

消费型医械公司，尚有潜力可挖

研究结论

- **医疗器械行业迅速崛起。**我国医疗器械行业从上世纪 80 年代开始起步，近 5 年行业销售收入增速保持在 20% 以上。2010 年市场容量已跃升世界第二，首次突破千亿大关。与海外相比，我国行业集中度低，自主研发能力差，产品较低端，处于产业升级阶段，上市企业的收入和利润规模也普遍偏小。
- **康复护理系列进入黄金发展期。**随着城市社区卫生服务网络的完善，我国大量的慢性病和残疾人将可以在社区就诊、在家治疗，家庭对康复护理类产品的需求将出现爆发式增长。同时我国老龄化的人口结构也为家庭护理的发展带来希望。随着生活质量的不断提高和中老年人自我保健意识的增强，各种简单实用的康复护理类医疗器械的需求也日渐旺盛，公司未来市场前景看好。
- **血糖仪或成为利润增长新亮点。**血糖仪利润并不高，试纸才是利润增长点，因为选择一个品牌的血糖仪就必须坚持用同一品牌的血糖试纸，目前主流的销售方法是买试纸送机器。我们看好公司血糖监测业务，认为随着人们生活水平的提高，糖尿病患者越来越多，血糖仪市场容量将不断扩大，因此公司实现进口替代抢占一部分市场难度不大。目前血糖监测的产能已经基本完成，由于试纸的保质期较短（一年），预计今年四季度就可以开始进行销售。
- **不断并购，缔造大型企业。**公司通过与蒂菱体温计公司合作及收购苏州医疗用品厂，进入体温计及针灸市场，医用缝合线、针灸针、体温计等新产品的消费群与公司现有客户群一致，可以充分发挥公司的销售渠道优势和品牌优势，或将成为公司新的利润增长点。
- **OTC 渠道和医院渠道并驾齐驱。**随着直营专柜的开设，公司在 OTC 渠道的控制力进一步加强。目前公司已经开设专柜 870 个，今年可能会超过 1000 个，销售网络覆盖 34 个省、自治区的 6500 多家医院。目前公司的销售团队中 450 人以上，医院市场大约有 100 个销售人员，家庭市场大概 350 个，明年公司可能会视情况继续增加销售人数。
- **盈利预测与投资建议。**采用 PE 法进行估值，根据我们的盈利预测，预计公司 2011—2013 年的 EPS 分别为 0.63 元、0.95 元和 1.40 元，参考医疗器械行业乐普医疗、新华医疗等可比上市公司 2012 年平均 PE，以及公司未来两年业绩的高成长性，我们给予公司 12 年 35 倍的 PE，对应目标价 33.25 元，目前还有 10.80% 的上涨空间，首次给予公司“增持”的投资评级。
- **主要不确定因素。**1) 外部并购对于公司管理产生的影响，2) 新产品推广是否成功，3) 高管解禁减持可能



东方证券
ORIENT SECURITIES

江维娜

医药行业资深分析师

8621-63325888 × 6005

jiangweina@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0850210040012

李淑花

医药行业首席分析师

8621-63325888 × 6088

lishuhua@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860208110154

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (首次)

股价 (2011 年 8 月 5 日) 30.09 元

目标价格 33.25 元

总股本/A 股 (万股) 40893/40893

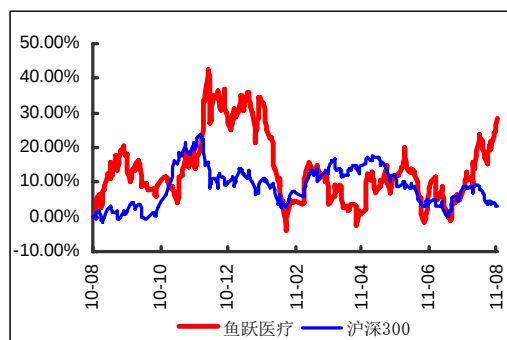
A 股市值 (亿元) 123

国家/地区 中国

行业 医药

报告发布日期 2011 年 8 月 8 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测		单位：百万元			
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E	
营业收入	884	1532	2583	4107	
同比(%)	64.3%	73.3%	68.6%	59.0%	
归属母公司净利润	161	256	406	637	
同比(%)	60.0%	59.4%	58.5%	56.7%	
毛利率(%)	33.7%	33.6%	34.1%	34.0%	
ROE(%)	18.3%	22.6%	26.4%	29.3%	
每股收益(元)	0.64	0.63	0.95	1.40	
P/E (倍)	76.28	47.86	31.68	21.37	
P/B (倍)	14.08	9.58	7.35	5.47	

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目录

1 医疗器械子行业潜力巨大	5
1.1 医疗器械行业概述	5
1.2 中低端产品占比高，受益基础医疗放量实现贸易顺差	6
1.3 起步晚增速快，市场容量有望变成全球第二	7
1.4 投资标的较少，单个企业规模和行业集中度提升空间大	8
1.5 一系列政策利好促进医疗器械行业高速发展	8
2. 医疗器械小巨人——鱼跃医疗	9
2.1 公司成长历程	9
2.2 民营机制灵活，并购执行力强	14
2.3 积极研发创新，产业链不断丰富	14
3. 康复护理是利润大头，OTC 和医院两条腿走路	15
4. 康复护理有望维持高增长	17
4.1 人口老龄化，经济水平提升	18
4.3 进口替代，产业升级	20
5. 传统业务稳步增长	20
5.1 血压计成功产业升级，听诊器、保健盒稳步增长	20
5.2 超声雾化器优势维持，稳健增长	21
5.3 轮椅车禁销解除，轮椅利润稳步增长	22
5.4 氧气阀、制氧机	23
6. 业绩增长未来看点	25
6.1 医药渠道产品：X 射线机、全科诊断仪	25
6.2 体温计	25
6.3 血糖仪：未来的重点产品	26
6.4 积极开拓国际市场	28
7 估值与投资建议	29
8 主要风险	30

图表目录

图 1 医疗器械产业链	5
图 2 中国医疗器械行业进出口总额（亿美元）及增速	7
图 3 全球医疗器械市场规模和中国医疗器械市场规模	8
图 4 全球药品和医疗器械市场占比	8
图 5 我国药品和医疗器械市场占比	8
图 6 部分医疗器械企业市值比较	10
图 7 部分医疗器械企业市盈率比较	10
图 8 初期的鱼跃	11
图 9 现在的鱼跃	12
图 10 公司股权结构	13
图 11 公司研发费用支出情况及制氧机系列演变图	14
图 12 公司三大系列营业收入占比情况	15
图 13 公司三大系列营业利润占比情况	15
图 14 公司终端专柜展示	16
图 15 家庭护理需求释放	18
图 16 我国人口老龄化结构逐渐显现	18
图 17 我国糖尿病发病率	18
图 18 汞柱血压计销售情况	21
图 19 电子血压计销售情况	21
图 20 超声雾化器销售情况	22
图 21 轮椅车销售情况	22
图 22 氧气阀销售情况	24
图 23 制氧机销售情况	24
图 24 X 射线机销售情况	25
图 25 万东医疗业绩情况	25
图 26 体温计销售情况	26
图 27 国内血糖仪市场份额分布	28
图 28 公司外销收入、成本及外销收入增速	29
图 24 X 射线机销售情况	25
图 25 万东医疗业绩情况	25
图 26 体温计销售情况	26
图 27 国内血糖仪市场份额分布	28
表 1 医疗器械主要产品类别	5
表 2 08 年中国医疗器械进出口数据	6
表 3 中国医疗器械进出口情况对比	7
表 4 A 股、H 股和美股医疗器械上市企业对比	9

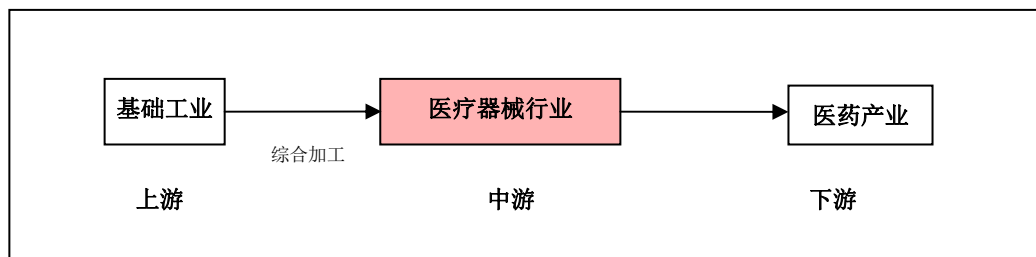
表 5 部分 A 股、H 股和美股上市企业具体情况与美敦力对比	9
表 6 近几年医疗器械行业相关政策	10
表 7 公司总股本变化	12
表 8 公司控股子公司概况一览	13
表 9 公司并购情况一览	14
表 10 公司主要产品展示	14
表 11 医疗卫生机构变动情况	19
表 12 部分省市新增医保报销情况	19
表 13 欧姆龙产品一览	20
表 14 2006 年轮椅车市场份额情况	22
表 15 2008 年国内水银体温计主要生产企业一览	26
表 16 三诺生物上市募投资金项目情况	27
表 17 业务析分表	29
表 18 可比公司估值法	30
附表 公司财务预测表	31

1 医疗器械子行业潜力巨大

1.1 医疗器械行业概述

医疗器械的定义。医疗器械是指单独或者组合使用于人体的仪器、设备、器具、材料或者其他物品，包括所需要的软件，其用于人体体表及体内的作用不是用药理学、免疫学或者代谢的手段获得，但是可能这些手段参与并起一定的辅助作用，其使用旨在达到下列预期对疾病的预防、诊断、治疗、监护、缓解；对损伤或者残疾的诊断、治疗、监护、缓解、补偿，对解剖或者生理过程的研究、替代、调节；妊娠控制等目的。医疗器械行业是一个多学科交叉、知识资金密集的高技术产业，进入门槛较高，产品种类也较为繁多，行业可以说处于供应链的中间位置，上游是基础工业，电子、机械、能源等，而下游则是医药产业状况。

图 1 医疗器械产业链



资料来源：东方证券研究所

医疗器械的分类。根据医疗器械的结构特征、使用形式和使用状况三方面情况进行综合判定，确定医疗器械分类。根据医疗器械的结构特征分为有源医疗器械和无源医疗器械，根据不同预期目的，将医疗器械归于一定的使用形式。根据医疗器械使用状态，主要是根据使用中对人体产生损伤的可能性、对医疗效果的影响，可分为接触或进入人体器械和非接触人体器械。根据国家统计局的统计口径，医疗器械行业基本分为五类：手术器械、医疗仪器、设备、诊断用品、医用材料及医疗用品、假肢、矫形器械。

医疗器械分类管理。根据不同的安全性和有效性，医疗器械实行分类管理，其中一类是指通过常规管理足以保证其安全性、有效性的医疗器械。第二类是指对其安全性、有效性应当加以控制的医疗器械。第三类是指，植入人体，用于支持、维持生命对人体具有潜在危险，对其安全性、有效性必须严格控制的医疗器械。生产第一类医疗器械，由设区的市级人民政府药品监督管理部门审查批准，并发给产品生产注册证书。生产第二类医疗器械，由省、自治区、直辖市人民政府药品监督管理部门审查批准，并发给产品生产注册证书。生产第三类医疗器械，由国务院药品监督管理部门审查批准，并发给产品生产注册证书。生产第二、第三类医疗器械，应当通过临床验证。

表 1 医疗器械主要产品类别

分类	主要产品类型
一次性医疗用品	采血针、针筒、静脉输液针、医用敷料、输液器

外科器械	传统开放式手术器械、微创手术器械
诊断监护仪器	B 超、心电图、X 线机、心电监护仪、血压计、血氧仪
口腔科设备	牙椅、牙科治疗设备
护理设备、手术室、诊疗室设备	手术台、无影灯、
清洁消毒器械	灭菌柜
植入器械	心血管支架、胆道支架、心脏瓣膜、人工关节、
注射穿刺器械	胸穿包、腰穿包、麻醉穿刺包
避孕	安全套

资料来源：东方证券研究所

我国医疗行业的特性可以概括为起步晚、发展快、自主研发能力差、产品偏中低端，产业处于升级阶段，上市企业的收入和利润规模普遍偏小。

1.2 中低端产品占比高，受益基础医疗放量实现贸易顺差

我国出口低端产品占比高，进口高端产品占比高。目前中国市场超过八成高端医疗器械被跨国企业垄断，跨国企业市场占有率在全国大医院超过 70%，销售收入排名前 10 位的企业中有 7 家是外资、合资企业，前 50 位企业中，外资合资企业的销售收入和利润总额超过 50%，而在骨科医疗器械中，2010 年进口器械销售额占总销售额的 67%。

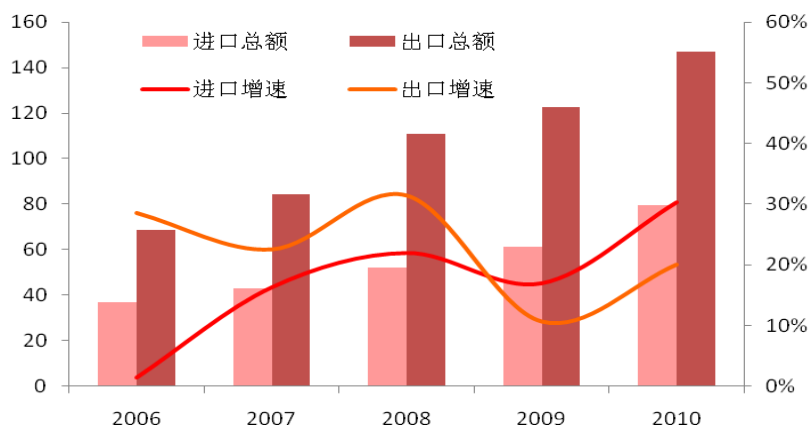
表 2 08 年中国医疗器械进出口数据

	出口			进口		
	出口额(亿美元)	同比增减 (%)	所占比重 (%)	进口额(亿美元)	同比增减 (%)	所占比重 (%)
医院诊断	15.94	33.96	32.08	19.96	24.2	81.34
与治疗						
一次性耗材	8.35	29.71	16.81	2.9	39.92	11.82
口腔设备	0.88	40.71	1.77	0.49	30.59	2
与材料						
保健康复用品	10.36	45.56	20.85	0.4	14.77	1.63
医用辅料	14.16	33.61	28.50	0.8	21.65	3.26
合计	49.69	35.48	100.00	24.54	25.74	100.00

资料来源：<http://www.industry-medical.com/>，东方证券研究所

2006 年—2010 年，我国医疗器械出口额均大于进口额，进出口贸易呈现顺差状态，年贸易顺差额逐年递增。2010 年，我国医疗器械共出口到 216 个国家和地区，亚洲、欧洲和北美洲仍然是我国医疗器械主要出口市场。

图 2 中国医疗器械行业进出口总额（亿美元）及增速



资料来源：中国医药保健品进出口商会，东方证券研究所

2010 年我国医疗器械进出口增速已基本恢复到国际金融危机前的水平，但我国出口主要以技术含量较低的中小型产品为主，进口产品则主要是彩色超声波诊断仪和核磁共振成像装置等大型医疗设备，医疗器械进出口贸易不平衡的状况依然突出。目前全球普遍在卫生保健领域推行支出控制，因此基础医疗器械市场增长迅速，我国的医疗器械企业具有一定的竞争优势。

表 3 中国医疗器械进出口情况对比

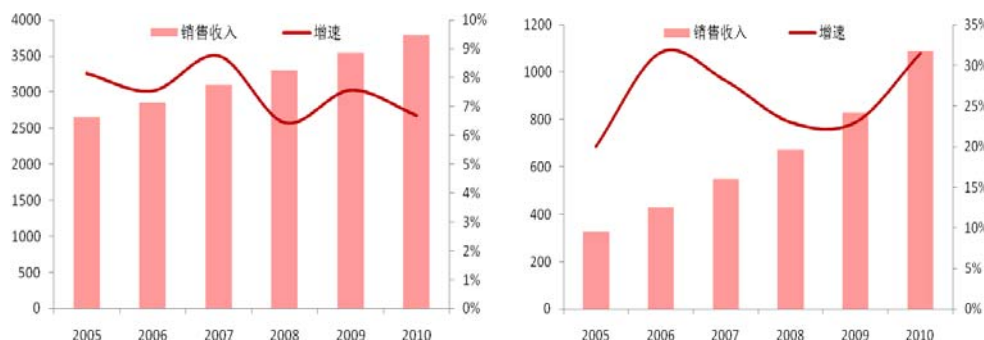
	进口	出口
2010 年总额	79.57 亿美元	146.99 亿美元
产品种类	彩色超声波诊断仪、植入类器具、X 射线断层检查仪、核磁共振成像装置等	药纱、棉布、绷带、纱布、按摩器具及矫正视力用品等
企业数量	1.17 万	2.46 万

资料来源：东方证券研究所

1.3 起步晚增速快，市场容量有望变成全球第二

近 5 年来，我国医疗器械行业持续高速增长，年销售收入增速保持在 20% 以上，增速快于全球医疗器械市场增速，且 2010 年医疗器械工业总产值达到了 1200 亿人民币，增长率为 23%，有预测表明，今后五年全国医疗器械销售收入将翻一番，超过日本成为全球第二大市场。

图 3 全球医疗器械市场规模（亿美元）和中国医疗器械市场规模（亿元）及增速



资料来源：欧盟医疗器械委员会，中国医疗器械行业协会，东方证券研究所

1.4 投资标的的较少，单个企业规模和行业集中度提升空间大

我国医疗器械行业潜力巨大，从医疗器械市场规模与药品市场规模的比较来看，全球医疗器械市场规模约为全球医药市场规模的 40%，而我国这一比例近年来虽然有所提高，但是仍然不到 15%。未来我国的医疗器械行业仍有较大发展空间。在全球经济衰退的 2008 年和 2009 年，医疗器械销售收入增速略有下降，但仍保持了 6.99% 和 7.02% 的增速，高于同期的药品市场增速。

图 4 全球药品和医疗器械市场占比

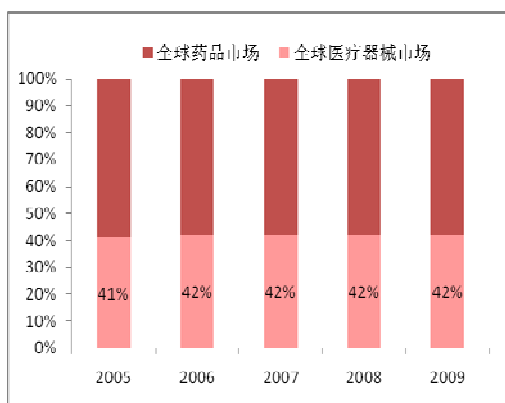
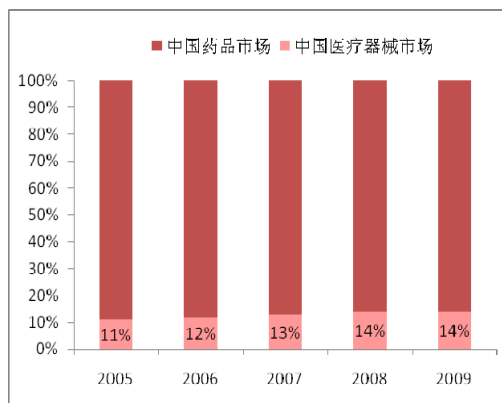


图 5 我国药品和医疗器械市场占比



资料来源：欧盟医疗器械委员会，中国医疗器械行业协会，东方证券研究所

在 A 股和 H 股市场上，医疗器械投资标的也相对较少。据 wind 统计，A 股医药行业上市公司共 150 家，其中以医疗器械为主业的上市公司仅 14 家，占比不到十分之一。

表 4 A 股、H 股和美股医疗器械上市企业对比

	上市公司数量	上市公司名称	市值
A 股	14 家	新华医疗、鱼跃医疗、九安医疗、乐普医疗、阳普医疗、理邦仪器、万东医疗、东富龙、尚荣医疗、千山药机、冠昊生物、山东药玻、领先科技、人福医药	780.64 亿
H 股	4 家	微创医疗、威高股份、金卫医疗、创生控股	132.89 亿港元
美股	4 家	迈瑞科技、康辉医疗、泰和诚医疗、中国医疗	38.12 亿美元

资料来源：WIND, BLOOMBERG, 东方证券研究所

2004 年我国共注册 10447 家医疗器械生产企业，2005 年注册 11847 家企业，但其中约 90% 是产值小于 1000 万元的中小企业，在国际医疗器械企业市场中所占份额只有 3%。在收益方面，在国内医疗器械行业销售收入排名前 10 位的企业中，外资、合资企业达 7 家，前 50 名企业中，合资、外资企业的销售收入和利润总额在 50% 以上，国内企业的利润率远远低于两者。我国主要的 A、H 和美股医疗器械行业上市公司与跨国公司（比如美敦力）相比，无论是市值，还是净利润都相差近十倍以上，从这个角度上来看单个企业的规模和行业集中度均有很大上升空间。

表 5 部分 A 股、H 股和美股上市企业具体情况与美敦力对比

公司名称	上市地	公司市值	10N 净利润	收盘价 (8.3)	毛利率
美敦力	美国	360.41 亿美元	34.80 亿美元	33.97 美元	75.90%
迈瑞医疗	美国	32.11 亿美元	1.54 亿美元	25.68 美元	56.93%
康辉医疗	美国	5.34 亿美元	0.15 亿美元	20.65 美元	50.23%
微创医疗	香港	74.43 亿港元	3.47 亿港元	4.01 港币	86.51%
创生控股	香港	23.00 亿港元	1.49 亿港元	2.97 港币	72.70%
金卫医疗	香港	24.27 亿港元	0.75 亿港元	1.30 港币	52.31%
威高股份	香港	198.17 亿港元	9.69 亿港元	10.52 港币	55.21%
鱼跃医疗	深圳	108.33 亿元	1.61 亿元	30.01 元	35.24%
九安医疗	深圳	30.132 亿元	0.24 亿元	13.69 元	34.07%
乐普医疗	深圳	163.13 亿元	4.11 亿元	20.81 元	82.92%
新华医疗	上海	45.56 亿元	0.65 亿元	36.04 元	24.19%

资料来源：WIND, BLOOMBERG, 东方证券研究所

1.5 一系列政策利好促进医疗器械行业高速发展

从整体看，我国医疗器械产业与发达国家相比，在质量、数量、技术水平上还有差距，目前还处于发展初期阶段，但随着中国经济的进一步发展、科技水平的提高以及国家在卫生产业的投入增多，我们认为医疗器械行业会继续保持高速增长的趋势。

表 6 近几年医疗器械行业相关政策

政策措施	日期	主要内容
全科医疗制度	2011. 06	到 2012 年使每个城市社区卫生服务机构和农村乡镇卫生院都有合格的全科医生；再经过几年努力，基本形成统一规范的全科医生培养模式和首诊在基层的服务模式，基本实现城乡每万名居民有 2 至 3 名合格的全科医生，更好地为群众提供连续协调、方便可及的基本医疗卫生服务。
医疗器械召回管理办法（试行）	2011. 06	从医疗器械召回的监管体制、召回的分级与分类、法律责任等方面对医疗器械召回管理的各项工作做了具体规定。
十二五规划正式发布	2011. 03.	按照保基本、强基层、建机制的要求，增加财政投入，深化医药卫生体制改革，建立健全基本医疗卫生制度，加快医疗卫生事业发展，优先满足群众基本医疗卫生需求。
2009-2011 年深化医药卫生体制改革实施方案	2009. 04	3年内各级政府预计总投入8500亿元，其中有165亿全部定点投向全国2.9万所乡镇卫生院和城市社区卫生服务机构，全部作为其医疗器械设备的购买补助。
农村卫生服务体系建设和发展规划	2006. 08	中央专项和地方配套资金分5 年投资216.84 亿元用于农村卫生服务体系建设，其中设备投资67.71 亿元，基础建设投资149.13 亿元；主要支持中西部及东部贫困地区约2.2 万所左右的乡镇卫生院、1,300 所左右的县医院、400 所左右的县中医医院以及950所左右县妇幼保健机构

资料来源：东方证券研究所

2. 医疗器械小巨人——鱼跃医疗

2.1 公司成长历程

公司专业从事医疗设备研发、制造和营销，是国内最大的康复护理和医用供氧系列医疗器械的专业生产企业。自 2008 年公司上市后，公司的市值从上市伊始的 16.07 亿增长到了目前的 119.78 亿，已经连续三年三次获得上市公司市值管理百佳公司。目前在 A 股 14 家医疗器械行业上市公司中，公司市值排名第二，11 年 PE 排名第六。

图 6 部分医疗器械企业市值（亿元）比较

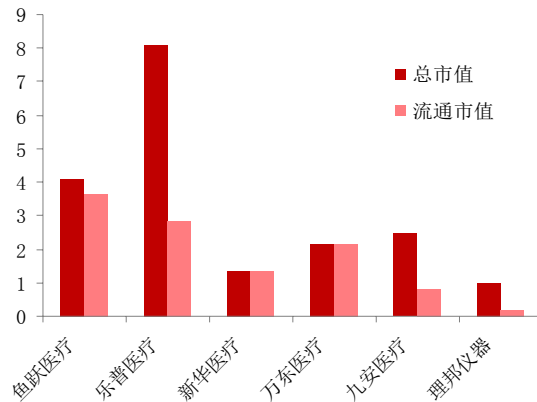
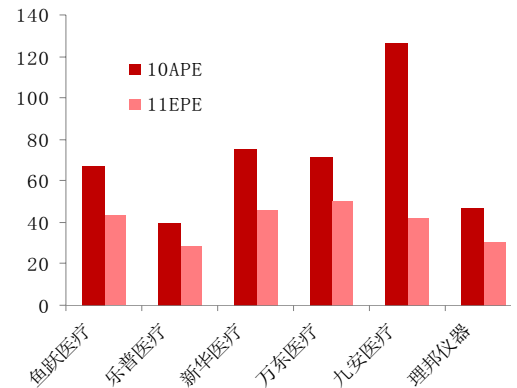


图 7 部分医疗器械企业市盈率比较



资料来源：WIND 东方证券研究所

经过十多年的努力，公司已经成长为医疗器械行业 OTC 市场的小巨人，公司前七大产品中制氧机、超轻微氧气阀、雾化器、血压计、听诊器、轮椅车及 X 射线机市场占有率均全国领先，下面我们简单回顾一下公司的成长历程。

第一阶段：创立与发展（1998—2004）

江苏鱼跃医疗设备股份有限公司从创立直至成为康复护理系列和医用供氧系列医疗器械的专业生产企业，逐步形成了以研究开发为核心竞争力的企业竞争优势。

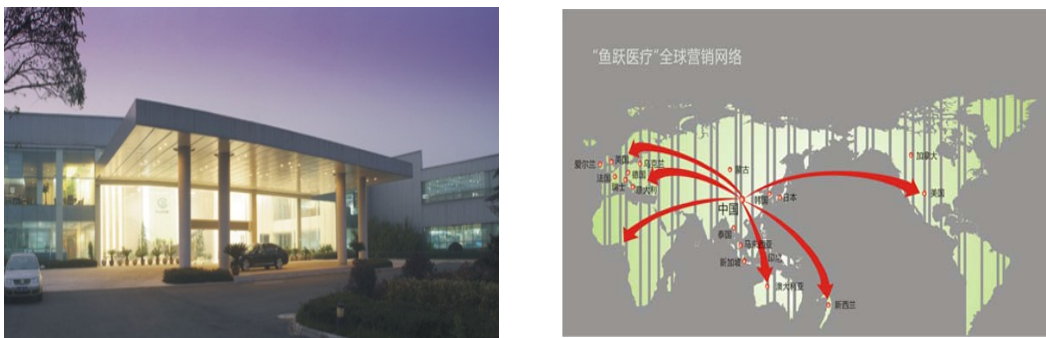
图 8 初期的鱼跃



资料来源：公司网站，东方证券研究所

第二阶段：自主研发，创造品牌（2004—2007）

公司以自主创新为主题，加大技术研发投入力度，着力提升技术自主创新能力，同时与相关高校和研究机构建立紧密的产学研合作关系。公司“鱼跃牌血压计”和“鱼跃牌轮椅车”分别被国家质量监督检验检疫总局评为“中国名牌”，是医疗器械行业内第一个获得“中国名牌”的企业，也是国内唯一一家拥有两个“中国名牌”的医疗器械生产企业。2007 年 8 月，公司的“鱼跃”商标被国家工商行政管理总局评为“中国驰名商标”。公司已成为康复护理和医用供氧医疗器械细分领域的行业龙头。

图 9 现在的鱼跃


资料来源：公司网站，东方证券研究所

第三阶段：技术革新，资本运作（2007 至今）

2008 年 4 月，公司股票在深圳证券交易所发行上市，借助资本的扩张，公司加大对现有产品的技术革新和新产品的开发。随着业务的发展，公司不仅通过自身积累事项规模扩张，还通过收购兼并来加快发展步伐。

表 7 公司总股本变化

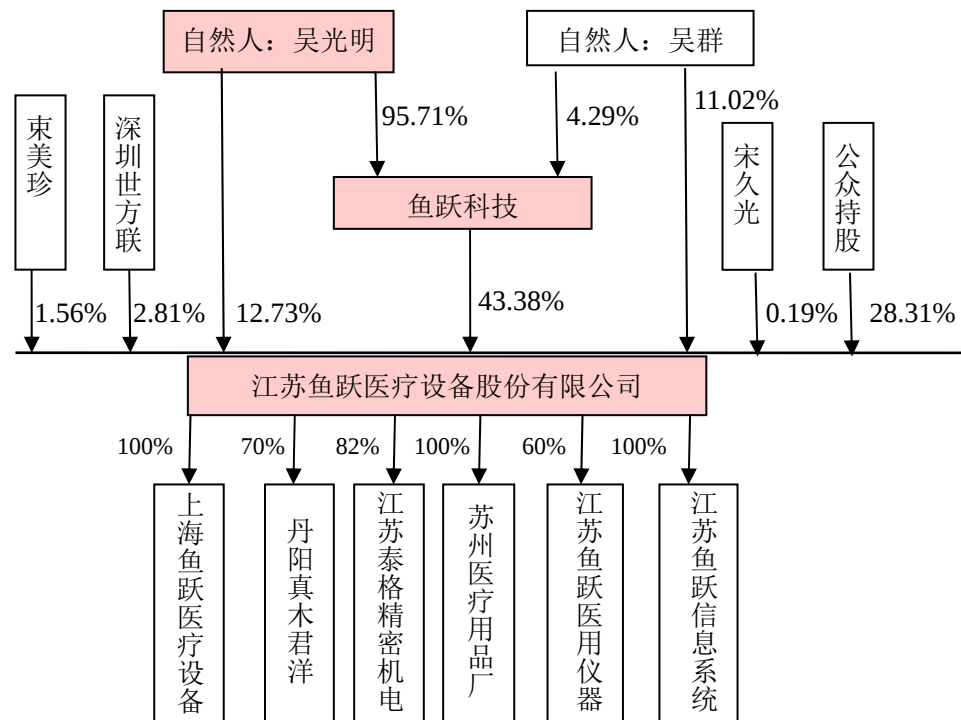
时间	融资途径	增加股本	变更后总股本
2008年4月18日	Ipo	2600万股	1.03亿股
2009年4月22日	10送1， 10转增4	5150万股	1.545亿股
2010年5月27日	10转增6	9270万股	2.472亿股
2010年6月28日	非公开发行	838万股	2.558亿股
2011年5月27日	10转增6	15330万股	4.089亿股

资料来源：公司公告 东方证券研究所

2.2 民营机制灵活，并购执行力强

目前公司总股本为 4.09 亿股，其中流通 A 股为 3.65 亿股。公司的控股股东为江苏鱼跃科技发展有限公司（持股比例 43.38%），董事长吴光明先生与吴群为父子关系，其中吴光明除直接持有 12.73% 的股份，通过鱼跃科技和吴群共持有公司 67.13% 的股份，为公司实际控制人。

图 10 公司股权结构



资料来源：公司公告 东方证券研究所

作为民营企业公司机制比较灵活，通过多年经营，公司的销售渠道已经日渐完善，除内生性增长外公司也主动寻求并购机会，希望通过并购来扩大公司经营范围，丰富和完善产品线，主要的目标是一些制造能力强，未来有潜力并能快速融入公司销售渠道的产品。

表 8 公司控股子公司概况一览

公司名称	注册地	注册资金 (万元)	持股比例	业务范围	2010年实现净利润 (万元)
上海鱼跃医疗设备有限公司	上海	900	100%	销售医疗器械，金属材料	-62.16
丹阳真木君阳医疗器械有限公司	丹阳	10(万美元)	70%	生产销售医疗器械，电动床	-16.79
江苏鱼跃泰格精密机电有限公司	丹阳	550	82%	生产销售集成电路	-64.32
苏州医疗用品厂有	苏州	3838	100%	生产销售针灸	936.77

限公司				针	
江苏鱼跃医用仪器 有限公司	盐城	1600	60%	生产销售体温 计, 温度表	150. 22
江苏鱼跃信息系统 有限公司	南京	3000	100%	软件开发及销 售	3144. 42

资料来源：公司年报 东方证券研究所

公司收购并购大事记：

- 2008 年 11 月公司通过与蒂菱体温计公司合作，进入了体温计市场，并研制出了无汞体温计和电子体温计。
- 2009 年公司收购了苏州医疗用品厂切入高值耗材领域。苏州医疗用品厂是我国针灸针和针灸器械的龙头企业和出口基地，主导产品是“华佗牌”针灸针及针灸器械。我国现行的针灸针国家标准就是以“华佗牌”针灸针为主要参考标准制定的。“华佗牌”针灸针的出口量居国内首位。公司医用缝合线目前销售额 1000 多万元，与威高的缝合针配合销售。

我们认为，医用缝合线、针灸针、体温计等新产品的消费群与公司现有客户群一致，可以充分发挥公司的销售渠道优势和品牌优势，成为公司新的利润增长点。公司未来也计划进入高端医用耗材领域，由于耗材属于三类医疗器械，取得注册证的时间较长，我们认为后续产品将主要通过收购的方式获得。

表 9 公司并购情况一览（单位：万元）

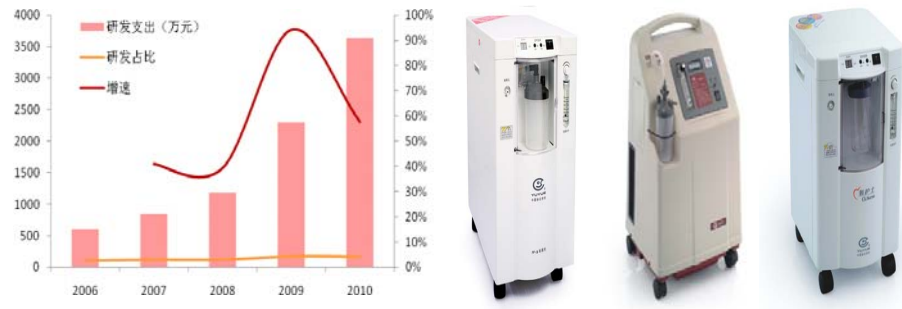
时间	并购事件	产品范围	10年净利润
2008年11月	出资960万元与盐城市蒂菱体温计有限公司合资成立江苏鱼跃医用仪器有限公司，公司持有60%股份	水银体温计，无汞体温计，电子体温计	15. 22
2009年3月	出资3100万元收购苏州医疗用品厂100%股权	“华佗牌”针灸针及针灸器械，医用缝合线	936. 77
2010年3月	出资448. 38万元成立江苏鱼跃泰格电子有限公司，公司持有82%股份	集成电路	-64. 32

资料来源：公司年报 东方证券研究所

2.3 积极研发创新，产业链不断丰富

医疗器械行业产品更新换代速度很快，需要通过不断推出新产品来保证公司的持续领先能力。公司拥有 13 项国家专利，多个产品被认定为国家或省级高新技术、火炬计划产品。研发中心被江苏省科技厅评为“江苏省医疗诊断护理设备工程技术研究中心”，拥有博士后科研工作站，公司还在南京新建了研发中心，以吸引高层次的研发人才加盟。近几年公司研发费用呈逐年上升状态，研发费用尤其上市后增速较为明显，研发占比也从 2006 年的 2.60% 升至 2010 年的 4.11%。

图 11 公司研发费用支出（万元）情况 以及公司制氧机系列演变图



资料来源：公司年报，公司网站，东方证券研究所

3. 康复护理是利润大头，OTC 和医院两条腿走路

公司产品覆盖康复护理、医用供氧和医用临床三大系列，现公司健康护理器材共43个品种、300个规格，如下图所示康复护理系列是公司收入及利润增长的主要来源，我们认为公司初期从较为简单的一类和二类医疗器械产品入手，定位有些类似于医疗器械行业中的小家电龙头，但随着大型放射科仪器、全科诊疗系统等医用临床产品的推出，公司开始医院和OTC两条腿走路。

图 12 公司三大系列营业收入占比情况

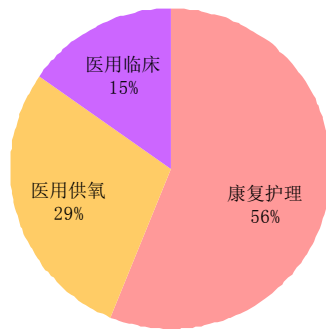
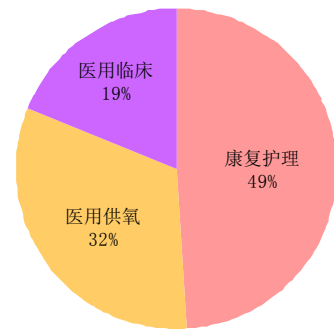


图 13 公司三大系列营业利润占比情况



资料来源：公司 2010 年年报 东方证券研究所

经销商结合直营，医院市场和家庭市场并举。公司从市场调研开始，将市场信息转变成工程语言，独立制造设计产品，并且拥有专柜的支持，在人员培训和广告投放上投入较大。公司重视零售终端建设，是首个将医疗器械OTC营销大规模系统化实施的企业，08年就专门成立了OTC 销售团队负责终端专柜的开拓。随着直营专柜的开设，公司在OTC渠道上的控制力进一步加强。目前公司已经开设专柜870个，今年可能会超过1000个，销售网络覆盖34个省、自治区的6500多家医院。公司的经销商有多种加盟方式，未来公司可能会考虑鼓励经销商单人开店，届时公司会给经销商提供多方位的服务，使得经销商单人开店成为可能。重视OTC的同时公司也在重点建设医院渠道。根据自身战略要求，公司在2010年初引进国内资深医疗器械销售总监，进入大型医院设备领域，

我们认为未来医院销售可能成为公司的实现增长的又一重要渠道。目前公司的销售团队中450人以上，医院市场大约有100个销售人员，家庭市场大概350个，明年公司可能会视情况继续增加销售人数。由于公司对于渠道掌控能力较强，不排除未来对于部分产品进行重新定价，我们认为重新定价的方法有两种。1) 通过推出新一代产品，同时改变和引导消费结构，实现提价，比如制氧机系列。2) 对于老产品而言，如果原材料涨价的话，可以顺势提价转移成本上升压力，比如今年水银涨幅较大，血压计终端价格提价30%，水银体温计出厂价提高了50%，可以完全覆盖原材料成本上升。

图 14 公司终端专柜展示



资料来源：东方证券研究所

康复护理系列产品包括：听诊器、血压计（汞柱式、电子式）、血糖仪、监护仪等常用诊断设备，轮椅车、手杖、助行器、护理床、防褥疮床垫等常用护理设备，雾化器、制氧机、助听器 etc 常用辅助治疗设备，颈椎、腰椎牵引器、中医保健按摩器、理疗仪等矫正理疗设备。公司前七康复护理系列产品主要是老年人和残疾人在医院和家庭使用的康复护理设备，其特点是品种多、单个产品价格不高、需求量较大。

表 10 公司主要产品展示（红色圈示的为国内占有率第一的产品）

产品系列

产品展示

康复护理系列



电子血压计

轮椅车

超声雾化器

听诊器



血压计



保健盒



汞柱血压计



电子体温计

医用供氧系列



中心供氧设备



制氧机



超轻氧气阀

医用临床系列



医用X射线机



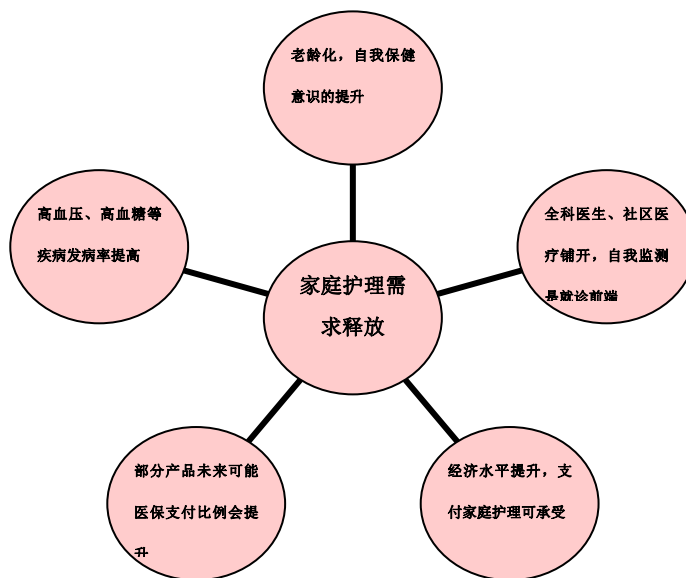
全科诊断系统

资料来源：公司年报 东方证券研究所

4. 康复护理有望维持高增长

我们认为随着经济水平提升，人口老龄化，全科医师制度的推广以及各地报销比例的提高，康复护理产品的需求将显著提升，但这将是一个比较持续和长期的过程，未来有望提振公司该项业务的业绩。

图 15 家庭护理需求释放



资料来源：东方证券研究所

4.1 人口老龄化，经济水平提升

国际上通常把65岁以上人口占总人口比重达到7%作为国家或地区是否进入老龄化社会的标准。由于出生率降低和医疗水平提高，我国老年人口比重逐年提升，截至2009年底，我国65岁以上的老年人口已达1.13亿人，占人口总数的8.5%，且人口总数每年以3%的速度递增。

图 16 我国人口老龄化结构逐渐显现

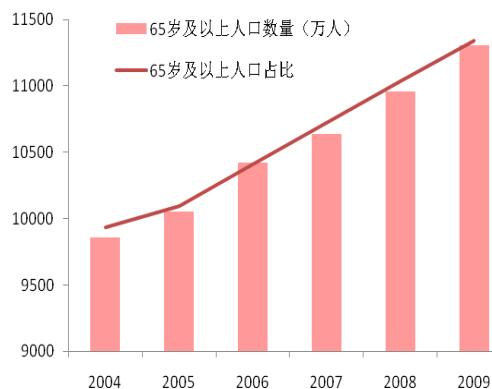
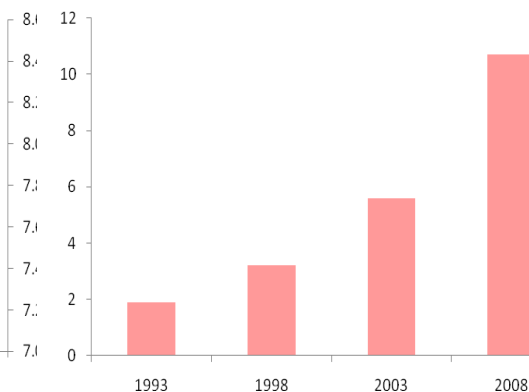


图 17 我国糖尿病发病率



资料来源：中国统计年鉴，卫生部，东方证券研究所

我们认为，随着生活质量的不断提高，人口老龄化糖尿病之类“富贵病”发病率的提升，中老年人自我保健意识的不断增强以及和医改的深入，人们越来越关注自己和家人的健康情况，各种简单实用、功能齐全及智能化、数字化的医疗器械将成为人们生活中必不可少的用品，家用医疗器械市场随之进入黄金发展期。因此公司产品轮椅车、血压计、血糖仪、手杖等康复护理产品的需求将会明显增加。

4.2 医疗服务下沉，报销比例提升

2006 年国务院发布《关于发展城市社区卫生服务的指导意见》后，城市社区卫生服务网络的建设速度明显加快，截至2011年04月底，全国社区卫生服务中心（站）的总数为33448个，与2010年03月相比增长21.40%。社区医疗服务机构配备基础医疗器械设备是一个重要需求，在该需求的拉动下，基础医疗器械市场会出现明显的上涨趋势，鱼跃医疗作为该子行业龙头企业将明显受益。

表 11 医疗卫生机构变动情况

	2008	2009	2010. 04	2011. 04	变动数	变动百分比
总计	891480	916571	927730	941190	49710	5.58%
一、医院	19712	20291	20328	21210	1498	7.60%
公立医院	13119	13364	13978	13849	730	5.56%
民营医院	6593	6927	6350	7361	768	11.65%
二、基层医疗卫生机构	850260	873362	893280	905608	55348	6.51%
社区卫生服务中心	24260	27308	27553	33448	9188	37.87%
乡镇卫生院	39080	38475	38426	37715	-1365	-3.49%
诊所（医务室）	173777	174809	176080	174643	866	0.50%
村卫生室	613143	632770	642472	650379	37236	6.07%
三、其他机构	21508	22918	14122	14372	-7136	-33.18%

资料来源：卫生部、东方证券研究所

目前我国医疗服务下沉，重心向社区医院转移，除了上述的基础建设加速之外，近期提出的全科医生制度以及医师多点执业职称要求放低也是医疗服务下沉较为实际和基础的政策性进展。一些老年病人的常规诊疗将由社区医生上门完成，部分日常护理工作将在家庭中完成。一直以来我国大量的慢性病和残疾病人由于医疗资源紧张和诊疗费用较高无法得到医治，我们认为随着城市社区卫生服务网络的完善，以及报销比例的逐步上升，在社区就诊、在家治疗的比例将进一步提升，家庭对康复护理类产品的需求将出现爆发式增长。

表 12 部分省市新增医保报销情况

时间	省、市	医保产品	支付范围
2010年6月	梧州、桂林	体温计、血糖试纸、血压计、轮椅	城镇职工基本医疗保险个人支付范围
2010年1月1日起	重庆市	体温计、轮椅等	城镇职工基本医疗保险个人支付范围
2010年7月	陕西省	体温计、血糖试纸、血压	城镇职工基本医疗保险个人支付范围

计等			
2011年7月	安徽省	血糖检测仪、血压计、体温计、听诊器等	城镇职工基本医疗保险个人支付范围
2011年10月起	宁波市	血糖仪、血糖试纸、血压计、听诊器、体温计等	城镇职工基本医疗保险个人支付范围
2010年5月	广西	体温计、血糖试纸、血压计、轮椅等	城镇职工基本医疗保险个人支付范围
2011年7月1日起	青海	体温计、血压计等	城镇职工基本医疗保险个人支付范围

资料来源：东方证券研究所

4.3 进口替代，产业升级

以电子血压计为例，与欧姆龙的产品线相比较，公司现有产品还较低端，产品系列丰富程度也略有欠缺，但我们认为电子血压计作为医用“小家电”的一种，由于单价不高，很可能与体温计、电子体重秤一样成为家家必备的医疗保健诊断仪器，公司产品性价比好，存在广大的需求，与之前其他产品可以实现渠道共用，实现进口替代的可能性非常大。而电子血压计的国内另一制造商九安医疗虽然产品种类繁多，但由于一直给海外厂商做 OEM，因此国内渠道建设相对薄弱，可能较难与公司在国内市场竞争。

表 13 欧姆龙产品一览

公司产品分类

家用产品全部品类	电子血压计、血糖检测仪、体重身体脂肪测量器、电子体温计、计步器、声波式电动牙刷、体重计、低频治疗仪
医用产品全部品类	动脉硬化诊断装置、脉波检测装置、医用全自动电子血压计、医用电子血压计、吸入器
通信功能健康管理产品	无线通信产品、有线通信产品

资料来源：东方证券研究所

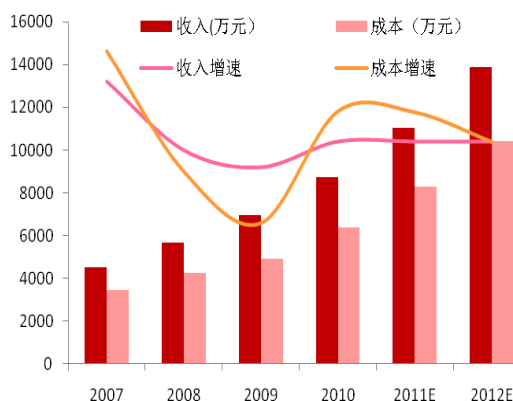
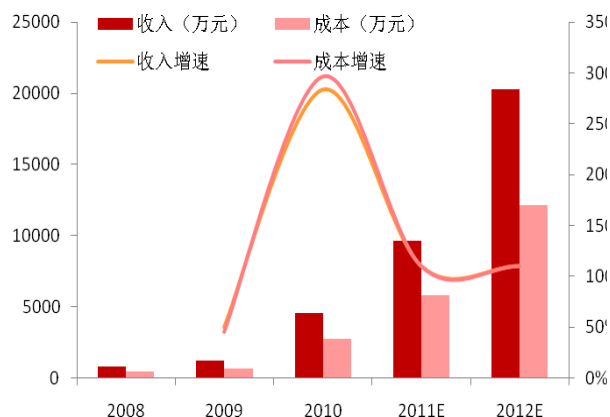
5. 传统业务稳步增长

5.1 血压计成功产业升级，听诊器、保健盒稳步增长

血压计、听诊器、保健盒是公司的传统产品，价格一直保持平稳。“鱼跃牌血压计”被中国质量监督检验检疫总局评为“中国名牌”，是医疗器械行业内第一个获得“中国名牌”的企业。公司汞柱式血压计和听诊器国内市场占有率第一，二者及保健盒（血压计+听诊计）的消费终端既在 OTC，又在医院市场。

在中国家用医疗电子产品中，电子血压计是最受欢迎的产品，市场潜力巨大。随着人们生活水平断提高，中国的人口结构趋向老龄化，电子血压计的销售应该会继续保持高速增长。我们认

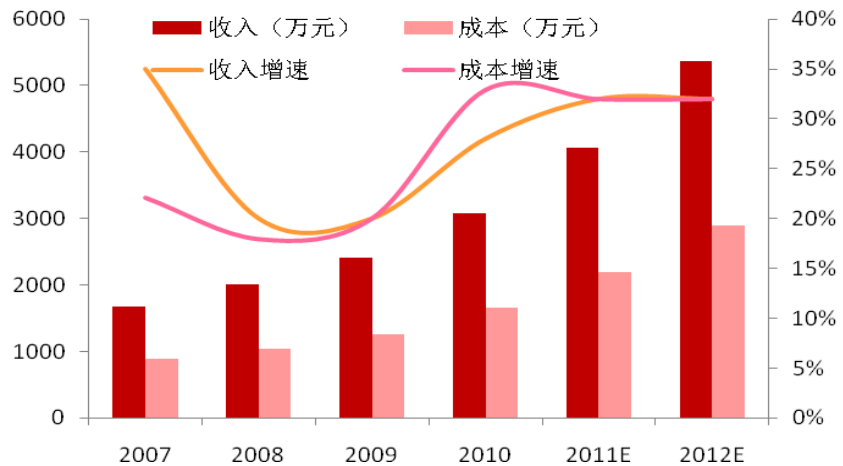
为电子医疗产品主要是品牌、渠道还有技术上的差别，公司2009年推出的OTC新品种电子血压计，经过大力推广后增长迅速，目前大约有40个规格，但主打就几个种类。10年公司汞柱血压计销售收入过亿，今年我们预计电子血压计销售收入也可以过亿，我们估计去年欧姆龙在国内实现的销售收入约3.5-4亿，公司销售收入与松下可能较为接近，其他厂家销售收入都不到5000万元。我们认为公司血压计已经成功实现产业升级，电子血压计的市场占有率正在逐步提升中，今年有望成为内销排名第二厂家。

图 18 汞柱血压计销售情况

图 19 电子血压计销售情况


资料来源：公司公告，东方证券研究所

5.2 超声雾化器优势维持，稳健增长

超声雾化器利用超声波定向压强，使液体表面隆起，在隆起的液面周围发生空化作用，使液体雾化成小分子的气雾，药物分子通过气雾直接进入毛细血管或肺泡，达到治疗作用。一直以来雾化器是公司优势产品之一，过去主要用于医院、诊所等医疗领域，近年来美容院、家庭对该产品需求量开始增加，但我们认为现阶段医院市场还是公司雾化器最主要的销售方向。

图 20 超声雾化器销售情况


资料来源：公司公告，东方证券研究所

公司是国内销量最大的雾化器生产企业，有质量和品牌上的优势，去年公司在湖南省招标中中标4万台左右，与公司相比竞争对手广东粤华和上海医菱市场占有率距离较大。我们认为由于基层乡镇医院这两年开始铺货，且公司在这个产品的招投标上优势较大，该业务应该能维持30%左右较高增速，预计今年销售收入可以达到4000万以上。

5.3 轮椅车禁销解除，轮椅利润稳步增长

鱼跃牌轮椅车被中国国家质量监督检验检疫总局评为“中国名牌”，是国内轮椅车行业两个“中国名牌”产品之一。公司的主要竞争对手为上海互邦、佛山东方、上海方太和天津长静，其国内市场占有率分别为13%、4%、3%和3%，目前公司产品国内市场占有率约为18%，排名第一。

表 14 2006 年轮椅车市场份额情况

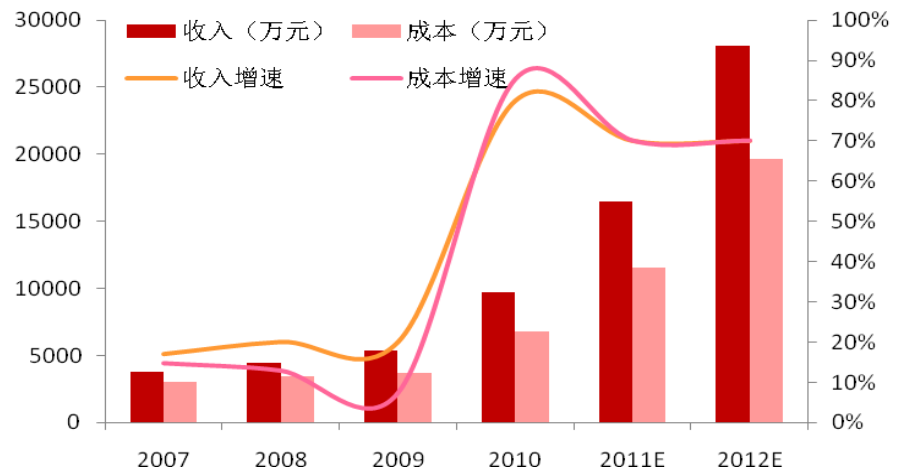
公司	国内销售（辆）	市场占有率	主要产品
上海互邦医疗器械有限公司	80000	13.33%	轮椅车
江苏鱼跃医疗设备股份有限公司	73439	12.24%	家庭康复医疗器械
佛山东方医疗设备厂有限公司	22000	3.67%	轮椅车、座厕车、座厕椅
上海方太医疗器械有限公司	20000	3.33%	轮椅车、助步器
天津市长静轮椅车有限公司	16000	2.67%	轮椅车

资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所

2005年公司向APM公司出售轮椅相关资产并遵照约定5年内不向国外出口轮椅等相关产品，禁止轮椅等相关产品外销的约定于2010年10月到期，在轮椅车海外销售解禁后，订单一直供不应求，产能问题成为最大的瓶颈。公司使用募集资金的4997.53万元进行轮椅车技术改造项目，募投前轮椅车产能为15万辆，募投项目达产后产能将达到30万辆，产能瓶颈问题应该会有适当缓解。

根据ICON Group 发布的《全球助行产品市场研究报告》显示，2008 年至2012年，中国、日本、欧洲、北美等国家/地区的轮椅车年均需求量为375 万台，其中电动轮椅78 万台，中国市场年需求量约为60万辆。2009 年世界轮椅市场销售近400 万台，其中美国是全球最大的轮椅消费国。

图 21 轮椅车销售情况

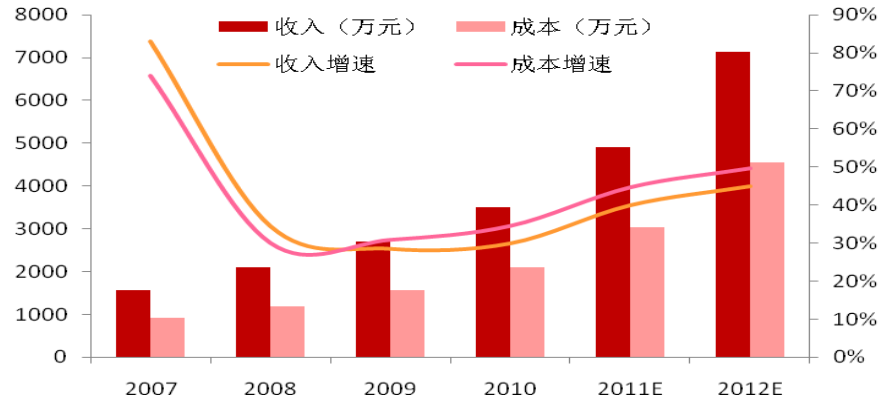


资料来源：公司公告，东方证券研究所

轮椅是原材料推动型的产品，对场地要求也较高，虽然今年的海外订单从数量上来看完全没有问题，但今年由于原材料和人工涨价，报价与成本上升相较仍略显偏低，因此公司从战略上调整轮椅业务的产品结构，将有限的产能集中在高毛利产品上。我们认为今年轮椅产品收入增速可能不大，但利润增速应该可以有所保证。目前医保目录还没有明确将轮椅列入，但从趋势上来看，在这方面与欧美国家接轨在未来应该是可以预见的，并且随着人口老龄化，对轮椅车的需求会越来越旺盛，因此未来不排除该项业务有收入大幅增长的可能。

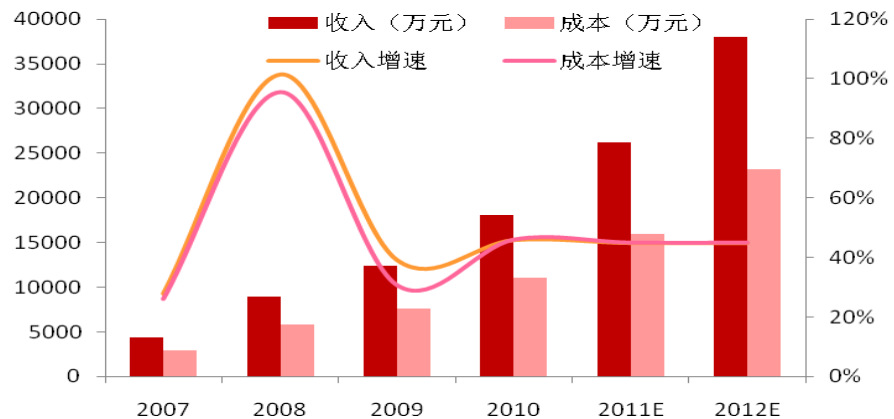
5.4 氧气阀、制氧机

氧气阀稳定增长。超轻微氧气阀是一种减压装置，用于控制氧气流量，降低汽缸中的氧气压力到人体能承受的度，主要用于医院和家庭保健吸氧用途，在海外医院、疗养院广泛应用。公司超轻微氧气阀取得美国WHA实验室认证，是国内唯一规模化生产企业。公司产品目前主要以出口为主，主要竞争对手基本是国外厂家（Precision Medical、Thermadyne等），由于公司产品价格仅是国外同类产品的一半，价格优势较为明显。发达国家对氧气阀的使用安全要求较高，一般2-3年就要强制进行更换，市场需求量较大，我们预计公司氧气阀业务会稳定增长。

图 22 氧气阀销售情况


资料来源：公司公告，东方证券研究所

制氧机海外内销增速喜人。医用分子筛制氧机以沸石分子筛为吸附剂，采用物理变压吸附法将空气中的氧气与氮气进行分离，并滤除空气中的有害物质，从而获取符合医用氧标准的高纯度氧气。公司制氧机国际市场占有率约为1.7%，国内市场占有率约为42%，国内对制氧机一直保持较高需求，我们认为随着人口老龄化，人们保健意识的增强及生活水平的提高，制氧机的国内需求量将持续增加。而2010年公司制氧机通过美国FDA510K认证，是中国唯一通过FDA认证的企业，今年上半年制氧机出口增速较为明显。公司制氧机分为小型可移动式（家庭保健吸氧和医用吸氧）和大型医用分子筛制氧机，通过OTC渠道销售的主要为小型制氧机，绝大部分进入了家庭。公司目前能够生产从1m³/h到30m³/h全系列的大型制氧机，今年已经销售了5套产品，由于该产品主要以定制为主，因此价格不定。作为公司又一明星产品，公司制氧机业务10年销售收入约2亿左右，上半年销售收入增速60%左右，我们预计今年全年销售收入能维持或超过上半年增速，达到3.5亿左右。

图 23 制氧机销售情况


资料来源：公司公告，东方证券研究所

6.业绩增长未来看点

6.1 医药渠道产品：X 射线机、全科诊断仪

X射线仪市场竞争激烈，具体需跟踪招投标情况。公司在X射线机方面是后进入者，高清晰数字式X射线机（DR）关键技术开发及产业化项目被认定为江苏省级重大科技成果转化项目，并于08年6月获得高频医用高频诊断X射线机注册证，DR相对于传统X射线机优势为：1.工作流程简化，提高诊断速度和效率；2.X射线剂量和辐射强度都大大降低；3.图像清晰度和分辨率提高；4.在透视状态下，可实时显示数字图像，可提取出丰富可靠的临床诊断信息。X射线机市场占有率第一的万东医疗近几年在基层医疗机构的销售状况良好，我们认为新医改政策对基层医疗设备市场的需求增加将带动公司产品销售，X射线机有望成为公司另一个大品种，但由于该产品主要通过招投标，公司在该项业务上尚属于后进入市场者，优势并不明显，且GE等跨国公司为了进入中低端市场也重金投入并在战略上进行了针对性调整，市场竞争激烈，因此我们需要进一步跟踪公司下半年中标情况。

图 24 X 射线机销售情况

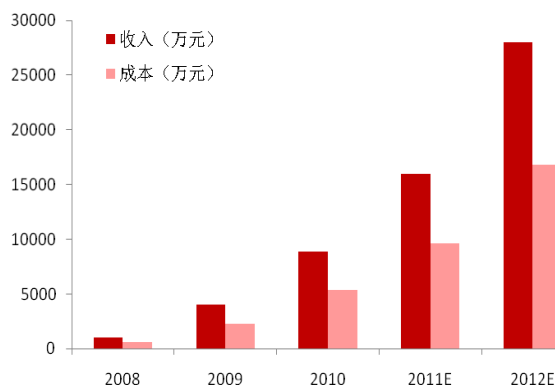
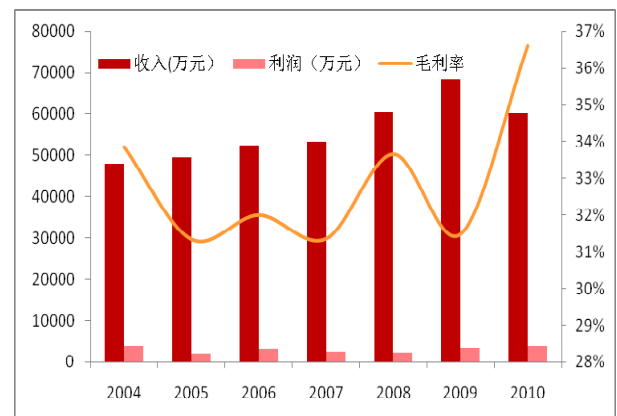


图 25 万东医疗业绩情况



资料来源：公司公告，东方证券研究所

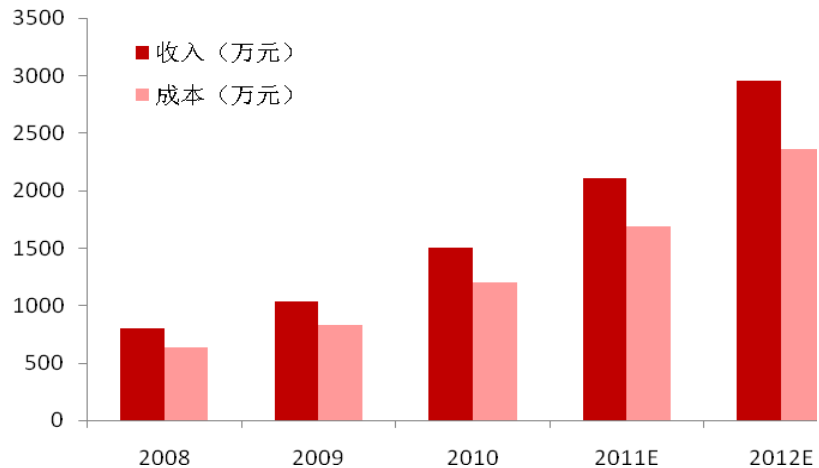
全科诊疗仪—医院渠道添新兵。公司全科诊断仪09年获得生产批文，10年推出市场，公司是国内第一个获得全科诊断仪批文的生产企业，之前市场上所有产品均为美国伟伦生产。美国伟伦公司是美国军方指定的医疗仪器供应商，是全球最大的监护仪生产商之一。由于该产品主要与招投标有关，因此未来公司将努力争取部分政府招标份额，推动全科诊断仪成为医院常规配置，具体情况也需跟踪下半年公司在招投标中的情况。

6.2 体温计

公司2008 年与盐城蒂菱合资成立江苏鱼跃医用仪器有限公司从而进入体温计市场，公司出资960 万元，持股比例60%。一般来说，水银体温计有口表、肛表、腋表之分。如果体温计折断，水银流到口腔内乃至被吞下会引起汞中毒，伤害肝肾功能；如果皮肤被断裂的水银温度计划破，可能引起皮肤感染发炎，如果水银进入人体的血液，将危及生命。据媒体报道，每年都有儿童误吞水银的事件发生。另外，体温计废弃和破裂后，内含的汞剧毒会对周围环境造成污染。由于水银对环境的污染严重，许多国家/地区已经禁止使用、生产、销售和进出口水银体温计。2002年9

月，美参议院一致通过禁止使用汞柱体温计，2005年4月，欧盟宣布今后4年内水银体温计将逐渐从欧洲市场上消失，并从2011年起还将全面禁止这种温度计出口。

图 26 体温计销售情况



资料来源：公司公告，东方证券研究所

公司目前有含汞、无汞和电子三种类型产品，目前鱼跃医疗的无汞体温计已经获得专利，主要向欧洲销售，电子体温计的量也并不多，水银体温计占比还是最大的，我们分析认为现在还没有到彻底转型的时候，原因有：1) 非水银体温计的价格是非水银的体温计价格的3倍以上，2) 我们目前尚无相关法令强制禁止含水银产品的销售。从趋势上来看国内水银体温计近年来逐渐下降，但在医疗领域和普通家庭中仍被广泛使用，但我们认为未来无汞体温计和电子体温计终将会替代水银体温计，成为体温计市场主要品种。

表 15 2008 年国内水银体温计主要生产企业一览

排名	省份	单位	产量 (万支)	份额
1	山东	东阿阿胶阿华医疗器械有限公司	3400	33.30%
2	江苏	江苏鱼跃医用仪器有限公司	2185	21.40%
3	江苏	无锡市医用仪表厂	1720	16.80%
4	陕西	陕西省医疗仪器厂	1271	12.40%
5	江西	江西省荣嘉医疗器械实业有限公司	700	6.90%
6	浙江	嵊泗县华合仪表有限公司	563	5.50%
7	浙江	临海医疗仪表厂	370	3.7%

资料来源：中国医疗器械行业协会 东方证券研究所

6.3 血糖仪：未来的重点产品

在我国，糖尿病有两高三低：发病率高速增长、高并发症发生率、低诊断率、低治疗达标

率、低血糖仪拥有率。近10年来，伴随着人们生活水平的不断提高，糖尿病发病率也迅猛增长。2008年中华医学会糖尿病分会报告显示，我国糖尿病患病率高达11.28%，2010年数据显示中国糖尿病患者数量已达到了近9300万人，跃居世界第一位。在高患病率状况下，伴随的是低诊断率和低治疗达标率，城市糖尿病未诊断率达到57%，农村地区未诊断率高达67.64%。在发达国家，比如日本，血糖仪的渗透率为95%，欧洲为90%，美国为85%，而中国不足30%。此外，国外血糖测试频繁，欧美是一天三次，中国则是一周一到两次。致使进行自我血糖监测的患者比例非常低。过低的血糖仪普及率以及不规范的监测，是我国糖尿病患者血糖控制达标率低、并发症高的的重要原因之一。

在糖尿病控制的五驾马车（糖尿病教育、饮食治疗、运动治疗、药物治疗、血糖监测）中，**血糖监测是架好马车的保证**。欧洲糖尿病学会提出：血糖异常+时间=并发症，揭示了持续血糖控制达标的重要性。大量研究证明空腹及餐后血糖控制在正常或接近正常水平可显著减少糖尿病并发症的发生或发展，未控制的高血糖可增加微血管和大血管并发症危险。使用血糖仪进行自我血糖监测（SMBG），可使糖尿病患者知道自己当前的血糖水平，激发患者调整治疗药物和生活方式，进而增加血糖控制的达标率。同时自我血糖监测可以显著减少和预防无症状性低血糖反应。

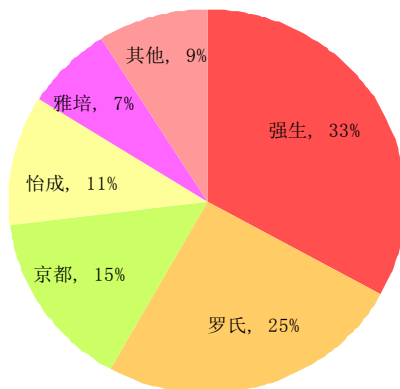
在我国，影响血糖仪普及的原因主要有：1）糖尿病患者相对缺乏糖尿病相关知识，对血糖监测的重要性认识不足，2）血糖仪、血糖试纸价格较贵，超出大部分糖尿病患者的购买能力，导致血糖仪普及率低，血糖监测频率也低，即使拥有血糖仪，每周进行一次以上血糖监测的患者不到50%，只有接近1%的拥有血糖仪的糖尿病患者坚持每天进行两次以上的血糖监测。

表 16：三诺生物上市募投资金项目情况

公司名称	主要生产工艺、产品及生产规模	备注
长沙三诺生物传感技术股份有限公司	血糖仪和配套试条，年产血糖仪 50 万台，年产试纸 1 亿支	
	生物传感器生产基地项目（长高新环评[2011]05 号）	募投项目
	生物传感器技术研发中心项目	募投项目
	营销网络建设项目	募投项目

资料来源：东方证券研究所

在国内血糖监测市场有长沙三诺、北京怡成和九安医疗等公司，前这两家企业也已经在上市进程中。怡成是国内目前最大的血糖检测产品生产商，在整个血糖检测市场占有20%份额，相比之下三诺要比怡成的销售收入少些。怡成生物07年-10年的销售收入分别约为6000万元、9600万元、1.4亿元和2.2亿元以上，目前试纸的收入已经占到怡成总收入的一半左右。怡成的策略是区域性市场的渗透和价格优势：1）选择进入二、三线城市由药厂代理主导的个人消费市场，2）药厂代理商有四折拿货的优惠，远高于强生和罗氏，3）怡成的血糖仪价格基本上是外资的一半，强生、罗氏试纸5元多，怡成则是2.9元。

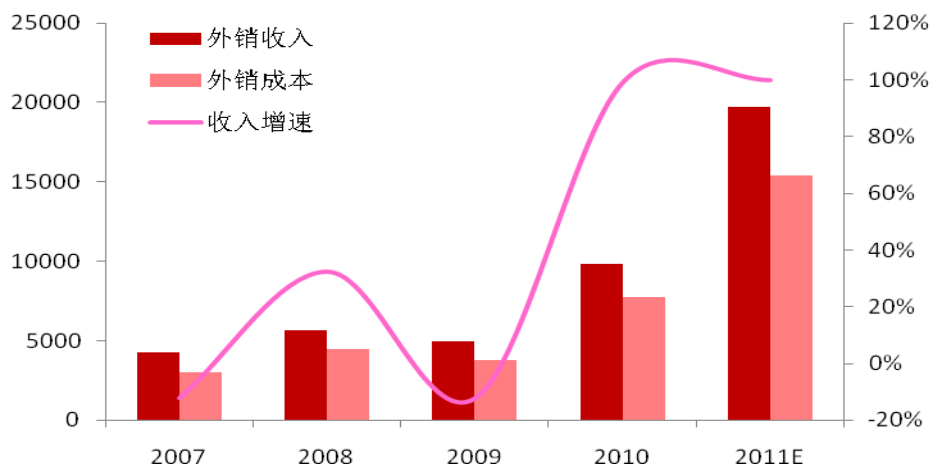
图 27 国内血糖仪市场份额分布


资料来源：东方证券研究所

目前市场上各品牌血糖仪和试纸间互相不兼容，选择一个品牌的血糖仪就必须坚持用同一品牌的血糖试纸，血糖仪利润并不高，试纸才是利润增长点，目前主流的销售方法是买试纸送机器。我们看好血糖监测业务，公司产品与外企产品相比有性价比优势，目前市场容量不断扩大中，因此公司抢占一部分市场难度不大，由于血糖监测业务需要临床基础，预计公司会从大医院入手。目前血糖监测的产能已经基本完成，由于试纸的保质期较短（一年），预计今年四季度就可以开始进行销售。

6.4 积极开拓国际市场

目前出口产品的品种比较平均，今年上半年实现了70%左右增长，由于四季度一般是采购高峰，因此我们预计下半年将好于上半年，全年外销部分有望100%增长。

图 28 公司外销收入（万元）、成本（万元）及外销收入增速


资料来源：公司年报，东方证券研究所

其中2007年外销增速为负主要是由于2005年公司将控股子公司江苏英科的轮椅生产线和国外市场销售权转让给美国APM公司。

7 估值与投资建议

表 17 业务拆分表（单位：百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入						
康复护理系列	299	371	494	840.59	1352.43	2096.67
增长率		24.08%	33.15%	70.16%	60.89%	55.03%
医用供氧系列	101	133	253	384.99	614.98	965.95
增长率		31.68%	90.23%	52.17%	59.74%	57.07%
医用临床系列		33	135	216.85	337.92	506.88
增长率			309.09%	60.63%	55.83%	50.00%
主营利润						
康复护理系列	86	130	152	235.20	406.13	629.42
医用供氧系列	31	53	99	149.99	239.97	405.99
医用临床系列		21	59	92.79	152.33	222.82
毛利率						
康复护理系列	28.76%	35.04%	30.77%	27.98%	30.03%	30.02%
医用供氧系列	30.69%	39.85%	39.13%	38.96%	39.02%	42.03%
医用临床系列		63.64%	43.70%	42.79%	45.08%	43.96%

资料来源：Wind，东方证券研究所

我们采用PE法进行估值，医药器械行业中乐普医疗、新华医疗等可比上市公司2012年的平均PE为30.54倍，根据我们的盈利预测，预计公司2011—2013年的EPS分别为0.63元、0.95元和1.40元，考虑公司未来两年业绩将持续高速增长，参考可比公司的平均PE，我们给予公司12年35倍的PE，对应目标价33.25元，公司8月5日收盘价30.09元，还有10.80%的涨幅。

表 18 可比公司估值（PE 法）

公司	股价	EPS			PE		
		2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E
乐普医疗	20.81	0.51	0.70	0.95	40.80	29.73	21.91
新华医疗	36.04	0.45	0.73	1.06	63.23	49.37	34.00
万东医疗	14.98	0.19	0.27	0.36	71.33	55.48	41.61
九安医疗	13.69	0.22	0.29	0.41	62.23	47.21	33.39
理邦仪器	30.77	0.88	1.00	1.43	34.97	30.77	21.52
均值					54.93	43.12	30.54

资料来源：东方证券研究所，价格采用 2011 年 8 月 3 日收盘价

8 主要风险

- 1) 并购低于预期
- 2) 新产品市场推广失败
- 3) 成本大幅上涨
- 4) 高管解禁减持

附表：公司财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	708	1162	1616	2312	营业收入	884	1450	2266	3338
现金	339	572	718	1021	营业成本	572	947	1460	2139
应收账款	145	238	372	548	营业税金及附加	4	7	12	17
其它应收款	9	14	22	33	营业费用	54	88	138	203
预付账款	22	51	95	161	管理费用	76	125	195	288
存货	193	287	407	548	财务费用	3	-6	27	47
其他	0	0	1	1	资产减值损失	4	0	0	0
非流动资产	356	433	489	531	公允价值变动收益	-1	0	0	0
长期投资	5	5	5	5	投资净收益	2	0	0	0
固定资产	232	287	341	389	营业利润	171	288	435	645
无形资产	51	48	44	41	营业外收入	13	0	0	0
其他	67	93	98	96	营业外支出	4	0	0	0
资产总计	1063	1595	2104	2842	利润总额	181	288	435	645
流动负债	172	296	417	579	所得税	19	31	46	69
短期借款	24	40	40	40	净利润	161	257	388	576
应付账款	123	204	314	461	少数股东损益	0	1	1	2
其他	19	52	63	78	归属于母公司净利	161	256	387	574
非流动负债	12	9	9	9	EBITDA	200	319	481	714
长期借款	9	9	9	9	EPS (元)	0.64	0.63	0.95	1.40
其他	3	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	184	305	426	588	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	8	8	9	11	成长能力				
股本	256	409	409	409	营业收入	64.3%	64.0%	56.3%	47.3%
资本公积	345	345	345	345	营业利润	50.2%	68.3%	51.1%	48.2%
留存收益	271	527	915	1489	归属于母公司净利	60.0%	59.4%	51.1%	48.2%
归属母公司股东	879	1290	1678	2254	获利能力				
负债和股东权益	1063	1595	2104	2842	毛利率	33.7%	34.7%	35.6%	35.9%
现金流量表					净利率	18.2%	18.2%	18.2%	17.7%
单位:百万元					ROE	18.3%	19.9%	23.1%	25.5%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	17.0%	18.8%	23.9%	26.8%
经营活动现金流	63	156	252	419	偿债能力				
净利润	161	257	388	576	资产负债率	17.3%	19.1%	20.2%	20.7%
折旧摊销	20	20	24	28	净负债比率	10.8%	32.8%	21.1%	23.8%
财务费用	2	-6	27	47	流动比率	4.10	3.92	3.87	3.99
投资损失	-2	0	0	0	速动比率	2.99	2.96	2.90	3.04
营运资金变动	-124	-115	-187	-232	营运能力				
其它	6	0	0	0	总资产周转率	0.26	0.27	0.31	0.34
投资活动现金流	-92	-100	-80	-70	应收账款周转率	8	2	2	2
资本支出	-95	-100	-80	-70	应付账款周转率	9.19	8.86	8.74	8.61
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他	3	0	0	0	每股收益	0.64	0.63	0.95	1.40
筹资活动现金流	218	175	-27	-47	每股经营现金流	0.16	0.38	0.62	1.02
短期借款	-4	16	0	0	每股净资产	2.13	3.13	4.08	5.49
长期借款	9	9	0	0	估值比率				
普通股增加	0	153	0	0	P/E	76.28	47.86	31.68	21.37
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	14.08	9.58	7.35	5.47
其他	213	-3	-27	-47	EV/EBITDA	41	28	19	15
现金净增加额	191	231	145	302					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn