

医疗器械是避风港，优选家用类型

—医疗器械行业深度报告

民生精品---深度研究报告/医疗器械行业

2011 年 09 月 07 日

报告摘要:

● 医疗器械需求向好且降价压力小

首先，器械的招标政策较为宽松。我国仅对 500 万元以上的设备进行集中招标，500 万元以上的设备分为甲乙类，甲类卫生部统一招标，乙类进行省级招标。我国生产的医疗器械主要是 500 万元以下的设备，这些产品没有规定统一招标，降价压力较小。第二，本次医改的大思路是降药价和体现医务工作者的劳动价值。目前政府通过发改委定价和集中招标来降低药价，药品面临较大的降价压力；医务工作者的劳动价值要通过各项物理诊断、化学诊断、影像诊断及各类治疗操作来实现，因此从医改思路来看医疗器械降价压力小。第三，各地新农合、城镇居民医保覆盖的诊疗项目广度与职工医保基本相同。随着新农合、城镇居民医保统筹比例提高，患者对确切诊断的要求将越来越高，经验用药将逐渐减少，各类诊疗设备的引致需求强劲。

● 低端检验设备增速放缓

低端检验设备主要面向基层医疗机构和县级医院，县级医院和基层医疗机构的资金很大一部分来自于财政支持，因此低端检验设备的需求受政府投入影响很大。我们研究了政府对县医院和基层医疗机构的扶植思路，06 年到 10 年重点扶植乡镇卫生院，09 年到 11 年重点扶植县医院，基本思想是填平补齐，因此我们认为 06-11 是低端设备的景气高峰，如果没有后续政府投入的持续刺激，低端医疗设备增速将放缓。

● 高端设备虎口夺食，前景不够明朗，存在一定的风险

目前我国的高端设备领域外企占有绝对优势：一方面我国医疗器械企业的技术水平与外企巨头相比有较大差距，另一方面大医院的消费惯性青睐外企品牌。但是有雄心的国内企业正在奋起直追，部分产品性价比较高，实现进口替代将是个长期趋势，但是这个虎口夺食的过程仍有一定的风险。

● 看好家用医疗器械子行业，重点推荐鱼跃医疗

总体竞争环境看，低端设备的高潮期已过，而国内的高端设备企业竞争前景不明朗，投资风险较大，优质的家用医疗器械企业则是较好的投资标的。家用医疗器械定价灵活，受政府支出影响较小，外资企业在该领域并没有优势，整体前景光明。但是该行业进入壁垒低，竞争激烈，我们认为要脱颖而出需要具备两个条件：第一是强大的 OTC 渠道把控能力，第二是要建设医院渠道。我们重点推荐鱼跃医疗，鱼跃具备上述两点素质。公司的增长一方面来自于 OTC 及医院渠道的不断扩展，另一方面来自于不断向渠道中注入优质产品。我们认为鱼跃远未达到其增长的极限，公司有潜力成为医疗器械领域的“超级航母”。

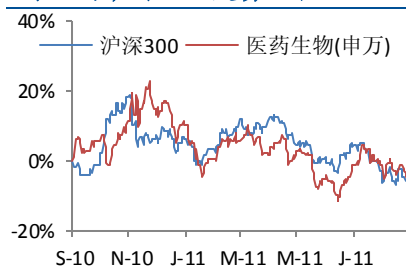
重点公司业绩预测及评级

代码	公司	评级	EPS			净利润增长率 %		
			10A	11E	12E	10A	11E	12E
300015	爱尔眼科	强烈推荐	0.45	0.67	0.99	30%	49%	47%
300026	红日药业	强烈推荐	0.67	0.93	1.27	22%	38%	37%
002223	鱼跃医疗	强烈推荐	0.60	0.87	1.28	51%	46%	48%
600511	国药股份	强烈推荐	0.65	0.74	0.88	37%	14%	19%
002437	誉衡药业	强烈推荐	0.55	0.68	0.86	19%	24%	25%
002566	益盛药业	强烈推荐	0.79	1.06	1.30	43%	34%	23%

资料来源：民生证券研究所

推荐 维持评级

行业与沪深 300 走势比较



分析师

分析师：李平祝

执业证书编号：S0100511030004

电话：(8610)85127808

Email: lipingzhu@mszq.com

分析师：练乐尧

执业证书编号：S0100511010009

电话：(8610)85127656

Email: lianyueyao@mszq.com

联系人：吴晓雯

电话：(8610)85127656

Email: wuxiaowen@mszq.com

相关研究

1. 创新药物研发深度报告：透视我国创新药物研发，关注潜在品种 2011-09-06
2. 医药板块 2011 年中报回顾：收入稳定增长，盈利能力受到挑战 2011-09-05
3. 医药行业统计局 1-7 月数据点评：毛利率再降低，盈利回升趋势受到挑战 2011-09-01
4. 誉衡药业（002437）中报点评：盈利低于预期，长期前景依然看好 2011-08-29
5. 双鹤药业（600062）中报点评-零号报喜，输液、内分泌报忧 2011-08-28
6. 爱尔眼科（300015）简评报告：新建两家医院，完善两湖布局 2011-08-28
7. 亚宝药业（600351）中报点评：受基层医药市场环境变化影响较大 2011-08-18

目录

一、医疗器械需求向好且降价压力小	3
(一) 医疗器械定价机制区别于药品	3
(二) 体现医务工作者服务的价值与医疗器械分不开	3
(三) 精确诊断是大势所趋，医疗器械需求向好	4
二、细分领域差异较大	4
(一) 医疗器械分类	4
(二) 低端设备需求来自填补缺口，高端设备需求来自更新换代	4
三、低端检验设备增速放缓	5
(一) 2006 年，发布《农村卫生服务体系建设与发展规划》	5
(二) 2008 年，政府扩内需新增 48 亿投向农村卫生建设	5
(三) 三年 360 亿计划	6
(四) “填平补齐”类需求正在萎缩	6
四、高端设备虎口夺食，投资风险较大	7
五、看好家用医疗器械，重点推荐鱼跃医疗	8
(一) 家用医疗器械市场蓬勃发展	8
(二) 家用医疗器械企业胜出的要素	8
(三) 鱼跃医疗正在成为医疗器械行业的航母	8
1、康复护理类产品	8
2、医用制氧系列	9
3、医用临床系列	9
4、盈利预测与投资评级	10

一、医疗器械需求向好且降价压力小

（一）医疗器械定价机制区别于药品

政府限制药价的举措主要有两个：一是发改委对医保药物制定最高零售价。二是集中招标。

药品最高零售价有下降趋势。2011年3月发改委下调部分抗生素和循环系统用药的最高零售价，降幅21%。2011年8月发改委再次下调部分内分泌、神经系统用药的最高零售价，降幅14%。最高零售价有下降的趋势。

药品集中招标中政府非常强势。①基药企业折戟沉沙。2010年8月安徽实施双信封法招标，在得到高层肯定后，湖北云南等地变本加厉，招标更为严苛，基药企业面临窘境（注：独家品种优势明显）。②以福建招标为代表的非基药招标模式向非基药企业提出挑战。福建将同一质量层级的一种产品归于一组，每组最后只有2-3个中标品种。而且独家品种面临前所未有的危机，理论上独家品种中最后能中标的只有62.5%。

与药品相比，医疗器械无最高零售价限制，招标政策没有那么苛刻。价格500万以上的器械被认为是高值器械，被分为甲乙两类。甲类和高值耗材由卫生部统一招标，乙类由省级招标。我国上市公司的产品主要是500万以下的低值产品（乐普医疗的支架属于高值耗材，与甲类器械一起由卫生部招标），没有规定集中招标，降价压力较小。

（二）体现医务工作者服务的价值与医疗器械分不开

医改的大思路是切断以药养医，逐步取消医疗机构销售药品加成，逐步降低药价，同时建立公立医院机构补偿机制、合理调整医疗技术价格，真正体现医务人员的劳动价值，营造有利于医务人员发挥才干的职业环境。2009年11月，国家发改委、卫生部、人力资源和社会保障部联合发出《改革药品和医疗服务价格形成机制的意见》，明确指出，将进一步降低偏高的药品价格。同时，在规范医疗服务价格项目的基础上，**适当提高临床诊疗、护理、手术以及其他体现医务人员技术劳务价值的医疗服务价格**。从当下制定政策的价值观来看，高药价是不道德的，高药价要由医保和患者来承担；而高诊疗费是道德的，它体现了医务工作者的价值，**医生的诊疗活动是与医疗器械分不开的**，并且医疗器械支出并不是由群众和医保直接买单，其降价压力要小于药品。

医务工作者的收入有三个来源。一是财政支付，二是药品加价，三是诊疗收入。最理想的情况是医药分离，医院实行收支两条线，通过考核确定医生收入，但是从目前的体制来看，财政拨款不够充足。药品加价也在不断被压缩，2004年我国药品加价率为34.66%，2006年出台规定加价率不得超过15%，近年来取消药品加价的呼声越来越高，药品加价带来的收入逐渐减少。**因此医院必然高度重视诊疗收入。**

（三）精确诊断是大势所趋，医疗器械需求向好

2010 年新型农村合作医疗的参保人数已达到 8.35 亿人，占农村人口总数的 96.3%，城镇居民基本医疗保险的参保人数也达到 1.87 亿人，三大基本医疗保障制度已覆盖大陆超过 93% 的人口。我们研究了多地的农合医保，发现农合医保覆盖的诊疗项目并不比职工医保少，两者间的区别在于统筹报销比例。

过去由于患者收入水平的限制，基层医疗机构往往不准确诊断，仅仅进行**经验用药**。新农合和城镇居民医保使得患者接受诊疗服务时自负比例下降，对诊断的**准确性**要求逐渐增高。医生也担心医疗事故，会尽量准确诊断，医疗器械的引致需求旺盛。

二、细分领域差异较大

（一）医疗器械分类

医疗器械分类方法很多，以功能划分可以分为诊断类、治疗类、保健类，按照先进程度又可以分为低端设备和高端设备，按照产品注册办法又可以分为一类、二类和三类，按照目标客户可以分为医院器械和 OTC 器械。

表 1: 医疗器械分类，深色的为高端产品

诊断类	物理诊断类	体温计、听诊器、血压计、叩诊锤、B 超仪、普通心电图机等 Hotler、彩超等
	化学诊断类	半自动血细胞分析仪器、全自动生化分析仪、酶免仪、HP 测定仪、电泳仪、全自动血气分析仪、尿液分析仪等 药敏分析仪、全自动免疫分析仪、全自动 PCR 分析系统等
	影像诊断类	高频 X 光机、DR、CT 机等 MRI、PET-CT、造影系列等
	手术器械	基础的刀、剪、钳、镊、针、钩等 玻璃体切割器、体外循环设备等
治疗类	光学仪器及内窥镜设备	视网膜镜、纤维内窥镜、医用放大镜等 腹腔镜、关节镜、角膜接触镜等
	物理治疗及康复设备	胸背部矫形器、骨科牵引器、磁疗机、紫外线治疗机等 电压高位治疗仪电化学癌症治疗机等
	监护类仪器	监护类仪器一般都是模块化产品，加入的模块越多越高端
	植入性耗材	心脏支架、人工耳蜗、人工晶体等
保健类	保健类	按摩椅、吸氧机、轮椅等

资料来源：民生证券研究所

（二）低端设备需求来自填补缺口，高端设备需求来自更新换代

与低端设备相比，高端设备运用了更为先进的科技，代表着尖端医学的前进方向。以影像诊断系统的产品为例，X 线图像可反映正常与病变组织的密度，如高密度和低密度，但没有量的概念。CT 图像不仅以不同灰度显示其密度的高低，还可用组织对 X 线的吸收系数说明其密度高低的程度，具有一个量的概念，而且 CT 图像是层面图

像，通过 CT 设备上图像的重建程序的使用，不仅可以显示横断面，还可重建冠状面和矢状面的层面图像，可以多角度查看器官和病变的关系。而 MRI 显示软组织更为清晰，且对人体没有电离辐射伤害。PET 与 CT 的联用更是一个伟大的进步，可以在很早期发现肿瘤等代谢异常的组织。

低端设备需求来自填补缺口，高端设备需求来自更新换代。低端设备主要是县医院和基层卫生机构使用，这些医院往往购买力不足，需要政府拨款，政府扶植这些医院时施行填平补齐的原则，因此低端设备的需求主要来自填补缺口。大医院普遍负担着一定的科研任务，需要解决诸多医学难题，需要时刻把握尖端医学的发展方向，因此需要持续购买和更新高端设备。

三、低端检验设备增速放缓

上文中我们认为医疗机构对器械的需求向好，但是该需求并不一定是有效需求，大医院自有资金充裕而且申请经费容易，对高端设备的需求较容易得到满足，而县医院和基层医疗机构本身基础薄弱，资金不充裕，购买设备往往需要政府部门的补助，导致购买力波动性较大。06 年以来政府发布过三个增加对基层医院和县医院投入的“重磅文件”，总体思路是 06-10 年重点扶植乡镇卫生院，而 09-11 年重点扶植县医院，扶植标准是“填平补齐”，购买对象主要是中低端医疗设备，我们认为如果没有后续政策的持续刺激，中低检验设备的增速将放缓。

（一）2006 年，发布《农村卫生服务体系建设与发展规划》

中央专项资金支持的重点是中西部地区的乡（镇）卫生院以及贫困县、民族自治县、边境县中的部分县医院、县中医（民族医）医院、县级妇幼保健机构和部分村卫生室的基础设施建设。进度要求是到 2010 年完成全部建设任务。改善中西部及东部贫困地区约 24875 所乡（镇）卫生院、1216 所左右的县医院、496 所左右的县中医（民族医）医院以及 1008 所左右县妇幼保健机构基本医疗设备短缺的状况。

表 2：农村卫生服务体系建设与发展规划

	总投资（亿元）	设备购置（亿元）
县医院	49.19	14.3
县妇幼保健院	8.29	2.74
县中医院	18.1	7.96
乡镇卫生院	141.26	42.71
总共	216.84	67.71

资料来源：民生证券研究所

（二）2008 年，政府扩内需新增 48 亿投向农村卫生建设

2008 年扩大内需的 1000 亿元中央投资资金中，安排专项资金 48 亿元用于支持农村卫生服务体系建设。26.21 亿元支持 7,300 多个农村卫生项目。其中，县医院 26 个，投资 0.44 亿元；县妇保站 59 个，投资 1.55 亿元；县中医院 72 个，投资 3.58 亿元；乡镇卫生

院 1,610 个, 投资 18.91 亿元; 村卫生室 5,547 个, 投资 1.74 亿元。21.79 亿元拟用于支持农场、林场和海岛基层卫生机构, 以及包括东部贫困地区在内的卫生院约 6,000 个左右。其中, 全国有农场、林场和海岛基层卫生机构近 3,000 个, 每个支持 20 万元, 总投资 6 亿元左右; 卫生院 3,300 多个, 每个 50 万元, 总投资超过 15 亿元。

(三) 三年 360 亿计划

2009 年~2011 年, 中央财政安排 360 亿元重点支持全国 2176 所县级医院建设, 使每个县至少有 1 所县医院基本达到标准化水平, 2010 年中央财政专项安排 53.25 亿元用于县级医院购置设备。其中 2010 年 11 月前目前已安排专项资金 31.4 亿元支持 1877 所县级医院的建设。各省地方财政也给予县级医院大力支持, 比如河南省提出“五年百亿工程”和“县医院发展倍增计划”, 计划 5 年投入 100 亿元, 对全省县级医院进行改造。

(四) “填平补齐”类需求正在萎缩

总体来看, 政府 06 年开始重点扶植乡镇卫生院。09 年开始重点扶植县医院, 由下面的统计数据可以看出 11 年底基本上所有乡镇卫生院和县医院都被照顾到了:

到 08 年底, 中央专项共支持建设乡镇卫生院 27,943 所, 加上地方到 2007 年底利用省级财政支持的 4,828 所, 2004 年以来建设的乡镇卫生院达到了 32,771 所。按照 1 个乡镇建设 1 所卫生院的要求, 全国 34,685 乡镇中安排过建设的比例达到了 94.5%。

按照每个县有需要有一个完成标准化的县医院来估算, 我国需要标准化的县医院为 2800 所左右。由上述分析, 06 年扶持了 1216 所, 08 年扶持了 72 所, 09 年开始扶持 2176 所, 这还没有把地方政府投入计算在内。11 年底我国的县医院将基本达到标准化水平。

低端设备的需求受政府支出的影响很大, 要保持高速增长需要相关政策的不断刺激。如果未来缺少政策刺激, 政府采购将处于低迷状态, 在过去几年基数较大的情况下, 这类产品业绩很难增长。

表 3: 医院重点装备

	主要装备
乡镇卫生院	X 光机、超声诊断仪、心电图机、半自动生化仪、尿分析仪、麻醉机、高压消毒锅、多普勒胎儿听诊器、血球计数器、除颤器、离心机等
县医院	中心监护系统、动态心电图分析仪、肺功能分析仪、血液透析机、自动生化分析仪、血液分析仪、酶标分析仪、数字 X 线、化学气体消毒柜等。
妇幼保健院	妇科治疗仪、红外线乳腺透照仪、胎儿心电图监护仪、产后康复治疗仪、电子阴道镜、经皮测胆红素仪、半自动生化仪、B 超诊断仪等
县中医院	X 光机、超声诊断仪、心电图机、半自动生化仪、尿分析仪、中药熏蒸仪、针灸治疗仪、除颤器等。

资料来源: 民生证券研究所

四、高端设备虎口夺食，投资风险较大

目前外企在高端设备领域占据绝对优势，国产医疗器械在高端市场的份额不足 1/3，产品在使用寿命和产品质量上与国外企业有一定差距。

国内企业正在打破外企垄断，部分国产产品具有一定性价比优势。以迈瑞和东软为代表的国内企业尽管在产品线、企业规模等方面较第一梯队存在显著差距，但凭借在部分领域掌握的核心技术，正在打破外企对高端市场的垄断。目前东软已经可以自主生产 MRI 和 PET-CT 等高端产品。我们对中国医疗器械行业协会列出推荐品目进行了分析。该品目综合考虑了产品的先进性、适用性、经济性。可以看出，虽然总体上高端产品竞争不过外企，技术距离外企有较大差距，但是综合考虑性价比后，部分国产产品的性价比具有优势，如东软医疗、万东医疗和新华医疗在 X 光机细分领域的实力很受认可。迈瑞医疗、理邦仪器和宝莱特在监护仪领域有一席之地，科华在诊断仪领域有割据一方的实力。

虎口夺食的过程面临诸多风险。现有政策鼓励进口替代，政府采购也优先考虑国产产品，但是实现进口替代是一个虎口夺食的过程。客观上的原因是国内企业投入不足，人才缺乏，技术差距较大。环境上的原因是大医院资金充足，对价格不敏感，更青睐进口产品。这个过程中要面临诸多风险，最主要的风险是斥巨资研发的品种销量不佳。

表 4：2010 年医学装备协会评估选型结果：

系列	产品	推荐企业	特点
X 光机系列	X 光机	万东医疗、新华医疗、东软医疗、邦盛医疗等	普通 X 光机的推荐品类主要是国产。高端产品既有国产品牌也有外资品牌。新华医疗和万东医疗的 X 光机系列整体实力很强。
	胃肠 X 光机	东软医疗、万东医疗、新华医疗、邦盛医疗、东芝等	
	移动 C 臂 X 光机	飞利浦、通用医疗、新华医疗等	
	导管 X 线机	东芝、飞利浦、万东医疗等	
	床边移动 X 线机	东芝医疗、新华医疗	
	遥控透视 X 线机	新华医疗、万东医疗、邦盛医疗等。	
DR 系列	数字化拍片机	迈瑞、中科美仑、东芝、飞利浦、新华医疗等	新华医疗优于鱼跃等公司
CT 类	科研型 CT	东芝、飞利浦	外企在 CT 领域更具优势
	临床型 CT	东芝	
MRI 类	低场 MRI	日立、万东等	万东低场 MRI 为推荐品种，适合较小医院
	超导 MRI	东芝、朗润等	
B 超彩超系列	普通超声	汕头超声仪器、无锡海鹰、迈瑞、通用医疗、理邦仪器等	国内企业中汕头超声仪器、迈瑞实力强劲，理邦的普通超声入选
	彩超	通用医疗、日立、迈瑞、东芝、汕头超声仪器	
监护仪	监护仪	飞利浦、通用医疗、深圳金科威、理邦仪器、宝莱特	A 股上市公司有理邦仪器和宝莱特
心电图机	多道心电图机	邦建电子、理邦仪器	理邦的心电图机入选
血细胞分析	血细胞分析仪	迈瑞、百特、深圳雷杜等	没有 A 股公司入围
酶标系列	酶标洗板机	科华、深圳雷杜	科华入选
	酶标仪	科华、深圳雷杜、深圳恩普	
生化分析仪	全自动	迈瑞、圣荷西、科华生物、深圳锦瑞等	国内企业为主，科华入选
	半自动	深圳雷杜、爱威科技等	

资料来源：民生证券研究所

五、看好家用医疗器械，重点推荐鱼跃医疗

（一）家用医疗器械市场蓬勃发展

当前阶段，基础诊断设备市场正在萎缩；有雄心的国产高端设备制造商（以迈瑞为代表）正在蚕食外企份额，实现进口替代，但竞争前景仍不明朗；而家用医疗设备市场正处于蓬勃发展期。家用医疗器械与其他医疗器械相比，属于直接需求而不是引致需求，将直接受益于人口老龄化，而且家用医疗器械不需要集中招标等环节，定价更为灵活。

（二）家用医疗器械企业胜出的要素

但是由于准入门槛低，家用医疗器械竞争非常激烈。我们认为企业要能在激烈竞争中胜出起码需要以下两点素质：

- ① 强大的 OTC 销售渠道。这类产品的渠道具有共通性，如果公司的产品成功的在某药店上市，其他产品可以很轻易的进入该药店，具有强大销售渠道的公司很难被撼动。鱼跃柜台的推广很成功的做到了这一点，单单这一个柜台既卖血压计，又卖制氧机，又卖轮椅车，可以满足消费者大部分的需求。而产品线单一的小型企业难以做到，小型企业很难树立自己的品牌。
- ② 要重视医院资源。如果不做医院渠道就会成为普通的消费品，而现在人们的消费越来越理性，没有医生推荐的产品很难拥有一席之地。以制氧机为例，并不是所有人都适用氧疗：对于有通气功能障碍的患者，血液中氧气浓度低而二氧化碳浓度高，早期由于高二氧化碳而代偿性呼吸加快，到后期机体对高二氧化碳不再敏感，而是靠低氧来刺激呼吸加快，此时如果给予高浓度氧气，会导致严重的二氧化碳潴留，因此必须给予低浓度氧，可见，氧疗必须得有医生的指导。患者往往是在医生的推荐下购买家庭医疗产品，若企业不重视医院关系，将会处处掣肘。

（三）鱼跃医疗正在成为医疗器械行业的航母

我们认为鱼跃具有上述两点素质：鱼跃的专柜推广很快，2010 年底有 800 多个，今年可能会达到 1500 个；而鱼跃也是家用医疗设备厂商中医院市场做的最好的，紧抓医院资源不仅有利于公司不断推出新产品，而且有利于药店产品的销售。

鱼跃未来的业绩增长一方面来自于 OTC 及院线渠道的不断扩展，另一方面来自于不断向渠道中注入优质产品，下文中我们分析公司的明星产品。

1、康复护理类产品

康复护理类产品 2011 年上半年增速 28%。增速最快的是电子血压计，轮椅出口开始放量，今年下半年推出的血糖仪及试纸有望在 12 年爆发。

电子血压计：平凡产品，做出精彩。电子血压计的主要厂商有欧姆龙（市场份额高达 68.2%）、松下、九安医疗等。虽然欧姆龙下凭借先发优势占领了半壁江山，但是电子血压

计对技术要求不高，竞争激烈导致价格越来越低，目前功能简单的电子血压计售价仅为 150 元左右，而附带有测心律不齐、静音等功能的血压计报价在 400-1000 元。在这种产品缺少差异化的红海领域，渠道为王，鱼跃一向能够把平凡品种做的很精彩，今年上半年电子血压计增速在 100% 以上，销售额为 5000 万左右，今年总销售额过亿没有悬念。

公司的助行器产品增长空间仍很大。随着老龄化社会到来，患有退行性骨关节病的老年人越来越多，国内轮椅市场持续扩容，经我们走访积水潭医院附近的鱼跃专卖店得知，现在轮椅的主要客户已经不是残疾人和创伤患者，而是风湿、类风湿、退行性骨关节病这类患者。2005 年公司与 APM 公司签署了禁止出口轮椅的协定，而协定之前公司的销售结构是出口 5 万辆、内销 3 万辆，可见当时出口比内销占的比重更大，公司有轮椅出口的實力与经验，限制出口协定已于 2010 年 10 月到期，随着公司产能的扩大，海外市场对利润的贡献不容小觑。

医院渠道助推血糖仪推广。与电子血压计比较，血糖仪市场不存在一家独大的情况，强生、雅培、罗氏、北京怡成、长沙三诺等在我国构成寡头竞争。血糖仪一旦售出，将会给公司带来持续的试纸和采血针收益，以目前市场上销售很好的强生稳豪倍优型血糖仪为例，该血糖仪售价 869 元，而 50 片试纸+50 个针头的价格为 249 元，耗材类的销售相当可观。对鱼跃而言，其医院渠道将会在血糖仪的销售中发挥关键作用，一方面医院对血糖仪有大量需求，另一方面病人往往是在医生的推荐下购买血糖仪，我们认为 12 年开始血糖仪将迅速产生利润。

2、医用制氧系列

医用制氧系列保健与治疗需求两旺。医用制氧系列上半年增速 66%。经我们实地调研，目前家用制氧机的需求主要是保健需求而非治疗需求。我们认为随着 COPD 患者的逐渐增加，治疗类需求会持续增长。

与竞争对手相比拥有潜在医院渠道优势。上文中提到，COPD 患者进行氧疗必须得经过医生的指导以控制氧气浓度和流速，因此医生的推荐至关重要，鱼跃与竞争对手英维康、海龟相比，鱼跃的医院渠道建设将会成为优势。但英维康和海龟比鱼跃定位高端，在静音等细节技术上做的更好。

3、医用临床系列

医用临床系列上半年增速 40%。公司目前的医用临床产品主要是数字 X 光机和全科诊断仪。

数字 X 光机市场容量约为 1000 台，每台售价 60-100 万元，竞争激烈，公司今年订单充足，有望成为 DR 领域的领头羊。

全科诊断仪的主要竞争对手是美国伟伦，伟伦在美国的销售收入高达 6 亿美元，目前我国重视全科医生的作用，全科诊断仪前景光明。

公司有收购高端耗材公司的愿望。目前公司的医用耗材产品线单薄，主要是可吸收手术线，而且该线主要销售给威高股份，与威高的手术针配合使用。由于高端耗材壁垒高，

公司计划通过收购进入该领域，发生合适并购将催化股价。

4、盈利预测与投资评级

我们预计公司 11-13 年 EPS0.60、0.87、1.28，对应 11 年 9 月 7 日收盘价 26.49 元的 PE 分别为 44 倍、31 倍和 21 倍，目前估值不低，但是鱼跃横跨 OTC 和医院两条渠道，两条渠道仍在继续拓展。未来可以向渠道中不断注入优势产品，而且公司销售技巧娴熟，比如将体温计、血压计、听诊器整合成保健盒，将轮椅定义为孝心产品，将氧疗理念推向白领和学生等保健群体。我们认为鱼跃远未达到其增长的极限，此公司有潜力成为医疗器械领域的“超级航母”。

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	884	1,301	1,881	2,692
减：营业成本	572	844	1,217	1,721
营业税金及附加	4.50	6.62	9.57	13.70
销售费用	53.68	72.51	105	150
管理费用	76.21	110.58	156.15	220.73
财务费用	74	65	68	79
资产减值损失	4.12	-2.59	-3.81	-5.40
加：投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	171.05	269.34	397.03	591.31
加：营业外收支净额	9.57	10.63	10.63	10.63
三、利润总额	180.62	279.97	407.66	601.94
减：所得税费用	19.30	36.40	53.00	78.25
四、净利润	161.32	243.57	354.67	523.69
归属于母公司的利润	160.88	242.97	353.97	522.89
五、基本每股收益 (元)	0.63	0.60	0.87	1.28
主要财务指标				
项目	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	52.18	32.25	22.74	15.63
成长能力:				
营业收入同比	64.33%	47.18%	44.61%	43.08%
营业利润同比	50.17%	57.46%	47.41%	48.93%
净利润同比	59.49%	50.99%	45.61%	47.66%
营运能力:				
应收账款周转率	5.94	6.36	6.14	6.34
存货周转率	2.97	3.79	3.24	3.66
总资产周转率	0.83	1.04	1.17	1.29
盈利能力与收益质量:				
毛利率	35.24%	35.09%	35.28%	36.05%
净利率	18.25%	18.72%	18.85%	19.45%
总资产净利率 ROA	17.19%	22.08%	25.03%	28.59%
净资产收益率 ROE	18.45%	23.21%	27.19%	31.15%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	4.11	4.49	4.06	4.33
资产负债率	17.10%	16.03%	18.75%	19.09%
长期借款/总负债	10.00%	4.70%	3.00%	5.40%
每股指标 (元)				
每股收益	0.629	0.60	0.87	1.28
每股经营现金流量	0.261	0.60	0.52	1.10
每股净资产	3.411	2.56	3.18	4.11

资产负债表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	334.75	411.58	451.21	729.91
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	148.83	204.49	306.45	424.62
预付账款	22.18	12.24	37.39	32.79
其他应收款	8.73	11.74	17.86	24.49
存货	192.59	222.88	376.12	470.84
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
流动资产合计	708.89	864.75	1190.85	1684.46
长期股权投资	4.92	0.00	4.92	0.00
固定资产	232.28	321.65	361.32	346.91
在建工程	40.69	0.00	0.00	0.00
无形资产	51.50	45.99	40.47	34.96
其他非流动资产	1.99	1.65	1.30	0.96
非流动资产合计	351.98	391.72	422.46	402.19
资产总计	1060.87	1256.47	1613.31	2086.64
短期借款	24.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	123.27	157.38	247.25	324.87
应付账款	0.00	0.00	0.00	0.00
预收账款	18.78	28.65	39.94	58.20
其他应付款	6.37	6.37	6.37	6.37
应交税费	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	172.42	192.40	293.56	389.44
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	8.98	8.98	8.98	8.98
负债合计	181.40	201.38	302.54	398.42
股本	255.58	255.58	255.58	255.58
资本公积	345.28	345.28	345.28	345.28
留存收益	125.59	271.02	446.04	701.02
少数股东权益	7.58	8.18	8.88	9.68
所有者权益合计	879.47	1055.09	1310.77	1688.23
负债和股东权益合计	1060.87	1256.47	1613.31	2086.64
现金流量表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	66.69	247.02	215.64	450.27
投资活动现金流量	(92.03)	(80.83)	(80.83)	(30.75)
筹资活动现金流量	217.78	(89.36)	(95.18)	(140.83)
现金及等价物净增加	191.92	76.83	39.63	278.70

分析师与联系人简介

李平祝，北京大学药理学硕士，具有证券投资咨询执业资格。3年证券从业经验，2011年3月加入民生证券。

练乐尧，四川大学卫生经济学博士，具有证券投资咨询执业资格。4年医药行业从业经验，先后从事过临床医生、卫生经济与卫生政策研究等工作。2008年加盟民生证券研究所，从事医药行业与上市公司研究，对医药行业有较深入的见解和认识，熟悉上市公司盈利模式和核心竞争力的分析。研究范围覆盖中药、原料药等。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	13811313398	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyang@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层；100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室；200120

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座；518040

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深300指数涨幅20%以上
	谨慎推荐	相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深300指数下跌10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深300指数涨幅5%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深300指数下跌5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。