



300760.SZ

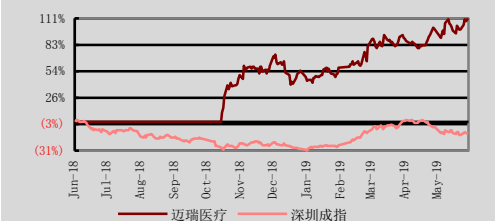
增持

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 147.50

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	42.1	4.7	15.9	0.0
相对深证成指	17.3	12.5	17.1	14.7

发行股数(百万)	1,216
流通股(%)	10
总市值(人民币 百万)	179,314
3个月日均交易额(人民币 百万)	444
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
Smartco Development Limited	27

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银国际证券
以 2019 年 5 月 31 日收市价为标准

相关研究报告

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物: 医疗器械

张威亚

(8610) 66229354

weiya.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517070002

邓周宇

(0755) 82560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050001

迈瑞医疗

医疗器械龙头地位稳固, 政策助力更上一层楼

公司目前是国内业务规模最大、拥有同行业最全产品线、国内外领先的医疗器械及解决方案供应商, 产品主要覆盖生命信息支持、体外诊断、医学影像三大领域。公司坚持自主创新, 通过内生外延拓展, 力求国际化战略。公司多个产品在国内市占率前三, 国内外享有很高声誉。我们认为, 国内器械行业迎来发展的黄金十年, 公司作为器械行业的绝对龙头, 有望率先受益。我们预计 2019-2021 年实现净利润分别为 45.10 亿元、54.70 亿元、66.47 亿元, 首次覆盖, 给予增持评级。

支撑评级的要点

- **创新研发、外延并购、国际化战略成就国内最大的医疗器械服务商。**公司自成立起深耕医疗器械行业, 通过内生和外延拓展公司产品线, 坚持研发和销售并重, 力求国际化的发展战略。公司研发费用占营收比例常年保持 10% 以上, 建立了遍布全球的 8 大研发中心, 创新研发助力公司产品从中低端到高端的产业升级, 实现民族品牌从跟跑到领跑的跨越式发展。公司立足自身优势业务, 并购高端技术及市场, 实现产品线的横向多样化和销售渠道的快速覆盖。公司自 2000 年开始国际化战略, 经过近 20 年的国际业务发展, 公司产品远销全球 190 多个国家和地区, 进入大量全球顶尖医院与研究机构的核心理科室。
- **生命信息支持、体外诊断、医学影像三大基石业务鼎力发展。**三大主业均保持稳健发展, 2015-2018 年复合增速分别为 18.16%、24.07%、17.2%。生命信息板块是公司的传统优势业务, 在国内市场已经享有较高的品牌声誉, 国外市场已投入市场放量, 该板块盈利能力增强; 体外诊断是增长最快的高端子版块, 其中化学发光领域公司后来居上, 试剂检测布局全面, 仪器覆盖低中高端, 满足不同医疗机构需求, 仪器投放速度业内领先; 医学影像领域公司超声产品实现了中低端到高端市场的全覆盖, 国内独家拥有区域成像技术和剪切弹性成像技术, 高端台式彩超 Resona-7 已投入市场, 放量将拉动彩超业务高速增长。
- **国内器械市场发展迎来黄金十年, 龙头公司率先受益。**2016 年中国医疗器械市场规模约 3700 亿, 增速 20.13%; 预计 2017 年我国医疗器械市场规模为 4425 亿元人民币, 近 10 年整体复合增长率达到 20.5%, 远超世界整体 6.5% 的复合增长水平。中国市场存在极大的产品普及需求, 拥有较大的增量空间, 未来很长一段时间将维持高速扩容态势。分级诊疗政策使得基层市场扩容, 医疗需求大幅增加; 同时鼓励采购国产器械装备, 利于加快进口替代的进程; 政策鼓励创新研发, 优先审评等政策鼓励企业加大创新研发。国产医疗器械相比进口产品具有明显的价格优势, 国内龙头企业的品牌、产品质量等更有保障, 在国内企业的竞争中更有优势。受益于分级诊疗、鼓励研发创新、进口替代等政策, 我国器械行业迎来发展的黄金十年, 我们认为, 公司作为器械行业的绝对龙头, 凭借着强大的研发、销售、品牌能力, 在竞争中具有明显优势, 有望率先受益, 市场份额进一步提升。

估值

- 我们预计 2019-2021 年实现净利润分别为 45.10 亿元、54.70 亿元、66.47 亿元, EPS 分别为 3.71、4.50、5.47 元/股, 当前股价对应估值为 40、33、27 倍, 首次覆盖, 给予增持评级。

评级面临的主要风险

- 耗材集采降价、汇率波动、新品市场拓展低于预期、新技术研发失败等。

投资摘要

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	11,174	13,753	16,895	20,609	24,873
变动(%)	24	23	23	22	21
净利润(人民币 百万)	2,589	3,719	4,510	5,470	6,647
全面摊薄每股收益(人民币)	2.366	3.059	3.710	4.500	5.468
变动(%)	61.8	29.3	21.3	21.3	21.5
全面摊薄市盈率(倍)	62.3	48.2	39.8	32.8	27.0
价格/每股现金流量(倍)	48.9	44.4	34.6	36.7	22.4
每股现金流量(人民币)	3.02	3.32	4.27	4.02	6.59
企业价值/息税折旧前利润(倍)	54.6	31.5	32.3	25.0	19.4
每股股息(人民币)	0.000	1.000	1.113	1.350	1.640
股息率(%)	n.a.	0.7	0.8	0.9	1.1

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

目录

深耕医疗器械领域多年，行业龙头地位稳固	6
公司简介	6
业绩稳健增长，盈利能力稳步提升	7
龙头成长三要素：自主研发、外延并购、国际化	10
坚持自主研发创新战略，打造全球化创新交流与平台	10
立足自身优势业务，并购高端技术及市场	12
他山之石-罗氏-外延扩张助力打造综合实力强劲的全球巨头	14
坚定不移推进全球化战略	16
生命支持、体外诊断及医学影像三大基石业务鼎足发展	18
生命信息与支持-品牌知名度不断提升，有望保持稳健增长	18
体外诊断业务-产品线最齐全，未来发展的重要驱动力	24
医学影像业务-自主研发发力高端市场，未来业绩重要增长点	31
我国器械行业迎来发展的黄金十年，龙头公司率先受益	37
全球器械行业市场规模巨大，我国器械行业快速发展	37
分级诊疗基层市场扩容，高性价比国产器械具备竞争优势	39
多方政策促进发展，企业重研发推新品加快进口替代	40
盈利预测	42
关键假设	42
评级可能面临的风险	43

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 公司股权结构及架构.....	6
图表 2. 迈瑞主营业务.....	7
图表 3. 2004~2014 年迈瑞业绩表现	7
图表 4. 2014~2018 年迈瑞业绩表现	7
图表 5. 2004~2014 年迈瑞盈利能力	8
图表 6. 2014~2018 年迈瑞盈利能力	8
图表 7. 2004~2014 年迈瑞期间费用率	8
图表 8. 2014~2018 年迈瑞期间费用率	8
图表 9. 2006~2014 年迈瑞分业务收入.....	9
图表 10. 2014~2018 年迈瑞分业务收入.....	9
图表 11. 2006~2018 年中国大陆及海外地区收入及增速	9
图表 12. 2014~2018 年各地区业务收入.....	9
图表 13. 迈瑞发展历程	10
图表 14. 迈瑞历年研发投入.....	11
图表 15. 与国际大型医疗器械公司研发费用率对比	11
图表 16. 国内医疗器械公司研发费用及研发费用率对比	11
图表 17. 公司多个自主产品实现行业第一	11
图表 18. 迈瑞研发中心布局.....	12
图表 19. 公司员工构成.....	12
图表 20. 公司研发人员构成.....	12
图表 21. 迈瑞并购历程	13
图表 22. 2006~2014 年生命信息支持业务收入及增速.....	13
图表 23. 2014~2017 年其他主营业务收入、增速及毛利率	13
图表 24. 罗氏近 10 年来业绩情况	14
图表 25. 2016 年全球医药行业 Top5.....	14
图表 26. Roche 公司主要发展历程	15
图表 27. 公司海外业务分布.....	16
图表 28. 迈瑞国外合作顶尖医院.....	17
图表 29. 2015~2017 生命信息支持业务各项收入占比.....	18
图表 30. 生命信息支持业务各项毛利率.....	18

图表 31. 迈瑞监护仪研发历程	18
图表 32. 迈瑞监护仪产品系列	19
图表 33. 2014~2017 年全球监护仪市场规模	19
图表 34. 2017 全球监护仪市场竞争格局	19
图表 35. 2014~2017 年国内监护仪市场规模	20
图表 36. 2017 国内监护仪市场竞争格局	20
图表 37. 2017 国内三级医院监护仪市场格局	20
图表 38. 2017 国内二级医院监护仪市场格局	20
图表 39. 迈瑞麻醉机产品系列	20
图表 40. 2014~2016 年国内麻醉机市场规模	21
图表 41. 2014~2016 全球麻醉机市场规模	21
图表 42. 迈瑞麻醉机营收及毛利	21
图表 43. 2017 国内麻醉机市场竞争格局	21
图表 44. 2017 国内三级医院麻醉机市场竞争格局	21
图表 45. 2017 国内二级医院麻醉机市场竞争格局	21
图表 46. 2017 国内除颤仪市场规模	22
图表 47. 2017 全球除颤仪市场规模	22
图表 48. 2015-2017 年迈瑞除颤仪营收及毛利率	22
图表 49. 迈瑞除颤仪产品系列	22
图表 50. 迈瑞灯塔床产品系列	23
图表 51. 2015~2017 年灯塔床营收及毛利率	24
图表 52. 2017 国内灯塔床市场竞争格局	24
图表 53. 2017 国内三级医院灯塔床市场竞争格局	24
图表 54. 2017 国内二级医院灯塔床市场竞争格局	24
图表 55. 2015~2017 年迈瑞体外诊断分业务收入份额	24
图表 56. 2015~2017 年迈瑞体外诊断毛利率	24
图表 57. 迈瑞体外诊断业务产品系列	25
图表 58. 2009~2020 年国内 IVD 产业市场规模	25
图表 59. 2015 国内体外诊断市场主要品种构成	25
图表 60. 2017 国内检验室设备市场竞争格局	26
图表 61. 2017 国内二级以上医院检验室设备市场竞争格局	26
图表 62. 2015 国内血球市场竞争格局	26
图表 63. 迈瑞血液分析仪发展历程	27
图表 64. 迈瑞三分类五分类血液分析仪	27
图表 65. 迈瑞太行血液分析流水线系列	28

图表 66. 2010~2020 年国内生化市场规模	28
图表 67. 2015 国内生化市场竞争格局	28
图表 68. 迈瑞生化分析仪第四批优秀国产医疗设备产品上榜名单	29
图表 69. 迈瑞生化试剂覆盖领域	29
图表 70. 2010~2020 年国内免疫诊断市场规模	30
图表 71. 中国化学发光市场格局	30
图表 72. 迈瑞化学发光检测仪器和发光试剂覆盖领域	31
图表 73. 迈瑞医学影像业务产品系列	32
图表 74. 2015~2017 年彩超及其他医学影像产品收入	32
图表 75. 2015~2017 年迈瑞彩超毛利率	32
图表 76. 2012~2020 年全球超声仪市场规模及增速	33
图表 77. 2017 年全球超声仪市场竞争格局	33
图表 78. Resona7 技术优势	33
图表 79. 迈瑞超声诊断设备研发历程	34
图表 80. 2018 年国内公立医疗机构超声仪市场格局	34
图表 81. 2018 年市级公立医院超声仪市场格局	34
图表 82. 2018 年县级公立医院超声仪市场格局	35
图表 83. 2018 年社区/乡镇卫生院超声仪市场格局	35
图表 84. 2018 年公立医疗机构台式超声各品牌采购份额	35
图表 85. 2018 年公立医疗机构便携超声各品牌采购份额	35
图表 86. 2012~2020 年国内超声仪市场规模及增速	36
图表 87. 2018~2023 年全球超声设备市场分布	36
图表 88. 全球医疗器械市场规模	37
图表 89. 全球医疗器械细分市场规模和复合增长率	38
图表 90. 中国医疗器械市场规模	38
图表 91. 分级诊疗相关政策梳理	39
图表 92. 医疗器械相关政策梳理	40
图表 93. 公司盈利预测业绩拆分（单位：百万元）	42

深耕医疗器械领域多年，行业龙头地位稳固

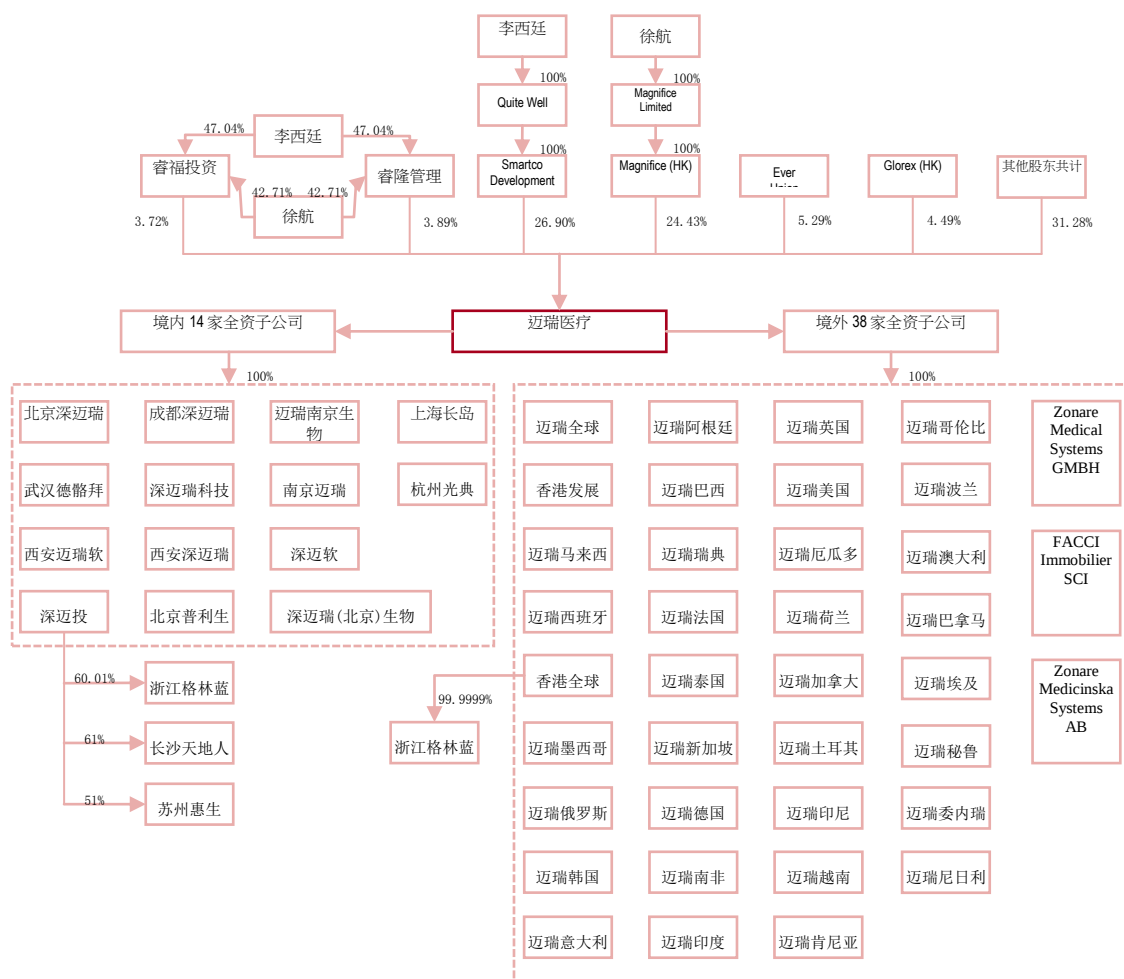
公司简介

公司成立于1991年，2006年9月在纽交所上市，2016年完成私有化从纽交所退市，2018年10月正式在深交所挂牌上市。公司主要从事医疗器械的研发、生产、营销和服务，产品覆盖生命信息与支持、体外诊断、医学影像三大领域，是目前国内业务规模最大、拥有同行业最全产品线、国际领先的医疗器械及解决方案供应商，2015年全球医疗设备供应商排行榜位列43，波士顿咨询公司评选迈瑞为2016年全球挑战者。

目前公司总股本12.16亿，实际控制人为李西廷和徐航，二人合计持有64.63%股份，其中，李西廷通过Smartco Development间接持有29.89%股份，徐航通过Magnifice (HK)间接持有27.14%股份，二人通过睿隆管理和睿福投资合计持有7.59%股份。公司的中高层管理人员通过睿享投资、睿嘉投资、睿和投资、PatronumUnion以及Enchante五个员工持股平台持有5.86%股份，实现管理层与公司利益绑定，激励措施到位，充分调动管理人员的积极性。

公司总部设立在中国深圳，在北美、欧洲、亚非拉等地区超过30多个国家设立40家境外子公司，国内设立17家子公司，超过40家分支机构，公司产品及解决方案已经应用全球190多个国家和地区，形成了庞大的研发、制造、营销及服务网络。

图表 1. 公司股权结构及架构



资料来源：公司年报，中银国际证券

图表 2. 迈瑞主营业务

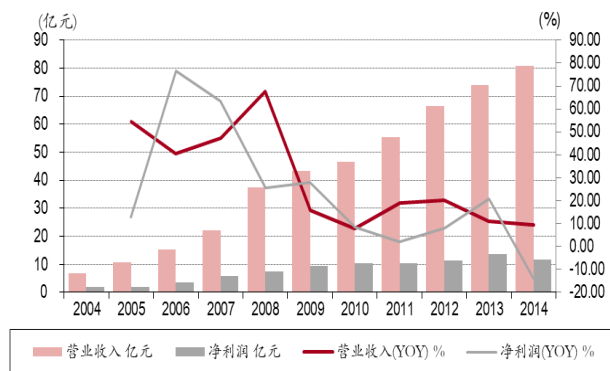
生命信息与支持	体外诊断	医学影像	外科产品	其他产品
急救解决方案 围术期解决方案 危重症解决方案 监护仪 呼吸机 麻醉机 心电与除颤 数字化手术室 手术灯 吊塔吊桥 手术床 输液泵/注射泵 附件与耗材	血常规检测系统 化学发光免疫检测系统 生化分析检测系统 凝血检测系统 尿液检测系统 糖化血红蛋白分析仪 流式细胞仪 微生物检测系统	台式彩超 便携彩超 黑白超声 超声管理系统 超声附件 数字X射线成像系统 移动数字X射线成像系统	内窥镜手术器械 内镜系统	骨科植入物及耗材 费用监护 费用超声

资料来源：公司官网，中银国际证券

业绩稳健增长，盈利能力稳步提升

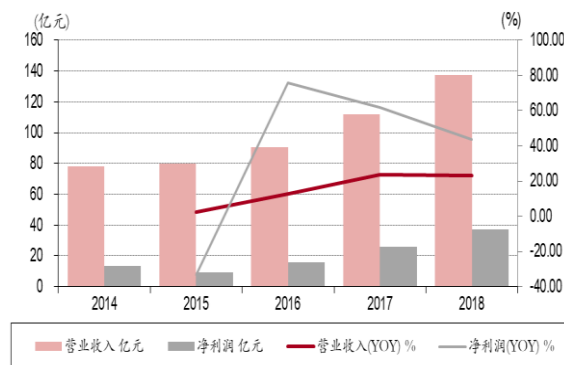
公司自 2004 年营收 6.98 亿元增长至 2018 年 137.53 亿元，归母净利润自 2004 年 1.82 亿元增长至 2018 年 37.19 亿元。从增速上来，2013-2015 年增速呈现下滑趋势，尤其是 2015 年净利润增速为负值，增速下滑的主要原因：1) 2015 年国内反腐导致医院招标收缩，行业整体景气度不佳，公司当时主要产品集中在中低端，收入增速受到影响；国际市场因汇率波动采购意愿收缩；2) 公司 2015 年对被收购的客户关系等无形资产计提减值准备、为为麦斯莫医疗公司诉讼案差生了大额的咨询及顾问费用等非经常损失，直接影响了 2015 年的净利润增速。2016 年国内市场需求释放，公司业绩重回稳健增长，同时因公司自 2015 年后陆续推出超声、监护等高端产品，公司整体毛利率和净利率提升，盈利能力稳步提升，公司也对业务条线进行精简，聚焦三大主业，降本增效。截至 2018 年，公司整体毛利率 66.57%，净利率 27.09%，分别较 2015 年提升 4.35pct 和 15.35pct，盈利能力稳步提升。

图表 3. 2004-2014 年迈瑞业绩表现



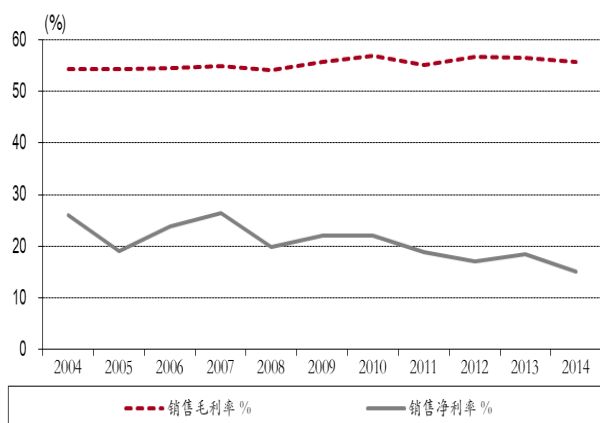
资料来源：公司年报，中银国际证券

图表 4. 2014-2018 年迈瑞业绩表现



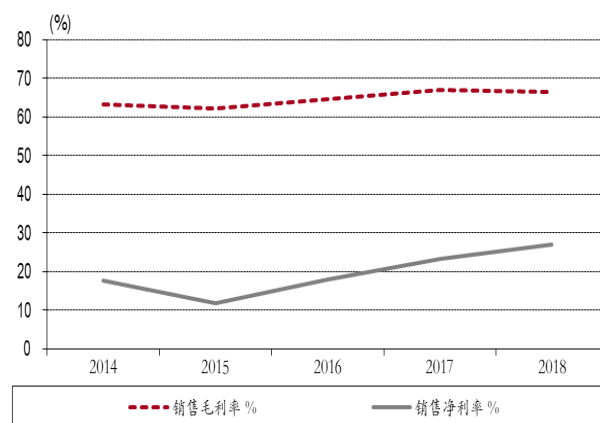
资料来源：公司年报，中银国际证券

图表 5. 2004~2014 年迈瑞盈利能力



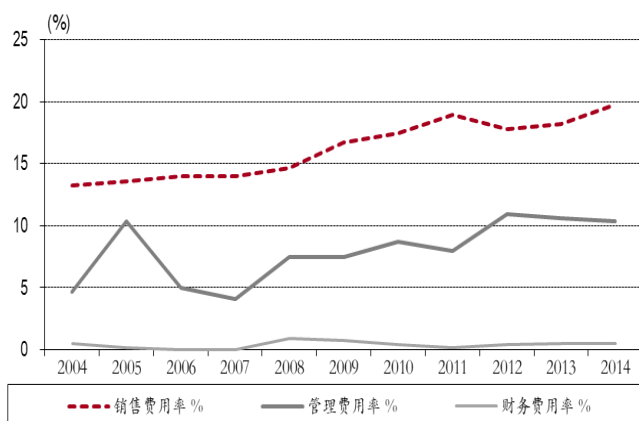
资料来源：公司年报，中银国际证券

图表 6. 2014~2018 年迈瑞盈利能力



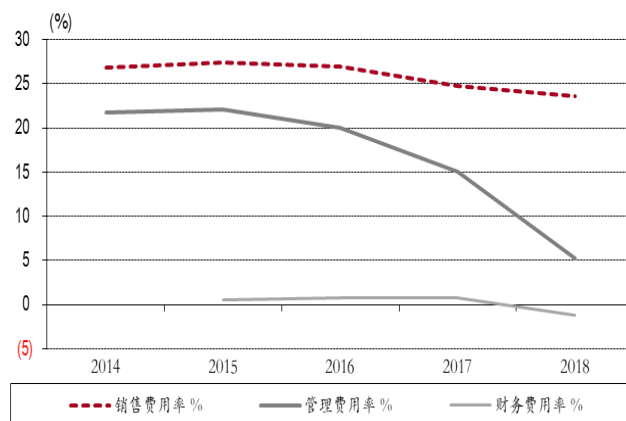
资料来源：公司年报，中银国际证券

图表 7. 2004~2014 年迈瑞期间费用率



资料来源：公司年报，中银国际证券

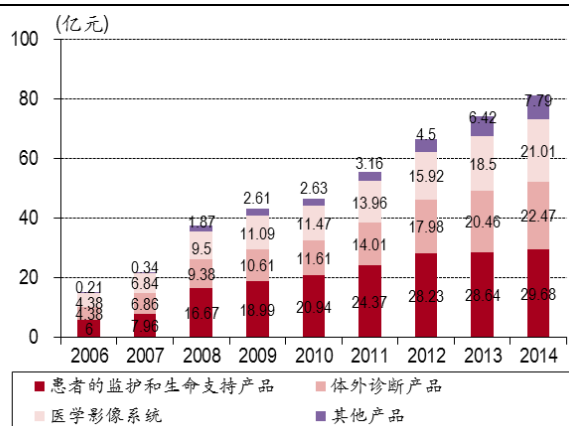
图表 8. 2014~2018 年迈瑞期间费用率



资料来源：公司年报，中银国际证券

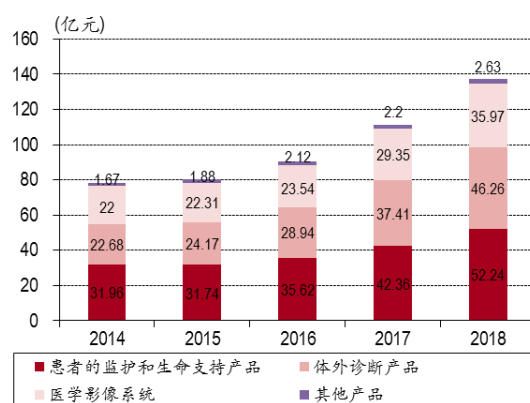
分业务条线来看，生命信息、医学影像、体外诊断三大主业均保持稳健发展，2015-2018 年复合增速分别为 18.16%、17.2%、24.07%。三大主业各自业务占比较为稳定，以 2018 年报为例，生命支持、超声、体外诊断收入占比分别为 37.98%、26.15%、33.63%，对业绩贡献达 97.77%。三条业务线中拳头产品在各细分领域都是龙头，以销售市场份额来看，监护设备中国第一、全球第三；麻醉设备中国第三、全球第三，血液细胞分析仪中国第二、全球第五；生化分析中国第三；超声设备中国第三、全国第六。

图表 9. 2006~2014 年迈瑞分业务收入



资料来源：公司年报，中银国际证券

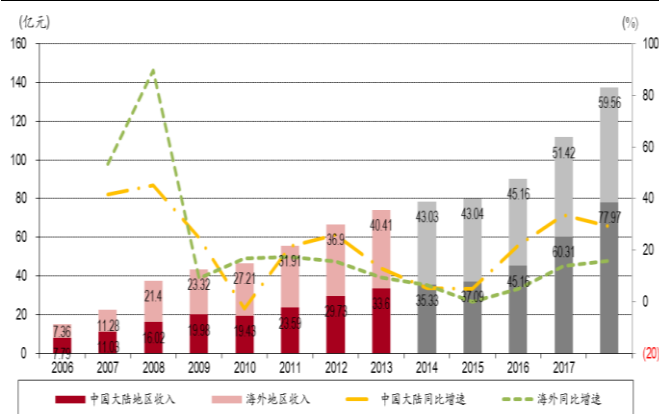
图表 10. 2014~2018 年迈瑞分业务收入



资料来源：公司年报，中银国际证券

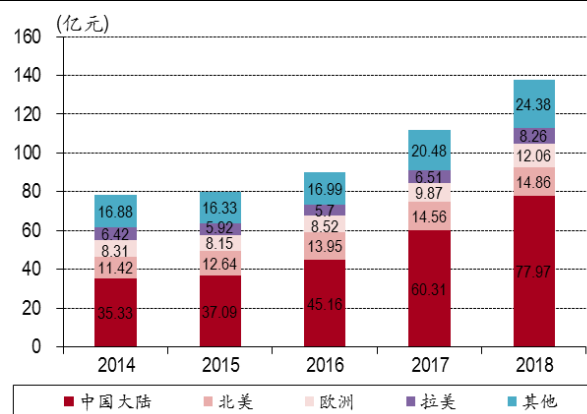
从销售区域上来看，迈瑞产品销售呈现全球化，国内外销售收入占比相当，2018 年国内营收占比 56.69%，北美占比 10.80%，欧洲占比 8.77%，拉美占比 6%，其他地区 17.73%。从近年来数据分析，国内销售收入占比持续提升，国内市场的增速远超国外市场，2015-2018 年国内地区收入复合增速 28.05%，海外地区复合增速 9.70%。国内市场增速较快的原因我们认为，受益于分级诊疗和进口替代的政策支持，公司加大市场开拓力度，因多年的研发积累，能够不断推出相对外企有性价比的新产品，国内市场得以快速发展。未来公司作为国内器械行业规模最大、产品线最丰富的龙头公司，以强大的研发实力做后盾，在行业竞争中优势明显，各业务条线的整体市场份额将继续提升；同时受益于国产进口替代政策支持，公司在三级医疗结构等高端市场不断抢占外资份额，相对外资高性价比的公司高端系列产品，如监护仪 N 系列、超声 Resona 系列、血球流水线太行系列等市场份额不断提升，公司整体业绩将保持稳健增长。

图表 11. 2006~2018 年中国大陆及海外地区收入及增速



资料来源：万得，中银国际证券

图表 12. 2014~2018 年各地区业务收入

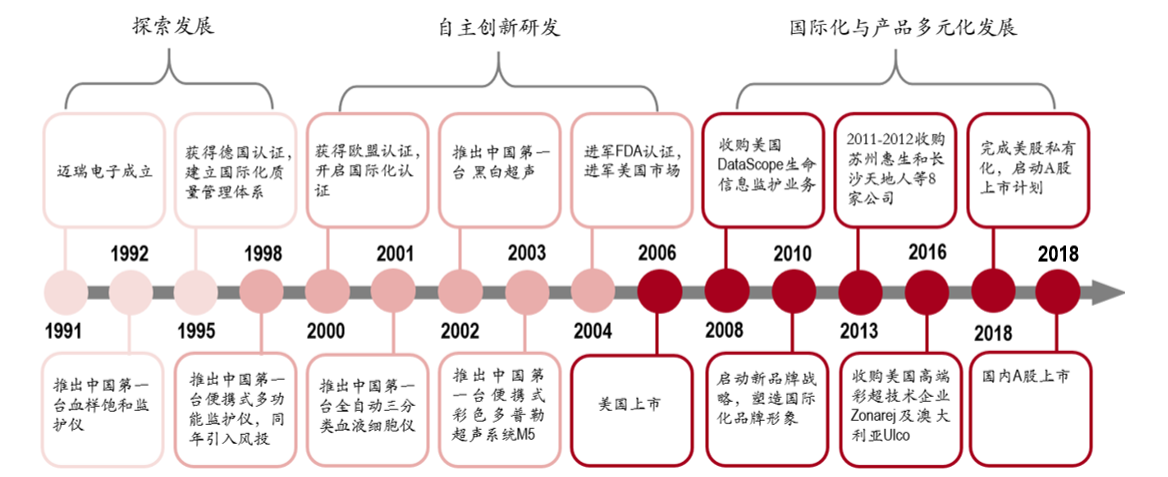


资料来源：万得，中银国际证券

龙头成长三要素：自主研发、外延并购、国际化

公司自 1991 年成立以来，深耕医疗器械领域，通过内生和外延拓展公司产品线，坚持研发和销售并重，力求国际化的发展战略。初期业务以代理国外医疗器械为主，在资本积累的基础上逐渐增强研发实力，1992 年开始自主研发，陆续推出国内首个具有自主知识产权的血氧饱和度监护仪、全数字黑白超、全数字彩超、中高端便携式彩超等，公司研发费用占比长期保持在 10% 左右，与国际医疗器械龙头公司的研发投入占比持平；自主产品销售策略最初国内市场定位中低端，跟外资器械厂商进行差异化竞争，在国内市场站稳后，开始探索国际化路程。经过多年积累，迈瑞的产品与解决方案已应用于全球 190 多个国家及地区，进入大量全球顶尖医院与研究机构的核心科室；在国内市场，其产品覆盖及解决方案近 11 万家医疗机构和 99% 以上的三甲医院。公司自主研发产品最初从监护仪开始，陆续推出国内首个具有自主知识产权的血氧饱和度监护仪、全数字黑白超、全数字彩超、中高端便携式彩超等，从单一产品逐渐到全系列，目前国内医疗器械公司产品线最丰富，公司在生命信息与支持、体外诊断、医学影像等领域不断发力，打破外国技术垄断，引领民族品牌对进口品牌“从跟跑、并跑到领跑”的跨越式发展。

图表 13. 迈瑞发展历程

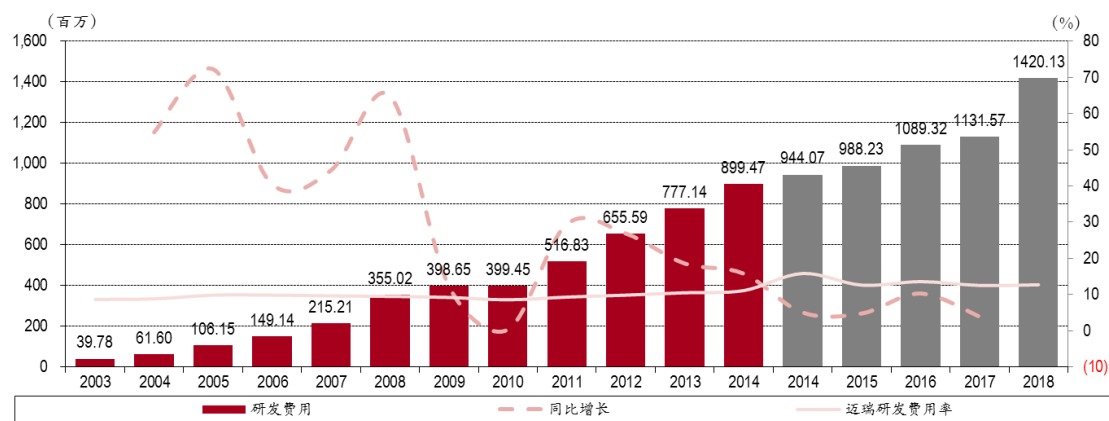


资料来源：公司官网，中银国际证券

坚持自主研发创新战略，打造全球化创新交流与实践平台

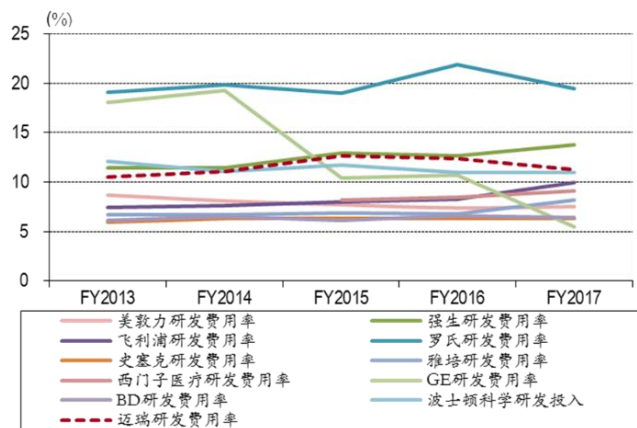
公司自创立以来，保持对研发的高投入，坚持自主掌握核心技术。在多个领域中，公司打破了行业空白，带动了中国医疗工业整体的创新和发展。2003 年以来，公司持续加大研发投入，研发费用占比长期保持在 10% 左右，研发费用占比可与全球器械龙头公司媲美。2017 年公司研发投入首次突破 10 亿元，2014 年至 2017 年累计投入近 40 亿元，占公司期间累计营业收入的 10.93%，2018 年研发投入 14.20 亿元，相比 2017 年增长 25.44%。

图表 14. 迈瑞历年研发投入



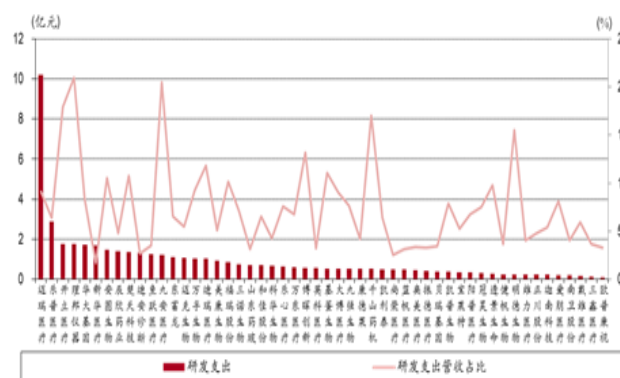
资料来源：公司年报，中银国际证券

图表 15. 与国际大型医疗器械公司研发费用率对比



资料来源：公司年报，中银国际证券

图表 16. 国内医疗器械公司研发费用及研发费用率对比



资料来源：公司年报，中银国际证券

图表 17. 公司多个自主产品实现行业第一

1992 年	中国第一台血氧饱和度监护仪 MET-503A
1998 年	中国第一台便携式多参数监护仪 PM-9000
2001 年	中国第一台全自动三分类血液细胞分析仪 BC-2000
2002 年	中国第一台全数字黑白超声 DP-9900
2003 年	中国第一台全自动生化分析仪 BS-300
2006 年	中国第一台模块化信息监护仪 BeneViewT8
2006 年	中国第一台全数字彩色超声 DC-6
2008 年	中国第一台便携式彩色多普勒超声系统 M5
2009 年	中国第一台拥有完全自主知识产权的双向波除颤监护仪 BeneHeartD6
2010 年	中国第一台双模磁共振成像系统 MagSense360
2011 年	中国第一台具有网织红细胞、有核红细胞的高端血液分析仪 BC-6800
2013 年	中国第一台进入北美市场的麻醉机 A5
2013 年	中国第一台全自动化学发光免疫分析系统 CL-2000i
2014 年	中国第一台自动体外除颤仪 BeneHeart D3
2015 年	中国第一台移动数字 X 射线成像系统 MobiEye700
2015 年	中国第一台电控涡轮呼吸机 SV300

资料来源：公司年报，中银国际证券

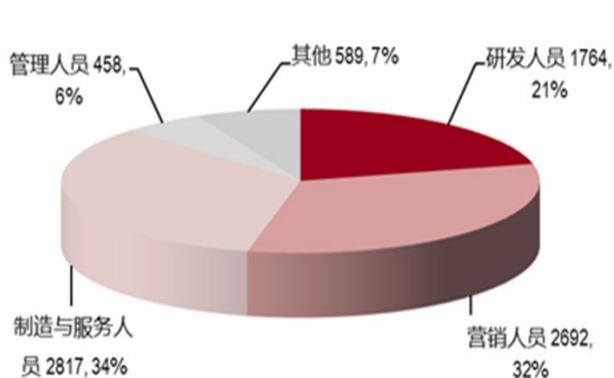
公司设立了包括总部深圳在内的北京、南京、西安、成都、美国西雅图、硅谷、新泽西八大研发中心，公司八大研发中心各自专注点不同，促进公司三大产品线的均衡发展。截止到 2018 年，公司研发人员 2258 人，占总人数的 24.45%。公司研发人员专业覆盖电子技术、计算机技术、传感器技术、临床医学、生物化学等多种学科，多元化、复合型人员配置实现了公司多条产品线的核心技术研发。2018 年公司专利总申请量超过 2900 项，其中有 19% 是美国专利。2018 年 3 月，国家发展改革委公布的全国发明专利拥有量 50 强企业名单中，迈瑞发明专利拥有数量为 746 项，居全国第 40 位，成为唯一上榜的医疗器械企业。公司已经成为我国自主知识产权医疗器械产品国际化和进军欧美发达市场的龙头企业。

图表 18. 迈瑞研发中心布局



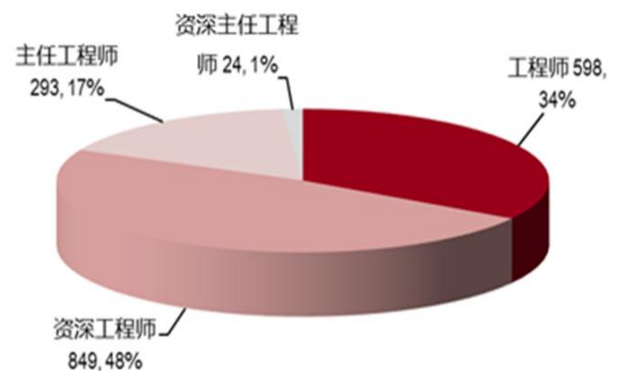
资料来源：公司官网，中银国际证券

图表 19. 公司员工构成



资料来源：公司年报，中银国际证券

图表 20. 公司研发人员构成



资料来源：公司年报，中银国际证券

立足自身优势业务，并购高端技术及市场

公司自 2008 年至 2014 年共发生 13 起并购，其中并购国外企业或相应业务共 4 起，并购国内企业共 9 起；与生命信息与支持业务相关的有 4 起，与体外检测相关的有 3 起，与医学影像业务相关的有 1 起，与内窥镜及骨科高值耗材相关的有 4 起。

图表 21. 迈瑞并购历程

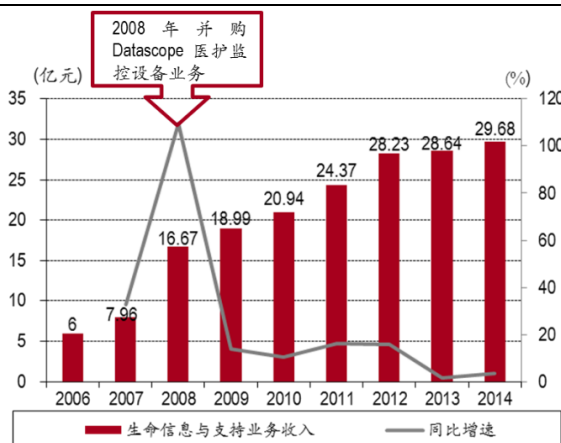


资料来源：公司官网，中银国际证券

2008年，迈瑞以2.02亿美元并购了美国Datascope 医护监控设备业务。Datascope 位于美国新泽西，当时拥有一支有80多名研发人员的技术团队和相关知识产权，以及美国300床以下中小医院监护市场的50%份额。通过这一并购，迈瑞不仅获得Datascope 的监护产品、技术和知识产权，跻身全球监护领域第三大品牌，也打开了进军欧美市场的渠道，同年公司在德国、法国和意大利成立子公司，随后在英国和法国也开始有了直销团队。公司在海外的营销团队、销售网络及平台相继形成。

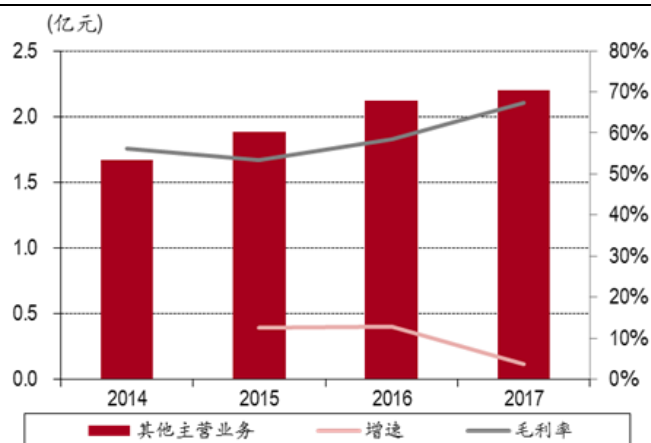
迈瑞在2012年分别收购了格林兰德、德骼拜尔、杭州医典和上海医光，布局高值骨科耗材及内窥镜业务，进行横向业务拓展，2018年公司其他主营业务收入达到2.63亿元，毛利率达到66.35%。根据中国医疗器械行业协会数据显示，2011年我国内窥镜市场规模67.47亿元，2015年内窥镜市场规模达到156.15亿元，2011至2015年复合增长率高达24.7%，2017年预计将超过200亿元，根据南方医药所数据，2010年骨科植入耗材市场规模从72亿元增长到164亿元，复合增速达到17.9%，预计2017年达到225亿元。在骨科耗材和内窥镜市场，均由国外龙头把持，迈瑞通过并购拓展这一领域业务，有望借助强大的研发实力和市场销售能力，取得更大的突破。

图表 22. 2006~2014 年生命信息支持业务收入及增速



资料来源：公司年报，中银国际证券

图表 23. 2014~2017 年其他主营业务收入、增速及毛利率

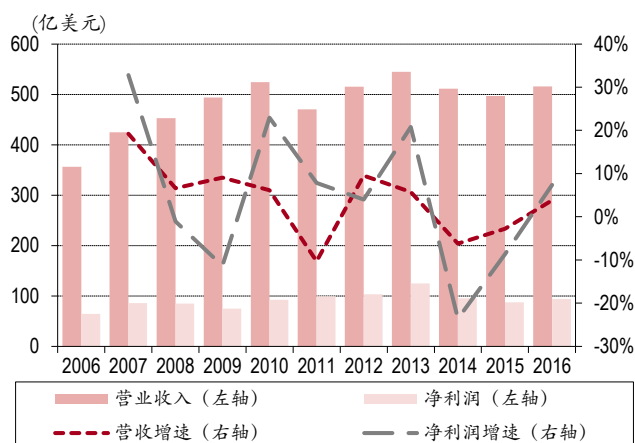


资料来源：公司年报，中银国际证券

他山之石-罗氏-外延扩张助力打造综合实力强劲的全球巨头

罗氏始创于 1896 年, 前身是 F. Hoffmann-La Roche 公司, 经过百年发展, 业务已经从创立初期的制药业务拓展到制药、医疗诊断、维生素和精细化工、香精香料等四个领域, 并在体外诊断领域、抗肿瘤药品和移植药品等领域具有绝对的市场份额, 拥有利妥昔单抗、贝伐珠单抗、曲妥珠单抗、雷珠单抗、帕妥珠单抗、托珠单抗、奥马珠单抗、盐酸尼洛替尼片等重磅品种; 全球诊断领域排名第一、全球肿瘤领域排名第一、移植学和病毒学领域的领先者、全球生物科技领域排名第二。目前业务已遍布世界 100 多个国家, 共拥有近 66,000 名员工。2017 年罗氏集团实现销售额 532.99 亿瑞士法郎, 基于处方药销售的《全球制药企业 50 强》排行榜中罗氏以处方药销售额 395.52 亿美元位于第三位。

图表 24. 罗氏近 10 年来业绩情况



资料来源: 彭博, 中银国际证券

图表 25. 2016 年全球医药行业 Top5

排名	药企	销售额	研发费用	核心产品
1	辉瑞	459.06	71.41	Pprevnar13 (57.18)
				Lyrica (49.66)
				Enbrel (29.09)
				Gleevec (33.23)
2	诺华	415.54	79.16	Gilenya (31.09)
				Lucentis (18.35)
				Rituxan (74.1)
3	罗氏	395.52	87.17	Avastin (68.85)
				Herceptin (68.84)
				Januvia (39.08)
				Zetia (25.6)
4	默沙东	355.63	97.6	Janumet (22.01)
				Lantus (63.22)
				Lovenox (18.1)
5	赛诺菲	341.74	17.22	Plavix (17.08)

资料来源: 《制药经理人》, 中银国际证券

罗氏在成立初期 (1896-1920 年) 以制药为主, 主要集中在专业处方药、植物生化碱药物的提取和合成药, 主要产品是治咳嗽药 Thiocold 和治疗心脏病的 Digalen。罗氏成立初期也经历了破产和资本重组, 到第一次世界大战前夕, 公司通过了名称罗氏作为它的全球商标。发展壮大期 (1920-1945 年), 在美国分公司总经理埃尔默 H. 博斯特领导下引进 Allonal 的止痛药, 成为该公司的第一个百万美元的产品; 第二次世界大战前的几年, 公司的战略转移从提取的天然来源药品合成逐渐移到大规模生产合成大宗维生素, 先后合成了 VC、VA、VE; 创新研究和发展 (1945-1965), 期间研发上的创新使得公司扩张很快, 先后有地西洋, 安定、利眠宁、安定药品上市。重组并购时代 (1980s-至今), 在传统行业增长乏力后, 罗氏制定了更为积极的外延扩展策略, 主要围绕核心业务制药和诊断业务展开并购, 把握行业发展先机。其中比较重要收购事件有: 1990 年公司收购 Genentech 公司 56% 的股份, 标志着公司进入了生物技术领域, 这是全球医药行业并购史上最成功的案例之一, 公司的营业利润超过三成由基因泰克贡献; 1991 年, 公司购买了尼古拉实验室, 从而在欧洲的非处方药品市场上占有更大的份额; 1997 年以 110 亿美元收购了当时世界排名第 2 的诊断公司—德国宝灵曼 (Boehringer Mannheim), 成立了罗氏应用科学部 (Roche Applied Science), 奠定了 IVD 领域龙头企业的基础。2008 年 34 亿美元收购 Ventana Inc, 其是世界领先的以癌症检测治疗为主的组织诊断仪器和检测系统开发商和制造商。罗氏通过收购, 进入组织诊断领域等; 2014 年罗氏制药以 83 亿美元收购美国生物科技公司因特姆尔制药 (InterMune), 将扩大其在呼吸疾病领域的市场份额。获得了一种治疗特发性肺纤维化 (IPF) 的新药吡非尼酮片剂。

图表 26. Roche 公司主要发展历程

阶段	时间	时期	主要事件
创立阶段	1896	创立初	公司前身 F. Hoffmann-La Roche 成立之初的主要业务是制药。Aiodin, 甲状腺类药品是公司第一个药品
	1897-1914	初步扩张	公司不久即扩张其业务活动和市场份额, 布局欧洲营销网络、海外代理和分公司。截至 1914 年底, 罗氏在米兰、纽约、圣彼得堡和伦敦等地设有办事处。非处方药止咳糖浆含有的活性成分, Thiocol, 自 1898 年推出之后, 存在 60 多年。
	1915-1927	经济危机时期	第一次世界大战对罗氏产生了毁灭性的影响。德国的抵制、俄罗斯市场的丢失以及庞大的外汇损失等让罗氏面临巨大的金融危机。
发展和壮大阶段	1928-1944	维生素推出	维生素推出, 使得罗氏经历了一场意外的热潮, 并使得罗氏能够再次扩大, 并开始拓展美国市场。多种产品比如巴比妥类如 Allonal, 是公司第一个达到百万美元的产品。
创新发展阶段	1945-1964	创新研究和发展	研发上的创新使得公司快速扩发展。研发产品线, 地西洋, 安定和利眠宁三个药品上市, 利眠宁的推出是革命性的, 一直供不应求, 迄今为止也是处方药中最为畅销之一。此外, 罗氏开始进入化妆品领域, 设立潘婷及下属公司。
外延扩张阶段	1965-1978	领域多样化	公司在瑞士和美国, 成立生物电子学部门着手布局医疗仪器。收购 Dr. R. Maag AG 公司, 进军农用化学品领域。公司与 1968 年在纳特利, 美国成立诊断部门, 进军诊断市场。此外, 公司还在纳特利建立了罗氏分子生物学研究所等, 着手参与基础生物医学研究。
	1979-1990	改革、聚焦	罗氏收紧其组织结构, 并致力于创建独立的业务。此外, 公司通过收购和资产剥离加强公司业务活动。1979 年公司重组后, 确定四个核心业务部门: 制药、维生素和精细化学品、诊断、香精香料。1985 年罗氏诊断 Reflotron 面世。1986 年罗氏诊断检测艾滋病病毒的试剂面世。
	1991-2000	国际扩张与创新发展	1991 年收购 Cetus 公司, 罗氏获得了 PCR 全球销售权, 加强了公司在诊断领域的地位, 该技术开辟了快速诊断、敏感诊断和特异诊断等的广阔领域。
	2000-2006	重组聚焦生物技术	公司是全球领先的医疗保健公司, 2000 年公司聚焦两个核心业务——诊断和药品。收购物顶级生物技术公司 Genentech 公司, 以及在生命科学、基因测序、组织诊断等领域公司, 加强罗氏创新和发展, 推动个体化医疗的实现。2013 年关闭 454 生命科学测序业务。
	2007-至今	布局个体化医疗	

资料来源: Roche 官网, 中银国际证券

从全球领先的医药企业的发展过程中, 并购的目的无非获取对方的资产、产品、销售渠道与网络、代理权以及未来预计可获得的某些权利, 外延扩张带来的优势是单纯依靠内生性增长不可比拟的, 体现在: **1) 获取重磅产品, 协同主业, 提高核心竞争力。**新药研发成本、周期和风险都在增加, 还面临仿制药的竞争。所以从市场上寻找新的成长点是必然选择。罗氏收购基因泰克是医药行业并购史上最成功案例之一, 基因泰克是医药行业内最早开始研发单克隆抗体企业之一, 拥有抗癌药赫赛汀、安维汀和特罗凯等, 还有一些大有前途的药物在开发中。罗氏收购基因泰克标志着公司进入了生物技术领域, 目前其营业利润超过 30% 来自基因泰克。**2) 获取销售渠道, 壮大市场。**并购的目的之一是壮大市场, 也就离不开获取药品销售渠道。2014 年拜耳 142 亿美元收购默沙东保健品业务, 不但获得了默沙东明星产品抗过敏药物开瑞坦(Claritin)和鼻血管收缩药阿氟林(Afrin)等, 还获得了其健康消费品美国市场份额, 补齐自身在美国市场占比少的短板。通过本次收购, 拜耳跃居全球消费健康领域行业第二, 紧随美国强生之后。**3) 跨界并购提高业务多样性, 增强综合实力。**企业跨界发展时会遇到经验、技术、资金等各种壁垒, 通过并购标的, 利用并购标的原有资源, 缩短研发周期, 抢占行业发展先机。2014 年 Actavis 以总价 705 亿美元完成对 Allergan 收购, Allergan 明星产品 Botox (主要成分是高纯度的肉毒素, 用于除皱和瘦脸) 使 Actavis 抢占医美行业发展先机, 有望成为新的利润增长点。**4) 促进跨国经营。**全球一体化大趋势下, 跨国并购是国际化的重要路径之一, 也是时间成本最低的方式之一。2016 年复星医药宣布 12 亿美元并购印度注射剂药企 Gland Pharma, Gland Pharma 是印度第一家获得美国 FDA 批准的注射剂药品生产制造企业, 并已获得全球各大法规市场的 GMP 认证, 在美国市场共有 17 个上市的品种规格。复星收购其主要目的就在于借机进入欧美市场, 以及进一步获取全球注册与认证的能力, 这对复星来说进军国际市场尤为重要。

坚定不移推进全球化战略

2018 年，公司海外业务收入占比 43.31%，其中北美占比 10.80%，欧洲占比 8.77%，拉美占比 6%，其他地区 17.73%。2015 年-2018 年，海外销售符合增速 9.7%，北美市场复合增速 5.55%、欧洲市场复合增速 14.47%、拉美市场复合增速 11.87%。

公司自 2000 年开启国际化战略，在国际化的初始阶段，公司海外策略是“从低往上走”和“价格优势”。随着业务的快速发展和对客户的深入了解，公司认识到“价格”并不是最核心的竞争力，海外客户需求理性，更多关注产品质量和诊断效率。公司通过内生和外延并购增强自身研发能力，布局高端器械产品。迈瑞大部分产品能够做到在价格和国外厂商相似的情况下，能提供更多满足医生需求的功能和服务。经过近 20 年的国际业务发展，公司产品能够满足境外各级医疗机构，尤其是欧美等发达国家和地区高端医院的需求，远销全球 190 多个国家和地区，进入大量全球顶尖医院与研究机构的核心科室。

在医疗技术门槛最高、技术法则最严格的美国市场，公司已经进入约 2/3 的医院，近万家医疗机构，并在 ICU、麻醉科、急诊科等核心科室广泛应用，包括美国梅奥诊所、麻省总医院、克利夫兰诊所等美国顶尖医疗机构；在英、德、法等欧洲国家的顶尖教学医院中，包括英国皇家爱丁堡、法国图卢兹大学医院、德国莱比锡大学医院等，公司为其核心科室提供高品质的整体解决方案和完善的信息服务方案，产品合计应用于欧洲超过 100 所教学医院。凭借独特的创新技术与高度的可靠性，迈瑞赢得了临床专家与管理者的高度认可。迈瑞在一带一路沿线 15 个国家设立 20 多个子公司，参与当地医疗机构建设，帮助提升当地的医疗技术水平。公司在全球 19 个国家和地区拥有 100 余个驻地直属服务站点，在多个国家设有 7X24 小时客户呼叫服务。同时，在美国、荷兰、哥伦比亚、印度、印度尼西亚等多个国家设有海外培训中心。

图表 27. 公司海外业务分布



资料来源：公司官网，中银国际证券

图表 28. 迈瑞国外合作顶尖医院



资料来源：公司官网，中银国际证券

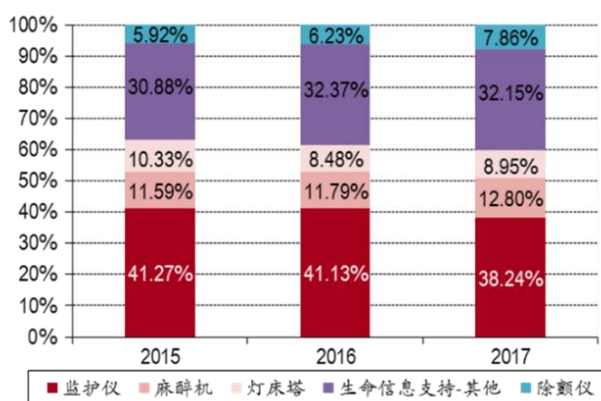
生命支持、体外诊断及医学影像三大基石业务鼎足发展

生命信息与支持-品牌知名度不断提升，有望保持稳健增长

公司的生命信息与支持业务产品包括监护仪、除颤仪、麻醉机、呼吸机、心电图机、手术手术灯等，以及手术室/重症监护室（OR/ICU）整体解决方案等用于生命信息监测与支持的一系列仪器和解决方案的组合。该板块业务是公司的传统优势业务，在国内市场已经享有较高的品牌声誉，市占率不断提升；国外市场已经进入欧美众多知名综合大型医院和教学医院，品牌知名度不断提升。

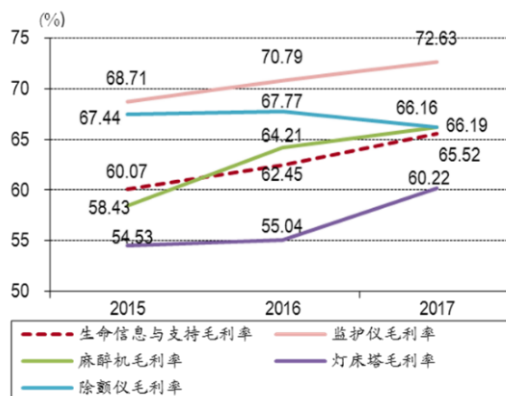
该板块业务 2015 年-2018 年收入复合增速 18.16%，2018 年收入实现 52.24 亿元，同比增长 23.32%，收入占整体营收比例 37.98%，从产品结构上来看，监护仪是该板块收入占比最高产品，预计占比接近 40%，麻醉机、灯塔床、除颤仪等也是主要产品（参考 2017 年收入占比，分别为 12.79%、8.95%和 7.86%）。自 2015 年起，随着高端产品陆续投入市场放量，生命信息与支持业务的毛利率不断提升，自 2015 年 60.07%提升至 2018 年 65.71%。目前国内生产生命信息与支持相关的器械厂家主要是理邦仪器和宝莱特，迈瑞销售的生命信息与支持产品中毛利率相对较高的高端机型占比较高，所以相对国内行业平均水平较高。

图表 29. 2015~2017 生命信息支持业务各项收入占比



资料来源：万得，中银国际证券

图表 30. 生命信息支持业务各项毛利率

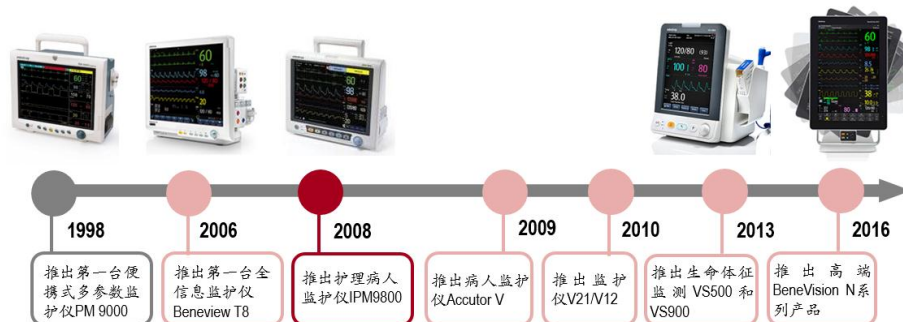


资料来源：万得，中银国际证券

监护仪：国内处于市场龙头，国际上紧追行业巨头

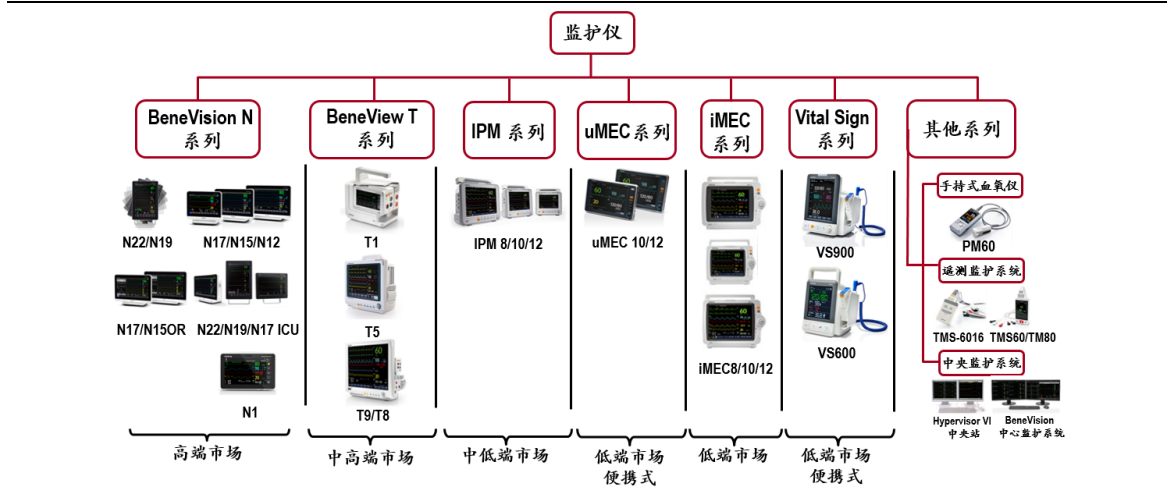
迈瑞在监护设备领域深耕多年，1998 年推出国内第一台便携式多参数监护仪 PM 9000，之后相继推出多款监护仪，并自主研发了丰富的生理参数测量技术，包括心电算法、无创血压算法、血氧算法、有创压力算法等生理测量技术以及血流动力学智能辅助工具，2016 年推出面向高端市场的 BeneVision N 系列，目前产品线丰富，涵盖便携式到台式，覆盖从低端到高端市场。

图表 31. 迈瑞监护仪研发历程



资料来源：公司官网，中银国际证券

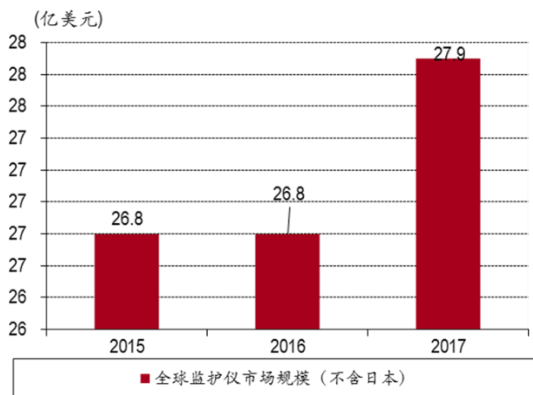
图表 32. 迈瑞监护仪产品系列



资料来源：公司官网，中银国际证券

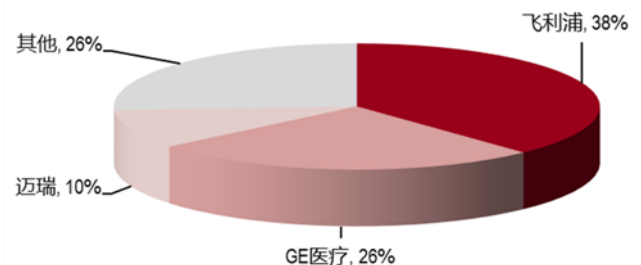
根据 Evaluate MedTech，2017 年全球（不含日本）监护仪市场规模 27.9 亿，增速 4.1%。全球监护仪市场发展成熟，规模增速较为缓慢，市场份额集中，2017 年飞利浦、GE、迈瑞的市场份额分别为 38%、26%、10%。在全球监护仪市场，飞利浦和 GE 医疗占据主要份额，分别是 38%和 26%，迈瑞份额为 10%，公司是全球第三大监护设备制造商。公司监护仪的品牌和质量在国外主流医疗机构已经得到认可，后续凭借高性价比优势海外市场份额继续提升，有望赶超全球龙头飞利浦和 GE 医疗。

图表 33. 2014~2017 年全球监护仪市场规模



资料来源：招股说明书，中银国际证券

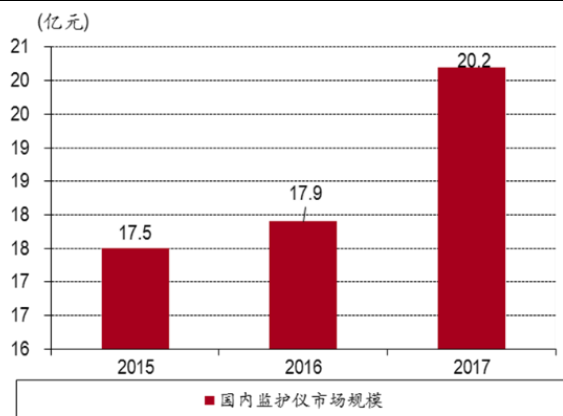
图表 34. 2017 全球监护仪市场竞争格局



资料来源：中国医疗器械协会，中银国际证券

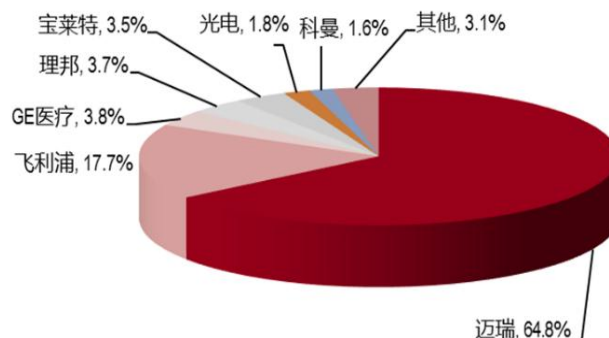
根据中国医疗器械协会数据，国内监护仪 2015~2017 年市场规模 17.9、17.5、20.2 亿元，2017 年增速 15.43%，渗透率虽然一直在提升，2014 年提至 29%，但较欧美发达国家 80%渗透率仍然较低。国内监护仪市场集中度高，2017 年迈瑞、飞利浦和 GE 监护仪市场份额分别为 64.8%、17.7%、3.8%，前三家市场份额高达 86.3%，且以高端监护设备为主，迈瑞在三级和二级医院的监护仪均占据高比例份额，而宝莱特、理邦等为代表的其他国内公司主要是中低端监护设备，相比国内其他公司，迈瑞监护仪的收入和毛利率均处于领先地位。监护仪是临床必备的医疗设备之一，预计随着分级诊疗的推广，国内医疗机构的需求将快速增加，公司作为国内监护仪龙头企业，有望率先受益。

图表 35. 2014~2017 年国内监护仪市场规模



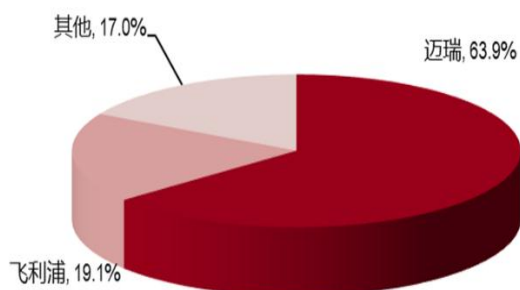
资料来源: 招股说明书, 中银国际证券

图表 36. 2017 国内监护仪市场竞争格局



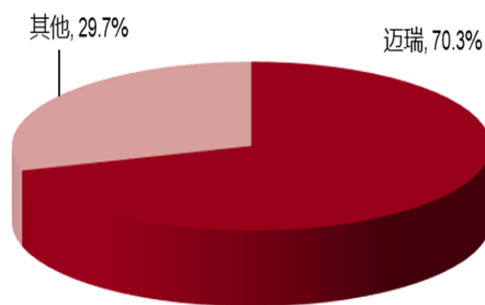
资料来源: 中国医疗设备, 中银国际证券

图表 37. 2017 国内三级医院监护仪市场格局



资料来源: 中国医疗装备, 中银国际证券

图表 38. 2017 国内二级医院监护仪市场格局

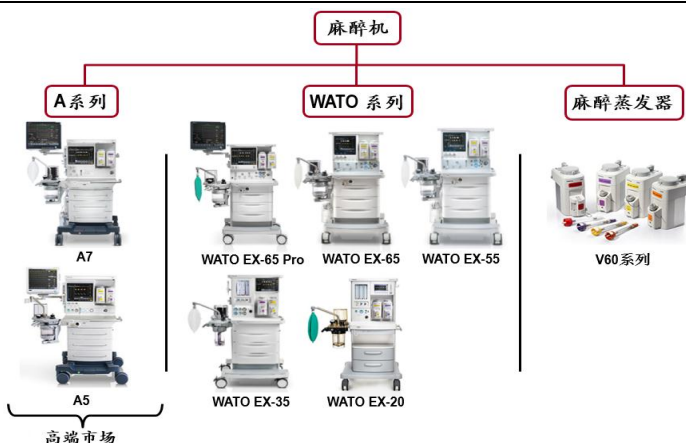


资料来源: 中国医疗设备, 中银国际证券

麻醉机-跻身全球高端麻醉机市场

麻醉机是通过机械回路将麻醉药送入患者的肺泡, 形成麻醉药气体分压, 弥散到血液后, 对中枢神经系统直接发生抑制作用, 从而产生全身麻醉的效果。公司麻醉机共有 2 个系列, 7 种产品, 包括定位中低端市场的 WATO 系列和中高端的 A 系列, 其中 A 麻醉 workstation 在全球高端麻醉机市场拥有一席之地, A7 麻醉 workstation 作为 A 系列的旗舰, 具有全触摸无菜单用户界面, 气体混合技术, 与 ICU 呼吸机媲美的通气模式, 使得 A7 麻醉 workstation 成为全球高端麻醉机中一颗耀眼的明星。

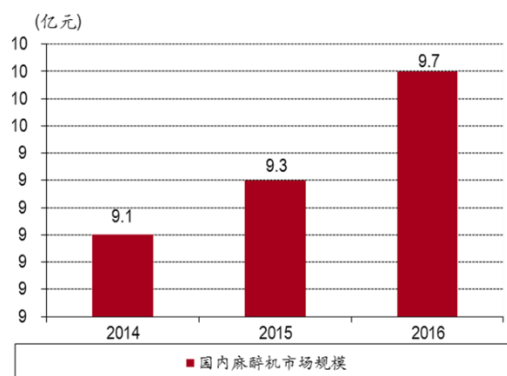
图表 39. 迈瑞麻醉机产品系列



资料来源: 公司官网, 中银国际证券

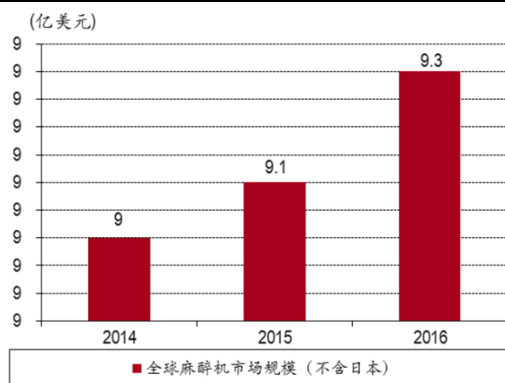
2015 年-2017 年全球（不含日本）麻醉机市场规模分别 9、9.1、9.3 亿美元，国内麻醉机市场规模 9.1、9.3、9.7 亿人民币，市场呈现增长态势。2017 年迈瑞在国内麻醉设备市场份额 11.2%，排名第三，主要竞争对手包括德尔格、通用电气，市场份额分别为 46.2%、32.5%。德尔格和 GE 在三级医院等高端市场具有绝对优势，两者市场份额超 80%。迈瑞麻醉机主要在二级及以下中低端市场发力，随着 A7 麻醉工作站高端品牌影响力进一步提升，迈瑞有望在三级医院进一步抢占高端麻醉机市场，同时与国际巨头在海外高端市场同台共舞。

图表 40. 2014~2016 年国内麻醉机市场规模



资料来源：招股说明书，中银国际证券

图表 41. 2014~2016 全球麻醉机市场规模



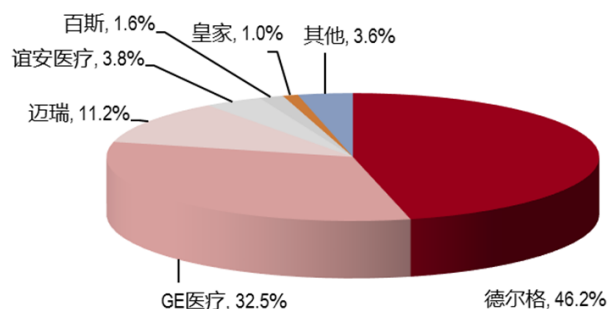
资料来源：中国医疗器械协会，中银国际证券

图表 42. 迈瑞麻醉机营收及毛利



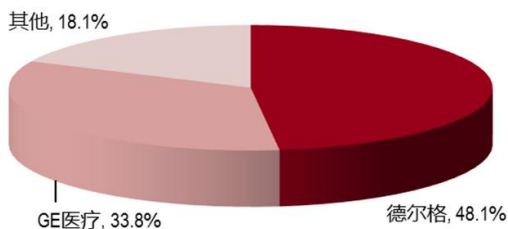
资料来源：万得，中银国际证券

图表 43. 2017 国内麻醉机市场竞争格局



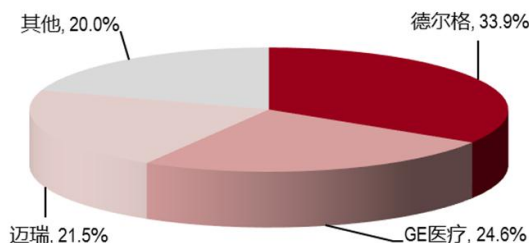
资料来源：中国医疗设备，中银国际证券

图表 44. 2017 国内三级医院麻醉机市场竞争格局



资料来源：中国医疗设备，中银国际证券

图表 45. 2017 国内二级医院麻醉机市场竞争格局

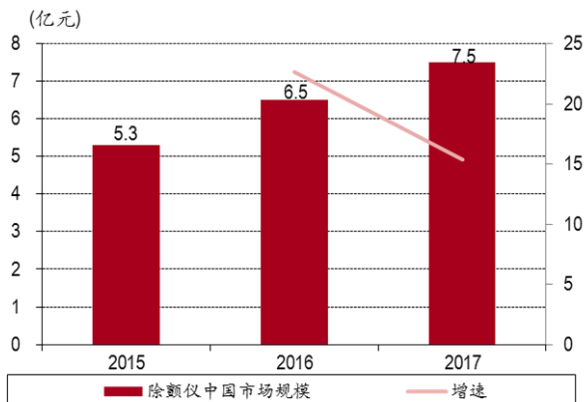


资料来源：中国医疗设备，中银国际证券

除颤仪-自主研发填补多项国家空白，市场需求快速提升

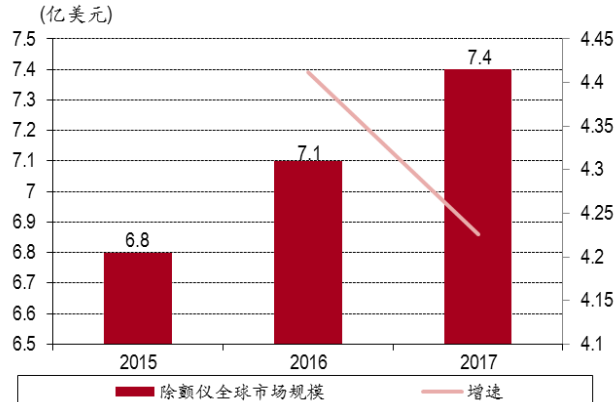
除颤仪是利用较强的脉冲电流通过心脏来消除心律失常，使之恢复窦性心律的一种医疗器械，是手术室必备的急救设备。自动体外除颤器(Automated External Defibrillator,AED)在国外已经有较长时间的发展并且初具规模，根据 Evaluate MedTech 数据，2015 年~2017 年全球（不含美国和日本）除颤仪市场规模分别为 6.8、7.1、7.4 亿美元。在中国，AED 的应用还处于起步阶段，根据中国医学装备协会数据，2015 年~2017 年国内除颤仪市场规模 5.3、6.5、7.5 亿人民币。

图表 46. 2017 国内除颤仪市场规模



资料来源：招股说明书，中银国际证券

图表 47. 2017 全球除颤仪市场规模

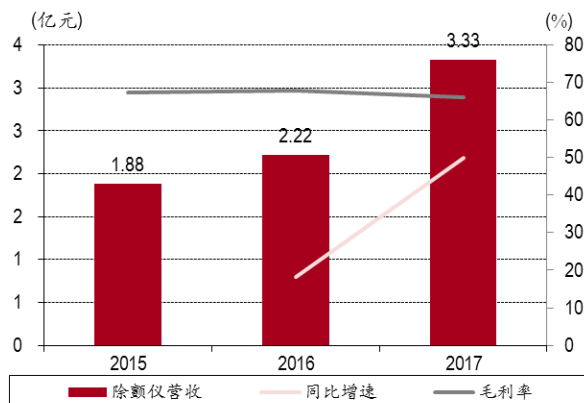


资料来源：招股说明书，中银国际证券

之前国内 AED 普及度不高，市场主要由进口品牌美国 ZOLL、飞利浦、日本光电、德国普美康等把持，进口产品价格高企，这也是导致 AED 不能快速普及的重要原因。公司自 1996 年起研究双向波技术；2004 年正式立项除颤相关核心技术产品化；2006 年立项进行高端除颤产品开发；2009 年正式推出中国第一台拥有完全自主知识产权产品-双相波除颤产品 BeneHeart D6；2013 年发布中国第一款双相波 AED 产品 BeneHeart D1，填补了中国多项空白，不仅打破了由 1000 多项专利树立起来的“技术壁垒”的封锁，而且实现了创新，获得了 18 项发明专利。2008 年，迈瑞作为唯一企业，参与编写了除颤国家标准，此标准于 2010 年 3 月正式发布实施。

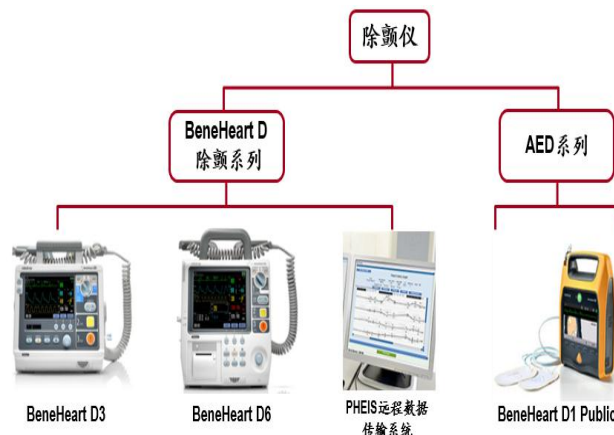
公司的除颤仪销售快速增长，2015-2017 年复合增速 33%，是公司增长最快的产品。2017 年实现收入 3.33 亿元，同比增长 50%。2016 年迈瑞在全球和中国除颤仪市场排名分别第五和第二，目前公司拥有 D3 和 D6 两个型号的除颤仪，以及一款 AED 设备。

图表 48. 2015-2017 年迈瑞除颤仪营收及毛利率



资料来源：万得，中银国际证券

图表 49. 迈瑞除颤仪产品系列



资料来源：招股说明书，中银国际证券

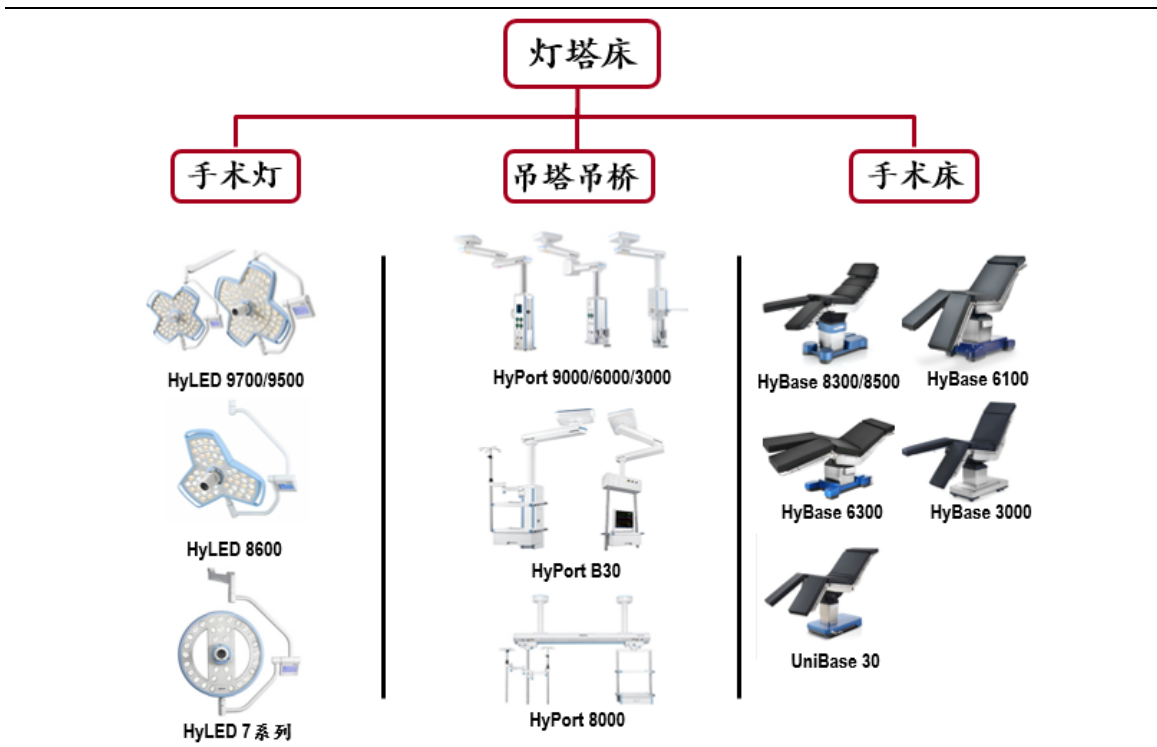
大量医学研究和临床证明，在心脏停止跳动的黄金 4 分钟内，使用 AED 设备参与心肺复苏，能够大幅度提高救活率（抢救成功率高达 60% 以上）。以美国为例，根据美国心脏病协会统计数据，美国每年的室颤者达 450,000 例，其心脏骤停的猝死为惊人的 95%，2003 年在美国全国范围内开展了公共除颤计划后，由室颤和无脉性室速所致心脏骤停患者的生存率达 49%。美国政府每年提供 3000 万美元专项资金用于实施公共除颤计划，在急救车 5 分钟内无法抵达的公共场所全部依法设置 AED，鼓励接受培训的非专业大众能随时使用 AED 急救。根据健康界报道数据，目前美国 AED 社会保有量超过 100 万台，平均每 10 万人 317 台，日本 235 台、澳大利亚 44.5 台、英国 25.6 台、德国 17.6 台。但是在中国市场，我国目前配备的 AED 设备数目不超过 1000 台，每十万人拥有的 AED 数量趋于 0，复旦大学泛血管医学研究院院长葛均，在世界临床医学综合期刊《柳叶刀》发表文章，中国心脏猝死的人数每年约 55 万，每日至少 1500 人心脏骤停位居全球之冠，其中不足 1% 的人成功获救，仅仅是美国的三分之一。

目前，多地出台政策将加强配置 AED，例如深圳拟分步实施在公共场所安置自动体外除颤器（AED），争取用 10 年时间达到每 10 万人口配备 100 台 AED 的国际先进水平，完成全市公共场所 AED 的全面配置；江苏省自 2016 年起率先在公共场所配置 AED，截至 2017 年底，江苏共投放 AED 500 台等，将持续加强公共场所配置。公司作为首个 AED 国产品牌，相对外资品牌，具有高性价比，在 AED 普及过程中，有望率先受益。

灯塔塔：国内基层市场第一，未来市场占比将不断扩大

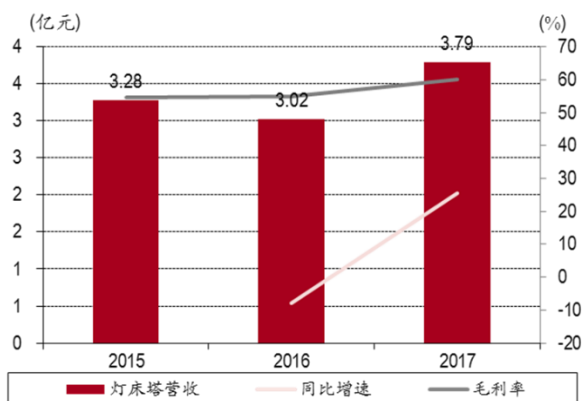
2017 年迈瑞在国内灯塔床等手术设备市场份额 9.9%，排名第 4，主要竞争对手包括德尔格、迈柯唯、明基三丰，市场份额分别为 18.1%、13.6%、10.8%。德尔格三级医院等高端市场具有绝对优势，迈瑞主要在二级及以下中低端市场发力，在二级医院，迈瑞占比较高，达到 25.3%，随着分级诊疗政策及新建基层医院的数量的增加，迈瑞在基层将进一步扩大市场占比。

图表 50. 迈瑞灯塔床产品系列



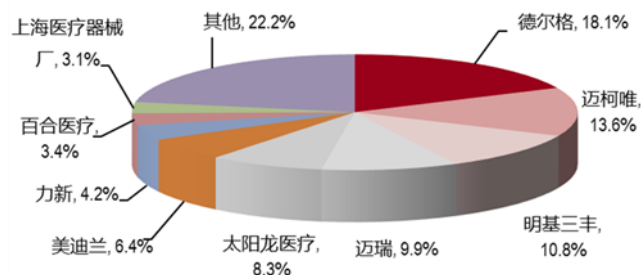
资料来源：公司官网，中银国际证券

图表 51. 2015-2017 年灯塔塔营收及毛利率



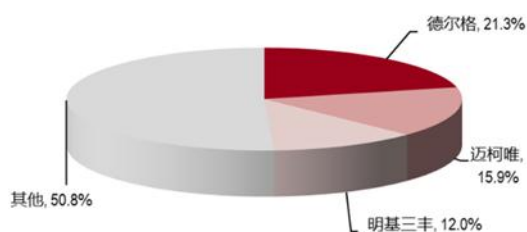
资料来源：万得，中银国际证券

图表 52. 2017 国内灯塔床市场竞争格局



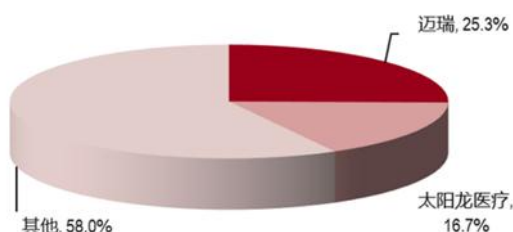
资料来源：中国医疗设备，中银国际证券

图表 53. 2017 国内三级医院灯塔床市场竞争格局



资料来源：中国医疗设备，中银国际证券

图表 54. 2017 国内二级医院灯塔床市场竞争格局

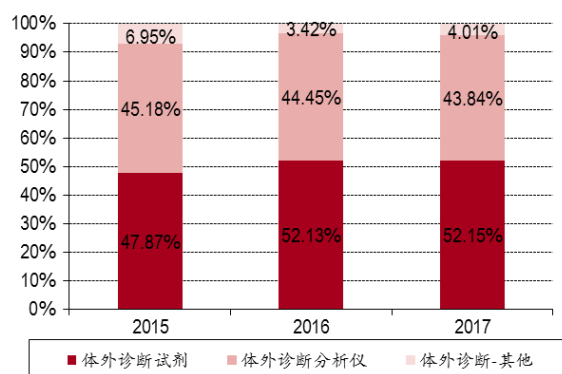


资料来源：中国医疗设备，中银国际证券

体外诊断业务-产品线最齐全，未来发展的重要驱动力

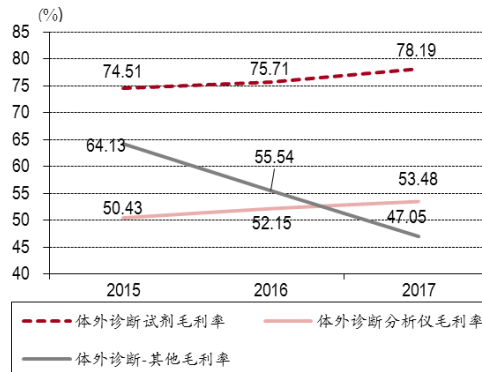
公司体外诊断业务 2015 年-2018 年复合增速 24.07%，是三大业务板块中增速最高的板块。2018 年实现收入 46.26 亿元，同比增长 23.66%。公司体外诊断业务板块产品线最齐全，主要包括血液细胞分析仪、生化分析仪、免疫分析仪、凝血分析仪及相关试剂，能够为实验室、诊所和医院提供一系列自动化或半自动的体外诊断产品和“一站式”服务。在该板块内部，以 2017 年年报为例，诊断试剂收入占比在 52.15%，体外诊断分析仪占比 43.84%，板块整体毛利率呈现逐年上升趋势，2017 年试剂毛利率达到 78.19%，仪器毛利率为 53.48%。

图表 55. 2015-2017 年迈瑞体外诊断分业务收入份额



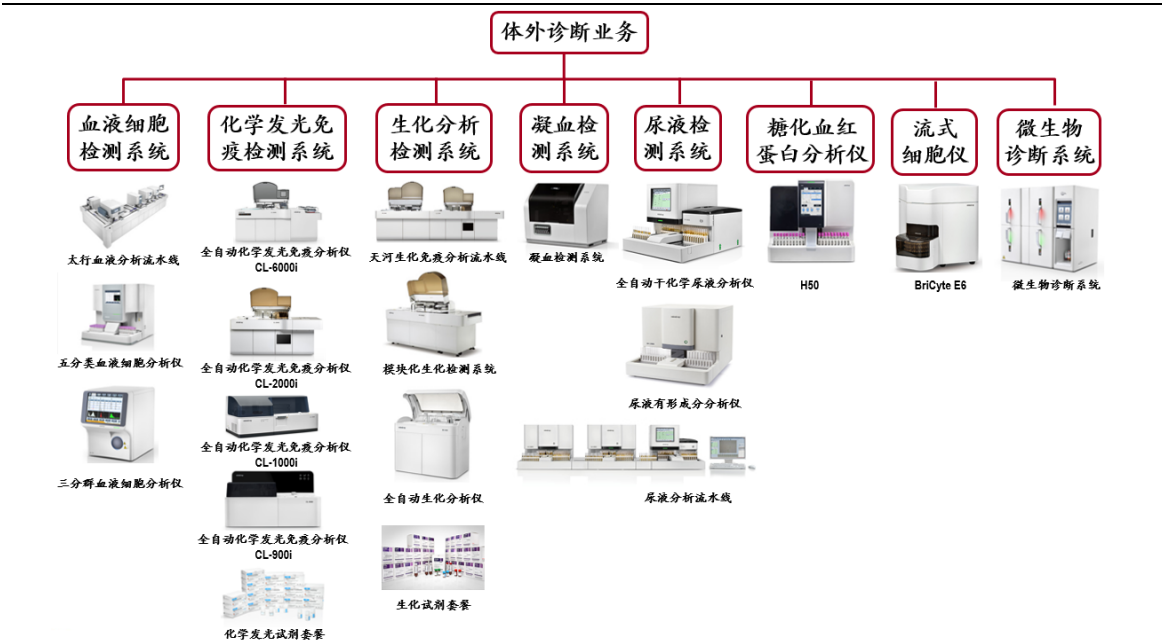
资料来源：万得，中银国际证券

图表 56. 2015-2017 年迈瑞体外诊断毛利率



资料来源：万得，中银国际证券

图表 57. 迈瑞体外诊断业务产品系列



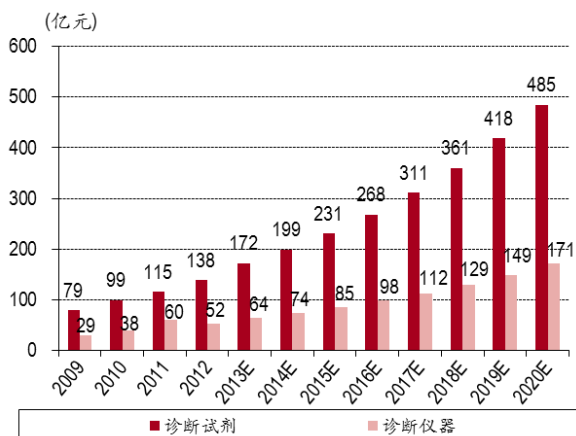
资料来源：公司官网，中银国际证券

国内体外诊断市场稳定增长

根据 Kalorama Information、McEvoy&Farmer 等国外研究机构的研究报告，2009 年国内体外诊断行业市场规模约为 93 亿元，其中诊断试剂达到 73 亿元、诊断仪器达到 20 亿元左右，到 2013 年整体市场规模已增长到 236 亿元，年复合增长率 26.24%。按照中国医疗器械协会体外诊断系统专业委员会的预计，未来 5 年我国的体外诊断市场规模年均增幅将在 15%-20% 之间，以最低增速 15% 保守估算，到 2018 年体外诊断试剂规模将超过 400 亿元，体外诊断仪器将接近 150 亿元。在居民收入水平提高、人均医疗保健支出提升、医保覆盖范围提高以及人口老龄化的共同驱动下，未来体外诊断市场将持续向好发展。

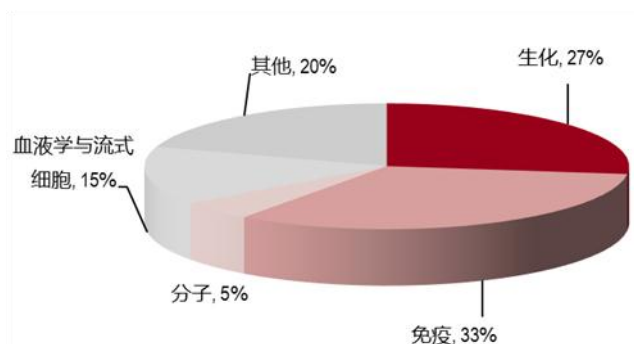
体外诊断细分行业较多，体外诊断产品主要可划分为生化诊断、免疫诊断、分子诊断、血糖检测、血液学和微生物学等。其中生化诊断发展较早，技术含量相对较低，主要用于检测血常规、尿常规、肝功能和肾功能等。随后诞生的免疫诊断则主要用于肝炎、性病、肿瘤、代谢、心血管疾病、传染病等疾病检测。免疫诊断近年来发展迅速，市场需求加速释放，规模占比快速攀升。各个细分市场以 2015 年数据估算，生化、免疫、分子和血液检测的市场规模占比分别为 27%、33%、15% 和 5%。

图表 58. 2009~2020 年国内 IVD 产业市场规模



资料来源：Kalorama、Huidian、McEvoy&Farmer、中银国际证券测算

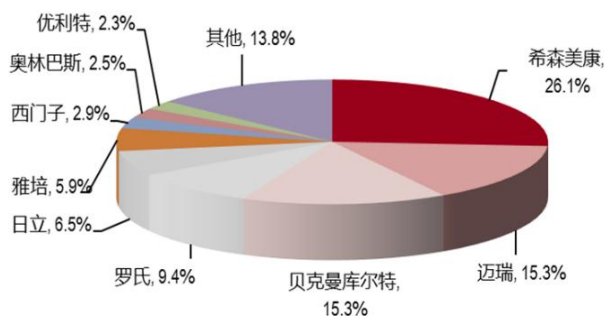
图表 59. 2015 国内体外诊断市场主要品种构成



资料来源：McEvoy&Farmer，中银国际证券

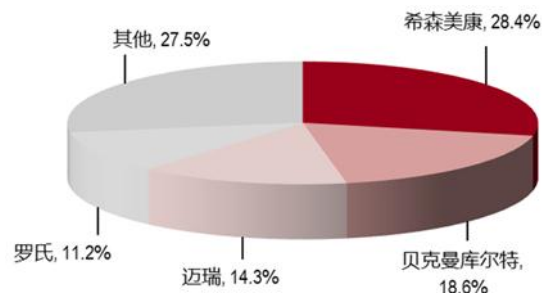
根据中国医疗设备行业数据，2017 年迈瑞医疗在国内检验室设备类市占率为 15.3%，排名第二，仅次于希森美康。希森美康、罗氏在三级医院市场份额较高；迈瑞则定位中端，主攻二级医院，收获不错市场反响。目前，迈瑞医疗的检验设备在三级医院和二级医院市占率分别在第三、第二，从满意度调研结果来看，评分均为最高，超过外资企业。随着医保控费趋严和进口替代进程加快，国产品牌的高端系列产品将继续向三级高端医疗机构渗透。2016 年，进口品牌医疗设备增速已呈现放缓态势，具有品牌效益的一线外资品牌，二线外资品牌增长乏力甚至负增长。相比之下，国产品牌呈现更高的增长速度，国产替代步伐加快。

图表 60. 2017 国内检验室设备市场竞争格局



资料来源：中国医疗设备，中银国际证券

图表 61. 2017 国内二级以上医院检验室设备市场竞争格局



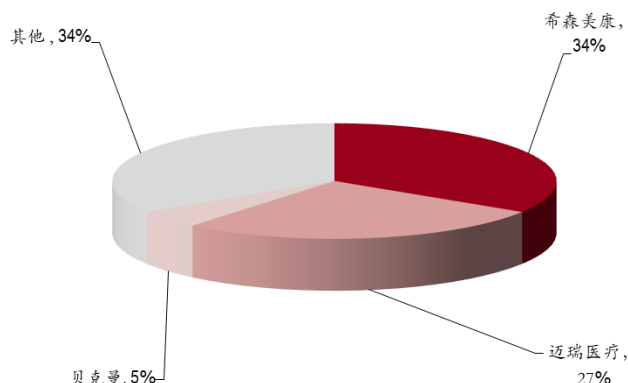
资料来源：中国医疗设备，中银国际证券

血液细胞分析·市场份额国内第二，迈向高端市场

血液分析指通过一些仪器的检测对红细胞、白细胞等相关参数进行检查和分析的技术，使用的半自动或自动化仪器被称为血液分析仪。

国内血液分析仪产品市场相对较为成熟，市场规模约 46-50 亿元，国外巨头希森美康和国内龙头迈瑞医疗两家共占据 60% 以上的市场份额。目前迈瑞的血液分析产品相比国外品牌已无明显技术差距，凭借价格较低、售后服务完善、本地化水平高的优势，其推出的高性能和高可靠性产品已进入三级医院的高端市场。

图表 62. 2015 国内血球市场竞争格局



资料来源：中国产业信息，中银国际证券

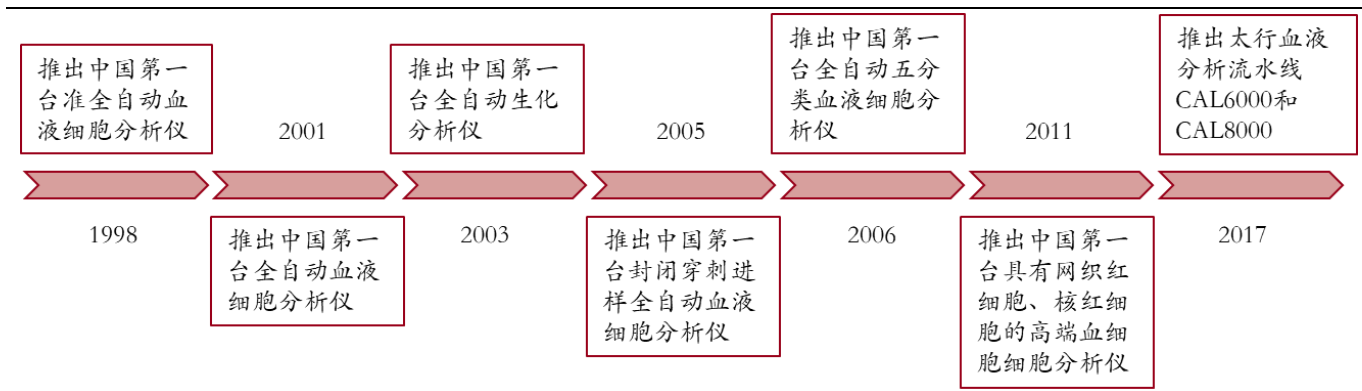
中国国产第一台全自动血液细胞分析仪就是由迈瑞于 2001 年率先推出。历经 20 余年的发展，迈瑞已经形成了体系完整且分类细化的三分类/五分类血球分析仪产品线，可以满足不同的市场需求。其中三分类血球仪为开放系统，价格低廉，竞争激烈，目前主要面向基层医院。五分类血球仪技术难度较高，迈瑞产品已经达到外资同等水平，销售的五分类血液分析仪已经打入了众多三级医院的高端市场。

迈瑞在售的主要血液细胞分析仪型号包括：

(1)三分类有 6 种型号：BC-20S、BC-30S、BC-2300、BC-2800、BC-3000plus、BC-3600；

(2)五分类 8 种型号：BC-5000、BC-5150、BC-5310、BC5390、BC5390CRP、BC-5800、BC-6800、BC-6900。

图表 63. 迈瑞血液分析仪发展历程



资料来源：公司官网，中银国际证券

图表 64. 迈瑞三分类五分类血液分析仪



资料来源：公司官网，中银国际证券

在成熟的三分类/五分类血球分析仪产品线基础上，迈瑞在国内率先推出了自己的血液分析仪流水线：CAL6000 和 CLA8000 血液分析流水线。该流水线产品拥有双轨设计，实现高效样本复检，智能推片染色，搭载具有 SF Cube 三维荧光分析技术，能灵敏准确地识别异常细胞。具体通过将血细胞分析仪、推片染色机和糖化血红蛋白分析仪等模块通过轨道连接成一条龙式的生产线，实现一管血液样本只需一次上线检测就得到多个需要的结果，能够提高检测效率 20~30%。该产品首次满足了临床对“血常规五分类+CRP+糖化”流水线高效检测的需求，大大拓展了这条血液分析流水线的功能。

图表 65. 迈瑞太行血液分析流水线系列



资料来源：公司官网，中银国际证券

目前血球业务占公司体外诊断业务的三分之一左右，以 2018 年测算约为 15.4 亿元，牢牢占据国内市场份额第二位，同时继续抢占希森美康在中国的市场空间。

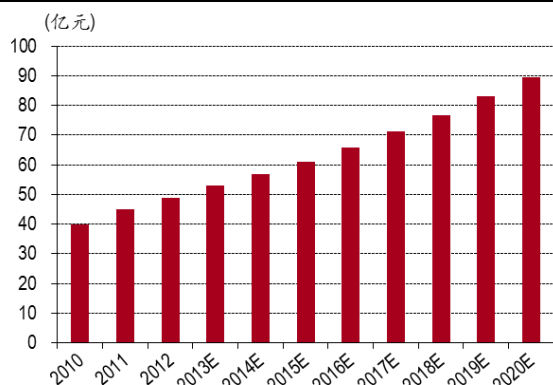
公司持续在研发管线上投入，在研产品包括高端五分类血液细胞分析仪，旨在开发全球最快、临床性能一流的高端荧光血液细胞分析仪等。未来公司进一步布局人工智能识别技术、自动化分析技术、智能化工作流程提升等技术研究，扩大血液分析技术上的领先优势，公司有望凭借在血球仪上增加新项目以及推广血球检测流水线策略继续保持 15-20% 的增长。

生化诊断-最早享受进口替代红利，市场份额仍有提升空间

生化诊断是指利用 Lamber-Beer 定律，通过各种生物化学反应在体外测定各种无机元素、蛋白和非蛋白氮以及酶、糖、脂等生化指标的体外诊断方法。常用的肝功能、肾功能、血糖、血脂等检查项目就属于生化诊断，是国内外发展最早、发展最成熟的 IVD 细分领域。

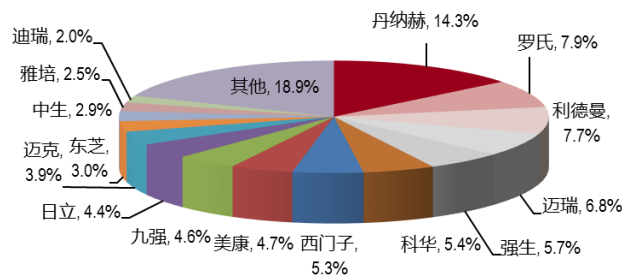
根据 Kalorama&Huidian Research 研究数据，2013 年中国临床生化诊断产品市场规模约为 53 亿元，按照其增速 6%~8% 预测，2019 年，生化诊断市场将达到 83 亿元。总体而言，生化领域已是红海，行业增长势头弱于其他 IVD 细分领域。目前市场上主流生化分析仪生产商家分为进口和国产两大阵营，进口品牌主要有贝克曼、日立、东芝、罗氏等，国产品牌主要有迈瑞、迪瑞、科华等。生化诊断是我国发展最早的 IVD 细分行业，国内生化诊断试剂基本已经完成进口替代，但高端仪器仍由外资主导，国产占有率不足 10%。目前迈瑞在整体市场中占比 6.8%，生化分析仪在国内市占率排名第三，是最早享受进口替代红利的公司之一。

图表 66. 2010~2020 年国内生化市场规模



资料来源：Kalorama&Huidian Research，中银国际证券测算

图表 67. 2015 国内生化市场竞争格局



资料来源：火石创造，中银国际证券

公司先后推出 BS-200 系列、BS-300 系列、BS-400/480 系列、BS-800 系列、BS-2000 系列等多个型号的全自动生化分析系统，是全球少数几家能够提供全系列高性能生化检测系统的厂家。在 2018 年 6 月中国医学装备协会发布第四批优秀国产医疗设备产品遴选中，公司有多达 25 款全自动生化分析仪产品分别在 1600 速，800 速，400 速，200 速上榜。在高端产品 1600 速全自动生化分析仪遴选中，只有迈瑞与迪瑞两家企业上榜。同时，迈瑞目前是中国唯一能研发生产单机检测 2000 速生化分析仪的厂家，显示出强大的技术和开发能力。

图表 68. 迈瑞生化分析仪第四批优秀国产医疗设备产品上榜名单

分类	型号
1600 速	BS-2000、BS-2200、BS2000M、BS-2200M
800 速	BS-800、BS-820、BS-800M、BS-820M、BS-880、BS-890、BS-830、BS-830S、BS-840、BS-850、BS-860
400 速	BS-600、BS-620、BS-430、BS-450、BS-460
200 速	BS-350E、BS-360E、BS-370E、BS-230、BS-240

资料来源：中国医学装备协会，中银国际证券

生化诊断领域，仪器和试剂的封闭化是未来发展趋势，单一的仪器生产或者试剂生产商很难形成竞争力，突围需要生化诊断仪器、试剂一体化发展。公司的生化试剂产品目前已全面覆盖血脂、肝功、肾功、心血管、糖尿病、风湿和特种蛋白等多个领域，拥有完善的产品开发技术平台，大大提高了产品开发的质量与效率。诊断试剂与诊断仪器形成良好的闭环作用和协同效应，极大提升市场竞争力，预计公司生化增速未来将略高于行业 10% 的整体水平。

图表 69. 迈瑞生化试剂覆盖领域



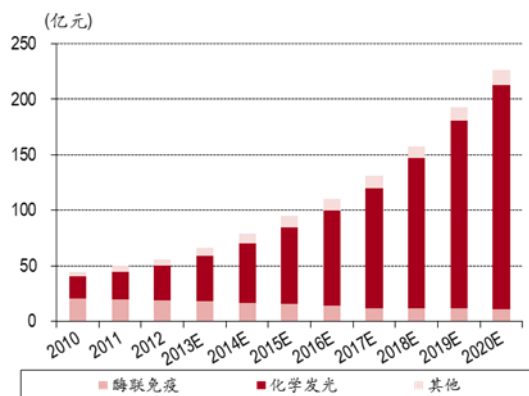
资料来源：公司官网，中银国际证券

免疫诊断-化学发光领域后来居上，市场空间大

化学发光标记免疫分析又称化学发光免疫分析，是将具有高灵敏度的化学发光测定技术与高特异性的免疫反应相结合，用于各种抗原、半抗原、抗体、激素、酶、脂肪酸、维生素和药物等的检测分析技术。

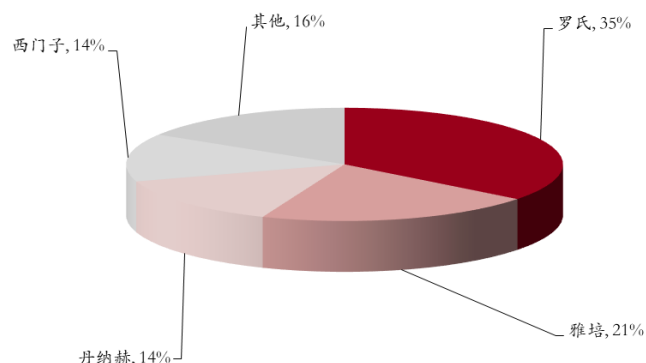
目前化学发光是免疫诊断产品的主流技术方向，也是我国体外诊断领域规模最大、增长速度最快的领域。根据 Kalorama&Huidian Research 的预测，未来几年国内免疫诊断市场将继续保持 15% 以上的增长速度，预计 2015 年达到 100 亿元左右的市场规模。在细分领域，酶联免疫诊断市场将逐步萎缩，免疫诊断仪器及试剂的需求增长速度将达到 30%，预计 2019 年将在 168 亿元左右。具体到检测方法，化学发光法因其灵敏度高、特异性强、试剂有效期长等优点，逐步成为免疫诊断新的增长点。2010-2017 年，化学发光行业保持超过 30% 的复合增长，未来几年也有望持续稳定在 20% 以上，优质国产龙头企业将维持 30-40% 的高增速。

图表 70. 2010~2020 年国内免疫诊断市场规模



资料来源: Kalorama&Huidian Research, 中银国际证券测算

图表 71. 中国化学发光市场格局



资料来源: 火石创造, 中银国际证券研究所

发光免疫诊断产品为仪器试剂一体化的封闭系统, 国内将近 90% 的化学发光市场被进口厂家垄断, 其中罗氏、雅培、丹纳赫、西门子四大巨头占据了 80% 以上的市场份额。随着国内体外诊断企业在化学发光免疫诊断领域的不断创新, 国产企业逐步打破国外品牌垄断, 化学发光免疫设备及试剂也逐渐占据市场一定份额。

迈瑞医疗的化学发光免疫类产品切入市场较晚, 自动化学发光仪器于 2012 年上市销售, 仪器参数方面设定拥有一定后发优势, 同时发力于发光试剂上, 形成一体化的竞争优势。

仪器方面, 公司在 2013 年起开始研发化学发光产品, 依托成熟的体外诊断仪器研发体系, 目前已开发出从低到高 CL-900i 至 CL-6000i 等四种型号。其中 CL-6000i 测速等关键参数实现领先世界的技术水平, 还可以与生化级联成生化免疫流水线, 或者双模块级联形成 CL-6000i M2, 检测速度高达 960T/H, 具有广阔的应用场景。

试剂方面, 化学发光检测项目从 2015 年初的 27 种增加至 2017 年末的 64 种, 覆盖心肌标志物、糖尿病、贫血、传染性疾病、肿瘤标志物、甲状腺功能、性激素、骨代谢和肝纤维化多领域。2018 年 6 月更是成为目前国内唯一一家具有齐全的五项肺癌标志物 (CEA, NSE, Cyfra21-1, SCCA, proGRP) 检测的化学发光厂家, 未来将极大的助力临床对肺癌疾病的鉴别诊断、治疗监测及预后。

伴随近年来市场认可度的不断提升, 迈瑞的仪器装机量大幅增加, 供应的试剂种类日趋多样, 化学发光类产品已取得亮眼成绩。未来, 随着肿瘤标志物、传染病等检测项目不断丰富, 期待公司的化学发光试剂销售放量, 预计化学发光将保持高增长。

图表 72. 迈瑞化学发光检测仪器和发光试剂覆盖领域



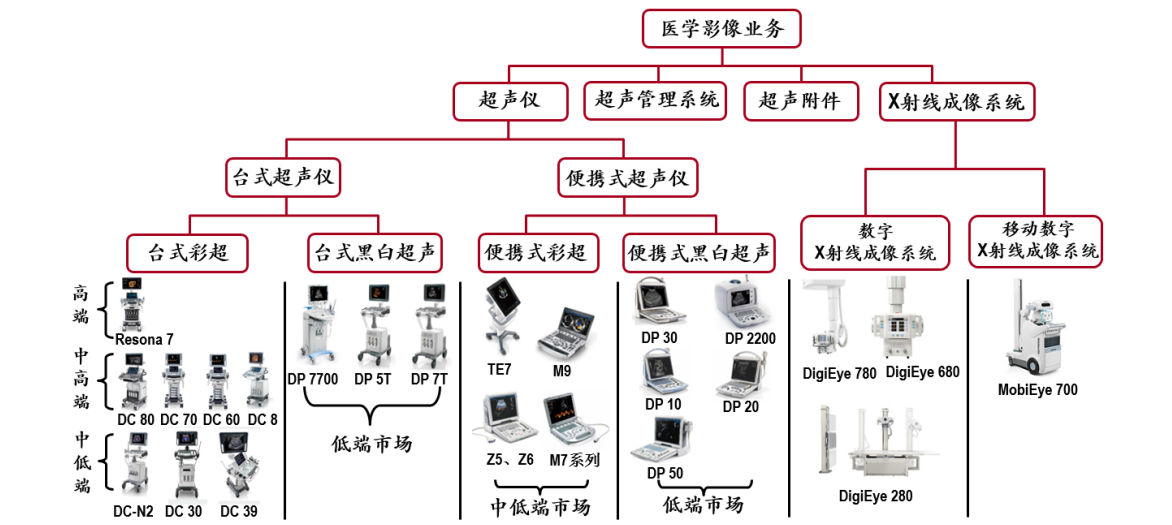
资料来源：公司官网，中银国际证券

整体而言，随着体外诊断产品线持续的技术积累和产品创新，公司将进一步抢占国际巨头的市场份额，并开拓新增市场需求，体外诊断这个产线对于公司整体业绩的贡献也将稳步增加。

医学影像业务-自主研发发力高端市场，未来业绩重要增长点

公司医学影像业务是公司三大核心业务之一，产品包括超声诊断系统和数字 X 射线成像系统，其中超声诊断系统包括彩超和黑白超。公司在 2013 年收购高端超声影像制造商 Zonare 后，推动超声诊断系统向中高端延伸，2015 年末发布了中国第一台高端台式彩超 Resona-7，正式进入彩超高端市场。目前，公司超声产品实现了中低端到高端市场的全覆盖，其中 DC 系列定位中高端市场，性价比优势突出，产品包括 DC8、DC70、DC80，是二级医院和基层医院的主力机型；Resona 系列是真正意义上的国产高端机型，包括 **Resona8** 妇产超声专用机、Resona7 全身机。

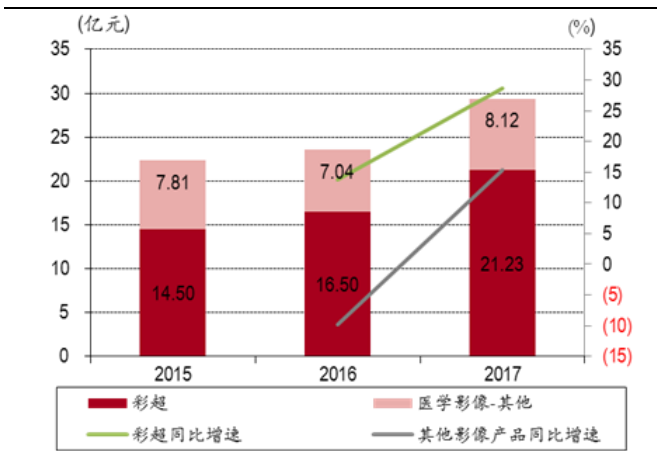
图表 73. 迈瑞医学影像业务产品系列



资料来源：公司官网，中银国际证券

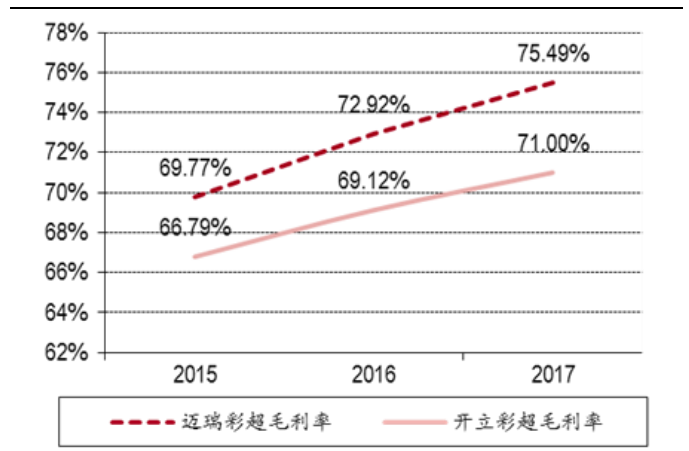
医学影像业务 2015 年-2018 年复合增速 17.2%，2018 年实现收入 35.97 亿元，同比增长 22.56%，整体毛利率 71%。其中，彩超收入占比逐年提升，2017 年彩超收入 21.23 亿元，同比增长 28.7%，占医学影像收入的 72.33%，预计 2018 年收入增速 30% 左右。随着智能超声系统设备 Resona7 昆仑系列和 DC 系列等中高端产品在彩超收入中的占比逐步提升，拉动医学影像业务收入较快增长和整体毛利率提升。

图表 74. 2015~2017 年彩超及其他医学影像产品收入



资料来源：万得，中银国际证券

图表 75. 2015~2017 年迈瑞彩超毛利率

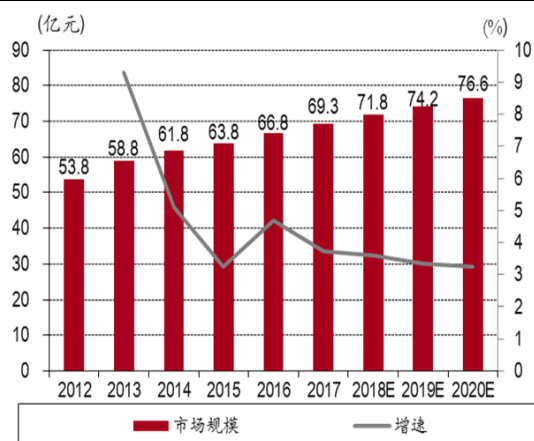


资料来源：万得，中银国际证券

自主研发形成超声产品线齐全，打破国外市场垄断塑造国民品牌

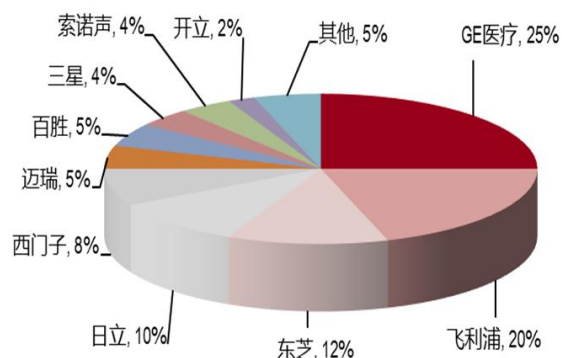
根据 QY Research 估计，2017 年全球超声市场约 71.8 亿美元，主要市场被 GE、飞利浦、东芝占据，三者市场份额合计 67%，公司在超声市场份额 5%，排名第五。

图表 76. 2012~2020 年全球超声仪市场规模及增速



资料来源: QY Research, 中银国际证券

图表 77. 2017 年全球超声仪市场竞争格局

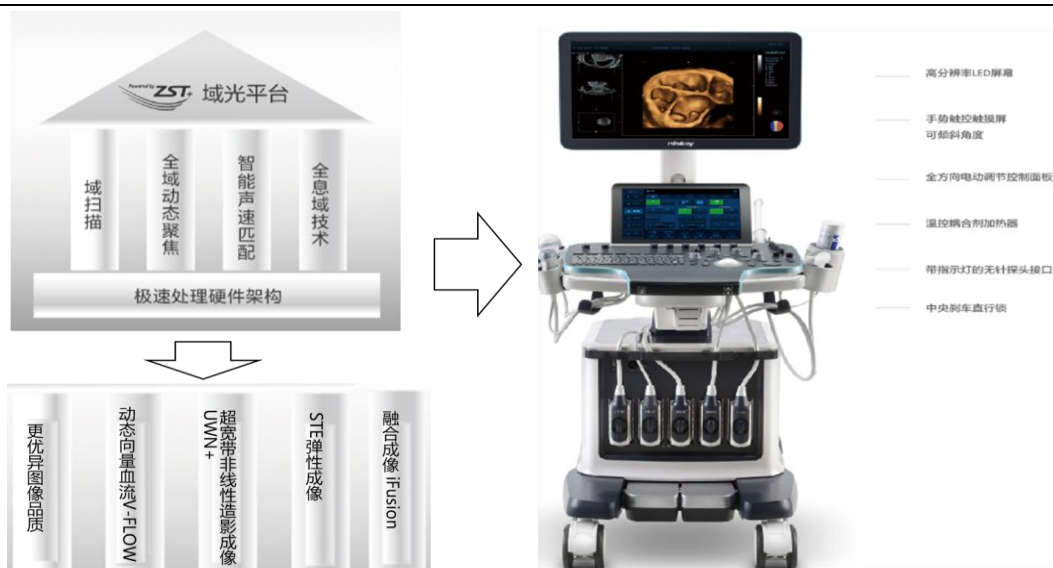


资料来源: IHS, 中银国际证券

在国内市场, 2000 年前彩超市场主要由外资品牌把持。公司是国内较早进行超声诊断设备研发的公司, 开创了中国超声领域的多个第一, 从 2002 年推出中国第一台全数字黑白超声仪 DP-9900, 2006 年推出中国第一台全数字彩色超声 DC-6, 2008 年推出中国第一台便携式彩色多普勒系统 M5。2013 年收购美国超声领域排名前五的 Zonare, 在其全球领先的“区域成像技术”的技术平台之上, 结合自身研发优势于 2015 年推出了首个国产的高端彩超产品 Resona7, 标志着进军彩超高端市场, 打破了外资企业对彩超高端市场的垄断。目前迈瑞超声产品已应用于美国排名前 20 的美国医院中的 19 家, 应用于欧洲超过 100 所教学医院。随着迈瑞高端超声诊断设备 Resona7 在欧美市场渗透率进一步提高, 迈瑞国际市场份额也将不断提升。

Resona7 高端彩色超声系统所采用的 ZST+域光平台突破了传统超声波束在成像空间分辨力和时间分辨力的技术限制, 是对超声技术的一次变革, 实现了超声技术的四大创新, 即域扫描、全域动态聚焦、智能声速匹配、全息域技术, ZST+域光平台代表了未来超声成像的发展趋势。基于 ZST+域光平台的极速处理硬件架构, Resona 能够展现更优异的图像品质; 实现动态向量血流追踪; 独有的 UWN+ 造影技术可以在保证造影信号强度的前提下, 用尽可能低的机械指数确保更长的显影时间和更少的造影剂用量; 采用专利的超宽带追踪技术, STE 可以提供更快、更精准和更好穿透力的定量弹性图像; 毫米级精度的磁感应器能够实现呼吸补偿的融合成像, 极大提高融合成像的精准度。

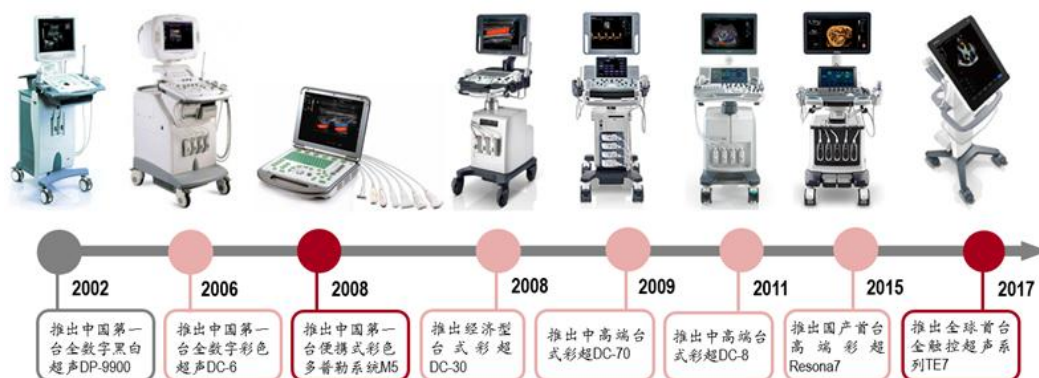
图表 78. Resona7 技术优势



资料来源: 公司官网, 中银国际证券

公司从黑白超声的研发起步到推出彩色多普勒超声系统，始终坚持自主创新，不断突破技术瓶颈，依靠持续不断的研发投入，逐步形成从黑白超声到彩超，从台式到便携式超声，再到全触控超声系统等多个产品系列，覆盖从低端到高端市场，打造出中国的超声品牌。

图表 79. 迈瑞超声诊断设备研发历程



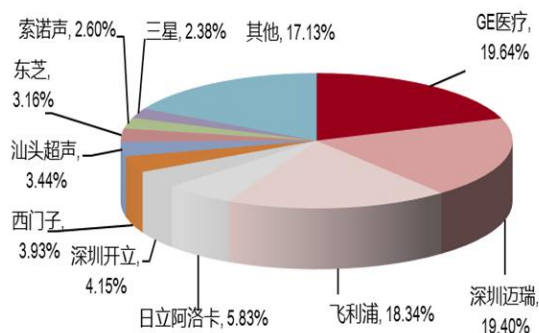
资料来源：公司官网，中银国际证券

目前公司在超声领域自主研发了发射连续聚焦技术、声速矫正技术和向量血流技术等，自主研发的剪切波弹性成像技术更是获得了国家技术发明二等奖。据智慧芽专利数据统计，迈瑞拥有近800项和超声有关的专利技术。公司正开展高端便携式彩色多普勒超声诊断系统研制，同时持续进行多项超高端彩超技术研究，包括高性能换能器、乳腺自动扫面、造影融合及心脏运动分析等技术预研，对远程超声技术、平面波成像技术、思维显示技术等进行研究，未来将持续推出创新产品，进一步丰富高端超声产品线。

国内超声市场份额第三，超声高端市场份额提升空间大

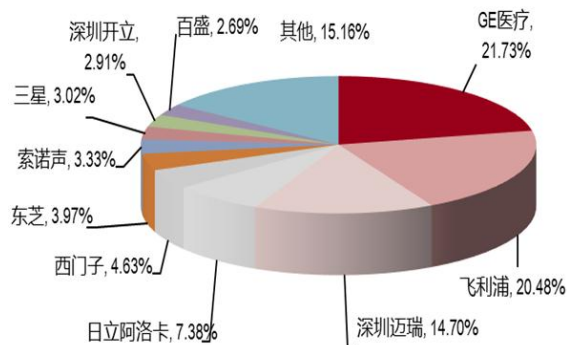
在国内公立医疗机构的超声仪市场竞争格局中，迈瑞以19.4%市场份额位列第二，与市场份额第一的GE医疗19.64%相差不大。但是在医疗机构的分布中，市级公立医院（主要是三级医院）迈瑞市场份额14.7%，与第一名、第二名的GE医疗（21.73%）、飞利浦（20.48%）拉开差距；县级公立医院市场份额前三分别为GE医疗（26.09%）、飞利浦（19.25%）、迈瑞（17.78%）；在社区/乡镇卫生院超声市场，迈瑞市场份额第一，占比34.02%，远远高于第二名GE医疗13.55%。由于公司中低端产品的超高性价比，在基层医疗机构使用广泛。未来随着分级诊疗的推进，基层的医疗需求进一步释放，利于公司的中低端超声系列产品收入稳健增长。

图表 80. 2018 年国内公立医疗机构超声仪市场格局



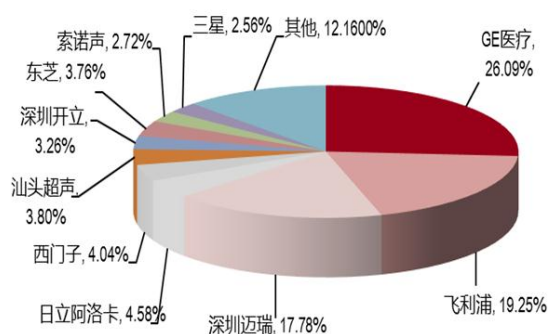
资料来源：医招采，中银国际证券

图表 81. 2018 年市级公立医院超声仪市场格局



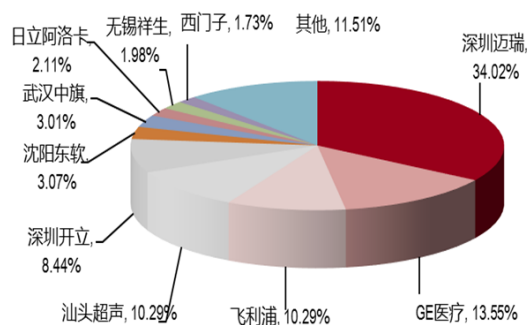
资料来源：医招采，中银国际证券

图表 82. 2018 年县级公立医院超声仪市场格局



资料来源：医招采，中银国际证券

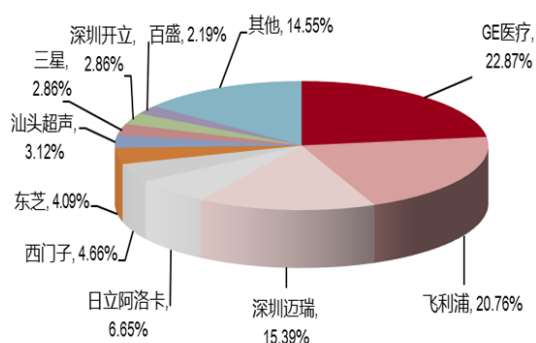
图表 83. 2018 年社区/乡镇卫生院超声仪市场格局



资料来源：医招采，中银国际证券

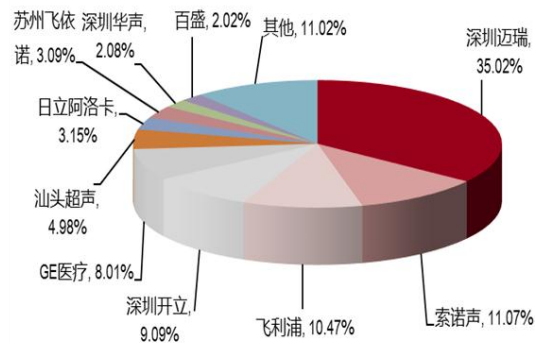
2018 年公立医疗机构超声仪采购上，台式超声诊断仪进口品牌表现突出，迈瑞位于第三位，占比为 15.39%，低于 GE 医疗 22.87% 和飞利浦 20.76% 的市场份额；便携式超声国产与进口品牌“平分秋色”，其中深圳迈瑞稳居市场首位，占比达到 35.02%。

图表 84. 2018 年公立医疗机构台式超声各品牌采购份额



资料来源：医招采，中银国际证券

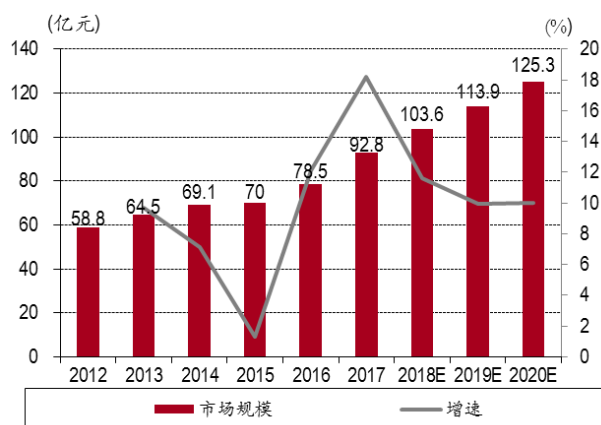
图表 85. 2018 年公立医疗机构便携超声各品牌采购份额



资料来源：医招采，中银国际证券

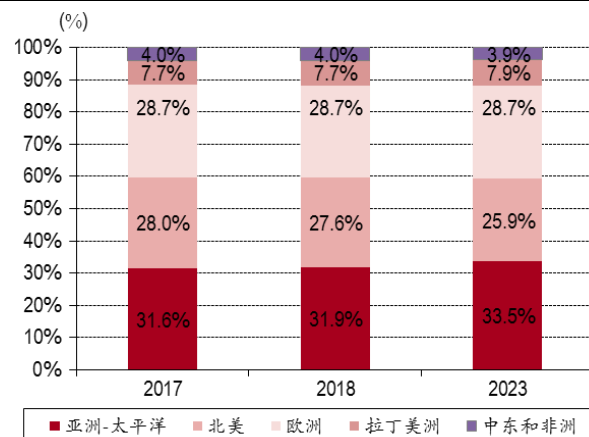
全球范围来看，根据 BBC Research 的数据，2018 年拉美、中东和非洲等地区的超声市场份额占到全球份额的 11.7%，达到 7.92 亿美元，拉美、中东和非洲地区主要需求是中低端超声诊断设备，迈瑞拥有丰富的中低端超声产品线，近几年公司积极布局拉美市场，中低端超声设备有望得到进一步放量。欧美日等成熟市场主要需求是中高端超声诊断设备，国外超声巨头均拥有丰富的高端超声产品线，迈瑞高端超声设备渗透率有望进一步提升。2013 年，迈瑞以 1.05 亿美元全资收购高端医学影像领军企业 Zonare，获得区域成像技术，升级影像学平台，大幅缩短与进口巨头的技术差距，并在 2015 年推出高端智能超声系统设备 Resona7，目前迈瑞超声产品已应用于美国排名前 20 的美国医院中的 19 家，应用于欧洲超过 100 所教学医院。随着迈瑞高端超声诊断设备 Resona7 在欧美市场渗透率进一步提高，迈瑞国际市场份额也将不断提升。

图表 86. 2012~2020 年国内超声仪市场规模及增速



资料来源：中国医学装备协会，中银国际证券

图表 87. 2018~2023 年全球超声设备市场分布



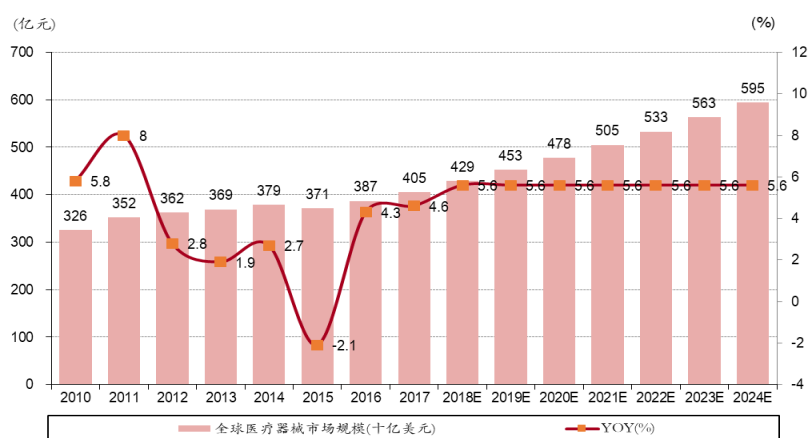
资料来源：BBC Research，中银国际证券

我国器械行业迎来发展的黄金十年，龙头公司率先受益

全球器械行业市场规模巨大，我国器械行业快速发展

全球市场稳中有增，发达国家占绝对优势。2017 年全球医疗器械市场规模达到 4050 亿美元，同比增长 4.6%。根据 EvaluateMedTech 预测，2024 年全球医疗器械市场规模将达到 5945 亿美元，2017 年-2024 年行业 CAGR 预计为 5.6%。总体来看，从 2012 年起，全球医疗市场规模增长速度整体放缓，体量在波动中实现稳中有增。从区域上看，欧美日等发达国家地区的医疗器械产业处于主导地位，生产和消费都占据绝大多数市场。根据 EvaluateMedTech 公布的 2017 年医疗器械排行榜，TOP20 公司的销售收入占全球医疗市场的 54%。

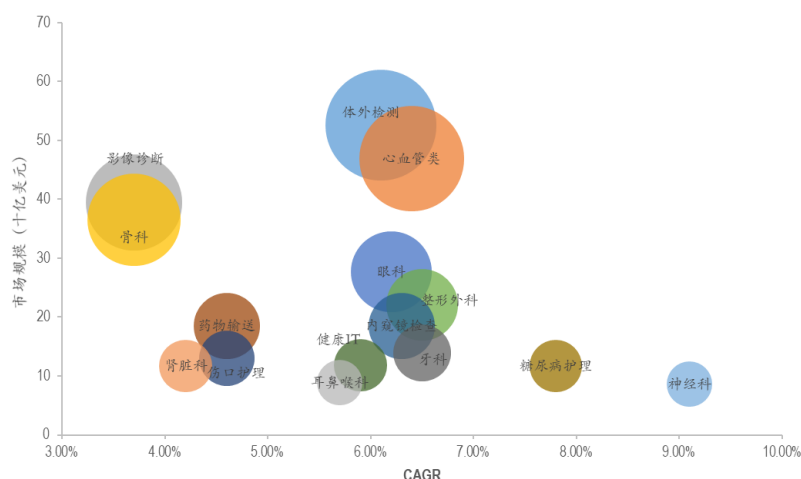
图表 88. 全球医疗器械市场规模



资料来源：EvaluateMedTech World Preview 2018, Outlook to 2024，中银国际证券

具体到细分领域市场，IVD 领域仍将是全球最大的细分市场，2017 年销售额为 526 亿美元，市场份额为 13.0%；预计 2024 年销售额将达到 796 亿美元，将占据全球医疗器械市场 13.4% 的市场份额；2017 年市场份额分列二三位的是心血管类和影像诊断类器械，销售额分别 469 亿美元和 365 亿美元，份额分别占到 11.6%，9.8%；预计 2024 年将实现 726 亿和 510 亿美元的销售。从细分市场未来增长趋势来看，神经学领域将成为医疗器械细分市场中增长最快的领域，预计 2024 年销售额将达到 158 亿美元，2017-2014 年间的 CAGR 为 9.1%。而增长速度最慢的细分市场将是诊断影像和骨科市场，它们在 2017-2024 年间的 CAGR 预计为 3.7%。

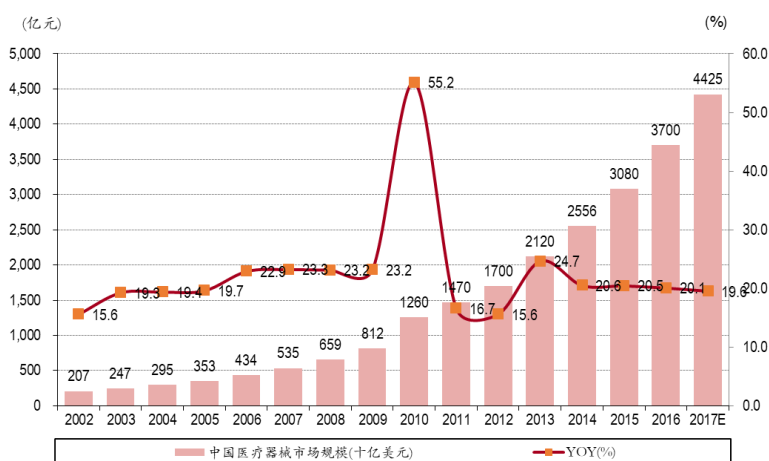
图表 89. 全球医疗器械细分市场规模和复合增长率



资料来源: EvaluateMedTech World Preview 2018, Outlook to 2024, 中银国际证券

中国市场快速扩容，黄金十年增速遥遥领先。相比起欧美日等发达国家，我国医疗器械产业呈现显著的起步晚、规模小、增速快等特点。发达地区医疗器械市场历经多年发展，目前产品的技术水平和质量均处于较高水准，市场的需求趋向高端，目前以产品升级换代为主，市场增量空间有限，在维持高份额的同时保持低速增长；相比之下，中国市场存在极大的产品普及需求，拥有较大的增量空间，未来很长一段时间将维持高速扩容态势。中国医药物资协会数据显示，2016年中国医疗器械市场规模约3700亿，较去年同比增长20.13%；预计2017年我国医疗器械市场规模为4425亿元人民币，近10年整体复合增长率达到20.5%，远超世界整体6.5%的复合增长水平。即便如此，较之2017年世界4050亿美元的医疗器械市场，中国占有全球市场份额仍旧不足15%，按照人口比例来看，这个市场份额依旧处于较低水平，未来存在可观的成长空间。

图表 90. 中国医疗器械市场规模



资料来源: 中国医药物资协会, 中银国际证券

分级诊疗基层市场扩容，高性价比国产器械具备竞争优势

分级诊疗制度促使基层医院数量增长。2009年3月，国务院在《关于深化医药卫生体制改革的意见》首次提出分级诊疗概念，2015年9月，正式发布《关于推进分级诊疗制度建设的指导意见》，明确了分级诊疗工作考核标准和各方面的数据指标，制度建设推行迅速。随后，关于分级诊疗制度的文件数量明显增长，要求逐渐细化，成果逐渐显现。根据中国卫生健康事业发展统计公报，2010至2014年，中国三级医院数量增速最高达到16%，显著高于一、二级医院增速，后两者均低于10%；从2015年开始，一、二级医院增速开始反超三级医院，其中在2015年一级医院增速高达25%，截止至2018年8月，一、二级医院数量达到为10290、8679家，医院数量增加带来基层医疗机构就诊人数和医疗器械需求的增长。

图表 91. 分级诊疗相关政策梳理

时间	发布机关	文件	内容
2009年3月	国务院	关于深化医药卫生体制改革的意见	逐步建立分级诊疗和双向转诊制度，为群众提供便捷、低成本的基本医疗卫生服务
2015年5月	国务院	关于城市公立医院综合改革试点的指导意见	构建分级诊疗服务模式，完善与分级诊疗相适应的医保政策。按照国家建立分级诊疗制度的政策要求，在试点城市构建基层首诊、双向转诊、急慢分治、上下联动的分级诊疗模式
2015年9月	国务院	关于推进分级诊疗制度建设的指导意见	以提高基层医疗服务能力为重点，以常见病、多发病、慢性病分级诊疗为突破口，完善服务网络、运行机制和激励机制，引导优质医疗资源下沉，逐步建立符合国情的分级诊疗制度
2016年4月	卫计委、财政部	关于做好2016年新型农村合作医疗工作的通知	完善针对不同级别医疗机构的差异化支付政策，支持参合（保）居民与基层医疗机构家庭医生团队开展签约服务，推进分级诊疗制度建设
2017年1月	卫计委	关于印发2017年卫生计生工作要点的通知	因地制宜推广城市紧密型医联体、县域医共体、专科联盟、远程医疗协作网等，加强与医保政策衔接，健全管理、运行和考核机制，促进优质医疗资源有效下沉，引导二级以上医院向下转诊诊断明确、病情稳定的慢性病患者
2017年4月	国务院	关于推进医疗联合体建设和发展的指导意见	完善医联体组织管理模式、运行机制和激励机制，逐步建立完善不同级别、不同类别医疗机构间目标明确、权责清晰、公平有效的分工协作机制，推动构建分级诊疗制度
2017年4月	卫计委、财政部	关于做好2017年新型农村合作医疗工作的通知	助力分级诊疗制度建设，将符合规定的家庭医生签约服务费纳入医保支付范围
2018年4月	国务院	关于落实《政府工作报告》重点工作部门分工的意见	推进分级诊疗和家庭医生签约服务。通过发展“互联网+医疗”、医联体等，把优质医疗资源下沉
2009年3月	国务院	关于深化医药卫生体制改革的意见	逐步建立分级诊疗和双向转诊制度，为群众提供便捷、低成本的基本医疗卫生服务

资料来源：各部门官网，中银国际证券

国产器械面对基层需求有竞争优势。国家通过推进分级诊疗、鼓励社会资本办医，促使先进医疗资源逐步下沉、吸引患者选择基层医疗机构就诊。但是目前我国基层医疗机构，如一、二级医院，存在医疗器械数量少、水平低等痛点。同时，基层医疗机构对价格相对敏感，且因为使用成本、主要患者群体消费水平等因素，导致采购高价进口器械不具备经济性。以往该部分机构接收的病人数量较少，提供诊断服务少，对医疗器械需求低，市场占比低。但是随着分级诊疗制度改革不断深化及政策大力鼓励社会办医，性价比较高的国产器械产品将成为成长中的基层诊疗机构的主要采购对象，国产高端医疗器械凭借高性价比和政策导向有望获得明显发展机遇。2018年9月国家卫生健康委员会与国家中医药管理局联合发布《国家卫生健康委员会、国家中医药局关于开展“优质服务基层行”活动的通知》，对乡镇卫生院和社区卫生服务中心的服务能力标准进行指引，预计如果基层医疗机构全部建设达标，将会带来大规模的设备采购需求。

多方政策促进发展，企业重研发推新品加快进口替代

政策支持给国产器械研发创造空间。伴随着老龄化的深入、分级诊疗的推进和人们生活水平的不断提升，医疗器械市场需求逐年攀升。近年来，国务院等相关部门也出台了众多与医疗器械产业相关的政策，包括优先审批、鼓励创新等，进一步指导和推动国产医疗器械行业的发展。政策从市场需求、审批程序、研发创新等各个方面给出利好措施，对国产医疗器械企业的未来起到极大促进作用。

2014 年国家食品药品监督管理总局发布《创新医疗器械特别审批程序（试行）》办法，特设了专项医疗器械快速审评通道，即“审批绿色通道”。2015 年 9 月，正式发布《关于推进分级诊疗制度建设的指导意见》，扩大了基层市场的需求。2014-2018 年在国家卫生健康委员会规划与信息司委托下，中国医学装备协会遴选出第一到第四批“优秀国产医疗设备”目录，涉及医用成像，放射治疗，体外诊断等总共 13 大类医疗器械，给与了设备购买方极大的参考价值，同时也对入选的医疗器械供应厂商起到极大的支持作用。2018 年修订发布的《创新医疗器械特别审查程序》，对符合要求的医疗器械产品中报予以特殊对待，一般可加速器械上市进程 3-6 个月。进入该目录的产品需依法具有核心技术发明专利，产品属国内首创，而且国际领先，具有显著的临床应用价值，且需要产品基本定型。在优先审批和采购方面鼓励国产器械创新，进口替代不断升级，分级诊疗政策也推动基层扩容，多个因素共同推动行业继续维持高速增长。

图表 92. 医疗器械相关政策梳理

时间	发布机关	文件	内容
2014 年 3 月	国务院	医疗器械监督管理条例	鼓励医疗器械的研究与创新，发挥市场机制的作用，促进医疗器械新技术的推广和应用，推动医疗器械产业的发展
2015 年 3 月	国务院	全国医疗卫生服务体系规划纲要（2015—2020 年）	强调引导医疗机构合理配置适宜设备，逐步提高国产医用设备配置水平，降低医疗成本，加强大型医用设备配置规划和准入管理
2015 年 5 月	国务院	中国制造 2025	提高医疗器械的创新能力和产业化水平，重点发展影像设备、医用机器人等高性能诊疗设备，全降解血管支架等高值医用耗材，可穿戴、远程诊疗等移动医疗产品
2016 年 3 月	国务院	关于促进医药产业健康发展的指导意见	要求制定完善各级医疗机构的医疗器械配备标准，严格控制财政性资金采购不合理的超标准、高档设备。对于能够满足要求的国产药品和医疗器械，政府采购项目原则上须采购国产产品
2016 年 10 月	药监局	医疗器械优先审批程序	对治疗罕见病、恶性肿瘤有明显临床优势或列入国家科技重大专项、国家重点研发计划的器械优先审批
2017 年 1 月	国务院	“十三五”卫生与健康规划的通知	加快诊疗新技术、药品和医疗器械的研发和产业化，显著提高重大疾病防治和健康产业发展的科技支撑能力
2017 年 1 月	发改委	《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录》2016 版	
2017 年 5 月	科技部	“十三五”医疗器械科技创新专项规划	在体外诊断领域，以“一体化、高通量、现场化、高精度”为方向，围绕临检自动化、快速精准检测、病理智能诊断、疾病早期诊断等难点问题，重点加强不同层次生命活动中生物化学和生物物理学的基础研究和新型诊断靶标的发展与应用
2017 年 10 月	国务院	关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见	通过多项措施促进药品医疗器械产业结构调整和技术创新，提高产业竞争力

资料来源：各部门官网，中银国际证券

国内医疗器械生产商研发水平不断提高。医疗器械行业是多学科交叉、知识和资金密集型产业，综合了传统工业与生物学工程、电子信息技术和现代医学影像技术等高新技术，具有高壁垒、集中度高的特点。医疗器械高端设备及前沿技术主要被欧美等发达国家掌握，凭借其较高的技术壁垒以及大型跨国企业的资本实力，欧美国家长期以来占据着世界高端医疗器械市场主体地位。不过，随着我国医疗器械产业的发展逐渐加快，医疗器械进口规模逐渐放缓。根据中国海关数据，2014-2016 年，国内医疗器械进口额增速始终保持在 10% 以下，2016 年我国医疗器械对外贸易规模达到 389 亿美元，其中进口额为 184 亿美元，同比增长 6.3%，相对于 2015 年增速下降 3.5 个百分点。



医疗器械行业作为高端科技行业，业务的发展离不开研发的大力投入。我国医疗器械起步相对较晚，医疗器械企业研发投入水平相对偏低。根据中国健康产业蓝皮书统计，2017 年我国主营业务收入前 20 名医疗器械企业营业收入总额 503.19 亿元，研发投入 22.70 亿元，研发投入占营业收入比例平均为 4.51%。相比之下，2017 年世界医疗器械企业的研发投入占比为 8.7%，多年来一直维持在 8% 以上。近十年来，伴随着中国医疗器械产业的技术水平和产品质量的不断提高，国内领军企业在研发创新的道路上颇有成就。国内器械龙头企业迈瑞医疗，生产出中国第一台血氧饱和度监护仪 MET-503A，生产出中国第一台便携式多参数监护仪 PM9000、准全自动三分类血液细胞分析仪 BC-2000、全数字黑白超声 DP-9900 等等，形成了以研究开发为核心竞争力的企业竞争优势。东软医疗率先研发出了国产 CT，2017 年其研发的全球首台极速能谱 CT 产品快速推向市场。乐普医疗推出的全降解血管支架 NeoVas 成为全球唯一在售降解支架。整体而言，虽然我国器械生产企业整体竞争力尚有不足，但在政策引导、行业整合不断进行、企业研发实力逐步提升的情况下，器械板块将保持快速稳定增长。

盈利预测

关键假设

- 1.生命信息与支持业务板块 2019 年-2021 年收入增速分别为 20.13%、18.88%、17.58%，毛利率分别为 65.29%、65.20%、65.04%，其中，受益于分级诊疗基层医疗机构扩容，公司龙头研发和销售的优势推出，监护仪、灯塔床、麻醉机能够保持高于行业平均增速增长，监护仪和麻醉机受益于高端机型的推广，毛利率略提升。
- 2.体外诊断板块 2019 年-2021 年收入增速分别为 25.16%、25.38%、22.72%，毛利率分别为 64.69%、65.22%、65.5%，IVD 行业平均增速较高，预计公司体外诊断试剂销售能够保持 30%左右增长，体外分析仪器装机量逐渐增加，预计保持 20%左右增长。
- 3.医学影像板块 2019 年-2021 年收入增速分别为 24.59%、22.58%、22.73%，毛利率分别为 71.40%、71.68%、71.96%，该板块能力提升的主要原因是彩超高端机型 R7 系列在国内三级医院高端市场放量和国外市场份额的提升。
- 4.期间费用率假设：公司继续加强成本管理，降本增效
销售费用率 2019-2021 年分别为 23%、22%、21%
管理费用率（含研发费用）2019-2021 年 14%、14%、14%
财务费用率 2019-2021 年-0.59%、-0.49%、-0.4%

图表 93. 公司盈利预测业绩拆分（单位：百万元）

报告期	2018A	2019E	2020E	2021E
生命信息与支持类				
收入	5,224.14	6,275.75	7,460.78	8,772.13
YOY(%)	23.33	20.13	18.88	17.58
毛利	3,432.78	4,097.31	4,864.42	5,705.82
毛利率(%)	65.71	65.29	65.20	65.04
体外诊断类				
收入	4,625.64	5,789.51	7,259.14	8,908.40
YOY(%)	23.66	25.16	25.38	22.72
毛利	2,965.96	3,745.42	4,734.62	5,835.29
毛利率(%)	64.12	64.69	65.22	65.50
医学影像类				
收入	3,596.87	4,481.36	5,493.21	6,741.76
YOY(%)	22.55	24.59	22.58	22.73
毛利	2,553.78	3,199.71	3,937.80	4,851.14
毛利率(%)	71.00	71.40	71.68	71.96
其他主营业务				
收入	263.50	303.03	348.48	400.75
YOY(%)	19.66	15.00	15.00	15.00
毛利	174.83	201.06	231.22	265.90
毛利率(%)	66.35	66.35	66.35	66.35
其他业务				
收入	43.21	45.37	47.64	50.02
YOY(%)	3.08	5.00	5.00	5.00
毛利	28.92	29.49	30.97	32.51
毛利率(%)	66.93	65.00	65.00	65.00

资料来源：公司年报，中银国际证券



综上,我们预计公司 2019 年-2021 年实现收入 168.95 亿元、206.09 亿元、248.73 亿元,增速分别为 22.8%、22%、20.7%;实现净利润分别为 45.10 亿元、54.70 亿元、66.47 亿元。A 股医疗器械板块 2019 年行业平均估值约 30 倍左右,公司作为器械行业的绝对龙头,在产品线齐全、研发实力、销售能力竞争优势明显,公司未来三年业绩在大规模的基础上仍能实现 20%的复合增长,理应享受一定的龙头溢价。我们首次覆盖,给予**增持**评级。

评级可能面临的风险

1. 耗材集采降价的风险

多地已经出台耗材集采相关的政策,未来不排除在全国层面进行集采或加强管理的可能,公司的 IVD 板块的试剂可能有降价的风险;另外,公司的其他设备类产品,有可能在医保控费精细化管理的大背景下,有降价采购的风险。

2. 汇率波动

公司海外收入占比 2018 年是 43.31%,其中北美地区占比 10.8%、欧洲 8.77%、拉美 6%、其他地区 17.73%。如果人民币兑美元同比和期末对比期初均继续贬值,则对公司净利润和净利率产生一定正向贡献,反之,产生负面影响。中美贸易摩擦背景下,公司全线出口美国的产品基本都在第一批 340 亿加征 25%关税清单当中,已从 2018 年 7 月 6 日起开始实施。

3. 新品市场拓展低于预期

监护仪市场在国内发展的相对成熟,中低端市场国内竞争者众多,公司监护仪推出了定位中高端的 N 系列,假设市场拓展不及预期,监护仪市场份额面临下降的风险;国内三级医院市场彩超多采购国外品牌,假设公司的高端彩超 R 系列直面外资的竞争,假设产品性能等实际应用不达预期,有可能难以进入国内外高端市场。

4. 新技术研发失败的风险

公司产品的升级迭代建立在研发的基础之上,众所周知,研发活动高投入、高风险、长周期,某项新技术研发受阻或失败,导致公司产品升级迭代不顺利,有可能影响该产品线的市占率进一步提升。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	11,174	13,753	16,895	20,609	24,873
销售成本	(3,832)	(4,790)	(5,857)	(7,093)	(8,527)
经营费用	(4,120)	(3,637)	(5,952)	(7,086)	(8,357)
息税折旧前利润	3,222	5,327	5,086	6,431	7,989
折旧及摊销	(304)	(331)	(361)	(382)	(402)
经营利润(息税前利润)	2,918	4,995	4,726	6,049	7,587
净利息收入/(费用)	(267)	156	100	100	100
其他收益/(损失)	(50)	(40)	279	32	(38)
税前利润	2,600	5,111	5,105	6,181	7,649
所得税	(330)	(513)	(587)	(711)	(880)
少数股东权益	12	7	8	0	122
净利润	2,589	3,719	4,510	5,470	6,647
核心净利润	2,289	4,588	4,522	5,475	6,651
每股收益(人民币)	2.366	3.059	3.710	4.500	5.468
核心每股收益(人民币)	2.092	3.774	3.720	4.504	5.471
每股股息(人民币)	0.000	1.000	1.113	1.350	1.640
收入增长(%)	24	23	23	22	21
息税前利润增长(%)	105	71	(5)	28	25
息税折旧前利润增长(%)	89	65	(5)	26	24
每股收益增长(%)	62	29	21	21	22
核心每股收益增长(%)	37	80	(1)	21	21

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	2,600	5,111	5,105	6,181	7,649
折旧与摊销	304	331	361	382	402
净利息费用	267	(156)	(100)	(100)	(100)
运营资本变动	791	402	1,428	(756)	1,330
税金	13	(1,379)	(587)	(711)	(880)
其他经营现金流	(675)	(275)	(1,022)	(113)	(391)
经营活动产生的现金流	3,300	4,035	5,185	4,883	8,010
购买固定资产净值	22	78	40	40	40
投资减少/增加	78	(168)	3	(33)	(47)
其他投资现金流	(87)	(602)	(328)	(103)	(80)
投资活动产生的现金流	13	(693)	(285)	(96)	(87)
净增权益	0	(1,216)	(1,353)	(1,641)	(1,994)
净增债务	(1,699)	(1,844)	64	5	(8)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(754)	5,925	96	(47)	(114)
融资活动产生的现金流	(2,453)	2,892	(1,140)	(1,581)	(1,895)
现金变动	861	6,234	3,760	3,206	6,028
期初现金	4,467	5,270	11,544	15,304	18,510
公司自由现金流	3,313	3,342	4,900	4,787	7,922
权益自由现金流	1,882	1,342	4,865	4,692	7,815

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	5,348	11,619	15,670	18,768	24,820
应收帐款	1,569	1,753	2,486	2,549	3,559
库存	1,567	1,699	2,147	2,620	3,092
其他流动资产	107	122	177	180	244
流动资产总计	8,591	15,192	20,479	24,117	31,715
固定资产	3,105	3,409	3,201	2,971	2,722
无形资产	958	1,036	924	811	699
其他长期资产	443	591	454	494	513
长期资产总计	4,507	5,036	4,579	4,277	3,933
总资产	14,438	21,627	26,452	29,782	37,030
应付帐款	999	940	1,483	1,488	2,028
短期债务	1,801	0	50	50	50
其他流动负债	3,436	3,652	5,086	4,452	6,355
流动负债总计	6,236	4,592	6,619	5,990	8,433
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	1,548	1,857	1,508	1,638	1,668
股本	1,094	1,216	1,216	1,216	1,216
储备	5,519	13,925	17,082	20,911	25,564
股东权益	6,613	15,140	18,297	22,127	26,780
少数股东权益	34	20	28	28	150
总负债及权益	14,438	21,627	26,452	29,782	37,030
每股帐面价值(人民币)	6.04	12.45	15.05	18.20	22.03
每股有形资产(人民币)	5.17	11.60	14.29	17.53	21.45
每股净负债/(现金)(人民币)	(3.17)	(9.50)	(12.55)	(15.18)	(20.14)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	28.8	38.7	30.1	31.2	32.1
息税前利润率(%)	26.1	36.3	28.0	29.4	30.5
税前利润率(%)	23.3	37.2	30.2	30.0	30.8
净利率(%)	23.2	27.0	26.7	26.5	26.7
流动性					
流动比率(倍)	1.4	3.3	3.1	4.0	3.8
利息覆盖率(倍)	10.9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.1	2.9	2.8	3.6	3.4
估值					
市盈率(倍)	62.3	48.2	39.8	32.8	27.0
核心业务市盈率(倍)	70.5	39.1	39.7	32.8	27.0
市净率(倍)	24.4	11.8	9.8	8.1	6.7
价格/现金流(倍)	48.9	44.4	34.6	36.7	22.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	54.6	31.5	32.3	25.0	19.4
周转率					
存货周转天数	123.8	124.5	119.8	122.7	122.3
应收帐款周转天数	43.9	44.1	45.8	44.6	44.8
应付帐款周转天数	27.4	25.7	26.2	26.3	25.8
回报率					
股息支付率(%)	0.0	32.7	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	46.8	34.2	27.0	27.1	27.2
资产收益率(%)	18.6	24.9	17.4	19.0	20.1
已运用资本收益率(%)	7.8	7.9	6.7	6.7	6.8

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371