

卡姆医疗 (430633.OC) 医疗器械与用品行业

评级：增持 首次评级

公司深度研究

市场价格 (人民币): 17.01 元
 目标价格 (人民币): 19.00-20.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	.00
总市值(百万元)	393.80
年内股价最高最低(元)	92.00/9.65
沪深 300 指数	3302.65



全球布局的综合医疗设备提供商

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.894	0.275	0.263	0.647	0.763
每股净资产(元)	4.59	4.89	5.42	6.69	8.22
每股经营性现金流(元)	-0.64	-1.46	-0.95	-2.98	-0.20
市盈率(倍)	N/A	187.07	74.81	30.47	25.82
行业优化市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
净利润增长率(%)	1104.75%	-34.99%	91.87%	145.52%	17.99%
净资产收益率(%)	19.50%	5.61%	9.72%	19.32%	18.57%
总股本(百万股)	10.93	23.15	46.30	46.30	46.30

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **公司是国内专业的综合医疗设备提供商。**公司的主要产品包括体外冲击波碎石机、高频移动式 C 形臂 X 射线机、高频电刀及尿流计等。其中, 公司是我国最早研发生产体外冲击波碎石机的企业之一, 在这个领域树立了较好的市场品牌; X 射线机最高像素达到百万, 并有公司自己研发的后处理软件, 在市场上同种类产品中质量较高, 在市场上具有较好的市场竞争力。
- **医疗影像设备需求持续增长, 公司 DR 设备相关产品有望受益。**随着我国人口老龄化程度越来越严重, 基层医疗水平以及消费水平的整体提升, 另外国家产业政策大力支持医疗器械和医疗行业发展, 我国国产医疗影像设备正迎来良好的发展机遇。其中未来国内 DR 的市场需求年复合增长率有望超过 10%, 公司高频数字化 X 射线机等产品有望得到较快的成长。
- **公司直销与经销两种销售模式并重, 销售能力突出。**公司的销售模式以直销和经销两种模式并重。直销和经销两种销售模式的占比均在 50% 左右, 在公司销售中都占据着很重要的地位。公司拥有一支由行业丰富销售人员组成的稳定、强大的营销网络, 公司销售网络覆盖全国, 确保在每个省市都在公司的营销网络内, 并设有大客户部及再销售部门, 负责大客户的维护及产品的后续服务。公司同时设立了灵活宽松的销售政策来配合公司的营销网络及独特的销售模式。
- **外延并购, 加快全球市场业务的布局发展。**公司自从登陆新三板以来, 积极外延并购, 通过收购韩国 GEMSS, 搭建了高-中低端的 C 形臂 X 光机、乳腺钼靶机、体外碎石机等多个产品。GEMSS 的数字平板 X 线成像系统 (DR) 与公司的产品线高度吻合, 公司打造进口 (进口高端产品) 和国产产品线 (国产中低端产品线), 并布局全球销售网络。收购深圳安健医疗后, 公司的研发能力将上升到一个新的台阶, 为公司持续发展拓展了更加广阔的空间。

盈利预测

- 我们预计公司 2016E-2018E 的收入分别为 1.36、3.13、3.15 亿, 净利润分别为 1200 万、3000 万、3500 万。EPS 分别为 0.263、0.647、0.763 元。目前股价对应 2016 年 PE 为 64.7 倍。考虑到标的稀缺性和未来收购整合后的潜在增值空间, 给予增持评级。

王艺国 联系人
 (8621)60937185
 wangyiguo@gjzq.com.cn

贺国文 分析师 SAC 执业编号: S1130512040001
 (8621)60230235
 hegw@gjzq.com.cn

风险

- **收购 GEMSS 整合带来的风险。**海外并购的整合风险较大，收购 GEMSS 后的整合能否顺利实施以及整合效果能否达到并购预期存在一定的不确定性，如果公司不能顺利整合，将导致公司经营管理效率降低，从而影响公司的长远发展。
- **GEMSS 公司资产估值的风险。**GEMSS 公司经审计的净资产账面价值为-8486.43 万元，增值 10999.43 万元，增值金额较大。如果因不可预见的经济波动或国家法规及行业政策和市场经营环境发生重大变化，可能会对标的资产带来负面影响。
- **人才流失的风险。**公司从事的主要业务技术含量较高，除了需要具备相关专业知识外，同时还须具备多年的行业实践经验。因此，研发和技术服务人员对于公司来讲尤为重要，一旦出现关键技术人员或销售人员的大量流失，将会对公司造成较大损失。
- **应收账款风险。**2015 年公司应收账款净额为 3008.65 万元，占营业收入的比例为 53.46%。但随着公司业务规模的扩大，应收账款会逐年增加，应控制应收账款坏账带来的风险。
- **外委加工风险。**公司有部分硬件设备委托外协厂家生产。生产业务外包可能因公司控制力度的不足带来产品质量问题、供应不足等风险。

内容目录

1. 公司概况：公司是国内专业的综合医疗设备提供商.....	5
1.1、公司主营产品.....	5
1.2、公司财务分析.....	6
1.3、公司股权结构.....	7
1.4、公司融资情况.....	7
2. 医疗影像设备需求增长，进口替代空间大.....	7
2.1、医疗影像设备简介.....	7
2.2、医疗影像设备行业市场需求持续增长.....	9
2.3、国家产业政策大力支持医疗器械和医疗行业发展.....	11
2.4、细分市场：DR 设备有望成为高水平数字化影像设备的终极产品.....	12
3. 公司分析：技术和销售领先的综合医疗设备提供商.....	14
3.1、公司产品多样化，不断推出新产品提升公司产品竞争力.....	14
3.2、公司具有较强的研发实力.....	16
3.3、直销与经销两种销售模式并重，销售能力突出.....	17
4. 外延并购，加快全球市场业务的布局发展.....	18
4.1、收购安健医疗，不断扩充公司产品.....	18
4.2、海外收购 GEMSS，打开海外市场.....	20
5. 投资建议及盈利预测.....	22
6. 风险提示.....	23

图表目录

图表 1：公司主要产品.....	5
图表 2：2015 年公司主营业务构成.....	5
图表 3：2011-2015 年公司主营业务占比.....	5
图表 4：2013-2015 年公司营业收入及增速.....	6
图表 5：2013-2015 年公司净利及增速.....	6
图表 6：2013-2015 年公司毛利率、净利率情况.....	6
图表 7：2013-2015 年公司费用率情况.....	6
图表 8：2013-2015 年公司经营情况.....	7
图表 9：2013-2015 年公司现金流和营运能力.....	7
图表 10：公司股权结构.....	7
图表 11：公司融资情况.....	7
图表 12：我国历年卫生费用支出情况（亿元）.....	10
图表 13：我国 65 岁以上人口数量（万人）.....	10
图表 14：我国卫生机构床位数.....	10
图表 15：民营医院和公立医院数量对比.....	11
图表 16：我国自主研发的 1.5t 超导磁体机和 64 排螺旋 CT 机.....	11

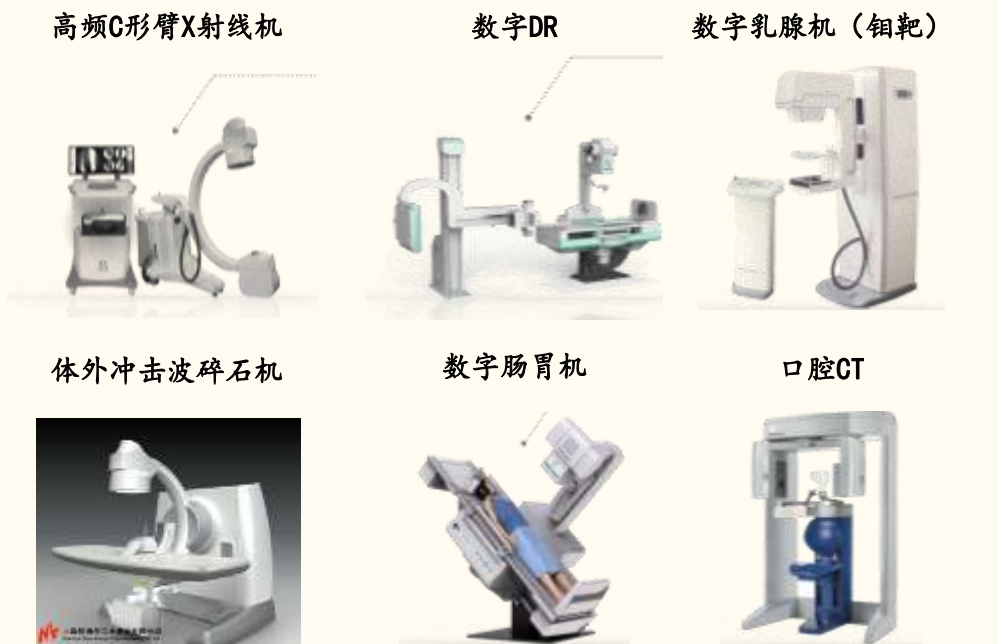
图表 17: 产品升级推动	11
图表 18: 医疗器械行业相关政策	12
图表 19: DR 系统的组成	12
图表 20: 直接数字化放射摄影系统的优势	13
图表 21: 全球 X 光机市场规模	13
图表 22: 全球 X 光机市场规模预测	13
图表 23: 我国 DR 销售台数	14
图表 24: 公司体外冲击波碎石机产品	14
图表 25: 公司高频移动式 C 形臂 X 射线机产品	15
图表 26: C 形臂产品竞争对手企业	15
图表 27: 公司高频电刀 (高频手术器) 产品	16
图表 28: 公司高频电刀 (高频手术器) 产品	16
图表 29: 公司研发团队及技术成果	17
图表 30: 公司直销和经销两种销售模式占比	17
图表 31: 公司在职员工 (截止 2015 年 12 月 31 日)	18
图表 32: 国内销售团队分布	18
图表 33: 安健医疗主要产品	19
图表 34: 安健医疗新产品的研发项目	19
图表 35: 安健医疗股东的业绩承诺	20
图表 36: GEMSS 公司的 C 型臂在全球具有竞争力	20
图表 37: GEMSS 主要产品	21
图表 38: 公司海外销售现状	21
图表 39: GEMSS 与东芝建立了 OEM 和 ODM 合作关系	22
图表 40: GEMSS 的业绩承诺	22
图表 41: 主板及三板可比医疗器械公司估值对比	23

1. 公司概况：公司是国内专业的综合医疗设备提供商

1.1、公司主营产品

- 卡姆医疗成立于 2002 年，公司前身是上海交大南洋医疗器械公司，2010 年更名为上海卡姆南洋医疗器械有限公司（上海交大医疗器械研发中心校办企业）。2010 年，上海新南洋股份有限公司将其持有交大南洋 90% 的股权和上海慧立创业投资公司持有的 10% 的股份转让给南京卡姆电子技术有限公司，公司更名为上海卡姆南洋医疗器械有限公司。
- 公司一直致力于体外冲击波碎石机、高频移动式 C 形臂 X 射线机、高频电刀及尿流计等医疗器械产品的研发、生产、销售和服务，其中以体外冲击波碎石机、移动式 C 形臂 X 射线机、数字 DR 为核心业务。

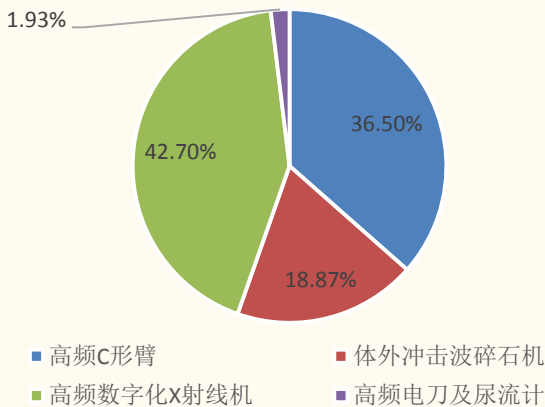
图表 1：公司主要产品



来源：公司公开资料，国金证券研究所

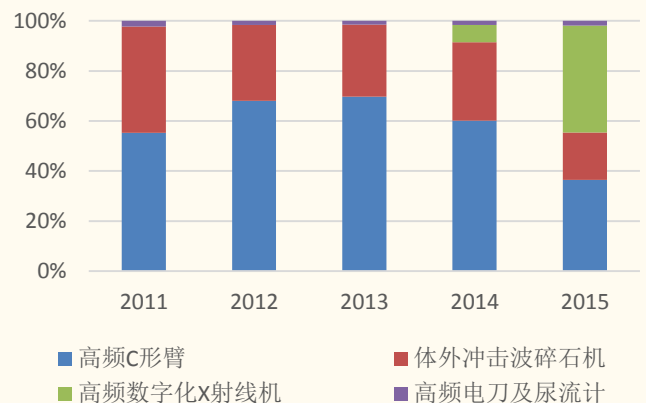
- 2015 年公司高频数字化 X 射线机营业收入为 2403.30 万元，占总收入的 42.70%；从公司近五年的主营业务占比来看，高频数字化 X 射线机收入占比大幅提升，从 2014 年的 317.69 万元增加到 2403.30 万元，营业收入占比从 6.89% 增加到 42.70%；而高频 C 形臂和体外冲击波碎石机的收入则均出现较大程度的下降。

图表 2：2015 年公司主营业务构成



来源：WIND，国金证券研究所

图表 3：2011-2015 年公司主营业务占比

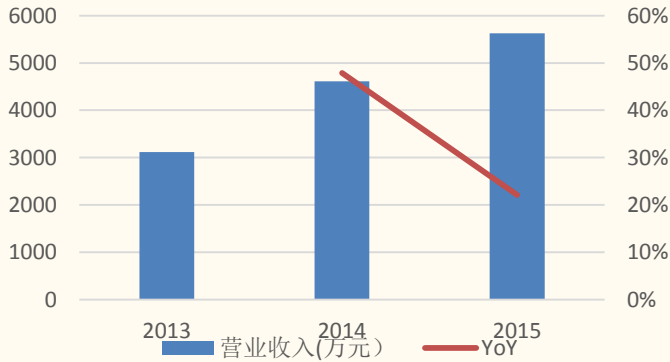


来源：WIND，国金证券研究所

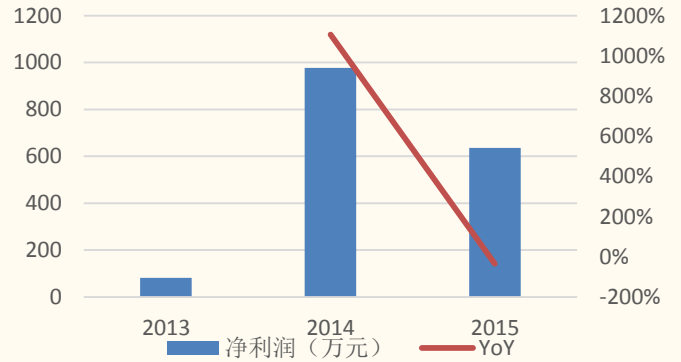
1.2、公司财务分析

- **公司营业收入稳步增长。**公司 2015 年营收 5628.09 万元，同比增长 22.12%；公司 2015 年净利润 635.47 万元，同比下降 34.99%，主要原因是 2015 年公司加大研发投入及增设全国销售办事处网点，导致研发费用及销售费用支出增加，造成净利润下降。

图表 4：2013-2015 年公司营业收入及增速



图表 5：2013-2015 年公司净利及增速

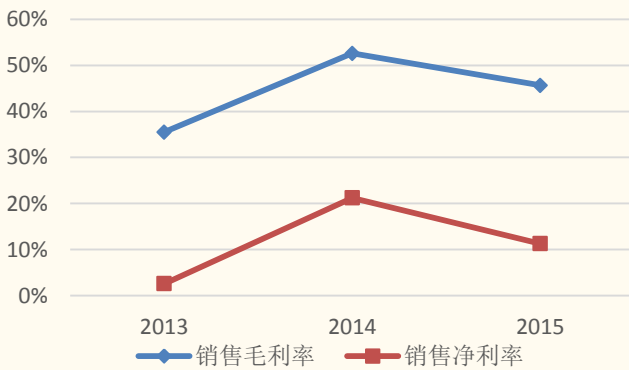


来源：WIND，国金证券研究所

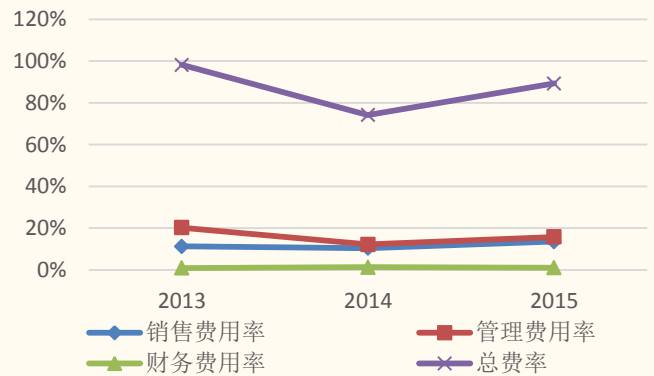
来源：WIND，国金证券研究所

- **2015 年公司毛利率、净利率分别为 45.65%、11.29%。**毛利率方面，人工工资较上年呈上涨趋势，同时为了保持市场占有率，销售价格方面未做较大调整，造成毛利率较上年下降。**费用率方面**，公司管理费用率和销售费用率相对较低，而公司财务费用几乎为零，但公司整体费用率却维持在一个相对较高的水平。**净利率方面**，由于公司整体费用率处在一个较高的水平，因此公司净利率相对来说比较低。

图表 6：2013-2015 年公司毛利率、净利率情况



图表 7：2013-2015 年公司费用率情况

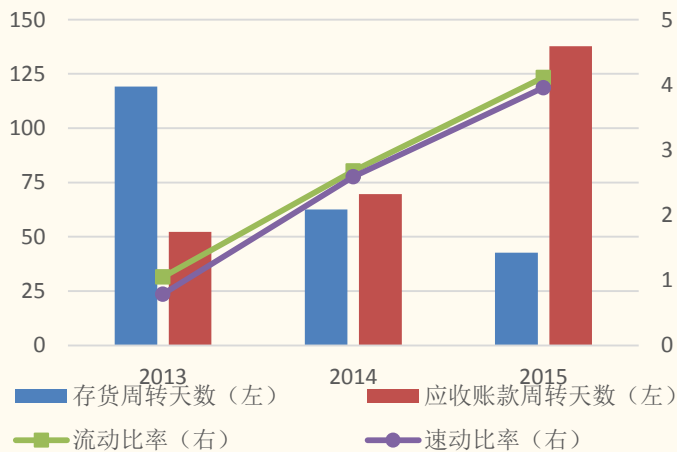


来源：WIND，国金证券研究所

来源：WIND，国金证券研究所

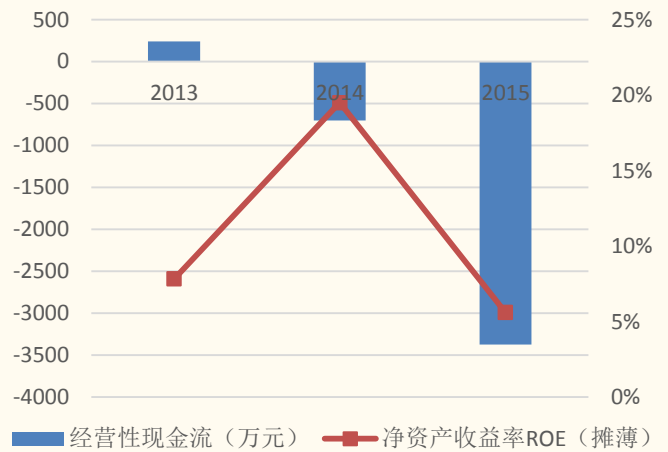
- **公司经营效率有提升空间。**公司存货周转天数不断降低，而应收账款周转天数却不断上升，公司流动比率和速动比率 2015 年分别为 4.11 和 3.96，十分健康；公司 2015 年经营性现金流为 -3372.12 万元，净资产收益率仅为 5.61%，公司经营效率有提升空间。

图表 8: 2013-2015 年公司经营情况



来源: WIND, 国金证券研究所

图表 9: 2013-2015 年公司现金流和营运能力

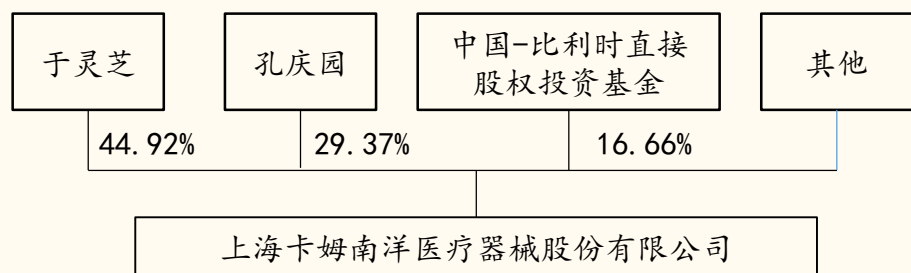


来源: WIND, 国金证券研究所

1.3、公司股权结构

- 公司控股股东和实际控制人是于灵芝。截止 2015 年 12 月 31 日, 于灵芝先生持有公司 44.92% 的股份, 系卡姆医疗的控股股东和实际控制人。孔庆园女士作为公司的董事和行政中心主任, 持有公司 29.37% 的股份; 中国-比利时直接股权投资基金持有公司 16.66% 的股权。
- 于灵芝先生, 1982 年 3 月出生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 大学本科学历。主要工作经历: 2002 年 8 月至 2004 年 8 月上海长甲集团任职企划策划经理; 2004 年 9 月设立南京卡普科技有限公司, 担任执行董事兼总经理; 2007 年 8 月设立南京卡姆电子技术有限公司, 担任执行董事兼总经理; 2010 年 4 月至 2013 年 6 月担任上海卡姆南洋医疗器械有限公司执行董事。2014 年 6 月至今, 担任本公司董事长兼总经理, 并担任南京卡普、南京卡姆、南京蓝图执行董事兼总经理。

图表 10: 公司股权结构



来源: 公司 2015 年年报, 国金证券研究所

1.4、公司融资情况

图表 11: 公司融资情况

发行方案公告日期	新增股票挂牌转让时间	发行价格 (元/股)	发行数量 (万股)	募集金额 (万元)
2014 年 10 月 9 日	2014 年 12 月 2 日	15.56	192.86	3000
2015 年 6 月 9 日	2015 年 9 月 10 日	90	64.71	5824.02

来源: 公司 2015 年年报, 国金证券研究所

2. 医疗影像设备需求增长, 进口替代空间大

2.1、医疗影像设备简介

- **医疗影像**是指为了医疗或医学研究，对人体或人体某部分，以非侵入方式取得**内部组织影像的技术与处理过程**。它包含医学成像系统（对成像机理、成像设备、成像系统分析等问题的研究）和医学图像处理（对已经获得的图像作进一步的处理，其目的是或者是使原来不够清晰的图像复原，或者是为了突出图像中的某些特征信息，或者是对图像做模式分类）。

图表 12：移动的大型医疗影像设备



来源：医疗器械采购网，国金证券研究所

图表 13：Raynova DRs 数字化医用 X 射线成像系统



来源：医疗器械采购网，国金证券研究所

- **现行主流的医疗影像设备按成像方法可以分为：**
 - **X 线摄影系统：**传统的 X 线机和数字化的 X 线摄影（DR）。
 - **核磁共振系统（MRI）：**通过外加梯度磁场检测所发射出的电磁波，据此可以绘制人体内部结构。
 - **超声诊断系统：**运用超声波的物理特性，通过电子工程技术对超声波发射、接收、转换及电子计算机的快速分析、处理和显象，从而对人体软组织的物理特性、形态结构与功能状态作出判断的一种非创伤性检查方式，使肌肉和内脏器官——包括其大小、结构和病理学病灶——可视化。
 - **核医学图像系统（PET）：**为全身提供三维的和功能运作的图像。是目前唯一的用解剖形态方式进行功能、代谢和受体显像的技术，具有无创伤性的特点，是目前临床上用以诊断和指导治疗肿瘤最佳手段之一。
 - **医用内窥镜系统等。**由可弯曲部分、光源及一组镜头组成。经人体的天然孔道，或者是经手术做的小切口进入人体内。使用时将内窥镜导入预检查的器官，可直接窥视有关部位的变化。

图表 14: 主流的医疗影像设备分类



来源: 公司公开转股说明书, 国金证券研究所

- 国内医疗影像设备国产化率相对较低。目前我国医疗影像设备市场以外资为主, 主要包括通用电气、西门子、飞利浦、东芝和日立等全球知名医疗器械公司; 其中, X光机外资占比达到 50%, 而在 CT 和 MRI 领域, 外资占比更是高达 80%。国内有自主研发这些医疗影像设备的企业不多, 其中 X光机的国产化程度相对来说较高。

图表 15: 国内主要医疗影像设备竞争格局

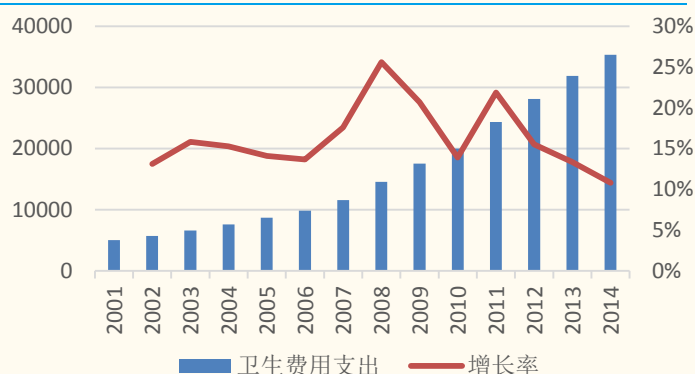
医疗影像设备	外资占比	外资企业	国产企业
X 光机	50%	通用、西门子、飞利浦、东芝、日立	华润万东、新华医疗、卡姆登超过 50 家企业
CT	80%	通用、西门子、飞利浦、东芝、日立	上海联影、东软
MRI	80%	通用、西门子、飞利浦、东芝、日立	上海联影、东软、华润万东

来源: 药监局, 国金证券研究所

2.2、医疗影像设备行业市场需求持续增长

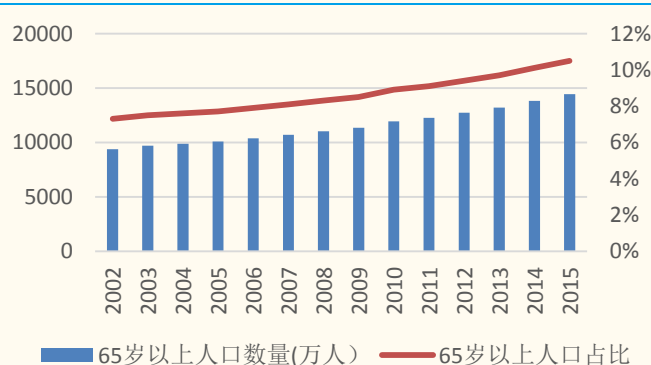
- 人口老龄化带来市场新需求。当一个国家或地区 60 岁以上老年人口占人口总数的 10%, 或 65 岁以上老年人口占人口总数的 7%, 也就意味着这个国家或地区的人口处于老龄化社会。我国在 2000 年时, 60 岁及以上人口占总人口的比例达到了 7%, 标志着我国进入了老龄型社会我国已经进入人口老龄化社会。我国老年人口占比还在不断增加, 根据国家统计局的数据显示, 2015 年我国 65 岁以上的人口已经达到了 1.44 亿人, 占到了总人口的 10.50%。人口老龄化对医疗影像设备行业的需求拉动力是毋庸置疑的。

图表 12: 我国历年卫生费用支出情况 (亿元)



来源: 国家卫计委, 国金证券研究所

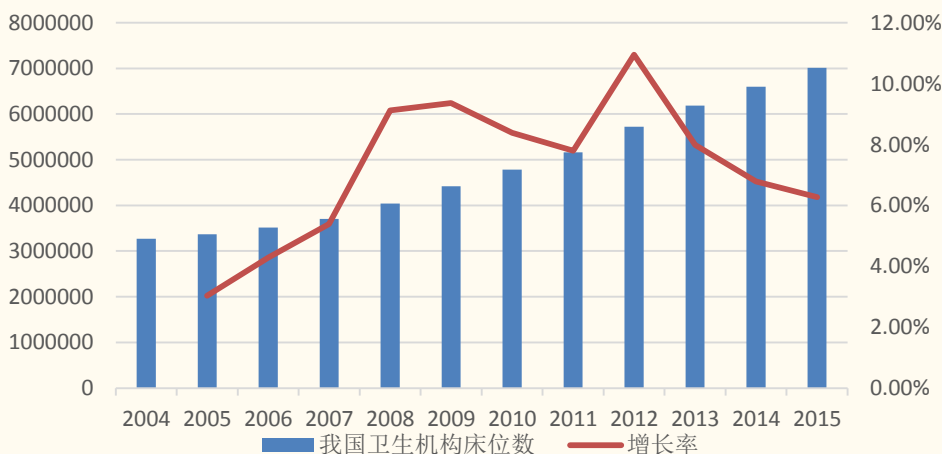
图表 13: 我国 65 岁以上人口数量 (万人)



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

- **医疗机构床位数带动医疗设备和器械的相关投资。**从我国医疗资源供给来看, 近 10 年来医疗机构卫生床位数增速显著加快, 无论是公立医疗机构还是民营医疗机构, 医疗机构数量和床位数都显著提升。从 2005 年到 2015 年的十年时间里, 我国医疗机构床位数增长了一倍多。按一般建设的需求, 一张床位直接带动医疗设备、器械相关投资在 30-100 万元。

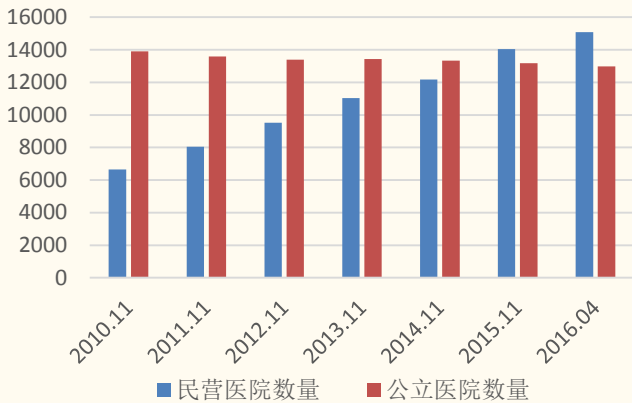
图表 14: 我国卫生机构床位数



来源: 国家卫计委, 国金证券研究所

- **民营医院迎来快速发展的时机。**过去, 国家的各项扶持政策都倾向于公立医院, 民营医院长期游走于政策边缘, 另一方面, 部分民营医院由于缺乏监管, 盲目逐利, 使其难获公众信任, 生存状况愈来愈差。现在, 随着《关于促进健康服务业发展的若干意见》等相关政策的陆续颁布, 民营医院的发展受到国家的高度重视, 民营医院在医院系统中发挥越来越重要的作用, 民营医院有望迎来发展的又一春。
- **进口替代是大势所趋。**经过多年积累, 国内企业的技术和服务质量有所进步, 在部分细分领域建立一定的核心竞争力, 初步具备从低端向中高端突破的实力。在国家政策的持续支持下, 特别是在科技部“十二五”“医疗器械重点专项”支持下, 我国医疗器械领域的重大产品不断取得突破。科技部社会发展科技司生物医药处副处长张兆丰表示, 在密集涌现的成果中, 医学影像设备领域的成果尤为突出, 比如 1.5T 超导磁体机 SuperNova、64 排螺旋 CT 机 NeuViz64 等设备的自主研发打破了跨国公司的垄断地位。

图表 15：民营医院和公立医院数量对比



来源：国家卫计委，国金证券研究所

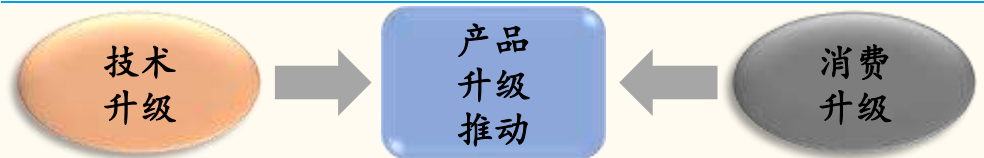
图表 16：我国自主研发的 1.5t 超导磁体机和 64 排螺旋 CT 机

产品	1.5T 超导磁体机 SuperNova	64 排螺旋 CT 机 NeuViz64
厂商	南京丰盛 超导技术公司	沈阳东软集团
地位	国内第一款具有完全自主知识产权的高端临床型超导磁共振成像系统	打破了国外跨国公司在多层 CT 方面的垄断，获得了 SFDA/CE/FDA 认证，标志着国产 CT 机迈入高端行列

来源：国金证券研究所

- 产品升级推动：**一方面，技术升级，数字化技术的发展，高精尖医疗设备的研发驱动，新技术新产品层出不穷，小技术的改进能很快带来新一代的产品，低端到高端产品的替代运用；另一方面，消费能力升级，支付能力提升，健康人群对于医疗器械的消费有望大大扩容原有医疗器械行业的边界。

图表 17：产品升级推动



来源：国金证券研究所

2.3、国家产业政策大力支持医疗器械和医疗行业发展

- 国家政策春风助力医疗器械产业发展。**近几年来，我国加大了政策上对医疗器械自主创新以及国产化的扶持力度，比如在监管、创新审批、资金等方面创造良好的环境。2013 年 10 月，国务院发布的《关于促进健康服务业发展的若干意见》，意见明确支持创新药物、医疗器械、新型生物医药材料研发和产业化，支持到期专利药品仿制，支持数字化医疗产品和适用于个人及家庭的健康检测、监测与健康物联网等产品的研发。2014 年 2 月，国务院发布修订后的《医疗器械监督管理条例》适当减少了行政许可。2014 年 7 月国家食品药品监督管理总局颁发的《医疗器械经营监督管理办法》放开了对医疗器械的行业监管，放宽了大型医疗器械采购的行政监管，提高了医疗机构的采购效率。

图表 18：医疗器械行业相关政策

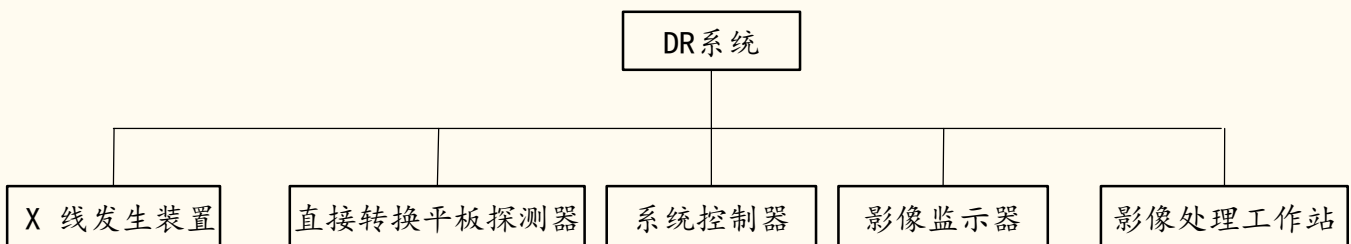
时间	政策	部门	主要内容
2012 年 1 月	《医疗器械科技产业“十二五”专项规划》	科技部	突破一批共性关键技术和核心部件，重点开发一批具有自主知识产权的、高性能、高品质、低成本和主要依赖进口的基本医疗器械产品，满足我国基层医疗卫生体系建设需要和临床常规诊疗需求；进一步完善科技创新和产业发展的政策环境，培育一批创新品牌，大幅提高产业竞争力，医疗器械科技产业发展实现快速跨越
2013 年 10 月	《关于促进健康服务业发展的若干意见》	国务院	明确支持创新药物、医疗器械、新型生物医药材料研发和产业化，支持到期专利药品仿制，支持数字化医疗产品和适用于个人及家庭的健康检测、监测与健康物联网等产品的研发。
2014 年 3 月	《医疗器械监督管理条例》	CFDA	新条例适当减少了行政许可
2014 年 7 月	《医疗器械经营监督管理办法》	CFDA	按照医疗器械风险程度，医疗器械经营实施分类管理。经营第一类医疗器械不需许可和备案，经营第二类医疗器械实行备案管理经营第三类医疗器械实行许可管理。放开了对医疗器械的行业监管。放宽了大型医疗器械采购的行政监管，提高了医疗机构的采购效率。
2015 年 3 月	《全国医疗卫生服务体系规划纲要》	国务院	优化医疗卫生资源配路，构建与国民经济和社会发展水平相适应、与居民健康需求相匹配、体系完整、分工明确、功能互补、密切协作的整合型医疗卫生服务体系
2015 年 7 月	《医疗器械分类规则》	CFDA	用于指导制定医疗器械分类目录和确定新的医疗器械的管理类别

来源：相关政府部门，国金证券研究所

2.4、细分市场：DR 设备有望成为高水平数字化影像设备的终极产品

- 直接数字化放射摄影（Digital Radiography，简称 DR），是上世纪九十年代发展起来的 X 线摄影新技术，由发生装置、直接转换平板探测器、系统控制器、影像监视器和影像处理工作站等组成；具有更快的成像速度、更便捷的操作、更高的成像分辨率等显著优点，成为数字 X 线摄影技术的主导方向，并得到世界各国的临床机构和影像学专家认可。近年来随着技术及设备的日益成熟，DR 在世界范围内得以迅速推广和普及应用，逐渐成为医院的必备设备之一。

图表 19：DR 系统的组成



来源：公司公告，国金证券研究所

- DR 是计算机数字图像处理技术与 X 射线放射技术相结合而形成的一种先进的 X 线摄影技术。它是在原有的诊断 X 线机直接胶片成像的基础上，通过 A/D 转换和 D/A 转换，进行实时图像数字处理，进而使图像实现了数字化。它的出现打破了传统 X 线机的观念，实现了人们梦寐以求的模拟 X 线图像向数字化 X 线图像的转变。与传统胶片成像相比，它具有动态范围广；分辨率高；可实时显示数字图像和计量少等优势。

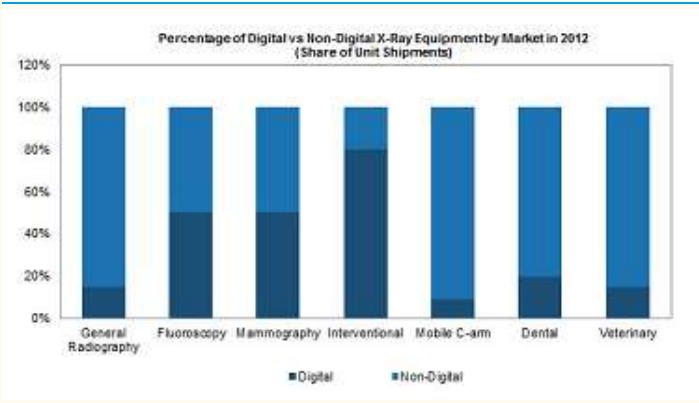
图表 20: 直接数字化放射摄影系统的优势

动态范围广	有很宽的曝光宽容度, 可允许照相中的技术误差, 即使 在一些曝光条件难以掌握的部位, 也能获得很好的图像
分辨率高	医生可根据需要进行诸如数字减影等多种图像后处理, 以期获得理想的诊断效果。
实时显示 数字图像	医生再根据患者病症的状况进行数字摄影, 然后通过一 系列影像后处理如边缘增强、放大、黑白翻转、图像平 滑等功能, 可从中提取出丰富可靠的临床诊断信息
计量少	它能用较低的X线剂量得到高清晰的图像, 同时也使 病人减少了受X射线辐射的危害。

来源:《直接数字化X射线摄影系统(DR)技术》叶会乐, 国金证券研究所

- 2012 年全球 X 光机市场规模达到 100 亿美元, 预计 2017 年市场规模将增至 120 亿美元。全球 X 光机市场规模的增长主要是因为 X 光机系统的数字化以及新兴市场不断增加的医疗领域投入。

图表 21: 全球 X 光机市场规模



来源: 公司公告, 国金证券研究所

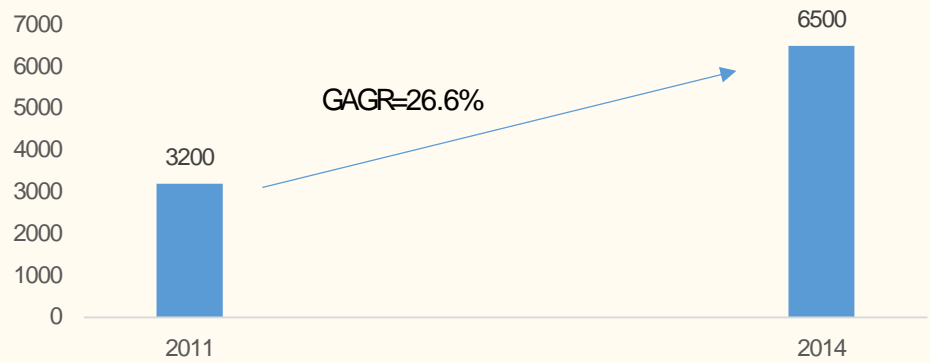
图表 22: 全球 X 光机市场规模预测



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- DR 摄影产品已经成为放射影像设备行业成长最快的领域。**根据中国医疗科技网的数据, 2011 年 DR 年销售台数为 3200 台, 2014 年 DR 年销售台数已增长为 6500 台, 年复合增长率达到 26.6%, 市场规模达到 45 亿元, 占国内放射影像设备市场的 50%。DR 摄影产品已成放射影像设备行业领域成长性最快、细分市场规模最大的产品线。
- 未来国内 DR 的市场需求年复合增长率有望超过 10%。**随着国内医疗卫生体制的改革和国家对于医药卫生的投入加大, 医疗机构对于性能稳定、价格较低的中低档 DR 市场需求巨大。大功率的 X 线机正在被数字化的 X 射线机取代, 其次, 由于人口老龄化的趋势加剧, 县级及以下医疗卫生机构尤其是农村医疗卫生体系对于 DR 的市场需求正在不断增长, 未来 3-5 年内国内医疗市场对于 DR 的需求都将维持快速的发展, 预计 DR 的市场需求年复合增长率将超过 10%。
- 县级医疗机构 DR 市场有望放量。**目前, 我国共有 3000 多个县级城市, 拥有县级以下医疗机构近万家, 县级医院 DR 的保有率约 50%, 如果按县级及以下医疗机构平均 3 台 DR 计算, 县级市场 DR 的增量空间在 1.5-2 万台左右。

图表 23: 我国 DR 销售台数



来源: 中国医疗科技网, 国金证券研究所

3. 公司分析: 技术和销售领先的综合医疗设备提供商

3.1、公司产品多样化, 不断推出新产品提升公司产品竞争力

- 公司的主要产品包括体外冲击波碎石机、高频移动式 C 形臂 X 射线机、高频电刀及尿流计等; 几乎涵盖了医疗器械行业的核心部分。
- 公司的前身交大医疗在上世纪八十年代生产了国内第一台体外冲击波碎石机。目前公司生产的体外冲击波碎石机根据定位系统及发生源的不同, 一共分为三个大类的产品:
 - JDPN-VA 系列 (B 超定位, 液电式、电磁式、双波源)
 - JDPN-VB 系列 (X 光定位, 液电式)
 - JDPN-VC 系列 (B 超 X 线双定位, 液电式、电磁式、双波源)。
- 公司的体外冲击波碎石机在国内市场具有一定的竞争优势。对于体外冲击波碎石机行业, 国内大约近三十家左右的厂家, 但能生产出 B 超 X 光双定位的碎石机的厂家只有海滨医疗、慧康医疗、北京索迪等数家企业。公司是我国最早研发生产体外冲击波碎石机的企业之一, 在这个领域树立了较好的市场品牌。另外公司还加大投入, 研发出了模块化体外冲击波碎石机, 医疗机构可以根据实际需求自由组合各功能模块, 既提升了使用效率, 又降低了设备采购成本。由于本次对于碎石机革命性的软硬件升级, 大幅度提升产品在临床应用时的精准性和便利性, 从而引领体外冲击波碎石行业的发展方向。

图表 24: 公司体外冲击波碎石机产品

产品型号	JDPN-VA 系列 (B 超定位)	JDPN-VB 系列 (X 线定位)	JDPN-VC 系列 (B 超 X 线双定位)
产品图例			
产品特点及功能	B超定位的体外冲击波碎石机, 波源分为液电式、电磁式和双波源等三种; 用于治疗肾结石及尿路结石。	X 线定位的体外冲击波碎石机, 波源为液电式; 用于治疗肾结石及尿路结石。	B超及 X 线双定位的体外冲击波碎石机, 波源分为液电式、电磁式和双波源等三种; 用于治疗肾结石及尿路结石。

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **高频移动式 C 形臂 X 射线机。**高频移动式 C 形臂 X 射线机是诊断用 X 射线机的一种, 具有结构紧凑、移动方便的特点, 主要是供医疗单位的病房、放射科、骨外科、手术室中作 X 射线检查诊断用 (透视和摄影) 的移动式

设备。X 线机主要是利用 X 线具有穿透性、荧光性和摄影效应的特性，使人体在介质上形成黑白对比不同的影像，为医生的诊断提供依据。从成像技术上可分为模拟 X 线成像和数字 X 线成像，目前公司生产的 KP5000 系列产品以计算机 X 线摄影术即 CR 系统为主，产品从功率上来划分可以分为 3.5 千瓦、5.5 千瓦、7.2 千瓦和 8.0 千瓦，可以根据客户的需求进行多种配置。

- 公司在 2015 年立项研发完成了多功能一体化数字直接成像 X 射线机。该产品可以同时作为常规 DR、动态 DR、数字胃肠机使用，大大提升了医疗设备的使用效率和临床诊断效果，同时给医院节省了大量的采购和维护使用成本，该产品市场反馈良好，市场潜力巨大。

图表 25: 公司高频移动式 C 形臂 X 射线机产品

产品型号	产品图例	产品特点及功能
KP5000 系列		KP5000 系列产品从功率上说分为 3.5 千瓦、5.5 千瓦、7.2 千瓦和 8.0 千瓦等，从配置来说可根据客户的需求进行多种配置。

来源：公司公告，国金证券研究所

- 对于高频移动式 C 形臂 X 射线机，国内生产厂家较多，多数以中小厂商为主，但也不乏新华医疗、华润万东等行业龙头企业。公司生产的 X 射线机最高像素达到百万，并有公司自己研发的后处理软件，在市场上同种类产品中质量较高，在市场上具有较好的市场竞争力。

图表 26: C 形臂产品竞争对手企业

C 形臂	备注
南京康普医疗	
南洋卡姆医疗	移动式
山东新华医疗	
西安集智医疗器械	移动式
日立医疗系统（苏州）	移动式
北京驰马特图像技术	移动式
华润医疗器械（上海）	移动式
西安集智医疗器械科	移动式
上海百腾医疗装备	移动式
IMD（北京）医疗器械	移动式
北京万东鼎立医疗设备	移动式
北京通用电气华伦医疗设备	移动式
上海康达医学科技	移动式
江西汇贤达医疗设备	移动式
南京华东电子集团医疗装备	

来源：药监局，国金证券研究所

- 高频电刀（高频手术器）是一种取代机械手术刀进行组织切割的电外科器械。公司生产的 JDGD- I、II、III 型高频电刀提供两种主要外科手术功能——切割、凝血，并具有单极与双极输出，手控与脚控两用。单极输出时可以选择纯切、混切和凝血等；双极输出时为凝血工作方式。

图表 27: 公司高频电刀 (高频手术器) 产品

产品型号	产品图例	产品特点及功能
JDGD- I、II、III 型		高频电刀用于对生物体组织进行切割、凝血或二者兼用的外科手术。

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- JDNL-II 型多功能尿流计是一种自动记录排尿过程的仪器。**采用精密力传感器、电脑、微处理机处理器等系统, 实况给出一次尿流的多种参数及尿流率、尿流量曲线; 具有测量精确、操作方便、功能齐全、自动化程度高等特点。尿流测定是一种评价排尿功能的无损伤、无接触检查, 是尿流动力学检查中最简便的测定逼尿肌和尿道功能的方法, 能客观的反映排尿故障疾病的性质和程度, 经过对尿流率曲线和各项参数的分析, 可以对下尿路功能障碍作出正确判断。JDNL-II 型多功能尿流计是各级医院泌尿科必备的最基本的检查仪器。

图表 28: 公司高频电刀 (高频手术器) 产品

产品型号	产品图例	产品特点及功能
JDNL-II 型多功能尿流计		采用精密力传感器、电脑、微处理机处理器等系统, 实况给出一次尿流的多种参数及尿流率、尿流量曲线; 具有测量精确、操作方便、功能齐全、自动化程度高等特点。

来源: 公司公告, 国金证券研究所

3.2、公司具有较强的研发实力

- 公司已经拥有和掌握了体外冲击波碎石机、C 形臂 X 射线机有关的核心技术, 并且在研发新的 DR 产品及大型泌尿影像床。2012 年体外冲击波碎石机被认定为上海市高新技术成果转化项目。公司凭借市场品牌、行业准入资质、稳定的质量, 确保了公司在行业中占有一定地位。
- 公司致力于自主研发冲击波碎石技术、高频高压技术、数字成像技术、图像后端处理技术等; 两大系列全方位自主开发系统, 所有的研发产品的品质均已得到医疗机构的广泛认可。所有自主研发医疗器械产品拥有多张全系列的的国家的省级的市场准入许可。

图表 29: 公司研发团队及技术成果

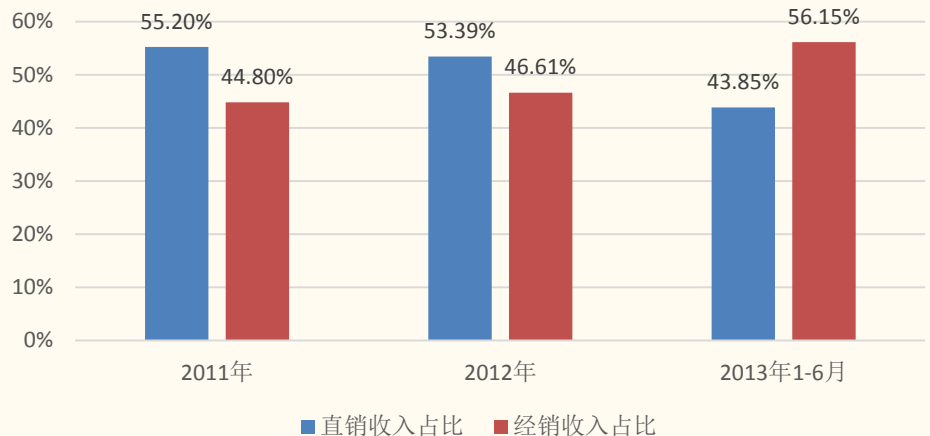


来源: 公司公开资料, 国金证券研究所

3.3、直销与经销两种销售模式并重，销售能力突出

- 公司的销售模式以直销和经销两种模式并重。公司主要通过销售医疗器械产品实现收入，也通过后续的维护、升级等增资服务持续获得收入。根据 2011 年、2012 年和 2013 年 1-6 月的销售数据来看，公司销售存在直销和经销两种，直销和经销两种销售模式的占比均在 50% 左右，在公司销售中都占据着很重要的地位。

图表 30: 公司直销和经销两种销售模式占比

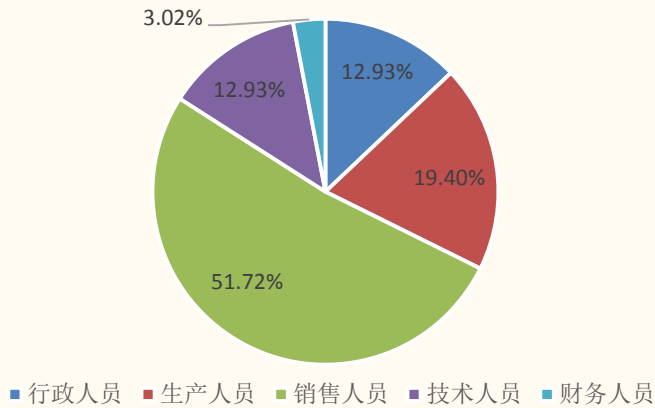


来源: 公司公开转让说明书, 国金证券研究所

- 公司拥有一支由行业丰富销售人员组成的稳定、强大的营销网络。截止 2015 年 12 月 31 日，公司共有 120 名销售人员，占公司总人数的 51.72%，预计公司还会不断壮大销售队伍。公司销售网络覆盖全国，销售部下面细分了六个销售部门，每个销售部分管 3-5 个省，省区直接对口省、市区域销售人员，确保在每个省市都在公司的营销网络内，并设有大客户部及再销售部门，负责大客户的维护及产品的后续服务。以终端客户为服务目的

的全国性营销网络能够提高客户售后服务体验。公司同时设立了灵活宽松的销售政策来配合公司的营销网络及独特的销售模式。

图表 31：公司在职员工（截止 2015 年 12 月 31 日）



来源：公司 2015 年年报，国金证券研究所

图表 32：国内销售团队分布



来源：公司公开资料，国金证券研究所

4. 外延并购，加快全球市场业务的布局发展

4.1、收购安健医疗，不断扩充公司产品

- **本次交易基本情况：**2016 年 3 月 18 日，公司发布公告拟以支付现金和发行股票的方式收购葛遗林持有的 100% 股权的深圳安健医疗的全部股权，交易作价为人民币 2184.05 万元。其中 31.32% 的股权由葛遗林通过股权转让的方式转让给卡姆医疗，公司支付现金股权转让款 684.05 万元；其余部分公司向葛遗林以 24.96 元/股非公开发行 60.08 万股，葛遗林以安健医疗 68.68% 的股权进行认购。
- 深圳市安健医疗设备有限公司是专业从事医学影像产品的研发、生产、销售、服务的高科技企业，位于中国科学院-深圳先进技术研究院低成本健康产业育成中心。安健医疗专注于国际先进技术的吸收和消化，注重培养技术竞争力，不断开发新产品，目前已开发了 DR（直接数字 X 线成像系统），DR 数字乳腺机，放射工作站（适用于 X 光、CT、MRI、DR 等数字影像设备）、PACS 和医用超薄观片灯等产品。

图表 33：安健医疗主要产品



来源：安健医疗公司官网，国金证券研究所

- 在安健医疗被卡姆医疗收购后，葛遗林将继续在安健医疗任职，负责技术研发。葛遗林长期从事 X 射线设备的研究，曾经研究中国第一台 MRI 设备，从事 X 射线设备的研发超过 28 年，在该行业积累了丰富的技术经验，使得其产品在该行业中具有强大的竞争力。此次收购完成后，公司的研发能力将上升到一个新的台阶，为公司持续发展拓展了更加广阔的空间。
- 葛遗林承诺在 2016、2017 年完成 5 款新产品的研发和销售，将按照约定完成数字化 X 射线透视摄影系统（多功能 DR 胃肠机）、数字化 X 射线摄影系统（双立柱 DR）、数字化 X 射线平板探测器、口腔 X 射线计算机体层摄影系统（口腔 CT）、X 射线计算机体层摄影系统（全身 CT）等新产品研发项目。

图表 34：安健医疗新产品的研发项目

序号	产品	研发进度
1	数字化 X 射线透视摄影系统（多功能 DR 胃肠机），	2016 年 5 月底完成并取得产品注册证
2	数字化 X 射线摄影系统（双立柱 DR）	2016 年 5 月底完成并取得产品注册证
3	数字化 X 射线平板探测器	2016 年 12 月底之前完成项目并开始批量供给市场销售
4	口腔 X 射线计算机体层摄影系统（口腔 CT），	2016 年 12 月底之前完成并取得产品注册证
5	X 射线计算机体层摄影系统（全身 CT），	2017 年 12 月底前完成产品样机并通过第三方医疗器械检测机构检测

来源：公司公告，国金证券研究所

- 项目研发和实现，可以确保新产品的市场优势，葛遗林充分对新产品进行规划和调研，使得新产品保持足够的竞争力，并直接为公司提供如下业绩：

图表 35: 安健医疗股东的业绩承诺

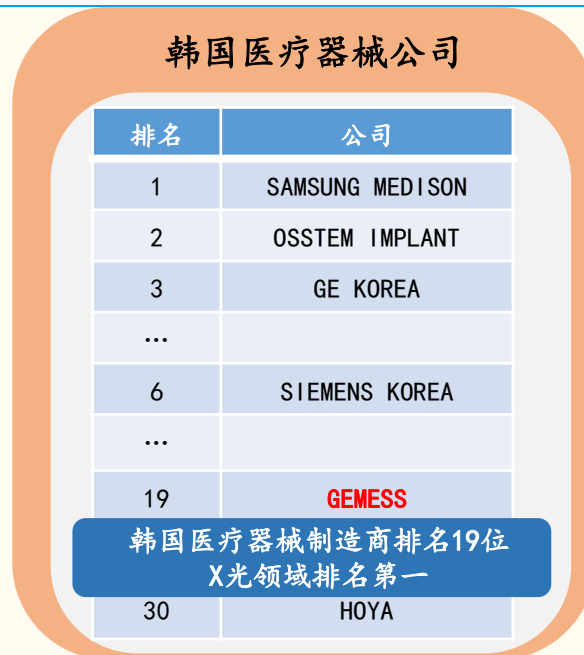
年份	项目	数字化 X 射线透视摄影系统 (多功能 DR 胃肠机)	数字化 X 射线摄影系 统 (双立柱 DR)	数字化 X 射线平板 探测器	口腔 X 射线计算机体层摄影 系统 (口腔 CT)
2016	销量/台	10	50	40	—
	销售额/万元	300	1200	340	—
	净利润/万元	55	230	50	—
2017	销量/台	30	70	100	5
	销售额/万元	1050	1540	700	250
	净利润/万元	255	308	140	68

来源: 公司公告, 国金证券研究所

4.2、海外收购 GEMSS, 打开海外市场

- **本次交易基本情况:** 2016 年 4 月 11 日, 公司发布公告公司将以全资子公司上海拜临实业有限公司拟以支付现金的方式对 GEMSS 进行增资, 以 4.184 元/股认购 1434 万股, 认购金额共计人民币 5999.86 万元。本次重组完成后, 拜临实业将持有 GEMSS 新发行的 74.86% 股权。
- **GEMSS 公司的 C 型臂在全球具有竞争力。** GEMSS 在 X 光机领域优势明显, 是韩国第一家做 X 光机的公司。根据 2012 年韩国食品药品安全评价研究所的统计, 公司在韩国医疗器械制造商中排名第 19, 而在 X 光机领域公司排名第一。我们预计, 在整合 GEMSS 后, 卡姆医疗在 C 型臂、DR 领域将处于第一梯队的领先地位。

图表 36: GEMSS 公司的 C 型臂在全球具有竞争力



来源: 韩国食品药品安全评价研究所, 国金证券研究所

- **GEMSS 产品包括体外冲击波碎石机、高频移动式 C 形臂 X 射线机。** 数字平板 X 线成像系统 (DR) 与公司的产品线高度吻合, 其 C 形臂和 DR 同时拥有中国国内注册证, 分别定为中高端-中低端市场, 公司希望通过打造进口 (进口高端产品) 和国产产品线 (国产中低端产品线), 从而布局全球销售网络。

图表 37: GEMSS 主要产品

产品类型	体外冲击波碎石机	高频移动式 C 形臂 X 射线机	数字平板 X 线成像系统 (DR)
产品型号	ASADAL-M1 型号	SPINEL-12HD 型号	APOLLON/TITAN-2000 型号
产品图例			
产品特点及功能	用于治疗肾结石及尿路结石。使用电磁式波源，震源幅度大，具有无痛治疗与副作用小的优点。	具备动态平板显示系统，具有高保真图像显示、易于摆正病人姿势、以及低辐射剂量的优点，可进行多种配置。	该产品提供多样化 DR 系统解决方案，包含单、双向探测系统，可以方便的与用户其他插件进行结合，来满足定制化功能的需求。

来源：公司公告，国金证券研究所

- **GEMSS 在韩国国内的销售以直销为主，经销为辅。**公司主要通过通过与医院、科研结构直接接触来开展业务，国内销售比例约占总销售的 40%。**GEMSS 海外销售以经销为主、直销为辅**，已在美国、中国、越南、泰国、印尼、日本等国家建立销售网络，海外销售覆盖 62 个国家、49 家代理商，主要通过代理商取得订单后由 GEMSS 销售给代理商，再由代理商加一定的佣金后销售给终端客户，海外销售约占销售总额的 60%左右。

图表 38: 公司海外销售现状

● 6个海外法人及62个国家、42位订货方

主要销售点（现在）：伊朗、俄罗斯、土耳其、越南、泰国、南非

未来潜在销售点：东芝、中东、美国、中国、印度尼西亚、非洲（尼日利亚、肯尼亚/坦桑尼亚）

◆ Direct Operation / Branch

- ▶ USA : GNA (GEMSS North America Inc.)
- ▶ China : GCN (GEMSS China)
- ▶ Japan : GJP (GEMSS Japan)
- ▶ Thailand : GSA (GEMSS SA, Thailand)
- ▶ Indonesia : GMI (PT GEMSS Medical Indonesia)
- ▶ Vietnam : Vikomed (Vietnam-Korea Medical Corp)



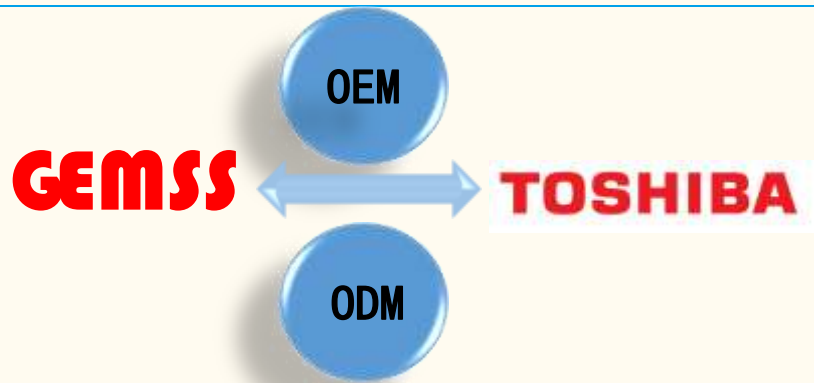
◆ 62 Countries 49 Distributors

- | | | | | | |
|-------------|-------------|-----------|----------|------------|-------------|
| ▶ 亚洲 | ▶ 中东 | ▶ 非洲 | ▶ 欧洲 | ▶ CIS 国家 | ▶ 美洲大陆 |
| Mongolia | Iran | Nigeria | Belgium | Russia | Peru |
| Philippines | Turkey | S. Africa | UK | Ukraine | Ecuador |
| India/Laos | Lebanon | Kenya | Poland | Uzbekistan | Venezuela |
| Cambodia | Morocco | Tanzania | Portugal | Kazakhstan | Bolivia |
| Myanmar | Sudan | Uganda | Germany | Azerbaijan | Dominica |
| Sri Lanka | KSA&GCC(5) | Rwanda | Italy | | El Salvador |
| Singapore | Syria/Yemen | Burundi | Bulgaria | | Paraguay |
| Pakistan | Jordan | Ghana | | | Colombia |
| Malaysia | Algeria | Gabon | | | Nicaragua |
| Hong Kong | Egypt/Iraq | Senegal | | | Panama |
| Bangladesh | | | | | Argentina |

来源：公司调研资料，国金证券研究所

- **GEMSS 与东芝建立了 OEM 和 ODM 合作关系。**GEMSS 公司从 2012 年开始同东芝医疗建立 OEM/ODM 合作关系，过去几年向东芝提供了超过 100 台 C 形臂。作为东芝医疗的 OEM/ODM 厂商，公司向其销售的产品包括 C-ARM 产品和 DR 产品。C-ARM 产品同东芝医疗属于 OEM 关系，DR 产品同东芝医疗属于 ODM 关系。

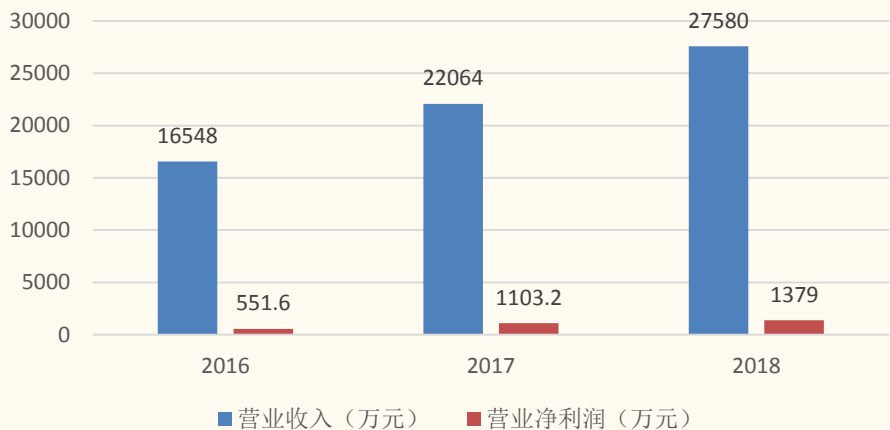
图表 39: GEMSS 与东芝建立了 OEM 和 ODM 合作关系



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **GEMSS 公司对重组后业绩承诺如下:**按 2015 年 11 月 30 日汇率来折算, GEMSS 公司 2016 -2018 年度营业目标营业收入分别为 16548.00 万元、22064.00 万元和 27580.00 万元; 2016-2018 年营业净利润分别为 551.60 万元、1103.20 万元和 1379.00 万元

图表 40: GEMSS 的业绩承诺



来源: 公司公告, 国金证券研究所

5. 投资建议及盈利预测

- **公司是国内专业的综合医疗设备提供商。**公司的主要产品包括体外冲击波碎石机、高频移动式 C 形臂 X 射线机、高频电刀及尿流计等。其中, 公司是我国最早研发生产体外冲击波碎石机的企业之一, 在这个领域树立了较好的市场品牌; X 射线机最高像素达到百万, 并有公司自己研发的后处理软件, 在市场上同种类产品中质量较高, 在市场上具有较好的市场竞争力。
- **医疗影像设备需求持续增长, 公司 DR 设备相关产品有望受益。**随着我国人口老龄化程度越来越严重, 基层医疗水平以及消费水平的整体提升, 另外国家产业政策大力支持医疗器械和医疗行业发展, 我国国产医疗影像设备正迎来良好的发展机遇。其中未来国内 DR 的市场需求年复合增长率有望超过 10%, 公司高频数字化 X 射线机等产品有望得到较快的成长。
- **公司直销与经销两种销售模式并重, 销售能力突出。**公司的销售模式以直销和经销两种模式并重。直销和经销两种销售模式的占比均在 50%左右, 在公司销售中都占据着很重要的地位。公司拥有一支由行业丰富销售人员

组成的稳定、强大的营销网络，公司销售网络覆盖全国，确保在每个省市都在公司的营销网络内，并设有大客户部及再销售部门，负责大客户的维护及产品的后续服务。公司同时设立了灵活宽松的销售政策来配合公司的营销网络及独特的销售模式。

- **外延并购，加快全球市场业务的布局发展。**公司自从登陆新三板以来，积极外延并购，通过收购韩国 GEMSS，搭建了高-中低端的 C 形臂 X 光机、乳腺钼靶机、体外碎石机等多个产品。GEMSS 的数字平板 X 线成像系统 (DR) 与公司的产品线高度吻合，公司打造进口 (进口高端产品) 和国产产品线 (国产中低端产品线)，并布局全球销售网络。收购深圳安健医疗后，公司的研发能力将上升到一个新的台阶，为公司持续发展拓展了更加广阔的空间。
- 我们预计公司 2016E-2018E 的收入分别为 1.36、3.13、3.15 亿，净利润分别为 1200 万、3000 万、3500 万。EPS 分别为 0.263、0.647、0.763 元。目前股价对应 2016 年 PE 为 64.7 倍。考虑到标的稀缺性和未来收购整合后的潜在增值空间，给予增持评级。

图表 41：主板及三板可比医疗器械公司估值对比

股票代码	股票名称	总市值 (亿元)	总股本 (亿股)	营业收入 (亿元)	毛利率 (%)	净利率 (%)	ROA (%)	ROE (摊薄) (%)	EPS (摊薄) (元)	每股净资产 (元)	每股经营性现金流 (元)	PE (静态)	PB (静态)
主板公司													
300003.SZ	乐普医疗	329.36	17.44	27.69	55.32	21.53	12.75	10.84	0.60	5.51	0.50	63.23	7.41
002223.SZ	鱼跃医疗	231.91	6.68	21.04	39.82	17.43	16.47	17.22	0.62	3.62	0.93	63.65	4.89
300244.SZ	迪安诊断	180.13	5.51	18.58	33.62	9.62	13.49	18.86	0.65	3.43	0.49	103.05	9.05
300326.SZ	凯利泰	93.17	3.95	4.63	73.10	32.37	12.36	10.33	0.34	3.32	0.32	77.22	5.44
600587.SH	新华医疗	98.72	4.06	75.54	22.27	4.80	6.73	8.68	0.69	7.96	0.27	35.15	2.96
300247.SZ	乐金健康	76.77	7.22	4.29	40.88	9.62	4.01	2.80	0.11	4.06	-0.07	187.99	5.17
300061.SZ	康耐特	65.83	2.50	6.94	30.78	8.17	9.54	11.92	0.21	1.72	0.31	128.53	14.04
600055.SH	华润万东	72.93	3.86	8.18	33.27	5.21	4.09	5.77	0.19	3.23	-0.07	180.98	4.30
三板公司													
430633.OC	卡姆医疗	8.20	0.46	0.56	45.65	11.29	7.40	5.61	0.27	4.89	-1.46	128.97	7.25
430351.OC	爱科凯能	1.55	0.22	0.64	40.74	10.70	15.80	17.33	0.32	1.86	-0.36	22.53	3.27
430140.OC	新眼光	11.77	0.86	1.64	40.83	24.67	28.93	31.10	0.54	1.72	0.69	29.06	6.13
834611.OC	老肯医疗	7.19	0.84	2.28	46.98	8.79	5.46	6.27	0.27	4.30	0.34	33.99	1.83
430588.OC	天松医疗	5.97	0.45	0.79	63.74	28.85	15.55	14.57	0.50	3.43	0.53	26.55	4.28
430300.OC	辰光医疗	5.04	0.69	0.57	52.49	7.02	3.24	2.12	0.06	2.76	-0.14	125.71	2.53
430496.OC	大正医疗	2.90	0.37	0.76	69.33	27.50	20.70	18.32	0.56	3.07	0.86	13.97	2.50

来源：WIND，国金证券研究所 注：股价基准日为 2016 年 9 月 5 日，财务数据报告期为 2015 年年报。

6. 风险提示

- **收购整合带来的风险。**收购 GEMSS 公司之后，GEMSS 公司将成为卡姆医疗的控股孙公司，根据公司未来的规划，GEMSS 公司将保持其经营实体存续并在其原韩国管理团队管理下运营。海外并购的整合风险较大。本次交易后的整合能否顺利实施以及整合效果能否达到并购预期存在一定的不确定性，如果公司不能顺利整合，将导致公司经营效率降低，从而影响公司的长远发展。
- **GEMSS 公司资产估值的风险。**2015 年 11 月 30 日 GEMSS 公司经审计的净资产账面价值为-8486.43 万元，增值 10999.43 万元，增值金额较大。资产评估增值率较高，增值的主要原因是 GEMSS 公司拥有经验丰富的技术团队及良好的市场品牌和服务声誉，并且在海外布局销售网络，具备良好的市场前景，预期具有较好的盈利能力，该等价值未在账面净资产充分体现，若因不可预见的经济波动或国家法规及行业政策和市场环境发

生重大变化，可能会对标的资产带来负面影响。

- **人才流失的风险。**公司从事的主要业务技术含量较高，除了需要具备相关专业知识外，同时还须具备多年的行业实践经验。因此，研发和技术服务人员对于公司来讲尤为重要，一旦出现关键技术人员或销售人员的大量流失，将会对公司造成较大损失。所以公司将不断完善人力资源管理制度，注重人才培养，完善各项培训管理制度，加强技术梯队建设，降低因人才流失带来的风险。
- **应收账款风险。**2015 年公司应收账款净额为 3008.65 万元，占营业收入的比例为 53.46%。应收账款主要由于为年底销售较多，款项尚未回收所致，且因公司客户多为国内专业医疗机构，信用较好。发生坏账的风险较小。但随着公司业务规模的扩大，应收账款会逐年增加，公司应该防止应收账款发生坏账带来的风险。
- **外委加工风险。**公司有部分硬件设备委托外协厂家生产。生产业务外包可能因公司控制力度的不足带来产品质量问题、供应不足等风险，为此公司加强对外协厂家的监督与管理，要求其整个委外加工完全依据公司提供设计图纸和质量要求进行生产，并对厂商提供的样品进行严格检测，确保产品质量可靠。

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)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	31	46	56	136	313	385	货币资金	2	27	58	30	35	40
增长率		47.9%	22.1%	140.8%	131.0%	23.0%	应收账款	11	22	48	78	163	200
主营业务成本	-20	-22	-31	-86	-210	-265	存货	5	2	5	12	23	29
%销售收入	64.5%	47.4%	54.3%	63.3%	67.2%	68.9%	其他流动资产	4	14	24	51	126	159
毛利	11	24	26	50	103	120	流动资产	22	65	136	171	347	429
%销售收入	35.5%	52.6%	45.7%	36.7%	32.8%	31.1%	%总资产	70.3%	87.5%	92.7%	92.3%	94.7%	94.6%
营业税金及附加	0	-1	-1	-1	-3	-4	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	1.0%	1.3%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	8	7	8	13	18	23
营业费用	-3	-5	-8	-18	-31	-35	%总资产	24.7%	10.0%	5.2%	7.0%	5.0%	5.2%
%销售收入	11.2%	10.4%	13.5%	13.0%	10.0%	9.0%	无形资产	1	1	2	1	1	1
管理费用	-6	-6	-9	-18	-31	-35	非流动资产	9	9	11	14	19	25
%销售收入	20.2%	12.1%	15.8%	13.0%	10.0%	9.0%	%总资产	29.7%	12.5%	7.3%	7.7%	5.3%	5.4%
息税前利润 (EBIT)	1	13	9	13	37	47	资产总计	31	74	146	185	367	453
%销售收入	3.1%	28.7%	15.2%	9.7%	11.8%	12.1%	短期借款	6	6	12	11	94	114
财务费用	0	-1	-1	0	-3	-6	应付款项	14	14	17	40	96	121
%销售收入	0.9%	1.3%	1.0%	-0.1%	0.9%	1.6%	其他流动负债	1	4	4	9	22	27
资产减值损失	0	-1	-2	0	0	0	流动负债	21	24	33	60	212	262
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	1	0	0	0	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	7.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	21	24	33	60	212	263
营业利润	1	12	7	13	34	41	普通股股东权益	10	50	113	126	155	190
营业利润率	1.9%	25.8%	11.7%	9.8%	10.9%	10.5%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	0	0	1	1	1	1	负债股东权益合计	31	74	146	185	367	453
税前利润	1	12	8	14	35	42	比率分析						
利润率	2.2%	26.2%	13.6%	10.6%	11.3%	10.8%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	0	-2	-1	-2	-5	-6	每股指标						
所得税率	-17.4%	19.0%	17.3%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.090	0.894	0.275	0.263	0.647	0.763
净利润	1	10	6	12	30	35	每股净资产	1.151	4.587	4.894	5.421	6.692	8.218
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.264	-0.642	-1.457	-0.950	-2.975	-0.204
归属于母公司的净利润	1	10	6	12	30	35	每股股利	0.000	0.000	0.040	0.000	0.000	0.000
净利率	2.6%	21.2%	11.3%	9.0%	9.6%	9.2%	回报率						
							净资产收益率	7.84%	19.50%	5.61%	9.72%	19.32%	18.57%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	2.59%	13.12%	4.34%	6.58%	8.17%	7.80%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	投入资本收益率	6.86%	19.10%	5.65%	8.22%	12.64%	12.97%
净利润	1	10	6	12	30	35	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	73.94%	47.86%	22.12%	140.76%	131.00%	23.00%
非现金支出	1	1	3	1	1	1	EBIT 增长率	N/A	1284.02%	-35.40%	54.13%	180.58%	26.15%
非经营收益	0	0	0	1	2	6	净利润增长率	N/A	1104.75%	-34.99%	91.87%	145.52%	17.99%
营运资金变动	0	-18	-42	-36	-102	-47	总资产增长率	13.56%	137.85%	96.37%	26.76%	97.70%	23.60%
经营活动现金净流	2	-7	-34	-22	-69	-5	资产管理能力						
资本开支	-5	0	-2	-4	-5	-5	应收账款周转天数	53.0	70.6	139.7	140.0	120.0	120.0
投资	-10	0	-5	0	0	0	存货周转天数	120.8	63.5	43.2	50.0	40.0	40.0
其他	0	0	1	0	0	0	应付账款周转天数	121.4	110.5	82.6	80.0	80.0	80.0
投资活动现金净流	-15	0	-6	-4	-5	-5	固定资产周转天数	#DIV/0!	57.9	49.2	21.4	9.6	8.0
股权募资	11	30	58	0	-1	0	偿债能力						
债权募资	2	0	6	-1	83	22	净负债/股东权益	39.17%	-42.11%	-40.84%	-15.29%	37.91%	39.64%
其他	1	-1	-2	-1	-3	-7	EBIT 利息保障倍数	3.5	22.4	14.5	-80.1	13.4	7.7
筹资活动现金净流	14	29	62	-2	79	15	资产负债率	66.94%	32.70%	22.54%	32.32%	57.74%	58.01%
现金净流量	1	22	22	-8	5	5							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

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，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，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。

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。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构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。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。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户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。

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：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD