

市场价格(人民币): 14.00元
 目标价格(人民币): 16.80-17.50元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	49.65
总市值(百万元)	1,170.57
年内股价最高最低(元)	19.87/11.05
沪深300指数	3237.61



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

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

从眼科到多科室的数字化医疗器械领先者

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.520	0.535	0.670	0.861	1.087
每股净资产(元)	2.07	1.72	2.46	3.31	4.51
每股经营性现金流(元)	-0.29	0.69	-0.33	0.85	1.06
市盈率(倍)	N/A	30.83	20.93	16.28	12.90
行业优化市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
净利润增长率(%)	59.52%	75.22%	38.32%	28.60%	26.16%
净资产收益率(%)	25.14%	31.10%	30.08%	28.81%	26.66%
总股本(百万股)	44.48	75.61	83.61	83.61	83.61

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **公司是眼科医疗器械数字化产品及系统集成服务领先者。**公司深耕数字化眼科设备领域, 主要向医院的眼科科室、眼科专科医院等眼科医疗机构提供眼科医疗设备数字化产品、医疗设备数字化系统集成服务(包括手术显微镜录像系统、数码裂隙灯等)。2015年公司营收1.64亿元, 毛利率40.83%, 其中眼科手术显微镜录像系统(包括高清、标清和3D版本)为公司贡献了一半以上收入, 数码裂隙灯收入仅次于手术显微镜录像系统。
- **多因素推动我国眼科医疗器械市场加速增长。**眼科是医疗器械重要子市场, 占比在6%左右, 2015年眼科医疗器械市场预计在185亿元以上, 将跟随我国医疗器械20%以上的增长速度持续增长。人口老龄化、眼科患病人数增加、医保改革提高报销比例共同提升眼科诊疗频次, 拉动眼科器械采购增加; 政策大力扶持, 县级医院、基层医疗机构及民营医疗机构眼科器械需求增加, 推动眼科医疗器械市场加速发展; 进口替代、出口优化, 我国医疗器械企业迎来发展机遇, 眼科同样受益。
- **错位竞争, 公司处于细分领域领先地位。**对于公司的数字化改造业务, 国际厂商如Carl Zeiss为销售自己的手术显微镜, 需要本土化的软件供应商, 与公司更多的是合作关系, 国内厂商的数字化服务一般只针对自己的硬件设备, 并无全行业、全产品覆盖能力; 对于公司自主品牌的数字化设备, 公司还处于起步阶段, 相较于这些公司还较弱, 但公司另辟蹊径, 大力开发的手持系列设备, 降低了技术难度, 同时很大程度上减弱了竞争烈度。总体来看, 公司处于细分领域领先地位。
- **从4P整合营销策略看公司核心竞争优势。**产品: 差异化定位+中低端市场, 市场空间广阔; 价格: 轻资产模式的低成本带来产品低价竞争优势; 渠道: 直销+经销模式, 提高国内渗透率+布局海外市场, 公司产品已经销往亚洲、美洲、欧洲等50余个国家和地区。营销: 良好的产品推广+强公关能力, 为公司的产品销售扩张提供了强大保障。
- **公司立足眼科, 扩展到多科室, 布局医疗信息化领域。**技术研发+需求引导产品创新, 公司深耕数字化眼科设备领域, 同时依靠技术积淀和市场积累, 产品线从眼科向其他科室扩展; 公司积极布局医疗信息化领域, 布局主要产品PACS系统在2014年市场规模已达37亿元, 国内医疗信息化行业格局未定, 公司发展空间很大。

投资建议

- 结合以上分析, 我们认为公司深耕数字化眼科设备, 产品差异化定位, 全市

场覆盖，依靠性价比和销售、渠道优势，不断提高手术显微镜录像系统及数码裂隙灯的市场渗透率；同时公司作为眼科行业的领先者，依靠积淀的技术和渠道优势将产品线从眼科拓展至多科室，布局医疗信息化产业，未来想象空间巨大。

估值

- 我们预计公司 2016E-2018E 的收入分别为 2.31 亿、3.13 亿、4.12 亿，净利润分别为 5600 万、7200 万、9100 万。EPS 分别为 0.670、0.861、1.087 元。考虑新三板流动性，按 2016 年 PE25X 予以估值，目标价 16.8-17.5 元，给予买入评级。

风险

- 公司现主营产品眼科手术显微镜录像系统、数码裂隙灯随着渗透率提升，市场需求下降的风险。
- 中低端市场需求释放不达预期风险。公司布局中低端市场的数码裂隙灯及手持眼底照相机，虽然未来市场规模较大，但需求释放存在不达预期的风险。
- 公司从眼科扩展到其他科室存在不达预期的风险。
- 眼科的 PACS 系统存在天花板，市场格局分散；医疗信息化产品在市场上没有先发优势，与其他优势企业竞争存在不达预期的风险。
- 公司推广产品的过程中有较多的试用设备，记为存货，未来有存货持续上升的风险。

内容目录

1. 公司是国内眼科医疗设备数字化产品及系统集成服务领先者	6
1.1 公司深耕眼科医疗设备数字化改造领域，业务不断拓展	6
1.2 公司近五年营收、净利持续高速增长，经营效率较高	7
1.3 公司同时满足创新层的三个标准，融资节奏较好	8
2. 多因素推动我国眼科医疗器械市场加速增长	9
2.1 我国医疗器械市场规模增长较快，空间较大	9
2.2 眼科是医疗器械重要子市场，市场规模广阔	10
2.3 眼科诊疗需求上升，拉动眼科医疗器械采购增加	11
2.4 政策扶持器械采购，推动我国眼科医疗器械市场加速发展	13
2.5 进口替代+出口优化，我国医疗器械企业迎来机遇，眼科同样受益 ..	15
3. 行业格局：错位竞争，公司处于细分行业领先地位	17
3.1 小而散的眼科医疗器械行业格局	17
3.2 公司为细分领域领先者	18
4. 从 4P 整合营销策略看公司核心竞争力	18
4.1 产品：差异化定位+全市场覆盖，市场空间巨大	18
4.2 价格：轻资产模式的低成本带来产品低价竞争优势	20
4.3 渠道：直销+经销模式，提高国内渗透率+布局海外市场	21
4.4 营销：良好的产品推广+强公关能力	21
5. 公司业务从眼科到多科室，同时布局医疗信息化	22
5.1 公司不断研发创新，产品线从眼科向其他科室扩展	22
5.2 公司布局医疗信息化，想象空间很大	24
6. 投资建议及盈利预测	26
7. 风险提示	27

图表目录

图表 1：公司业务历程	6
图表 2：公司业务布局	6
图表 3：公司主要产品	6
图表 4：2015 年公司收入分解	7
图表 5：2011-2015 年公司营收复合增速 99.78%	7
图表 6：2011-2015 年公司净利复合增速 141.37%	7
图表 7：2011-2015 年公司毛利率、净利率情况	8
图表 8：2011-2015 年公司费用率持续下降	8
图表 9：2011-2015 年公司经营情况	8
图表 10：2012-2015 年公司资金效率和员工效率较高	8
图表 11：公司股权结构	9
图表 12：公司新三板融资情况	9

图表 13: 2007-2020 年全球医疗器械销售规模	10
图表 14: 2001-2015 年我国医疗器械销售规模	10
图表 15: 我国医疗器械对医药市场占比逐年上升	10
图表 16: 我国人均医疗器械费用低于发达国家 (美元)	10
图表 17: 全球医疗器械子市场销售增长率及市场份额 (2014-2020)	11
图表 18: 我国各类医疗器械产值占比	11
图表 19: 2006-2015 年我国人口老龄化情况	12
图表 20: 2012-2020 年我国近视人数不断增加 (亿人)	12
图表 21: 我国医疗保险政策发展	12
图表 22: 2006-2014 年我国眼科门急诊人次 (万人)	13
图表 23: 2006-2014 年我国眼科医院入院人次 (万人)	13
图表 24: 我国扶持基层医疗机构相关政策	13
图表 25: 2005-2014 年我国各级医院数量	14
图表 26: 2005-2014 年我国基层医疗机构数量	14
图表 27: 2003-2014 年我国眼科专科医院数量	14
图表 28: 2007-2014 年我国卫生机构眼科床位数	14
图表 29: 我国扶持民营医疗机构相关政策	14
图表 30: 2003-2014 年我国民营医院持续增加	15
图表 31: 2003-2014 年我国民营眼科专科医院持续增加	15
图表 32: 全球医疗器械 Top10 巨头	15
图表 33: 我国高端进口医疗器械占比	16
图表 34: 2015 年我国医疗器械、医药行业市场集中度对比	16
图表 35: 我国扶持医疗器械国产化相关政策	16
图表 36: 我国医疗器械出口结构逐步优化	17
图表 37: 我国医疗器械进口额增速趋缓	17
图表 38: 我国眼科医疗器械排行榜	17
图表 39: 公司业务细分领域国内外主要厂商	18
图表 40: 眼科手术显微镜录像系统	19
图表 41: 眼科手术显微镜录像系统功能特点	19
图表 42: 公司系列数码裂隙灯产品	19
图表 43: 公司数码裂隙灯功能特点	19
图表 44: 公司新产品手持式照相机	20
图表 45: 手持式眼底照相机功能特点	20
图表 46: 公司加工外包的生产模式	21
图表 47: 公司海外市场布局	21
图表 48: 公司所获奖项及荣誉	22
图表 49: 公司 2015 年人员结构	23
图表 50: 2011-2015 年公司研发费用及占比	23
图表 51: 公司不断产品创新	23

图表 52: 公司眼科设备可扩展应用至外科科室	24
图表 53: 2011-2015 年我国医疗信息化市场投入	24
图表 54: 2014 年我国医疗信息化重点领域投资金额 (亿元)	25
图表 55: 国内医疗信息化行业格局未定	25
图表 56: 公司医疗信息化领域布局产品	26
图表 57: 主板及三板可比医疗器械公司估值对比	27

1. 公司是国内眼科医疗设备数字化产品及系统集成服务领先者

1.1 公司深耕眼科医疗设备数字化改造领域，业务不断拓展

- 新眼光成立于 2005 年，公司主要向医院的眼科科室、眼科专科医院等眼科医疗机构提供眼科医疗设备数字化产品、医疗设备数字化系统集成服务及医疗信息化解决方案。公司总部坐落在上海同济大学国家级科技园，是全国首批 8 家挂牌新三板公司之一。
- 公司业务不断丰富：1) 公司起家于眼底照相机和裂隙灯数字化改造；2) 公司不断深挖眼科设备数字化改造市场，为国际大品牌 Carl Zeiss AG 提供进口显微镜本土化改造服务及推出手术显微镜录像系统；3) 公司依靠本土市场和渠道的积累，代理销售美国 TTI 和日本 IKEGAMI 进口产品；4) 公司不局限于仅对其他厂商产品进行数字化改造和产品代理，积极开发自主品牌数字化设备，同时公司向医疗信息化领域扩展，推出眼科 PACS(医学影像存档与传输系统)等产品。

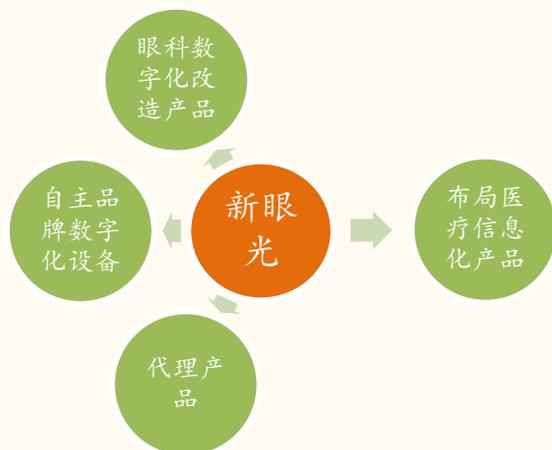
图表 1：公司业务历程

业务阶段	业务历程
1 起家于眼底照相机及裂隙灯数字化改造	公司初创期主要对医院老式眼底照相机（用于眼睛检查）进行数字化改造，将其胶卷存储形式升级为数码存储形式，解决了老式眼底照相机能用但耗材匮乏的困境（老式眼底照相机的胶卷越来越多难买到）；同时还对裂隙灯进行数字化改造。
2 深挖眼科设备数字化改造市场	公司利用本土优势，还为国际大品牌 Carl Zeiss AG 提供进口显微镜本土化改造服务（提供汉化操作系统及相应配件）。另外，公司还推出了眼科手术显微镜录像系统（可对眼科手术全程录像，方便保存和学习），受到眼科医务人员的欢迎。
3 代理销售国际品牌设备	公司依靠本土市场和渠道的积累，代理销售美国 TTI Medical 的医用高清产品和日本 IKEGAMI 的 CCD 摄像机产品。
4 积极开发自主品牌	公司凭借数年技术和经验积淀，不局限于仅对其他厂商产品进行数字化改造和产品代理，逐步推出数码裂隙灯、医用 CCD 摄像机、眼底照相机、I-Station 无线高清手术影像工作站等自主品牌的数字化设备，同时公司向医疗信息化领域扩展，推出眼科 PACS 网络传输管理系统等产品。

来源：公司官网，国金证券研究所

- 公司主要产品分为四类：第一类为眼科数字化改造产品，包括眼底照相机数字化改造系统、裂隙灯数字化升级系统、手术显微镜录像系统等；第二类为眼科自主品牌数字化设备，包括数码裂隙灯、医用 CCD 摄像机、眼底照相机、手术显微镜、I-Station 无线高清手术影像站等；第三类为医疗信息化产品，包括眼科 PACS 系统等；第四类为代理产品，包括美国 TTI 高清接口产品和日本池上 IKEGAMI 高清 CCD 产品。

图表 2：公司业务布局



来源：公司官网，国金证券研究所

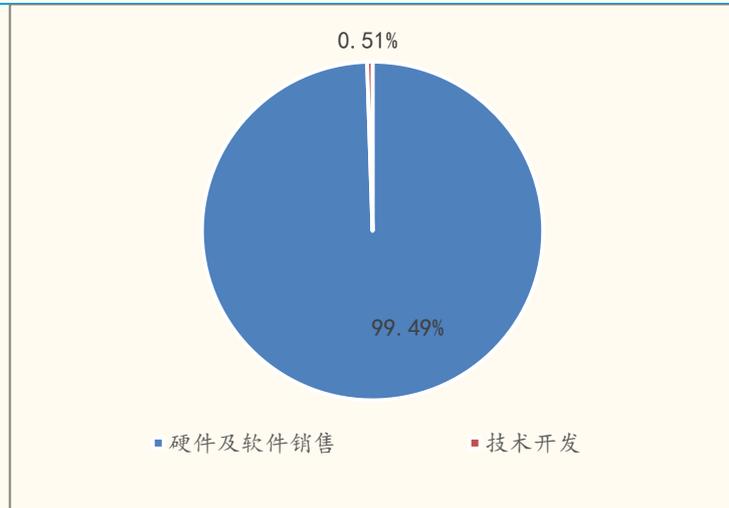
图表 3：公司主要产品

产品分类	主要产品
眼科数字化改造产品	眼底照相机数字化改造系统
	裂隙灯数字化升级系统
	手术显微镜高（标）清录像系统 手术显微镜 3D 录像系统
自主品牌数字化设备	数码裂隙灯
	医用 CCD 摄像机
	手持式眼底照相机 手持裂隙灯 I-Station 无线高清手术影像站
代理产品	美国 TTI 高清接口
	日本池上 IKEGAMI 高清 CCD 产品
医疗信息化产品	眼科 PACS 医学影像存档与传输系统

来源：公司官网，国金证券研究所

- 眼科手术显微镜录像系统和数码裂隙灯为公司目前主力产品。2015 年公司营收 1.64 亿元，毛利率 40.83%。医疗设备数字化产品、医疗设备数字化系统集成服务收入 1.63 亿元，占比 99.49%，其中眼科手术显微镜录像系统（包括高清、标清和 3D 版本）为公司贡献了一半以上的收入，数码裂隙灯收入仅次于手术显微镜录像系统，医疗信息化产品（技术开发）还未给公司带来大规模收入。

图表 4: 2015 年公司收入分解

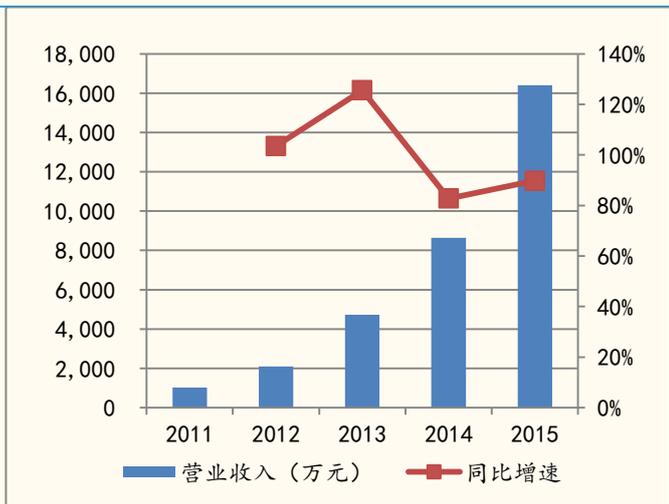


来源: WIND, 国金证券研究所

1.2 公司近五年营收、净利持续高速增长，经营效率较高

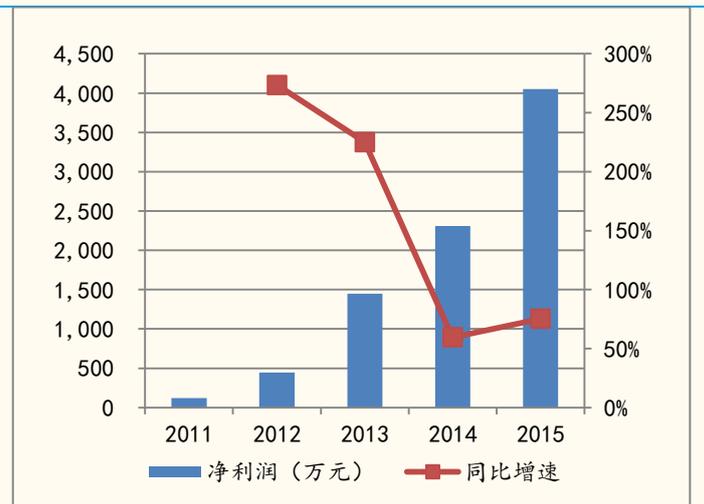
- 公司近五年营收、净利 CAGR 分别为 99.78%、141.37%。公司 2015 年营收 16,409.07 万元，同比增长 89.80%，近五年复合增速 99.87%；公司 2015 年净利润 4,048.87 万元，同比增长 75.22%，近五年复合增长率 141.37%。公司近五年飞速发展，营收和净利润均保持 50%以上的高增速，主要原因系我国眼科医疗器械市场正处黄金发展期，市场需求旺盛。

图表 5: 2011-2015 年公司营收复合增速 99.78%



来源: WIND, 国金证券研究所

图表 6: 2011-2015 年公司净利复合增速 141.37%

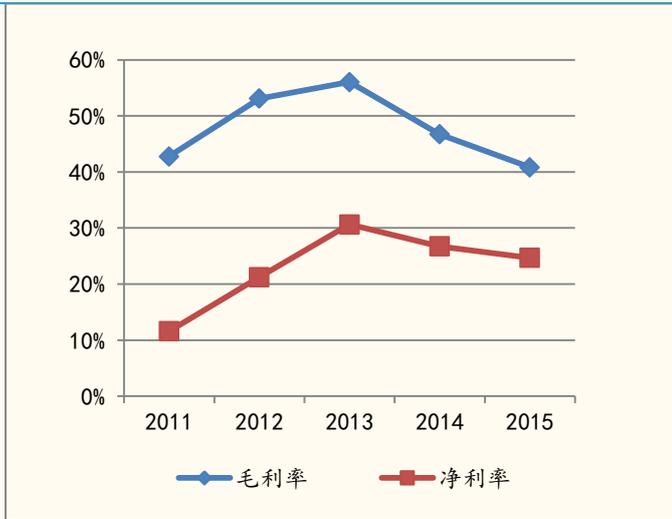


来源: WIND, 国金证券研究所

- 2015 年公司毛利率、净利率分别为 40.83%、24.67%，逐步稳定。毛利率方面，受益于行业爆发，公司业务自 2011 年开始进入快速发展期，毛利率不断上升，2013 年开始有所下降，随着业务成熟逐渐趋于稳定；费用率方面，随着规模扩大、管理成熟、市场地位稳固，公司管理费用率和销售费用率从 2013 年开始均不断下降，而公司负债一直很低，财务费用几乎为零，从而整体费用率不断下降。净利率方面，费用率的下降减缓了毛利率

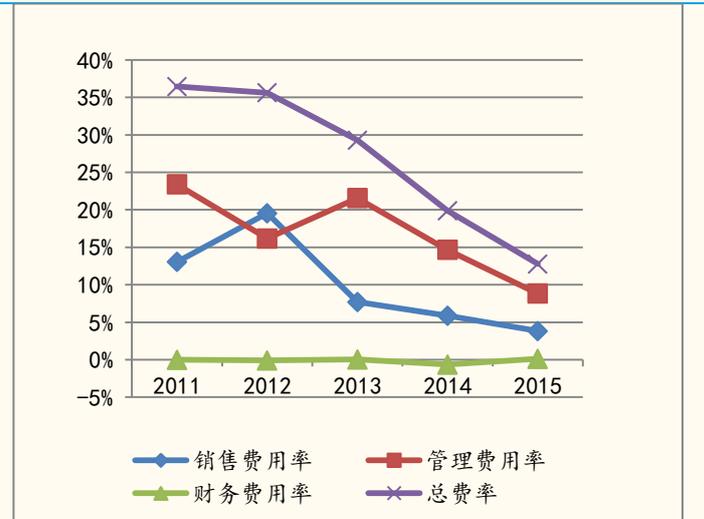
下降对净利率的影响，公司净利率呈现稳定态势。

图表 7: 2011-2015 年公司毛利率、净利率情况



来源: WIND, 国金证券研究所

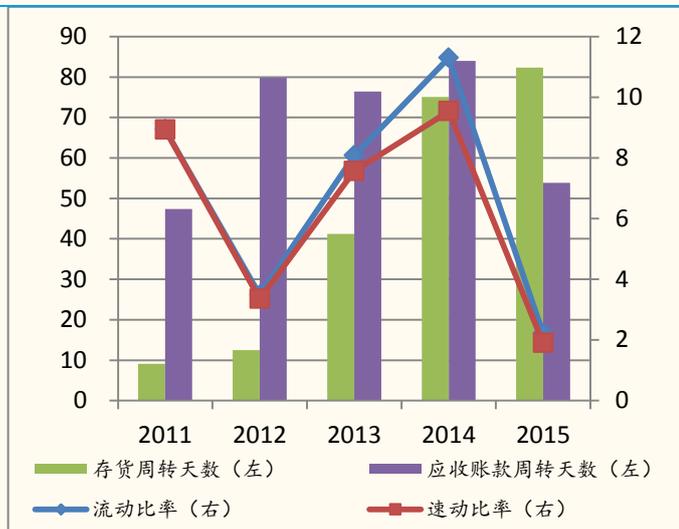
图表 8: 2011-2015 年公司费用率持续下降



来源: WIND, 国金证券研究所

- 公司经营效率较高，人均产出高达 310 万元。公司存货周转效率和应收账款周转效率均较高，近两年随着公司规模扩大，存货周转天数呈现一定增加趋势，但仍在 90 天以下，较为健康；公司流动比率和速动比率非常高，原因系公司采用轻资产运营模式，资产中流动资产比例较大，同时公司几乎没有负债；从总资产周转率和人均产出看，公司总资产周转率稳定在 1 左右，资产利用效率较高，公司人均产出逐年上升，2015 年高达 310 万元，员工效率极高。

图表 9: 2011-2015 年公司经营情况



来源: WIND, 国金证券研究所

图表 10: 2012-2015 年公司资金效率和员工效率较高



来源: WIND, 国金证券研究所 注: 人均产出=营业收入/员工总数

1.3 公司同时满足创新层的三个标准，融资节奏较好

- 公司的控股股东和实际控制人均为汤德林。截至 2015 年 12 月 31 日，汤德林持股比例 44.99%，为公司第一大股东且长期担任上海新眼光医疗器械股份有限公司董事长，是公司控股股东及实际控制人。2016 年，公司董事长汤德林入选第二批国家“万人计划”科技创业领军人才名单。

图表 11：公司股权结构



来源：公司 2015 年年报，国金证券研究所

- **公司新三板融资节奏良好。**公司 2012 年 9 月 7 日挂牌新三板，主办券商为中信建投证券。2014 年 8 月 25 日转为做市交易，目前做市商 14 家，公司同时满足创新层的三个标准。公司挂牌后已完成 3 次定向增发，目前还有两项股权激励正在进行中。

图表 12：公司新三板融资情况

公告日期	融资方向	最新进度	发行价格 (元/股)	发行股数 (万股)	募集资金总额 (万元)	募集资金用途
2013/10/23	投资人	实施完成	6.98	444.1	3100	700 万用于新产品的研发;1200 万用于建立营销平台 (各省办事处); 1200 万补充流动资金。
2014/08/01	券商做市	实施完成	4.5	150	675	补充流动资金
2015/07/08	投资人	实施完成	9	800	7200	新产品研发; 已商用产品市场推广; 补充公司日常运营流动资金。
2015/08/20	股权激励	股东大会批准	2.765	756.12	889.55	补充流动资金
2016/02/01	股权激励	实施中	4.50	260	1170	补充流动资金

来源：公司公告，国金证券研究所

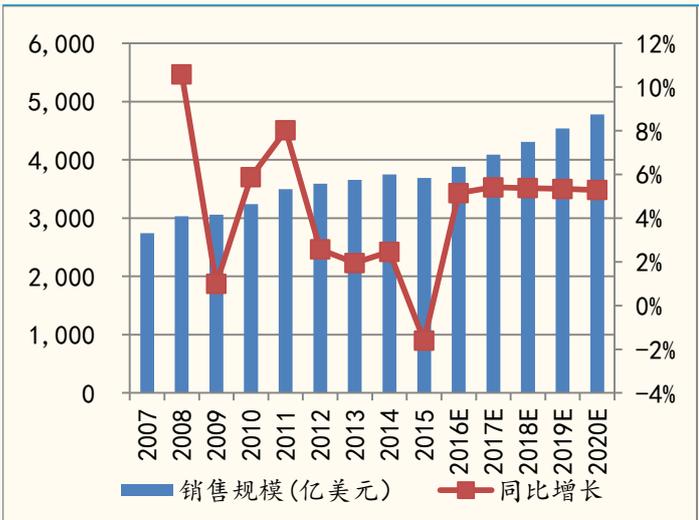
2. 多因素推动我国眼科医疗器械市场加速增长

2.1 我国医疗器械市场规模增长较快，空间较大

- **全球医疗器械市场起步早，增速较慢。**全球医疗器械市场起步较早，目前发展已比较成熟。2015 年全球医疗器械销售规模 3690 亿美元，2007-2015 年复合增长率为 3.79%。根据 EvaluateMedTech 预测，2020 年全球医疗器械销售规模将达到 4780 亿美元，2015-2020 年复合增长率 5.31%，继续保持稳中略升的态势。

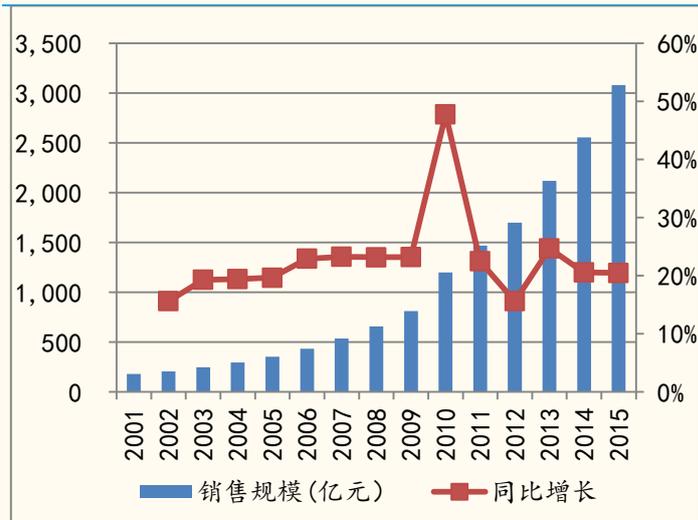
我国医疗器械市场起步晚，但增速较快。受制于我国特有的“以药养医”医疗模式影响，我国医疗器械行业起步较晚、规模较小。但近年来随着国家政策扶持和医疗模式改变，我国医疗器械市场增速很快，中国医疗器械销售额从 2001 年的 179 亿元增长到 2015 年的 3080 亿元，年均复合增长率高达 22.54%，远远高于世界医疗器械不足 5% 的年均增速。

图表 13: 2007-2020 年全球医疗器械销售规模



来源: EvaluateMedTech, 国金证券研究所

图表 14: 2001-2015 年我国医疗器械销售规模



来源: 《2015 中国医疗器械行业发展蓝皮书》, 国金证券研究所

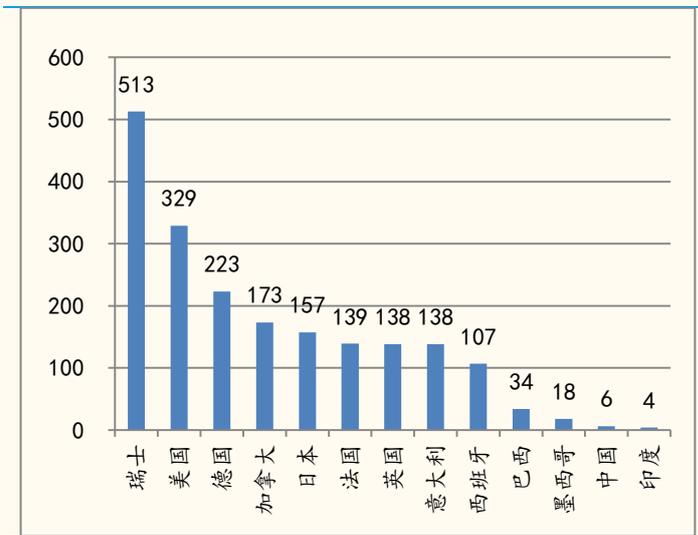
- 我国医疗器械市场仍然较小, 发展空间很大。从医疗器械对医药市场占比看, 目前发达国家医疗器械与医药产品的消费额比例大约为 1:1, 医疗器械和医药产品的市场规模基本相当。而我国这一比例大约为 0.2:1, 医疗器械市场规模远小于医药产品市场规模。从人均医疗器械费用看, 我国目前医疗器械人均费用仅为 6 美元, 而主要发达国家人均医疗器械费用大都在 100 美元以上。我国医疗器械对医药占比较低、逐年上升, 人均医疗器械费用也较低, 医疗器械市场提升空间巨大。

图表 15: 我国医疗器械对医药市场占比逐年上升



来源: 《2015 中国医疗器械行业发展蓝皮书》, 前瞻网, 国金证券研究所

图表 16: 我国人均医疗器械费用低于发达国家 (美元)

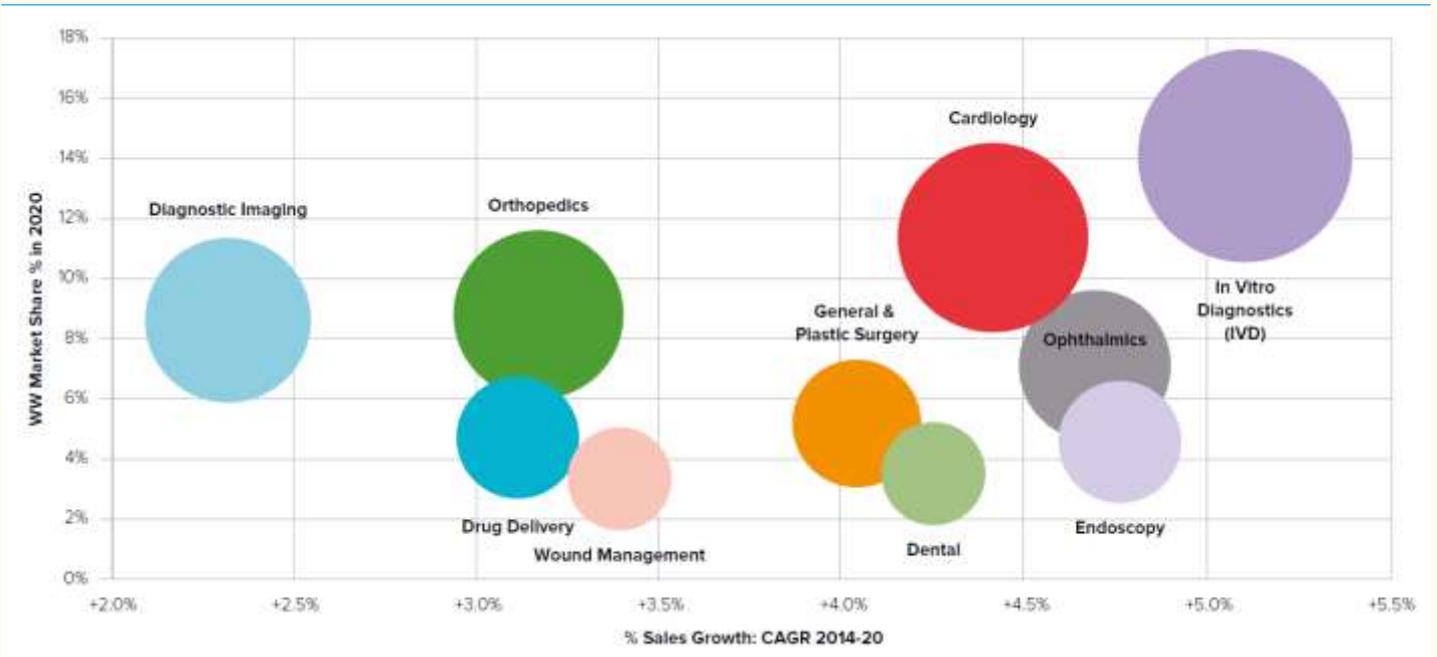


来源: WIND, 国金证券研究所

2.2 眼科是医疗器械重要子市场, 市场规模广阔

- 全球医疗器械市场眼科占比 6.8%, 增速 4.7%。根据 EvaluateMedTech 数据, 截止到 2014 年, 全球医疗器械市场前五大子行业分别为体外诊断、心脏病科、诊断影像、骨科和眼科, 其销售额分别达到 499 亿美元、419 亿美元、356 亿美元、348 亿美元和 256 亿美元, 占比分别为 13.3%、11.2%、9.5%、9.3%和 6.8%。眼科器械市场未来几年预计增速 4.7%。

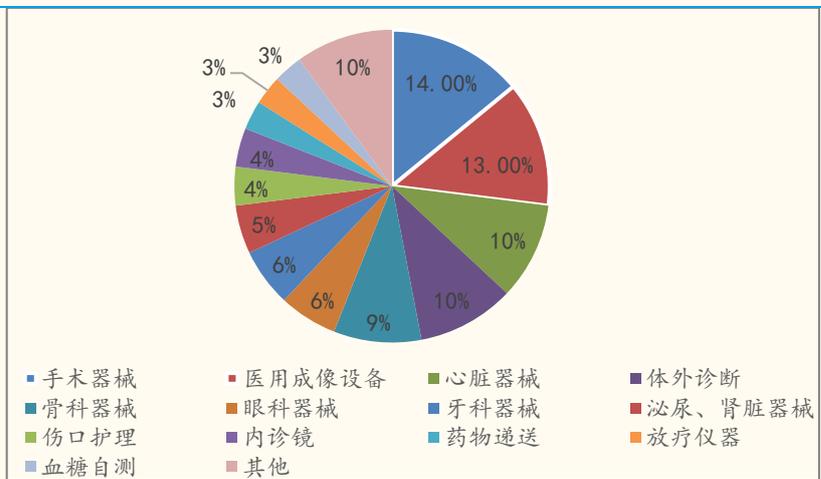
图表 17: 全球医疗器械子市场销售增长率及市场份额 (2014-2020)



来源: EvaluateMedTech 《World Preview 2015, Outlook to 2020》国金证券研究所 注: Ophthalmics 为眼科器械

- 我国眼科医疗器械占比 6%，市场前景广阔。根据《医疗器械以及医疗信息化行业分析报告》数据，我国眼科医疗器械占比为 6%，可推算 2015 年我国眼科医疗器械市场规模达 185 亿元，跟随着我国医疗器械市场的高速增长，我国眼科医疗器械未来市场前景广阔。

图表 18: 我国各类医疗器械产值占比



来源: 《医疗器械以及医疗信息化行业分析报告》，中国医疗器械网，国金证券研究所

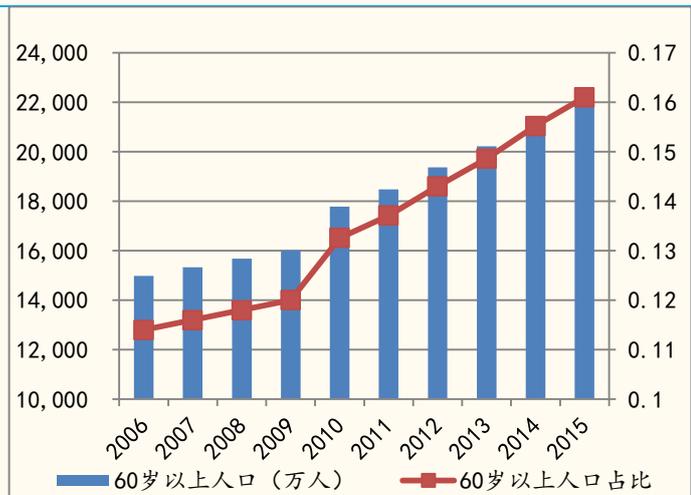
2.3 眼科诊疗需求上升，拉动眼科医疗器械采购增加

- 人口老龄化+眼科患病人数增加，眼科诊疗需求持续增加。据国家统计局 2015 年国民经济和社会发展统计公报显示，2015 年年末我国 60 周岁及以上人口数为 2.22 亿，占总人口比重为 16.1%，相比 2014 年增加了接近 800 万人。我国人口老龄化趋势在逐步加剧，预计 2025 年我国 60 岁以上的人口将超过 3 亿，老年人是眼科疾病的多发群体。

另外，随着电子产品的普及、工作强度加大，人们受到更多电子辐射及用眼不当，各种眼科疾病的发病率均呈现上升趋势。《国民视觉健康报告》显示 2012 年我国 5 岁以上人群中，近视人数在 4.5 亿左右，患病率在 16 至 22 岁的群体中已达 80% 左右，预计到 2020 年将接近 7 亿。中国白内障患者已达 5 千万人左右。青光眼近年来开始出现年轻化趋势，中青年人开始

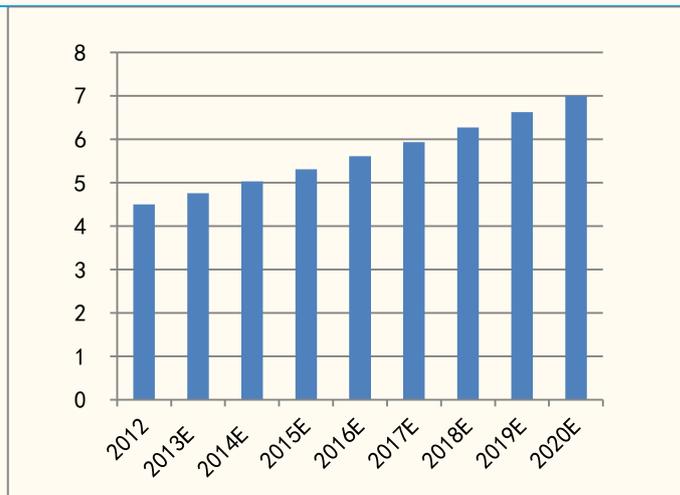
成为了庞大的青光眼病人群体，2012年我国的青光眼患者达650万。

图表 19: 2006-2015 年我国人口老龄化情况



来源: WIND, 国金证券研究所

图表 20: 2012-2020 年我国近视人数不断增加 (亿人)



来源: 《国民视觉健康报告》, 国金证券研究所

- 深度医保改革, 提高眼科看病频次。**眼科诊疗需求高并不代表实际看病频次高。2012年之前, 我国城镇居民医保及新农合的实际报销比例仅为50%左右, 报销较少、资金不足抑制了我国基层群众的看病需求。2012年起, 国家陆续发布政策提高医保覆盖范围和覆盖深度。目前我国职工医保、城镇居民医保政策范围内住院费用支付比例基本都达到75%以上和70%左右, 支付限额大体都达到当地职工年平均工资和居民可支配收入的6倍。国家逐步深度的医保改革解决了看病贵的问题, 将大大提高人民群众看病频次, 眼科看病频次也将增加。

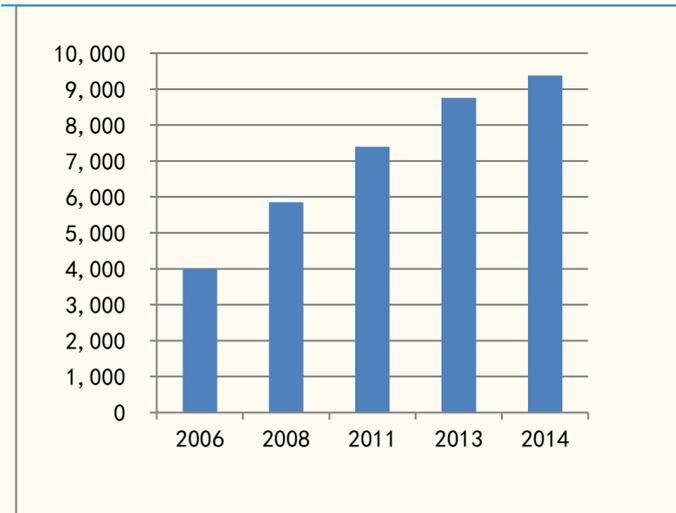
图表 21: 我国医疗保险政策发展

时间	单位	名称	相关内容
1998/12	国务院	《关于建立城镇职工基本医疗保险制度的决定》	在全国范围内建立以城镇职工基本医疗保险制度为核心的多层次的医疗保障体系
2012/08	国家发展改革委、卫生部、财政部、人力资源社会保障部、民政部、保监会	《关于开展城乡居民大病保险工作的指导意见》	在基本医疗保障的基础上, 对大病患者发生的高额医疗费用给予进一步保障, 职工医保、城镇居民医保政策范围内住院费用支付比例基本都达到75%以上和70%左右, 支付限额大体都达到当地职工年平均工资和居民可支配收入的6倍
2016/01	国务院	《关于整合城乡居民基本医疗保险制度的意见》	整合城镇居民医保和新农合, 将适当提高个人缴费比重。农民工和灵活就业人员来源: 将参加职工基本医疗保险, 进一步扩大医保覆盖范围。

来源: 网络资料整理, 国金证券研究搜

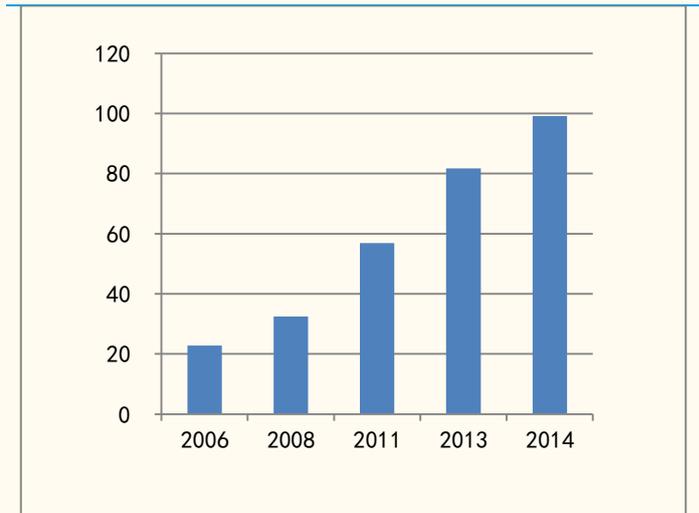
- 眼科就诊人次逐年提高, 将拉动眼科医疗器械采购增加。**根据中国卫生和计划生育统计年鉴数据, 2014年我国的眼科门急诊人数达到9376.82万人次, 2006-2014年复合增长率达11.24%。另外, 2014年我国眼科医院入院人数达99.19万人次, 2006-2014年复合增长率达20.17%。

图表 22: 2006-2014 年我国眼科门急诊人次 (万人)



来源: 历年中国卫生和计划生育统计年鉴, 国金证券研究所

图表 23: 2006-2014 年我国眼科医院入院人次 (万人)



来源: 历年中国卫生和计划生育统计年鉴, 国金证券研究所

2.4 政策扶持器械采购, 推动我国眼科医疗器械市场加速发展

- **县级医院及基层医疗机构需求释放, 眼科器械同样受益。**我国目前医疗资源分布严重不平衡, 大多数资源集中在一线城市及省会城市的三级医院, 县级的二级以下医院及基层医疗机构发展落后。这就造成我国医疗器械市场发展同样不平衡, 二级医院等中低端市场医疗器械需求旺盛, 但资金不足, 医疗器械市场空间还很大。

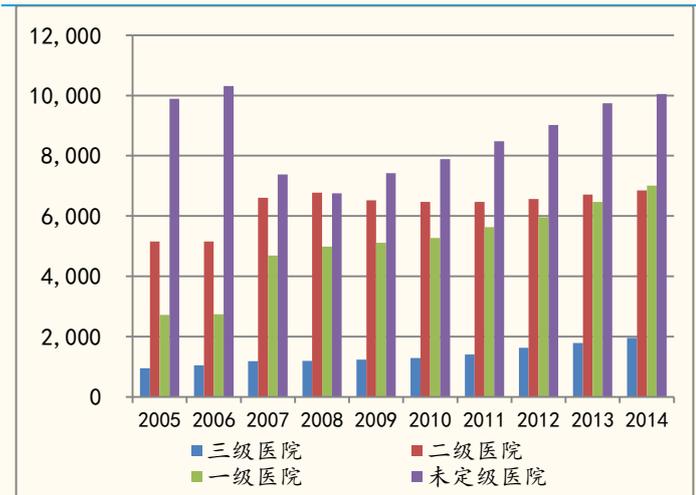
近年来国家不断深化医疗体制改革, 扶持基层医疗机构发展, 建立和完善分级诊疗制度, 数量庞大的县级医院及基层医疗机构, 将释放巨大的医疗器械市场需求, 眼科器械同样受益。根据国家卫计委数据, 2014 年底我国仅有三甲医院 1158 家, 而三甲以下医院 (包括非三甲三级医院、二级医院、一级医院和未定级医院) 数量达 2.47 万家, 基层医疗机构数量达 91.73 万家。

图表 24: 我国扶持基层医疗机构相关政策

时间	部门	政策	相关内容
2009/01	国务院	《关于深化医药卫生体制改革的意见》和《2009~2011 年深化医药卫生体制改革实施方案》	卫生部会同国家发改委将投资 1000 亿元, 支持建设全国约 2000 所县医院、5000 所中心卫生院和 2400 所社区卫生服务中心, 并对基层医疗卫生机构中的装备配置开展医疗器械集中采购工作。在性价比优势和政策导向下基层医疗机构倾向于优先采购国产医疗器械。
2012/03	国务院	“十二五”医改规划	基层医疗卫生机构运行新机制有效运转, 基本医疗和公共卫生服务能力同步增强; 县级公立医院改革取得阶段性进展, 城市公立医院改革有序开展。
2012/08	卫生部	《健康中国 2020 战略研究报告》	未来 8 年将推出涉及金额高达 4000 亿元的 7 大医疗体系重大专项, 其中有 1090 亿元将用于县级医院技术配置。
2013/11	中央委员会 决议	《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》	我国将深化基层医疗卫生机构综合改革, 健全网络化城乡基层医疗卫生服务运行机制以及完善合理分级诊疗模式。
2014/04	国家发改委	“十三五”医改规划	加快发展城乡居民大病保险、商业健康保险, 建立完善以基本医保为主的多层次医疗保障体系。
2015/09	国务院	《关于推进分级诊疗制度建设的指导意见》	重点加强县域内常见病、多发病相关专业, 以及传染病、精神病、急诊急救、重症医学、肾脏内科、妇产科、儿科、中医、康复等临床专科建设, 提升县级公立医院综合服务能力。在具备能力和保障安全的前提下, 适当放开县级公立医院医疗技术临床应用限制。通过上述措施, 将县域内就诊率提高到 90%左右, 到 2017 年基本实现大病不出县。

来源: 中国医疗器械信息网, 网络资料整理, 国金证券研究所

图表 25：2005-2014 年我国各级医院数量



来源：国家卫生和计划生育委员会，国金证券研究所

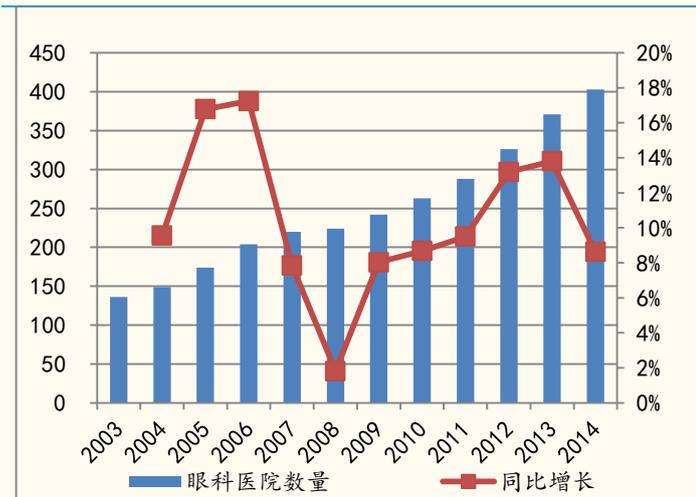
图表 26：2005-2014 年我国基层医疗卫生机构数量



来源：国家卫生和计划生育委员会，国金证券研究所

从眼科细分看，我国眼科专科医院及卫生机构眼科床位数均持续增加，将直接推动眼科医疗器械采购的增加。2014 年我国眼科专科医院数量达到 403 家，2003-2014 年复合增速 10.38%，2014 年我国卫生医疗机构眼科总床位数达 9.24 万，2007-2014 年复合增速 7.8%。

图表 27：2003-2014 年我国眼科专科医院数量



来源：WIND，国金证券研究所

图表 28：2007-2014 我国卫生机构眼科床位数



来源：WIND，国金证券研究所

■ 民营医疗机构的快速发展，是眼科医疗器械市场的重要驱动力。国务院“十二五”医改规划中提到，到 2015 年非公立医疗机构的床位数和服务量均要达到医疗机构总数的 20%；国务院发布《关于促进健康服务业发展的若干意见》，明确鼓励民营医疗机构的发展。2015 年《关于推进和规范医师多点执业的若干意见》发布，允许医师多点执业使民营医院的人才问题得到有效解决，进一步推动民营医疗机构的发展。

图表 29：我国扶持民营医疗机构相关政策

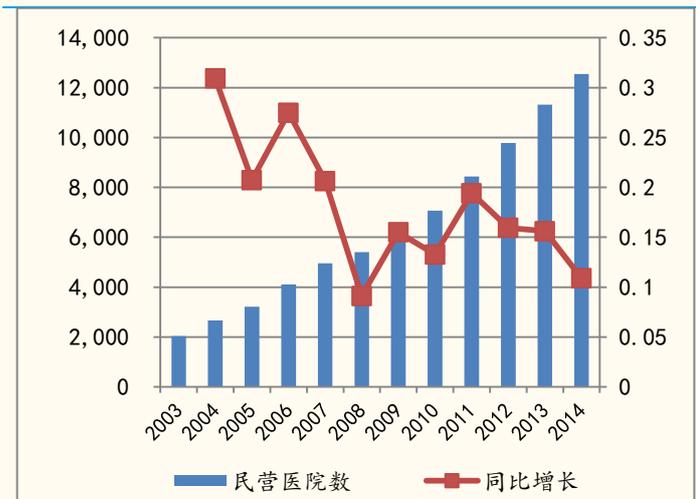
时间	部门	政策	相关内容
2012/03	国务院	“十二五”医改规划	到 2015 年非公立医疗机构的床位数和服务量均要达到医疗机构总数的 20%。
2013/10	国务院	《关于促进健康服务业发展的若干意见》	鼓励企业、慈善机构、基金会、商业保险机构等以出资新建、参与改制、托管、公办民营等多种形式投资健康服务业。进一步放宽中外合资、合作办医条件，逐步扩大具备条件的境外资本设立独资医疗机构试点。加快落实对非公立医疗机构和公立医疗机构在市场准入、社会保险定点、重点专科建设、职称评定、学术地位、等级评

时间	部门	政策	相关内容
			审、技术准入等方面同等对待的政策。
2014/04	国家发改委	“十三五”医改规划	建立完善以基本医保为主的多层次医疗保障体系，促进民营医疗机构的发展。
2015/01	国务院	《关于推进和规范医师多点执业的若干意见》	允许医师多点执业使民营医院的人才问题得到有效解决。

来源：网络资料整理，国金证券研究所

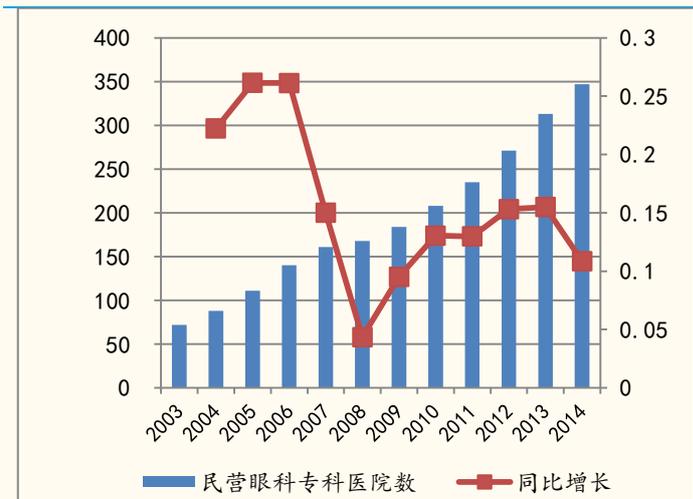
民营医院及民营眼科专科医院持续增长为眼科医疗器械市场贡献了巨大需求。2014 年我国民营医院达到 1.22 万家，2003-2014 年复合增长率达 17.97%。其中民营眼科专科医院达 347 家，占据眼科专科医院的 80%，2003-2014 年复合增长率达 15.37%。

图表 30：2003-2014 年我国民营医院持续增加



来源：WIND，国金证券研究所

图表 31：2003-2014 年我国民营眼科专科医院持续增加



来源：WIND，国金证券研究所

2.5 进口替代+出口优化，我国医疗器械企业迎来机遇，眼科同样受益

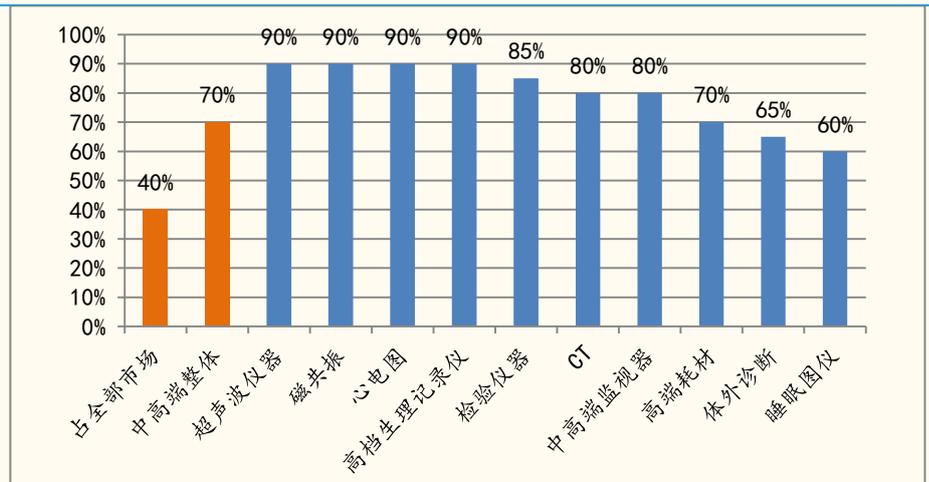
- 我国高端医疗器械依赖进口。我国医疗器械市场规模居世界第二，是世界医疗器械生产大国但不是强国。我国医疗器械行业整体研发投入不足，是中小型医疗器械生产国、一次性辅料产品最大生产国，许多中低端产品产量已居世界第一，但大型医疗器械基本依赖进口，受到国外巨头的控制，目前我国医疗器械市场中低端产品占 75%，中高端产品占 25%，而 70% 的高端产品市场由通用（GE）、飞利浦（Philips）、西门子（Siemens）等外资企业占领。

图表 32：全球医疗器械 Top10 巨头

排名	公司	国家	销售额 (亿美元)			研发费用 (亿美元)		研发费用占比	
			2014	2020	CAGR	2014	2020	2104	2020
1	美敦力	美国	203	349	9.50%	16.4	24.83	8.08%	7.11%
2	强生	美国	275	297	1.30%	16.52	17.74	6.01%	5.97%
3	西门子	德国	182	161	-2.00%	13.7	13.64	7.53%	8.47%
4	罗氏	瑞典	118	142	3.20%	11.34	12.82	9.61%	9.03%
5	贝克顿-迪金森	美国	73	136	11.00%	5.5	8.34	7.53%	6.13%
6	史塞克	美国	97	128	4.80%	6.14	7.79	6.33%	6.09%
7	雅培	美国	100	121	3.30%	9.53	13.33	9.53%	11.02%
8	通用电气	美国	98	118	3.10%	9.61	11.9	9.81%	10.08%
9	丹纳赫	美国	73	106	6.30%	4.94	6.6	6.77%	6.23%
10	飞利浦	荷兰	89	104	2.60%	10.92	11.27	12.27%	10.84%

来源：EvaluateMedTech 《World Preview 2015, Outlook to 2020》，国金证券研究所

图表 33：我国高端进口医疗器械占比



来源：中国医疗器械协会，国金证券研究所

- 我国医疗器械生产企业小而散，市场集中度低。据《2015 中国医疗器械行业发展蓝皮书》显示，2015 年我国医疗器械市场总规模约为 3,080 亿元，生产企业 1.42 万家，平均每家产值仅为 2,169 万元，远低于医药企业 2.14 亿元的产值。

图表 34：2015 年我国医疗器械、医药行业市场集中度对比

对比指标（2015 年数据）	医药	医疗器械
市场规模（亿元）	15205	3080
生产企业（家）	7116	14151
平均市场规模（亿元）	2.14	0.22

来源：《2015 中国医疗器械行业发展蓝皮书》，前瞻网，WIND，国金证券研究所

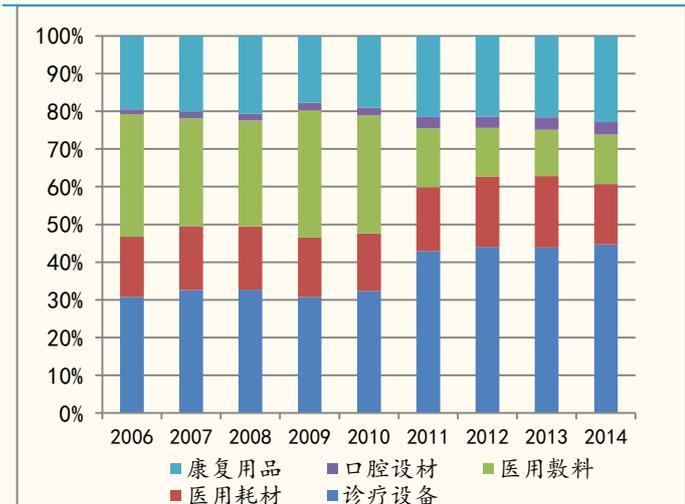
- 政策扶持+技术进步，我国医疗器械企业迎来国内外市场机遇。近年来我国医疗器械行业发展迅猛，技术不断进步，国产医疗器械企业开始崛起，出口结构中高附加值的诊疗设备比例不断上升；另外我国出台多项政策鼓励我国医疗器械国产化，国内企业进口替代趋势明显，医疗器械进口额虽然仍在增加，但增速明显放缓。国内医疗器械企业迎来发展机遇，眼科器械企业同样受益。

图表 35：我国扶持医疗器械国产化相关政策

时间	部门	政策	相关内容
2015/5	国务院	深化医药卫生体制改革 2014 年工作总结和 2015 年重点工作任务的通知	继续强化了新药创制和医疗器械国产化科技投入，研究促进医疗器械国产化的政策措施。
2013/03	国家发改委	高性能医学诊疗设备专项	发展专项重点支持了医学影像设备、治疗设备、体外诊断产品三大领域的 15 个产品。
2014/02	食药监局	《创新医疗器械特别审批程序（试行）》	对创新医疗器械特别审批申请进行优先审查，以鼓励医疗器械的研究与创新，促进医疗器械产业自主创新。
2015/5	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。“高性能医疗器械”成为未来十年重点发展的十大领域之一。
2015/8	国务院	《关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》	鼓励医疗器械研发创新，将拥有产品核心技术发明专利、具有重大临床价值的创新医疗器械注册申请，列入特殊审评审批范围，予以优先办理。及时修订医疗器械标准，提高医疗器械国际标准的采标率，提升国产医疗器械产品质量。

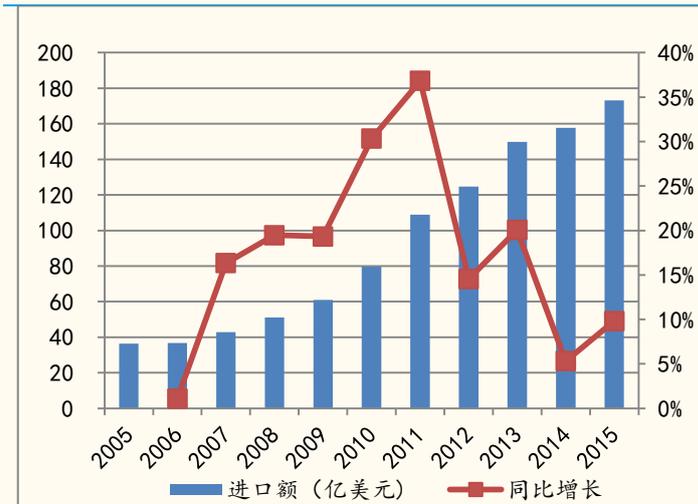
来源：《2015 中国医疗器械行业发展蓝皮书》，国金证券研究所

图表 36：我国医疗器械出口结构逐步优化



来源：WIND，国金证券研究所

图表 37：我国医疗器械进口额增速趋缓



来源：WIND，国金证券研究所

3. 行业格局：错位竞争，公司处于细分行业领先地位

3.1 小而散的眼科医疗器械行业格局

- 从眼科医疗器械公司整体看，我国眼科医疗器械公司数量不多且比较分散，目前还没有上市公司，新三板挂牌的也仅有新眼光一家企业。根据中国眼科网数据，在其网站上记录在册的眼科公司有 230 多家，主营业务主要分布在眼科设备、治疗器械、药品、耗材四大类，其中主营眼科设备和治疗器械的最多。

根据弗锐达医疗器械咨询机构 2014 的数据显示，在全国眼科医疗器械公司排行榜中，新眼光排名第 9。与其他企业多为代理或者业务分散形成对比，新眼光专注于数字化眼科医疗器械，还具有自有品牌产品，专业化优势明显，发展可持续性更强。

图表 38：我国眼科医疗器械排行榜

排名	公司	主营业务
1	苏州六六视觉眼科医疗器械股份公司	公司主要从事眼科医疗器械的研发、制造、销售和服务，产品包括裂隙灯显微镜系列、手术显微镜系列、显微手术器械系列、人工晶体系列、电子器械系列、激光治疗器械系列等六大类 160 多个品种，600 多个规格。
2	北京市希翼互通医疗器械公司	公司主要经营销售医疗器材，建材，机电设备，五金，交电，百货等领域。
3	苏州医疗器械总厂	公司主要生产眼科手术器械、眼科光学诊察器械、眼科电子治疗器械、人工晶体等四大类产品。
4	上海爱瑞视眼科医疗器械公司	主要是代理业务，公司独家代理的美国 3D 数字角膜塑形镜
5	陕西威格尔医疗科技发展有限公司	公司是一家专业从事三类医疗器械销售公司，销售范围覆盖全省及周边地区。在眼科、骨科、神经外科等专业有较强的实力。
6	广州鑫视康医疗器械有限公司	公司主要从事眼科医疗器械的销售代理、眼科专科医院经营、眼科斜弱视的校正研发等产品。
7	上海纪革森实业有限公司	公司专业从事 MRO 工业、仪器、医疗的生产、代理和直销。
8	北京康明眼科医疗器械有限责任公司	公司主要经营零售：医疗器械，百货，五金，交电，电子计算机，工艺美术品；眼科技术开发推广，人才培养，承办展览、展示，企业形象策划，咨询服务
9	上海市新眼光医疗器械股份有限公司	公司目前主营眼科设备数字化产品，包括眼底照相机数字化改造系统、裂隙灯数字化改造系统，手术显微镜录像系统，及自主品牌产品，包括数码裂隙灯，手持式眼底照相机，眼科 PACS 系统等。
10	石家庄泓瑞康医疗器械有限公司	公司主营代理业务，包括进口设备：美国 MTP2000 增强型超声乳化仪、瑞士徕卡手术显微镜、徕卡 AT555 全自动非接触眼压计、以色列 Tuttnauer 高温高压蒸汽灭菌系列、加拿大 Scican 快速消毒锅系列等；国产设备：天津索维 A/B 超、天津超拓快速消毒锅、苏州裂隙灯、角膜曲率、显微镜，重庆视觉电生理、电脑

排名	公司	主营业务
		视野仪灯；进口眼科耗材：美国 OII、US、阳光海岸、欧视、日本乐敦等人工晶体，美国 Sharpoint 手术刀系列、进口缝合线系列；国产耗材：上海其胜粘弹剂、山东爱维，沈阳眼科手术孔巾等。

来源：弗锐达医疗咨询机构，网络资料整理，国金证券研究所

3.2 公司为细分领域领先者

- 从公司主营业务数字化眼科设备细分领域看，国内厂商主要有六六视觉、苏州医疗器械等企业，国外主要有德国 Carl Zeiss、德国 Heidelberg、日本 Topcon、德国 Möller-Wedel 等企业。
- 对于公司的数字化改造业务（眼底照相机改造、手术显微镜录像系统），国际厂商如 Carl Zeiss 为销售自己的手术显微镜，需要本土化的软件供应商，与公司更多的是合作关系；国内厂商如雷蒙光电、福达光电在提供主机的同时，也为医院客户提供数字化升级业务，但这些企业的数字化服务一般只针对自己的硬件设备，并无全行业、全产品覆盖能力，公司处于细分行业领先地位。
- 对于公司自主品牌的数字化设备（数码裂隙灯、手持式裂隙灯、手持式眼底照相机等），公司还处于起步阶段。但公司另辟蹊径，大力开发的手持系列设备，降低了技术难度，同时很大程度上减弱了竞争烈度，处于细分行业领先地位。

图表 39：公司业务细分领域国内外主要厂商

国内厂商	相关产品
苏州六六视觉眼科医疗器械股份公司	裂隙灯、手术显微镜
苏州医疗器械总厂	手术显微镜
重庆康华瑞明科技股份有限公司	眼底照相机，裂隙灯
温州雷蒙光电科技有限公司	眼底照相机，裂隙灯
福州锐视福达光电科技有限公司	眼底照相机
温州威尔康光电有限公司	眼底照相机、裂隙灯
上海美沃精密仪器公司	裂隙灯、手持裂隙灯
上海轶德医疗设备有限公司	裂隙灯，手术显微镜
北京大恒图像视觉有限公司	显微镜图像处理软件
国外厂商	相关产品
德国 Carl Zeiss	手术显微镜
德国 Heidelberg	激光眼科诊断仪 OCT
日本 Topcon	眼底照相机，裂隙灯，手术显微镜
瑞士 Leica Microsystems	手术显微镜
德国 Möller-Wedel	手术显微镜
澳大利亚 Scan Optics	手术显微镜
美国 Haag-Streit	裂隙灯，手术显微镜
德国 Leica	手术显微镜

来源：网络资料整理，国金证券研究所

4. 从 4P 整合营销策略看公司核心竞争力

4.1 产品：差异化定位+全市场覆盖，市场空间巨大

- 医疗器械数字化产品的差异化定位，避开纯设备竞争

公司主营产品定位于眼科医疗设备数字化改造产品，避开了纯设备的激烈竞争具有错位竞争优势。公司自主品牌设备另辟蹊径开发手持便携系列产品，降低了技术难度，同时很大程度上减弱了竞争烈度。公司通过差异化的产品定位，行业参与者较少，处于细分行业领先地位。

- 公司立足中高端市场，布局中低端市场，市场空间广阔

主攻中高端市场的眼科手术显微镜录像系统是公司目前主力产品。手术显微镜录像系统（包括高标清、3D 三种型号）是公司主力产品，2015 年给公司带来了一半以上的收入。手术显微镜录像系统根据客户需求不同分为高端、中端和低端三类，其中中高端产品销售最好，客户主要为二甲以上医院及眼科专科医院等中高端市场，预计将持续为公司贡献稳定的收入。

图表 40：眼科手术显微镜录像系统



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 41：眼科手术显微镜录像系统功能特点

- 1 采用最先进的图像压缩技术，录像高清晰，可无限量保存患者的资料
- 2 采用最先进的实时压缩技术进行动态 DVD、VCD，120 小时录像，并可同步采集图像
- 3 制作光盘 DVD、VCD（可进行编辑等操作，如：加入字幕、背景音乐、解说等）
- 4 强大病人信息查找和统计功能，可对病历、图片等进行查找和统计
- 5 病历报告及诊断结论对所拍图片进行部位、病变情况、测量病变大小
- 6 网络版科方便的加入医院 PACS 影像中心，并实现远程专家会诊

来源：公司官网，国金证券研究所

主攻中低端市场的数码裂隙灯为公司第二大主力产品。数码裂隙灯为公司自主品牌数字化设备产品，2015 年给公司贡献的收入仅次于手术显微镜录像系统。公司持续开发了 NES-1D、NES-2D、NES-XD 等多个系列的数码裂隙灯产品，同时配有裂隙灯眼底成像系统，满足中低端市场的各类个性化需求。数码裂隙灯主要客户群为二级及以下的低端医院市场，市场空间广阔，增长速度很快。

图表 42：公司系列数码裂隙灯产品



来源：公司资料，国金证券研究所

图表 43：公司数码裂隙灯功能特点

系列	功能特点	具体细节
NES-1D 系列数码裂隙灯	一体化设计	外观设计一体化，简约时尚，显示器可 360° 旋转。
	高清晰图像	采用 1080P 全高清设备。
	操作系统一体化设计	采用最新安卓系统集成显示，拍照、录像、调色、打印、无线传输一体化。
	超大光斑可调节范围	14mm 光斑达到调节极限。

系列	功能特点	具体细节
NES-2D 系列数码裂隙灯	贴合式外照明	人体自然光设计，操作简单，使用方便。
	高清晰图像	专业高清单反相机，像素高达 1200 万，40 倍放大率。
	人性化变焦	五倍光学变焦，更多选择。
	超大光斑可调节范围	14mm 光斑达到调节极限。
NES-XD 系列数码裂隙灯	一体化设计	采用苹果一体机，更专业和高端。
	高清晰图像	专业高清单反相机，像素高达 1800 万。
	人性化变焦	五倍光学变焦，更多选择。
	超大光斑可调节范围	14mm 光斑达到调节极限。
	静态图像和动态视频	还可以进行视频录像。

来源：公司官网，国金证券研究所

研发手持式眼底照相机，进一步布局中低端市场。2015 年公司自主研发了手持式眼底照相机，目前已通过医疗器械注册及生产许可证，成为公司在基层医疗机构等地段市场的最新产品布局。此设备应用于基本眼底筛查，使用十分方便，对于空间狭窄的基层医疗机构尤为适合，另外对于眼科普查项目及移动车辆筛查项目也很实用。随着我国分级诊疗体系的推广，基层医疗机构及眼科普查项目对此设备存在巨大需求，预计此产品未来将持续为公司贡献收入。

图表 44：公司新产品手持式照相机



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 45：手持式眼底照相机功能特点

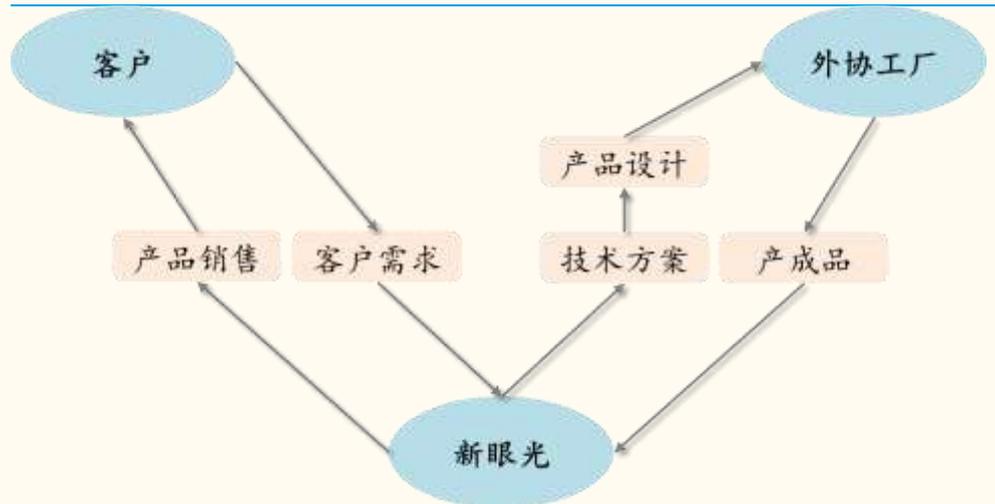
1	无散瞳即可进行眼底检查
2	45° 视野广角，可 WIFI 传输图片
3	可适用于空间狭小的诊所
4	可适用于眼科普查项目及移动车筛查项目
5	特别适用于卧床患者、院外患者、行动不便患者
6	儿童眼睛的筛查简单快速
7	适用于 2.5Kg 以下早产儿 ROP 检查
8	可适用于脑科疾病的早期检查
9	有效进行糖尿病视网膜病变各个阶段的检查
10	裂隙灯适配器能轻松完成台式机的转换
11	患者信息管理软件及远程医疗会诊

来源：公司官网，国金证券研究所

4.2 价格：轻资产模式的低成本带来产品低价竞争优势

- 公司采用轻资产的运营模式，抓住产品研发和销售的高附加值环节，把利润较低的加工、组装等流程外包，降低了固定资产和人员投入。从而很好的控制了成本，从而可以将产品价格定为国际厂商的一半甚至更低，具有高性价比的竞争优势。

图表 46：公司加工外包的生产模式



来源：公开转让说明书，国金证券研究所

4.3 渠道：直销+经销模式，提高国内渗透率+布局海外市场

■ 直销起家，数年渠道积淀

公司在初创期采用的是直销的销售模式，立足上海本部，公司市场部下设东北区、华北区、西北区、华中区、西南区、华南区等六个大区及外贸部，由各销售大区直接负责对区内客户的甄别、开拓、营销、维护工作。通过直销，公司积累的大量优质客户和渠道关系，为进一步提高市场份额打下基础。

■ 经销发力，拓展渠道网络

公司 2012 年挂牌以后，不断融资，借力资本市场，将销售重点转换为经销模式，迅速扩大全国市场份额，同时布局海外市场。

公司目前在全国拥有上海、西安、广州、北京、成都 5 家分支机构的专业化公司，50 多家分布全国各地的代理商，在东北区、华北区、西北区、华中区、西南区、华南区等六个销售大区利用经销商网络扩大销售半径，进一步拓展中小医院的渠道网络，提高国内市场渗透率。

公司同时战略布局海外市场，公司产品已经销往亚洲、美洲、欧洲等 50 余个国家和地区，与全球 1000 多家分销商开展业务合作，并与全球著名跨国集团在技术、市场、服务等领域建立了长期的战略合作伙伴关系。

图表 47：公司海外市场布局

大洲	国家
欧洲	法国、保加利亚、芬兰、波兰、土耳其、德国、罗马尼亚、意大利
美洲	美国、墨西哥、巴西、智利、阿根廷、玻利维亚
非洲	埃及、摩洛哥、塞内加尔、尼日利亚、苏丹、南非
亚洲	韩国、斯里兰卡、印度、马来西亚、巴基斯坦、越南、印度尼西亚

来源：公司官网，国金证券研究所

4.4 营销：良好的产品推广+强公关能力

■ 专业展会+学术推广+各类奖项，树立良好产品形象

公司在产品的营销推广上不断加强与医学专家、医院医生和护士的交流和沟通，通过参加产品专业展会、参加专业学术会议、专业论坛等多种方式推广公司产品，同时以临床需求来指导公司的产品创新，提高公司产品对客户的需求的匹配度。公司成立以来，不断获得各类奖项，为公司在行业内树立了良好的公司和产品形象。

图表 48：公司所获奖项及荣誉

时间	奖项及荣誉
2007/06	上海市双软企业、高新技术成果转化
2010/04	上海市发明二等奖一项\发明专利一项。
2010/10	上海市高新技术企业
2014/06	“上海市科技小巨人培育企业”称号
2014/10	高清立体手术录像系统荣获国家科学技术部、环境保护部、商务部、国家质量监督检验检疫总局颁发的“国家重点新产品”证书
2015/01	公司获得由上海市企业诚信创建活动组委会、上海软件行业协会评选的“诚信创建企业”称号
2015/04	第一届“创客杯”中国挂牌股份公司评选之“最具投资价值公司”前 50 强，授予“中国最具投资价值企业”荣誉称号
2015/05	2014 年“当好科学主力军，打好创新型攻坚战”杨浦区科技企业职工立功竞赛创新突出贡献奖
2015/05	荣获 2014 年度最具成长力企业奖。
2015/06	荣获上海证券报 2014 年度金牛最佳小微成长公司。
2015/12	荣获上海市“企业诚信创建”四星级企业、上海市“专精特新”企业
2016/06	荣获新“年度杰出贡献企业奖”
2016/07	公司董事长汤德林先生入选国家“万人计划”科技创业领军人才。

来源：公司官网，国金证券研究所

■ 销售团队强大公关能力，直接带动公司收入

自成立至今，公司建立了科学的管理体制和人才激励机制，拥有一支强大的销售队伍，包括自主培养、有丰富经验积累的销售人员及从其他公司挖来的销售人才，销售队伍业务熟练、具有渠道关系积累且公关能力强，为公司的产品销售扩张提供了强大保障。

同时公司根据市场需求，不断优化销售模式，完善营销体系，加强营销团队的建设和管理，进一步进行精细化的区域管理，加快公司新产品的市场推广力度，增强公司整体的核心竞争力，形成了健康的可持续发展的市场营销能力。

5. 公司业务从眼科到多科室，同时布局医疗信息化

5.1 公司不断研发创新，产品线从眼科向其他科室扩展

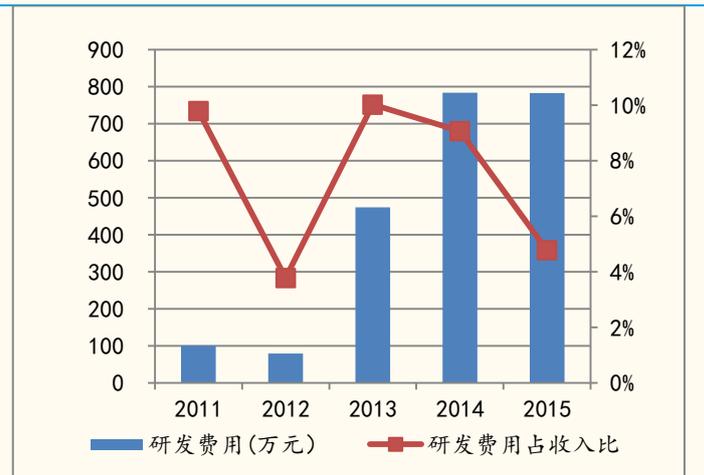
- **重度研发带来技术优势。**公司十分重视技术研发创新，拥有一支高自主研发能力的技术人员队伍，引进数名眼科和光电机方面资深专家进行技术研发，公司目前共拥有软件著作权 30 多项。截至 2015 年底，公司拥有技术人员 19 名，员工占比达 36%，2015 年公司研发投入达 783.21 万元，占营业收入 4.77%，占比有所下降系公司 2015 年收入增加较快所致。

图表 49: 公司 2015 年人员结构



来源: WIND, 国金证券研究所

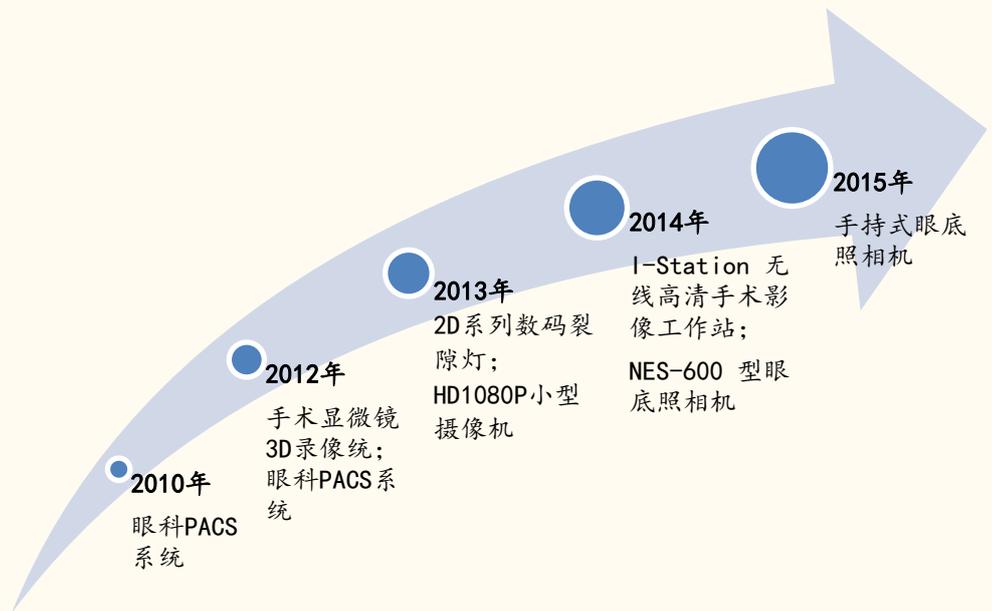
图表 50: 2011-2015 年公司研发费用及占比



来源: WIND, 国金证券研究所

- **技术支撑+需求引导产品创新, 公司深耕数字化眼科设备领域。**公司大力研发创新, 同时紧跟市场需求, 在眼科医疗设备数字化改造领域继眼底照相机和裂隙灯改造系统后推出手术显微镜录像系统, 受到市场欢迎; 同时公司积极研发自主品牌数字化产品, 先后推出了数码裂隙灯、i-station 无线高清手术影像展、NES-100 眼底照相机、眼科 PACS 系统、手持式眼底照相机等产品, 不断巩固在数字化眼科设备领域的领先地位。

图表 51: 公司不断产品创新



来源: 公开转让说明书, 公司历年年报, 国金证券研究所

- **立足眼科, 扩展到多科室。**公司在深耕眼科的同时, 依托积淀的技术优势和渠道优势, 正逐渐把眼科领域的成功复制其他医疗数字设备行业。例如眼科手术显微镜录像系统获得成功后, 公司又推出了外科手术用的显微镜录像系统, 可应用至各外科科室; 公司依靠和德国 Carl Zeiss 的合作关系, 通过其成功将产品打入神经科科室。未来公司将大力进行渠道外延, 将公司的手术显微镜录像系统扩展应用至其他外科科室, 进一步提高营收。

图表 52：公司眼科设备可扩展应用至外科科室

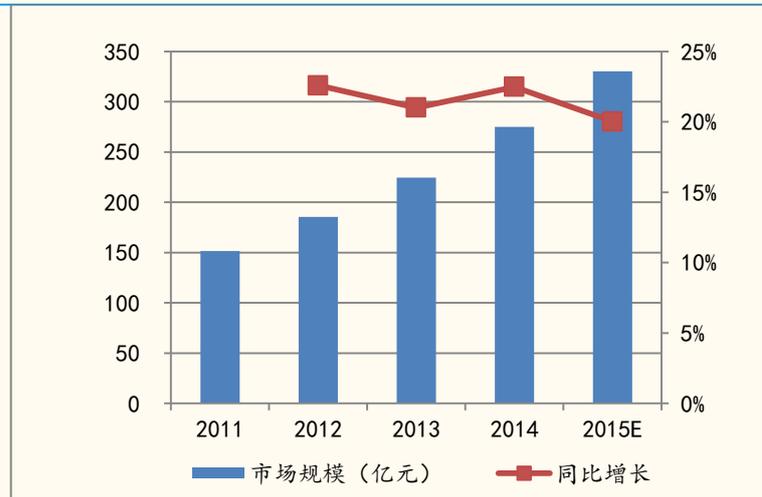


来源：公司公告，网络资料整理，国金证券研究所

5.2 公司布局医疗信息化，想象空间很大

- 我国医疗信息化市场规模不断提高。近年来，在新医改、“健康中国”等政策的持续推动下，中央和地方政府对医疗信息化的投入不断增加，促进了医疗信息化的发展。根据计世资讯（CCW Research）统计数据，2015 年我国医疗信息化投入将达到 330.20 亿元，2011-2015 我国医疗信息化投入增速均在 20% 以上，预计未来将持续高速增长。

图表 53：2011-2015 年我国医疗信息化市场投入

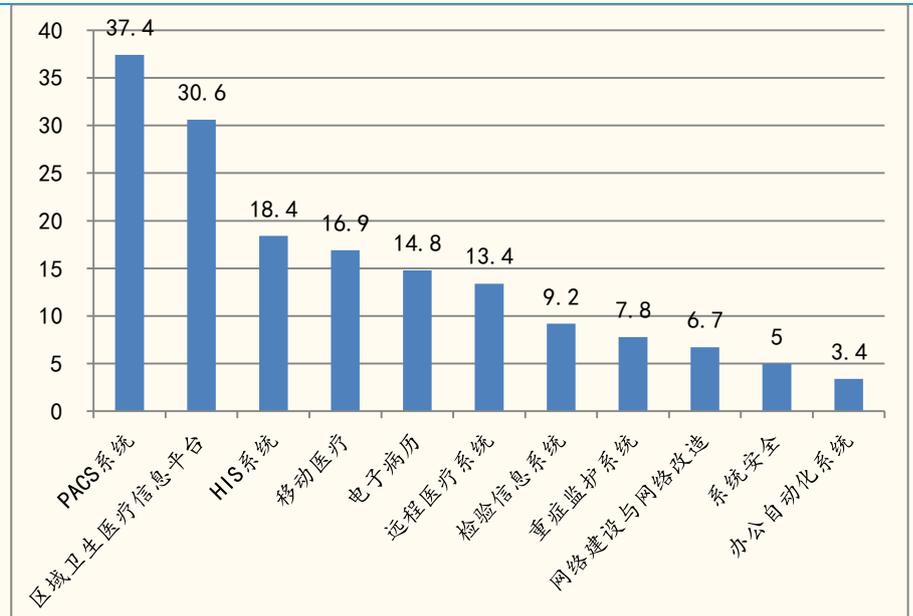


来源：CCW Research，国金证券研究所

- 临床医疗管理信息化（CIS）是我国目前发展重点。在国际医疗信息化产业发展实践中，医疗信息化普遍经历三个发展阶段：医院管理信息化（HIS）阶段、临床医疗管理信息化（CIS）阶段和区域公共医疗管理信息化（GMIS）阶段，临床医疗管理信息化是我国目前的发展重点。据计世资讯（CCW Research）的研究显示，2014 年医、卫行业信息化建设中，电子病历系统、移动医疗、区域卫生医疗信息平台、远程医疗、PACS 系统

是重点，投资加速增长，大中型医院的信息化建设中心已逐步转至以病人和临床为中心的数字化医院建设，将对 PACS 系统和电子病历系统、移动医疗的搭建和应用进行重点投资。

图表 54：2014 年我国医疗信息化重点领域投资金额（亿元）



来源：CCW Research，国金证券研究所

- **医疗信息化行业格局未定，公司机会较大。**国内医疗信息化市场目前格局未定，领先企业包括卫宁健康、东软集团、万达信息等。以龙头公司之一的卫宁健康为例，公司专业从事医疗信息化，2015 年公司收入 7.53 亿元，市场份额仅为 3% 左右。医疗信息化领域的其他中小厂商较多，行业竞争格局较为分散，公司还有很大发展空间。

图表 55：国内医疗信息化行业格局未定

主要厂商	主要产品
卫宁健康	移动护理系统/住院医生站/药品管理系统/门诊预约挂号平台/抗生素管理/分诊叫号平台/门诊自助服务/出入院管理系统/结构化电子病历/护理病历/体检管理系统/临床路径管理/挂号收费系统/门诊医生站/心脑电管理系统/病理管理系统/PACS 医学影像存档与传输系统/血库管理系统/超声管理系统/内镜管理系统/核医学管理系统/LIS 实验室管理系统/放射科管理系统/公共卫生管理系统
东软集团	HIS/CIS/LIS/EMR/PACS/RIS/远程医疗会诊咨询系统/熙康健康管理系统
万达信息	HIS、区域卫生信息化、妇婴保健信息化以及医保控费系统
天健源达	HIS/PACS/RIS/LIS/EMR/体检信息系统/病理信息系统/手术麻醉/重症监护信息系统/成本核算信息系统/ Medvision/医学影像工作站/卫生信息管理体系
方正众邦	HIS 管理系统/临床信息管理系统/医院经营管理系统/决策支持系统/区域协同医疗系统/集成平台服务系统
中联信息	基础业务平台/临床业务平台/医技业务平台/物流管理平台/综合管理平台/公共卫生信息化平台/区域医疗信息化平台
东华软件	DDHC-HER 结构和智能化的电子病历系统 /PASTRAK 病人管理系统/ CLINTRAK 临床系统/ LABTRAK 检验系统 /EDTRAK 急诊系统/PHARMTRAK 药房药库系统/IMITRAK 影像系统/体检系统/住院护士站系统/门急诊护士站系统/医生工作站系统/手术麻醉

来源：网络资料整理，国金证券研究所

- **公司积极布局医疗信息化领域，主要产品 PACS 系统市场规模达 37 亿。**公司推出了一系列医疗信息化产品，包括数字化手术室整体解决方案、重症监护信息系统、手术麻醉信息系统、医学影像数字化整体解决方案等布局外科的产品已逐步为公司带来收入，光 PACS 系统在 2014 年的市场空间就达 37 亿，在格局未定的医疗信息化领域，公司未来想象空间巨大。

图表 56：公司医疗信息化领域布局产品

分类	产品
临床医疗管理信息化（CIS）	数字化手术室整体解决方案
	重症监护信息系统
	手术麻醉信息系统
	医学影像数字化整体解决方案（PACS 系统）
	急救临床信息系统
区域公共医疗管理信息化（GMIS）	区域医疗影像数字化解决方案（PACS 系统）

来源：公司官网，国金证券研究所

6. 投资建议及盈利预测

- **公司是眼科医疗器械数字化产品及系统集成服务领先者。**公司深耕数字化眼科设备领域，主要向医院的眼科科室、眼科专科医院等眼科医疗机构提供眼科医疗设备数字化产品、医疗设备数字化系统集成服务（包括手术显微镜录像系统、数码裂隙灯等）。2015 年公司营收 1.64 亿元，毛利率 40.83%，其中眼科手术显微镜录像系统（包括高清、标清和 3D 版本）为公司贡献了一半以上收入，数码裂隙灯收入仅次于手术显微镜录像系统。
- **多因素推动我国眼科医疗器械市场加速增长。**眼科是医疗器械重要子市场，占比在 6% 左右，2015 年眼科医疗器械市场预计在 185 亿元以上，将跟随我国医疗器械 20% 以上的增长速度持续增长。人口老龄化、眼科患病人数增加、医保改革提高报销比例共同提升眼科诊疗频次，拉动眼科器械采购增加；政策大力扶持，县级医院、基层医疗机构及民营医疗机构眼科器械需求增加，推动眼科医疗器械市场加速发展；进口替代、出口优化，我国医疗器械企业迎来发展机遇，眼科同样受益。
- **错位竞争，公司处于细分领域领先地位。**对于公司的数字化改造业务，国际厂商如 Carl Zeiss 为销售自己的手术显微镜，需要本土化的软件供应商，与公司更多的是合作关系，国内厂商的数字化服务一般只针对自己的硬件设备，并无全行业、全产品覆盖能力；对于公司自主品牌的数字化设备，公司还处于起步阶段，相较于这些公司还较弱，但公司另辟蹊径，大力开发的手持系列设备，降低了技术难度，同时很大程度上减弱了竞争烈度。总体来看，公司处于细分领域领先地位。
- **从 4P 整合营销策略看公司核心竞争优势。**产品：差异化定位+全市场覆盖，市场空间广阔；价格：轻资产模式的低成本带来产品低价竞争优势；渠道：直销+经销模式，提高国内渗透率+布局海外市场，公司产品已经销往亚洲、美洲、欧洲等 50 余个国家和地区。营销：良好的产品推广+强公关能力，为公司的产品销售扩张提供了强大保障。
- **公司立足眼科，扩展到多科室，布局医疗信息化领域。**技术研发+需求引导产品创新，公司深耕数字化眼科设备领域，同时依靠技术积淀和市场积累，产品线从眼科向其他科室扩展；公司积极布局医疗信息化领域，布局主要产品 PACS 系统在 2014 年市场规模已达 37 亿元，国内医疗信息化行业格局未定，公司发展空间很大。
- 结合以上分析，我们认为公司深耕数字化眼科设备，产品差异化定位，全市场覆盖，依靠性价比和销售、渠道优势，不断提高手术显微镜录像系统及数码裂隙灯的市场渗透率；同时公司作为眼科行业的领先者，依靠积淀的技术和渠道优势将产品线从眼科拓展至多科室，布局医疗信息化产业，未来想象空间巨大。
- 我们预计公司 2016E-2018E 的收入分别为 2.31 亿、3.13 亿、4.12 亿，净利润分别为 5600 万、7200 万、9100 万。EPS 分别为 0.670、0.861、1.087 元。考虑新三板流动性，按 2016 年 PE25X 予以估值，目标价 16.8-17.5 元，给予买入评级。

图表 57: 主板及三板可比医疗器械公司估值对比

股票代码	股票名称	总市值 (亿元)	总股本 (亿股)	营业收入 (亿元)	毛利率 (%)	净利率 (%)	ROA (%)	ROE (摊 薄/%)	EPS (摊 薄/元)	每股净资 产(元)	每股经营性 现金流 (元)	PE (静 态)	PB (静 态)
主板公司													
002223.SZ	鱼跃医疗	226.96	6.68	21.04	39.82	17.43	16.47	17.22	0.62	3.62	0.81	62.29	10.73
300061.SZ	康耐特	72.10	2.50	6.94	30.78	8.17	9.54	11.92	0.21	1.72	0.31	140.79	16.78
300003.SZ	乐普医疗	329.71	17.44	27.69	55.32	21.53	12.75	10.84	0.60	5.51	0.25	63.30	6.86
300015.SZ	爱尔眼科	379.71	10.07	31.66	46.59	13.79	18.66	17.87	0.43	2.43	0.52	88.71	15.85
600587.SH	新华医疗	97.30	4.06	75.54	22.27	4.80	6.73	8.68	0.69	7.96	0.27	34.65	3.01
300326.SZ	凯利泰	97.67	3.95	4.63	73.10	32.37	12.36	10.33	0.34	3.32	0.28	80.96	8.36
300244.SZ	迪安诊断	180.19	5.51	18.58	33.62	9.62	13.49	18.86	0.65	3.43	0.24	103.08	19.44
300247.SZ	乐金健康	72.47	7.18	4.29	40.88	9.62	4.01	2.80	0.11	4.06	-0.03	177.45	4.97
三板公司													
430140.OC	新眼光	11.71	0.84	1.64	40.83	24.67	28.93	31.10	0.54	1.72	0.63	28.91	8.99
430351.OC	爱科凯能	1.42	0.22	0.64	40.74	10.70	15.80	17.33	0.32	1.86	-0.34	20.63	3.58
430300.OC	辰光医疗	4.87	0.69	0.57	52.49	7.02	3.60	2.12	0.06	2.76	-0.14	121.44	2.57
430496.OC	大正医疗	2.96	0.37	0.76	69.33	27.50	20.70	18.32	0.56	3.07	0.86	14.24	2.61
430588.OC	天松医疗	5.94	0.45	0.79	63.74	28.85	15.55	14.57	0.50	3.43	0.53	26.39	3.84
430633.OC	卡姆医疗	11.55	0.46	0.56	45.65	11.29	7.40	5.61	0.27	4.89	-0.73	181.80	10.20
834611.OC	老肯医疗	8.40	0.84	2.28	46.98	8.79	5.46	6.27	0.27	4.30	0.32	39.72	2.49

来源: WIND, 国金证券研究所 注: 股价基准日为 2016 年 7 月 20 日, 财务数据报告期为 2015 年年报。

7. 风险提示

- 公司现主营产品眼科手术显微镜录像系统、数码裂隙灯随着渗透率提升, 市场需求下降的风险。
- 中低端市场需求释放不达预期风险。公司布局中低端市场的数码裂隙灯及手持眼底照相机, 虽然未来市场规模较大, 但需求释放存在不达预期的风险。
- 公司从眼科扩展到其他科室存在不达预期的风险。
- 眼科的 PACS 系统存在天花板, 市场格局分散; 医疗信息化产品在市场上没有先发优势, 与其他优势企业竞争存在不达预期的风险。
- 公司推广产品的过程中有较多的试用设备, 记为存货, 未来有存货持续上升的风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	47	86	164	231	313	412	货币资金	43	35	149	59	104	173
增长率		82.8%	89.8%	40.8%	35.6%	31.4%	应收账款	13	29	23	39	54	70
主营业务成本	-21	-46	-97	-139	-191	-255	存货	4	15	29	27	37	49
%销售收入	44.0%	53.3%	59.2%	60.0%	61.0%	62.0%	其他流动资产	4	18	6	10	13	17
毛利	27	40	67	92	122	156	流动资产	64	97	207	135	207	309
%销售收入	56.0%	46.7%	40.8%	40.0%	39.0%	38.0%	%总资产	90.9%	94.6%	90.8%	66.3%	75.6%	82.7%
营业税金及附加	-1	-1	-1	-1	-2	-2	长期投资	1	0	0	1	0	0
%销售收入	1.1%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	5	5	14	66	65	63
营业费用	-4	-5	-6	-9	-12	-16	%总资产	6.5%	4.4%	6.2%	32.2%	23.6%	16.7%
%销售收入	7.7%	5.9%	3.8%	3.9%	3.9%	3.9%	无形资产	0	0	0	0	0	0
管理费用	-10	-13	-14	-21	-28	-37	非流动资产	6	6	21	69	67	65
%销售收入	21.6%	14.7%	8.8%	9.0%	9.0%	9.0%	%总资产	9.1%	5.4%	9.2%	33.7%	24.4%	17.3%
息税前利润 (EBIT)	12	22	45	61	80	101	资产总计	71	103	228	204	274	374
%销售收入	25.6%	25.5%	27.7%	26.6%	25.6%	24.6%	短期借款	0	0	10	0	0	0
财务费用	0	1	0	2	2	3	应付款项	6	5	82	16	21	28
%销售收入	0.0%	-0.7%	0.1%	-0.8%	-0.5%	-0.7%	其他流动负债	2	3	1	2	3	4
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	流动负债	8	9	93	18	24	32
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	-1	0	0	0	0	其他长期负债	1	2	4	0	0	0
%税前利润	n.a.	n.a.	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	9	11	97	18	24	33
营业利润	12	21	45	63	82	104	普通股股东权益	62	92	130	186	250	341
营业利润率	25.0%	24.4%	27.6%	27.2%	26.1%	25.2%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	4	5	2	3	3	3	负债股东权益合计	71	103	228	204	274	374
税前利润	16	26	48	66	85	107	比率分析						
利润率	33.9%	30.0%	29.0%	28.5%	27.1%	26.0%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-2	-3	-7	-10	-13	-16	每股指标						
所得税率	9.7%	10.9%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	1.136	0.520	0.535	0.670	0.861	1.087
净利润	14	23	40	56	72	91	每股净资产	3.610	2.067	1.722	2.462	3.306	4.507
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.483	-0.295	0.692	-0.333	0.851	1.060
归属于母公司的净利润	14	23	40	56	72	91	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	30.6%	26.7%	24.7%	24.2%	23.0%	22.1%	回报率						
							净资产收益率	23.34%	25.14%	31.10%	30.08%	28.81%	26.66%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	20.44%	22.51%	17.79%	27.44%	26.24%	24.28%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	投入资本收益率	17.61%	20.91%	26.79%	28.05%	27.27%	25.17%
净利润	14	23	40	56	72	91	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	125.61%	82.75%	89.80%	40.78%	35.58%	31.39%
非现金支出	1	1	2	10	16	17	EBIT 增长率	257.99%	82.25%	105.89%	35.23%	30.49%	26.25%
非经营收益	0	1	0	-8	-3	-3	净利润增长率	225.09%	59.52%	75.22%	38.32%	28.60%	26.16%
营运资金变动	-7	-39	9	-83	-21	-25	总资产增长率	213.50%	44.84%	121.74%	-10.34%	34.47%	36.39%
经营活动现金净流	8	-13	52	-25	64	80	资产管理能力						
资本开支	-3	-1	-18	-53	-11	-12	应收账款周转天数	77.5	85.2	54.6	60.0	60.0	60.0
投资	0	-1	0	-1	0	0	存货周转天数	41.8	76.1	83.5	70.0	70.0	70.0
其他	0	0	0	0	0	0	应付账款周转天数	34.4	20.3	21.1	20.0	20.0	20.0
投资活动现金净流	-3	-2	-18	-54	-11	-12	固定资产周转天数	35.6	19.1	31.2	86.4	50.9	28.0
股权募资	31	7	72	0	-8	0	偿债能力						
债权募资	0	0	10	-10	0	1	净负债/股东权益	-68.94%	-37.82%	#####	-31.61%	-41.55%	-50.43%
其他	0	0	-3	0	0	0	EBIT 利息保障倍数	1,230.6	-39.1	249.1	-33.8	-47.6	-35.8
筹资活动现金净流	31	7	79	-10	-8	1	资产负债率	12.43%	10.46%	42.81%	8.77%	8.93%	8.95%
现金净流量	36	-8	114	-90	45	69							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

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

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

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

最终评分与平均投资建议对照：

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

长期竞争力评级的说明：

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

优化市盈率计算的说明：

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

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

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

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD