

S60 补齐公司高端彩超缺失短板，加大研发投入后续产品线多点开花确保持续快速增长

——开立医疗首次覆盖深度报告

首次覆盖报告

崔文亮(分析师)

010-83561311

cuiwenliang@xsdzq.cn

证书编号: S0280518120002

● 业绩低于预期主要是 Q4 费用投入高，估值水平处于历史底部。

公司前期股价经历剧烈下跌，估值水平处于历史底部，主要原因之一是公司 2018 年业绩低于预期，但主要是 2018 年 Q4 研发费用和管理费用确认较多影响，公司此前逻辑并未破坏，相反，随着 S60 和 HD550 于 2018 年 Q4 上市，公司核心竞争力进一步提升。市场不应该过度关注和盯住公司短期业绩。

● S60 上市具有里程碑式意义，打入彩超高端领域。

一般认为公司新发布的 S60 只是 S50 的一个升级版本，而 S60 实际上和 S50 有本质差异，S60 帮助公司在彩超领域打入到 150 万以上的高端市场，未来公司在三级医院高端产品竞标中不再存在明显的高端梯队产品缺失与显著短板。

● 产品线持续升级优化，后续在研管线丰富提供长期成长空间。

彩超业务持续产品升级，未来有望继续保持 20% 以上快速增长；内窥镜业务继续保持 80% 以上高速增长，毛利率持续提升，2019 年开始扭亏为盈，对利润的边际贡献大；公司 2K 硬镜已经发布，4K 硬镜、超声内镜也有望于 2019 年内获批；另一重磅产品血管内超声有望于 2021 年上市。公司研发效率高，后续丰富的产品陆续获批将为公司打开更大成长空间。

● 持续保持快速增长，首次覆盖给予“强烈推荐”评级

我们预计，公司 2018 年~2020 年收入分别为 12.4/16.3/20.4 亿元，分别同比增长 25%/32%/25% (预计 2019 年威尔逊并表收入 1 亿左右)，净利润分别为 2.5/3.5/4.7 亿元，分别同比增长 32%/41%/33%，当前股价对应 2018 年~2020 年 PE 分别为 44/31/23 倍，2019 年 PEG 小于 1，考虑到公司所处领域壁垒高，持续研发投入、新产品持续升级优化、后续产品线有望陆续获批所带来的核心竞争力，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

● **风险提示：**彩超、内窥镜产品推广和销售低于预期；后续新产品上市进度和推广销售低于预期；限售股解禁后减持对公司股价的影响。

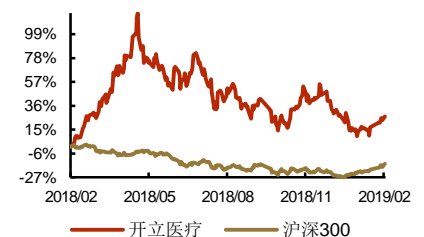
财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	719	989	1,236	1,632	2,040
增长率(%)	4.9	37.5	25.0	32.0	25.0
净利润(百万元)	130	190	251	354	470
增长率(%)	23.2	45.7	32.0	41.0	33.0
毛利率(%)	65.0	68.3	70.5	71.1	71.7
净利率(%)	18.1	19.2	20.3	21.7	23.0
ROE(%)	18.1	17.9	19.4	21.6	22.4
EPS(摊薄/元)	0.33	0.48	0.63	0.88	1.18
P/E(倍)	83.6	57.4	43.5	30.8	23.2
P/B(倍)	15.1	10.3	8.5	6.7	5.2

强烈推荐(首次评级)

市场数据	时间 2019.02.18
收盘价(元):	27.26
一年最低/最高(元):	21.48/47.48
总股本(亿股):	4.0
总市值(亿元):	109.04
流通股本(亿股):	1.22
流通市值(亿元):	33.16
近 3 月换手率:	96.28%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	1.19	-17.19	43.28
绝对	7.93	-14.22	27.45

相关报告

目 录

1、 成长逻辑并未破坏，估值水平处于历史底部预期差较大.....	4
1.1、 2018 年业绩低于预期主要来自费用投入，业务结构持续优化.....	5
2、 彩超行业逻辑：基层集采+进口替代+POC 临床需求放量.....	6
2.1、 彩超行业基本情况.....	6
2.2、 低端彩超有望受益基层医疗机构集采，主要走量.....	8
2.3、 中高端彩超进口替代才刚刚开始，公司彩超产品持续升级.....	11
2.4、 新推出 S60 有望真正打开高端市场.....	13
2.5、 POC 领域需求强劲利好国产龙头彩超放量.....	16
2.6、 研发投入力度持续加大，彩超领域具有探头核心技术.....	17
3、 内窥镜业务空间巨大，处于高速增长期.....	19
3.1、 全球内窥镜行业概况.....	19
3.2、 国内内窥镜发展情况.....	20
3.3、 我国软镜市场发展潜力和空间巨大.....	21
3.4、 公司内窥镜处于高速发展阶段.....	22
4、 研发储备品种丰富，硬镜和超声内镜即将上市.....	24
4.1、 硬镜产品已经发布，进入外科微创领域.....	24
4.2、 超声内镜有望于 2019 年上市，极大提高公司学术地位.....	25
4.3、 血管内超声有望于 2021 年获批，是公司后续重磅产品线.....	26
4.4、 并购威尔逊获得内窥镜治疗器具业务，与内镜业务协同发展.....	27
5、 公司激励机制充分，PE 公司和管理层减持影响很小.....	27
5.1、 公司激励机制完善，核心管理层持股充分.....	27
5.2、 PE 公司减持不影响公司基本面，主要通过大宗交易形式完成.....	28
5.3、 管理层减持份额非常有限，不影响公司经营基本面.....	28
6、 盈利预测与投资建议.....	29
6.1、 投资逻辑.....	29
6.2、 盈利预测与投资建议.....	30
7、 风险提示.....	30
附：财务预测摘要.....	31

图表目录

图 1： 公司股价走势.....	4
图 2： 公司 PE-Band.....	4
图 3： 预计公司彩超业务收入继续保持快速增长.....	6
图 4： 预计公司整体收入增速 2019 年开始加速.....	6
图 5： 全球超声市场规模及预测.....	6
图 6： 中国超声行业市场规模及预测（含黑白超）.....	6
图 7： 2015 年中国彩超市场主要品牌销量占比.....	7
图 8： 2015 年中国彩超市场主要品牌销售收入占比.....	7
图 9： 2015 年中国彩超各类型销量占比.....	7
图 10： 2015 年中国彩超各类型销售额占比.....	7
图 11： 开立医疗彩超业务增长迅速.....	12
图 12： 迈瑞医疗彩超业务增长迅速（不含黑白超）.....	12
图 13： 公司 S50/S60 系列彩超收入占比及预测.....	12

图 14: 公司来自三级医院销售收入占比.....	12
图 15: S-Fetus 功能演示.....	14
图 16: 公司彩超整体销量情况及预测.....	15
图 17: 公司 S50 系列彩超销量情况及预测.....	15
图 18: 研发费用及研发费用收入占比及预测.....	17
图 19: 全球内镜市场规模及预测.....	19
图 20: 2015 年全球内镜领域各品类市场份额占比.....	19
图 21: 全球软镜市场规模及预测.....	20
图 22: 2015 年全球软镜市场竞争格局及份额.....	20
图 23: 中国内镜市场规模及预测.....	20
图 24: 中国软性内窥镜（软镜）市场规模及预测.....	20
图 25: 2016 年国内软镜市场份额.....	21
图 26: 全球各国胃镜检查开展率/10 万人.....	22
图 27: 全球各国肠镜检查开展率/10 万人.....	22
图 28: 公司 HD-500 内镜系统.....	23
图 29: 公司 HD-500 电子胃镜.....	23
图 30: 食管鳞状上皮高级别上皮内瘤变（白光）.....	23
图 31: 食管鳞状上皮高级别上皮内瘤变（VIST 染色）.....	23
图 32: 公司内窥镜收入增长及预测.....	24
图 33: 公司内窥镜业务毛利率显著持续提升.....	24
图 34: 2016 年国内硬镜市场各企业份额.....	25
图 35: 血管内超声示意图.....	26
图 36: 血管内超声图像.....	26
图 37: 威尔逊生产的活检钳与异物钳.....	27
图 38: 威尔逊生产的内镜器械超声波清洗机.....	27
图 39: 公司上市前管理层及员工持股平台持股情况.....	28
表 1: 新版乡镇卫生院服务能力标准设备配置要求.....	8
表 2: 社区卫生服务中心服务能力标准设备配置要求.....	9
表 3: 我国各等级医疗机构彩超保有量测算.....	9
表 4: 各省彩超集采中标企业主要是迈瑞医疗和开立医疗.....	10
表 5: 各省市关于基层医疗机构达标与升级建设的具体政策与措施.....	10
表 6: 公司不同型号彩超定位及同行业比较.....	15
表 7: 公司自主研发彩超探头.....	18

1、成长逻辑并未破坏，估值水平处于历史底部预期差较大

公司前期股价经历剧烈下跌，无论是股价还是 PE 均处于历史相对低位。

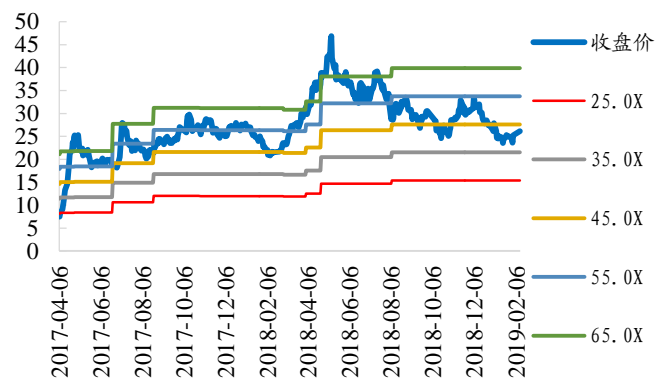
我们了解和判断，主要原因来自：

- 市场此前预期公司 2018 年净利润增速 35%~40%，公司预告 2018 年净利润增速 28%~36%，低于此前市场预期。
- 市场认为彩超行业高速增长期已经在 2017~2018 年过去，2019 年开始行业增速有可能显著下降。
- 市场担心迈瑞医疗在彩超业务领域对公司形成进一步压制，从而影响公司成长。

图1： 公司股价走势



图2： 公司 PE-Band



资料来源：wind，新时代证券研究所

资料来源：wind，新时代证券研究所

但我们认为：

1、公司股价因 2018 年业绩低于市场预期而大幅下跌，PE 处于历史底部，但我们认为，主要是研发费用和销售费用于 2018 年 Q4 确认较多导致，公司基本面并没有发生变化，公司未来成长逻辑并未破坏。医疗器械作为高壁垒、高研发投入、高回报的行业，持续的研发投入是公司产品不断升级优化、持续甩开其他竞争对手的手段，**2018 年公司虽然业绩低于预期，但却是公司重磅新品 S60 和 HD550 集中上市的拐点之年，特别是彩超领域，公司成功打入 150 万以上的高端领域，具有里程碑式意义**，但公司 PE 却下跌至历史底部，我们判断是市场过度关注和不当解读公司短期业绩所致。

2、**与其他医疗设备类似，彩超行业虽然存在一定采购弱周期性，但对国产彩超龙头企业而言，自身能抓住的机会远大于行业周期性带来的影响。**首先，7.2 万家基层医疗机构达标建设和升级改造所带来的中低端彩超需求，我们预计开立医疗是最大受益者之一；其次，从产品结构讲，一般认为公司新发布的 S60 只是 S50 的一个升级版本，而 S60 实际上和 S50 有本质差异，S60 帮助公司在彩超领域打入到 150 万以上的高端市场，性能方面较 S50 也有质的飞跃，未来公司在三级医院高端产品竞标中不再存在明显的高端梯队产品缺失与显著短板。我们判断，未来几年，公司彩超业务收入仍将保持 20% 以上较快增长，且随着高端产品收入占比提升，彩

超业务毛利率还将持续提升（我们预计 S50 毛利率超过 80%，S60 规模化以后毛利率有望更高，而公司目前彩超业务整体毛利率仅 70% 出头）；最后，国内 POC 市场对彩超的需求近几年保持快速增长，国产龙头企业在这一细分市场中比外企更具竞争优势，开立医疗近两年来在 POC 领域的销售也保持快速增长。因此，宽泛地研究彩超整个行业增速已经没有太大意义，而是看公司各个产品类型的结构性变化与增长。

3、公司彩超业务持续产品升级，未来有望继续保持 20% 以上快速增长，且随着中高端型号产品收入占比提升，毛利率将持续提升；内窥镜业务继续保持 80% 以上高速增长，随着 HD550 型号的发布，与日本企业的差距进一步缩小，另外，随着收入增长规模效应逐步显现，毛利率有望持续提升，**2019 年开始扭亏为盈，对利润的边际贡献很大；**2018 年 Q4 并购的内窥镜治疗器具业务威尔逊与公司内窥镜业务发展具有协同性，**2019 年全年并表带来收入和净利润增厚（净利润增厚 10 个百分点左右）；公司 2K 硬镜已经发布，4K 硬镜也有望于 2019 年获批，**公司业务再次跨入外科微创领域，成为公司中长期业务增长点；**超声内镜也有望于 2019 年内获批，**全球能够生产超声内镜的企业不超过 5 家，产品上市后与内镜销售具有协同性，对提高公司学术地位具有显著意义；**另一重磅产品血管内超声有望于 2021 年上市，**这一细分领域壁垒更高，届时将通过仪器+高值耗材销售方式带来持续收入。综上，公司 2018 年研发支出预计在 2.3 亿元，且全部费用化，业绩充分夯实，研发费用收入占比接近 20%，在 A 股医疗器械中罕见，且如上所述研发效率极高，在多个领域都是国内第一家，因此，我们认为，不应该过度盯住公司短期业绩，特别是由于研发费用投入导致的业绩些许波动，而应该更为关注公司核心竞争力和长期发展空间。

1.1、2018 年业绩低于预期主要来自费用投入，业务结构持续优化

公司已发布 2018 年业绩预告，2018 年净利润 2.43 亿~2.58 亿元，同比增长 28%~36%，我们预计和测算最终净利润增速在 30% 以上。但相比前三季度 48.38% 的净利润增速出现放缓，也低于此前市场预期。

但我们判断，公司收入端增速预计维持前三季度 25% 左右的收入增速（扣除掉威尔逊并表因素，我们认为内生性增速也在 21%~23% 左右），并未低于预期，研发费用预计全年在 2.3 亿左右，同比增长接近 30%，**特别是 2018Q4 单季度计提研发费用预计 6000~7000 万元，单季度研发费用同比大幅增长 40%~50%，是公司 2018 年业绩低于预期的最主要因素。**

另一方面，随着公司新一代高清内窥镜 HD550 上市，及最新彩超 S60 也已经获批上市在即，**我们预计公司在 2018 年 Q4 季度确认销售费用也较高（新产品上市前期需要预热和提前开展销售相关工作），进一步影响了公司 2018 年 Q4 净利润。**

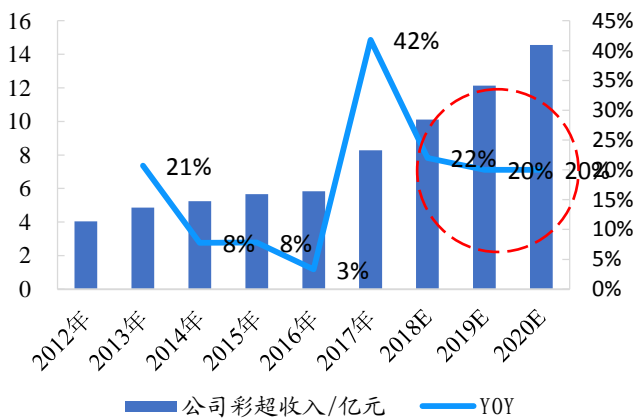
公司 2017 年净利润 1.9 亿元，2000 万费用对公司 2018 年业绩增速的影响都在 10 个百分点左右，因此，我们认为，公司上述研发和销售费用方面的支出，虽然短期影响了公司增速，但长期看有利于公司持续保持快速增长，**虽然公司 2018 年业绩低于预期，但不是来自收入增速低于预期，相反，随着新产品的上市，公司产品结构进一步优化和升级，竞争力进一步提升，后续增长更具确定性，成长逻辑并未破坏。**

我们认为，随着公司彩超国内业务收入超过海外收入（海外增速低于国内增速），

且随着公司持续加强二级以上医院市场的开拓和 S60 新产品上市，未来几年，公司彩超整体收入增速都将持续保持在 20% 以上。

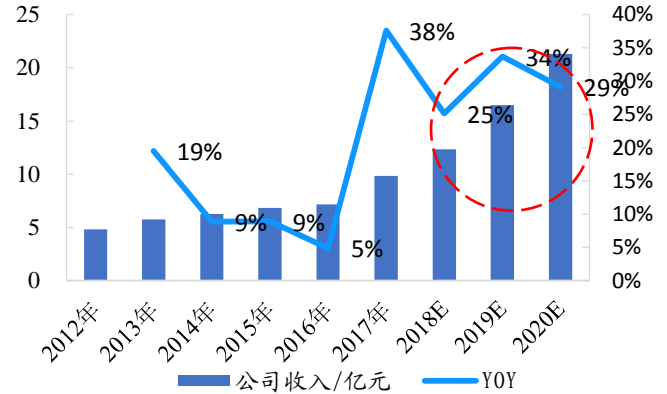
与此同时，内窥镜业务继续保持接近翻倍的增速，随着内窥镜业务收入基数的增长，对公司整体的拉动效应开始显现，叠加新收购的威尔逊全年并表，我们预计公司从 2019 年开始收入增速将进一步提速。

图3： 预计公司彩超业务收入继续保持快速增长



资料来源：公司公告，新时代证券研究所预测

图4： 预计公司整体收入增速 2019 年开始加速



资料来源：公司公告，新时代证券研究所预测

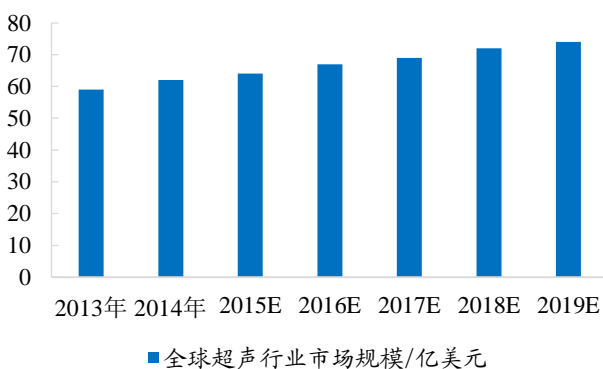
2、 彩超行业逻辑： 基层集采+进口替代+POC 临床需求放量

2.1、 彩超行业基本情况

彩超既具有二维超声结构图像的优点，又同时提供了血流动力学的丰富信息，实际应用受到了广泛的重视和欢迎，在临床上被誉为“非创伤性血管造影”。能够广泛应用于腹部脏器（主要是肝脏与肾脏）、心脏、骨科、前列腺、妇产科等，已经成为国内外普及率非常高的检测设备。

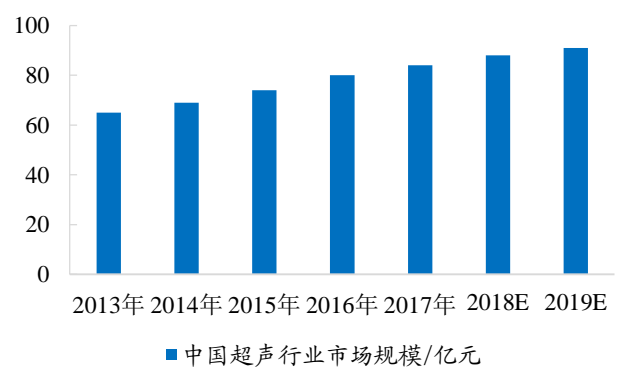
根据 IHS 数据及估计，全球彩超行业 2019 年市场规模将达到 74 亿美元，2015 年国内彩超市场规模超过 75 亿元，行业增速将从 2016 年放缓至 4% 左右，至 2019 年行业规模不超过 90 亿元。

图5： 全球超声市场规模及预测



资料来源：HIS 预测，新时代证券研究所

图6： 中国超声行业市场规模及预测（含黑白超）



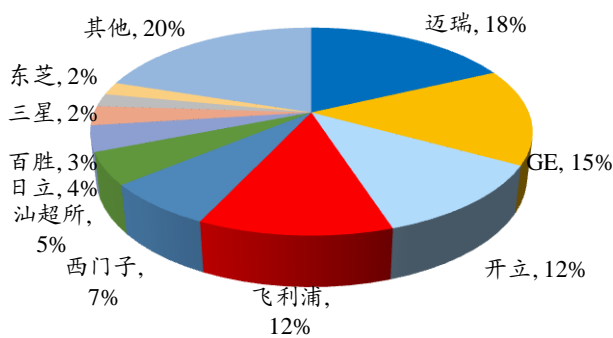
资料来源：IHS 预测，新时代证券研究所

但根据中国医学装备协会发布的《2015年中国彩超设备市场研究报告》，2013-2015年，中国彩超设备市场销量由19315台增加到23636台，复合增速超过10%，随着国产彩超技术的日渐成熟，彩超设备技术更新换代的时代到来，以及检查需求的增加、彩超设备价格的下将，预计未来彩超市场的年均增长率在10%左右，到2018年的销量将突破3.1万台。

上述两个口径的数据并不矛盾，国内行业市场规模的增速之所以低于销量增速，主要是进口替代正在进行，而国产设备单价显著低于进口设备造成。

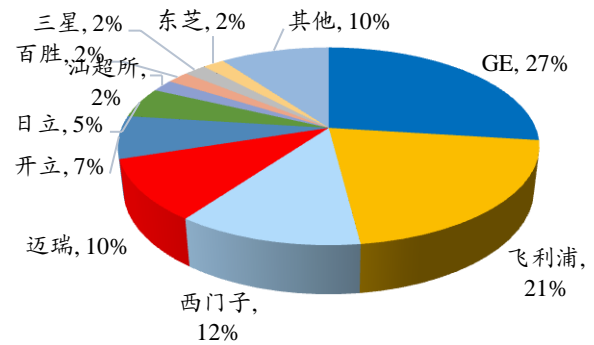
根据中国医学装备协会数据，2015年我国彩超行业各企业销量份额和销售份额如下：

图7：2015年中国彩超市场主要品牌销量占比



资料来源：中国医学装备协会，新时代证券研究所

图8：2015年中国彩超市场主要品牌销售收入占比

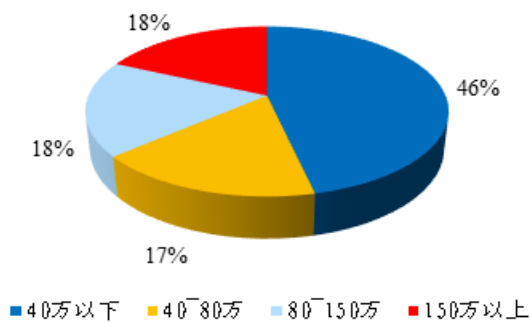


资料来源：中国医学装备协会，新时代证券研究所

从销量看，早在2015年，迈瑞医疗在国内销量就已超过GE，销量份额达到18%，排名第一，但转换为收入后，其销售收入份额仅为10%，显著低于GE和飞利浦（预计最新收入已经超过西门子）。

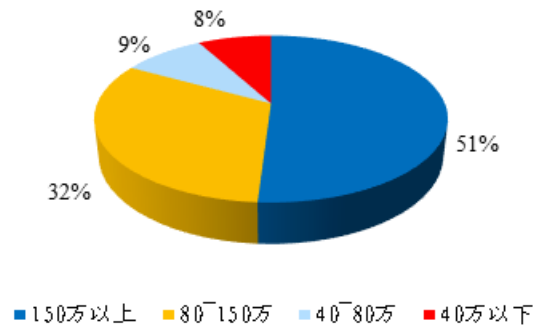
2015年，我国彩超销量中40万以下的中低端型号彩超销量占比达到46%，但收入占比仅为8%，而150万以上的高端型号彩超销量占比仅18%，但收入占比却高达51%。

图9：2015年中国彩超各类型销量占比



资料来源：中国医学装备协会，新时代证券研究所

图10：2015年中国彩超各类型销售额占比



资料来源：中国医学装备协会，新时代证券研究所

因此，体现在收入上，影响公司收入的不仅是彩超的销量，还要看单价，即产品类型。国产高端彩超机型终端价可达 200 万元，出厂价也在 80~100 万，而低端机器终端价在 40 万以下，部分出厂价还不到 20 万，价差巨大。在 2015 年以前，迈瑞医疗最高端的彩超类型 DC-8 也仅仅是中高端档次，随着 2015 年 Re-7 上市，她才具备了自身高端档次的彩超产品。因此，2015 年开始，迈瑞医疗的收入持续快速增长，并超过了西门子，与产品结构的优化与升级有很大关系，在三级医院逐步实现一定市场占有率。

通过上述信息，可以看出，一方面，在中低端市场，国产龙头企业主要靠销量取胜，但另一方面，企业要想进一步提升竞争力，做大做强，必须打入中高端市场，实现进口替代。

2.2、低端彩超有望受益基层医疗机构集采，主要走量

2018 年 9 月 21 日，国家卫健委联合中医药局发布关于开展“优质服务基层行”活动的通知，并公布《乡镇卫生院服务能力标准》和《社区卫生服务中心服务能力标准》，《通知》中公布的这两类医疗机构的建设新标准，对于设备配置也做出明确要求，并且明确力争使乡镇卫生院和社区卫生服务中心的服务能力达到基本标准，部分服务能力较强的乡镇卫生院和社区卫生服务中心达到推荐标准，达到推荐标准的乡镇卫生院，符合相关条件的可参加二级医院评审。如果卫生院升级为二级医院，相应的医院人员、设备、收费、医院建筑都能有一个比较大的提升空间。

新版标准总共 100 条，分为 88 条基本条款和 12 条推荐条款，采用 ABCD 四个档次进行记分，A 档代表“优秀”，B 档代表“良好”，C 档代表“合格”，D 档代表“不合格”。对卫生院的基本要求有一个划分标准，即在 88 条基本条款中，C 档所占比例必须达到 95%，B 档 50% 以上，A 档 20% 以上。即全国至少有 95% 的乡镇卫生院必须完成达标建设，否则将会被认定为不合格。

对于新版乡镇卫生院服务能力标准和社区卫生服务中心服务能力标准要求，其中对设备类的配备标准如下：

表1：新版乡镇卫生院服务能力标准设备配置要求

相关标准设备配置要求	达到推荐标准要求	达到推荐标准要求
【C】参照《医疗机构基本标准（试行）》（卫医发〔1994〕第 30 号）要求配备相关设备，配备必要的中医药服务设备。（上述标准要求配备的主要医疗设备包括 X 光机、心电图机、血球计数仪、洗胃机等）	100%	95%
【B】符合“C”，并配备 DR、彩超、全自动生化分析仪、血凝仪、十二导联心电图机、空气消毒机、麻醉机、胃镜、呼吸机以及与诊疗科目相匹配的其它设备。	≥ 60%	≥ 50%
【A】符合“B”，并配备 CT、急救型救护车、全自动化学发光免疫分析仪等设备。	≥ 30%	≥ 20%

资料来源：国家卫健委官网，新时代证券研究所

表2: 社区卫生服务中心服务能力标准设备配置要求

设备配置要求	达到推荐标准要求	达到推荐标准要求
【C】参照《关于印发城市社区卫生服务中心、站基本标准的通知》（卫医发〔2006〕240号）要求配备相关设备，配备必要的中医药服务设备。（上述标准要求配备的心电图机、B超、血球计数仪、尿常规分析仪、生化分析仪等）	100%	95%
【B】符合“C”，并 1.配备与诊疗科目相匹配的其它设备。 2.DR、彩超、全自动生化分析仪、血凝仪、十二导联心电图机、心电监测仪、远程心电监测。 3.配备一定数量基于信息化的便携式出诊设备和出诊交通工具。	≥ 60%	≥ 50%
【A】符合“B”，并 空气消毒机、呼吸机、动态心电监测仪、动态血压监测仪等设备仪器。	≥ 30%	≥ 20%

资料来源：国家卫健委官网，新时代证券研究所

我们了解和预计，2018年我国超声保有量在13万台左右（包含黑白超），其中黑白超预计在30%~40%。我们通过下表测算，可以看出，当前乡镇卫生院和社区卫生服务中心的超声配置还有很多空白市场，合计7.2万家机构超声保有量预计不超过2万台，其中很大部分都是黑白超，因此，我们判断，在上述医疗机构达标建设和升级改造过程中，将会对国产中低端彩超形成拉动，根据以往政府集采经验，国产龙头企业迈瑞医疗和开立医疗中标最多，最为受益，在低端市场，外企基本没有优势。

表3: 我国各等级医疗机构彩超保有量测算

	数量（家）	当前医院配置假设	当前保有量估计
三级医院	2,439	15	36,585
二级医院	8,569	6	51,414
一级医院	10,210	1.5	15,315
未定级医院	10,492	1	10,492
乡镇卫生院	34,699	0.3	10,410
社区卫生服务中心	36,513	0.2	7,303
合计	102,922		131,518

资料来源：卫健委官网、新时代证券研究所

表4: 各省彩超集采中标企业主要是迈瑞医疗和开立医疗

省份	招标数量(台)	迈瑞医疗中标数量(台)	开立中标数量(台)	均价(万元)	总价(万元)
湖南	200		80	11.7	941
海南	49				
陕西	55		25		
广西	25		15		
浙江	79	45			
湖南	30	20			
上海	25				
江苏	25	15			
云南	24		12		
河南	22	10			
山东	21	15			
江西	21	8			

资料来源: 中国医疗器械采购公共服务平台, 新时代证券研究所

当前, 我国共有 3.7 万家乡镇卫生院和 3.5 万家社区卫生服务中心, 通过对比上述新版标准对医疗设备的配置要求, 我们可以发现, 随着上述达标建设的推进, 将会迎来对 DR、彩超、血凝仪、全自动生化分析仪的配置需求显著释放。上述政策将于 2020 年底前执行完毕, 因此, 上述达标建设对医疗设备的采购需求预计主要在未来两年集中释放和体现, 从而有望带来数万台相关设备新增需求。

从弹性角度讲, 上述 7.2 万基层医疗机构, 假设配置彩超和彩超替换黑白超的需求未来两年能够释放出 3.5 万台, 我们了解和预计, 2018 年行业出货量为 2~3 万台, 则可以看出基层配置彩超这一需求弹性巨大。

而对于上述医疗机构达标建设及采购设备的资金需求, 预计将由地方政府财政来承担, 目前已经有多个省市政府出台建设规划, 部分省份更是在基层医疗机构建设和升级方面先行一步。

表5: 各省市关于基层医疗机构达标与升级建设的具体政策与措施

省市	具体措施
广东省	2017 年 5 月, 广东省人民政府发布广东省“十三五”深化医药卫生体制改革规划的通知, 提出加强基层医疗卫生服务能力建设, 实施医疗卫生强基创优行动计划和县级以下医疗卫生机构升级达标建设工程, 将 45 所中心卫生院升级为县级综合医院, 开展县级中医院升级建设、乡镇卫生院(社区卫生服务中心)标准化建设和村卫生站标准化建设。广东升级建设 47 家中心卫生院, 全面改造建设县级公立医院(包括县级人民医院、中医院、妇幼保健院), 推进乡镇卫生院、村卫生站规范化、标准化建设。广东省委、省政府启动加强基层能力建设三年攻坚战, 在统筹 112 亿元实施强基创优行动计划的基础上, 2017-2019 年各级财政再统筹 500 亿元实施七大类 18 个项目, 提升医疗服务可及性。其中, 江门台山市汶村镇中心卫生院(台山市第四人民医院)住院综合楼 2018 年 8 月 28 日已经开业, 成为广东省 47 家中心卫生院升级改造后首家建成开业的乡镇卫生院。
浙江省	2017 年 6 月, 浙江省卫计委公开发布《关于加快推进省级中心镇卫生院医疗服务能力提升项目建设》的通知, 根据省卫生计生委、省财政厅《浙江省中心镇卫生院医疗服务能力提升项目建设方案(2016-2019 年)》, <u>通过 3 年的软硬件全面建设, 将 193 家省级中心镇卫生院打造成县域内的医疗技术分中心, 达到二级乙等综合医院的医疗服务水平。</u> 该项目所需资金以地方投入为主, 省级补助为辅。省级财政安排专项补助资金 2.1 亿元支持项目建设, 2016 年已拨省级补助经费 7000 万元已下达至各地。

省市	具体措施
安徽省	2017年8月,安徽省人民政府发布安徽省“十三五”卫生与健康规划的通知,提出以贫困地区为重点,加强乡镇卫生院、社区卫生服务机构标准化建设,提升基层医疗卫生服务能力和水平。鼓励选择部分中心卫生院进行精准扶持,建设成为达到二级综合性医院水平的县域医疗卫生服务分中心。到2020年,全省1/3中心卫生院达到或基本达到二级综合医院水平,2/3中心卫生院达到一级甲等医院标准,一般卫生院达到一级医院标准。(牵头责任单位:省卫生计生委;配合单位:省发展改革委、省人力资源社会保障厅、省财政厅)
广西省	2018年11月,广西卫生计生委发布《自治区卫生计生委 中医药管理局关于开展“优质服务基层行”活动的通知》。通知表示,广西将在活动中力争使乡镇卫生院和社区卫生服务中心的服务能力达到基本标准,部分服务能力较强的乡镇卫生院和社区卫生服务中心达到推荐标准。在资源配置方面,不仅要提高检验检查服务能力,还要合理配置和更新必要的设施设备,开展常规检验和心电图、超声、X线影像等检查服务。广西达到推荐标准的乡镇卫生院,符合相关条件的可参加二级医院评审,进一步加强医疗质量管理。整个活动将经历医院自查、市级复合、自治区复核三个环节,最终于2019年6月15日前全部结束。6月30日前将会上报国家卫生健康委备案。
甘肃省	2018年11月,甘肃省卫生计生委日前也发布了《关于开展“优质服务基层行”活动的通知》,通知要求提高检验检查服务能力,合理配置和更新必要的设施设备,开展常规检验和心电图、超声、X线影像等检查服务,达到基本标准以上的乡镇卫生院可直接评定为一级乙等卫生院,达到推荐标准的乡镇卫生院,可直接申请二级医院等级评审,达到基本标准以上的基层医疗卫生机构可在床位设置、设备配备、人员培训、特色科室建设、医疗技术准入、高级专业技术岗位占比、评优评先、表彰奖励等方面给予一定政策倾斜。而未达到基本标准及以上的基层医疗卫生机构,今后一律不可参加医院等级评审、评优评先、表彰奖励等。通知要求乡镇卫生院、社区卫生服务中心必须在2018年10月底前筹备部署,自评、县级复核市级复核、省级复核所有审核环节必须于2019年5月下旬全部完成。
扬州市	2018年8月,扬州市政府出台了《关于农村区域性医疗卫生中心发展的意见》(以下简称《意见》)。《意见》明确,确保到2020年,18家区域中心全部创成二级医院或达到二级医院服务标准,区域中心一般医疗服务收费按乡镇卫生院标准执行,成本较高且达到二级医院服务标准的项目,经批准可按照二级医院收费标准核定收费。重点在财政、医保、物价、社会支持等方面给区域中心提供配套政策支持,全力助推区域性医疗卫生中心的发展。

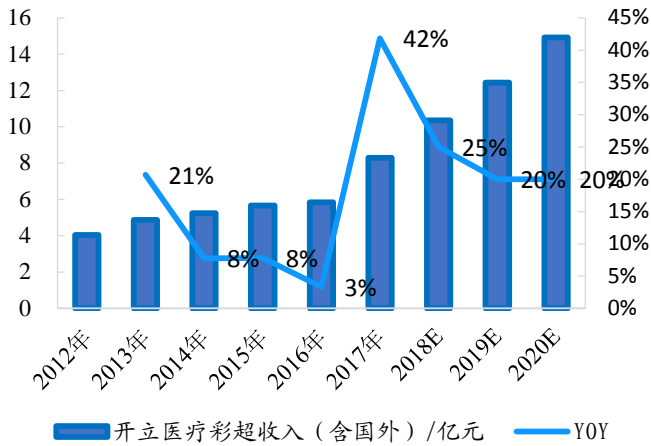
资料来源:各省卫健委官网,新时代证券研究所

2.3、中高端彩超进口替代才刚刚开始,公司彩超产品持续升级

长期以来,我国彩超行业的中高端领域都由GPS和日立、东芝等外企把持,占据二级以上医院市场,国内彩超企业长期在中低端领域竞争,早期的迈瑞医疗和开立医疗走的也是“农村包围城市”的成长路线,首先从二级以下医疗机构开始做起,并不断加大研发力度,持续推动产品升级。但,2013年迈瑞医疗收购美国超声公司ZONARE,获得了其区域成像技术(ZoneSonography),并于2015年推出了第一台真正意义上的国产高端彩超Resona 7(简称Re-7),开立医疗紧随其后,于2016年推出了高端彩超S50系列,在过去两年,无论是迈瑞医疗还是开立医疗,都实现了国内彩超销售的快速增长,其中重要驱动力就是中高端彩超系列产品开始实现进口替代。

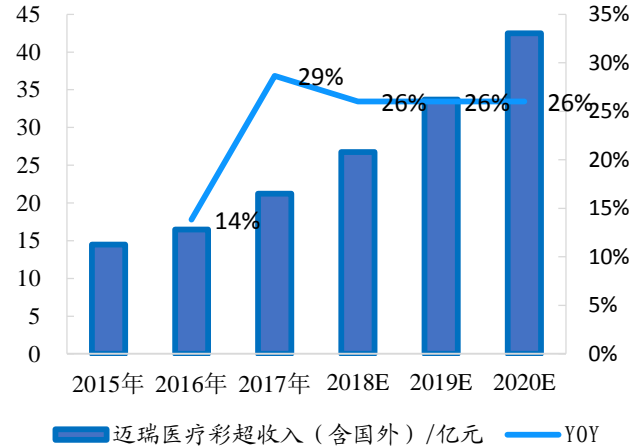
我们了解和预计,彩超在120万~200万这个区间,是国产中高端彩超和进口中低端彩超交战的区域。虽然国产彩超相比进口产品,仍然存在一定差距,但已经能够解决临床大部分检查需求,且性价比更高。经过几年的推广,三级医院的医生对国产龙企业的产品认识也有了持续改观,有望逐步消除此前偏见。

图11: 开立医疗彩超业务增长迅速



资料来源: 开立医疗公司公告, 新时代证券研究所预测

图12: 迈瑞医疗彩超业务增长迅速 (不含黑白超)



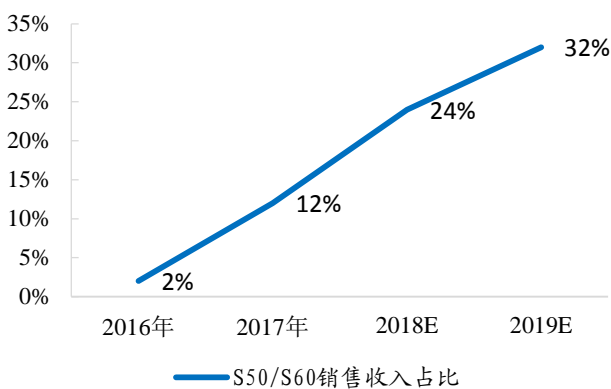
资料来源: 迈瑞医疗公司公告, 新时代证券研究所预测

如上图所示, 2017年以来, 开立医疗和迈瑞医疗的彩超业务收入增长都显著提速, 如果考虑到国外收入增速相对平稳, 则实际国内彩超收入增速更高, 虽然有一定医院采购周期的影响, 但我们认为, 更重要的因素是, 近两年, 迈瑞医疗和开立医疗在高端机型销售方面取得突破, 在部分三级医院实现进口替代, 从而拉动收入增速超过销量增速。

我们了解和预计, 迈瑞医疗真正意义上的高端机型 Re-7 在 2018 年销量实现高速增长。而开立医疗 S50 系列在 2016 年推出, 次年 2017 年销量预计突破 400 台, 拉动了公司整体彩超收入增长。

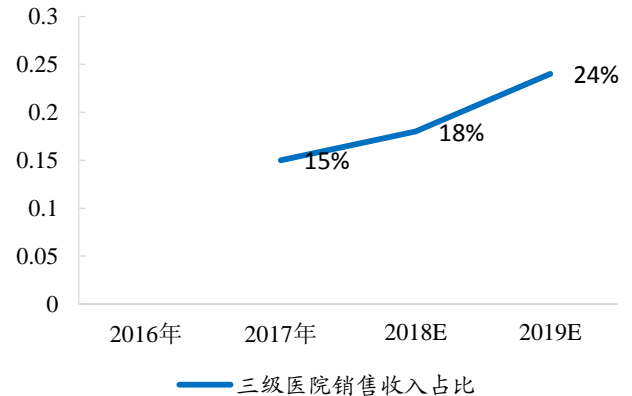
2016 年以前, 开立医疗全部机型都是中低端系列, 因此, 主要开拓的是一级医院、乡镇卫生院和民营医院等, 2016 年, 公司推出中高端机型 S50, 2017 年又推出机身更灵动小巧的 P50, 随着公司推出中高端机型, 公司于 2016 年正式大举开拓三级医院等高端等级医院, 凭借 S50 等产品的性能和性价比优势, 实现了产品迅速放量, 2018 年, 预计 S50 系列销售收入占比提升到 25% 左右, 公司来自三级医院的收入占比也提升到 18% 左右, 预计随着公司更高端产品 S60 上市, 未来几年公司高端型号产品收入占比和来自三级医院的收入占比都将持续提升, 实现彩超收入增速超过销量增速。

图13: 公司 S50/S60 系列彩超收入占比及预测



资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所预测

图14: 公司来自三级医院销售收入占比



资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所预测

根据我们此前对国内等级医院彩超保有量预测可以看出，目前我国二级以上医院彩超保有量超过8万台，其中三级医院彩超保有量在3~4万台，我们了解和预计，三级医院彩超更换周期一般在5年左右，**因此，二级以上医院存量彩超平均每年的更换需求预计在1~2万台，还有部分二级医院在更换设备时实现升级与换代。**

我们预计，随着迈瑞医疗、开立医疗陆续推出高端设备且性价比优势显著，未来国产高端设备在进口替代方面将会进一步持续发力，占比将会持续提升。

对于国产龙头企业，彩超行业的机遇不仅仅是行业整体需求增长，更是来自于国产企业产业升级，在中高端领域不断实现进口替代，高端型号产品快速发展才是驱动公司整体收入高速增长的主要因素，因为高端设备与低端设备单价差距巨大。

因此，我们预计，随着公司中高端彩超销售占比持续提升，公司彩超业务收入未来几年增速将会持续超过销量增速，整体保持20%以上甚至更快的增速。

2.4、新推出 S60 有望真正打开高端市场

公司2016年新上市的S50实际上仅能称成为中高端机型，与迈瑞医疗的DC-8大致处于同一价格层次，终端价格根据探头配置情况，价格范围预计在60~150万，而迈瑞医疗的RE-7终端价格可达到200万以上。因此，实际上，公司的S50仅能够看成价格中枢处于100万左右的中高端机型，对提升公司自身的产品层次虽然有重大意义，但在二三级医院采购时，缺乏150~200万价格区间的高端机型，在一定情况下处于不利地位。

2018年11月，公司正式推出S60系列彩超，相比S50不仅是简单升级，而是在操控系统和工作流、软件和AI方面都具有巨大的性能提升：

- 硬件方面，S60采用了多波束导入，使用了第二代单晶探头，带宽和灵敏度都得到显著提高，对血流情况包括末梢血流的灵敏度更高。
- S60搭载了全新的Wis+智能高速运算平台，Wis+高速运算平台使S60在运算能力、响应速度和帧频方面有了跨越式的提升。Wis+平台运用了大数据和AI，总共深度学习超过80万张三甲医院挑选出的高质量超声图像，近万张经专家标注的标准切面图像，将这些高质量图片融入人工智能系统进行不断训练。在经历大数据采集、专家标注、智能学习等过程后，Wis+平台最终得到智能、准确、高效的诊断结果。

例如，Wis+平台为S60带来的S-Fetus功能可以帮助超声医生一键智能获取切面和一键智能识别测量。产科医生测量BPD和HC，传统手动测量至少需要11步操作，共耗时20至40秒；而使用S-Fetus只需要一次按键，仅需要不到2秒。

图15: S-Fetus 功能演示



资料来源：开立医疗官网，新时代证券研究所

我们了解和预计，S60 图像质量相比 S50 有显著大幅提升和质的变化，甚至 S60 图像比同价位其他产品图像质量更佳。

我们预计，公司 S60 终端价有望在 150~200 万区间，成为公司真正意义上的高端机型。在二三级医院市场竞争中不再存在高端产品缺失的短板，公司在彩超领域的竞争力从产品梯队和市场角度讲得到大幅显著改善，进一步追进了与同类竞争对手的差距。

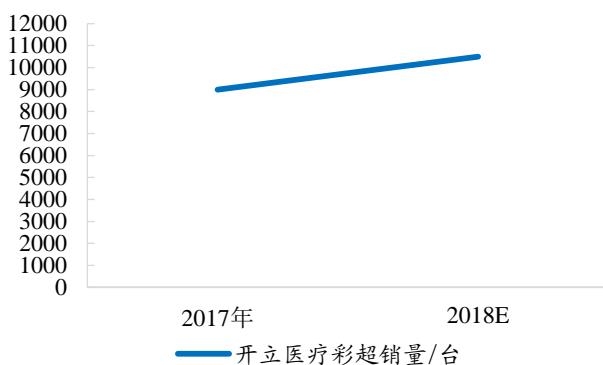
我们认为，未来两年，我们将会看到公司 S50、S60 系列中高端、高端系列产品数量将会加速放量，拉动公司整体彩超业务继续保持快速增长，同时毛利率也将持续提升。

表6: 公司不同型号彩超定位及同行业比较

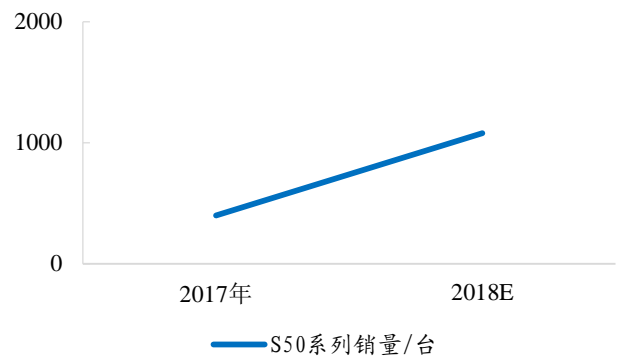
产品定位	产品系列及价格	对应市场及需求	对标竞争对手产品型号
高端彩超	S60 系列 (200 万以上)	三甲医院配置少量, 科研、复杂疾病诊断 断灯	迈瑞 R-8/7、GE Logic E9、VIVID E9、 西门子 S2000、SC2000、飞利浦 IE33
中高端彩超	S50 系列、P50 (100 万左右)、 S9 (便携式, 80-90 万)	二三级医院超声科、专科应用主力机 型, 一般疾病的普适性应用, 国产平台 有望成为补充机型	迈瑞 DC-8/7、GE Logic P7、飞利浦 iu22、飞依诺 G70/60
中端彩超	S30、S40 系列 (40-100 万), 主 要看配置	医院补充机型, 基层医疗机构或有配 置, 通用型设备定位	GE Logic5、飞依诺 G50 等
低端彩超	标号 S20 以下, 如 S2、S6、S11、 S15 等, 8-40 万	基层医疗机构主力机型	迈瑞 DC-6
中端便携彩超	X5、S8 (50 万)	床旁、急诊、专科等便携式应用	
低端便携彩超	S2-S6 系列, 8-40 万	便携式应用, 或基层医疗机构超声科应 用	
黑白超	3-5 万元	逐步淘汰产品	

资料来源: 公司年报、公告, 新时代证券研究所

如下图所示, 我们预计, 实际上, 由于公司彩超销量总量基数已经较大, 因此, 从单纯总销量角度看, 公司销量增速已经不高, 预计不到 20%, 但是, 由于公司中高端 S50 系列销量实现数倍增长, 因此, 公司整体彩超收入 2018 年仍实现 20% 以上增长。由此可见, 与整体销量相比, 中高端, 特别是高端产品销量的增速, 更能够拉动公司整体收入增长。

图16: 公司彩超整体销量情况及预测

资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所预测

图17: 公司 S50 系列彩超销量情况及预测

资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所预测

因此, 我们判断, 公司 S60 的上市, 将极大推动公司在高端彩超领域的竞争力, 未来有望与 S50 系列继续高速增长, 从而带动公司彩超业务整体保持快速增长。

我们预计, 公司新一代彩超 S70 将于 2020 年上市, 随着电子元器件性能的提

升，电子集成度、新的通道数、AD 位数、信噪比等都将改善和提升，新一代产品的性能将会持续提升，融入更多功能。我们预计公司高端彩超产品的剪切波弹性成像功能也有望于 2021 年左右实现。

相反，由于价格瓶颈和技术发展瓶颈，GPS 虽然每年仍然继续推出新产品，但作为技术前沿的他们，产品提升的空间越来越有限，迈瑞医疗、开立医疗等由于持续研发投入，与 GPS 的技术差距越来越小，在彩超领域的进口替代，将从之前的中低端向中高端渗透，未来国产龙头的市场份额将会越来越高，长期看，未来百亿级的国内彩超市场，将逐渐由国内彩超龙头主导。

2.5、POC 领域需求强劲利好国产龙头彩超放量

近几年，国内超声市场需求除了来自高端二三级医院传统超声科彩超更新与升级需求和二级以下医院空白市场的彩超普及，另一个细分市场的需求就是来自区别于传统超声科的 POC，包括急诊、妇产、外科、ICU、心内等临床科室，国外的彩超需求全部都是由临床科室的医生主导和使用，而国内长期以来都是超声科主导，但随着 POC 各个细分临床科室对彩超需求的增长，我国 POC 领域彩超的需求增长十分迅速。

我们了解和预计，广东中山医学院目前彩超保有量在 50~60 台，其中超声科数量 17 台、体检科 15 台、ICU2 台，其余 20 多台都分布在各二级临床科室。

但，与超声科不同，POC 彩超定位一般来讲是根据不同临床科室各自需求突出某项特色，如急诊科要求诊断及时性、乳腺科要求针对乳腺检测的诊断功能、外科对探头的要求极高，另一方面，除了外科资金比较充裕外，一般的临床科室用于购置彩超的资金预算有限，同时，对设备的整体要求又较超声科低，因此，这部分需求更加契合国产医疗设备。

我们了解和预计，开立医疗 2018 年在部分区域 POC 领域彩超销售实现高速增长，POC 的销量已经和超声科销量持平，特别是在外科领域，由于腹腔镜的探头比较细，且直接进入人体，要求极高，国内仅有开立医疗能够生产这种探头，因此，公司在外科领域推广非常强劲。其他领域包括麻醉、ICU 等科室的推广也很顺利。公司在探头领域的核心竞争优势，在满足不同临床 POC 的需求方面得到体现。

综上，国产彩超龙头企业，对进口企业的产品替代是分成三个层面的：

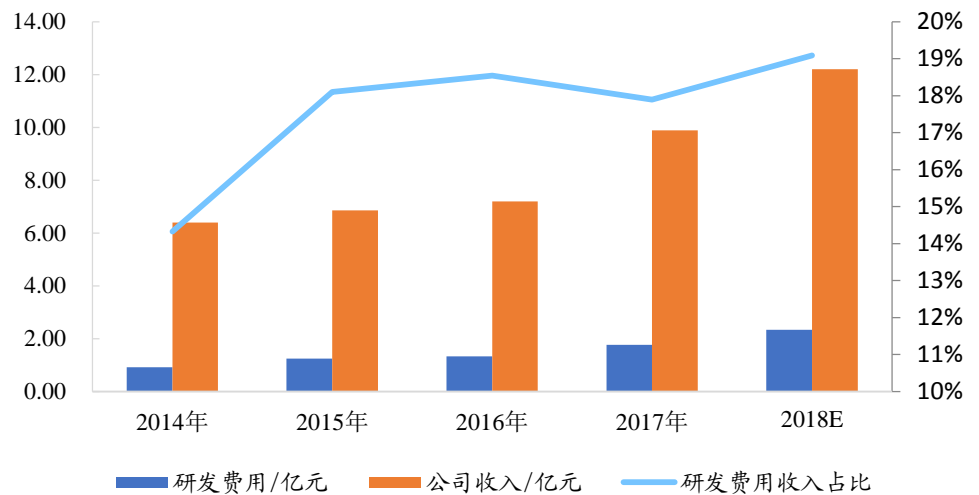
- 中低端市场，由于价格较低，国产企业具有绝对优势。
- 中高端市场（主要指传统超声科），随着迈瑞医疗、开立医疗等中高端系列产品不断升级，与外企设备的差距越来越小，且国家政策支持医院优先采购国产设备，因此，国产设备将会从普通全身机开始逐步替代外企中高端市场。
- POC 临床科室市场，由于对设备要求整体不如超声科高，且临床科室购置彩超的资金预算有限，购置国产设备是首选。且国内 POC 市场近年增长趋势非常明显。

2.6、研发投入力度持续加大，彩超领域具有探头核心技术

彩超行业技术壁垒较高，具有高投入、高产出的特点。2012年，公司由具有“中国超声之父”之称的姚锦钟（已故）先生主导联合陈志强（现董事长）、吴坤祥（现总经理）一起创立，并汇集了多名来自汕超所超声领域的人才，如黄奕波（现公司销售副总）、周文平（现公司研发副总）、李浩（现公司产品副总&董事会秘书）。

正是由于公司几名主要创始人都是技术出身，因此异常重视研发，2015年以来研发支出比例持续保持在18%以上，且全部费用化，夯实业绩，2018年研发投入预计在2.3亿元以上，显著超过2018年公司净利润。

图18： 研发费用及研发费用收入占比及预测



资料来源：公司年报，新时代证券研究所预测









正是由于公司在研发方面坚持不懈的投入，公司于2016年成功上市了高清内镜HD500，成为国内第一家上市高清内镜的公司，并顺利通过美国FDA认证。

彩超最核心的技术来自探头和整机系统的技术，包括算法。公司的彩超探头技术在国内处于领先地位，如宽频带单晶探头技术、宽频带复合材料探头技术、高频相控阵技术、经食道探头技术、超声内窥镜探头技术、双平面探头技术、4D探头技术等。公司生产的医用超声探头超过60个型号，具有高密度、高灵敏度、宽频带等特点，临床应用基本覆盖了人体全身各部位器官。在当今超声领域最高端的单晶探头技术方面，公司已经是跻身国际一流水平，为整个系统性能的先进性提供了核心技术保障。

超声探头技术是决定超声系统性能的核心技术之一，很大程度上决定了超声设备的成像质量以及准确度。因此，能够完全自主实现探头的更新迭代，也是国产彩超在升级产品线、尤其是突破200万以上设备过程中的主要挑战之一。

例如，如上所述，POC领域用于外科的术中腹腔镜探头由于要求极细，目前国产企业仅有开立医疗能够生产和提供。

表7: 公司自主研发彩超探头

产品名称	主要产品型号	产品简介及用途	图示
体表心脏探头	4P-A、5P2、8P1、3P1、2P1、5P1、C612、C613	心脏探头主要用于心脏疾患的检查 and 诊断, 探头类型一般为相控阵探头和微凸阵探头。	
介入心脏探头	MPTEE、MPTEE mini	心脏探头主要用于心脏疾患的检查 and 诊断, 探头类型一般为相控阵探头。	
腹部探头	3C-A、C353、C362、C354、C344、C351、C352、C322、C542	主要用于腹部脏器检查诊断, 探头类型一般为凸阵、微凸阵探头。	
妇产科探头	VC6-2、6V1、6V3、6V4、6V5、VE9-5、6V7	主要用于妇产科的检查诊断, 探头类型一般为微凸阵介入探头, 也包括腹部 4D 凸阵探头。	
泌尿科探头	EC9-5、EC2、BCC9-5、BCL10-5	主要用于泌尿科的检查诊断, 探头类型一般为微凸阵介入探头。	
小器官及血管探头	L742、L752、L741、L743、L745、10L1、10L-I、12L-I	线阵探头主要用于小器官、血管、表浅组织的检查和诊断, 探头类型一般为线阵探头。	
术中探头	10I2、LAP7	术中探头主要用于术中、腹腔镜超声、经食道超声等检查和诊断, 也可应用于微创手术等领域。	
兽用探头	L741V、L561V、L761V、L3、L130	兽用探头主要用于动物的超声检查和诊断。	

资料来源: 开立医疗招股说明书, 新时代证券研究所

除了在探头领域具有核心竞争力, 2012年, 公司以3500万美元收购了长年合作的美国超声成像技术开发团队 Sonowise, Sonowise 掌握的数字波束合成技术, 有利于公司提升整机系统质量。

目前, 公司除深圳总部的研发中心外, 还设有美国硅谷研发中心 (Sonowise)、美国西雅图研发中心 (Bioprober)、日本东京研发中心 (开立日本)、上海研发中心 (上海爱声)、哈尔滨研发中心 (哈尔滨开立)、武汉研发中心 (武汉开立), 开展包括下一代超声系统、高性能探头、高清内窥镜、血管内超声 (IVUS) 等新产品的研发。

3、内窥镜业务空间巨大，处于高速增长长期

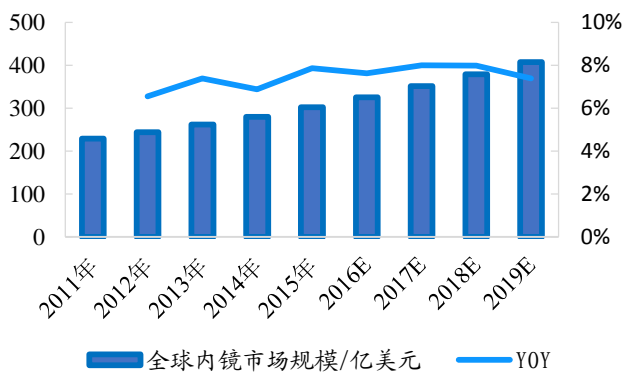
3.1、全球内窥镜行业概况

内窥镜是一种常见的医疗器械，依赖光源辅助，经人体的自然孔道或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，可以直接窥视有关部位的变化，直视下做出疾病诊断或取灶活检进行病理诊断，同时也可以对疾病进行及时治疗或植入具有治疗作用的人造产品等。

现在临床使用中，内窥镜按照管道是否可以弯曲，主要分为硬管式(简称硬镜)和软管式内窥镜(简称软镜)。硬式内窥镜包括腹腔镜、胸腔镜、纵隔镜、输尿管镜、膀胱镜、关节镜、宫腔镜、鼻窦镜、脑室镜等，软式内窥镜则主要是胃镜、肠镜、喉镜、纤维支气管镜等，现在宫腔镜和膀胱镜有时也采用软镜。

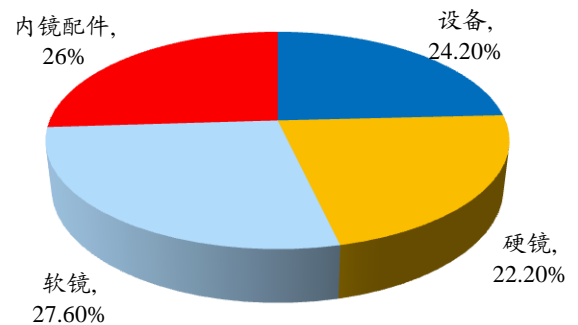
从国际来看，根据 Frost&Sullivan 对全球电子内窥镜设备行业的研究，2015 年全球内窥镜市场规模已经达到 302 亿美元，2011 年-2015 年复合增长率为 7.2%。内窥镜市场主要包括四个部分：内窥镜设备(主机、光源和处理器，占比 24.2%)、软镜(占比 27.6%，份额最大)、硬镜(占比 22.2%)及内窥镜配件(止血钳、息肉电刀等)，占比 26%)，四个细分领域市场份额相当。

图19：全球内窥镜市场规模及预测



资料来源：Frost&Sullivan 预测，新时代证券研究所

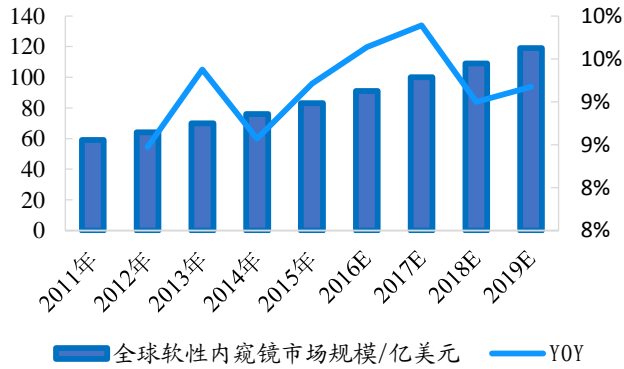
图20：2015年全球内窥镜领域各品类市场份额占比



资料来源：Frost&Sullivan，新时代证券研究所

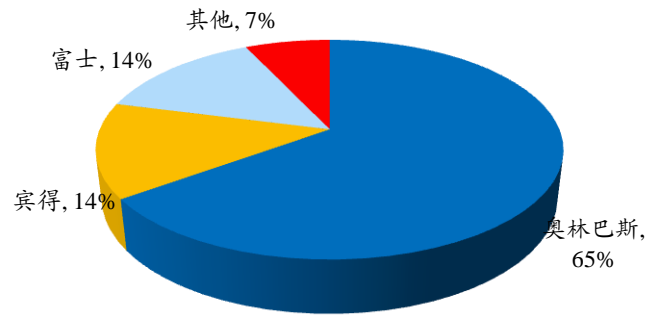
内窥镜是集光学、电子、结构、材料等多学科技术为一体的器械，技术壁垒极高。特别是软性内窥镜由于 CCD 光电传感器技术被日本垄断，相应的，从全球看软镜技术基本被日本主要几家企业垄断。奥林巴斯、宾得、富士合计占据 90% 以上的市场份额，其中奥林巴斯市场份额超过 65%，具有绝对优势。

图21: 全球软镜市场规模及预测



资料来源: Frost&Sullivan 预测, 新时代证券研究所

图22: 2015年全球软镜市场竞争格局及份额

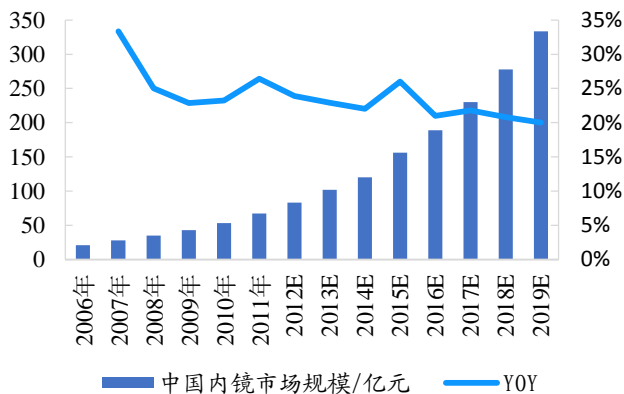


资料来源: Frost&Sullivan, 新时代证券研究所

3.2、国内内窥镜发展情况

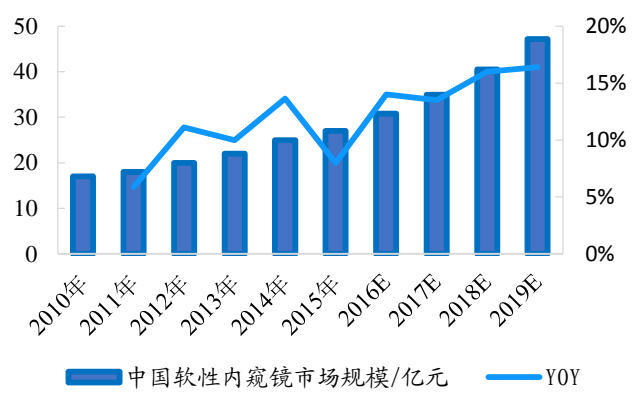
根据中国医疗器械行业协会数据, 2011年中国内窥镜市场规模约67亿元, 2006-2011年复合增速为25.7%, 整体行业呈现高速增长, 预计2017年达到200亿元左右。其中, 由于软性内镜的技术壁垒高、操作要求高, 中国目前软性内镜的开展率较低, 2015年仅达到27亿元, 占到整体市场的17%, 远低于全球市场27.6%的水平。我们预计, 2018年, 我国软镜市场规模在40亿元左右。

图23: 中国内窥镜市场规模及预测



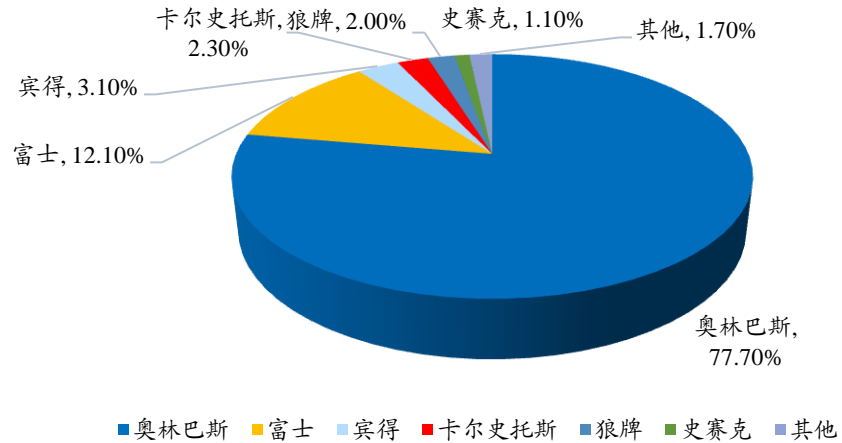
资料来源: 中国医疗器械行业协会预测, 新时代证券研究所

图24: 中国软性内窥镜(软镜)市场规模及预测



资料来源: 中国医疗器械行业协会预测, 新时代证券研究所

中国软镜市场竞争格局与海外市场类似, 超过90%的市场份额被奥林巴斯、富士和宾得垄断。第八届中国医疗设备行业数据发布大会结果显示, 2017年, 国内软镜市场处于高度垄断状态, 奥林巴斯占据87.4%的份额, 相比2016年进一步提升。部分国产企业上海成运、上海医光、上海澳华光电有涉及消化道软镜, 但是以较为低端的标清产品为主。

图25： 2016年国内软镜市场份额

资料来源：中国医疗器械行业协会，新时代证券研究所

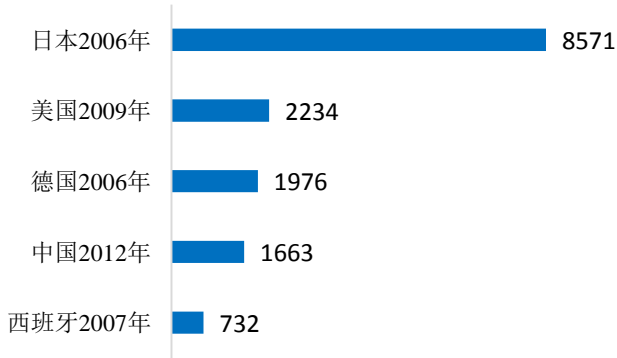
国产企业在行业的转机来自，近年来，国内采用 CMOS 传感器替代 CCD 技术路径的内窥镜技术逐渐成熟，清晰度有了显著提升，从而突破了日本企业对 CCD 传感器技术封锁的壁垒。

2016 年开立医疗推出高清内窥镜 HD500，成为国内第一家推出高清软性内窥镜的企业，2018 年上海澳华也推出了高清内镜，国产企业开始在高清内镜领域取得突破。

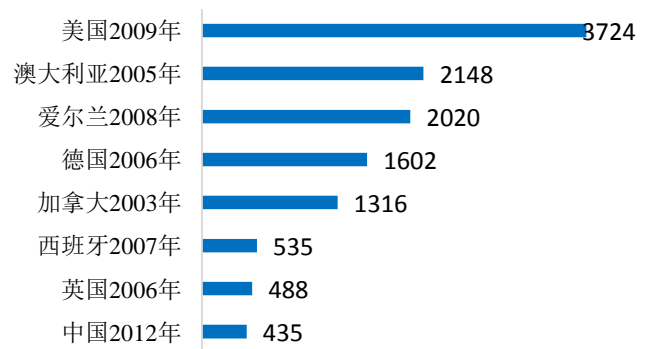
3.3、我国软镜市场发展潜力和空间巨大

据统计，全球约 50% 的消化道癌症发生在中国，其中近 85% 的患者在确诊时为中晚期，食道癌、胃癌、结直肠癌三大恶性肿瘤占有所有肿瘤比例 50%，仅胃癌就造成了每年 50 万人死亡。行业普遍共识解决这一问题的关键是在全国范围内推行消化道肿瘤筛查，实现早诊早治。**由于早期消化道肿瘤没有任何报警症状，内镜取活检系首选以及确诊唯一“金标准”。**以同为消化道疾病大国的日本、韩国为例，在全面推行胃镜筛查之后，日韩消化道早期肿瘤诊断率已达到 70% 以上，而我国目前只有 15%。

一方面，根据《中国消化内镜技术发展现状》披露，2012 年卫计委在各地医疗机构开展中国消化内镜技术应用普查，无论是胃镜还是肠镜检查开展率，中国 2012 年（胃镜 1663.51/10 万人，肠镜 435.98/10 万人）与发达国家尤其是美国 2009 年（胃镜 2234.82/10 万人、肠镜 3424.7/10 万人）的内镜开展率相比，差距均非常大。另一方面，比照日本每八年完成一次内镜普查，而在中国人群中，鲜有人在过去八年里面将胃镜作为常规体检项目。对比中日对胃癌筛查和内镜的要求，我们仍然有较大的差距。

图26: 全球各国胃镜检查开展率/10万人

资料来源: 中国消化内镜技术发展现状, 新时代证券研究所

图27: 全球各国肠镜检查开展率/10万人

资料来源: 中国消化内镜技术发展现状, 新时代证券研究所

2012年卫生统计提要数据显示, 全国共有21979家医院, 但仅有6128家医院开展消化内镜诊疗, 开展率仅为27.88%, 而在这6128家医院中, 84.55%医院为二级以上医院, 基层医院开展率仅为15%, 内镜医生匮乏是限制基层内镜市场发展的重要因素。截至2012年普查数据显示, 31个省共有26203名消化内镜医师, 仅占到全部医师总人数的1.06%。每百万人人口平均拥有消化内镜医师19.59人, 不及日本等发达国家的十分之一。我们了解和预计, 我国目前部分三甲医院全麻胃镜检查排队周期在半年以上。

全国政协委员、中国工程院院士李兆申在2018年两会提案指出, 消化道肿瘤筛查应上升到“国家计划”。2018年4月13日“国家消化道肿瘤筛查及早诊早治计划”正式启动, 项目启动后争取每年筛查1000万至2000万人, 并计划依托筛查在2030年实现我国胃肠道早癌诊断率提高到20%, 胃肠道癌5年生存率提高至50%, 我们认为, 开展消化道内窥镜肿瘤筛查进入黄金发展期, 从而有利于软镜的普及与销售推广。

3.4、公司内窥镜处于高速发展阶段

内窥镜是公司继彩超领域后横向扩展的第一个细分领域, 经过持续多年研发投入, 公司于2013年推出了低端软式内窥镜HD330、320, 正式进入该领域。

公司在内窥镜领域的重大突破来自2016年, 2016年年底, 公司推出国产首台200万像素以上高清软性内窥镜(电子内镜系统HD-500), 相关技术水平在国内同行业中处于领先地位。

HD-500采用了公司特有的光电复合染色成像技术(VIST), 利用血红蛋白在不同波长下吸收系数不同的特性(表现为短波段黏膜血管对比度高, 而长波段黏膜血管对比度低), 使用优化的光学数字滤波器, 实现在保证图像亮度与信噪比的同时, 增强黏膜血管的对比度, 清晰地成像毛细血管和黏膜下的细微病变, 为临床疾病诊断提供更丰富的参考信息。

图28: 公司 HD-500 内镜系统

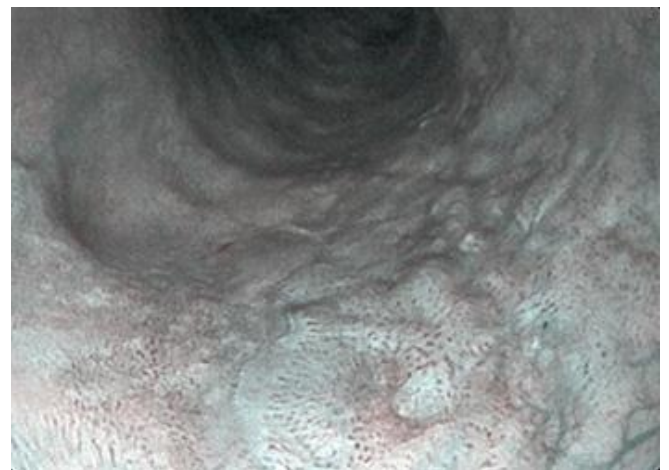
资料来源: 公司官网, 新时代证券研究所

图29: 公司 HD-500 电子胃镜

资料来源: 公司官网, 新时代证券研究所

图30: 食管鳞状上皮高级别上皮内瘤变 (白光)

资料来源: 公司官网, 新时代证券研究所

图31: 食管鳞状上皮高级别上皮内瘤变 (VIST 染色)

资料来源: 公司官网, 新时代证券研究所

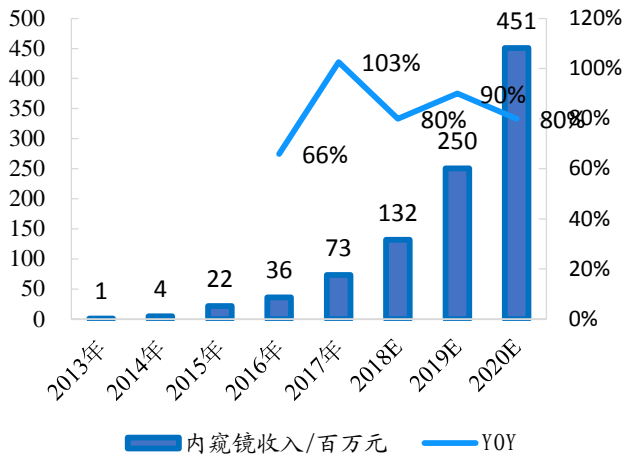
我们了解和预计, 公司 HD-500 内镜与日系同档次消化内镜相比, 差距已经很小, 自上市以来, 得到了大量专家的认可, 目前已经在 30 多家三级医院实现装机与销售, 并通过三级医院带动二级医院的销售。

自公司 HD-500 上市以来, 带动内窥镜业务实现了高速增长, 收入从 2016 年 0.36 亿元增长到 2018 年 1.3 亿元 (预测值), 预计 2019 年还有望实现 90% 左右高速增长。

与此同时, 随着内窥镜收入规模持续增长, 毛利率也随着规模效应持续提升, 毛利率从 2016 年 44% 提升至 2018 年 63% (预测值), 预计未来几年公司内窥镜业务毛利率还将持续提升。

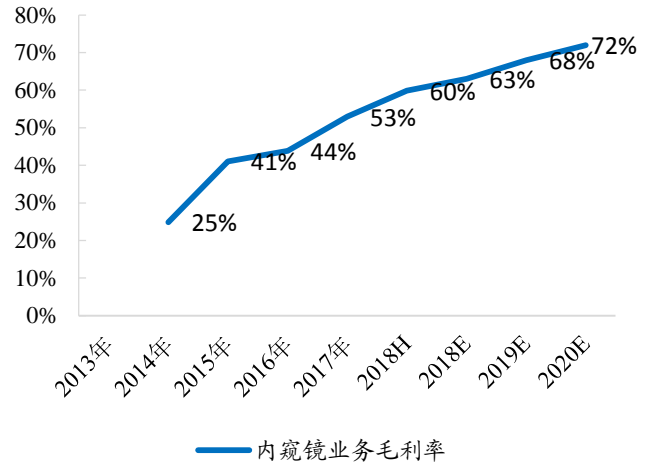
另一方面, 尽管公司内窥镜业务收入实现了持续高速增长, 但由于前期承担销售团队人员费用、学术推广、培训费等相关费用, 因此, 2018 年内窥镜业务预计并未有盈利, 但是随着 2019 年收入规模突破 2.5 亿元, 及毛利率进一步提升, 我们预计 2019 年开始公司内窥镜业务将开始有显著盈利, 盈利改善边际效应显著。

图32: 公司内窥镜收入增长及预测



资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所预测

图33: 公司内窥镜业务毛利率显著持续提升



资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所预测

2018年11月, 公司发布了新一代高清电子内窥镜HD-550, 新一代产品相比HD-500具有如下三大提升:

- HD-550 采用了基于人工智能的 iEndo 内镜诊断平台, 通过运用 AI 技术, 大大缩短检查所需时间、提升检查效率, 减轻患者痛苦和医生负担。
- HD-550 图像采集采用了创新的光纤信号传输, 速度更快更稳定。采用 GPU 架构, 运行能力相比 HD-500 提高 3 倍以上。
- HD-550 采用了双光源, 实现了多光谱成像、多种特殊光照明模式, 在保证亮度的同时能更好的突显粘膜血管微细结构, 全面提升早癌诊断准确率。

软镜在国内的用途可以分为两类: 一类是二级医院为主的, 软镜(电子胃镜)主要用于诊断和检测, 一类是三级医院为主的高端医院, 软镜(电子胃镜)除了用于最基础的诊断和筛查作用, 还能够在诊断出问题后随时在软镜引导下进行手术。这部分市场对软镜要求更高, 基本以日本企业产品为主。

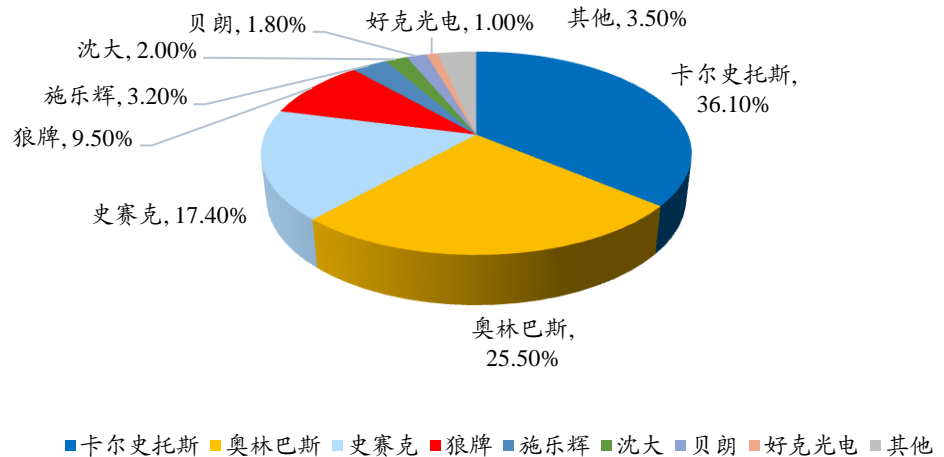
此前, 公司的 HD-500 主要定位于诊断功能, 我们预计, 随着 HD-550 性能大幅提升, 未来公司软性内镜将逐步扩展到诊断和手术一体化, 市场空间进一步打开。

4、研发储备品种丰富, 硬镜和超声内镜即将上市

4.1、硬镜产品已经发布, 进入外科微创领域

近年来, 随着微创手术的快速发展, 我国外科胸腔镜、腹腔镜等硬镜市场规模持续快速增长, 预计我国硬镜整体市场容量在 50~70 亿元, 显著超过软镜市场容量。

从竞争格局来看, 我国硬镜市场第一梯队为 Karl Storz 和奥林巴斯, 第二梯队为史塞克和狼牌, 合计占据 85% 以上的市场份额。国产硬镜的主要厂家包括沈阳沈大、好克和天松等, 国产企业合计市场份额 5% 左右。

图34： 2016年国内硬镜市场各企业份额

资料来源：中国医疗器械行业协会，新时代证券研究所

目前国产硬镜在操作和实用上与进口硬镜存在较大差距，主要体现在成像稳定性与清晰性、医生操作手感、可插入性、操控性与重复使用次数等。

2018年11月，公司发布了全新2K全高清硬镜摄像系统，该系统使用三晶片全高清传感器，具备了高分辨率、高感光度、低噪声等优点。独特的 VIST 染色技术，通过不同光谱组合，实现多种照明模式；增加了光谱自由度，实现了对特定组织结构信息的强调，更加精准。该系统满足各科室各种腔镜手术，未来随着公司对该品种的学术推广，有望成为公司新的增长点。

与此同时，我们预计，公司4K全高清硬镜摄像系统也有望于2019年发布上市，公司高起点进入硬镜领域。一套标准的卡尔史托斯TC200的腹腔镜系统中标价多在150万元以上，主机价格大致50万左右，但配置的单镜、电刀等器械价格要高很多，公司的硬镜产品具有足够的价格优势。我们了解和预计，公司产品各项性能参数与卡尔史托斯TC200系列接近，分辨率要高于TC200，我们认为公司的产品具有充分的市场竞争力。

但是，考虑到硬镜与软镜所处科室不用，虽然硬镜壁垒没有软镜高，但硬镜主要出于外科，主要用于手术中，以三级医院为主，实际上推广壁垒更高，我们认为，公司将通过搭建销售队伍和学术推广的形式稳扎稳打，逐步获得国内高端医院认可。

4.2、超声内镜有望于2019年上市，极大提高公司学术地位

超声内镜是指将超声探头安置在内镜头端，引入人体腔道，从内部直接显示病变的图像，既可以通过内镜直接观察胃肠道内情况，同时可以进行超声检查，可以观察到消化道壁层次结构及周围临近脏器的超声图像。

腔内超声明显缩短了超声探头与靶器官的距离，避免了腹壁脂肪、肠管积气及骨骼系统对超声波传导的影响和干扰，弥补了体表超声探测时出现盲区及内镜检查的某些局限性，从而提高病变的诊断水平，兼具超声及内镜双重功能，可检测出微小病变，胆管癌、胆囊癌、胰腺癌的检出率居所有检查法前列。它便于诊断病变来源、累及的范围和深度、病变基底部、内部和表面的微细结构，以判断病灶良恶性，为目前消化内镜学中领先的影像技术，也是任何一项影像检查（如CT、MRI、体

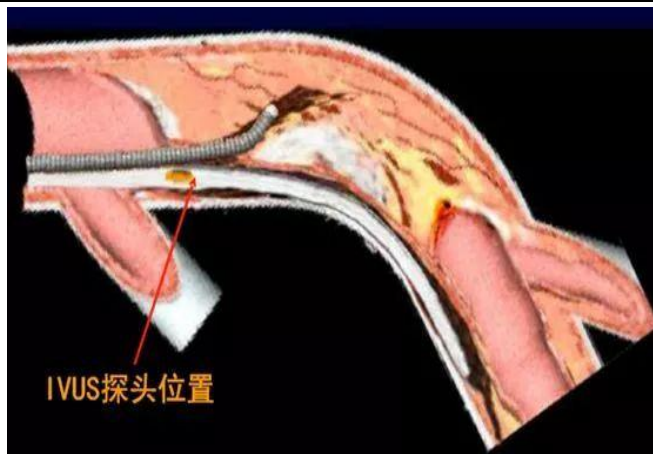
外超声)所不能比拟的。

目前,仅有奥林巴斯、富士等少数外企生产超声内镜产品,全球生产企业不超过5家,配置机构主要集中在三级医院,根据公开招标信息,超声内镜中标价普遍在200万以上。公司的超声内镜目前已进入优先审评,预计有望于2019年内获批,届时不仅成为国内唯一一家具有生产超声内镜能力的企业,更成为全球少数几家掌握超声内镜技术的公司,产品进入三级医院后,对于提升公司的学术和品牌地位,具有显著和积极的意义,有望与其他超声产品线形成协同。

4.3、血管内超声有望于2021年获批,是公司后续重磅产品线

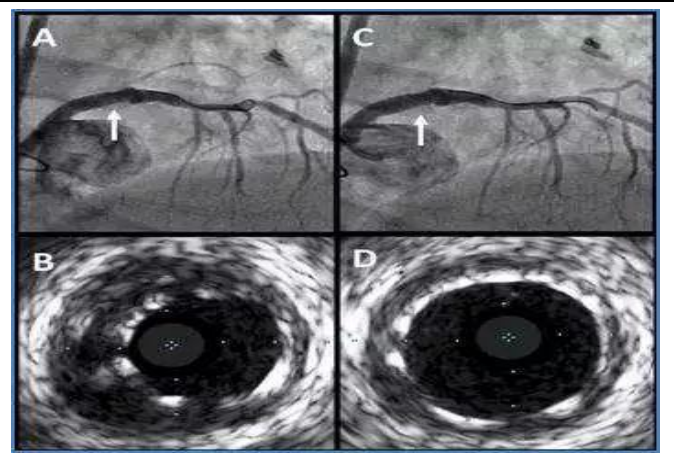
血管内超声(IVUS)将无创性的超声技术和有创性的导管技术相结合,是一种使用末端连接有超声探针的特殊导管的医学成像技术。血管内超声可以准确测量管腔及粥样斑块或纤维斑块的大小,提供粥样斑块的大体组织信息,被誉为心内介入医生的“另一只眼睛”,成为血管检查新的“金标准”。根据心血管诊疗指南:“采用血管内超声对于经皮冠状动脉介入治疗具有重要指导价值”。

图35: 血管内超声示意图



资料来源: CNKI, 新时代证券研究所

图36: 血管内超声图像



资料来源: CNKI, 新时代证券研究所

血管内超声主要由超声导管和图像处理系统两个重要组成部分。目前,全球仅有波士顿科学、飞利浦(收购美国火山)等拥有此项技术,在中国市场处于进口产品全垄断局面。整套血管内超声仪器售价在150-300万元,但超声导管和导丝部分属于一次性高值耗材,约为1-1.5万元/次,因此,血管内超声产品不仅是简单销售设备,还可以通过持续销售高值耗材带来持续收入。

公司的血管内超声由上海子公司上海爱声生物袁建仁团队负责研发,目前已经纳入优先审评,前期已经到达出样机阶段,但由于血管内超声涉及到微创介入,属于三类医疗器械,临床周期较长,我们预计有望于2020年底或2021年获批,届时,将成为另一极高壁垒产品线。

4.4、并购威尔逊获得内窥镜治疗器具业务，与内镜业务协同发展

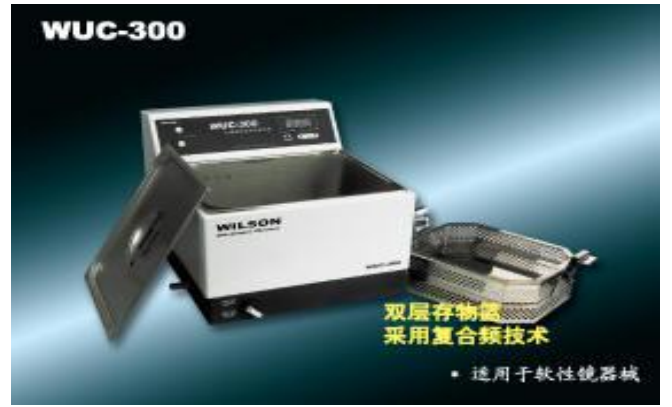
2018年8月，公司以合计3.88亿元收购威尔逊与和一医疗各自100%股权，威尔逊与和一医疗分别为内窥镜治疗器具的生产企业和销售企业，威尔逊1995年成立于上海，主要产品包括异物钳、活检钳、喷洒管、细胞刷、一次性器械、内镜器械超声波清洗机等多种品类内窥镜配套使用的治疗器具。

图37： 威尔逊生产的活检钳与异物钳



资料来源：威尔逊官网，新时代证券研究所

图38： 威尔逊生产的内镜器械超声波清洗机



资料来源：威尔逊官网，新时代证券研究所

从全球来看，内镜治疗器械与配件占整个市场26%，比硬镜的市场规模还大，随着微创手术的推广与普及，我国内窥镜诊疗器械市场规模也保持快速增长，根据全球占比数据测算，我们预计国内市场规模也在30~50亿元。

从竞争格局来看，波士顿科学、库克、奥林巴斯占据了我国内镜治疗器械高端市场主要份额，国内南京微创、常州久虹、杭州安瑞等占据部分中低端市场份额。其中南京微创2016年国内销售额预计在2亿左右。

公司并购内镜治疗器械与公司内窥镜业务具有高度协同效应，在销售渠道方面有利于资源整合与共享，同时提升产品丰富度。

威尔逊+和一医疗原股东承诺，2018~2020年两者净利润合计分别不低于2450万、2940万和3528万元，增速不低于20%，上述并购于2018年10月8日完成，2018年4季度开始并表。我们预计，2018年实现收入8000万左右，净利润2400万左右，Q4并表贡献收入2000万以上，净利润600~800万左右。

2019年，预计上述两公司贡献收入1亿元，净利润3000万以上，贡献2019年表观增速10个百分点左右。

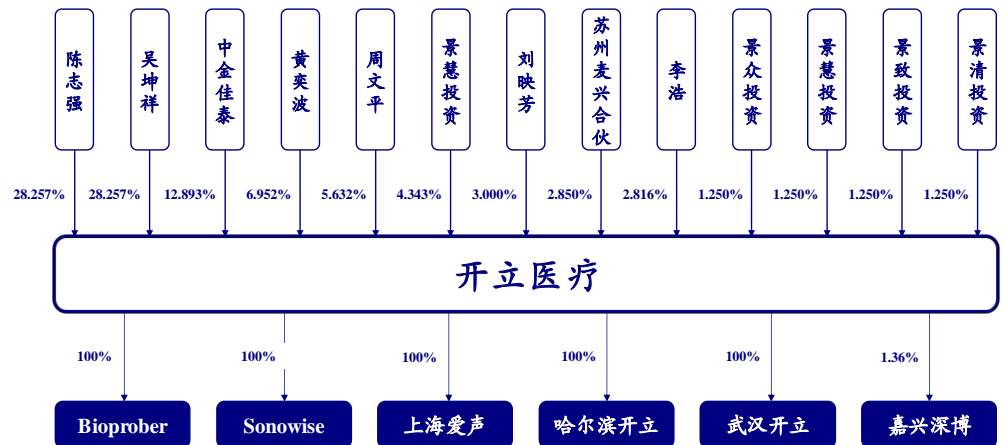
5、公司激励机制充分，PE公司和管理层减持影响很小

5.1、公司激励机制完善，核心管理层持股充分

公司激励机制完善，上市前，除了实际控制人陈志强、吴坤祥外，公司核心管理层黄奕波（副总经理、销售条线）、周文平（副总经理、研发条线）、刘映芳（公司董事）、李浩（董秘、副总经理）等均直接持有公司股权，与此同时，公司上市

前成立了景慧投资（8位持股合伙人）、景众投资（45位持股合伙人）、景穗投资（40位持股合伙人）、景致投资（45位持股合伙人）、景清投资（35位持股合伙人）五个持股平台，对公司包括上述核心管理层在内的更多高级管理人员和其他核心人员、员工实施了员工持股计划，可以说，公司在上市前就已经实现了对主要成员的激励。

图39： 公司上市前管理层及员工持股平台持股情况



资料来源：公司招股说明书，新时代证券研究所

5.2、PE公司减持不影响公司基本面，主要通过大宗交易形式完成

2018年4月9日，公司除实际控制人外的其他股权解禁流通。

其中，上市前主要PE公司中金泰佳持有公司11.603230%股权，于2018年5月22日发布减持股份预披露公告，计划在2018年5月25日至2018年11月24日通过大宗交易或协议转让形式转让公司股份。

2018年11月27日，中金泰佳减持计划实施完毕，通过大宗交易形式，分7次共计减持股东股份2.26291%，减持后持有公司股份9.34032%股权。

我们判断，由于中金泰佳属于PE，公司上市后陆续退出是正常现象，后续每年减持部分公司股权是常态，但预计以大宗交易形式减持为主，不会对公司股价形成影响和冲击。本次减持全部通过大宗交易形式完成。

5.3、管理层减持份额非常有限，不影响公司经营基本面

另一方面，2018年5月22日，公司发布了持股5%以上股东、董事、高级管理人员减持股份预披露的公告，黄奕波、周文平、李浩、刘映芳等四位高管计划在2018年6月12日至2018年12月11日期间，减持公司股份合计不超过总股本1.499963%。

2018年12月11日，上述四名高管减持完毕，通过集中竞价方式，分多次减持共计0.78926%股权，减持比例非常低，可以看出，公司管理层对公司发展的信心，减持完成后，上述四名高管合计持有公司股权15.77069%。

6、盈利预测与投资建议

6.1、投资逻辑

1、公司股价因 2018 年业绩低于市场预期而大幅下跌，PE 处于历史底部，但我们认为，主要是研发费用和销售费用于 2018 年 Q4 确认较多导致，公司基本面并没有发生变化，公司未来成长逻辑并没有破坏。医疗器械作为高壁垒、高研发投入、高回报的行业，持续的研发投入是公司产品不断升级优化、持续甩开其他竞争对手的手段，2018 年公司虽然业绩低于预期，但却是公司重磅新品 S60 和 HD550 集中上市的拐点之年，特别是彩超领域，公司成功打入 150 万以上的高端领域，具有里程碑式意义，但公司 PE 却下跌至历史底部，我们判断是市场过度关注和不当解读公司短期业绩所致。

2、与其他医疗设备类似，彩超行业虽然存在一定采购弱周期性，但对国产彩超龙头企业讲，自身能抓住的机会远大于行业周期性带来的影像。首先，7.2 万家基层医疗机构达标建设和升级改造所带来的中低端彩超需求，我们预计国内迈瑞医疗和开立医疗是最大受益者；其次，从产品结构讲，一般认为公司新发布的 S60 只是 S50 的一个升级版本，而 S60 实际上和 S50 有本质差异，S60 帮助公司在彩超领域打入到 150 万以上的高端市场，性能方面较 S50 也有质的飞跃，未来公司在三级医院高端产品竞标中不再存在明显的高端梯队产品缺失与显著短板。我们判断，未来几年，公司彩超业务收入仍将保持 20% 以上较快增长，且随着高端产品收入占比提升，彩超业务毛利率还将持续提升（我们预计 S50 毛利率超过 80%，S60 规模化以后毛利率有望更高，而公司目前彩超业务整体毛利率仅 70% 出头）；最后，国内 POC 市场对彩超的需求近几年保持快速增长，国产龙头企业在这一细分市场中比外企更具竞争优势，开立医疗近两年来自 POC 领域的销售也保持快速增长。因此，宽泛地研究彩超整个行业增速已经没有太大意义，而是看公司各个产品类型的结构性变化与增长。

3、公司彩超业务持续产品升级，未来有望继续保持 20% 以上快速增长，且随着中高端型号产品收入占比提升，毛利率将持续提升；内窥镜业务继续保持 80% 以上高速增长，随着 HD550 型号的发布，与日本企业的差距进一步缩小，随着收入增长规模效应逐步显现，毛利率有望持续提升，2019 年开始扭亏为盈，对利润的边际贡献很大；2018 年 Q4 并购的内窥镜治疗器具业务威尔逊与公司内窥镜业务发展具有协同性，2019 年全面并表带来收入和净利润增厚（净利润增厚 10 个百分点左右）；公司 2K 硬镜已经发布，4K 硬镜也有望于 2019 年获批，公司业务再次跨入外科微创领域，成为公司中长期业务增长点；超声内镜也有望于 2019 年内获批，全球能够生产超声内镜的企业不超过 5 家，产品上市后与内镜销售具有协同性，对提高公司学术地位具有显著意义；另一重磅产品血管内超声有望于 2021 年上市，这一细分领域壁垒更高，届时将通过仪器+高值耗材销售方式带来持续收入。综上，公司 2018 年研发支出预计在 2.3 亿元，且全部费用化，业绩充分夯实，研发费用收入占比接近 20%，在 A 股医疗器械中罕见，且如上所述研发效率极高，在多个领域都是国内第一家，因此，我们认为，不应该过度盯住公司短期业绩，特别是由于研发费用投入导致的业绩些许波动，而应该更为关注公司核心竞争力和长期发展空间。

6.2、盈利预测与投资建议

我们预计，公司 2018 年~2020 年收入分别为 12.4/16.3/20.4 亿元，分别同比增长 25%/32%/25% (预计 2019 年威尔逊并表收入 1 亿左右)，净利润分别为 2.5/3.5/4.7 亿元，分别同比增长 32%/41%/33%，当前股价对应 2018 年~2020 年 PE 分别为 44/31/23 倍，2019 年 PEG 小于 1，考虑到公司所处领域壁垒高，持续研发投入、新产品持续升级优化、后续产品线有望陆续获批所带来的核心竞争力，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

7、风险提示

彩超、内窥镜产品推广和销售低于预期；后续新产品上市进度和推广销售低于预期；限售股解禁后减持对公司股价的影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	791	1088	1709	2146	2465	营业收入	719	989	1236	1632	2040
现金	217	71	563	743	928	营业成本	252	313	365	472	577
应收账款	266	294	405	518	636	营业税金及附加	7	14	15	20	25
其他应收款	16	24	26	41	43	营业费用	197	269	336	426	522
预付账款	11	25	20	39	34	管理费用	175	232	296	375	459
存货	170	213	233	344	361	财务费用	-4	6	12	15	6
其他流动资产	111	462	462	462	462	资产减值损失	16	18	0	0	0
非流动资产	225	247	246	250	251	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	投资净收益	3	9	4	5	5
固定资产	41	47	57	71	82	营业利润	79	208	216	329	455
无形资产	71	67	63	54	45	营业外收入	61	0	60	59	58
其他非流动资产	113	133	127	125	125	营业外支出	0	0	0	0	0
资产总计	1017	1335	1955	2396	2716	利润总额	141	208	275	388	513
流动负债	240	219	608	703	564	所得税	10	18	25	34	43
短期借款	4	23	382	432	265	净利润	130	190	251	354	470
应付账款	67	56	87	99	128	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他流动负债	169	139	139	171	170	归属母公司净利润	130	190	251	354	470
非流动负债	57	57	57	57	57	EBITDA	152	224	296	410	530
长期借款	0	0	-0	0	0	EPS(元)	0.33	0.48	0.63	0.88	1.18
其他非流动负债	57	57	57	57	57						
负债合计	296	276	665	760	621						
少数股东权益	0	0	0	0	0	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
股本	360	400	400	400	400	成长能力					
资本公积	75	210	210	210	210	营业收入(%)	4.9	37.5	25.0	32.0	25.0
留存收益	264	441	679	1011	1445	营业利润(%)	4.3	162.2	3.9	52.4	38.4
归属母公司股东权益	720	1059	1290	1635	2095	归属于母公司净利润(%)	23.2	45.7	32.0	41.0	33.0
负债和股东权益	1017	1335	1955	2396	2716	获利能力					
						毛利率(%)	65.0	68.3	70.5	71.1	71.7
						净利率(%)	18.1	19.2	20.3	21.7	23.0
						ROE(%)	18.1	17.9	19.4	21.6	22.4
						ROIC(%)	14.8	16.6	14.6	16.9	19.3
						偿债能力					
						资产负债率(%)	29.2	20.7	34.0	31.7	22.9
						净负债比率(%)	-21.0	-4.5	-14.0	-18.9	-31.6
						流动比率	3.3	5.0	2.8	3.1	4.4
						速动比率	2.6	4.0	2.4	2.6	3.7
						营运能力					
						总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
						应收账款周转率	2.7	3.5	3.5	3.5	3.5
						应付账款周转率	4.1	5.1	5.1	5.1	5.1
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.33	0.48	0.63	0.88	1.18
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.34	-0.54	0.44	0.42	0.97
						每股净资产(最新摊薄)	1.80	2.65	3.23	4.09	5.24
						估值比率					
						P/E	83.6	57.4	43.5	30.8	23.2
						P/B	15.1	10.3	8.5	6.7	5.2
						EV/EBITDA	70.9	48.7	36.5	26.0	19.4

现金流量表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	137	136	177	168	387
净利润	130	190	251	354	470
折旧摊销	18	17	17	17	21
财务费用	-4	6	12	15	6
投资损失	-3	-9	-4	-5	-5
营运资金变动	-35	-90	-99	-213	-105
其他经营现金流	31	21	0	0	0
投资活动现金流	-10	-343	-13	-16	-17
资本支出	14	45	-1	4	1
长期投资	-1	0	0	0	0
其他投资现金流	3	-297	-13	-12	-16
筹资活动现金流	-87	109	-32	-22	-16
短期借款	-67	19	0	0	0
长期借款	-58	0	-0	0	0
普通股增加	0	40	0	0	0
资本公积增加	8	136	0	0	0
其他筹资现金流	30	-86	-32	-23	-16
现金净增加额	42	-98	133	130	353

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

崔文亮，9年证券从业经验，2015-2017年新财富分别获得第五名、第三名、第六名，并获得金牛奖、水晶球、最受保险机构欢迎分析师等奖项。先后就职于大成基金、中信建投证券、中信证券、方正证券、安信证券等，2018年11月加入新时代证券，任医药行业首席分析师、副所长，北京大学光华管理学院金融学硕士、北京大学化学与分子工程学院理学学士。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，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。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莅琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>