

中国医药

海外医疗设备龙头业绩跟踪：整体承压，中国市场何时复苏成为关注焦点

优于大市
(维持)

我们总结了海外医疗设备龙头 GE 医疗 (GEHC US, 未评级)、飞利浦 (PHG US, 未评级) 和西门子医疗 (SHL GY, 未评级) (“GPS”) 上半年业绩, 并对其中国市场情况进行了梳理。由于受到 2023 年同期高基数和中国市场疲软的影响, GPS 在 2024 年上半年整体增长承压, 平均收入同比持平, 平均净利润同比增长 8%。得益于北美市场的持续复苏, GPS 的设备业务在 2Q24 明显改善, 订单情况良好。截至 2Q24 末, GE 医疗和西门子医疗的订单收入比 (book-to-bill rate) 均为高于 1, 飞利浦的新签订单也在连续 4 个季度出现下滑后, 在 2Q24 恢复正增长。基于良好的在手订单水平, GPS 均预计 2024 年收入将实现低至中单位数增长, 且 2024 年全年收入增速快于 2Q24 实际收入增速, 以反映全球市场尤其是北美市场采购意愿的持续改善。

■ **谨慎展望下半年中国医疗设备市场, 企稳信号初显。**1H24, GPS 在中国市场表现疲软, GE 医疗和西门子医疗的中国市场收入在前两个季度均同比下降超 10%, 飞利浦的中国市场收入也有所下滑。由于医疗行业整顿影响的持续和设备更新项目的延迟落地抑制了公立医院的招标采购活动, GPS 管理层对中国市场 2H24 的增长预期仍较为谨慎, 且认为大规模设备更新政策对公司 FY24 的业绩贡献有限。GE 医疗和西门子医疗均已在 FY24 全年收入指引中剔除中国设备更新政策的影响, 并预计 FY24 中国市场收入将同比下滑。GPS 普遍下调了 FY24 影像设备业务的收入指引, 以反映对中国医疗设备采购活动在 2H24 可能延续低迷的担忧。但飞利浦和西门子医疗的中国市场收入在 2Q24 均实现环比增长, 西门子医疗在中国的设备订单收入比也已连续两个季度超过 1, 或已成为中国医疗设备市场企稳的信号之一。SW 医疗设备板块 (A 股) 2Q24 收入中位数平均环比增长 8.9%, 平均同比下降 6.1%, 相较 1Q24 的平均同比下降 7.5% 也已略有改善。

■ **短期逆风不改中国医疗设备市场的中长期需求。**GPS 管理层普遍认为中国市场需求广阔, 中长期增长前景乐观。尽管行业整顿影响了设备招标采购节奏, 但医疗需求并未发生实质性改变, 医疗机构对医疗设备的更新和新增需求仍较为刚性, 因此中国医疗设备市场存在着被抑制的采购需求, 并有望在未来几个季度逐步释放。比如, 根据《国家卫生健康委办公厅关于通报 2023 年度县医院医疗服务能力评估情况的函》, 对照 2016 年国家卫健委引发的县医院医疗服务能力基本标准, 平均每家县医院专科设备配置率为 69.7%, 还存在较大提升空间。医疗设备更新政策或将在 2025 年成为市场短期催化剂。自 6 月以来, 多省发改委已陆续通过多项医疗设备更新项目方案。据众城数科统计, 截至 2024 年 9 月 15 日, 全国各省市已批复医疗设备更新项目总金额突破 410 亿元。从目前推进节奏看, 首批医疗设备项目预计将在 4Q24 陆续落地。据众城数科统计, 截至 9 月 15 日, 全国已公布的医疗设备更新项目政府采购意向总预算已超 100 亿元。由于从设备招标采购到收入确认需要一定时间, 因此, 我们预计设备更新项目对国内医疗设备销售的积极影响预计将主要在 2025 年体现。

估值表

公司名称	股份代码	评级	市值 (百万美元)	目标价 (LC)	上行/ 下行空间	P/E (x) FY24E	P/E (x) FY25E	P/B (x) FY24E	P/B (x) FY25E	ROE (%) FY24E	ROE (%) FY25E
迈瑞医疗	300760 CH	买入	50,528.5	352.8	20%	25.9	21.8	9.2	7.9	0.4	0.4

资料来源: 公司资料、招银国际环球市场预测

中国医药行业

武煜, CFA

(852) 3900 0842
jillwu@cmbi.com.hk

王云逸

(852) 3916 1729
cathywang@cmbi.com.hk

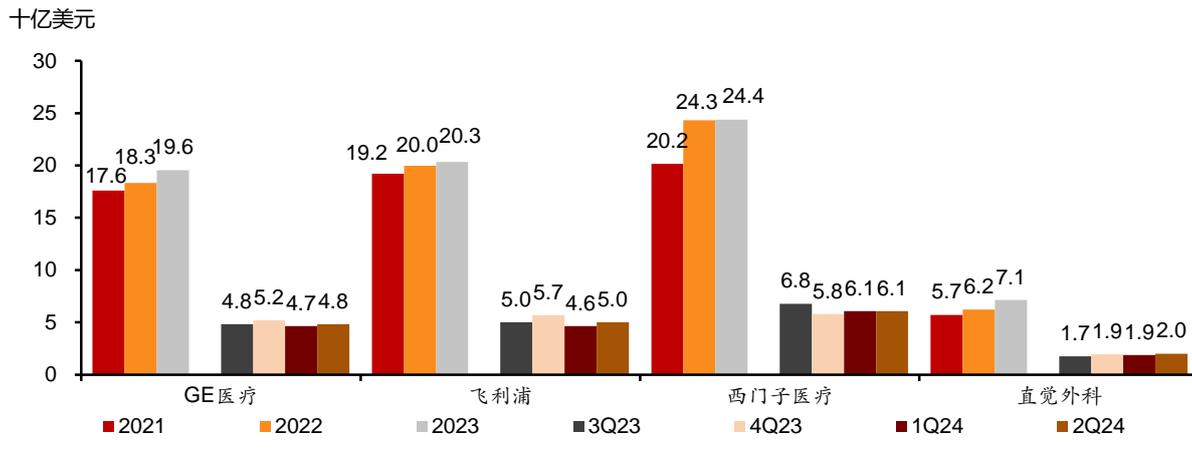
目录

海外设备龙头业绩承压，指引下调	3
中国医疗设备行业：短期“逆风”仍在，不改长期积极预期.....	7
海外医疗设备龙头公司 2Q24 业绩概况与电话会要点.....	13
GE 医疗 (GEHC US, 未评级)	13
飞利浦 (PHG US, 未评级)	17
西门子医疗 (SHL GY, 未评级)	20
直觉外科 (ISRG US, 未评级)	25

海外设备龙头业绩承压，指引下调

海外医疗设备龙头 GE 医疗、飞利浦和西门子医疗（“GPS”）2024 年上半年收入增长承压，主要是受到 2023 年同期高基数和中国市场疲软的影响。具体来看，GE 医疗和飞利浦在 1H23 均实现 7%-8% 的快速增长，1H24 收入同比基本持平；西门子医疗剔除新冠业务影响后的可比收入在 1H23 实现超 10% 的强劲增长，1H24 收入同比增长 3%。GPS 的中国市场收入在 1Q24 及 2Q24 持续下滑。直觉外科受益于手术量的稳健表现和强劲的设备装机，1Q24 及 2Q24 保持超 10% 的收入增长。通过持续优化产品组合、改善运营和生产效率并进行有效的价格调整，GPS 的利润率在 2Q24 均有所改善。

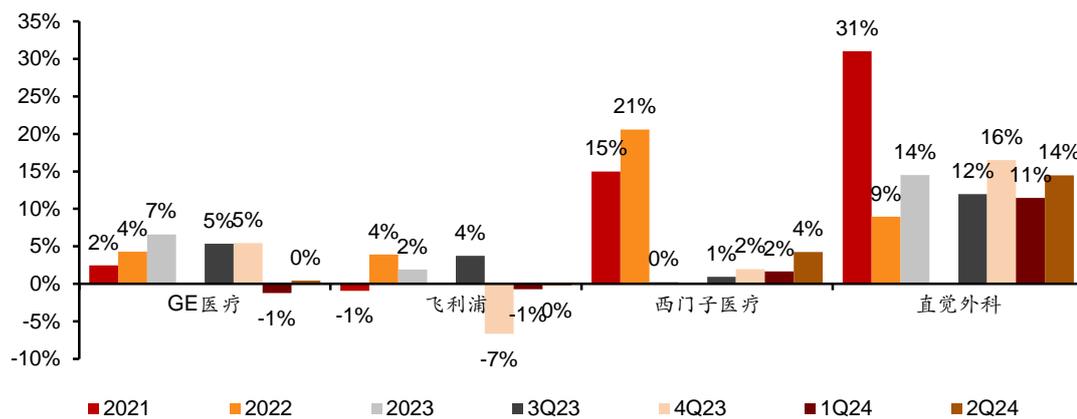
图 1: 海外医疗设备龙头公司收入



资料来源：公司财报，招银国际环球市场

注：西门子医疗披露的是截至 9 月 30 日的财年收入，上图所示 2021-2023 年收入是用单季收入换算成 2021-2023 年自然年的收入，上图所示 3Q23、4Q23、1Q24、2Q24 收入分别对应 4QFY23、1QFY24、2QFY24、3QFY24 的收入。1 欧元=1.12 美元。

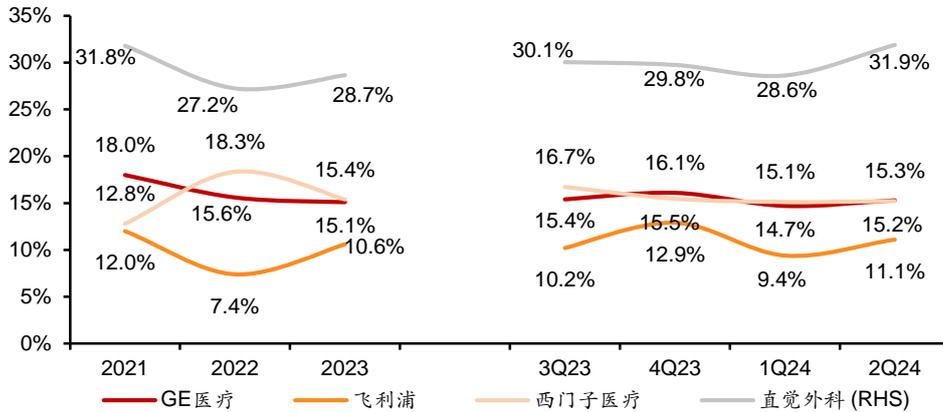
图 2: 海外医疗设备龙头收入同比增速



资料来源：公司财报，招银国际环球市场

注：收入增速均为表观增速口径。西门子医疗披露的是截至 9 月 30 日的财年收入，上图所示 2021-2023 年收入增速是用单季收入换算成 2021-2023 年自然年的收入增速，上图所示 3Q23、4Q23、1Q24、2Q24 收入分别对应 4QFY23、1QFY24、2QFY24、3QFY24 的收入增速。

图 3: 海外医疗设备龙头经调整利润率

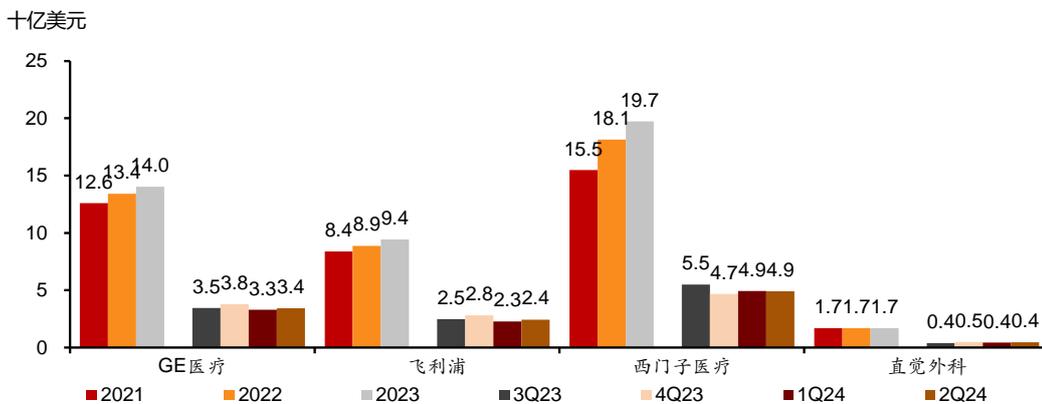


资料来源：公司财报，招银国际环球市场

注：GE 医疗及西门子医疗为经调整 EBIT 利润率，飞利浦为经调整 EBITA 利润率，直觉外科为 non-GAAP 净利率。西门子医疗披露的是截至 9 月 30 日的财年收入，上图所示 2021-2023 年经调整 EBIT 利润率是用单季经调整 EBIT 利润计算的 2021-2023 年自然年经调整 EBIT 利润率，上图所示 3Q23、4Q23、1Q24、2Q24 的经调整 EBIT 利润率分别对应 4QFY23、1QFY24、2QFY24、3QFY24 的经调整 EBIT 利润率。

GPS 的设备业务在 2Q24 明显改善，主要得益于北美市场的持续复苏。新冠疫情影响逐渐消退后，美国医疗机构的患者接诊量和收入不断增长，相较 2023 年，医院整体经营状况已实现明显改善。Syntellis 的统计数据显示，2024 年 1-7 月，美国住院患者数同比增长 6.5%，门诊患者数同比增长 5.0%。2024 年 7 月，美国医院的经营收入已连续 15 个月实现同比增长，中位经营利润率已从 2023 年 7 月的 1.1% 提升至 2024 年 7 月的 6.5%。诊疗需求的增长和经营状况的改善推动美国医疗机构的采购意愿提升。1H24，GE 医疗和西门子医疗在美国均实现强劲的订单增长，并在 2Q24 转化为收入的强劲增长。其中，GE 医疗 2Q24 北美市场收入同比增长 5%，西门子医疗 2Q24 美国市场收入同比增长 12%。飞利浦 2Q24 诊断治疗板块在成熟市场也实现中个位数增长。EMEA 及新兴市场需求也较为强劲。2Q24，GE 医疗除北美和 EMEA 地区以外的其他地区收入同比增长 8%。西门子医疗 EMEA 地区可比收入同比增长 6%，其中影像和瓦里安业务表现强劲。飞利浦设备业务新兴市场的收入实现低个位数增长，主要由拉美地区的增长所带动。

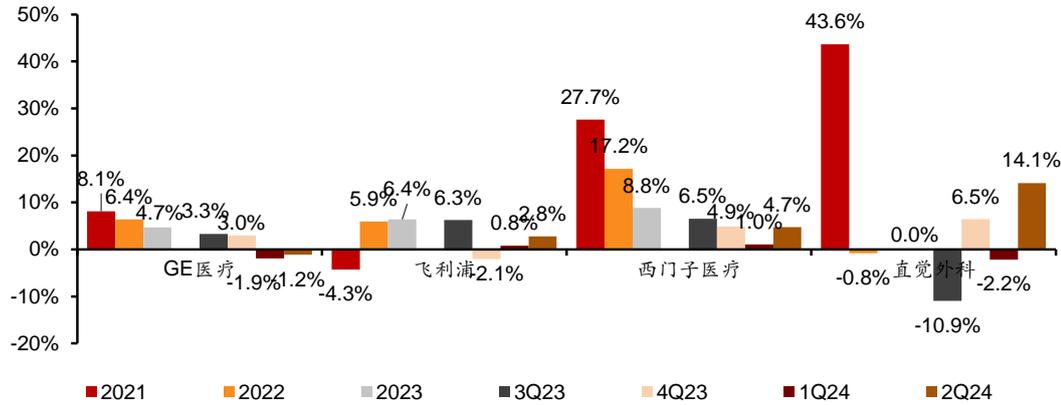
图 4: 海外公司设备业务收入



资料来源：公司财报，招银国际环球市场

注：GE 医疗设备业务包括影像及超声板块，飞利浦设备业务包括诊断治疗板块，西门子医疗设备业务包括影像、瓦里安及先进治疗板块，直觉外科设备业务包括设备收入。西门子医疗披露的是截至 9 月 30 日的财年收入，上图所示 2021-2023 年设备业务收入是用单季收入换算成 2021-2023 年自然年的设备业务收入，上图所示 3Q23、4Q23、1Q24、2Q24 设备业务收入分别对应 4QFY23、1QFY24、2QFY24、3QFY24 的设备业务收入。1 欧元=1.12 美元。

图 5: 海外公司设备业务收入同比增速

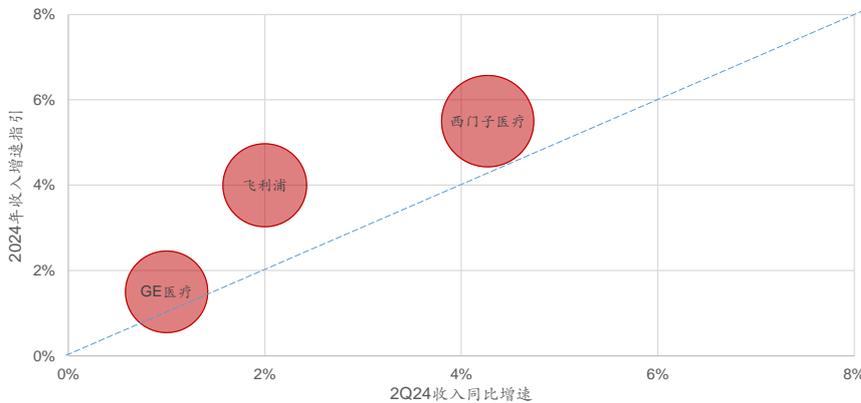


资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: 收入增速均为表观增速口径。西门子医疗披露的是截至 9 月 30 日的财年收入, 上图所示 2021-2023 年设备业务收入增速是用单季设备业务收入换算成 2021-2023 年自然年的设备业务收入增速, 上图所示 3Q23、4Q23、1Q24、2Q24 设备业务收入分别对应 4QFY23、1QFY24、2QFY24、3QFY24 的设备业务收入增速。西门子医疗在 2021 年 4 月完成对瓦里安的收购, 因此 2021 年收入增速较高。

从订单情况来看, 截至 2Q24 末, GE 医疗的订单收入比 (book-to-bill rate) 为 1.06, 且设备类产品的订单收入比高于公司整体水平。西门子医疗的设备订单收入比 (book-to-bill rate) 为 1.07。飞利浦的新签订单也在连续 4 个季度出现下滑后, 在 2Q24 恢复正增长, 同比增长 9%。基于良好的在手订单水平, GPS 均预计 2024 年收入将实现低至中单位数增长, 且 2024 年全年收入增速快于 2Q24 实际收入增速, 以反映全球市场尤其是北美市场采购意愿的持续改善。GE 医疗进行的季度性调查分析显示, 北美市场许多客户计划在 2H24 增加资本投入。GE 医疗管理层认为, 美国市场的医疗设备平均使用年限普遍较长, 因此美国医疗设备市场具有相当大的更新需求。飞利浦管理层表示北美市场客户的收入和盈利情况有所改善, 预计北美市场的订单将持续增长。西门子医疗则认为美国和 EMEA 市场均回归健康发展阶段。

图 6: 海外医疗设备龙头 2Q24 收入同比增速及 2024 年收入同比增速指引对比



资料来源: 公司财报, 公司业绩会纪要, 招银国际环球市场

注: 圆圈大小代表公司 2Q24 收入体量, 汇率换算按 1 欧元=1.12 美元, 2024 年收入增速指引取公司指引的中位数。西门子医疗披露的是截至 9 月 30 日的财年收入, 上图所示 2Q24 收入增速对应 3QFY24 收入及增速, 2024 年收入增速指引对应 FY24 收入增速指引。GE 医疗的 2Q24 收入增速及 2024 年收入指引均为恒定汇率下的内生增长。飞利浦的 2Q24 收入增速及 2024 年收入指引均为可比收入口径。西门子医疗的 2Q24 收入增速及 2024 年收入指引均为可比收入口径。

由于中国医疗行业整顿的推进和医疗设备更新项目的推迟落地抑制了公立医院的招标采购活动，GPS 管理层对中国市场 2H24 的增长仍较为谨慎。2Q24，GPS 普遍下调了 2024 年影像设备业务的收入指引约 2 个百分点，以反映管理层对中国医疗设备采购活动在 2H24 可能延续低迷的担忧。提升生产运营效率并进行有利的价格调整仍然是 GPS 下半年的经营重点，GPS 管理层对其带来的正面效果较为乐观，均维持或上调了 2024 年的利润率指引，并预计 2024 年公司利润率将高于 2023 年。

图 7: 海外医疗设备公司 2024 年收入及利润指引

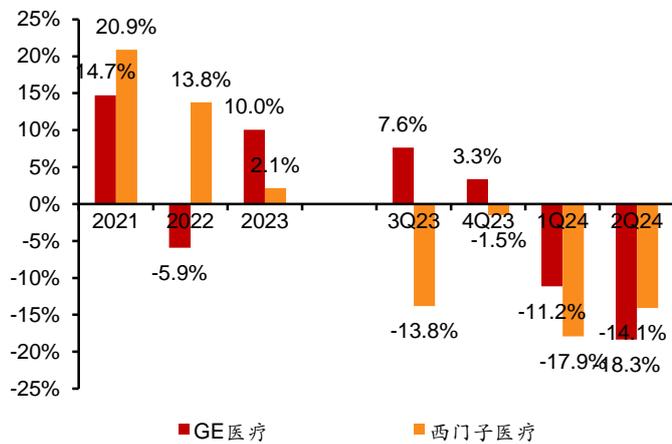
核心业务 板块	公司	2Q24 收入 (YoY)		2024 年收入指引 (YoY)		指引变 化	2Q24 利润		2024 年利润指引		指引变 化
		更新后	更新前	更新后	更新前		更新后	更新前			
影像设备	GE 医疗	持平 (报告口径) +1% (恒定汇率内生)	+1%~2% (恒定汇率内生)	+4% (恒定汇率内生)		↓	15.3% (经调整 EBIT 利润率)	15.7~16.0% (经调整 EBIT 利润率)	15.6~15.9% (经调整 EBIT 利润率)		↑
影像设备、家庭护理	飞利浦	持平 (报告口径) +2% (可比收入)	+3%~5% (可比收入)	+3%~5% (可比收入)		—	11.1% (经调整 EBITA 利润率)	11.0~11.5% (经调整 EBITA 利润率)	11.0~11.5% (经调整 EBITA 利润率)		—
		诊断治疗板块: +2.8% (报告口径) +4.0% (可比收入)	+3%~5% 的下限 (可比收入)	+3%~5% (可比收入)		↓	12.2% (经调整 EBITA 利润率)	-	-		
		+4.3% (报告口径) +4.3% (可比收入)	+4.5%~6.5% (可比收入) 更接近下限 +5.0%~7.0% (剔除新冠, 可比收入)	+4.5%~6.5% (可比收入) +5.0%~7.0% (剔除新冠, 可比收入)		↓	-4% (经调整 EPS)	-2%~+7.5% (经调整 EPS)	-2%~+7.5% (经调整 EPS)		—
影像设备、IVD	西门子医疗	影像板块: +4.0% (报告口径) +3.8% (可比收入)	+4.5%~5.5% (可比收入)	+6%~8% (可比收入)		↓	-	21.0%~22.5% (经调整 EBIT 利润率)	21.0%~22.5% (经调整 EBIT 利润率)		—
		瓦里安: +10.4% (报告口径) +9.6% (可比收入)	+8%~10% (可比收入)	+8%~10% (可比收入)		—	-	15%~17% (经调整 EBIT 利润率)	15%~17% (经调整 EBIT 利润率)		—
		先进治疗: -0.7% (报告口径) +0.4% (可比收入)	+5%~8% (可比收入)	+5%~8% (可比收入)		—	-	15%~17% (经调整 EBIT 利润率)	15%~17% (经调整 EBIT 利润率)		—

资料来源: 彭博, 公司财报, 公司业绩电话会, 招银国际环球市场

中国医疗设备行业：短期“逆风”仍在，不改长期积极预期

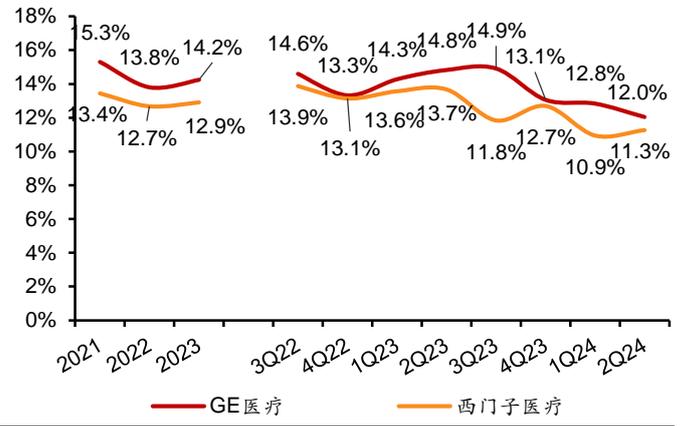
中国是海外医疗设备龙头的重要市场。2023年，GE医疗和西门子医疗在中国地区的收入分别占其整体收入的14%和13%。因此，中国市场的变化对海外设备龙头企业的整体增长将产生直接影响。今年以来，海外医疗设备龙头在中国的收入表现疲软，GE医疗和西门子医疗的中国市场收入在1Q24和2Q24均同比下降超10%，飞利浦的中国市场收入在1Q24和2Q24也有所下滑。2Q24，GE医疗和西门子医疗在中国的收入占比已分别降至12%和11%，明显下滑。中国市场增长放缓主要是由于：1) 医疗行业整顿的持续性影响。飞利浦管理层表示，目前中国市场尚未摆脱行业整顿的影响，医院内部审评周期有所延长，导致采购活动放缓。2) 大规模设备更新政策的推进速度慢于预期，导致公立医院对招标采购活动的观望情绪浓厚，普遍为等待政策和项目落地而暂缓采购。3) 2022年底开展的贴息贷款政策，使得部分需求提前释放，也影响了今年上半年的医疗设备市场表现。

图 8: 海外医疗设备龙头中国市场收入同比增速



资料来源：公司财报，招银国际环球市场

图 9: 海外医疗设备龙头中国市场收入占比



资料来源：公司财报，招银国际环球市场

展望 2024 年，考虑到招标采购活动低迷和设备更新项目落地对业绩的滞后影响，GPS 对全年中国市场的预期仍然偏谨慎。GPS 管理层普遍认为大规模设备更新政策对公司 FY24 的业绩贡献有限，GE 医疗和西门子医疗均已在 FY24 全年收入指引中剔除了中国设备更新政策的影响，并预计 FY24 中国市场收入将同比下滑。但飞利浦和西门子医疗的中国市场收入在 2Q24 均已实现环比增长，且西门子医疗在中国的设备订单收入比 (book-to-bill rate) 已连续两个季度超过 1，或成为中国医疗设备市场企稳的信号之一。飞利浦管理层预期中国市场将在 2H24 环比改善。西门子医疗管理层预期 3Q24 (4QFY24) 中国市场收入有望同比持平甚至实现增长，去年同期基数较低。GE 医疗则较为悲观，基于目前了解的客户采购计划，管理层认为 2H24 中国市场收入将继续下滑，但中国市场的订单有望在 2024 年底有所回升。

中长期来看，中国市场的患者需求广阔，增长前景乐观，这是 GPS 的共识。GPS 管理层普遍认为设备更新政策将成为中国市场增长的短期催化剂，将在 2024 年底到 2025 年对中国市场的订单和收入产生积极影响。但更值得关注的是中国市场需求的恢复。其一，自 2023 年下半年开始，医疗行业整顿持续影响着中国公立医院的招标采购活动，设备更新项

目的延迟落地也导致了 1H24 公立医院采购活动的放缓。但这些外部因素并未影响到临床需求，因此中国医疗设备市场存在着被抑制的采购需求，且有望在未来几个季度逐步释放。其二，中国大型医疗机构的设备更新需求和基层医疗机构的新增需求潜力大。GE 医疗管理层表示，中国大型医疗机构的超声和影像设备平均使用年限大致与全球水平相当，存在更新需求。中国的基层医疗的新增需求也亟待释放。根据《国家卫生健康委办公厅关于通报 2023 年度县医院医疗服务能力评估情况的函》，对照 2016 年国家卫健委引发的县医院医疗服务能力基本标准，平均每家县医院专科设备配置率为 69.70%；对照 2016 年国家卫健委引发的县医院医疗服务能力推荐标准，平均每家县医院专科设备配置率仅为 54.65%。2023 年平均每家县医院拥有万元以上设备数约 993 台，较 2022 年度增长 16.82%。2024 年，多项国家和地方政策强调继续推动县域及基层医疗建设。7 月 21 日，《中共中央关于进一步全面深化改革推进中国式现代化的决定》提到要促进优质医疗资源扩容下沉和区域均衡布局。多地政府在《推动大规模设备更新和消费品以旧换新政策》的具体举措中也明确强调了推进县级医院设备配置。比如浙江省卫健委在《浙江省推动大规模设备更新和消费品以旧换新政策吹风会》提出到 2027 年，县级及以下医疗卫生机构和疾控机构设备配置达标率力争达到 100%。江苏省卫健委在《江苏省推进卫生健康领域设备更新实施方案》中强调要推动县域和基层医疗卫生机构设备达标提质。新疆提出到 2027 年县级以下医疗卫生机构装备配置达标率达到 90% 以上。湖南省、福建省、辽宁省等地也发布推进紧密型县域医疗卫生共同体建设的实施方案。根据国家卫健委发布的《关于全面推进紧密型县域医疗卫生共同体建设的指导意见》，到 2027 年底要紧密型县域医共体基本实现全覆盖。因此，县域及基层医疗机构有望在未来成为医疗设备重要的增量市场。

图 10: 海外医疗设备公司中国市场现状及展望

核心业务板块	公司	2Q24 中国市场情况	管理层对中国市场的展望
影像设备	GE 医疗	<ul style="list-style-type: none"> 2Q24 中国市场收入 5.8 亿美元，同比减少 18%。1H24 中国市场收入 11.8 亿美元，同比减少 15%。 公司的影像和超声业务增长均受中国市场拖累。 公司将 2024 年收入增速指引从 4% 下调至 1-2%，以反映中国市场疲软产生的约 5 亿美元的负面影响。 	<ul style="list-style-type: none"> 2024 年预期：2H24 中国市场收入仍将同比下降，2024 年中国市场收入可能为负增长。过去中国市场收入占公司的 14%，但预计 2024 年将降至 11-12% 左右。 对设备更新政策的观点：政策的延迟落地抑制了市场活动，导致 2024 年中国市场收入下滑。设备政策将是中国市场的一个催化剂，管理层预期设备更新政策将推动中国市场的订单情况在 2024 年底有所回升，但对 2024 年销售（收入）的影响有限。管理层预计设备更新政策将在 2025 年产生积极影响。 中国市场增长前景：管理层对中国的长期增长前景表示乐观。大型医疗机构的超声和影像设备的平均使用年限大致与全球水平相当，存在更新需求。基层医疗需求亟待释放，公司与国药控股等大型经销商建立了合作关系，以进入公司尚未开发的基层市场。管理层预计基层市场继续成为中国市场的一个增长点。
影像设备、家庭护理	飞利浦	<ul style="list-style-type: none"> 2Q24 中国市场订单有所下滑，主要由于医疗行业整顿导致医院内部审批周期延长以确保合规性，从而影响了订单交付进度（order lead times）。 在中国市场，公司的本地供应链（local-for-local supply）已达到约 90%。 	<ul style="list-style-type: none"> 2024 年预期：管理层预期中国市场在 2H24 的表现将好于 1H24。2Q24 已经看到了业绩的环比改善，预计这一趋势将在下半年加速。中国市场的订单将在未来几个季度逐步恢复增长。 行业整顿影响：管理层表示中国市场目前还未摆脱此前医疗行业整顿的影响，但已经看到（采购）活动有所改善。管理层认为医疗行业整顿不会影响中国市场的基本需求。

- 管理层将 2024 年诊断治疗板块的指引调整为 3-5% 的下限的原因之一是考虑到中国市场未来订单恢复的速度具有不确定性。
- **对设备更新政策的观点：**管理层认为中国市场具有根本性的增长潜力，设备更新政策将额外资金引入市场，一定程度上将加速市场上已有产品的更新换代，从而加速中国市场的增长。但目前补助资金规模和落地时间尚未明确，因此**管理层认为设备更新政策对收入的贡献更多将在 2025 年体现。尽管设备更新政策落地时间尚不明确，但这并不会改变管理层对于中国市场在 2H24 全面改善的预期。**医疗机构更新设备和新增设备的基础性需求，以及由于医疗行业整顿而积压的旺盛需求将推动中国市场的复苏。
- **中国市场增长前景：**管理层认为中国市场未来的患者需求依然广阔。设备更新政策只是中国市场整体复苏和改善的一部分，**更期待的是潜在的结构性需求推动市场改善。**需求主要有两类：1) 更换现有设备或新投资的需求；2) 过去积压的需求。管理层预计这两类需求的改善有望推动中国市场在下半年的复苏。

影像设备、IVD 西门子医疗

- 3QFY24 (即 2Q24) 中国市场收入 6.1 亿欧元，同比下降 14%，剔除汇率及收并购等影响后，可比收入同比减少 13%。影像和先进治疗业务受中国影响更大。
- 由于中国市场疲软，管理层预计公司整体收入增长较年初预期下降 150 个基点，全年可比收入增长将更接近 4.5%-6.5% 的下限。同时，管理层将 2024 年影像板块业务的收入增速指引由 6%-8% 下调至 4.5%-5.5%。
- 中国市场的设备订单收入比 (book-to-bill rate) 已经连续两个季度超过 1，是中国市场企稳的信号之一。

- **2024 年预期：**管理层预计 4QFY24 中国市场的收入增长将企稳，甚至实现增长。2024 年中国市场的影像业务将同比下滑高个位数，但 2025 年将会出现拐点。
- **行业整顿影响：**管理层认为**医疗行业整顿仍在影响中国影像市场增长。**但由于临床需求不会受此类外部因素影响，预计医疗行业整顿的负面影响将在 2025 年转化为抑制需求的释放。
- **对设备更新政策的观点：**管理层认为**设备更新政策不会在 FY24 (4Q23-3Q24) 对收入产生影响。**目前设备更新政策在 44 家国家级顶级医院 (我们认为指的是 44 家委属医院) 的进展良好，在未来一段时间内 (年内) 会带来增长动力，但设备更新政策在其他医院的落地时间还不确定。管理层认为设备更新政策并非中国市场的主要吸引点。设备更新政策是一次性的机会，尽管公司能从中获益，但关键还是要关注基本面需求的恢复。

手术机器人 直觉外科

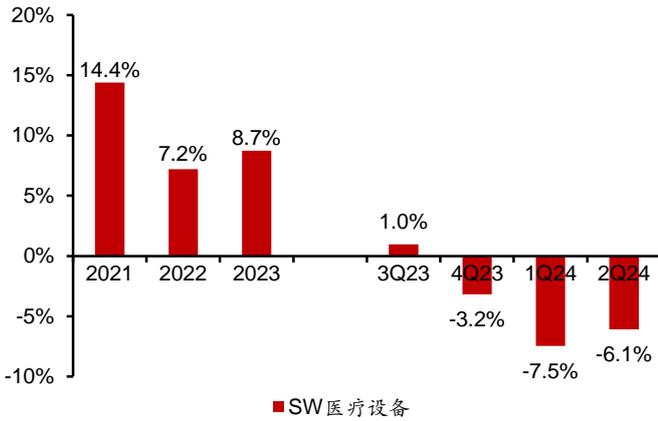
- 2Q24 中国市场的手术增长受到压力。相比 2Q23，中国市场的手术增长低于之前的平均水平。
- 2Q24 中国市场的系统利用率保持强劲，但设备装机受到延迟公开招标和新兴国产机器人系统的影响。2Q24 达芬奇系统在中国新增装机 14 台。
- 达芬奇系统在中国市场的平均售价有所下降。

- **对设备更新政策的观点：**管理层认为**设备更新政策不会对装机产生实质性影响**，也没有对 2Q24 装机产生影响。
- **中国市场增长前景：**中国对微创外科手术的需求很高，外科医生和患者都高度认可高质量的微创治疗，这是公司产品的吸引力所在。管理层表示依旧对中国市场充满信心，并将继续集中投资和关注中国市场。装机受限会对手术量的增长产生影响。2) 政府在经济层面的“重塑”，会对省级的收费编码产生影响，从而影响手术量和利用率的长期增长。

资料来源: 彭博, 公司业绩电话会, 招银国际环球市场

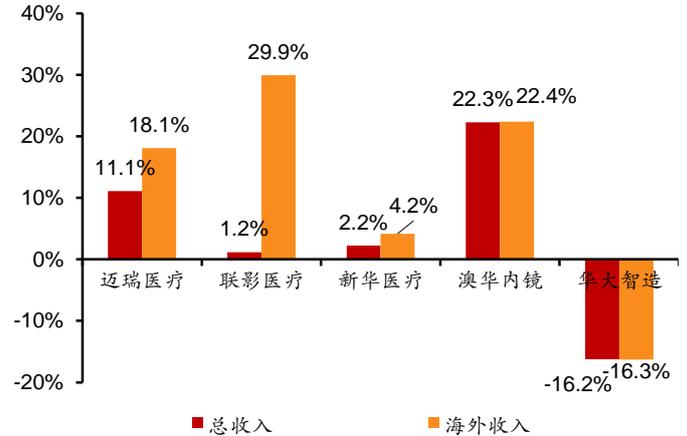
由于设备招标受到医疗行业整顿以及设备更新政策落地缓慢的影响, 1H24 国内医疗设备企业存在明显的业绩压力, SW 医疗设备板块 (A+H) 1H24 收入中位数平均同比下降 5.6%, 归母净利润中位数平均同比下降 29.7%。但 SW 医疗设备板块 (A 股) 2Q24 收入中位数平均环比增长 8.9%, 平均同比下降 6.1%, 相较 1Q24 的平均同比下降 7.5% 已略有改善。海外业务成为 1H24 中国医疗设备龙头企业的增长引擎之一, 欧洲、亚太以及发展中国家成为主要的出海市场。

图 11: A 股医疗设备公司收入同比增速中位数



资料来源: WIND, 招银国际环球市场

图 12: 中国医疗设备龙头收入及海外收入同比增速

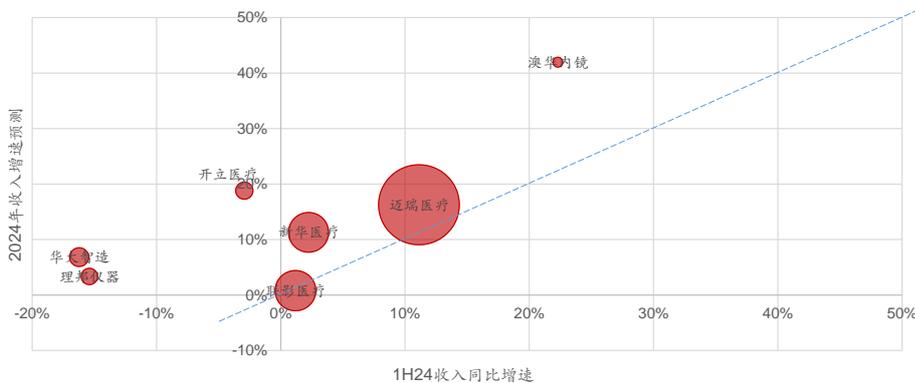


资料来源: WIND, 招银国际环球市场

行业整顿影响了设备招标采购节奏,但医疗需求并未发生实质性改变,中国医疗需求仍在稳健增长,医疗机构对医疗设备的更新和新增需求仍较为刚性。据 2023 年卫生健康事业发展统计公报,2023 年末,全国医疗卫生机构总数 10.7 万个,较 2022 年末增加 37,867 个;其中医院 38,355 个,较 2022 年增加 1,379 个。2023 年全国医疗卫生机构总诊疗人次 95.5 亿,同比增长 13.5%;全国医疗卫生机构入院人次 3.0 亿,同比增长 22.3%。据 IQVIA 统计,排除产科,1H24 全国手术量同比增长 8%;预计 2024 年全年手术量也将增长 8%。医疗机构数的增加和诊疗活动的增长将持续带动医疗设备需求的增长。

根据彭博一致预期,中国医疗设备龙头企业 2H24 的收入增长较 1H24 将普遍加速,主要反映:1) 3Q23 展开的医疗行业整顿导致 2H23 的低基数;2) 随着医疗行业整顿常态化,设备招标采购温和复苏,根据中国政府采购网的公开信息统计,公立医院设备招标金额呈现环比改善趋势。开立医疗在公告中也表示从七月份开始,医院端的开标有所增加。此外,设备更新政策仍在推进,设备更新项目的逐步落地有望刺激医疗设备采购需求的释放。

图 13: 中国医疗设备龙头 1H24 收入同比增速及彭博一致预期 2024 年收入同比增速



资料来源: 公司财报, 彭博, 招银国际环球市场

注: 圆圈大小代表公司 1H24 收入体量。迈瑞医疗和联影医疗的 2024 年收入增速预测为招银国际预测值,新华医疗、开立医疗、澳华内镜、华大智造和理邦仪器的 2024 年收入增速预测为彭博一致预期。

自 6 月以来,多个省份发改委陆续通过多项医疗设备更新项目方案。据众城数科统计,截至 2024 年 9 月 15 日,全国各省市已立项并批复医疗设备更新项目共 957 个,总金额已突

破 410 亿元。项目资金主要由超长期国债资金及医院自筹构成，部分省市给予一定的地方政府财政配套资金。此外，贴息贷款也为医院自筹资金提供支持。

2024 年 4 月，北京市发改委发布《进一步加强重点领域设备购置与更新改造贷款贴息实施方案》的通知，对符合条件的项目给予 2.5 个百分点的贴息，期限 2 年。贷款实际利率低于 2.5% 的按实际利率贴息。2024 年度政策支持期为自 2023 年 12 月 1 日至 2024 年 12 月 31 日。支持领域包括科技创新、战略性新兴产业、未来产业、先进制造业和现代服务业“两业”融合发展、新型基础设施、社会投资公共服务、文化旅游、市政基础设施、农业等 9 大领域 42 个细分领域设备购置与更新改造。自 2024 年 6 月，北京市发改委陆续通过设备更新改造贷款贴息项目并将项目清单推介至各银行，由各金融机构自主选择项目，开展贷款审批和签约，及时投放贷款资金。据不完全统计，截至 2024 年 9 月 20 日，北京市发改委通过的医疗设备贴息贷款项目总投资金额近 19 亿元，贷款需求共计约 8.7 亿元。

2024 年 6 月，财政部联合国家发改委、中国人民银行、金融监管总局印发《关于实施设备更新贷款财政贴息政策》的通知，明确了贴息标准，银行向经营主体发放的贷款符合再贷款报销条件的，中央财政对经营主体的银行贷款本金贴息 1 个百分点。按照相关贷款资金划付供应商账户之日起予以贴息，贴息期限不超过两年。政策支持期为 2024 年 3 月 7 日至 2024 年 12 月 31 日。贴息流程方面，财政贴息资金实行“两个预拨”机制，财政部向各省级财政部门提前下达预算，预拨贴息资金；省级财政部门通过 21 家商业银行落实贴息政策，定期向其省级分支机构预拨贴息资金，后续根据实际贷款情况据实结算。

2024 年 7 月，国家发改委、财政部联合发布《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》的通知，统筹安排 3,000 亿元左右超长期特别国债资金，其中国家发展改革委牵头安排 1,480 亿元左右超长期特别国债大规模设备更新专项资金债，用于优化设备更新项目支持方式以及支持老旧营运船舶报废更新所列支持政策。设备更新项目包括工业、环境基础设施、交通运输、物流、教育、文旅、医疗、能源电力、老旧电梯、以及重点行业节能降碳和安全改造等领域。此外，通知将中央财政贴息从每年 1 个百分点提高到每年 1.5 个百分点，贴息期限两年，贴息总规模 200 亿元，覆盖《国务院关于印发〈推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案〉的通知》所列的多个行业。总体而言，目前医疗领域设备更新项目可参与分配 1,680 亿元的中央财政支持资金，但由于涉及行业较多，医疗领域可分配的中央财政支持资金占比可能有限。

图 14: 中国设备更新项目批复梳理 (不完全统计)

省份	项目预算 (亿元)	备注
黑龙江	18.1	6 月以来批复项目
湖北	23.5	6 月以来批复项目，含黄冈市设备更新项目批复
吉林	2.9	
广东	53.9	
重庆	28.6	
福建	11.4	含南安市设备更新项目批复
安徽	29.8	审批前公示，含池州市设备更新项目批复
贵州	21.3	贵州 2024 推动大规模设备更新和消费品以旧换新重点项目清单 (第一批)
北京	18.9	北京市发改委公开推介的医疗设备购置项目
合计	208.5	
海南	2,668 套医疗设备	

资料来源: 黑龙江省投资项目在线审批监管平台, 各省发改委, 招银国际环球市场

GE 管理层在 2Q24 业绩会上提到，2022 年的贴息政策从宣布到实施大约不到六个月。因此，公司此前预期中国设备更新项目将在 2H24 落地，公司的收入增长将在 2H24 受益。但从目前推进节奏看，首批医疗设备项目预计将在 4Q24 陆续落地。根据各省市公布的医疗设备更新项目政府采购意向，据众城数科统计，截至 9 月 15 日，全国医疗领域设备更新采购意向总预算已超 100 亿元，已披露医疗领域设备更新招标预算总金额突破 33 亿元。由于从设备招标采购到产生订单再到收入确认需要一定时间，因此，设备更新项目对国内医疗设备销售的积极影响预计将主要在 2025 年才有所体现。

图 15: 中国医疗设备更新项目政府采购意向梳理（不完全统计）

省份	项目名称	项目预算（亿元）	预计执行时间
新疆	新疆生产建设兵团医院更新设备一批项目	1.3	2024.9
安徽	安徽省紧密型县域医共体设备更新一期项目	5.9	2024.10
山西	山西医科大学第一医院医疗设备更新项目	3.0	2024.10
宁夏	宁夏回族自治区人民医院肿瘤、心脑血管疾病等医疗设备更新项目	2.5	2024.10
广东	广东省县域医共体设备更新项目（原中央苏区）和广东省重点医院先进医疗设备更新项目（粤东、粤西）	9.1	2024.12
	合计	21.8	

资料来源：黑龙江省投资项目在线审批监管平台，各省发改委，招银国际环球市场

海外医疗设备龙头公司 2Q24 业绩概况与电话会要点

GE 医疗 (GEHC US, 未评级)

2Q24 公司收入 48.4 亿美元，剔除汇率及收并购影响后，同比内生增长 1%，订单同比内生增长 3%。中国市场面临压力，拖累公司的收入增长约 300 个基点。剔除中国市场，公司收入和订单增速分别达到 4% 和 6%。报表口径下，2Q24 服务收入 16.3 亿美元，同比增长 2%；产品收入 32.1 亿美元，同比基本持平。

经调整 EBIT 利润率为 15.3%，同比提升 60 个基点，主要得益于生产效率和价格调整带来的毛利率的持续改善，其中大约 1 个百分点的利润率改善来源于价格调整。经调整 EPS 为 1 美元，同比增长 9%。经调整毛利率提高 110 个基点，PDX 业务的毛利率表现出色，得益于销量增长和原材料的价格稳定。影像业务毛利率的提升主要来自新产品的推出。

公司约 45% 的收入来源于经常性收入，包括服务和 PDX，这些领域的波动性相对较小，可预测性较强；55% 的收入来源于设备销售。3Q23-2Q24，公司 75% 的设备收入来自于在手订单，25% 来源于季度内的新签订单。

订单情况：

剔除汇率影响后，2Q24 订单同比内生增长 3%。订单的增长动力主要来自美国和其他地区。美国市场表现尤其出色，得益于诊断影像设备的更换和使用需求增加，以及超声市场的增长韧性。管理层表示，公司在各个业务领域都提升了市场份额。

订单收入比 (book-to-bill rate) 为 1.06，高于去年同期的 1.04。设备类产品的订单收入比 (book-to-bill rate) 高于公司整体 (计算公司的订单收入比时包含了服务和 PDX 业务)。2Q24 末，公司在手订单为 190 亿美元，环比增加了 3 亿美元，其中服务业务增长强劲。

2024 年指引：

受中国市场影响，公司下调 2024 年收入指引，预计收入的内生增长约 1%-2% (vs. 1Q24 时的 4%)。维持 2024 年 EPS 指引为 4.20-4.35 美元。公司上调经调整 EBIT 利润率指引至同比增加 60-90 个基点至 15.7%-16.0% (vs. 1Q24 的 15.6%-15.9%)。

公司预计 3Q24 收入将同比内生增长 1%，4Q24 的收入内生增长有望达到全年最高水平。汇率因素对全年收入的负面影响预计将不超过 1%。

中国市场：

2Q24 中国市场收入 5.8 亿美元，同比减少 18%。1H24 中国市场收入 11.8 亿美元，同比减少 14.9%。公司对于全年的收入指引已经剔除了中国设备更新政策的影响。相比 1Q24，公司将 2024 年收入增速指引从 4% 下调至 1%-2%，主要反映中国市场疲软产生的约 5 亿美元的负面影响。过去中国市场收入占公司的 14%，但预计 2024 年将降至 11-12% 左右。

管理层表示，此前预期 1H24 中国市场收入将面临负增长，2H24 将恢复正增长。但由于设备更新政策延迟落地，影响了订单和销售节奏。公司的销售团队通过走访中国 31 个省份的所有主要客户后获得了客户计划采购的时间以及预期采购量，基于此，公司预计 2H24 中国市场收入仍将同比下降，2024 年中国市场收入可能为负增长。管理层认为中国市场在 2024 年的下滑主要是由于医院等待设备更新政策落地而暂缓采购，市场参与者在等待政策明确化，导致需求相对正常时期有所下滑。

管理层提到，2022 年的贴息政策从宣布到实施大约不到六个月，之前对于中国市场和设备更新政策落地的时间预期也是基于这一点，但 2024 年的设备更新政策的实际推进速度慢于预期。按照第二、三季度的情况来看，设备更新政策的延迟落地抑制了市场活动，但从长期来看，设备更新政策将是中国市场的一个催化剂，会在 24 年底 (late 2024) 对订单产生积极影响。管理层预期中国市场的订单情况将在 2024 年底有所回升，但设备更新政策对 2024 年销售收入的影响有限，因为从投标到产生订单再到确认收入还需要一定的时间。管理层预计设备更新政策将在 2025 年产生积极影响。

管理层对中国的长期增长前景表示乐观。近年来，中国市场大部分更新换代的设备都集中在基层或县级医院，而不是公司产品重点覆盖的大型医疗机构。从公司已装机的情况看，超声和影像设备的平均使用年限大致相当于全球水平，并没有在过去四年内完成大部分设备的更新换代。此外，中国有 14 亿人口，其中大约 4 亿人可以获得较好的医疗资源，但还有 10 亿人的医疗资源覆盖率较低。公司与国药控股等大型经销商建立了合作关系，目的就是进入这个未开发的市场。这将继续成为中国市场的一个增长点，也可能是政府投资的方向之一。另外值得一提的是，中国市场不允许销售二手设备，这与美国等市场存在频繁的设备升级和流通不同。这种差异进一步放大了中国市场的增长空间，因此公司对中国市场的长期增长潜力充满信心。

全球市场：

北美市场：2Q24 实现收入 22.4 亿美元，同比增长 5%。美国市场的订单和销售都增长强劲，各个业务板块在美国的订单增速都超过了销售增速。公司进行的季度性调查以及各种市场调查的分析显示，许多客户计划在 2H24 增加资本投入。美国市场的设备平均使用年限可能超过 7 年，尤其是 MR，为目前的更新换代业务带来良好的机会。考虑到整体的装机情况，设备使用年限普遍较高，管理层认为还有相当大的更换需求。

EMEA：2Q24 实现收入 12.1 亿美元，同比下降 1%。

其他地区：2Q24 实现收入 8.1 亿美元，同比增长 8%。

分板块：（剔除汇率影响后的内生增长）

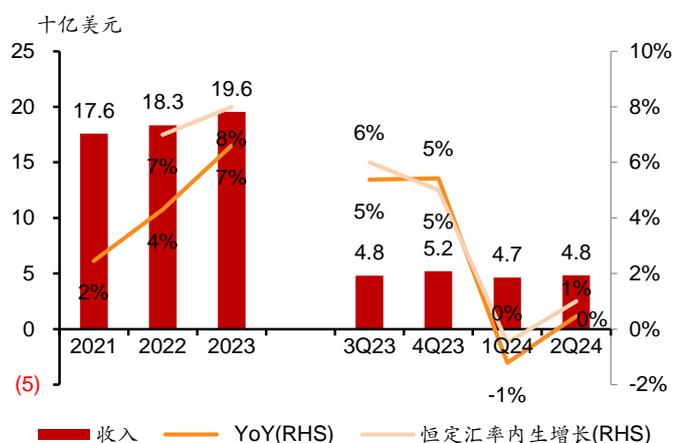
- 1) 影像：2Q24 实现收入 26.0 亿美元，同比持平，主要受中国市场的拖累和去年同期高基数的影响。新产品的推出带动了美国市场产品需求的显著增长。EBIT 利润率同比提升 40 个基点。公司通过提升生产效率和产品价格来提升该板块的毛利率。

公司通过推出一种更小型的可升级探测器，扩展了可升级的 Omni Legend 平台，为客户提供了可升级性和更好的性价比，使他们能够满足患者不断变化的需求。公司还推出了 MINitrace Magni，一种小型、低成本的回旋加速器，可用于院内生产示踪剂和放射性同位素（PET 显像剂）。这将对商业分销渠道覆盖有限的区域医院或无法建造传统规格的回旋加速器的大医院有帮助。

- 2) 超声：2Q24 实现收入 8.2 亿美元，同比下降 1%，主要受到中国市场的拖累。EBIT 利润率同比降低 120 个基点，主要是受到中国市场收入下降和通货膨胀的影响，但通过标准化带来的成本效率的提高和新产品的推出，部分抵消了利润率的下降。管理层表示客户需求稳定，特别是针对公司最近推出的新产品。公司也在调整超声和图像引导治疗业务，建立电生理生态业务系统，公司成立了专门的团队研究如何让超声、电生理设备和数据系统更好的协同工作，并在工作流程中集成，以提供更优化的解决方案。公司创建了 IGT 超声业务部门也是未来带来更多心血管领域的协同效应。
- 3) PCS（Patient Care Solutions 患者护理解决方案）：2Q24 实现收入 7.7 亿美元，同比增长 1%。EBIT 利润率同比下降 90 个基点，主要是由于产品组合的变化。但公司通过提高生产效率抵消了通胀带来的压力。管理层表示，新产品的推出和健康的在手订单将推动未来的业务增长。
- 4) PDx（Pharmaceutical Diagnostics 医药诊断）：2Q24 实现收入 6.4 亿美元，同比增长 14%，其中约 10 个百分点的增长来源于销量的增长，其他来源于价格的上涨和新产品的推出。EBIT 利润率达到 31.2%，同比提升 450 个基点，主要得益于销量增长、生产效率和价格的提升。管理层表示将继续投资，以增强造影剂和放射性药物的全球供给能力，满足不断增长的需求。公司对分子影像市场的积极发展感到鼓舞，2Q24 美国市场 Vizamyl（ ^{18}F 标记的 $\text{A}\beta$ -PET 显像剂，可附着于脑内 $\text{A}\beta$ ，通过 PET 成像，显示脑内 $\text{A}\beta$ 沉淀的水平 and 部位）的销量增长了三倍。虽然目前 Vizamyl 的销售规模还只有几百万美元，但随着阿兹海默症新疗法的问世，诊断领域的需求也在持续增加，所以管理层预计 Vizamyl 将会持续增长。

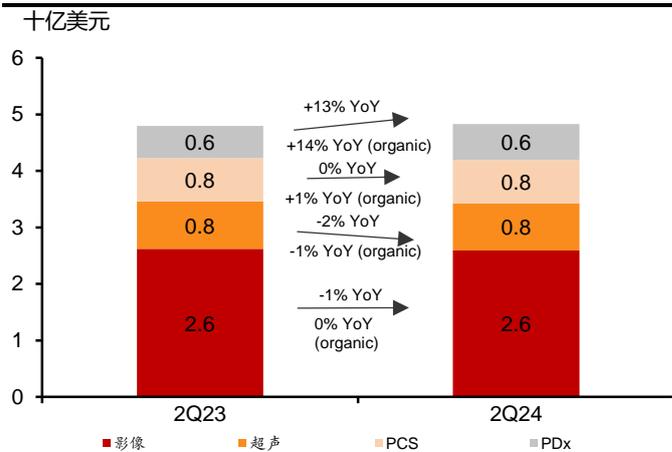
管理层表示对近期 CMS 提出的报销方案感到鼓舞，它将有望惠及癌症、心血管疾病和神经疾病的美国患者，并有助于释放公司放射性药物和 PET、SPECT 设备的价值，最终为患者提供更精准的诊断和治疗规划。假设新规将在 25 年 1 月 1 日生效，管理层预计 CMS 将按市场价值进行报销。比如，以往医院需要支付几千美元购买这类产品，但只能获得几百美元的报销，而未来能得到与购买成本相当的报销。这一变化能使医院更好地覆盖自身成本，解决了该领域长期存在的挑战。公司现有的放射性药物如 DaTscan（用于用于帕金森综合征）、Vizamyl 和 Cerianna（用于转移性乳腺癌）正在持续增长，未来如心血管疾病用药 flurpiridaz 等也前景可期。管理层预计这些产品都将从新的报销政策中获益，虽然它们目前对销售增长的贡献还较小，但管理层对其未来几年的销售潜力感到乐观。

图 16: GE 医疗收入及增速



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

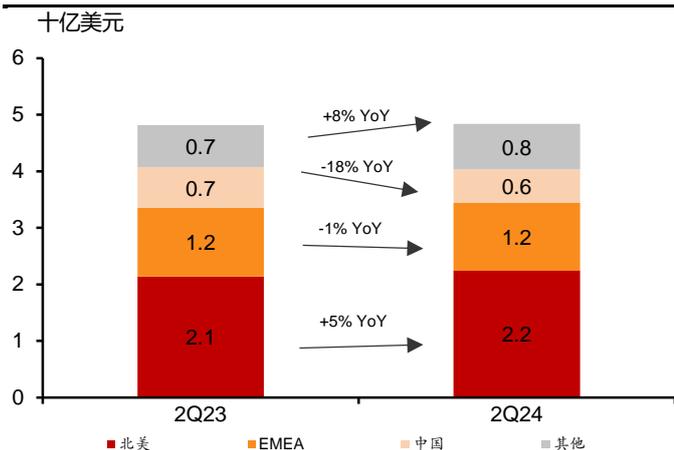
图 17: GE 医疗分板块收入及增速



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

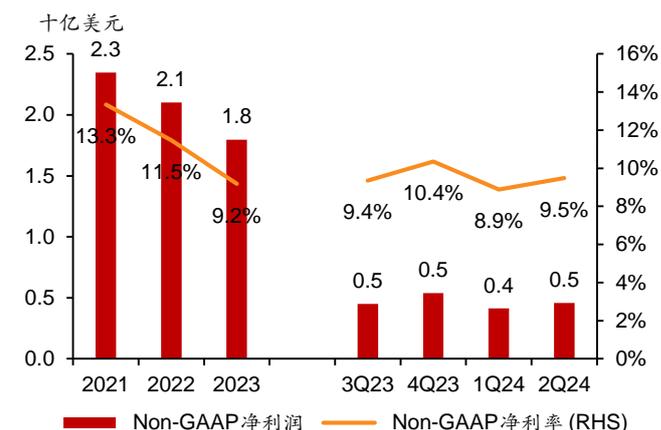
注: organic 指恒定汇率下的内生增长

图 18: GE 医疗分地区收入及增速



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 19: GE 医疗经调整净利润及净利率



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

飞利浦 (PHG US, 未评级)

2Q24 实现收入 44.6 亿欧元，可比收入同比增长 2%，可比新增订单同比增长 9%。1H24 实现收入 86.0 亿欧元，可比收入同比增长 2%，可比新增订单同比增长 3%。管理层预计 2H24 和 2024 年订单将保持增长。经调整 EBITA 利润率同比增长 100 个基点至 11.1%，其中生产效率和价格的改善贡献了 320 个基点的正面影响，但被工资和零部件价格通胀带来的 200 个基点的负面影响所抵消。公司的供应链已全面恢复正常。

医院端业务的价格有所上涨。但在个人健康业务方面，因为消费者情绪相当低迷，所以定价没有进一步的上行空间。

分板块 (可比收入增长)：

- 1) 诊断治疗板块：2Q24 实现收入 21.7 亿欧元，同比增长 4%。图像引导治疗和精准诊断都实现了增长。管理层表示看到图像引导治疗业务缓慢复苏。成熟市场同比实现高个位数的可比收入增长，主要得益于美国市场的增长，但受到新兴市场（主要是中国市场）的拖累。调整后 EBITA 利润率同比增长 160 个基点至 12.2%，主要得益于销售、定价和生产效率的提升。超声业务由于去年上半年 30% 以上增长的高基数而有所下降。
1H24 实现收入 42.0 亿欧元，同比增长 4%。成熟市场的收入实现中个位数增长，各个地区都增长强劲。新兴市场的收入实现低个位数增长，主要由拉美地区的增长带动。
- 2) 互联监护板块：2Q24 实现收入 13.3 亿欧元，同比增长 2%。企业信息化业务实现双位数 (double-digit) 增长，得益于软件和 AI 技术更普遍地被用于提升生产效率。公司的长期目标是企业信息化业务的销售额能达到 15 亿欧元，并逐步实现双位数的利润率。监护业务同比持平。睡眠和呼吸护理业务在美国以外地区表现强劲。EBITA 利润率同比提升 130 个基点至 8.8%，得益于监测业务的稳健表现以及睡眠和呼吸护理业务盈利能力的大幅提升。
睡眠和呼吸护理业务曾经的收入规模为 23 亿欧元，但管理层将目前的睡眠和呼吸护理业务的收入预期调整至 10 亿欧元左右。从 2025 年开始，管理层预计睡眠和呼吸护理业务的收入将在 10 亿欧元的基础上实现 3%-5% 的增长。
- 3) 个人健康板块：2Q24 实现收入 8.3 亿欧元，同比增长 2%，其中中国以外地区同比增长 5%。尽管中国的消费意愿偏弱，但美国和国际市场的总体消费氛围良好。管理层预计，2H24 中国市场将延续消费意愿下降的趋势。经调整 EBITA 利润率同比大幅提升至 16.9%，主要得益于运营改善和生产效率提升。公司在口腔护理、个人护理以及医疗护理消费品等领域均占据领先地位。管理层表示，未来护理会向家庭转移。公司在家庭医疗领域的战略布局也会为公司带来差异化竞争优势，因为医疗系统正在寻求如何更好地服务于门诊 (ambulatory setting) 和家庭医疗。
其他板块销售收入同比下降 7,000 万欧元，主要是由于专利许可费收入的按阶段进行分摊的影响，给公司 2Q24 的增长带来约 160 个基点的负面影响。

分地区（可比增长）：

成熟市场（包括西欧、北美等）：2Q24 实现收入 32.6 亿欧元，同比增长 1%。其中，北美市场实现收入 19.4 亿欧元，同比增长 1%；西欧市场实现收入 9.4 亿欧元，同比增长 4%。在北美市场，公司在监护、图像引导治疗和超声领域具有优势地位，在这些市场的份额较高。随着交货周期和新产品的推出，影像业务也在反弹。个人健康业务的份额也在增长。尽管消费者信心并不旺盛，但市场仍保持稳定。公司计划在下半年推出个人健康的新产品，预计北美市场将实现合理的增长。

新兴市场：2Q24 实现收入 12.05 亿欧元，同比增长 3%。中国市场有所下滑。

2024 年指引：

管理层维持全年收入和利润率指引，2024 年可比销售额预计将同比增长 3%-5%。分板块看，互联关怀板块的收入增长预计将接近指引上限，诊断治疗及个人健康板块的增长预计将接近指引下限。

诊断治疗板块的指引较低主要是由于：1) 3Q23 的增长非常迅猛，使得基数较高；2) 中国市场未来订单恢复的速度具有不确定性。

订单情况：

2Q24 新签订单（order intake）同比增长 9%，主要得益于中国以外地区，尤其是北美市场的改善。1H24 新签订单同比增长 3%。管理层预计 2H24 和 2024 年的新签订单都将保持增长。管理层表示，看到北美市场客户的收入和盈利情况改善，且客户倾向于选择值得信赖的长期技术合作伙伴，这种趋势贯穿监护、成像和介入等各个产品线。此外，企业信息化实现了高速增长。管理层预计北美的订单将持续增长。

中国市场情况：

2Q24 中国市场订单有所下滑，主要由于行业整顿导致医院内部审批周期延长以确保合规性，从而影响了订单交付进度（order lead times）。管理层明确，中国仍然是一个具有吸引力的市场，医疗行业整顿不会影响基本需求。公司在中国的订单通道（order funnel）仍然非常活跃。管理层预计，尽管起点较低，但中国市场的订单将在未来几个季度逐步恢复增长。中国的医疗设备更新政策也将支持订单的增长。

管理层表示，中国市场目前还未摆脱医疗行业整顿的影响，但采购活动已有所改善。通常情况下订单会早于销售。管理层预期中国市场在 2H24 的表现会好于 1H24，2Q24 已经看到了业绩的环比改善，这一趋势预计将在下半年加速。

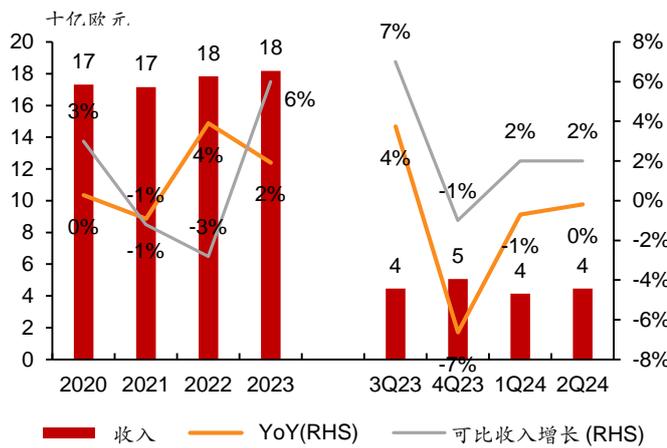
总体来说，管理层认为中国市场是一个非常强劲的市场，未来患者需求依然广阔。在中国市场，公司的本地供应链（local-for-local supply）已达到约 90%。

设备更新政策使得额外资金流入市场，所以会在一定程度上加速市场上已有产品的更新换代，从而加速中国市场的增长。但目前 1) 中国政府没有给出具体的补助金额；2) 无法确定具体的时间节点，因此管理层认为现在还为时尚早，很难对设备更新政策对收入的贡献做出具体预测，可能对收入的贡献更多将在 2025 年体现。设备更新政策只是中国市场整体复苏和改善的一部分，更期待的是潜在的结构性需求推动市场改善。管理层不认为中国客户会因为等待设备更新政策而推迟订单。需求有两类：1) 更换现有设备或新投资的需求；2) 过去积压的需求。管理层预计这两类需求的改善就足以推动中国市场在下半年的复苏。至于设备更新政策，客户确实还需要等待具体落实情况，但这只是一个补充因素，并不会影响公司对中国市场在 2H24 全面改善的预期。

大规模召回呼吸机进展：

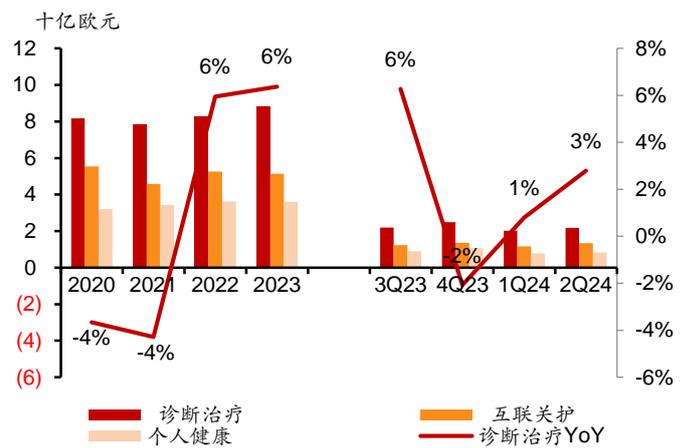
飞利浦与保险公司达成协议，支付 5.38 亿欧元以覆盖 Respironics 召回相关的产品责任索赔。这笔收入在 2Q24 确认，剩余款项预计将在今年支付完毕。

图 20: 飞利浦收入及增速



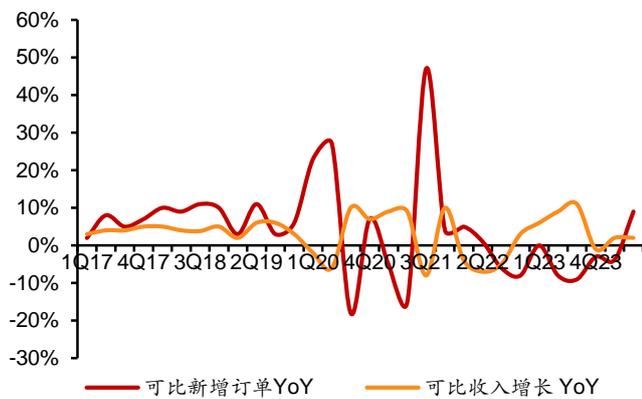
资料来源：公司财报，招银国际环球市场

图 21: 飞利浦分板块收入



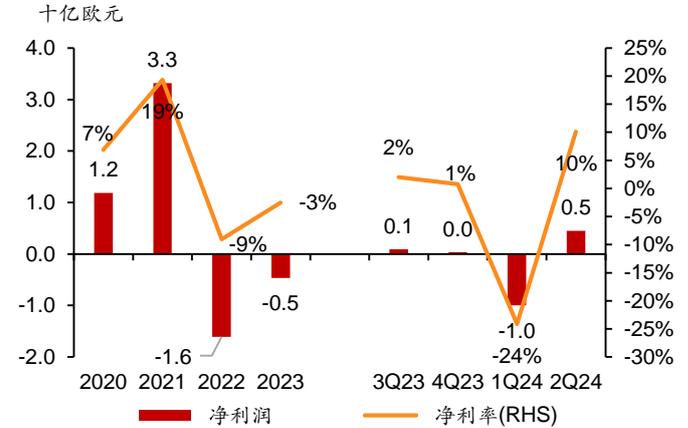
资料来源：公司财报，招银国际环球市场

图 22: 飞利浦可比收入及新增订单增长



资料来源：公司财报，招银国际环球市场

图 23: 飞利浦净利润及净利率



资料来源：公司财报，招银国际环球市场

西门子医疗 (SHL GY, 未评级)

3QFY24 实现收入 54.2 亿欧元，可比收入同比增长 4.3%，主要受中国市场拖累以及去年同期（剔除新冠业务后）收入同比增长 10% 的高基数影响。经调整 EPS 为 0.52 欧元，同比下降 4%，主要是由于去年同期的税率较低所致。如果剔除税率因素的影响，调整后 EBIT 利润率同比提升 60 个基点。汇率因素带来近 100 个基点的负面影响。

3QFY24 设备订单收入比 (book-to-bill rate) 为 1.07。所有业务领域的设备订单收入比均表现积极，尤其是瓦里安业务的订单大幅增长。

FY24 指引：

公司维持业绩指引，可比收入同比增长 4.5%-6.5%，剔除新冠抗原检测业务，可比营收增长 5.0%-7.0%。调整后 EPS 预计为 2.1-2.3 欧元。FY24 末，订单收入比 (book-to-bill rate) 将达到 1.1。FY24 设备的在手订单将同比增长 4%-5%。

FY24 分板块指引：

管理层将影像业务的收入增长指引下调至 4.5%-5.5% (vs. 2QFY24 的 6-8%)，因为中国市场收入在 3QFY24 持续下降，EBIT 利润率为 21.0%-22.5% 的较低端。其他板块收入指引维持不变，瓦里安可比收入同比增长 8%-10%，EBIT 利润率为 15-17%，中期目标是 EBIT 利润率达到 9%-12%。先进疗法可比收入增长 5%-8%，EBIT 利润率为 15%-17%。剔除新冠抗原检测后，诊断业务可比收入同比增长 2%-4%，EBIT 利润率为 4.0%-6.0% 的较高端，中期目标是 EBIT 利润率达到约 15% (mid-teens)。

分板块：

1) 影像业务：3QFY24 实现收入 29.8 亿欧元，可比收入同比增长 3.8%。去年同期影像业务增长强劲，基数高。尽管分子影像等领域实现不错的增长，但中国市场持续下滑拖累了 3QFY24 影像业务的整体增长，中国市场影像业务 3QFY24 可比收入同比降低双位数 (low double-digit)。中国收入下滑主要是由于 3QFY23 的高基数和医疗行业整顿导致的需求疲软，但这种短期需求放缓将随着结构性增长动力的恢复而得到释放。美洲和 EMEA 地区表现强劲。调整后 EBIT 利润率为 20.0%，受到约 100 个基点的汇率不利影响。3QFY24 增速低于平均水平，也导致利润贡献较低。

分子影像增长良好，是本学期增长最快的业务之一。市场对 PET 和 SPECT-CT 的需求不断增长，公司也从新型放射性核素中获益良多。公司的 PETNET 业务 (PET 放射性药物业务) 现在已经达到约 5 亿 (mid-triple-digit millions) 欧元的规模，成为公司另一个增长点，大约占到影像业务总收入的 15%，利润率与整体影像业务水平差不多。CT、光子计数和 MR 的关注度也很高。

2) 瓦里安:

3QFY24 实现收入 9.3 亿欧元，与前两季度持平，体现了持续稳健的表现，可比收入同比增长 9.6%。美洲、EMEA 和亚太日本市场表现强劲，中国市场可比收入同比下降中双位数（mid double-digit）。调整后 EBIT 利润率为 16.6%，盈利能力保持稳定，利润率环比无波动且持续改善，汇率对利润率产生约 100 个基点的不利影响。

3) 先进疗法:

3QFY24 实现收入 4.8 亿欧元，可比收入同比增长 0.4%。去年同期增长强劲，存在高基数的影响。3QFY24 的增长也主要受到中国市场持续下滑的拖累，中国市场可比收入同比下降低双位数（low double-digit），但管理层预计这种短期需求疲软将在未来转化为积压需求释放。调整后 EBIT 利润率为 13.9%，汇率带来超过 100 个基点的不利影响。

4) 诊断业务:

3QFY24 实现收入 11.1 亿欧元，可比收入同比增长 2.1%。中国市场可比收入同比实现低双位数（low double-digit）增长。EMEA 地区表现强劲，亚太日本地区同比持平，美洲地区有所下滑。调整后 EBIT 利润率为 7.4%，同比提升约 600 个基点，主要得益于转型计划带来的成本下降，通过精简组织架构以及停止与传统产品组合相关的某些成本，比如仪器生产或新试剂研发等。Atellica 业务的增长也将带动利润率提升。租赁实验室分析仪（leased laboratory analyzers）的使用年限延长也提升了利润率。

本季度，Atellica 业务已经超过 10 亿欧元，且正在以双位数高速增长。传统业务（占比）的下降和 Atellica 业务（占比）的上升导致了美国市场的下滑，因为公司的传统系统在美国市场的装机量高于其他地区。

分地区:

1) EMEA: 3QFY24 实现收入 17.7 亿欧元，可比收入同比增长 6%。

2) 美洲: 3QFY24 实现收入 24.0 亿欧元，可比收入同比增长 9%。

3) 亚太（含日本、不含中国）: 3QFY24 实现收入 6.5 亿欧元，可比收入同比增长 3%。

4) 中国: 3QFY24 实现收入 6.1 亿欧元，可比收入同比下降 13%。

中国市场情况:

中国市场仍旧拖累增长。由于中国市场的疲软，管理层预计公司收入增长将较年初的假设低约 150 个基点，对公司而言意味着超 3 亿欧元的收入减少。影像和先进治疗业务受中国影响更大。管理层预计 4QFY24 中国市场的收入增长将企稳，停止同比下滑的趋势。管理层预计 2024 年影像业务在中国会有高个位数的下滑，但 2025 年中国市场只要恢复到正常水平就能实现增长，从而为影像业务带来显著的增长动力。

医疗行业整顿影响了影像行业以及公司的影像业务，管理层预计这将在 2025 年转化为抑制需求的释放，因为临床需求不会受此类外部因素影响。管理层认为，未来几个季度中国市场会有大量被抑制的需求释放，设备更新政策并非中国市场的主要吸引点，它是一次性的机会，公司能从中获益，但关键还是要关注基本面需求的恢复。

管理层并不预期设备更新政策会在本财年对收入产生影响。设备更新政策涉及多个方面，公司已看到设备更新政策在 44 家国家级顶级医院（我们认为指的是 44 家委属医院）中进展良好，情况已经较为明确，在未来一段时间内（年内）会带来增长动力（good momentum）。但对于其他医院，设备更新政策的落地速度还不确定。

3QFY24 中国收入与 2QFY24 持平，甚至略有增长。尽管还处于较低水平，但这已经是企稳的第一个信号。另一个企稳信号是中国的设备订单收入比（book-to-bill rate）已经连续两个季度超过 1，而之前几个季度都明显低于 1。管理层预计 4QFY24 中国市场将进一步稳定，几乎可以确定中国市场同比将至少持平甚至实现增长。管理层对于中国市场的预期和信心不仅基于自下而上的规划，也有大量的现有订单支撑。目前，客户有时在装机方面存在犹豫，因为需要进行一些基建工程，在当前环境下，客户对此比较谨慎。这些因素在一定程度上拖累了中国市场在上个季度的收入。

在本地竞争对手方面，管理层表示过去几个季度没有观察到太大变化。目前整个行业环境不仅影响跨国公司，也同样影响本地公司。

增长动力

1. **Theranostics** 是一种高度靶向和个性化的治疗方法，使用一种放射性药物标记癌细胞，另一种药物则用于破坏这些细胞。医学研究已经证明，**Theranostics** 在延长患者生命和改善生活质量方面是有效的，特别是对于那些未能从传统的放射疗法、化疗和免疫疗法中获益的患者。例如，前列腺癌治疗最近通过 **Theranostics** 取得了重大进展，这一方法也正在覆盖 25 种以上其他癌症类型的药物管线。PET-CT 扫描、SPECT-CT 扫描以及 MRI 在帮助临床医生为合适的患者选择恰当的治疗方案并监测疗效方面发挥着关键作用。提供个性化癌症治疗的临床获益，正是 **Theranostics** 在医疗服务提供者中不断普及的原因。

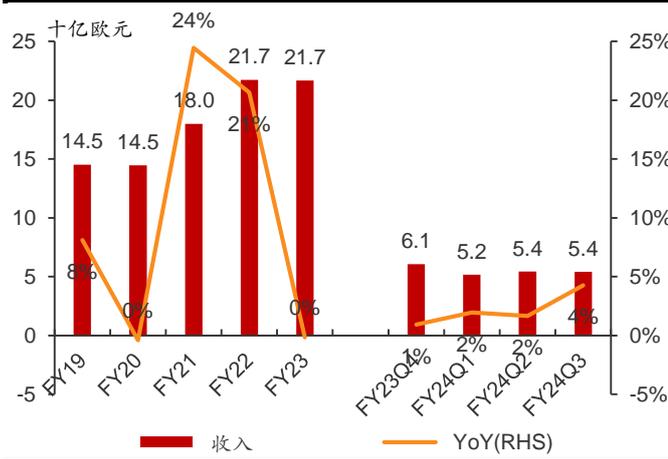
2. 阿尔兹海默病的改善疾病进程的治疗方法。最近出现了几种突破性的免疫治疗，有助于减少大脑中形成的 β 淀粉样蛋白斑块，并减缓阿尔兹海默病早期的认知功能下降。要获得这些治疗，需要通过诊断检测确认存在 β 淀粉样蛋白斑块。 β 淀粉样蛋白 PET 成像在阿尔兹海默病的诊疗过程中发挥关键作用，因为它是目前唯一可以评估斑块负荷的检测方式。公司提供市场上最全面的 PET-CT 产品组合，从主要安装在大型或学术机构的顶级系统，到针对广泛市场的数字 PET-CT 带到更广泛市场的系统。它们配备了一系列创新技术，如最新推出的基于人工智能的 Biograph Trinion。

3. 公司拥有并运营着美国领先的 PET 放射性药物配送网络，能够可靠地将 PET 放射性药物送达全国各地。放射性药物的半衰期很短，必须在生产后尽快使用。公司正在投资新的生产设施，扩展放射性药物网络，以提高患者获得 PET 生物标记物的渠道，并支持未来的生

物标记物开发，使公司成为客户和患者在整个癌症诊疗以及其他严重疾病领域的更强大合作伙伴。

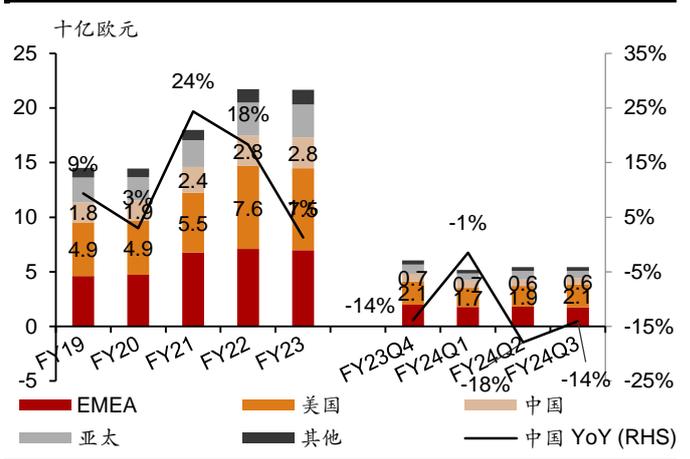
4. 诊断业务实施转型计划，目标是大幅提升诊断业务的盈利能力。公司在2022年启动了这个计划，推出 Atellica 系列及 Atellica CI 分析仪，使得公司能够大幅简化产品组合。随着旧平台逐步退出，管理层表示看到这带来的积极影响。

图 24: 西门子医疗收入及增速



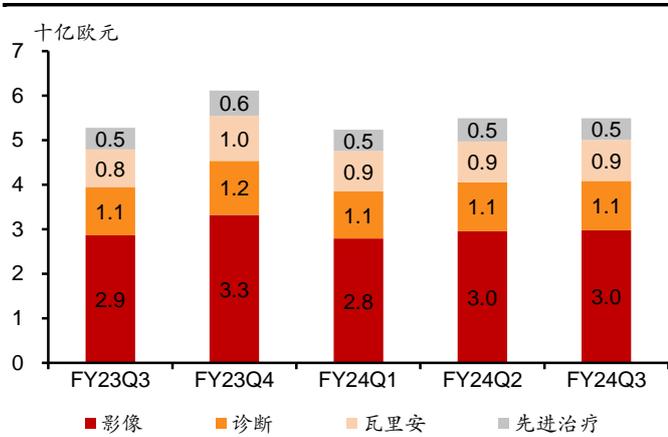
资料来源：公司财报，招银国际环球市场

图 25: 西门子医疗分地区收入拆分



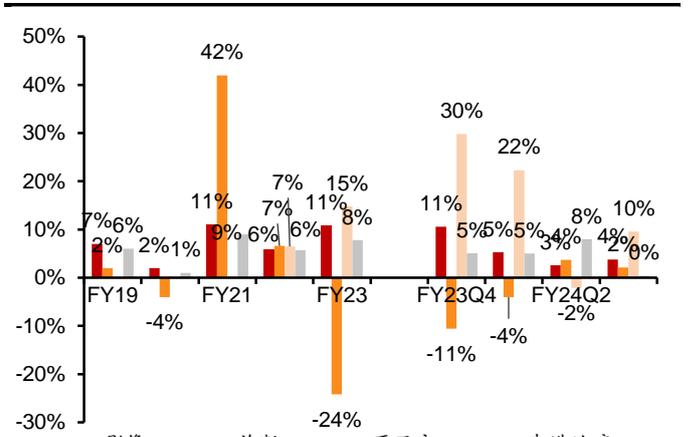
资料来源：公司财报，招银国际环球市场

图 26: 西门子医疗分板块收入拆分



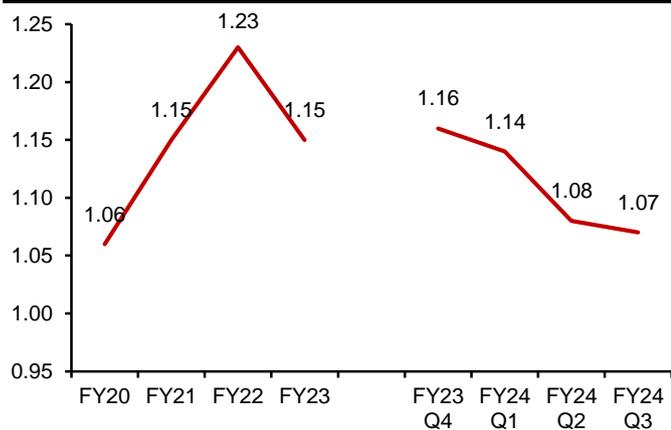
资料来源：公司财报，招银国际环球市场

图 27: 西门子医疗各板块可比收入增速



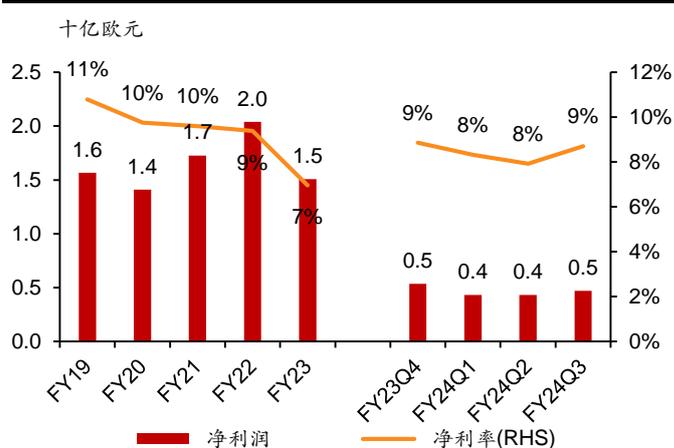
资料来源：公司财报，招银国际环球市场

图 28: 西门子医疗订单收入比



资料来源：公司财报，招银国际环球市场

图 29: 西门子医疗净利润及净利润率



资料来源：公司财报，招银国际环球市场

直觉外科 (ISRG US, 未评级)

2Q24 收入 20.1 亿美元，同比增长 14%，剔除汇率影响，同比增长 15%，反映了手术量的稳健表现和强劲的设备装机。

经调整毛利率 70%，同比增长 1.5 个百分点，环比增长 2.4 个百分点。剔除一次性收益，经调整毛利率为 69.5%。毛利率的改善主要受益于存货准备金较低，采购成本的降低和海运价格的降低。Ion 和 SP 系统的产品利润有所改善，这也仍然是公司中期关注的重点。2Q24 的 70 台 da Vinci 5 装机中只有 11 台是销售模式，因此对本季度毛利率的影响相对有限。其他的安装都是以租赁的模式，其经济效益将会逐步体现。

2Q24 净利润为 5.3 亿美元，同比增长 25.2%。EPS 为 1.46 美元，同比增长 23.7%。

2024 年指引：

1) 手术量：公司预计 2024 年手术量增速将为 15.5%-17% (1Q24 的指引为 14%-17%)。指引的下限是考虑 1) 减重手术进一步疲软；2) 中国市场延迟招标及新兴国产机器人对装机和手术量增长的不利影响。指引的上限是假设 1) 减重手术稳定在目前的水平；2) 中国和韩国的不利因素不会恶化。GLP-1 疗法正在对外科手术市场产生影响，甚至腹腔镜手术和机器人手术之间也出现了份额变化。管理层认为，GLP-1 疗法对减重手术市场的整体影响还没有触底，很难准确预测何时会达到平衡，主要有两个影响因素：一是在疗效和可及性方面存在权衡；二是还有新药品正在研发中。但管理层认为减重手术仍有自己的价值，借助公司的系统，这种手术可以做得很好。

2) 利润：2024 年经调整毛利率指引上调至 68.5%-69% (1Q24 的指引为 67-68%)，经调整经营费用预计增长 10%-13% (1Q24 的指引为 11%-15%)。公司认为，在短期内 70% 的毛利率是不可持续的，但在中期内保持 70% 毛利率仍然是公司的目标。

3) Capx：维持不变，预计 10-12 亿美元，主要用于基地建设。

业务近况更新：

1) 手术量：

达芬奇系统手术量：2Q24 同比增长 17% (vs. 2Q23 的 22%，1Q24 的 16%)，反映了疫情后患者数量的恢复。胆囊切除术、结肠切除术、肺切除术和胃肠外科手术是带动全球手术量增长的主要因素。

美国市场：2Q24 手术量同比增长 14% (vs. 2Q23 的 19%，1Q24 的 14%)，主要由普通外科手术带动，胆囊切除术和消化道手术以及胸外科手术表现强劲，减重手术同比下降中个位数。

美国以外市场：2Q24 手术量同比增长 22% (vs. 2Q23 的 28%，1Q24 的 20%)，增长主要来自非泌尿外科手术，其中结肠切除术、子宫切除术和肺切除术表现强劲。分区域看，

欧洲市场 2Q24 的表现强劲，增长主要来自泌尿外科以外的手术，集中在普通外科和妇科手术。德国、英国和意大利的手术增长在该地区领先，结肠和直肠切除术、子宫切除术及其他普通外科手术都实现了强劲增长。在亚洲，市场状况总体与 1Q24 保持一致，2Q24 的手术增长主要来自日本和印度，中国的手术增长受到压力。与去年同期相比，中国的手术增长低于之前的平均水平。中国的系统利用率保持强劲，但设备装机受到延迟公开招标和新兴国产机器人系统的影响。韩国的手术增长继续受到医生罢工的影响。日本的手术增长稳健，结直肠切除术、妇科以及肺切除术继续保持强劲。印度市场尽管还处于初期阶段，妇科和普通外科手术有所增长，特别是子宫切除术、胆囊切除术和疝修补术。

Ion 系统手术量：2Q24 同比增长 82% 至约 23,200 例。

SP 系统手术量：2Q24 同比增长 74%。韩国和美国增长强劲，日本和欧洲处于初期增长阶段。

2) 装机量：美国、日本和印度的设备投放表现良好，而欧洲和中国市场的设备投放则受到了一定压力。

达芬奇系统：2Q24，达芬奇系统装机 341 台 (vs. 2Q23 的 331 台)，其中 320 台为多孔系统，包括 70 台 da Vinci 5；21 台为 SP 系统（其中欧洲 10 台）。截至 2Q24 末，达芬奇系统的累计装机量增长 14% 至 9,203 台，SP 系统的累计装机同比增长 56% 至 222 台。

客户认为 da Vinci 5 的人机工程学改善，精准度和影像质量提升，以及人机界面、屏显图形等方面优化，带来了效率提升，特别是手术台操作时间方面。这可能意味着每天能增加一台手术，提高系统的利用率。外科医生都偏好使用 da Vinci 5。Case Insights 和力反馈可以帮助缩短学习曲线，对于采用 da Vinci 5 的外科医生或新手医生来说，力反馈和通过患者信息查看力反馈可以帮助他们更快地熟练掌握机器人手术。在长期的临床结果方面，力反馈可以实现更温和的手术，对组织施加更少的力量，改善手术结果。da Vinci 5 可以通过 1) 进一步深入已经涉足的手术领域，帮助迄今为止不愿意或选择不采用机器人手术，或者存在采用障碍的医疗团队和医生来采用机器人手术；2) 获得更多适应症来实现长期增长。

SP 系统的胸腔手术，在初期阶段使用吻合器的效果最佳。公司正在为单孔系统开发一款吻合器。所以公司将与早期采用者合作开展胸腔手术，但推动广泛采用还需要等到吻合器问世。单孔系统的一大优势就是能以较小的创伤进入身体。在美国，多孔式胸腔手术已经有较高的渗透率。公司正在进行 SP 系统针对结直肠手术的 IDE 研究，结直肠手术也需要单孔专用的吻合器。

- (1) 美国地区：2Q24 新增装机达芬奇系统 149 台 (vs. 2Q23 的 157 台)，包括 70 台 da Vinci 5，部分原因是由于置换数量的下降。考虑到今年下半年公司将对 da Vinci 5 进行硬件和软件升级，同时公司将继续专注于提升制造水平和扩大产能，管理层预计 da Vinci 5 的安装量将受到限制。这种情况将持续到 1H25。但公司会有节奏的进行 da Vinci 5 的推广，预计 da Vinci 5 在美国的装机将会稳步增长。公司对 da Vinci 5 的销售重点放在新增装机而不是置换 (trade-in)。da Vinci 5 的置换不会迅速增长，它是多年渐进的过程。就美国市场而言，一

部分客户需要增加额外的手术能力，但 da Vinci 5 还无法及时满足他们的需求，所以他们会暂时选择 Xi 来满足扩张需求，并保留后续升级到 da Vinci 5 的权利。另一部分客户则在观望 da Vinci 5 的价值。他们在等待更多的证据，也出于客户对自身战略、手术组合以及更高价格等因素的考量。

- (2) 美国以外：2Q24 新增装机达芬奇系统 192 台 (vs. 2Q23 的 174 台)，包括欧洲 71 台 (vs. 2Q23 的 76 台)、日本 41 台 (vs. 2Q23 的 33 台) 和中国 14 台 (vs. 2Q23 的 16)。印度以及通过经销商服务的市场如澳大利亚装机表现较为强劲。欧洲的装机表现主要受到医疗卫生系统预算限制的影响，因为几个欧洲国家在疫情后正在重新调整资本支出。

Ion 系统装机：74 台 (vs. 2Q23 的 59 台)，由于导管和视觉探头的供应持续改善，公司已消化了剩余的装机积压。截至 2Q24 末，Ion 系统的累计装机量同比增长 56% 至超 678 台，其中 275 台为租赁模式。欧洲的商业化进程按计划推进，公司也正在朝着在中国实现商业化而努力。Ion 系统提供非常有效的活检方式，公司主要关注病灶大小和诊断收益两个变量。能诊断出的病灶越小，存活率就会越高，公司希望 Ion 的诊断收益能接近或超过 CT 引导下穿刺活检的水平。当患者被 Ion 诊断出患有癌症后，他们往往会进行达芬奇手术，但这也取决于医生的考量，看患者是否适合。

公司数字产品和服务的采用情况也有不错的增长，日常使用 My Intuitive App 的外科医生已增加至近 1.4 万名，使用 Intuitive Hub 的医生数量也较去年同期翻倍。

4) 系统利用率（每季度每台已安装系统的手术量）：多孔机器人的系统利用率同比增长 2%，高于上季度增速，低于历史趋势，主要是由于去年同期由于积压患者问题导致了强劲手术量。SP 和 Ion 的利用率在 2Q24 继续保持双位数增长。

5) 价格：租赁占 2Q24 达芬奇系统装机的 51% (vs. 1Q24 51%)。鉴于美国客户偏好 usage-based 模式，以及 da Vinci 5 的推出，管理层预计未来以租赁方式装机的系统比例将会增长。

2Q24 达芬奇系统的平均售价为 144 万美元，较 1Q24 的 139 万美元和 2Q23 的 139 万美元，环比和同比均有所上升。系统平均售价同比上升，主要是由于 da Vinci 5 占比提高以及 trade-in 的数量降低，但也部分被日元汇率走弱导致日本的系统安装价格下降以及中国价格下降所抵消。2Q24 trade-in 的数量占第二季度总装机量的 6% (vs. 2Q23 的 18%)。

2Q24 达芬奇系统租赁购买收入为 2,800 万美元，1Q24 为 2,900 万美元，2Q23 为 1,200 万美元。达芬奇每台手术的手术及配件收入约 1,800 美元，较上季度增加 20 美元。

手术机器人的临床价值：

一项关于比较开放手术、腹腔镜手术和机器人辅助手术三种直肠癌手术方法的综述和 meta 分析研究，覆盖了 56 项研究和超过 25,000 名患者，其中约 11,000 名接受了机器人辅助手

术，13,000 多名接受了腹腔镜手术，390 多名接受了开放手术。与腹腔镜相比。机器人辅助组的住院时间缩短 1.7 天；与开放手术相比，机器人辅助组的住院时间缩短 5.5 天。机器人辅助手术也显示出转向开放手术的保护性效果，与腹腔镜方法相比，机器人辅助手术的转换概率降低 61%。与腹腔镜和开放手术对照组相比，机器人辅助手术的估计出血量更少，尿滞留的概率降低约 40%。与开放手术相比，机器人辅助手术速获取的淋巴结数量更多。因此相比开放手术、腹腔镜手术和经肛门技术，机器人辅助手术在肿瘤学、功能性和患者恢复方面的表现最为出色，是管理直肠癌的最佳选择。手术机器人的数字化界面使手术培训范式发生转变，缩短了学习曲线，显著降低了相关的发病率和死亡率。

中国市场：

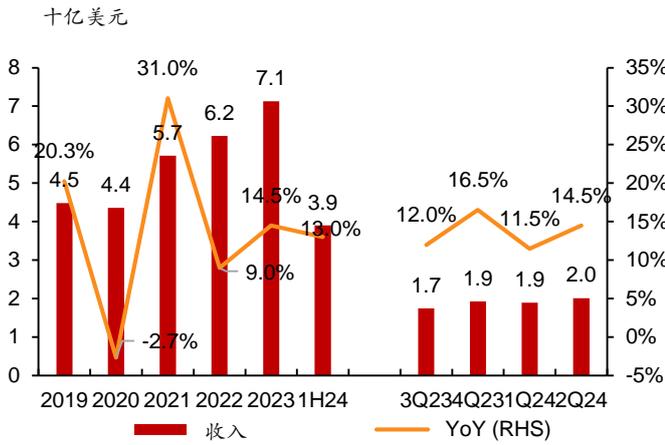
管理层认为设备更新政策不会对装机产生实质性影响，也没有对本季度装机产生影响。

中国的经营环境仍然很有挑战，医疗体系正在围绕经济和医疗技术进行重新布局。装机方面，客户仍然重视公司的产品，但国产系统也在不断出现。尽管有以上的挑战，中国的手术量仍然实现双位数增长。

公司的产品在中国市场广受好评，使用率很高，外科医生和患者都高度认可高质量的微创治疗，这是公司产品的吸引力所在。中国对微创外科手术的需求很高，认为机器人辅助手术很重要。所以管理层表示依旧对中国市场充满信心，并将继续集中投资和关注中国市场。

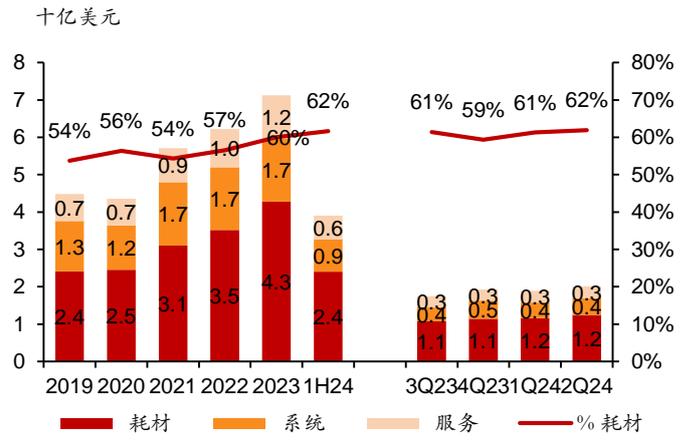
不利因素包括：1) 装机受限会对手术量的增长产生影响。2) 政府在经济层面的“重塑”，会对省级的收费编码产生影响，从而影响手术量和利用率的长期增长。

图 30: 直觉外科收入及增速



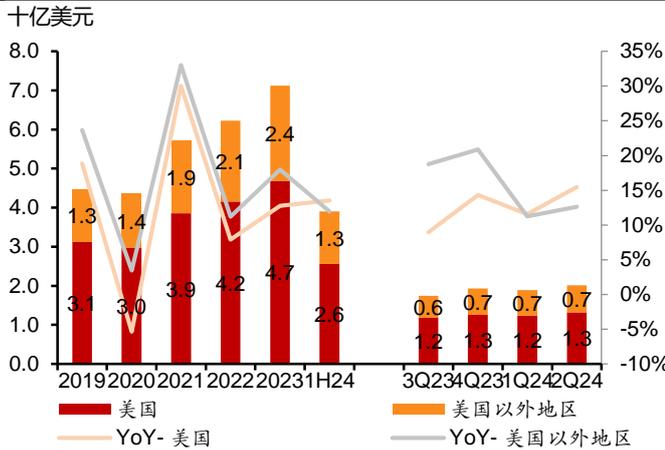
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 31: 直觉外科收入拆分



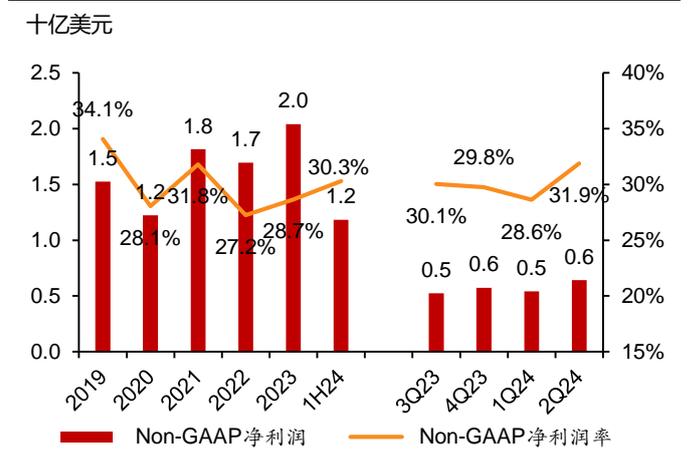
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 32: 直觉外科分地区收入及增速



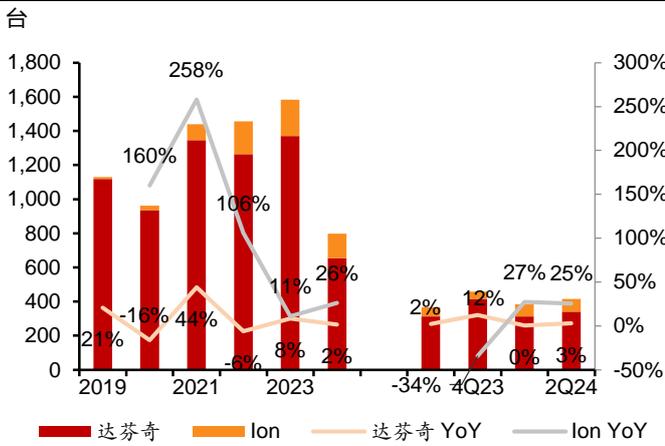
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 33: 直觉外科经调整净利润及净利率



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 34: 直觉外科新增装机量及增速



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。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，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。