

合理区间:106.80-133.50元

迈瑞医疗(300760)

全球医疗器械领域的有力竞争者

投资要点:

● 全球 50 大医疗器械生产商, 国内医疗器械行业领军企业

公司产品覆盖生命信息与支持、体外诊断、医学影像三大领域, 销售网络覆盖全球190多个国家和地区, 是全球领先的医疗设备解决方案供应商。公司产品质量得到全球认可, 广泛应用于欧美等发达国家的顶尖医疗机构, 监护仪、麻醉机和彩超等均处于全球领先地位。2017年公司实现收入111.74亿元, 跻身全球前50大医疗器械生产商, 处于国内医疗器械企业中的第一位。

● 持续高投入奠定研发实力, 外延并购助力产品升级

公司长期保持对研发的高投入, 坚定自主掌握核心技术之路, 先后填补了国内多个领域的空白, 引领着医疗器械行业的发展。在过去十余年间, 公司研发费用占比长期保持在10%左右, 与国际主流医疗器械公司的研发投入占比相近, 显著高于国内多数同行。2014年至2017年公司研发费用累计投入近40亿元, 占期间累计营收的10.93%, 彰显了公司的研发实力。此外, 公司通过并购美国DATASCOPE公司生命信息监护业务和美国超声诊断设备制造商ZONARE公司, 进一步提升公司的研发能力, 助力公司相关产品迈入高端领域。

● 募投项目聚焦生产+研发+营销, 助力公司竞争力进一步提升

公司此次IPO拟募集57.52亿元, 主要用于光明生产基地扩建项目、南京迈瑞外科产品制造中心建设项目、迈瑞南京生物试剂制造中心建设项目、研发创新平台升级项目、营销服务体系升级项目、信息系统建设项目等。通过此次投资建设, 公司在研发实力、核心产品的产能和生产效率以及营销体系方面将进一步提升, 助力公司进一步提升全球竞争力, 同时有望加速公司引领医疗器械市场的国产化。

● 盈利预测及投资建议

我们预计, 若公司成功发行1.216亿股, 2018-2020年公司EPS分别为2.67元、3.38元和4.10元, 同比分别增长25.35%、26.59%和21.30%。参考行业可比公司的估值水平, 我们给予公司2018年40-50倍估值, 对应股价在106.80-133.50元左右。

风险提示: 核心产品销售下滑; 募投项目建设低于预期;

行业指数最近12月走势



联系信息

张文录 分析师

SAC 证书编号: S0160517100001

zhangwenlu@ctsec.com

刘闯 分析师

SAC 证书编号: S0160518090001

liuc@ctsec.com

财务指标

2017年

销售毛利率(%)	67.03
销售净利率(%)	23.28
ROE(%)	46.48
营业收入增幅(%)	23.72
营业利润增幅(%)	85.91
净利润增幅(%)	61.78
资产负债率(%)	53.91
流动比率	1.38
速动比率	1.13
每股经营性净现金流量	3.02

表 1: 公司财务及预测数据摘要

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万)	9,032	11,174	13,075	15,081	17,284
增长率	12.7%	23.7%	17.0%	15.3%	14.6%
归属母公司股东净利润(百万)	1,600	2,589	3,246	4,114	4,981
增长率	75.9%	61.8%	25.4%	26.7%	21.1%
每股收益(元)	1.32	2.13	2.67	3.38	4.10
市盈率(倍)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

www.baogaoba.xyz 獨家收集 百萬報告 实时更新 日更千篇

数据来源: Wind, 财通证券研究所

內容目錄

1、 全球前 50 大醫療器械生產商，國內領先地位顯著.....	4
1.1 立足深圳走向世界，產品具備全球競爭力，.....	4
1.2 核心人員科班出身，團隊穩定確保長期發展.....	6
1.3 營收規模超百億，三大產品線均衡發展.....	7
2、 研發+外延奠定長期發展基礎，全球化布局助力打開市場空間.....	9
2.1 研發實力處於國內頂尖，外延併購助力產品升級.....	10
2.1.1 公司具備研發基因，持續高投入奠定產品競爭力.....	10
2.1.2 收購國際品牌助力產品升級，併購國內企業拓展產品線.....	15
2.2 銷售網絡遍及全球，“經銷+直銷”深耕市場.....	16
3、 海外業務發展穩健，國產化趨勢助力國內業務快速增長.....	18
3.1 全球醫療器械行業趨於成熟，公司海外業績增長穩健.....	18
3.2 我國醫療器械行業蓬勃發展，國產化趨勢助力公司快速成長.....	19
3.3 三大產品線齊頭並進，研發儲備增強後續增長性.....	21
3.3.1 生命信息與支持類：全球競爭力強，.....	22
3.3.2 體外診斷：產品結構持續優化，銷售規模快速增長.....	25
3.3.3 醫學影像：彩超延伸至高端領域，國產化空間廣闊.....	28
3.3.4 產品線持續拓展，在研產品線豐富.....	29
4、 募集資金聚焦生產+研發+營銷，進一步提升公司綜合競爭力.....	30
5、 盈利預測與投資建議.....	33

圖表目錄

圖 1：公司主要發展歷程.....	4
圖 2：公司躋身全球前 50 大醫療器械生產商（億美元）.....	5
圖 3：公司產品收入呈現全球化（億元）.....	5
圖 4：公司產品廣泛應用於全球頂尖醫學機構.....	6
圖 5：公司股權結構及集團構成.....	7
圖 6：公司營收規模持續增長.....	7
圖 7：公司淨利潤規模整體呈增長趨勢.....	7
圖 8：公司各產品線的毛利率均處於穩中有升.....	8
圖 9：銷售費用和銷售費用率情況.....	8
圖 10：公司管理費用和管理費用率情況.....	8
圖 11：2017 公司三大產品線收入占比情況.....	9
圖 12：2017 公司三大產品線毛利占比情況.....	9
圖 13：2001 至 2014 年公司借助“自主研發+外延併購”推動業績快速增長（億元）.....	9
圖 14：公司研發人員占比 20%以上.....	10
圖 15：公司研發人員類型分布.....	10
圖 16：公司研發投入持續攀升（百萬元）.....	11
圖 17：公司三大產品線研發投入及費用率情況（百萬元）.....	11
圖 18：A 股同類研發費用對比.....	12
圖 19：A 股同類研發費用率對比.....	12
圖 20：公司全球擁有八大研發中心.....	14
圖 21：公司海外銷售網絡布局.....	16
圖 22：全球醫療器械行業持續增長（億美元）.....	18
圖 23：全球醫療器械細分領域銷售規模情況（億美元）.....	18
圖 24：公司海外收入增速較為穩健（百萬元）.....	19
圖 25：中國醫療器械市場規模快速增長（億元）.....	19
圖 26：國家陸續出台多項國產醫療器械支持政策.....	20
圖 27：公司產品線豐富.....	21
圖 28：公司各產品線銷售情況（百萬元）.....	22
圖 29：公司生命信息與支持類產品銷售占比情況.....	23
圖 30：全球體外診斷市場規模（億美元）.....	25

图 31: 国内体外诊断市场规模 (亿元)	25
图 32: 2016 年全球体外诊断市场竞争格局	25
图 33: 2015 年国内体外诊断市场竞争格局	25
图 34: 公司体外诊断业务持续增长 (百万元)	27
图 35: 全球医用超声市场规模 (亿美元)	28
图 36: 国内医用超声市场规模 (亿元)	28
图 37: 2015 年全球超声市场竞争格局	28
图 38: 2016 年国内超声市场竞争格局	28
图 39: 公司彩超产品快速增长 (百万元)	29

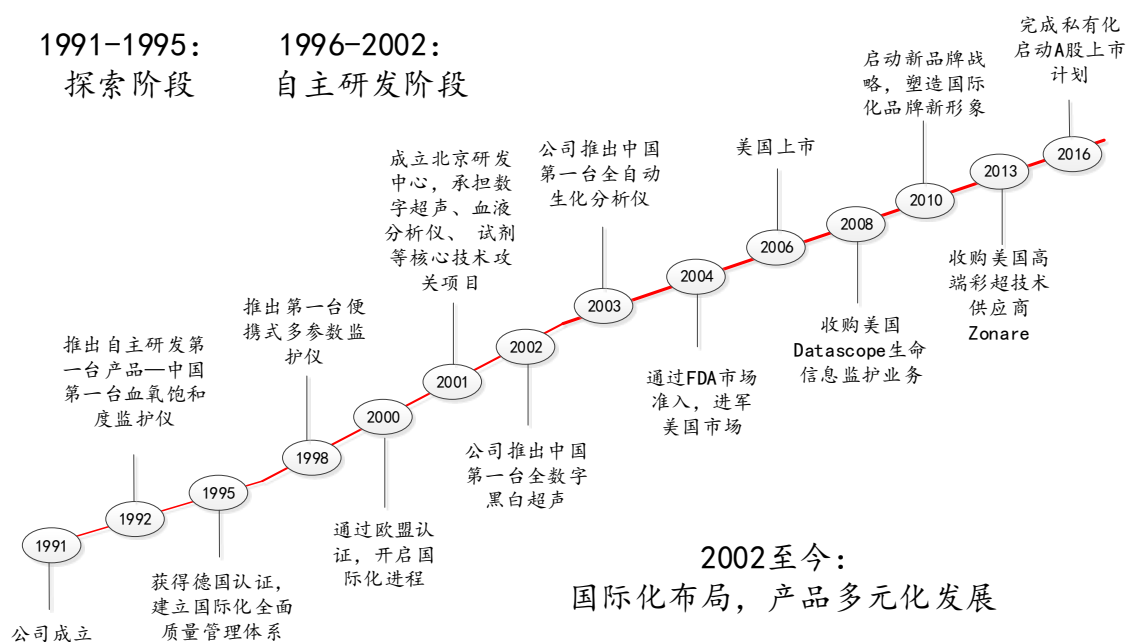
表 1: 公司财务及预测数据摘要	1
表 2: 公司三位主要创始人情况	6
表 3: 公司在多个领域填补了国内空白	12
表 4: 公司取得多个重要科研成果和荣誉	13
表 5: 公司八大研发中心工作重点	14
表 6: 公司历史并购标的情况	15
表 7: 公司海外经销商分布情况	16
表 8: 公司海外收入以经销+直销为主	16
表 9: 公司国内经销为主+直销为辅的销售模式	17
表 10: 公司国内医疗机构收入分布 (百万元)	17
表 11: 2017 年度国内医疗设备部分产品线占有率情况	20
表 12: 生命信息与支持类产品	22
表 13: 公司监护仪销量和收入情况	23
表 14: 公司除颤仪销量和收入情况	24
表 15: 公司麻醉机销量和收入情况	24
表 16: 公司灯床塔销量和收入情况	25
表 17: 公司体外诊断产品情况	26
表 18: 公司医学影像类产品	29
表 19: 公司在研产品线情况	30
表 20: 募集资金拟投资项目 (百万元)	30
表 21: 光明生产基地扩建项目情况	31
表 22: 南京迈瑞外科产品制造中心建设项目情况	31
表 23: 迈瑞南京生物试剂制造中心建设项目情况	32
表 24: 研发创新平台升级项目情况	32
表 25: A 股医疗器械公司估值情况	33

1、全球前 50 大醫療器械生產商，國內領先地位顯著

1.1 立足深圳走向世界，產品具備全球競爭力，

邁瑞醫療始創於 1991 年，主要從事醫療器械的研發、生產和銷售，核心產品覆蓋生命信息與支持、體外診斷、醫學影像三大領域，銷售網絡覆蓋全球 190 多個國家和地區，是全球領先的醫療設備及解決方案供應商。

圖 1：公司主要發展歷程



数据来源：公司网站，財通證券研究所

公司發展階段可主要分為三個階段：

探索階段：早期業務主要以代理監護儀等醫療器械為主，實現資金累計後，公司開始嘗試自主研發產品，1992 年推出了公司第一台自主研發產品—血樣飽和度監護儀，為公司堅定自主研發路線奠定基礎。

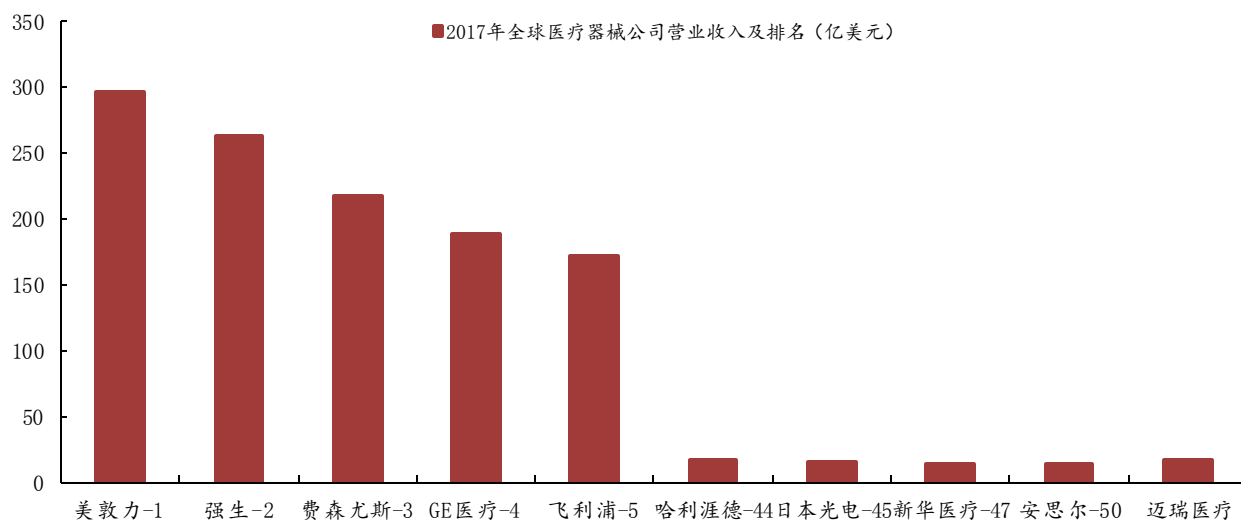
自主研發階段：1996 年公司被評為“國家火炬計劃重點高新技術企業”，隨後公司先後推出多款自主研發產品，2001 年公司成立北京研發中心，承擔數字超聲、血液分析儀、試劑等核心技術攻關項目，推出中國第一台全自動血液細胞分析儀和中國第一台全數字黑白超聲。

國際化發展，專業領域多元化布局：2006 年公司實現美國上市，開啟全球化戰略航程。2008 年公司成立美國新澤西研發中心、瑞典斯德哥爾摩研發中心，同年收購美國 Datascope 生命信息監護業務，躋身全球監護領域第三大品牌。2010 年邁瑞新品牌戰略全面啟動，為未來發展塑造國際化品牌新形象。

2017 年公司實現收入 111.74 億元，合計接近 16 億美元，是國內最大的醫療器械生產商。根據 Qmed 數據顯示，2017 年全球排名第四十五位的醫療器械公司日

本光电收入近 15 亿美元，公司收入已超过日本光电，跻身全球前 45 大医疗器械生产商，携手新华医疗成为全球 50 大医疗器械生产商中仅有的两家中国企业。

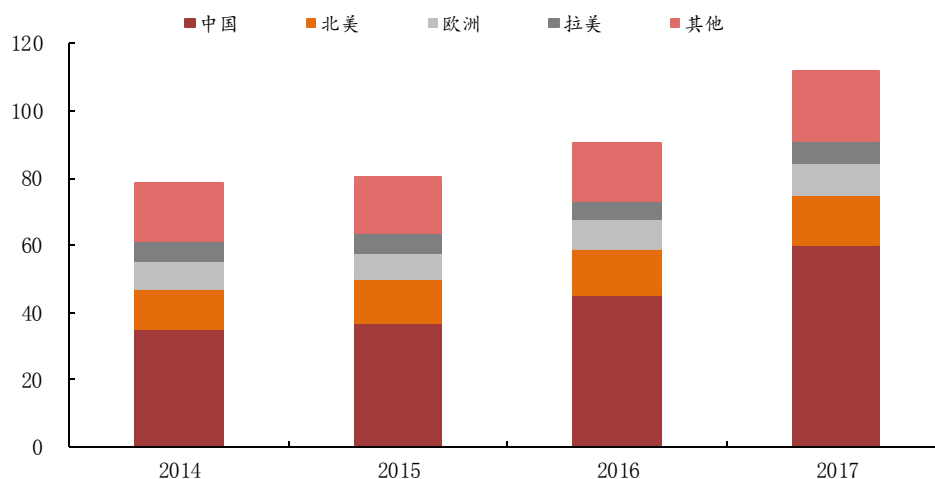
图2：公司跻身全球前50大医疗器械生产商（亿美元）



数据来源：Qmed，财通证券研究所

从公司收入分布看，海外收入占公司整体收入一半左右，收入规模稳健增长。2017年公司海外累计收入 51.42 亿元，产品销售呈现全球化，其中北美收入 14.56 亿元，占比 13.03%，欧洲收入 9.87 亿元，占比 8.83%，拉美地区收入 6.51 亿元，占比 5.83%，非洲、亚洲等其他地区收入 20.48 亿元，占比 18.33%。

图3：公司产品收入呈现全球化（亿元）



数据来源：公司招股说明书，财通证券研究所

从产品质量看，监护仪和麻醉机处于全球前三的市场地位，彩超产品处于全球前六，其他多款产品亦处于全球市场前列，产品广泛应用于全球顶尖医疗机构。公司产品已进入美国三分之二医院，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，超声产品更是应用于美国排名前 20 的美国医院中的 19 家。在欧洲地区，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均有使用公司的医疗设备，产品合计应用于欧洲超过 100 所教学医院。

图4：公司产品广泛应用于全球顶尖医学机构



数据来源：公司官网，财通证券研究所

1.2 核心人员科班出身，团队稳定确保长期发展

公司创始人李西廷、徐航和成明和均毕业于国内一流高校，拥有超过 20 年的医疗器械行业从业经历，积累了丰富的医疗器械行业研发、营销、生产、管理等相关经验和卓越的国际化运营能力，对行业发展有深刻的认识。

三人长期负责公司的战略运行，李西廷先生作为公司创立的主办人，长期负责公司的业务运营和管理，现任迈瑞医疗董事长，徐航先生作为公司成立共同发起人，长期负责公司战略规划和业务发展，现任迈瑞医疗董事，成明和先生作为公司的创始人之一，长期担任公司战略发展的执行副总裁，现任迈瑞医疗总经理。三位创始人长期任职公司核心职务，奠定了公司发展的持续性，保证了战略规划的有效执行。

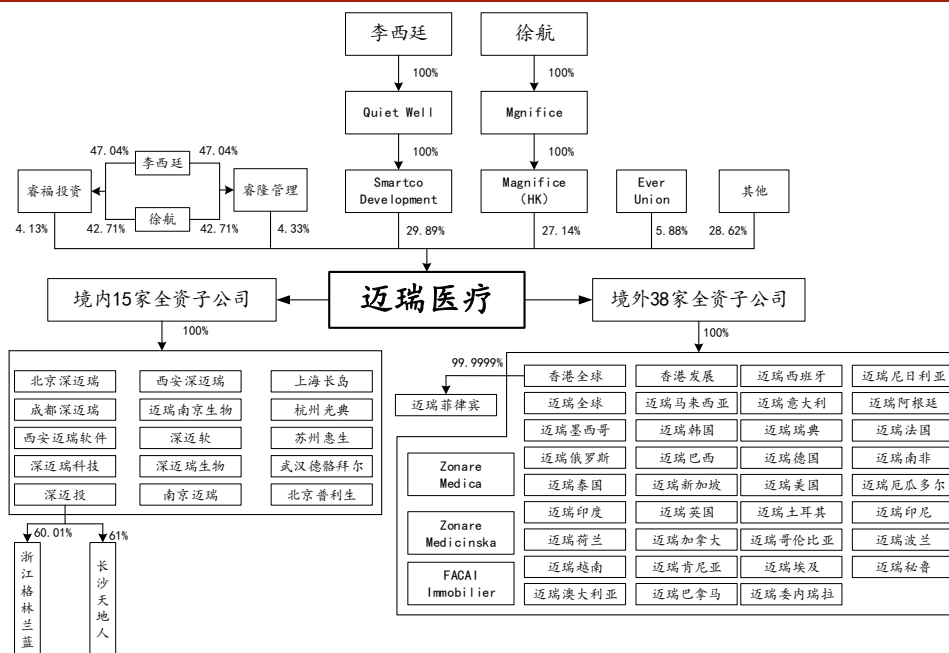
表2：公司三位主要创始人情况

姓名	职务	简历
李西廷	董事长	毕业于中国科技大学物理系低温物理专业，1991年主持创办公司，1999年起历任公司总经理、总裁及联席首席执行官、执行董事主席等。
徐航	董事	先后获得清华大学计算机学位、电机工程系硕士学位，1991年共同发起创办公司，1999年起历任公司董事、董事会主席。
成明和	总经理	获上海交通大学生物医学工程硕士学位，2000年起历任迈瑞国际营销副总裁、战略发展执行副总裁、首席战略官等。

数据来源：财通证券研究所整理

2015 年 6 月，公司三位创始人启动公司私有化，并于 2016 年 3 月正式完成私有化。李西廷、徐航、成明和分别持有 33.87%、30.75%、5.52%股权，其中李西廷、徐航为公司实际控制人，签署了一致行动人协议。公司旗下拥有多家子公司，其中境内有 17 家子公司，并有 40 余家分支机构，境外共有 39 家子公司。

图5：公司股权结构及集团构成

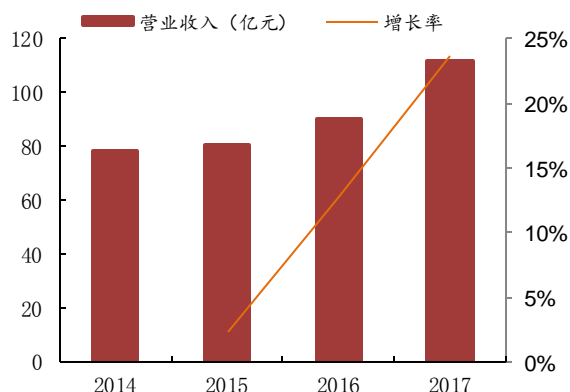


数据来源：公司招股说明书，财通证券研究所

1.3 营收规模超百亿，三大产品线均衡发展

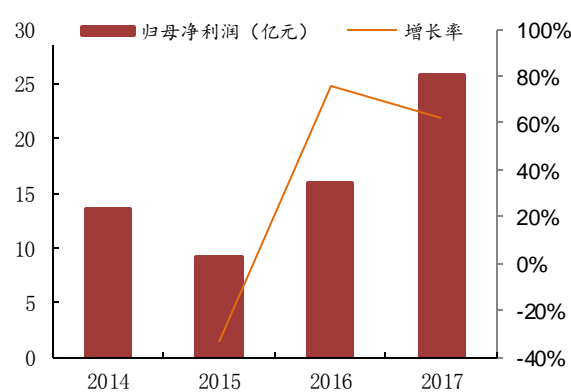
公司收入规模近年来持续增长，2014 年收入 78.38 亿元，2017 年销售规模突破百亿，实现收入 111.73 亿元，同比增长 23.72%，2014 年至 2017 年的年复合增长率为 12.56%，并且呈加速增长趋势。2014 年公司净利润规模为 13.60 亿元，2015 年由于受美股私有化等因素影响，净利润下滑严重，2016 年净利润恢复增长，2017 年净利润高达 25.89 亿元，较 2016 年增长 61.78%，2014 年至 2017 年净利润年复合增长率为 23.95%。

图6：公司营收规模持续增长



数据来源：公司招股说明书，财通证券研究所

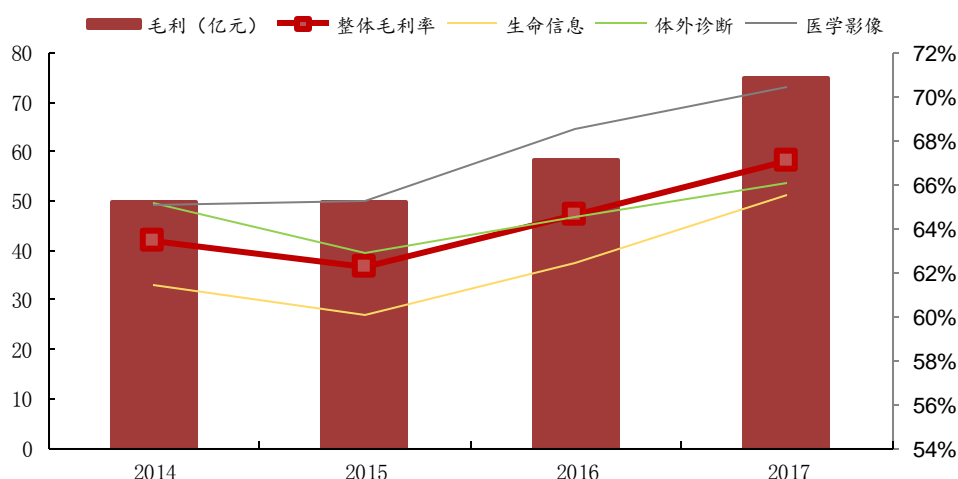
图7：公司净利润规模整体呈增长趋势



数据来源：公司招股说明书，财通证券研究所

2014 年至 2017 年公司毛利持续增长，毛利率整体处于稳中有升趋势，2014 年毛利为 49.70 亿元，毛利率为 63.43%，2017 年毛利增长至 74.48 亿元，毛利率提升至 66.91%，毛利率上升主要由于产品的持续升级以及规模效应导致产品成本降低等因素所致。

图8：公司各产品线的毛利率均处于稳中有升

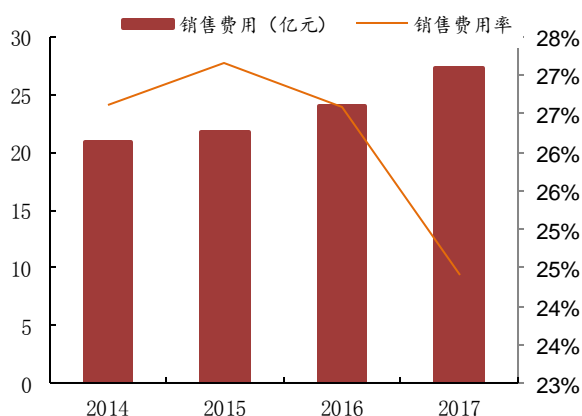


数据来源：公司招股说明书，财通证券研究所

分产品线看，医学影像毛利率持续提升主要因为毛利率较高的中高端彩超持续推出；生命信息与支持类毛利率提升主要因为多个细分产品的毛利率均有所提升；体外诊断毛利率提升主要系毛利率较高的诊断试剂销售占比提升所致，预计随着试剂占比进一步提升，体外诊断业务的整体毛利率仍有提升空间。

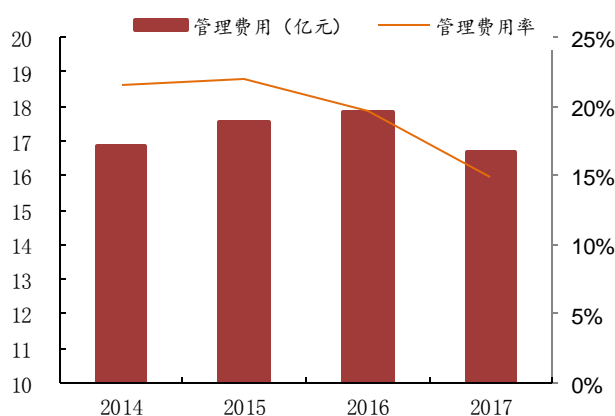
费用方面，2014年至2017年公司销售费用和管理费用持续增长，但费用率整体处于下降趋势，主要系公司销售规模效应进一步显现以及内部管理和销售体系得以优化所致。公司销售费用率整体处于稳中有降，由2014年26.61%下滑至2017年的24.40%。公司管理费用波动较大，2015年确认加速股份行权费用、2016年确认股权激励股份支付费用以及2015年麦斯莫医疗诉讼结案相关费用等影响较大，2017年公司管理费用回归正常，管理费用率降至14.90%。

图9：销售费用和销售费用率情况



数据来源：财通证券研究所

图10：公司管理费用和管理费用率情况

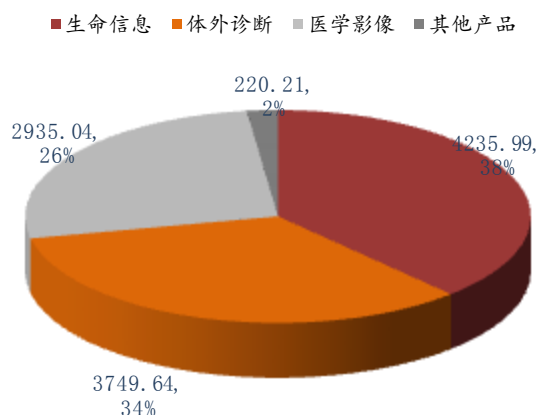


数据来源：财通证券研究所

产品收入结构方面，公司收入主要于生命信息与支持产品、体外诊断、医学影像三大领域，各板块收入较为均匀。2017年，生命信息板块收入42.36亿元，占比38%，体外诊断板块收入37.50亿元，占比34%，医学影像收入29.35亿元，

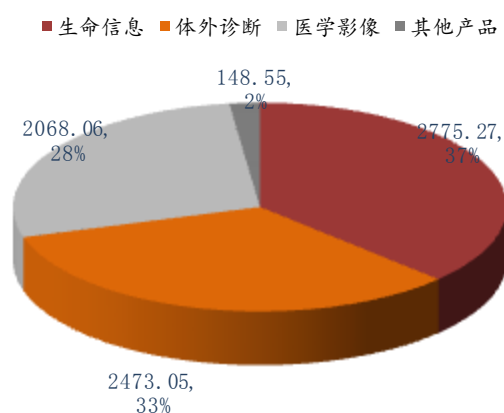
占比 26%，其他板块收入 2.20 亿元，销售占比较小。公司三大业务板块的毛利率较为接近，毛利占比与收入占比分布相似。

图11：2017公司三大产品线收入占比情况



数据来源：公司招股说明书，财通证券研究所

图12：2017公司三大产品线毛利占比情况

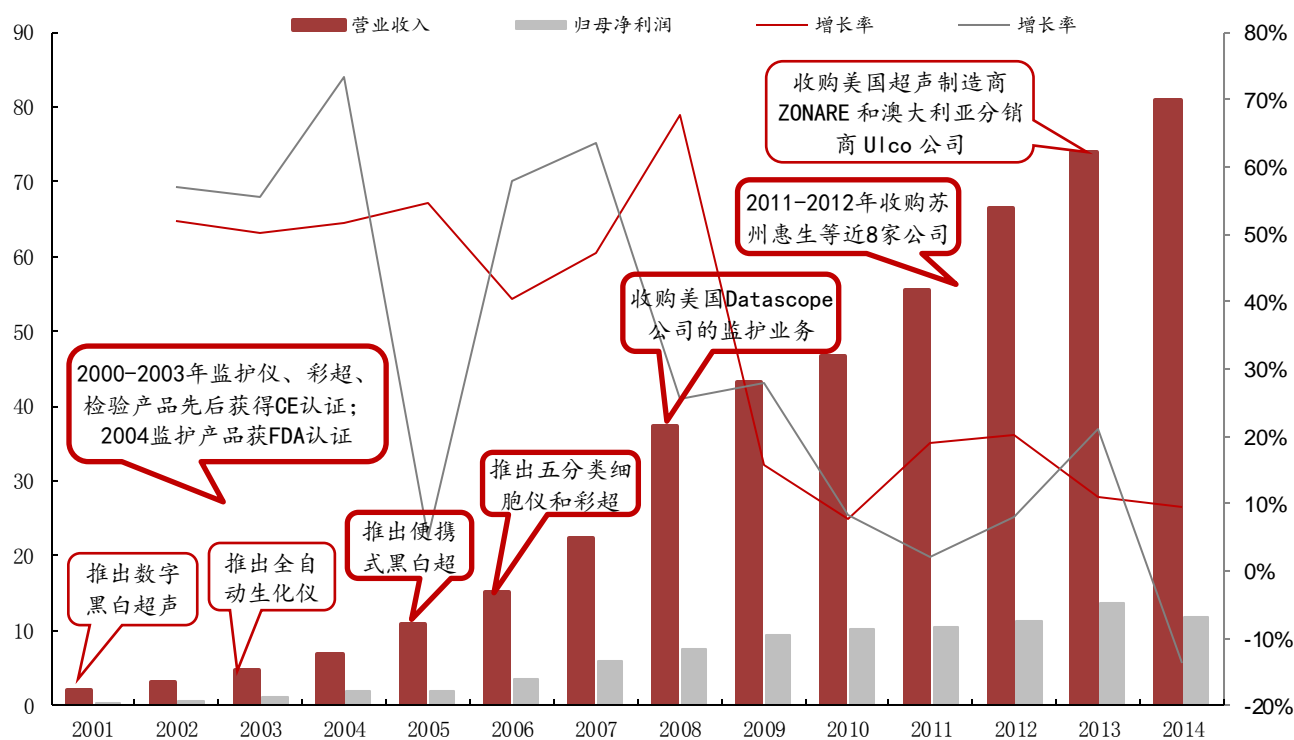


数据来源：公司招股说明书，财通证券研究所

2、研发+外延奠定长期发展基础，全球化布局助力打开市场空间

公司在美股期间发展较快，2001 至 2014 年公司业绩取得了快速增长，2001 年至 2014 年公司销售规模由 2 亿元增长至 81 亿元，期间年复合增长率高达 33%，净利润规模由 0.4 亿元增长至 12 亿元，期间年复合增长率近 30%。

图13：2001至2014年公司借助“自主研发+外延并购”推动业绩快速增长（亿元）



数据来源：财通证券研究所整理

自主研发：2001 年至 2007 年公司收入长期保持 50%以上的高速增长，主要系公司不断有新产品推出，开创了公司业务领域，培养了多个业务增长点，打开了公司的成长空间。

外延并购：2008 年至 2014 年公司收入体量已达到 30 亿元以上，收入增速有所放缓，但年均复合增长率仍可接近 15%，期间外延并购对公司业绩贡献较大，尤其是 2008 年收购美国 Datascope 公司生命信息监护业务，助力公司成为了全球该行业第三大品牌，2013 年收购美国超声诊断系统领军企业 ZONARE 公司，大幅提升了公司在超声诊断领域的竞争力。

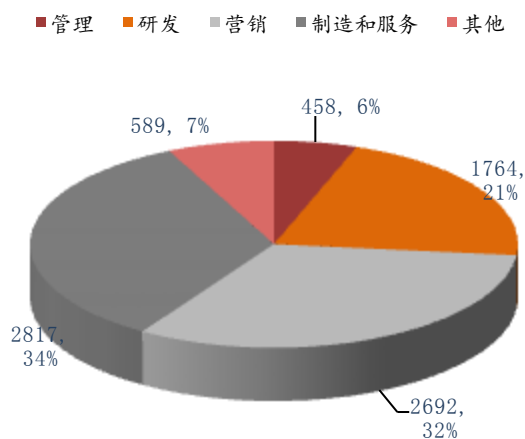
综合来看，我们认为公司可以实现快速增长的原因主要是：1) 公司借助自主研发+外延并购不断拓展业务范围以及持续提升产品质量，产品竞争力不断提升；2) 全球化销售网络布局为公司产品放量打开了广阔的市场空间。

2.1 研发实力处于国内顶尖，外延并购助力产品升级

2.1.1 公司具备研发基因，持续高投入奠定产品竞争力

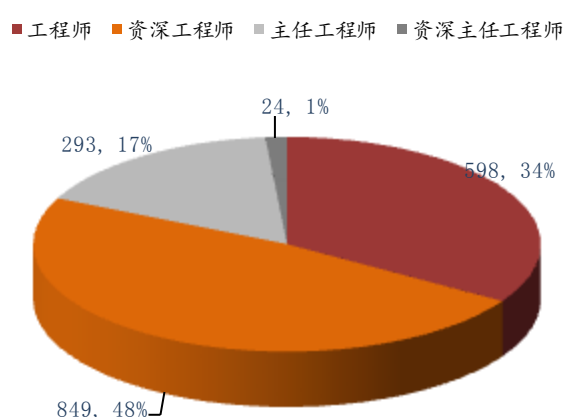
公司自创立以来，一直保持对研发的高投入，高度重视研发人员的培养，坚持走自主掌握核心技术之路。截止 2017 年末，公司拥有研发人员 1764 名，占公司总人数的 21.20%，其中工程师 598 名，资深工程师 849 名，主任工程师 293 名，资深主任工程师 24 人。公司研发人员专业覆盖电子技术、计算机技术、传感器技术、临床医学、生物化学等多种学科，多元化、复合型人员配置实现了公司多条产品线的核心技术研发。

图14：公司研发人员占比20%以上



数据来源：公司招股说明书，财通证券研究所

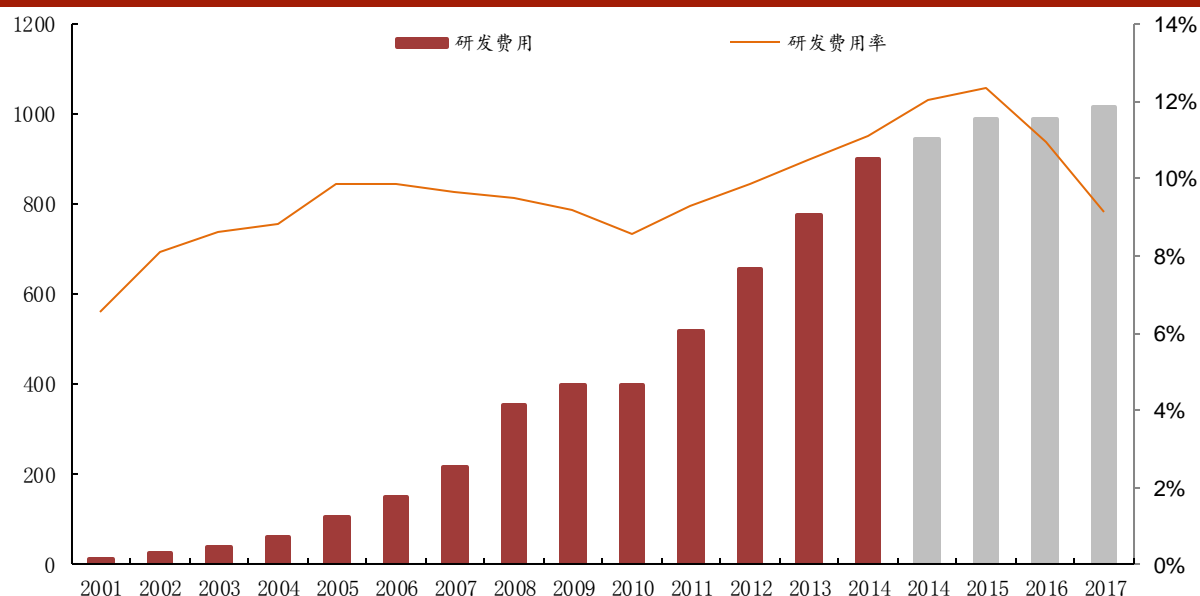
图15：公司研发人员类型分布



数据来源：公司招股说明书，财通证券研究所

2001 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，与国际主流医疗器械公司的研发投入占比相近。2014 年公司研发投入 9.44 亿元，占收入比例 12.05%，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%。

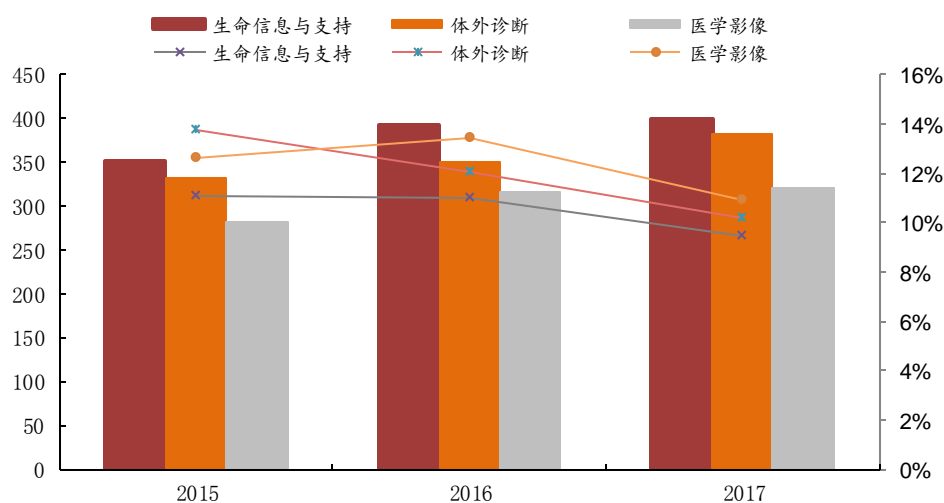
图16：公司研发投入持续攀升（百万元）



数据来源：财通证券研究所整理（注：2001-2014年和2014-2017年采用不同的会计准则）

从公司三大产品线的研发投入看，各产品的研发费用较为接近，研发费用率也均保持在10%左右。2017年生命信息与支持、体外诊断、医学影像的研发费用分别为3.99亿、3.82亿和3.21亿元，费用率分别为9.42%、10.18%和10.93%。各产品线的研发投入均衡化，保障了公司三大领域的长期竞争力。

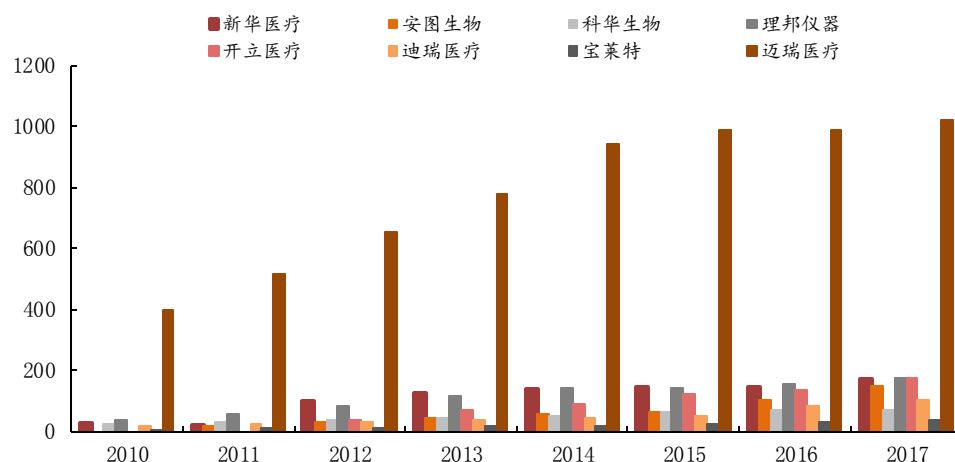
图17：公司三大产品线研发投入及费用率情况（百万元）



数据来源：公司招股说明书，财通证券研究所

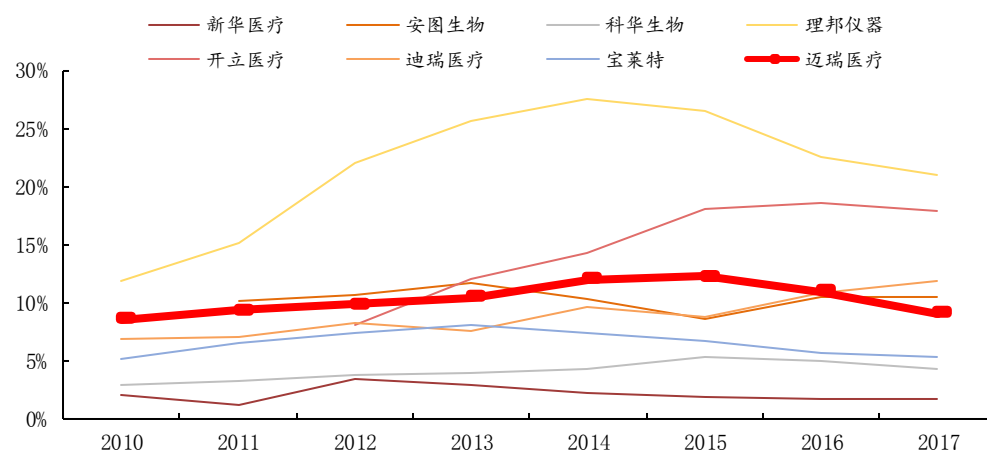
作为对比，我们选取了A股七家与公司有相似业务的医疗器械公司，公司研发投入远超其他类似公司。2017年公司研发投入10.18亿元，新华医疗、安图生物、理邦仪器等七家公司合计投入仅为8.81亿元。从研发费用率方面看，公司处于平均水平以上，仅理邦仪器和开立医疗近几年研发占比高于公司，充分彰显了公司长期持续的研发实力。

图18：A股同类研发费用对比



数据来源：公司招股说明书，财通证券研究所

图19：A股同类研发费用率对比



数据来源：公司招股说明书，财通证券研究所

公司作为国内较早进入医疗器械行业公司之一，通过长期持续的高研发投入，在多个领域实现了国产设备的突破，填补了国内多项空白，奠定公司在医疗器械行业的地位，引领着国内医疗器械行业发展。

表3：公司在多个领域填补了国内空白

生命信息与支持类

1992年	推出中国第一台血氧饱和度监护仪
1993年	推出中国第一台多参数监护仪
1994年	推出中国第一套中心监护系统
1998年	推出中国第一台便携式监护仪
2000年	推出中国第一台麻醉气体监护仪
2003年	推出中国第一套无线中心监护系统
2006年	推出中国第一台模块化信息监护仪
2009年	推出中国第一台拥有完全自主知识产权的双相波除颤监护仪
2015年	推出中国第一台电控涡轮呼吸机

体外诊断

1998年	推出中国第一台全自动血液细胞分析仪
2001年	推出中国第一台全自动血液细胞分析仪
2003年	推出中国第一台全自动生化分析仪
2005年	推出中国第一台封闭穿刺进样全自动血液细胞分析仪
2006年	推出中国第一台全自动五分类血液细胞分析仪
2011年	推出中国第一台具有网织红细胞、核红细胞的高端血液细胞分析仪

医学影像

1993年	推出中国第一台经颅多普勒脑血流诊断仪
2001年	推出中国第一台全数字高档黑白超声诊断仪
204年	推出中国第一套全数字化三维超声影像管理系统
2004年	推出中国第一台全数字化便携式超声诊断仪
2006年	推出中国第一台拥有完全自主知识产权的全数字多普勒超声诊断仪
2008年	推出中国第一台拥有完全自主知识产权的便携式多普勒超声诊断系统

数据来源：公司网站，财通证券研究所

基于持续的研发投入，公司先后获得了多次国内外大奖，如国家科技进步二等奖、广东科学技术奖、专利奖金、德国 iF 设计大奖等，充分彰显公司的研发创新能力。2013 年公司自主研发的发明专利“一种流式细胞检测装置及其实现的流式细胞检测方法”获得中国专利金奖，实现了医疗设备行业在中国发明专利金奖上的零突破，2017 年公司“超声剪切波弹性成像关键技术及应用”荣获国家技术发明奖二等奖，更是体现了公司的研发创新能力。

表4：公司取得多个重要科研成果和荣誉

	年份	认定或授予单位	重要科研成果或荣获的荣誉
1	2001	中国外观设计大赛评委会	血氧饱和度探头”荣获中国首届外观设计专利大赛一等奖
2	2005	深圳市人民政府	“BS-300 全自动生化分析仪”荣获深圳市科学技术进步一等奖
3	2007	国务院	“全自动生化分析仪”荣获国家科技进步二等奖
4	2009	广东省人民政府	“迈瑞生命体征监护仪”荣获广东专利金奖
5	2010	中国第五届外观设计专利大赛组委会	“黑白便携式超声仪”荣获自主创新设计奖
6	2011	广东省人民政府	“迈瑞公司便携式彩超（DC-3A）”荣获广东专利金奖
7	2012	广东省人民政府	“除颤监护仪”荣获广东省科学技术奖
8	2013	国家知识产权局	“一种流式细胞检测装置及其实现的流式细胞检测方法”荣获中国专利金奖
9	2013	广东省人民政府	“中端通用型彩超”荣获广东省科学技术奖
10	2014	国家知识产权局	“DC-N3 彩色台式超声系统”荣获中国外观设计专利优秀奖
11	2014	广东省人民政府	“中高端高性能模块化全自动生化分析系统（BS-800/800M 系列）及配套试剂”荣获广东省科技进步一等奖
12	2015	深圳市人民政府	“高端血液细胞分析系统（BC-6800）及配套试剂”荣获深圳市科技进步一等奖

13	2015	广东省人民政府	“A 系列麻醉机” 荣获广东省科学技术奖
14	2015	Red Dot Gmbh & Co. KG	“SV300 呼吸机” 荣获德国红点设计大奖
15	2016	国家知识产权局	“SV300 呼吸机及超声成像的方法和装置” 获第 18 届中国专利优秀奖
16	2016	广东省人民政府	“高端血液细胞分析系统项目” 荣获广东省科学技术奖一等奖
17	2016	Red Dot Gmbh & Co. KG	“Resona7 彩色超声多普勒系统” 荣获德国红点设计大奖
18	2017	国家知识产权局	“移动式X 射线影像诊断系统” 荣获中国外观设计专利优秀奖
19	2017	iF International Forum Design GmbH	“MobiEye700 移动X 光系统” 荣获德国iF 设计大奖
20	2017	国务院	“超声剪切波弹性成像关键技术及应用” 荣获国家技术发明奖二等奖
21	2018	iF International Forum Design GmbH	“SV600/800 呼吸机、BeneVision N1、BeneVision N Series” 荣获德国iF 设计大奖

数据来源：公司招股说明书，财通证券研究所

目前，公司已在全球范围内设有深圳、南京、北京、西安、成都、美国硅谷、美国新泽西及美国西雅图八大研发中心，其中深圳作为公司研发总部，负责全球三大产品线新产品的规划和整机研发，硅谷和西雅图研发中心专注于超声系统的前沿技术，新泽西研发中心专注于临床研究等工作，成都研发中心专注于血细胞分析仪和化学发光仪的研发，南京研发中心专注于手术等手术室设备研发，西安研发中心专注于生命信息与支持等技术，北京研发中心负责体外诊断、超声、医疗信息等新技术预研工作，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。

图20：公司全球拥有八大研发中心



数据来源：公司网站，财通证券研究所

表5：公司八大研发中心工作重点

研发中心	研发任务
深圳总部	负责全球三大产品线新产品的规划和整机研发。
硅谷中心	专注于研究前沿超声科技
新泽西中心	专注于临床研究（临床需求收集、确定开发设计需求）、用户交互界面设计和工业设计。

西雅图中心	专注于数字超声的前沿技术。
北京中心	专注于体外诊断、数字超声、医疗信息业务，开展多项新技术预研。
南京中心	专注于手术灯、手术床、吊塔、吊桥等手术室设备的研发工作。
成都中心	专注于血细胞分析仪、发光免疫分析仪产品的研发工作。
西安中心	专注于生命信息与支持 and 数字超声的软件技术研发。

数据来源：公司招股说明书，财通证券研究所

2.1.2 收购国际品牌助力产品升级，并购国内企业拓展产品线

公司自 2008 年启航全球并购之路，先后收购了国内外多家企业。公司在国际市场有节奏地整合创新前沿技术及本土化的销售渠道，在国内并购拓展新产线，加快进入新领域的速度。公司通过持续的并购整合，不断构建及夯实其全球研发、销售、制造一体化平台。

2008 年公司收购美国 DATASCOPE 公司的生命信息监护业务，成为全球监护领域的第三大品牌，同时也加速了公司产品在欧美市场的扩张。2013 年公司收购美国超声设备领军企业 ZONARE 公司，获得多项先进的核心图像技术，加速进军中高端超声领域，助力公司跻身全球医学影像技术领导者阵营，同时也拓展了公司在欧美发达国家的销售网络，极大的提升了公司在超声领域的竞争力。2013 年公司收购澳大利亚医疗服务供应商 Ulco，进一步拓展澳洲市场。

表6：公司历史并购标的情况

标的	收购时间	标的业务	公司对应产品线
Datascope	2008	获得监护业务，成为全球该领域第三大品牌	生命信息与支持
深迈瑞科技	2011	获得输注泵、注射泵和输液监护管理系统	生命信息与支持
苏州惠生	2011	获得惠尿液分析产品及相关研发平台	体外诊断
浙江格林蓝德	2012	获得PACS/RIS研发、销售和售后服务平台	
长沙天地人	2012	获得微生物检测产品和研发平台	体外诊断
杭州光典	2012	获得硬管内窥镜及配套手术器械的研发生产平台	外科
武汉德路拜尔	2012	进入骨科耗材领域	外科
上海医光	2012	获得软性内窥镜及配套器械的研发生产平台	外科
美国Zonare	2013	获得医疗超声设备的研发和生产平台	医学影像
澳洲Ulco	2013	获得大洋洲市场成熟的销售和售后服务渠道	
北京普利生	2013	获得凝血检验研发生产平台	体外诊断
上海长岛	2013	获得血栓止血检测试剂	体外诊断

数据来源：公司招股说明书，财通证券研究所

在国内并购方面，公司 2011 年至 2014 年先后收购了深迈瑞科技、苏州惠生、北京普利生、上海长岛等近 10 家企业，补充了公司在生命信息、体外诊断领域的产品线，拓展了在骨科、内窥镜等外科领域的业务。

2.2 销售网络遍及全球，“经销+直销”深耕市场

迈瑞作为全球化企业，在全球范围内建立了覆盖面广阔的国际销售网络，在国内超过 30 个省市自治区均设有分公司，在境外超过 30 个国家设有子公司，销售网络全球 190 多个多家和地区。截至 2017 年底，公司营销人员超过 2600 人。

图21：公司海外销售网络布局



数据来源：公司网站，财通证券研究所

公司海外经销商数量预计超过 2000 家，遍布亚洲、欧洲、北美、拉美等地区。

表7：公司海外经销商分布情况

区域	国家和地区
亚洲	印度、印尼、泰国、马来西亚、菲律宾、韩国、越南等
欧洲	英国、法国、德国、意大利、西班牙、荷兰、葡萄牙、波兰等
美洲	美国、墨西哥、智利、哥伦比亚、秘鲁、厄瓜多尔、巴西、阿根廷等
其他	俄罗斯、土耳其、埃及、南非、沙特阿拉伯、尼日利亚、哈萨克斯坦等

数据来源：公司招股说明书，财通证券研究所

在北美地区，公司拥有专业直销团队，与美国五大集体采购组织 MPG、MedAssets、Novation、Premier、Amerinet 合作，产品覆盖北美近万家终端医疗机构。在欧洲，公司采用“直销+经销”的销售模式，产品进入欧洲多家高端医疗集团、综合医院以及专科医院。在发展中国家如拉美地区，公司采用经销为主的销售模式，建立了完善且覆盖度广的经销体系，产品进入多家综合性和专科类医院。

表8：公司海外收入以经销+直销为主

	2015	2016	2017
海外直销	1699.8	1748.427	1917.83
海外直销占比	39.49%	38.72%	37.29%
海外经销	2604.57	2767.213	3224.7

海外经销占比	60.51%	61.28%	62.71%
海外收入合计	4304.37	4515.64	5142.53

数据来源：财通证券研究所

公司在境外设立了三级技术支持架构，境外 28 个子公司提供海外当地服务热线接受客户服务申告，100 多个驻地直属服务站点为客户提供现场服务和技术支持。此外，公司海外子公司还为当地终端客户和渠道资源提供售后技术培训。

公司在国内以“经销为主+直销为辅”的销售模式，在全国超过 30 个省市自治区均设有分公司，有近 1800 家经销商，产品和解决方案应用于全国近 11 万家医疗机构。

表9：公司国内经销为主+直销为辅的销售模式

	2015	2016	2017
境内直销	170.57	216.623	331.05
境内直销占比	4.60%	4.80%	5.49%
境内经销	3538.16	4299.457	5700.22
境内经销占比	95.40%	95.20%	94.51%
境内收入合计	3708.73	4516.08	6031.27

数据来源：财通证券研究所

公司在国内的终端客户广泛分布在三级医院、二级医院、一级医院以及其他多种类型的医疗机构，销售渠道较为完善。

表10：公司国内医疗机构收入分布（百万元）

医疗机构级别	2015		2016		2017	
	数量	收入	数量	收入	数量	收入
三级医院	1562	975.44	1575	1155.72	1638	1540.60
二级医院	3434	1036.27	3520	1194.91	3671	1587.31
一级医院	1331	320.96	1180	427.38	1099	553.86
其他医疗机构	14278	1373.77	16112	1728.86	17981	2307.59
合计	20605	3706.44	22387	4506.86	24389	5989.35

数据来源：招股说明书，财通证券研究所

公司在国内拥有完整的“总部-分公司-直属服务站-服务分包商”四级服务网络架构，拥有 45 余家驻地直属服务站，500 余家优质授权服务分包商。公司拥有超过 500 余名直属工程师以及 1900 多名经原厂培训、考核及认证的专业服务分包商组成的服务团队。

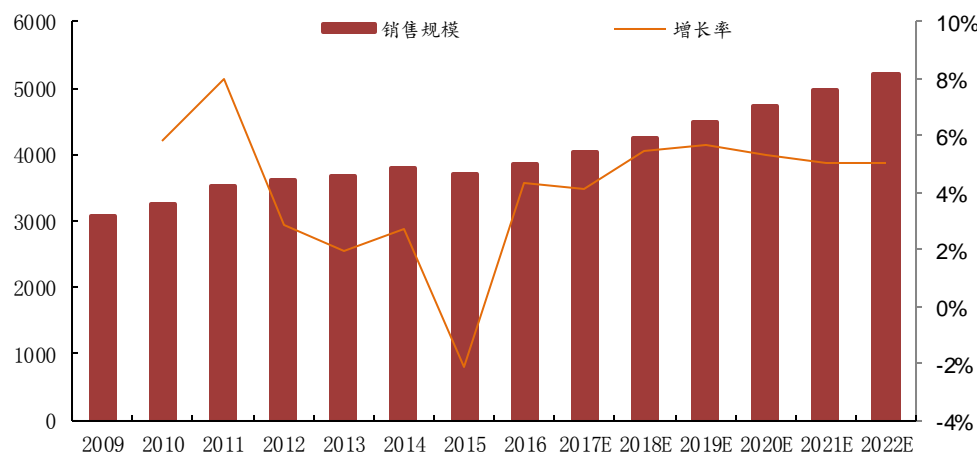
售后服务作为公司的核心竞争力之一，公司建立了全方位、全时段、全过程售后服务体系，借助业界领先的 CRM 客户关系管理平台对服务全过程进行管理，保证服务质量。从提供单一服务产品到提供整体服务解决方案，增强了客户粘性，为持续推送产品和后续服务提供支撑。

3、海外业务发展稳健，国产化趋势助力国内业务快速增长

3.1 全球医疗器械行业趋于成熟，公司海外业绩增长稳健

2010 年至 2016 年，全球医疗器械行业市场规模由 3260 亿美元增长至 3870 亿美元，期间年均复合增长率为 2.90%。据 EvaluateMedTech 预测，全球医疗器械市场规模还将继续保持稳定增长，2022 年全球医疗器械行业销售规模将超过 5200 亿，2016 年至 2022 年期间年均复合增长率将达到 5.10%。

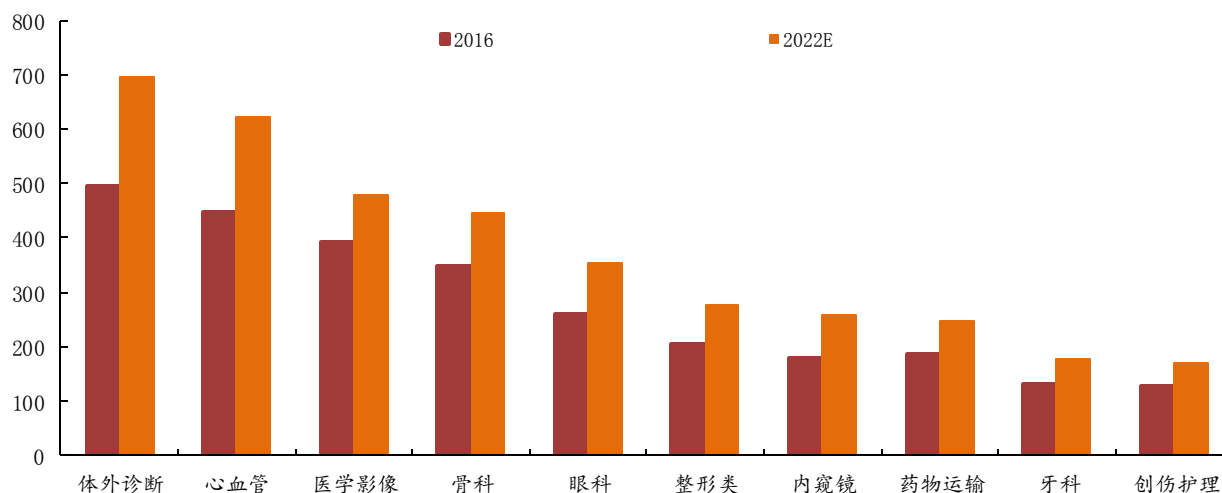
图22：全球医疗器械行业持续增长（亿美元）



数据来源：财通证券研究所

具体细分领域看，2016 年前三大细分领域体外诊断、心血管及医学影像类的销售规模分别为 4940 亿、4460 亿、3920 亿美元，分别占据近 13%、12%和 10%的市场份额，预计至 2022 年将保持 5.9%、5.7%、3.4%的年均复合增长率。

图23：全球医疗器械细分领域销售规模情况（亿美元）

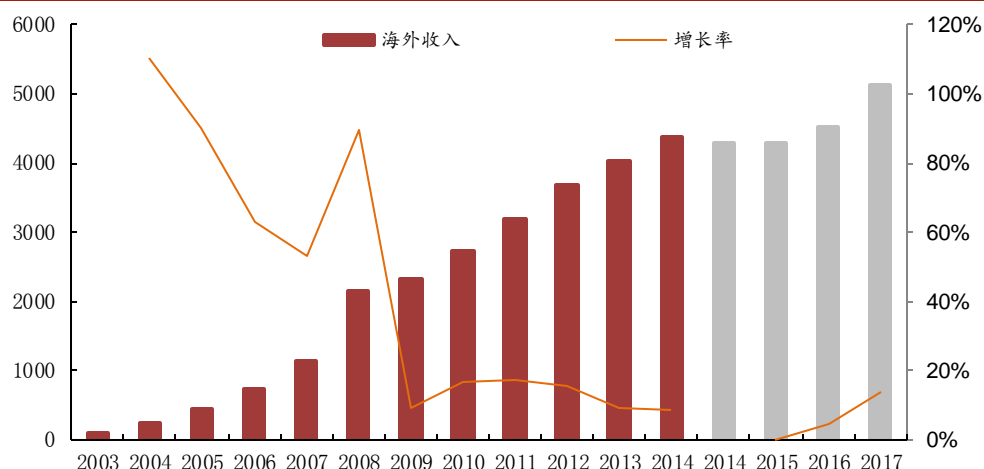


数据来源：财通证券研究所

全球范围来看，欧美等发达国家医疗器械市场相对成熟，产品主要以升级换代为主，市场增长较为稳定，美国占据全球医疗器械市场 40%左右的份额，欧洲占据 30%左右的份额。公司近几年的海外增速相对较为缓慢，但整体与全球平均增长

率相近，预计公司的海外收入将与全球医疗器械行业增速相吻合，继续保持较为稳健的增长速度。

图24：公司海外收入增速较为稳健（百万元）

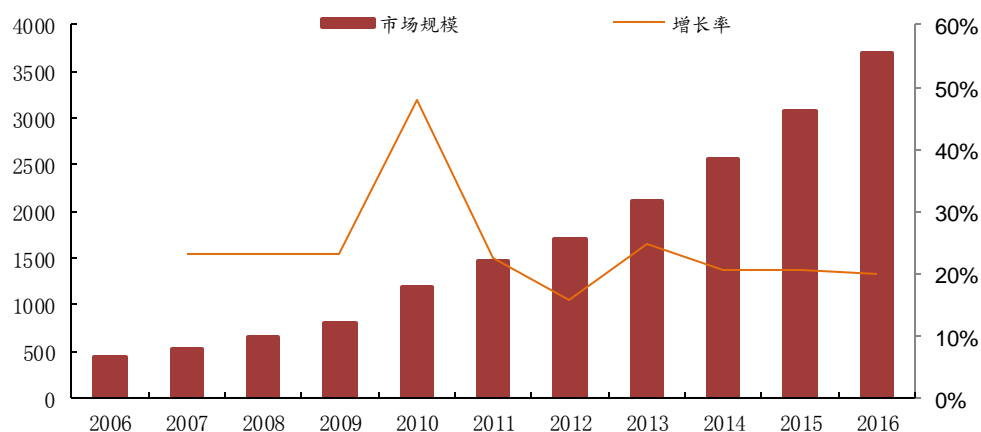


数据来源：财通证券研究所整理（2003-2014年和2014-2017年会计准则不同）

3.2 我国医疗器械行业蓬勃发展，国产化趋势助力公司快速成长

我国作为人口大国，医疗器械需求旺盛，伴随中国经济的快速增长，我国医疗器械市场规模扩容显著，2006年至2016年销售规模由434亿元增长至3696亿元，年均复合增长率为23.89%，近三年亦保持20%以上的增长率，我国医疗器械行业目前仍处于快速发展阶段。

图25：中国医疗器械市场规模快速增长（亿元）



数据来源：财通证券研究所

相比于国内医疗器械行业的蓬勃发展，我国医疗器械企业技术水平与外资品牌存在较大差距，特别是在大型医疗设备以及高端医疗设备领域，产品技术差距更为明显，市场整体仍由外资主导。

根据中国医疗设备行业数据发布大会的数据显示，2017年中国医疗设备各产品线基本由外资品牌占据绝对主导地位，在实验室设备领域，外资份额占据半数以上，在超声、CT、MR三大影像领域，外资品牌更是占据绝对主导地位。

表11：2017年度国内医疗设备部分产品线占有率情况

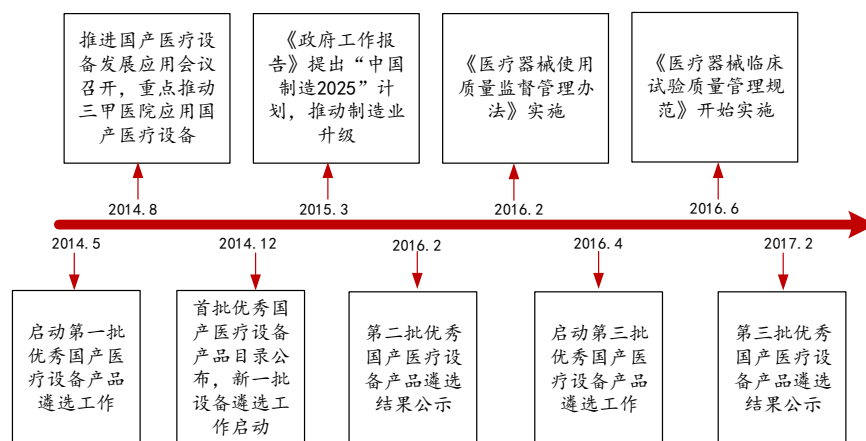
	第一位	第二位	第三位	第四位	第五位
检验室设备	希森美康 (26.1%)	迈瑞 (15.3%)	贝克曼 (15.3%)	罗氏 (9.4%)	日立 (6.5%)
超声影像类	通用电气 (31.6%)	飞利浦 (30.9%)	西门子 (9.8%)	日立 (7.7%)	迈瑞 (7.2%)
CT影像类	通用电气 (32.0%)	西门子 (26.2%)	飞利浦 (22.0%)	佳能 (10.7%)	东软 (7.4%)
MR影像类	西门子 (35.1%)	通用电气 (30.4%)	飞利浦 (19.6%)	东软医疗 (4.9%)	联影 (2.4%)
监护类	迈瑞 (64.8%)	飞利浦 (17.7%)	通用 (3.8%)	理邦 (3.7%)	宝莱特 (3.5%)
呼吸类	德尔格 (35.8%)	美敦力 (19.2%)	迈柯唯 (15.8%)	BD (8.8%)	哈美顿 (5.9%)
输注泵类	史密斯 (48.2%)	贝朗 (12.7%)	莱普 (9.4%)	费森尤斯 (5.0%)	圣诺 (4.7%)
手术麻醉	德尔格 (46.2%)	通用 (32.5%)	迈瑞 (11.2%)	谊安医疗 (3.8%)	百斯 (1.6%)
灯床塔等	德尔格 (18.1%)	迈柯唯 (13.6%)	明基三丰 (10.8%)	迈瑞 (9.9%)	太阳龙 (8.3%)
硬式内窥镜	卡尔史托斯 (47.3%)	奥林巴斯 (23.3%)	史塞克 (12.7%)	狼牌 (9.4%)	沈大 (2.8%)
软式内窥镜	奥林巴斯 (87.4%)	富士 (9.2%)	豪雅 (3.0%)	其他 (0.4%)	

数据来源：中国医疗设备行业数据发布大会，财通证券研究所

但是，较低的市场份额也为国产企业发展奠定了广阔的市场空间，尤其是近些年国内医疗器械行业技术取得了快速发展，在多个领域开始出现国产品牌的身影。以安图生物、迈瑞医疗等为代表的企业实现了化学发光免疫检测技术的突破，以迈瑞医疗和开立医疗为代表的企业实现了在中高端彩超领域的突破，以联影、东软为代表的企业在高端CT、MRI以及PET-CT领域取得了巨大突破。此外，国家及各地政府陆续出台了多项国产替代政策，极大的推动了国产品牌进入医院的可能性，为国内医疗器械行业发展奠定了坚实的基础。

近几年，国家已将高端医疗设备列为重点发展目标，《中国制造2025》中提出要重点发展影像设备、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，“十三五”规划纲要明确指出，未来5年将重点研制核医学影像设备、超导磁共振成像系统、无创呼吸机等诊疗设备及全自动生化分析仪、高通量基因测序仪等体外诊断设备。

图26：国家陆续出台多项国产医疗器械支持政策



数据来源：财通证券研究所

同时，政府在推动医疗设备国产化方面推出了一系列的政策和措施，2014 年 3 月，新版《医疗器械监督管理条例》修改了对医疗器械的监管模式，规定了生产企业在有医疗器械产品注册证的情况下可以申请医疗器械生产许可，这既进一步鼓励企业创新，又有益于减少企业在产品获得注册前人力财物的投入。2014 年医疗先后遴选多批优秀国产医疗设备，推进国产设备的使用。2015 年 3 月财政部、工信部和保监会联合印发《关于开展首台（套）重大技术装备保险补偿机制试点工作的通知》，加快破解制约国产医疗设备发展应用障碍。

2016 年 3 月，国务院发布《关于促进医药产业健康发展的指导意见》，其中有 15 条内容与医疗器械行业有着密切联系，加强高端医疗器械等创新能力建设，建立并完善境外销售和服务体系，严格落实《中华人民共和国政府采购法》规定，国产药品和医疗器械能够满足要求的，政府采购项目原则上须采购国产产品，逐步提高公立医疗机构国产设备配置水平。目前多地均出台了鼓励优先使用国产器械的政策，将不断推进国产医疗器械的使用率。

公司作为国内医疗器械行业的领军企业，在产品技术和销售布局方面均处于领先地位，医学检验设备、彩超、监护仪、灯塔床等设备均已进入国内 99% 的三级医院，产品质量认可度高。同时，公司国内销售网络覆盖 1 万家医疗机构，销售系统完善。随着国内器械行业的快速发展以及国产替代趋势的持续，迈瑞医疗作为公司医疗器械行业的领军企业，有望继续保持快速增长，实现强者恒强。

3.3 三大产品线齐头并进，研发储备增强后续成长性

公司产品主要覆盖三大领域：生命信息与支持、体外诊断和医学影像，通过外延并购，公司产品线还延伸至骨科、内窥镜等外科领域。公司目前拥有国内医疗器械生产商中最全的产品线，可以满足医疗机构的一站式整体解决方案。

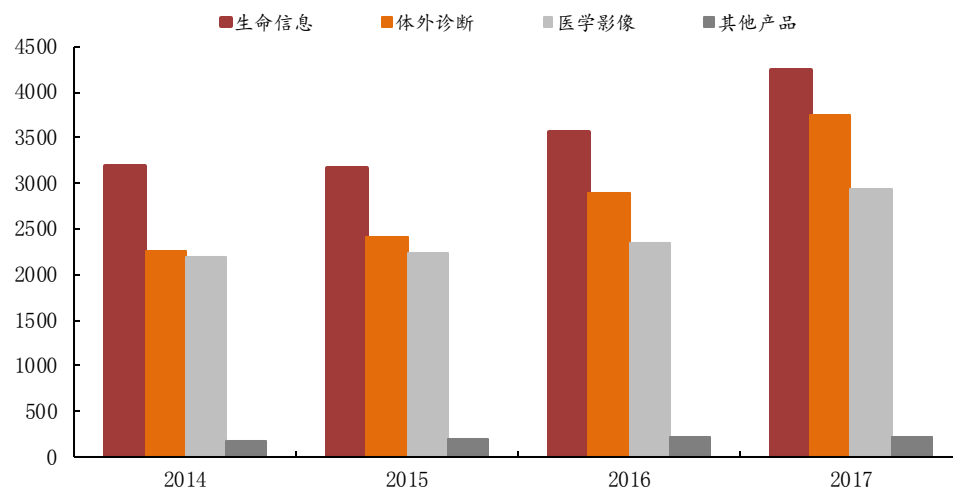
图27：公司产品线丰富

生命信息与支持	体外诊断	医学影像	外科产品
监护仪	血细胞分析仪	台式彩超	内镜手术器械
呼吸机	化学发光检测	便携彩超	硬镜系统
麻醉机	生化分析检测	黑白超声	
心电与除颤	凝血检测	超声管理系统	
数字化手术室	尿液检测	超声附件	
手术灯	糖化血红蛋白	X射线成像系统	
吊塔吊桥	流式细胞仪		
手术床	微生物诊断		
输液泵/注射泵			
附件与耗材			

数据来源：财通证券研究所

公司三大产品线发展较为均衡，2017 年公司生命信息与支持类产品销售 42.36 亿元，占公司收入的 37.91%，体外诊断类产品销售 37.50 亿元，占比 33.56%，医学影像类产品销售 29.35 亿元，占比 26.27%，其他产品销售规模较小。

图28：公司各产品线销售情况（百万元）



数据来源：公司招股说明书，财通证券研究所

3.3.1 生命信息与支持类：全球竞争力强，

生命信息与支持类产品是公司成立之初的业务，产品种类较为丰富，主要包括监护仪、除颤仪、麻醉机、呼吸机、心电图机、手术床、手术等、吊塔吊桥等，可用于患者生命信息检测于支持的一系列仪器和解决方案的组合。

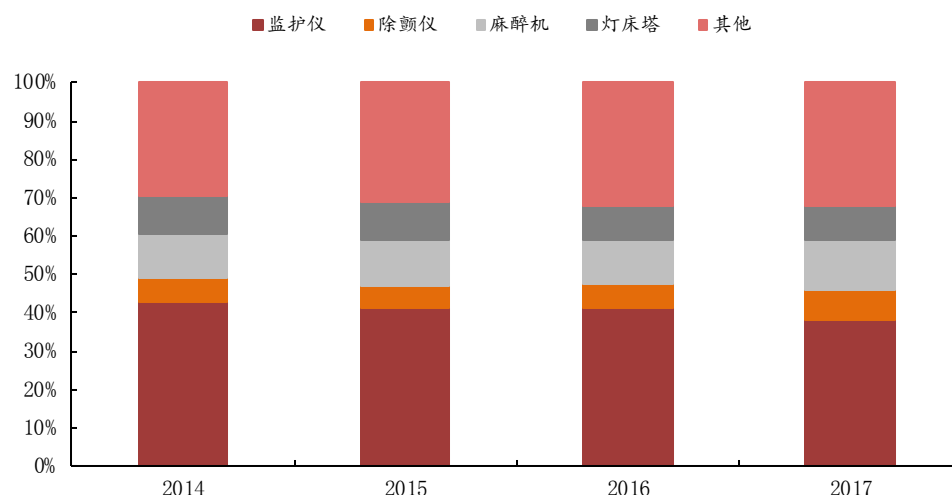
表12：生命信息与支持类产品

	示例图	产品用途
监护仪		监护仪是一种监测病人生理参数，可与已知设定值进行比较，并对出现的超标情况发出警报的装置或系统。
除颤仪		除颤仪是一种通过电极将电脉冲施加于患者的皮肤或者暴露的心脏，用来对心脏进行除颤的医用电器设备。
麻醉机		麻醉机是用于对患者实施全身麻醉、供氧及进行辅助或控制呼吸的医疗设备
手术灯、手术床、吊塔吊桥		灯床塔是主要用于围术期外科手术的的设备，包括手术床、手术灯和吊塔吊桥、数字化手术室等

数据来源：公司招股说明书，财通证券研究所

监护仪作为生命信息与支持类产品中销售占比最大的品种，2017 年销售占比超过 38%，除颤仪、麻醉机和灯床塔分别占比 7.86%、12.79%和 8.95%，四大类产品合计占比接近 68%。

图29：公司生命信息与支持类产品销售占比情况



数据来源：公司招股说明书，财通证券研究所

1)：监护仪：全球第三大品牌，市场增长平稳

2016 年全球（不含日本）监护仪产品市场规模分别为 26.8 亿美元，预计 2017 年市场规模达到 27.9 亿美元，2016 年中国监护仪产品市场规模约 17.5 亿元，预计 2017 年市场规模达到 20.2 亿元。

监护仪市场集中度相对较高，飞利浦、通用电气和迈瑞占据全球主要份额。公司在监护设备领域深耕多年，提供包括床旁监护仪、遥测监护仪以及中央监护系统的全套设备与解决方案。根据中国医学装备协会的统计，2016 年公司在全球和中国监护设备市场排名中分别为第三位和第一位。

表13：公司监护仪销量和收入情况

	2014	2015	2016	2017
销量（台）	109410	109195	124644	136386
单价（元/台）	12447	11994	11751	11879
收入（百万元）	1362	1310	1465	1620
收入增长率		-3.83%	11.83%	10.62%

数据来源：公司招股说明书，财通证券研究所

2014 年至 2017 年，公司监护仪产品销售额分别为达到 13.62 亿元、13.10 亿元、14.65 亿元、16.20 亿元，增长整体较为平稳。我们预计，随着公司产品的持续升级以及不断加强产品市场推广，监护仪产品销售有望保持继续平稳增长。

2) 除颤仪：整体增长较快，自动除颤仪放量迅速

除颤仪是一种应用电击来抢救和治疗心率失常的急救设备，除在医疗机构使用以外，还广泛配置在机场、车站、购物中心、写字楼等公共场所。随着人们对急救认识的加深，自动除颤仪（AED）的需求将持续增加。

根据中国医学装备协会的统计，2016 年公司在全球和中国除颤设备市场排名中分别为第五位和第二位。公司除颤设备主要竞争对手包括卓尔医学、飞利浦和瑞士席勒等医疗器械生产企业。

表14：公司除颤仪销量和收入情况

	2014	2015	2016	2017
销量（台）	9912	9509	12588	20426
单价（元/台）	20778	19808	17643	16309
收入（百万元）	206	188	222	333
收入增长率		-8.54%	17.91%	50.00%

数据来源：公司招股说明书，财通证券研究所

公司除颤仪销量和销售收入整体持续快速增长，其中自动体外除颤仪销量增加迅速。2014 至 2017 年，公司除颤仪的单价持续下滑，主要因为价格较低的自动体外除颤仪的销售占比逐步提升，期间除颤仪整体销售额分别为 2.06 亿元、1.88 亿元、2.22 亿元、3.33 亿元，主要系自动体外除颤仪快速放量所致。

3)：麻醉机：全球市场表现稳健，高端产品拉动单价提升

2016 年全球（不含日本）麻醉机市场规模为 9.1 亿美元，预计 2017 年为 9.3 亿美元。2016 年国内麻醉机市场规模约为 9.3 亿元，预计 2017 年为 9.7 亿元。根据中国医学装备协会的统计，2016 年公司在全球（不含日本）和中国麻醉设备市场排名中均为第三位。

表15：公司麻醉机销量和收入情况

	2014	2015	2016	2017
销量（台）	4340	4251	4462	5949
单价（元/台）	83345	86588	94212	91090
收入（百万元）	362	368	420	542
收入增长率		1.76%	14.21%	28.91%

数据来源：招股说明书，财通证券研究所

公司中高端产品 A 系列销售占比持续增加，产品平均售价有所提升。2014 年至 2017 年销售额分别为达到 3.62 亿元、3.68 亿元、4.20 亿元和 5.42 亿元，预计随着公司中高端产品占比以提升，公司麻醉机产品收入将继续保持稳健增长。

4) 灯床塔：销量略有波动，整体收入表现稳健

2014 至 2016 年，公司灯床塔产品销量略有波动，平均售价略有下降，主要系因为受市场竞争的影响。2017 年公司加强市场推广力度，产品销售数量回升明显，产品销售收入实现快速增长，同时由于高端产品占比有所提高，产品平均售价略有提升。2014 至 2016 年，灯床塔产品收入分别为 3.25 亿元、3.28 亿元、3.02 亿元和 3.79 亿元，整体销售较为平稳。

表16: 公司灯床塔销量和收入情况

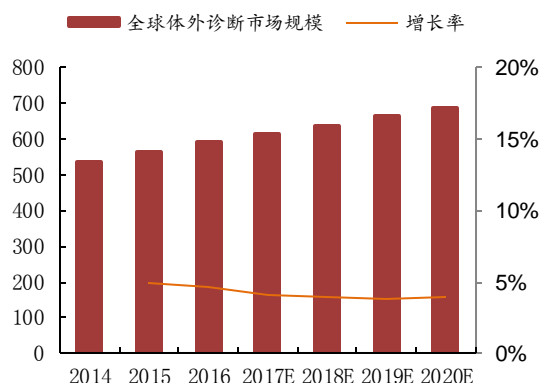
	2014	2015	2016	2017
销量 (套)	7404	7801	7667	9298
单价 (元/套)	43937	42098	39362	40770
收入(百万元)	325	328	302	379
收入增长率		0.95%	-8.11%	25.61%

数据来源: 公司招股说明书, 财通证券研究所

3.3.2 体外诊断: 产品结构持续优化, 销售规模快速增长

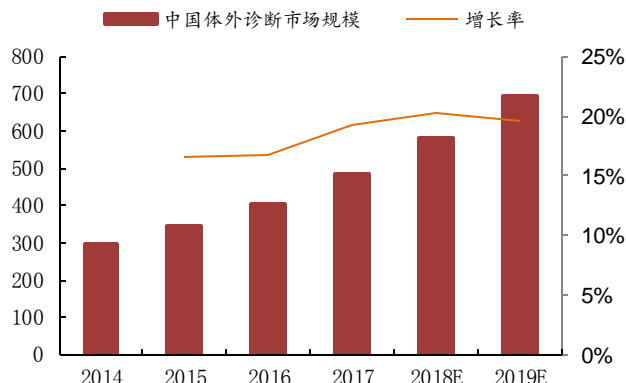
体外诊断作为医疗器械最大的细分市场, 长期保持稳健的增长速度。2016 年全球体外诊断市场规模约 590 亿美元, 预计 2020 年将接近 690 亿美元, 年均复合增速接近 4%, 2016 年国内市场规模约为 400 亿元, 预计 2019 年达到 700 亿元, 年均复合增速在 20%左右。

图30: 全球体外诊断市场规模 (亿美元)



数据来源: AlliedMarketResearch, 财通证券研究所

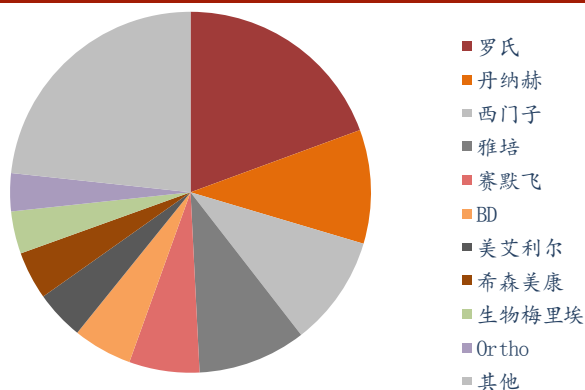
图31: 国内体外诊断市场规模 (亿元)



数据来源: 中国健康产业蓝皮书, 财通证券研究所

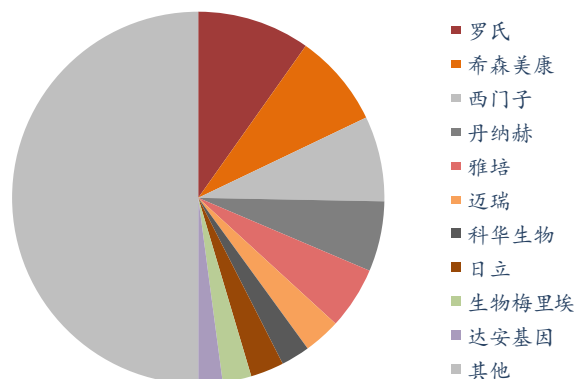
从竞争格局来看, 全球体外诊断市场份额集中度较高, 罗氏、丹纳赫、西门子、雅培和赛默飞占据 55%以上的市场份额。国内体外诊断市场中, 国产品牌虽然占据 40%以上的份额, 但市场集中度较为分散。迈瑞作为国内体外诊断领域的领先企业, 预计 2015 年仅占据 3%左右的市场份额, 未来仍有很大提升空间。

图32: 2016年全球体外诊断市场竞争格局



数据来源: EvaluateMedTech, 财通证券研究所

图33: 2015年国内体外诊断市场竞争格局



数据来源: McEvoy & Farmer, 财通证券研究所

公司体外诊断产品较为丰富，涵盖了血液细胞分析、生化分析、免疫分析、凝血分析、尿液分析、微生物分析、流式分析及糖化血红蛋白分析等，可以提供完整的实验室解决方案。

表17：公司体外诊断产品情况

	示例图	产品用途
血液细胞分析仪		血液细胞分析仪是指用于检测血液标本，能对血液中血细胞等有形成分进行定量分析，并提供相关信息的设备。
生化分析仪		生化分析仪是采用光电比色原理来测量体液中某种特定化学成分的仪器，主要进行酶类、脂类、蛋白和非蛋白氮类等几大类检测项目
化学发光分析仪		化学发光免疫分析仪是结合化学发光技术与高特异性的免疫反应，对体液中各种微量活性物质进行精确定量分析的仪器。
凝血分析仪		凝血分析仪是对血栓和止血形成因子及标志物进行实验室检测的仪器。
体外诊断试剂		可单独使用或与仪器、器具、设备或系统组合使用，在疾病的预防、诊断、治疗监测、预后观察、健康状态评价以及遗传性疾病的预测过程中，用于对人体样本（各种体液、细胞、组织样本等）进行体外检测的试剂、试剂盒、校准品（物）、质控品（物）等

数据来源：财通证券研究所

血液细胞分析产品：公司通过长期自主研发，现已经形成了自主知识产权、技术水平领先的三大产品平台：1）以阻抗和比色法为基础的三分类血液细胞分析平台；2）以化学染色和流式细胞术为基础的中低端五分类血液细胞分析平台；3）以特异性荧光染色、流式细胞术、散射-荧光三维分析（SF-Cube）技术为基础的高端血液细胞分析平台。根据中国医学装备协会的统计，2016 年公司在血液细胞分析类产品市场排名中位于第二位。

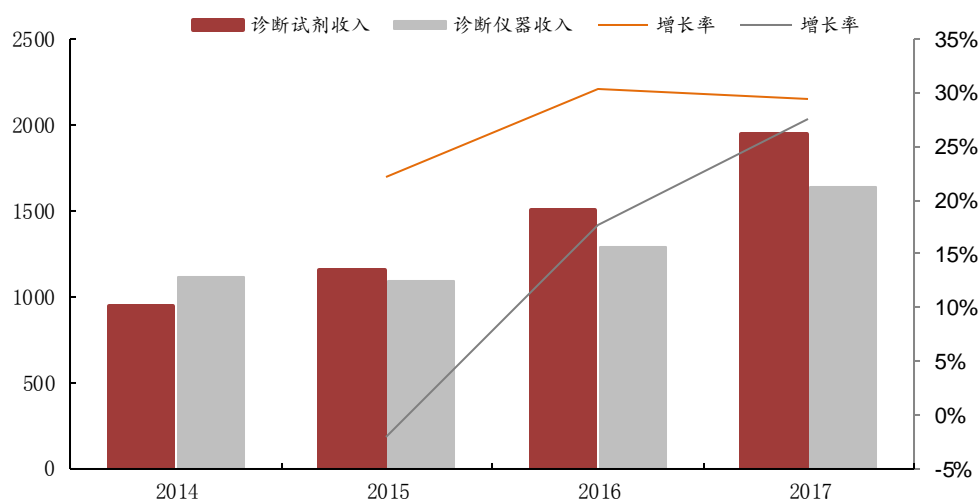
生化分析产品：公司拥有 BS-200 系列、BS-300 系列、BS-400/480 系列、BS-800 系列、BS-2000 系列等多个型号的全自动生化分析系统，是全球少数几家能够提供全系列高性能生化检测系统的厂家。公司生化试剂产品涵盖血脂、肝功、肾功、心血管、糖尿病、风湿和特种蛋白等七大套餐，建立了完善的产品开发技术平台，包括酶促反应技术平台、抗干扰技术平台和胶乳技术平台，大大提高了产品开发的质量和效率。根据中国医学装备协会的统计，2016 年公司在生化分析类产品市场排名中位于第三位。

免疫分析產品：2013 年公司推出首台全自動化學發光免疫分析系統 CL-2000i，進入化學發光免疫診斷領域。公司全自動化學發光免疫分析儀採用低攜帶污染的樣本分注技術、高均一性磁微粒混勻技術、高效低損失率的磁微粒清洗分離技術等多項先進技術，使儀器的精密度、靈敏度、線性、攜帶污染等主要測試指標均達到國際大型醫療生產企業同類產品的水平。同時，公司通過自主研發完成了多個化學發光試劑套餐的研製並獲得註冊證，包含甲狀腺、腫瘤標志物、生殖激素、傳染病、心肌標志物、糖尿病、貧血、骨代謝、內分泌激素試劑盒及配套校準品和質控品。

凝血分析產品：公司產品覆蓋半自動、200 速、300 速和 400 速凝血檢測系統，突破了包括雙路磁珠檢測平台、試劑快速加樣與恆溫平台、樣本自動識別與運送平台等關鍵技術，實現了對凝血檢測的分析前、分析中、分析後的质量控制。凝血分析試劑產品涵蓋常規七項檢測，是國內首家提供七項全液體試劑的廠家。

2014 至 2017 年，公司體外診斷業務保持快速增長，銷售規模由 20.63 億元增長至 35.91 億元，年均複合增長率為 20% 以上，主要系免疫化學發光和流水線等產品的快速放量。

圖34：公司體外診斷業務持續增長（百萬元）



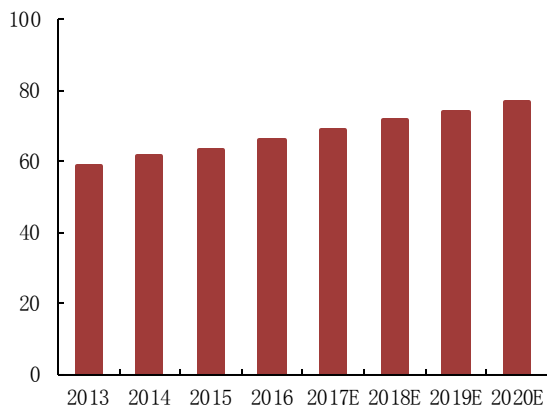
數據來源：公司招股說明書，財通證券研究所

2014 年至 2017 年，公司體外診斷儀器銷售呈加速趨勢，期間銷售規模分別為 11.16 億元、10.92 億元、12.86 億元和 16.40 億元，年均複合增長 13.70%。近幾年公司體外診斷試劑保持較快的增長速度，主要是因為經過多年積累，累計儀器裝機量持續增加，帶動了配套試劑的快速放量，同時公司不斷推出新的體外診斷儀器和試劑種類，化學發光免疫試劑從 2015 年初的 27 種增加至 2017 年末的 64 種，進一步拓展了試劑的銷售增長點。2014 年至 2017 年，公司體外診斷試劑銷售收入分別為 9.47 億元、11.57 億元、15.08 億元和 19.51 億元，年均複合增長率高達 27%，呈現強勁的增長趨勢。

3.3.3 医学影像：彩超延伸至高端领域，国产化空间广阔

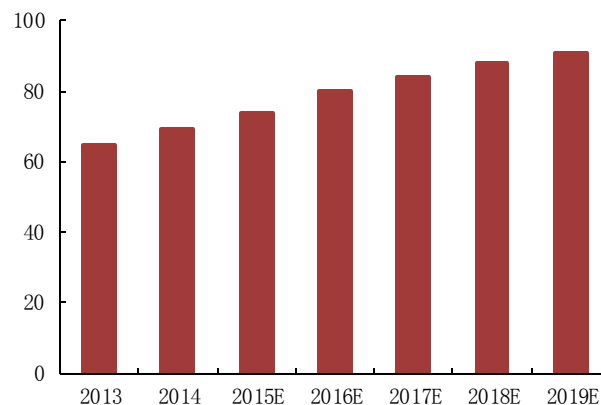
目前，全球的医用超声市场较为成熟，市场增速较为平稳。2016 年全球医用超声诊断设备市场规模已超过 66 亿美元，预计 2020 年将达 76 亿美元。2014 年中国超声诊断设备市场已达 69 亿元，预计 2019 年市场规模将达 91 亿元。

图35：全球医用超声市场规模（亿美元）



数据来源：QY Research, 财通证券研究所

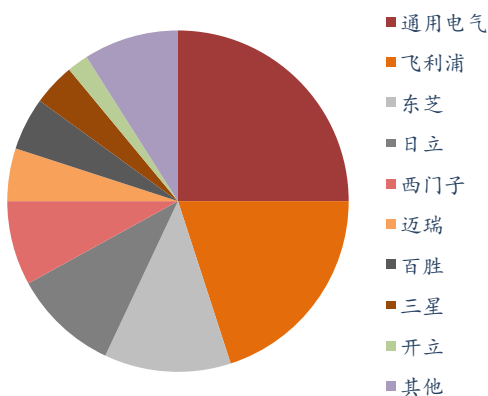
图36：国内医用超声市场规模（亿元）



数据来源：IHS, 财通证券研究所

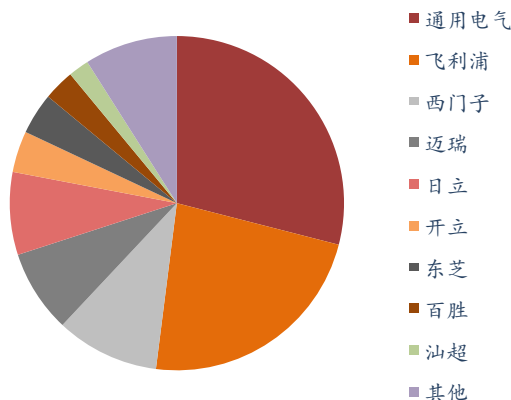
全球范围，通用电气、飞利浦、东芝、日立和西门子占据近 75% 的市场份额，国产生产商迈瑞和开立占有一席之地，合计占据 7% 的市场份额。国内市场，通用电气、飞利浦和西门子合计占据近 60% 的市场份额，迈瑞、开立和汕超等国产品牌仅占据 20% 左右的市场，市场份额有大幅提升空间，预计随着医疗器械国产化趋势的推进，以迈瑞为代表的优秀国产超声设备将持续受益。

图37：2015年全球超声市场竞争格局



数据来源：InMedica, 财通证券研究所

图38：2016年国内超声市场竞争格局



数据来源：中国医学装备协会, 财通证券研究所

公司医学影像类产品以超声影像产品为主，产品覆盖黑白超声和彩超，产品型号十分丰富。公司高度重视超声影像设备的研发创新，不断往中高端延伸，2013 年收购高端超声影像制造商 Zonare，加快了公司产品向高端延伸的进程。2015 年公司推出了高端彩超 Resona7 等产品，正式迈入高端超声影像领域，受到市场的广泛认可。

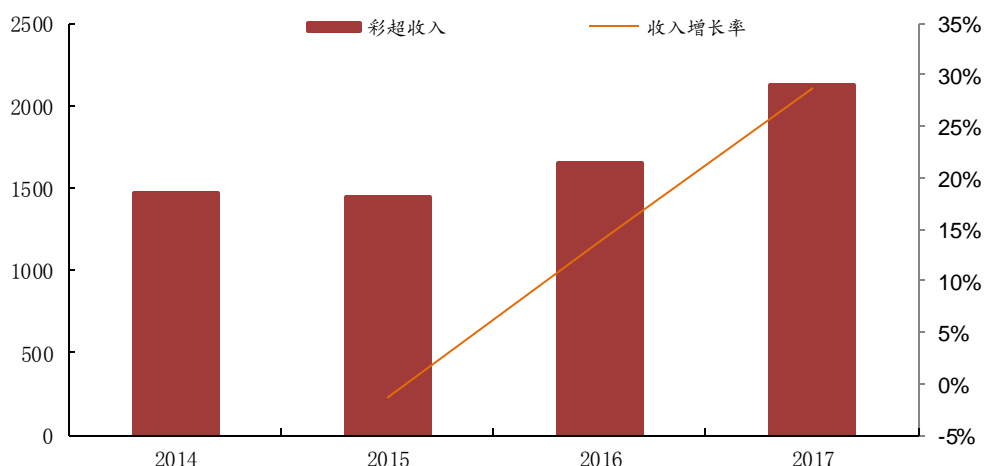
表18：公司医学影像类产品

	示例图	产品用途
台式彩超		彩超（台式/便携式）是利用超声多普勒技术和超声回波原理，同时具备采集血流运动、组织运动信息和人体器官组织特性，提供包括二维、三维灰阶及动态血流信息的医学影像诊断仪器。彩超通常应用于腹部、妇产科、小器官、心脏、血管、泌尿、介入治疗、急诊、麻醉、重症、肌骨运动医学等领域。
便携彩超		

数据来源：公司招股说明书，财通证券研究所

2014年至2017年，公司医学影像产品的收入分别为22.00亿、22.31亿、23.54亿和29.35亿元，彩超作为医学影像类的核心产品，期间销售规模分别为14.69亿、14.50亿、16.50亿和21.23亿元，年均复合增长率为13.05%，显著高于同期全球行业平均增长水平。公司彩超产品收入的快速增长推动了医学影像产品整体收入的增长，预计随着高端产品的持续推出和市场拓展，公司彩超产品将继续保持快速增长，尤其在国内市场有望受益于国产化趋势持续提升市场份额。

图39：公司彩超产品快速增长（百万元）



数据来源：公司招股说明书，财通证券研究所

3.3.4 产品线持续拓展，在研产品线丰富

除了生命信息与支持、体外诊断和医学影像三大产品线，公司还通过并购等方式将产品范围拓展至骨科、内窥镜等其他领域。2014年至2017年公司骨科和内窥镜等产品销售收入分别为1.67亿、1.89亿元、2.13亿和2.20亿元，期间销售增长较为稳健。

根据招股说明书披露，公司目前围绕三大产品线开展多款产品的研发，主要围绕产品技术升级，进一步提升公司产品质量。其中，公司在生命信息与支持领域重点布局监护仪和麻醉机等产品，在体外诊断领域重点布局高端生化仪、高端凝血分析系统和化学发光检测产品，在医学影像领域重点布局中高端彩超产品。

表19：公司在研产品线情况

业务方向	项目名称	项目简介
生命信息 与支持	全新一代监护仪	全新的产品平台，满足全球客户的临床需求和IT需求，全面提升监护产品和监护系统的竞争力。
	新麻醉机	新一代高端麻醉机，采用大显示屏和全电子流量计的麻醉机，同时增强软件功能，提升易用性、精准性，提升产品竞争力。
	新输液泵	对现有输注泵进行重新设计，降低产品成本，同时提升产品性能，最终提升产品性价比。
体外诊断	高端五分类细胞分析仪	开发全球最快、临床性能一流的高端荧光血液细胞分析仪
	高端生化分析仪升级	采用超微采样技术、长寿命免维护光度计等技术，实现现有高端生化分析仪的全面升级。
	高端全自动凝血分析系统	开发高端全自动凝血分析系统及国内首款具有穿刺功能的高端全自动凝血分析系统，满足三级医院血栓与止血诊断需要。
	新一代化学发光免疫分析仪	基于化学发光免疫检测原理，开发速度更快、临床性能更优的化学发光免疫分析仪。
	化学发光新试剂	开发炎症、肝纤、肿瘤、性激素、生长激素、糖尿病等多种化学发光试剂项目，完善现有试剂套餐。
医学影像	新一代中高端台式彩超	新一代全身应用型中高端台式彩超，实现更多高端彩超功能，如剪切波弹性等，使得产品更符合各种不同的临床应用场景。
	新一代中高端便携彩超	增强在传统超声领域应用的功能和性能，拓展在即时检测领域的应用。
	新一代中低端便携彩超	新一代全身应用型中低端台式彩超，实现高端彩超功能下移，具有卓越的性价比。

数据来源：公司招股说明书，财通证券研究所

4、募集资金聚焦生产+研发+营销，进一步提升公司综合竞争力

根据公司披露，公司此次IPO拟募集57.52亿元，主要用于光明生产基地扩建项目、南京迈瑞外科产品制造中心建设项目、迈瑞南京生物试剂制造中心建设项目、研发创新平台升级项目、营销服务体系升级项目、信息系统建设项目、偿还银行贷款及补充运营资金项目等。

表20：募集资金拟投资项目（百万元）

	项目名称	总投资	拟用募集资金投入
1	光明生产基地扩建项目	988.15	733.88
2	南京迈瑞外科产品制造中心建设项目	795.92	795.93
3	迈瑞南京生物试剂制造中心建设项目	254.74	254.75
4	研发创新平台升级项目	180.02	180.02
5	营销服务体系升级项目	1184.16	933.52
6	信息系统建设项目	1085.40	1053.72
7	偿还银行贷款及补充运营资金项目	1800.00	1800.00
	合计	6288.39	5751.80

数据来源：财通证券研究所

1. 光明生产基地扩建项目

该项目主要将在现有厂区建设新的生产厂房、实验室、行政楼等配套设施，同时对现有厂房进行专修，购置必要的生产设备、检验设备和其他辅助配套设备，旨在扩大产能和提升生产效率，满足不断增长的市场需求，同时提高自动化水平和产品质量，结合公司全球营销网络的优势，进一步提升公司产品的销售规模。

表21：光明生产基地扩建项目情况

产品系列	产品名称	新增年产能
生命信息与支持	监护仪（台）	8500
	除颤仪（台）	9700
	麻醉机（台）	4000
	呼吸机（台）	2200
	心电图机（台）	6400
体外诊断	空压机（台）	9000
	血细胞分析仪（台）	13300
	生化分析仪（台）	10000
	免疫分析仪（台）	1600
	生化试剂（万盒）	150
医学影像	医学影像设备（台）	20000

数据来源：公司招股说明书，财通证券研究所

2. 南京迈瑞外科产品制造中心建设项目

该项目将增加公司现有优势产品的生产规模，缓解手术灯、手术床及吊塔吊桥等产品现产能瓶颈。同时，该项目还将满足公司研发成果的产业化，丰富产品种类的需求，提升公司在内窥镜和数字化手术室产品的销售规模。

表22：南京迈瑞外科产品制造中心建设项目情况

产品	新增年产能
手术灯（套）	3600
手术床（张）	3700
吊塔吊桥（套）	7200
内窥镜（套）	520
数字化手术室产品（套）	340

数据来源：公司招股说明书，财通证券研究所

3. 迈瑞南京生物试剂制造中心建设项目

该项目将扩充公司体外诊断试剂的产能，同时提高生产效率，降低生产成本，增强公司的竞争优势。公司在化学发光领域已投入大量技术力量，已经推出 4 款仪器、约 50 种试剂检测项目，还将陆续推出多款分析仪和多种试剂检测项目，形成肝纤、高血压等特色检测项目，未来成长空间较大。同时，在血液细胞领域，公司采用差异化竞争策略，利用公司全球化销售网络以及齐全的产品线优势，主推适应当地客户需求的产品。

表23：迈瑞南京生物试剂制造中心建设项目情况

产品	新增年产能
化学发光试剂（万盒）	120
血液细胞试剂（万盒）	210
凝血试剂（万盒）	100
尿液试剂（万盒）	4

数据来源：公司招股说明书，财通证券研究所

4. 研发创新平台升级项目

公司将建设血液细胞分析仪器及其系统开发实验室、生化分析仪器及其系统开发实验室、十米法 EMC 实验室、手术导航预研实验室等八个实验室，升级现有产品生命周期管理系统和物联网系统，并购置相关的软件和硬件。该项目有助于支撑核心技术研发，提升产品的研发效率，增强公司产品竞争力。

表24：研发创新平台升级项目情况

所属平台	实验室名称	实验室用途
血液细胞仪器技术研发平台	血液细胞分析仪器及其系统开发实验室	血液细胞产品器部件、软硬件开发，可靠性测试，开发样机装配调试及测试工作
生化仪器技术研发平台	生化分析仪器及其系统开发实验室	生化产品器部件、软硬件开发，可靠性测试，开发样机装配调试及测试工作
血液细胞仪器技术研发平台	血液细胞分析仪器及其系统开发实验室	血液细胞产品器部件、软硬件开发，可靠性测试，开发样机装配调试及测试工作
免疫仪器技术研发平台	发光免疫分析仪器及其系统开发实验室	发光产品器部件、软硬件开发，可靠性测试，开发样机装配调试及测试工作
超声仪器技术研发平台	超声开发实验室	超声产品器部件、软硬件开发，可靠性测试，开发样机装配调试及测试工作
监护仪器技术研发平台	监护开发实验室	监护产品器部件、软硬件开发，可靠性测试，开发样机装配调试及测试工作
麻醉仪器技术研发平台	麻醉开发实验室	麻醉产品器部件、软硬件开发，可靠性测试，开发样机装配调试及测试工作
通用技术研发平台	十米法EMC 实验室	用于医疗设备的电磁兼容测试（为产品提供更为精准的测试环境）
前沿技术研发平台	手术导航预研实验室	手术导航产品器部件、软硬件开发，可靠性测试，开发样机装配调试及测试工作

数据来源：财通证券研究所

5. 营销服务体系升级项目

本项目建设的主要内容是：扩建国内营销服务网点中的 18 个网点；在北京、上海建立临床培训中心；定期举办经销商论坛和市场推广会；建立和升级营销支撑信息系统，旨在增强市场覆盖广度和深度，进一步提高市场占有率，增进客户对公司品牌的认可。

营销服务网点建设：加大对营销服务网点的投入，优化营销网点的售后服务、客户关系管理、培训、物流等功能，进一步开拓市场并提升服务能力。

临床培训中心建设项目：计划在北京、上海建设临床培训中心，陈列公司的全线产品，并配置相应的设备对经销商和终端客户进行产品培训和推广，建设内容包

含购置场地、装修设计和场地装修、购置设备和软件。

营销支撑信息系统建设项目：计划完成 SAP CRM 系统的部署，主要建设与升级远程服务系统和 C4CSales 等，为公司未来发展战略的实施提供信息化支持。

产品推广会：计划定期举办行业渠道论坛、渠道峰会和产品推广会，主要形式为经销商论坛、渠道高端渠道分会、新技术新产品推广会等，能够达到宣传公司产品，提高公司行业地位的效果。

6. 信息系统建设项目

本项目建设的主要内容是：在现有信息系统的基础上，扩大 ERP、CRM、HR、内部办公协同平台等系统的覆盖范围；实现 HR 系统以及信息安全、存储、网络等基础设施的升级以及建设；完成财务共享服务中心、财务费控系统、MyLearning、BW on HANA 数据分析体系、数据管理平台、大数据基建架构平台、移动应用平台等系统、公司级灾备中心的建设。

7. 偿还银行贷款及补充运营资金项目

为满足公司业务发展和新产品研发等对运营资金的需求，增强公司抗风险能力，公司拟将不低于 13 亿元募集资金用于补充公司日常生产经营所需的运营资金；为优化融资结构、降低利息支出、提升盈利水平，公司拟使用募集资金不超过 5 亿元偿还银行贷款。

5、盈利预测与投资建议

我们预计，2018-2020 年公司归母净利润分别为 32.46 亿、41.13 亿和 49.80 亿元，同比分别增长 25.37%、26.71%和 21.09%。若公司成功发行 1.216 亿股，预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 2.67 元、3.38 元和 4.10 元。

参考 A 股与公司相同业务的公司和细分领域的领军企业的估值情况，同时鉴于公司在医疗器械行业的显著地位，我们给予公司 40-50 倍估值，对应公司合理股价在 106.80-133.50 区间。

表 25：A 股部分医疗器械公司估值情况

公司名称	2018E	2019E	2020E
开立医疗	41X	30X	22X
理邦仪器	59X	38X	26X
安图生物	42X	32X	24X
健帆生物	45X	34X	26X
华大基因	56X	45X	36X

数据来源：wind，财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

利润表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	9,032	11,174	13,075	15,081	17,284	成长性					
减:营业成本	3,195	3,684	4,256	4,868	5,550	营业收入增长率	12.7%	23.7%	17.0%	15.3%	14.6%
营业税费	131	148	183	211	242	营业利润增长率	61.1%	85.9%	21.5%	26.5%	20.9%
销售费用	2,401	2,727	3,164	3,544	3,975	净利润增长率	75.9%	61.8%	25.4%	26.7%	21.1%
管理费用	1,783	1,665	1,961	2,187	2,333	EBITDA 增长率	54.9%	71.7%	18.6%	25.5%	20.9%
财务费用	-24	267	-3	-37	-50	EBIT 增长率	78.9%	84.1%	24.2%	25.6%	20.8%
资产减值损失	101	32	25	30	30	NOPLAT 增长率	80.6%	110.3%	10.8%	25.6%	20.8%
加:公允价值变动收益	-5	-111	-39	-50	-	投资资本增长率	-107.8%	366.0%	-328.8%	-25.8%	154.1%
投资和汇兑收益	114	9	50	200	150	净资产增长率	-29.6%	44.6%	44.8%	37.7%	33.1%
营业利润	1,549	2,880	3,499	4,428	5,354	利润率					
加:营业外净收支	303	52	180	230	280	毛利率	64.6%	67.0%	67.4%	67.7%	67.9%
利润总额	1,852	2,931	3,679	4,658	5,634	营业利润率	17.2%	25.8%	26.8%	29.4%	31.0%
减:所得税	239	330	423	536	648	净利润率	17.7%	23.2%	24.8%	27.3%	28.8%
净利润	1,600	2,589	3,246	4,114	4,981	EBITDA/营业收入	20.1%	27.9%	28.2%	30.7%	32.4%
资产负债表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	EBIT/营业收入	16.9%	25.2%	26.7%	29.1%	30.7%
货币资金	4,467	5,270	4,321	7,164	8,637	运营效率					
交易性金融资产	-	25	25	25	25	固定资产周转天数	36	23	21	29	37
应收账款	1,094	1,568	2,147	1,813	2,710	流动营业资本周转天数	12	-32	-6	-1	5
应收票据	25	0	44	10	43	流动资产周转天数	285	256	228	229	256
预付账款	92	107	117	146	152	应收账款周转天数	48	43	51	47	47
存货	1,031	1,567	1,236	2,009	1,748	存货周转天数	41	42	39	39	39
其他流动资产	602	52	77	72	72	总资产周转天数	505	442	373	368	410
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	53	-21	19	50	66
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	52	45	45	45	45	ROE	35.4%	39.1%	33.8%	31.1%	28.3%
投资性房地产	2,179	2,496	2,816	3,146	3,486	ROA	12.4%	18.0%	25.7%	22.7%	23.5%
固定资产	796	610	905	1,491	2,094	ROIC	45.8%	-1239.0%	-294.6%	161.7%	263.1%
在建工程	839	849	804	1,082	1,249	费用率					
无形资产	97	110	37	-	-	销售费用率	26.6%	24.4%	24.2%	23.5%	23.0%
其他非流动资产	1,701	1,739	84	1,163	988	管理费用率	19.7%	14.9%	15.0%	14.5%	13.5%
资产总额	12,974	14,438	12,658	18,167	21,249	财务费用率	-0.3%	2.4%	0.0%	-0.2%	-0.3%
短期债务	1,865	1,801	-	-	-	三费/营业收入	46.1%	41.7%	39.2%	37.8%	36.2%
应付账款	647	1,849	751	1,968	1,449	偿债能力					
应付票据	42	29	97	33	106	资产负债率	64.5%	53.9%	23.9%	27.0%	16.9%
其他流动负债	3,022	2,557	2,097	2,817	1,940	负债权益比	182.0%	117.0%	31.4%	37.0%	20.4%
长期借款	1,678	-	-	-	-	流动比率	1.31	1.38	2.71	2.33	3.83
其他非流动负债	1,120	1,548	78	85	102	速动比率	1.13	1.13	2.29	1.92	3.33
负债总额	8,373	7,784	3,023	4,903	3,598	利息保障倍数	-64.74	10.53	-1,060.05	-119.85	-105.21
少数股东权益	81	34	44	52	57	分红指标					
股本	1,094	1,094	1,216	1,216	1,216	DPS(元)	5.77	0.30	0.32	0.41	0.49
留存收益	3,368	5,519	8,376	11,996	16,379	分红比率	394.2%	12.7%	12.0%	12.0%	12.0%
股东权益	4,601	6,654	9,635	13,264	17,652	股息收益率					
现金流量表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	业绩和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	1,612	2,601	3,246	4,114	4,981	EPS(元)	1.32	2.13	2.67	3.38	4.10
加:折旧和摊销	300	311	197	243	299	BVPS(元)	3.72	5.45	7.89	10.87	14.47
资产减值准备	101	32	25	30	30	PE(X)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动损失	5	111	-39	-50	-	PB(X)	-	-	-	-	-
财务费用	20	254	-3	-37	-50	P/FCF	-	-	-	-	-
投资收益	-114	-9	-50	-200	-150	P/S	-	-	-	-	-
少数股东损益	12	12	10	8	5	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
营运资金的变动	3,678	1,066	-2,300	607	-1,691	CAGR(%)	36.7%	24.2%	51.3%	36.7%	24.2%
经营活动产生现金流量	3,040	3,300	1,085	4,715	3,424	PEG	-	-	-	-	-
投资活动产生现金流量	1,060	13	-678	-1,225	-1,290	ROIC/WACC	17.1	-461.9	-109.8	60.3	98.1
融资活动产生现金流量	-1,793	-2,453	-1,357	-647	-660	REP	-	-	-	-	-

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

信息披露

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。