-2020 年公司三大板块毛利率情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 10: 2016-2021H1 公司毛利润构成情况

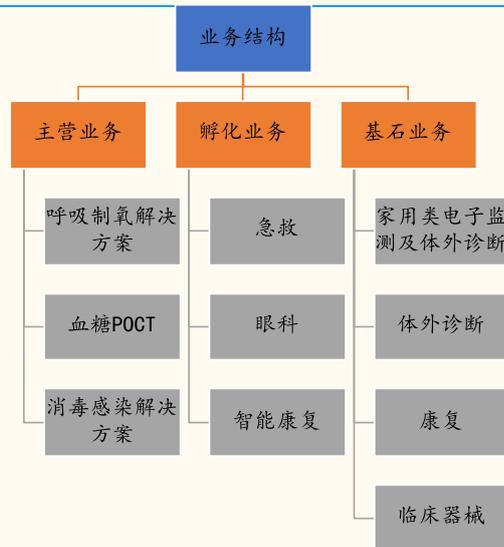


来源: 公司公告, 国金证券研究所

聚焦三条蓝海赛道, 公司展现新活力

- 新董事长吴群上任之后对公司已有产品线进行梳理并重新制定战略规划, 决定聚焦于呼吸制氧、血糖以及消毒感染三条核心主营业务赛道, 推动家用类电子检测及体外诊断、康复及临床器械的四大基石业务稳健发展。此外, 公司还积极孵化急救、眼科、智能康复三大业务板块。

图表 11: 公司业务构成



来源: 公司官网, 国金证券研究所

疫情催化提升呼吸制氧板块品牌影响力

- 慢性呼吸系统疾病发病形势严峻, 患者增速快、基数大, 呼吸制氧机板块渗透率低、市场空间广阔。国内 COPD 患病率迅速增加, 患者数量被低估。根据《A systematic analysis for the Global Burden of Disease Study 2015》数据显示, 2015 年中国患 COPD (简称“慢阻肺”) 人数达 1.75 亿, 较 1990 年患病人数的增幅接近 45%; 根据《Prevalence and risk factors of chronic obstructive pulmonary disease in China》, 在中国 20 岁及以上的成人 COPD 患病率约为 8.6%, 大部分 COPD 病人对病情不了解且没有接受过相关检查。

- 根据弗若斯特沙利文预测显示，2020年 COPD 患者人数达 4.83 亿，预计 2015-2024 年全球患病人数将以 2.9% 的年复合增长率增至 5.3 亿人。

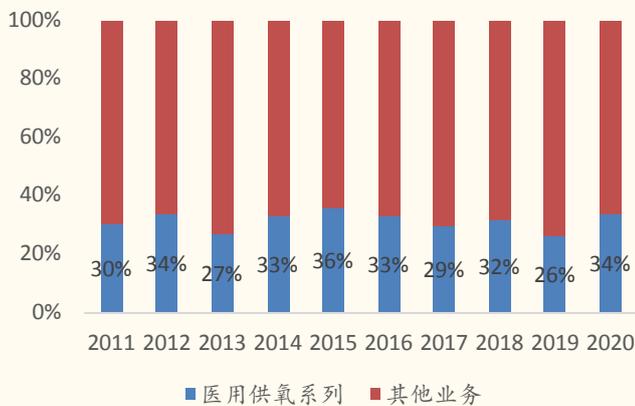
图表 12: 全球 COPD 患者数量 (百万人)



来源: 弗若斯特沙利文, 国金证券研究所

- 公司呼吸治疗解决方案板块为公司历年重点布局板块。呼吸制氧板块覆盖制氧机、无创呼吸机以及雾化器等多种产品。
- 2020 年受全球新冠疫情肆虐的影响，制氧机与呼吸机作为重点抗疫产品需求激增，呼吸产品知名度提升，制氧板块收入大幅上升。2020 年实现营收 22.60 亿元，同比增长 86%。公司呼吸治疗解决方案板块在 2021 年 H1 保持稳定发展，营业收入为 13.22 亿元，同比增长 13.52%。

图表 13: 公司呼吸制氧板块收入贡献占比



来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表 14: 公司呼吸制氧板块营业收入 (亿元)

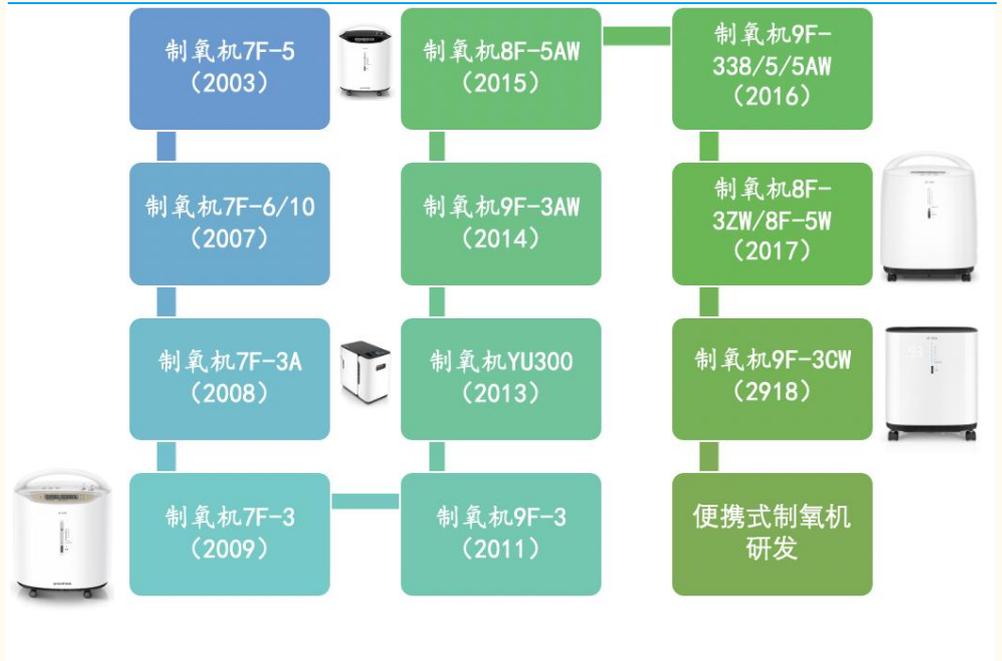


来源: 公司年报, 国金证券研究所

- 在制氧机生产领域，公司作为行业标杆引领行业发展。
- 制氧机市场规模大，发展空间广阔。根据 BlueWeave 报告显示，2020 年全球医用制氧机市场规模达到 24 亿美元，在全球呼吸系统患病率攀升及人口老龄化等影响下，2021-2027 年将以 12.1% 年复合增长率增长，并在 2027 年达到 57 亿美元。
- 公司拥有 57 项专利，受到国家研发制造领域的认可。在工信部公布的《第四批及拟通过复核的第一批制造业单项冠军》名单中入选单项冠军产品。公司自 2003 年鱼跃制氧机推出后坚守产品工艺，积极推出保健类、医用类和便携类等多个在设计上实现噪音小、浓度高、创新水

平高的高性价比产品，因此深受消费者信赖，线上销量在双 11、618 等活动中居同类产品第一，线上线下销量均处于行业领先水平。

图表 15: 鱼跃制氧机研发历史



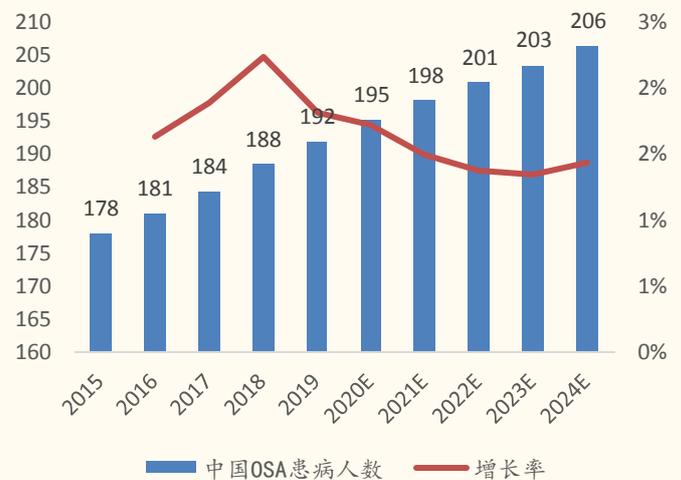
来源：公司官网，国金证券研究所

- 制氧机产品在海内外业绩显著增长。疫情拓宽了海外销售渠道，为公司带来新的销售机遇。据公司 2021 年半年报，制氧机受疫情影响出口迅速放量，销售额较去年同比增长超过 160%。
- 呼吸机市场持续扩容，公司呼吸机在国内品牌中占据领先地位。
- 全球约有 9.36 亿年龄段在 30-69 岁的人患有轻度至重度睡眠呼吸暂停低通气综合征 (OSA)，患病总人数预计 2024 年可达 11.5 亿人。分地区来看，中国 OSA 患病率最高，2019 年患病人数达 1.9 亿，2019-2024 年间将以年复合增长率 1.5% 增长，预计中国 OSA 患病人数将在 2024 年达到 2.1 亿。

图表 16: 全球 OSA 患者数量 (30-69 岁) (百万人)



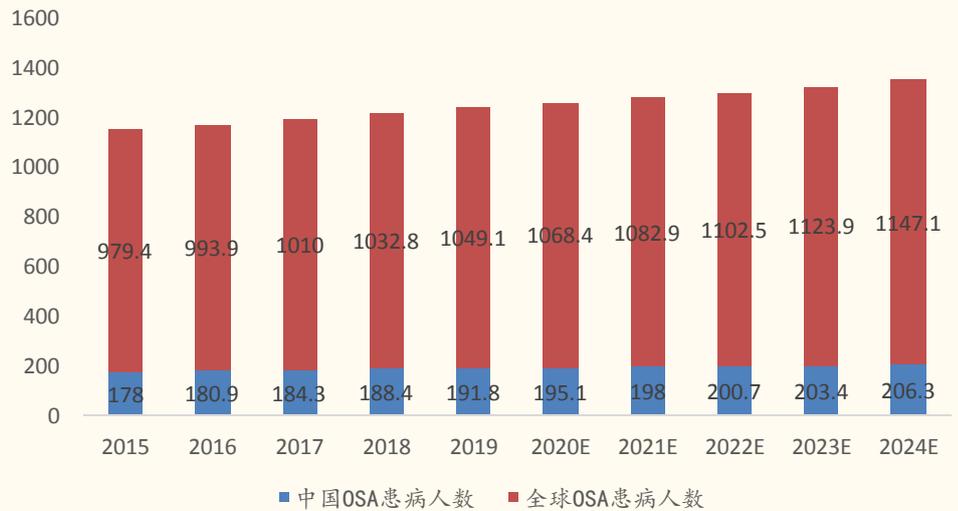
图表 17: 中国 OSA 患者数量 (30-69 岁) (百万人)



来源：《Estimation of the global prevalence and burden of obstructive sleep apnoea》，国金证券研究所

来源：《Estimation of the global prevalence and burden of obstructive sleep apnoea》，国金证券研究所

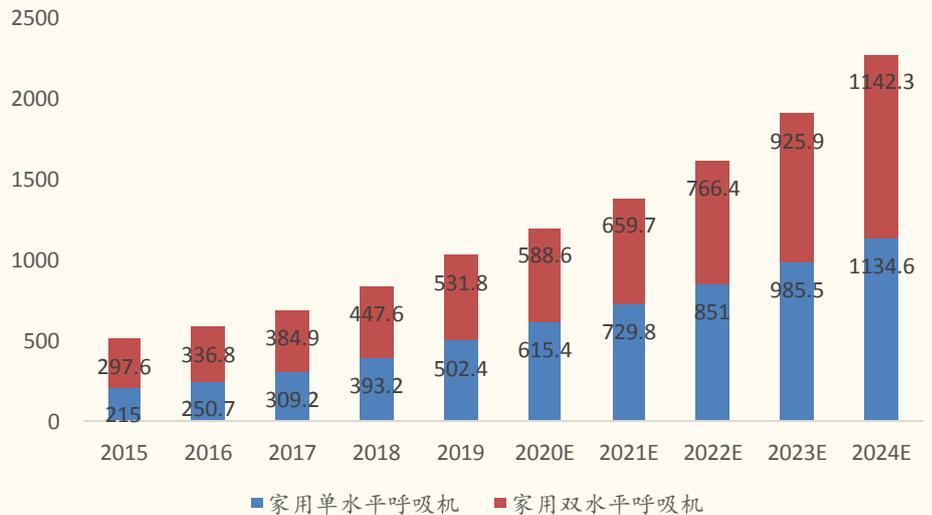
图表 18: 中国 OSA 患者人数全球占比



来源：弗若斯特沙利文，国金证券研究所

- 我国家用呼吸机市场规模仍处于发展阶段，渗透率较低，随着慢性呼吸疾病患者数量的增加、销售渠道的优化以及居民健康管理意识的增强，渗透率有望进一步提升。据弗若斯特沙利文报告显示，2019 年我国家用呼吸机市场规模达到 10.3 亿美元，预计将以 17.1% 的年复合增长率增加，2024 年有望达到 22.8 亿美元。

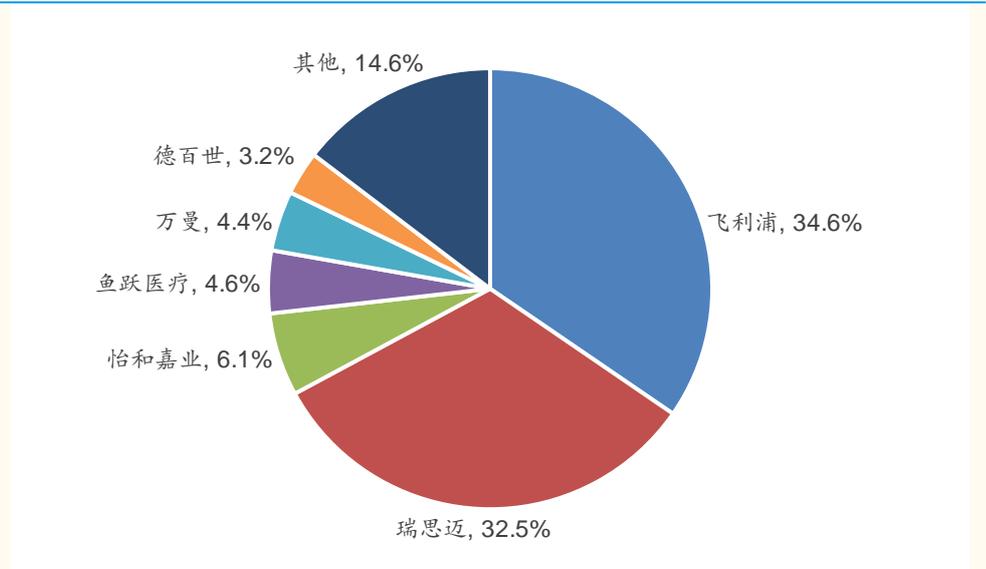
图表 19: 中国家用呼吸机市场规模（百万人）



来源：弗若斯特沙利文，国金证券研究所

- 2019 年中国医用呼吸机市场格局较为分散，其中公司与怡和嘉业的呼吸机占据国产呼吸机前两位，但国内市场仍以进口品牌瑞思迈等主导并占领超过 67.1% 的市场份额。公司呼吸机产品线覆盖范围广，产品线丰富。我们认为，公司的呼吸机产品线将以高性价比和渠道优势进一步提升在客户群中的渗透率。

图表 20: 2019 年中国医用呼吸机市场格局

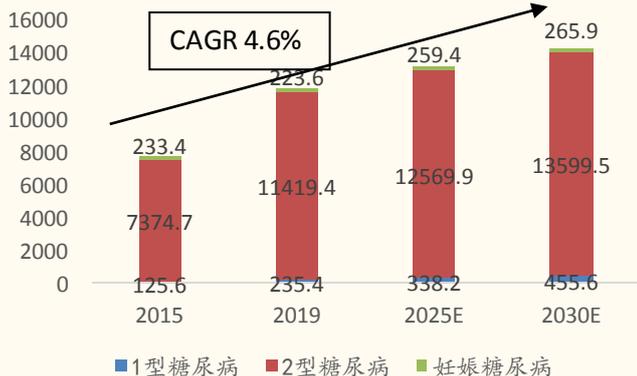


来源：华经产业研究院，国金证券研究所

传统血糖仪增速跑赢行业，进军动态血糖仪未来可期

- 中国糖尿病患者数量位居世界前列，随着经济的快速发展和人民健康意识的提升，糖尿病监测医疗器械市场规模将保持增长。糖尿病的类型可分成 1 型糖尿病、2 型糖尿病和妊娠糖尿病，其中 90% 的糖尿病患者为 2 型糖尿病。根据 IDF 数据显示，2019 年中国患糖尿病的人数世界第一。根据灼识咨询报告显示，2019 年中国患有 1 型糖尿病的人数达 240 万，2 型糖尿病的人数达 1.42 亿。
- 中国糖尿病监测医疗器械市场发展低于全球发展水平，现处于快速追赶阶段。糖尿病监测医疗器械分为血糖监测系统、持续血糖监测系统和其他器械。

图表 21: 中国糖尿病发病人数预测



来源：灼识咨询，国金证券研究所

图表 22: 糖尿病监测医疗器械分类



来源：微泰医疗招股说明书，国金证券研究所

- 根据灼识咨询报告预测，2020 年中国糖尿病监测医疗器械市场规模达 15 亿美元，全球市场规模为 294 亿美元；2020-2030 年间中国糖尿病管理医疗器械市场年复合增长率为 16.8%；全球糖尿病管理医疗器械市场年复合增长率 10.7%，国内增速高于全球。

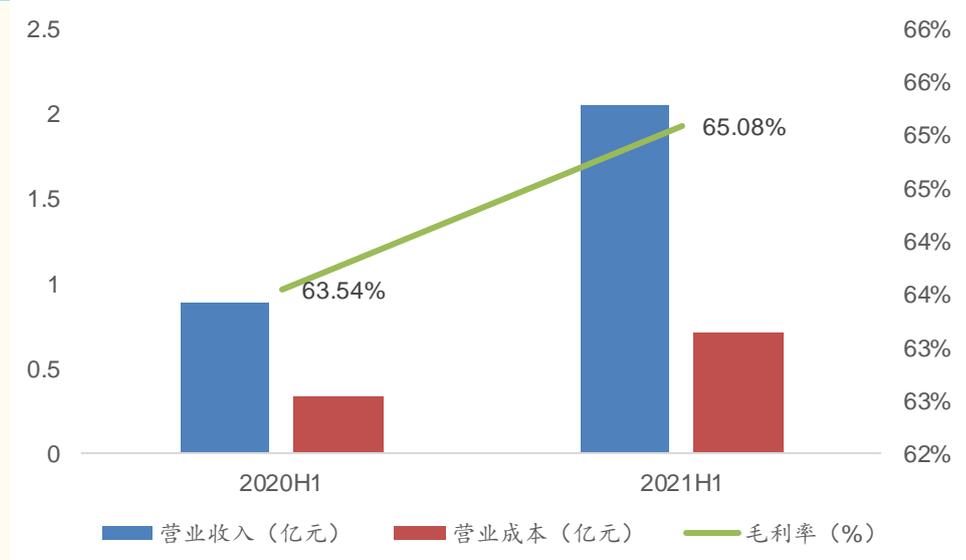
图表 23: 全球糖尿病监测医疗器械市场规模 (十亿美元)



来源: 灼识咨询, 国金证券研究所

- 公司传统血糖仪 (BGM) 为后起之秀, 树立良好口碑。由于线下业务逐步恢复, 糖尿病板块快速放量, 2021 年 H1, 公司糖尿病护理板块实现营收 2.05 亿元, 同比增长 130.15%; 占总营收比重为 5.69%。

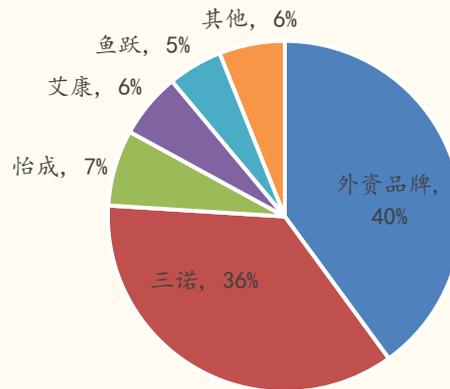
图表 24: 糖尿病护理板块营业收入及成本 (亿元)



来源: 公司 2021 半年报, 国金证券研究所

- 传统血糖仪竞争激烈且被罗氏、强生等外资品牌主导, 以三诺、怡成、鱼跃等为代表的国产血糖仪性价比高, 国产替代是大势所趋。根据产业信息网, 2016 年外资血糖仪占比 63%, 公司血糖仪占比 2%; 根据锐观咨询数据整理, 2020 年外资血糖仪占比减少至 40%, 公司血糖仪占比增至 5%。我们认为, 国产血糖仪在逐步缩小与进口血糖仪之间的技术差距, 国产替代程度越来越高。

图表 25: 2020 年血糖仪竞争格局



来源: 锐观咨询, 国金证券研究所

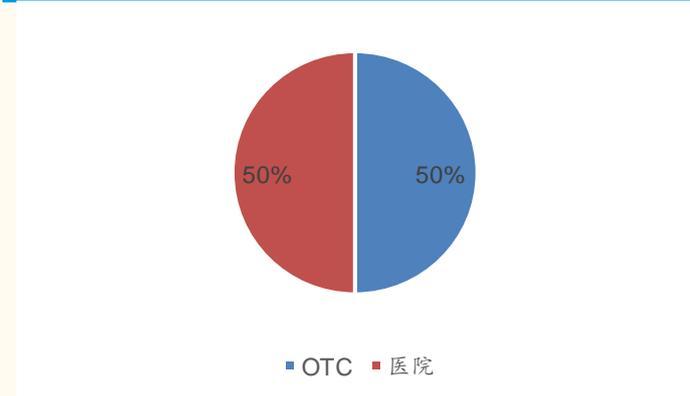
图表 26: 国内市场血糖仪品牌对比

品牌	产品型号代表	检测范围	血样量	检测时间	记忆组数	价格 (元)
强生	稳捷	1.1-33.3mmol/L	0.4 μ l	5s	600	500-2000
罗氏	卓越	0.6-33.3mmol/L	微量	5s	500	300-1000
三诺	金稳	1-33mmol/L	0.8 μ l	5s	500	400-800
怡成	JPS	2.2-27.8mmol/L	1.5 μ l	20s	256	~500
鱼跃	590	1.1-33.3mmol/L	1.0 μ l	10s	250	~500

来源: 公司官网, 线上商城, 国金证券研究所

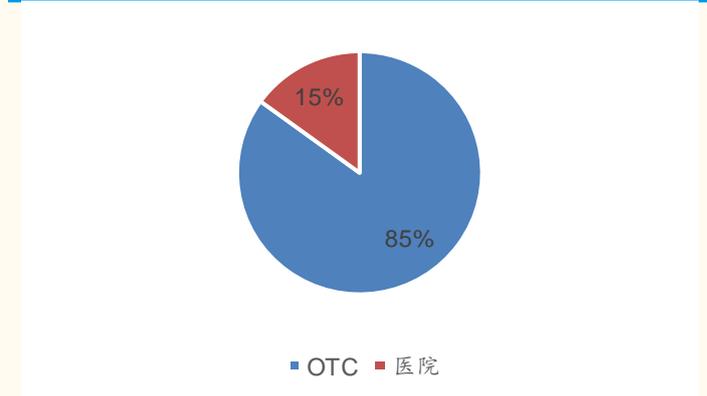
- 从市场角度进行分析, 血糖仪销售可分为医院渠道和 OTC 渠道。美国血糖仪的主流销售渠道为 OTC 市场, 占比 85%; 在中国院内市场与 OTC 市场平分秋色, 我们预计随着患者自我诊疗意识的提升, OTC 市场仍有上升空间。

图表 27: 中国血糖监测市场规模划分



来源: 产业信息网, 国金证券研究所

图表 28: 美国血糖监测市场规模划分



来源: 锐观咨询, 国金证券研究所

- 传统血糖仪产品种类丰富, 电商平台销量领先。根据淘宝关键词搜索血糖仪, 按照销量排名的结果显示, 前八名血糖仪中, 鱼跃血糖仪占有两席; 根据京东关键词搜索血糖仪, 按照销量排名显示, 鱼跃血糖仪在累计销量前十名中占有三席。公司血糖仪定价适中, 与其他国产血糖仪定价差距不大, 但明显低于外资血糖仪。

图表 29: 淘宝血糖仪单月销量排名



来源: 淘宝网, 国金证券研究所

图表 30: 京东血糖仪单月销量排名



来源: 京东官网, 国金证券研究所

- 根据《不同分析原理 POCT 血糖仪准确性评价方法相关研究》实验结果显示, 通过对比便携式血糖仪与生化分析仪的测定结果, 公司悦优血糖

糖仪和罗氏卓越型血糖仪测量结果与生化分析仪基本一致，公司血糖仪与生化分析仪测量结果的相关性最好。

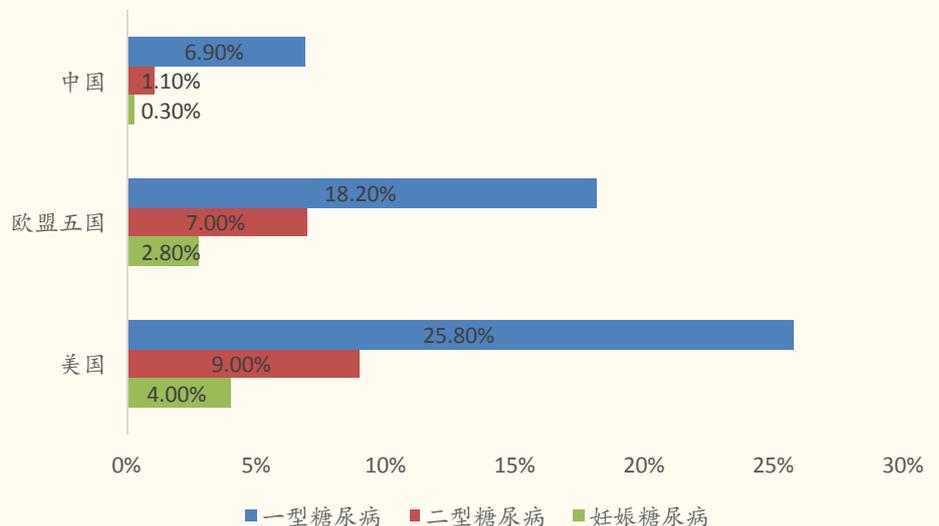
图表 31：四种血糖仪精确度比较

仪器名称	样本	均值 (mmol/L)	批内不精密度		总不精密度	
			标准差 (mmol/L)	CV	标准差 (mmol/L)	CV
罗氏卓越型血糖仪	低值质控	2.6	0.06	2.4%	0.08	3.1%
	高值质控	17.2	0.33	1.9%	0.36	2.1%
雅培安妥超越型	低值质控	2.7	0.08	3.0%	0.09	3.3%
	高值质控	18.2	0.49	2.7%	0.53	2.9%
泰尔茂MS*GR102B型	低值质控	2.8	0.08	2.8%	0.1	3.6%
	高值质控	2.7	0.07	2.6%	0.09	3.3%
鱼跃悦优血糖仪II型	低值质控	20.1	0.48	2.4%	0.58	2.9%

来源：《不同分析原理 POCT 血糖仪准确性评价方法相关研究》，国金证券研究所

- 公司已完成收购浙江凯立特 50.99% 股权，切入连续动态血糖监测 (CGM) 领域，该领域国产企业尚处发展初期，未来成长空间广阔。
- 连续血糖监测市场渗透率较低。根据灼识咨询报告显示，2020 年连续血糖监测系统在美国一型糖尿病患者中的渗透率为 25.8%；而中国仅为 6.9%，渗透率还有很大的提升空间。

图表 32：中国、美国血糖监测市场规模划分



来源：锐观咨询，国金证券研究所

- 与 BGM 不同，CGM 监测的是细胞间体液中的葡萄糖含量。通过 24 小时的连续监测，获得身体葡萄糖水平的趋势数据，有助于更精确的调整用药改善血糖水平。根据《中国持续葡萄糖监测临床应用指南》(2017 版)，CGM 可以提供更加全面的血糖信息，发现易被传统检测方法忽略的高血糖和低血糖。CGM 适用于一型糖尿病患者以及需要胰岛素强化治疗的二型糖尿病患者。

图表 33: BGM 与 CGM 技术对比

项目	便携式血糖仪监测血糖	持续葡萄糖监测技术
机制和性能	通过一次性试纸检测血糖值 部分血糖仪具有数据存储功能, 可通过管理软件将血糖信息输入电脑	通过植入一次性葡萄糖传感器连续监测葡萄糖水平 记录仪或显示器可获得监测结果, 通过分析软件获得监测图谱和数据
数据特点	如“快照”即时反映某点血糖 糖尿病管理方案的制定基于分散的数据, 这些数据可以部分反映患者血糖随饮食、药物、运动等事件的变化 血糖仪导出的记录可回顾性描述血糖谱, 血糖谱由少数血糖值组成	如“录像”反映血糖变化情况 连续反映患者血糖随饮食、药物、运动等事件的变化 反映血糖变化趋势的数据 (如变化的速率和方向等), 可以帮助患者了解血糖变化的整体趋势和个体化特征
测量方法	测定毛细血管血中葡萄糖水平 用采血针和试纸取血, 一般采手指血, 也可以使用其他部位	测定皮下组织间液葡萄糖水平 葡萄糖传感器埋植于腹部皮下, 或手臂等其他部位

来源:《中国持续葡萄糖监测临床应用指南》(2017 版), 国金证券研究所

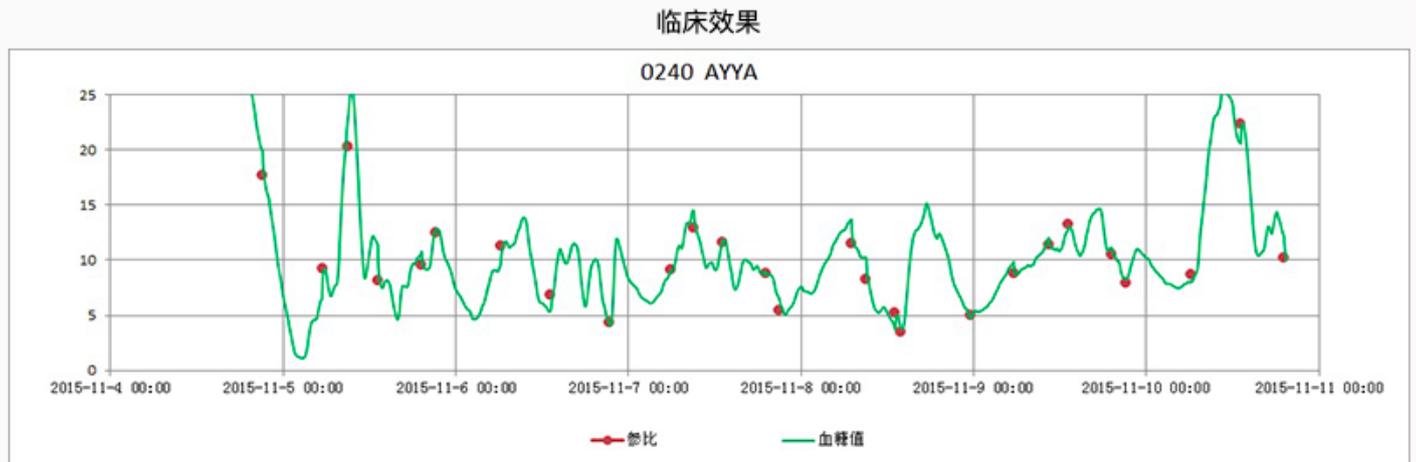
- 公司看好连续动态血糖监测的未来趋势, 于 21 年 5 月 11 日发布公告, 拟收购浙江凯立特医疗器械有限公司 50.993% 的股权。凯立特致力于研发、生产和销售医用便携式监测系统, 动态血糖监测产品已于 2016 年获得欧盟 CE 认证, 于 2021 年获得中国药监局医疗器械注册证, 取名安耐糖 “Anytime”。我们认为此次的收购完成将有利于发挥公司 BGM 与凯立特 CGM 之间的协同效应, 通过在研发、生产、销售上的资源协同, 完善公司在糖尿病监测领域的布局。

图表 34: 安耐糖 “Anytime”



来源: 凯立特公司官网, 国金证券研究所

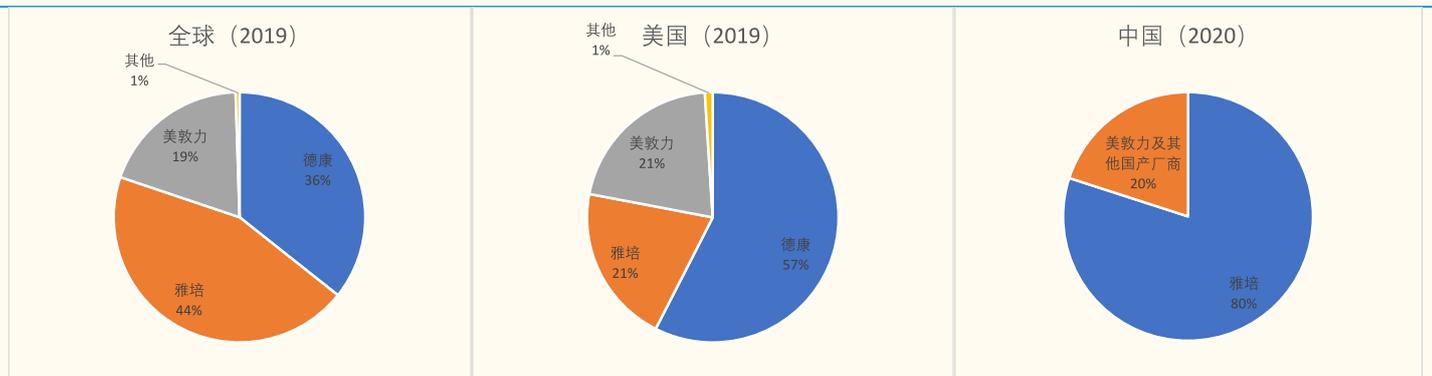
图表 35: “Anytime” 采集血糖结果展示



来源: 凯立特公司官网, 国金证券研究所

- 凯立特创始人张亚南曾担任美敦力首席传感器科学家, 是美国长期动态传感器及植入式阵列芯片的主要研究者, 在动态传感器领域具有丰富的经验。2004 年回国创业, 成功研发出中国第一台动态血糖仪产品。
- 连续血糖监测市场集中度高, 外资品牌占据中国绝对优势。根据 Bloomberg 数据显示, 2019 年全球 CGM 市场被雅培、德康、美敦力主导, 剩下玩家瓜分 0.5% 的市场份额。CGM 从 2016 年开始进入中国市场, 根据药监局数据显示, 允许售卖的外资连续血糖仪监测系统来自于雅培和美敦力; 国产连续血糖监测系统获批企业有圣美迪诺、美奇医疗、普林斯顿、移宇科技和凯立特。根据华经产业研究院报告显示, 2020 年雅培占据 80% 的中国 CGM 市场, 美敦力以及其他国产品牌瓜分剩余 20%。

图表 36: CGM 市场竞争格局



来源: Bloomberg, 华经产业研究院, 国金证券研究所

图表 37: 国内获批动态葡萄糖监测系统概览

品牌		产品名称	注册证编号	获批时间
外资品牌	雅培	动态葡萄糖监测系统 Flash Continuous Glucose Monitoring System	国械注进 20173215196	2017-06-15
	美敦力	实时动态葡萄糖监测系统 Guardian Real Time Continuous Glucose Monitoring System	国械注进 20163210034	2016-01-06
		持续葡萄糖监测系统 Continuous Glucose Monitoring (CGM) System	国械注进 20203070391	2020-08-07

国产品牌	圣美迪诺	动态葡萄糖监测系统 CGM-S203、CGM-T203、CGM-SF203	国械注准 20173211476	2017-11-02
		动态葡萄糖监测系统 CGM-303	国械注准 20183070421	2018-09-29
	美奇医疗	动态葡萄糖监测系统 RGMS-I	国械注准 20173400694	2017-04-28
	普林斯顿	持续葡萄糖监测系统 CGMS-2009 型	国械注准 20143071986	2019-02-18
	移宇科技	持续葡萄糖监测系统 MD-MY-008	国械注准 20193070324	2019-05-15
	凯立特	持续葡萄糖监测系统 CT2	国械注准 20213070097	2021-02-07

来源：国家食品与药品监督管理局，国金证券研究所

抗击疫情需求爆发，感控产品知名度提升

- 公司感染控制解决方案板块主要为子公司中优医药负责。中优医药产品主要为手部与皮肤消毒产品，以及其他器械的消毒产品。2020年，由于对消毒感控产品的需求快速飙升，子公司中优医药实现营收 9.57 亿元，同比增长 53.13%；为母公司贡献利润 2.62 亿元，同比增长 64.71%。

图表 38：2017-2020 年中优医药营业收入（亿元）



来源：产业信息网，国金证券研究所

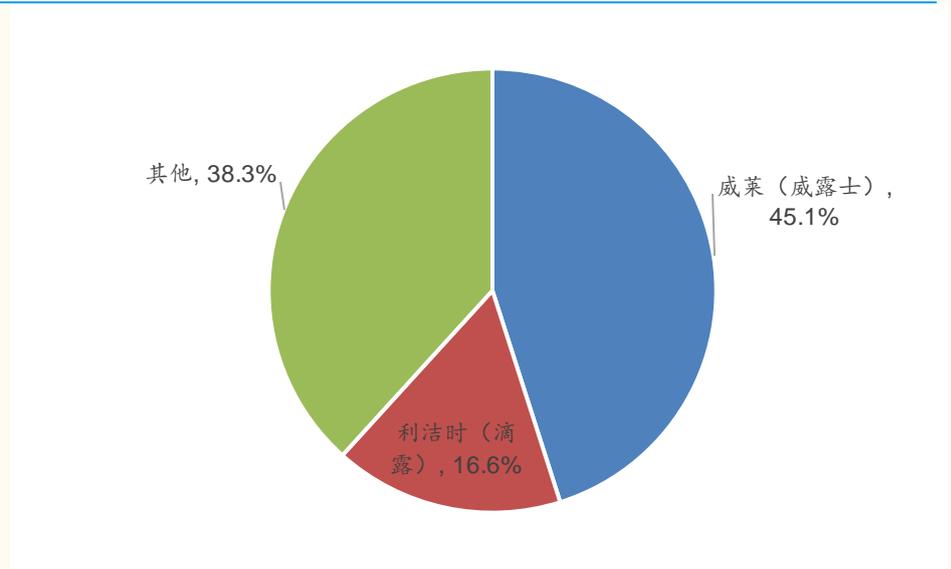
图表 39：2017-2020 年中优医药净利润（亿元）



来源：锐观咨询，国金证券研究所

- 相较于 2019 年国内消毒产品市场以威露士、滴露等品牌占据绝对份额，后疫情时代，越来越多品牌崭露头角、将打破此格局。

图表 40: 2019 年中国家用消毒产品市场份额



来源: 前瞻产业研究院, 国金证券研究所

- 利康拥有“洁芙柔”、“安尔碘”、“葡泰”、“点儿康”等多个系列消毒产品, 其中“洁芙柔”在手部消毒领域具有很高的知名度, 是疫情期间国务院联防联控医疗物资保障组征用产品。“洁芙柔”不仅在医院占据很高的市场份额, 在线上平台也销量领先, 淘宝该产品月销 1 万+。我们认为, 随着人们消毒意识的增强, 公司感控产品凭借其本身的品牌优势将继续维持在此领域的优势地位。

图表 41: 利康品牌介绍

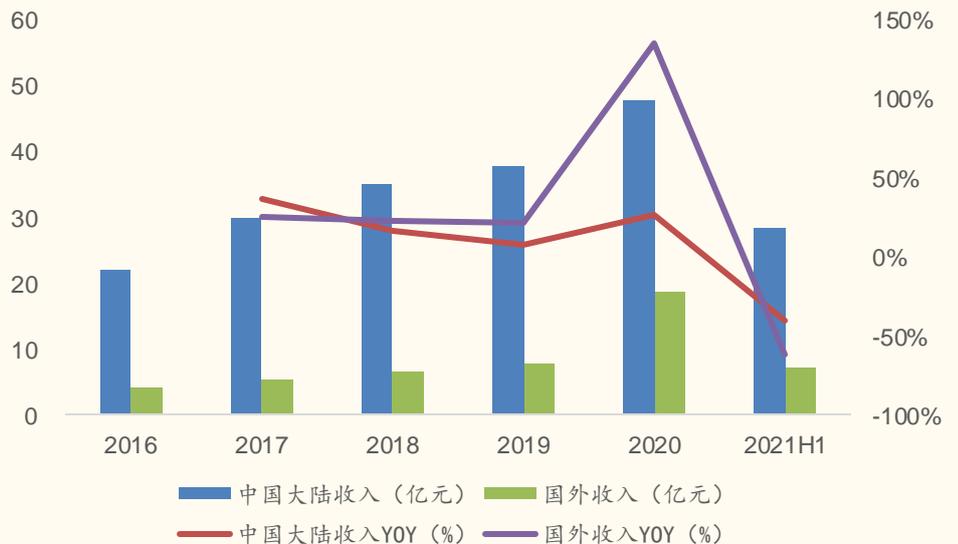


来源: 利康公司官网, 国金证券研究所

海外销售成为新的增长点

- 随着国内疫情逐步控制，但海外疫情形势严峻，公司将持续助力抗击疫情。疫情以来，公司向海外 90 多个国家销售呼吸机制氧机等抗疫防疫相关物资。
- 公司海外收入迎来放量增长新时期。公司在 2016 年到 2019 年海外收入随着大陆收入的增长共同增长，且增速与大陆收入增速接近。在 2020 年，公司的海外业务收入达到 18.78 亿元，同比增加 136%，2018-2020 年实现年复合增长 69%；大陆收入则继续维持平稳增速，同比增长 26%。2021 年上半年公司的海外收入为 7.18 亿元，大陆收入为 28.48 亿元。无论从数量的绝对值还是增长速度来看，海外业务收入都实现了突破，上升到一个新高度。

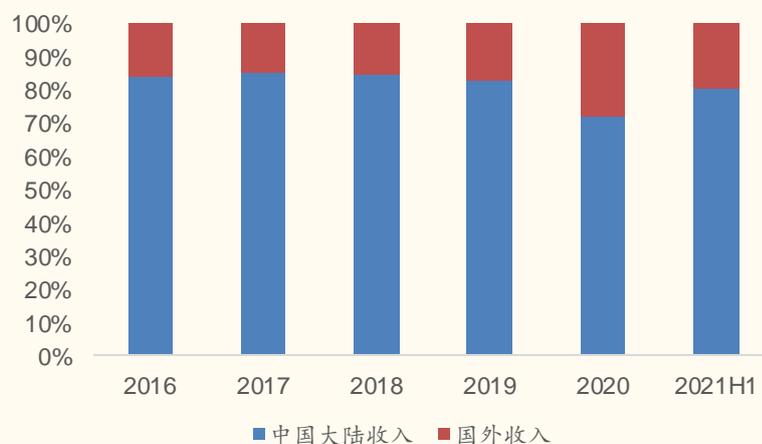
图表 42：大陆海外收入以及增速对比（2016-2021H1）



来源：Wind, 国金证券研究所

- 海外业务收入增长具有可持续性，未来可期。疫情拓宽了公司在海外销售的渠道，打开了海外的市场，使得公司建立了可持续的海外业务。公司利用强大的品牌影响力，在海外地区建立起专业化的销售团队。我们认为，海外业务的收入增长不仅仅是短期疫情期间海外抗疫防疫物资需求增加所致。而是以疫情为契机，利用公司的品牌影响力、高质量产品以及融入当地的专业销售团队进一步打开海外市场，是一个可持续的增长点。

图表 43：国内国外收入占比（2016-2021H1）



来源：Wind, 国金证券研究所

盈利预测与投资建议

- **家用医疗板块：**公司为国内医疗基础器械龙头企业，产品覆盖面丰富且具有品牌效应。其中家用传统血糖仪种类丰富，增速跑赢行业。动态血糖监测 CGM 领域，中国糖尿病、高血压患者基数大，市场规模将保持增长。目前市场渗透率低，未来成长空间广阔。考虑到 2020 年的较高基数，预计公司家用医疗产品 2021 - 2023 的营收变化分别为 1.9%、18%、15%。
- **制氧呼吸板块：**呼吸制氧板块为公司历年重点布局板块。慢性呼吸系统疾病发病形势严峻，患者增速快、基数大，该板块渗透率低，市场空间广阔。同时，海内外疫情带来了海外销售增长机会并提升了呼吸制氧板块品牌影响力。考虑到疫情带来高基数的影响，预计公司 2021-2023 年营收增速分别为 10%、11%、15%。
- **医用临床板块：**该板块包含子公司中优、上械及苏州医疗用品。疫情期间感控产品知名度提升，销量上行。预计今年营收将小幅度下滑。公司该板块近年一直保持稳健增长，在 2020 年高基数的情况下，预计 2021 - 2023 年收入变化分别为 2%、15%、15%。
- 新任董事长吴群及管理层上任后，未来将坚持发展三大高成长性、低渗透率的核心赛道。疫情提高品牌知名度及消费者健康意识，预计三大主线将实现快速增长，同时四大基石业务及三大孵化业务将保持稳健增长。预计公司 2021 - 2023 年分别实现收入 70.5 亿、80.6 亿、91 亿元，同比变化为 4.82%、14.33%、12.9%。
- 我们选取 3 家可比公司进行估值。公司聚焦呼吸、血糖 POCT 及感控核心赛道，分别选取提供高科技医疗设备及呼吸机的迈瑞医疗，同为家用健康医疗设备为主营业务的三诺生物以及乐心医疗作为可比公司。预计公司 2021-2023 年净利润为 14.5 亿元，16.6 亿元，18.9 亿元，对应 PE 为 22.5，19.5，17.1。我们给予目标价 43 元，给予公司“买入”评级。

图表 44：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价（元）	EPS			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
300760.SZ	迈瑞医疗	385.42	6.75	8.24	10.02	57.06	46.78	38.47
300298.SZ	三诺生物	23.53	0.68	0.85	1.04	34.54	27.57	22.58
300562.SZ	乐心医疗	11.37	0.65	1.03	1.39	17.51	11.03	8.17
平均值						36.37	28.46	23.07
002223.SZ	鱼跃医疗	32.41	1.35	1.59	1.94	24	20.5	18

来源：Wind，国金证券研究所

风险提示

- 收购整合不及预期风险：
 - 公司通过收购凯立特，苏州六六视觉等公司，完善 CGM、眼科领域，若收购整合进展不及预期，短期内或将对公司的估值产生一定影响。
- 商誉增加风险：
 - 公司并购资产，带来商誉持续增加，2021 年 Q3 已达到 11.1 亿元，若并购失败可能造成非正常减值，以及对公司净利润产生影响。
- 海外市场拓展不及预期风险：
 - 公司在东南亚、非洲、中东等地区都有战略布局，若局部地区发展受阻将会短期对公司估值产生一定影响。
- 新品研发不及预期风险：

- 公司将针对核心赛道和孵化业务持续进行新产品的迭代，若公司新产品研发进度大幅低于预期，将对公司未来的业绩预期造成一定影响；

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	4,183	4,636	6,726	7,050	8,060	9,100	货币资金	1,661	1,563	2,775	3,621	4,308	5,231
增长率		10.8%	45.1%	4.8%	14.3%	12.9%	应收账款	1,331	1,291	847	1,308	1,714	1,932
主营业务成本	-2,517	-2,679	-3,183	-3,780	-4,250	-4,850	存货	655	926	968	1,222	1,258	1,395
%销售收入	60.2%	57.8%	47.3%	53.6%	52.7%	53.3%	其他流动资产	257	381	745	1,542	1,776	2,019
毛利	1,666	1,957	3,543	3,270	3,810	4,250	流动资产	3,904	4,161	5,335	7,693	9,055	10,577
%销售收入	39.8%	42.2%	52.7%	46.4%	47.3%	46.7%	%总资产	56.5%	52.2%	53.0%	62.2%	65.5%	68.3%
营业税金及附加	-40	-44	-62	-67	-77	-86	长期投资	298	383	881	881	831	831
%销售收入	1.0%	1.0%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	1,165	1,768	1,862	2,013	2,042	2,056
销售费用	-537	-630	-754	-846	-967	-1,092	%总资产	16.9%	22.2%	18.5%	16.3%	14.8%	13.3%
%销售收入	12.8%	13.6%	11.2%	12.0%	12.0%	12.0%	无形资产	1,371	1,379	1,433	1,789	1,906	2,019
管理费用	-247	-266	-360	-388	-447	-510	非流动资产	3,008	3,805	4,730	4,683	4,779	4,906
%销售收入	5.9%	5.7%	5.3%	5.5%	5.6%	5.6%	%总资产	43.5%	47.8%	47.0%	37.8%	34.5%	31.7%
研发费用	-152	-235	-402	-360	-419	-482	资产总计	6,911	7,966	10,065	12,376	13,835	15,483
%销售收入	3.6%	5.1%	6.0%	5.1%	5.2%	5.3%	短期借款	157	150	641	200	250	200
息税前利润 (EBIT)	690	781	1,966	1,610	1,900	2,080	应付款项	731	1,099	999	1,198	1,355	1,539
%销售收入	16.5%	16.8%	29.2%	22.8%	23.6%	22.9%	其他流动负债	247	326	690	695	789	902
财务费用	30	10	-128	14	6	37	流动负债	1,135	1,575	2,330	2,093	2,394	2,642
%销售收入	-0.7%	-0.2%	1.9%	-0.2%	-0.1%	-0.4%	长期贷款	0	0	0	1,480	1,280	1,080
资产减值损失	-14	17	22	0	-50	0	其他长期负债	232	234	240	158	158	159
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	1,367	1,809	2,570	3,731	3,832	3,881
投资收益	36	24	127	75	55	50	普通股股东权益	5,468	6,071	7,437	8,583	9,946	11,542
%税前利润	4.2%	2.7%	6.3%	4.4%	2.8%	2.2%	其中：股本	1,002	1,002	1,002	1,002	1,002	1,002
营业利润	776	850	2,010	1,699	1,911	2,167	未分配利润	2,361	2,911	4,138	5,286	6,649	8,245
营业利润率	18.6%	18.3%	29.9%	24.1%	23.7%	23.8%	少数股东权益	76	86	58	62	57	61
营业外收支	70	14	9	10	40	70	负债股东权益合计	6,911	7,966	10,065	12,376	13,835	15,483
税前利润	846	864	2,019	1,709	1,951	2,237	比率分析						
利润率	20.2%	18.6%	30.0%	24.2%	24.2%	24.6%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-95	-103	-262	-256	-293	-335	每股指标						
所得税率	11.2%	11.9%	13.0%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.725	0.751	1.755	1.445	1.659	1.892
净利润	751	762	1,757	1,452	1,659	1,901	每股净资产	5.455	6.056	7.419	8.562	9.921	11.514
少数股东损益	24	9	-2	4	-5	4	每股经营现金净流	0.796	0.591	2.766	1.031	1.674	1.966
归属于母公司的净利润	727	753	1,759	1,448	1,664	1,897	每股股利	0.230	0.340	0.280	0.300	0.300	0.300
净利率	17.4%	16.2%	26.2%	20.5%	20.6%	20.8%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	13.30%	12.40%	23.65%	16.87%	16.73%	16.44%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	10.52%	9.45%	17.48%	11.70%	12.02%	12.25%
净利润	751	762	1,757	1,452	1,659	1,901	投入资本收益率	10.67%	10.84%	20.90%	13.25%	14.00%	13.72%
少数股东损益	24	9	-2	4	-5	4	增长率						
非现金支出	118	113	178	174	244	208	主营业务收入增长率	18.12%	10.82%	45.08%	4.82%	14.33%	12.90%
非经营收益	-60	-18	-15	32	1	-38	EBIT增长率	10.58%	13.21%	151.68%	-18.12%	18.02%	9.47%
营运资金变动	-11	-263	854	-624	-224	-101	净利润增长率	22.82%	3.49%	133.74%	-17.67%	14.86%	14.04%
经营活动现金净流	798	593	2,773	1,034	1,679	1,971	总资产增长率	4.27%	15.25%	26.36%	22.96%	11.78%	11.92%
资本开支	-387	-440	-678	-194	-300	-265	资产管理能力						
投资	-713	-132	-962	-700	-200	-200	应收账款周转天数	69.7	71.6	41.3	50.0	60.0	60.0
其他	33	19	81	75	55	50	存货周转天数	93.3	107.7	108.6	118.0	108.0	105.0
投资活动现金净流	-1,066	-553	-1,558	-819	-445	-415	应付账款周转天数	68.1	99.3	107.2	96.0	96.0	96.0
股权募资	2	0	2	0	0	0	固定资产周转天数	53.2	136.9	100.0	103.2	91.6	81.7
债权募资	7	-7	442	1,006	-150	-250	偿债能力						
其他	-133	-152	-1,011	-375	-396	-383	净负债/股东权益	-27.13%	-22.95%	-36.70%	-37.68%	-42.93%	-48.84%
筹资活动现金净流	-124	-159	-566	631	-546	-633	EBIT利息保障倍数	-22.7	-75.6	15.4	-116.0	-295.3	-56.3
现金净流量	-392	-119	649	846	687	923	资产负债率	19.78%	22.71%	25.54%	30.15%	27.70%	25.06%

来源：公司年报、国金证券研究所

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402