



分析师：魏雯

Tel: 021-53686159

E-mail: weiyun@shzq.com

执业证书编号：S0870513090001

研究助理：黄施齐

Tel: 021-53686139

E-mail: huangshiqi@shzq.com

执业证书编号：S0870119030007

基本数据 (2018Q3)

报告日股价 (元)	13.25
12mth A 股价格区间 (元)	6.19-15.87
总股本 (百万股)	540.82
无限售 A 股/总股本	100%
流通市值 (亿元)	71.66
每股净资产 (元)	3.52
PBR (X)	3.76
DPS (Y2010, 元)	10 派 0.50

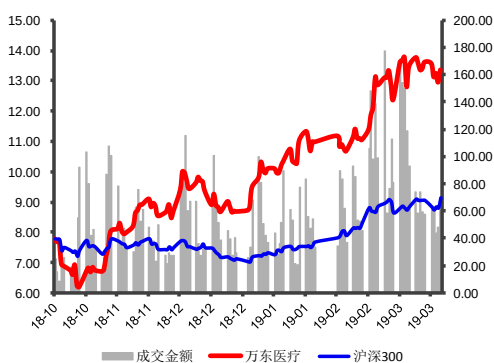
主要股东 (2018Q3)

江苏鱼跃科技发展有限公司	26.72%
俞榕	22.0%
上海云锋新创股权投资中心 (有限合伙)	2.35%

收入结构 (2017Y)

医疗器械	91.41%
其他主营业务	3.74%
其他业务	4.86%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



新产品提升竞争实力，政策红利增厚业绩

■ 公司动态事项

公司于2019年3月30日召开1.5T i-Space核磁共振和全新DSA介入系统的新品发布会。

■ 事项点评

全新 DSA 系统强化多项功能，配套推出科室整体解决方案

自公司1989年自主研发DSA获得成功以来，已累计拥有30年DSA介入系统研发经验，共服务超过400家医疗机构，历经约200万台手术，具备丰富的DSA设备开发经验及推广渠道。公司此次推出的新一代DSA系统相较旧款加强了多项核心功能，使其能更为有效的满足临床治疗需求以及降低治疗过程中医生及患者所接触的辐射量。第三方检测公司数据显示，公司新一代DSA全身介入系统可以有效降低27%的患者辐射剂量，以及48%的医生辐射剂量，整体约降低手术室总辐射量的21%，减少二次射线为患者及医务人员带来的额外伤害。

表 1 主要项目更新情况及其优势

项目	优势
平台探测器更新为全尺寸	能够更好的满足不同身体部位对成像尺寸的需求，减少治疗过程中医生对仪器所需的操作次数，保障手术过程更为顺畅
新增自适应防撞保护系统	该系统拥有三维轨迹预测功能，可进行智能测距，从而自主调整移动速度。当系统检测到机器与患者处于安全距离时将加速运动，协助医生迅速调整到指定位置，保障患者在麻醉情况下的安全
从三轴等心运动加强为四轴八运动	能够智能锁定病灶，通过多轴联合运动，使操作更为方便快捷
纵向运动范围拓展至230cm	进一步增加纵向覆盖范围，满足全身介入手术需求
新增 AICS 低剂量智能算法	使机器能够根据不同手术部位以及手术需求，智能设定曝光条件和临床图像，有效缩短操作流程、减少曝光时间，并降低 X 射线剂量
提供定制的 AICS 低噪音定制芯片	使用自适应降噪技术，采用图像静态信号，有效降低30%的噪声比

数据来源：公司发布会说明 上海证券研究所

由于目前我国介入治疗人才资源较为缺乏，且多集中在三甲医院，因此部分基层医疗机构存在拥有足够资金购买仪器但是缺少可以独立进行介入手术的医生人才的问题。为充分解决客户在引进DSA设备并新建介入科室过程中可能面临的难题，公司新增了介入中心整体解决方案服务，其中包括介入医生培训及科室运营协助，助力医院快速建立综合介入诊疗能力：在医生培训方面，公司此次建立了全国介入培训中心，并聘请国内优秀介入治疗医生作为培训导师，方便客户

在购买仪器后，选送医生、护士和技师形成团队并送入中心进行培训，保障在培训完成后，其团队能够自主独立开展介入手术治疗；在科室运营协助方面，公司将运用其多年在医疗行业积累的经验和资源，协助介入科室快速提高业务水平，其中包括病患通路的建立、全面市场推广及持续进修学习，从资金、设施、技术、宣传等多方面助力医院在6个月内完成介入中心的建立。这是我国首家为医疗机构提供全面DSA解决方案的制造商，该配套服务将有望提升产品的市场地位，同时加强基层医疗机构的介入诊疗水平，进一步落实分级诊疗政策。

新一代核磁共振更具竞争实力，多方面推动阅片人才培养

受益于多年从事核磁共振（MRI）设备的发展经历，公司目前已具备较为全面的MRI产品线以及较为优质的设备研发能力：在优秀国产设备遴选公开参数中，相比其他厂家，公司的MRI拥有国内均匀度较好的磁体。此次公司推出的新一代i-Space MRI新增多项智能技术，能够为医疗机构的诊断提供更清晰的成像服务，提高产品竞争力。

表 2 新一代 1.5T 核磁共振应用的 10 大智能技术

技术	优势
亚秒级智能匀场技术	设备可在亚秒级完成匀场调整，保障病人在每个部位检查的时候可以快速达到最清楚的效果，降低检查时间
智能磁体保护系统	新一代 MRI 新增多项保护提示，同时在磁体发生故障时将通过远程报警及提示的方式，方便公司快速进行故障诊断并及时修复，保障设备运营正常
新增实时动态 Bo 涡流补偿技术	有效解决涡流可能导致的图像伪影，保障检测图像的清晰，有效提高 18% 的图像质量
智能并行加速技术	结合并改进 Pocs+Grappa+Sense 加速技术，提高图像 400% 的精度以及 300% 的扫描速度
全数字化 16 通道光纤传输	新一代 MRI 配备业界副高最全面的 6 大线圈，降低传输信号中面临的干扰及衰减，有效提高信噪比 38%
智能移动控制系统	医生可在操作室内进行扫描控制及信息输入，操作便捷
智能运维监控平台	公司监控中心对所有设备进行远程控制，定期自检系统同时可进行远程故障分析，从被动维修转为主动监控
智能影响云端储存	数据安全存储 30 年，大幅降低本地储存成本
智能影像数据传输	方便医疗机构快速上传影像数据
远程阅片服务	全天候的阅片服务使医疗机构能够快速为患者进行会诊判断，平均反馈结果约为 60 分钟

数据来源：公司发布会说明 上海证券研究所

在MRI应用方面，目前我国存在阅片人才匮乏的问题，具备阅片资质的医生数量较少。为解决基层医疗机构可能存在的阅片难题，2009年公司与阿里健康共同成立了万里云平台，为机构提供线上阅片服务，目前该平台已覆盖超过4000家医疗机构，具备丰富的医疗资源。除远程阅片服务外，为更好的解决阅片难的问题，公司还将助力客户自行培养阅片人才。在此次发布会上，公司新推出了磁共振应用学院的线上服务，引进了100位专家进行线上MRI教学，并提供大数据科研平台，辅助解决客户遇到的疑难影像问题，同时建立了14家区域影像

诊断中心，方便客户选送医生进修。

基层医疗机构持续释放需求，公司有望充分享受政策红利

伴随我国医疗需求的不断提升，医疗影像设备作为临床诊断及检查的重要工具，其市场规模近年保持高速增长。但从市场分布情况来看，目前我国不同层级医疗机构的高端影像设备，尤其是MRI及DSA设备，其配置水平呈现较大差异：三级医院基本都已完成配备，而二级医院的配备率仍然较低，从而导致相应诊疗水平也存在较大差距。为更好的减轻三级医院的患者接待压力以及进一步落实分级诊疗制度，卫健委于2018年7月发布《关于进一步提升创伤救治能力的通知》，明确要求二级及以上医院建立5大医疗中心，分别为卒中中心、胸痛中心、创伤中心、危重孕产妇救治中心和危重儿童及新生儿救治中心，为达到诊疗作用，其中多个中心需要对DSA及MRI进行配备。因此，伴随政策的逐步落地，基层医疗机构对MRI及DSA设备的需求量未来将有望得到快速释放，利好公司这类主要面向基层医疗机构的设备制造企业。此外，为提高人均设备数量，降低诊疗压力，卫健委于2018年10月发布《关于发布2018—2020年大型医用设备配置规划的通知》，明确指出到2020年底，全国1.5T及以上MRI设备数量要新增4451台，进一步推进MRI市场规模的高速成长，驱动公司业绩成长。

从竞争格局来看，目前我国DSA与MRI的市场份额主要被外企占领，国产替代率整体水平仍然较低，为推动国产高端医疗设备的发展，卫健委于2018年11月发布了《关于政协十二届全国委员会第五次会议第0692号(医疗体育类079号)提案答复的函》，明确指出要优先购买符合要求的国产医疗设备，积极引导公立医院配置国产设备，伴随进口替代政策的进一步落实，国产设备的市场份额将有望持续提升。此外，国产设备相较于进口也更具价格优势：此次放量主要集中于基层医疗机构，不同于三级医院具有充足资金以及大量患者流量可在短时间内回本，该类机构在购买设备时将更注重购置成本的比较，因此，在能够满足治疗需求的情况下，国产设备的价格优势将成为重要竞争力。

公司作为具备丰富基层机构销售渠道的龙头企业之一，业绩将有望充分受益于基层机构的需求释放，以及国产设备的份额提高。为增强公司竞争力，公司此次推出的两款新一代产品更新加强了多个核心领域的功能，能够较为充分的满足临床诊疗需求，减轻医生负担。未来伴随各项政策的逐步落实，公司凭借其较强的产品竞争力及销售渠道，有望能够快速布局基层医疗机构，增厚公司业绩，并协助客户在短期内完成科室建立及人才培养，有效解决医疗资源分布不均的问题。

■ 风险提示

行业监管政策变化风险；产品推广不及预期风险

■ 投资建议

首次覆盖，给予“增持”评级

预计公司18、19年EPS至0.28、0.37元，以3月29日收盘价13.25元计算，动态PE分别为48.07倍和35.45倍。我们认为，公司此次推出的两款新产品以及相应的全面解决方案，能够充分满足基层医疗机构的诊疗需求同时协助其创建和发展治疗科室，进一步推动公司市场地位的提高以及产品竞争力的增强；此外，公司作为国内医学影像设备的龙头企业之一，多年深耕基层医疗机构市场，已具备丰富推广渠道，因此，随政策不断驱动基层机构释放购买需求，公司将有望充分受益于产品市场规模的迅速提升以及国产设备的份额提高，业绩具备明确成长性。首次覆盖，我们给予公司“增持”评级。

■ 数据预测与估值：

至12月31日(¥.百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	884	1,033	1,271	1,627
年增长率	8.67%	16.91%	23.03%	27.99%
归属于母公司的净利润	109	149	202	269
年增长率	52.52%	36.61%	35.59%	33.21%
每股收益(元)	0.20	0.28	0.37	0.50
PER(X)	65.67	48.07	35.45	26.61

注：有关指标按当年股本摊薄

■ 附表

■ 附表 1 损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	538	726	900	935
存货	175	166	248	274
应收账款及票据	327	307	381	523
其他	551	561	540	557
流动资产合计	1,591	1,760	2,070	2,289
长期股权投资	14	14	14	14
固定资产	166	148	131	113
在建工程	16	16	16	16
无形资产	70	52	34	16
其他	465	508	505	538
非流动资产合计	730	738	699	697
资产总计	2,322	2,498	2,769	2,986
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	277	259	391	430
其他	116	116	149	165
流动负债合计	393	375	540	594
长期借款和应付债券	4	0	0	0
其他	23	31	29	27
非流动负债合计	27	31	29	27
负债合计	420	406	569	622
少数股东权益	57	49	37	19
股东权益合计	1,902	2,092	2,200	2,364
负债和股东权益总计	2,322	2,498	2,769	2,986

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	109	149	202	269
折旧和摊销	36	35	35	35
营运资本变动	(362)	4	58	(149)
经营活动现金流	(78)	157	257	110
资本支出	15	0	0	0
投资收益	24	10	10	10
投资活动现金流	(137)	(31)	(14)	(6)
股权融资	155	0	0	0
负债变化	0	(4)	0	0
股息支出	(27)	(67)	(102)	(108)
融资活动现金流	(66)	61	(68)	(69)
净现金流	(281)	188	175	35

数据来源: WIND 上海证券研究所

利润表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	884	1,033	1,271	1,627
营业成本	518	570	691	872
营业税金及附加	11	13	16	21
营业费用	154	155	178	225
管理费用	136	140	172	220
财务费用	(15)	(12)	(16)	(18)
资产减值损失	25	16	19	24
投资收益	24	10	10	10
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	117	163	222	294
营业外收支净额	2	2	2	2
利润总额	119	165	224	296
所得税	18	25	34	44
净利润	101	140	190	252
少数股东损益	(8)	(9)	(12)	(17)
归属母公司股东净利润	109	149	202	269

财务比率分析

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
总收入增长率	8.67%	16.91%	23.03%	27.99%
EBITDA 增长率	61.12%	76.82%	36.75%	29.32%
EBIT 增长率	113.2%	119.0%	45.98%	34.37%
净利润增长率	52.52%	36.61%	35.59%	33.21%
毛利率	35.31%	35.46%	35.52%	35.48%
EBITDA/总收入	11.26%	17.03%	18.93%	19.13%
EBIT/总收入	7.27%	13.61%	16.15%	16.96%
净利润率	12.34%	14.42%	15.90%	16.55%
资产负债率	18.09%	16.26%	20.54%	20.82%
流动比率	4.05	4.69	3.83	3.85
速动比率	3.60	4.25	3.37	3.39
总资产回报率 (ROA)	4.35%	5.62%	6.87%	8.44%
净资产收益率 (ROE)	5.92%	7.30%	9.34%	11.48%
EV/营业收入	7.1	8.5	5.6	4.4
EV/EBITDA	75.4	32.9	23.3	17.8
PE	65.7	48.1	35.5	26.6
PB	3.9	3.5	3.3	3.1

分析师承诺

魏贇 黄施齐

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。