

雄关漫道真如铁，而今迈步从头越

——迈瑞医疗 (300760) 深度报告 (上)

增持 (首次)

日期: 2020年03月11日

报告关键要素:

国内医疗器械市场伴随着老龄化和国产崛起的进程保持了较高的增速。迈瑞医疗作为国内医疗器械领域的绝对龙头，将持续从行业发展和政策倾斜下受益。公司依托“三大优势”进一步提升公司市场竞争力和产品销售稳定性。作为国内首屈一指的创新性医疗器械公司，迈瑞医疗的发展明显契合了技术创新的政策导向。同时，公司通过优质并购和差异化的市场策略，进一步扩大海外市场。预计公司将继续保持目前的较高增速，进一步巩固目前的国产龙头地位并加速追赶国外先进品牌。

投资要点:

● 依托“三大优势”，龙头公司地位难以撼动

医疗器械行业，特别是医疗器械龙头公司，具有明显的技术优势、外延并购优势和产品粘性优势，并且这三大优势将进一步巩固公司的产品销售市场。作为国内医疗器械龙头公司，迈瑞医疗将进一步凭借“三大优势”并在合理控费增效的管理与销售体系下，预计将继续带动公司业务增长。巩固行业地位。

● 鼓励医疗器械国产替代，国产龙头受益技术创新

建立分级诊疗制度需要一个长期的过程，目前分级诊疗仍然主要处于提升硬件和人才建设的阶段，国内医疗器械公司将持续从基层诊疗扩容和政策倾斜下获益。同时，国家加强了对医疗器械和体外诊断的行业监管，强化了产品注册审批。迈瑞作为国内顶尖的创新性医疗器械公司将进一步受益自身技术创新。

● 国际市场开拓已久，并购和差异化策略起到良效

公司坚持内生增长与外延收购“两条腿走路”的战略，并通过多起成功的并购和灵活的市场策略打开了海外销售市场。随着海外新兴市场的扩容，公司海外市场销售有望继续稳步提升。

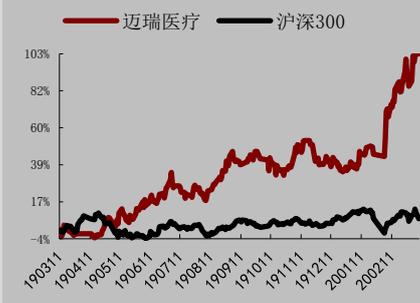
● **盈利预测与投资建议:** 预计 2019 年、2020 年和 2021 年实现 EPS 为 3.84、4.61、5.55 元，对应当前股价 PE 分别为 67 倍、56 倍和 47 倍；首次覆盖推荐，给予“增持”评级。

● **风险因素:** 高端设备放量不及预期的风险、基层市场竞争显著加剧的风险、海外市场波动加剧的风险

基础数据

行业	医药生物
公司网址	
大股东/持股	顺高发展有限公司 /26.9%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	1,215.69
流通A股(百万股)	499.13
收盘价(元)	263.50
总市值(亿元)	3,203.35
流通A股市值(亿元)	1,315.22

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源: WIND, 万联证券研究所
数据截止日期: 2020年03月10日

相关研究

分析师: 姚文

执业证书编号: S0270518090002

电话: 02160883489

邮箱: yaowen@wlzq.com.cn

研究助理: 王政眸

电话: 15202993361

邮箱: wangzm@wlzq.com.cn

	2017年	2018年	2019E	2020E
营业收入(亿元)	111.74	137.53	165.57	200.19
增长比率(%)	23.72	23.08	20.38	20.91
净利润(亿元)	26.01	37.26	46.84	56.19
增长比率(%)	61.78	43.65	25.7	20.0
每股收益(元)	2.37	3.34	3.84	4.61
市盈率(倍)		35.70	67.49	56.22

数据来源: WIND, 万联证券研究所

投资核心观点**● 公司整体判断**

随着技术优势显现和品牌影响力的持续提升，公司在生命信息与支持、体外诊断、医学影像领域实现了“三驾马车”齐头并进的快速发展：在国内市场，公司借助政策倾斜和行业发展趋势，在高端市场和中低端市场持续拓展；在国际市场，公司借助多元化竞争策略和性价比优势保持增长势头；除此之外，公司加强潜在业务增长点的培育，积累了一定的技术和市场经验，在未来的市场竞争中取得了先机。

● 差异化观点

市场目前有观点认为随着基层医疗设备购置的改善，公司基层市场业务将趋于饱和，市场竞争更趋激烈。但是基于在行业数据和器械行业特性的分析，我们认为目前基层医疗卫生设备改善仍有较大的提升空间，并且基层医疗市场改善将是一个长期过程。公司作为国内医疗器械龙头，拥有雄厚的研发实力，一方面可通过技术追赶和性价比优势切入高端市场。另一方面还能通过技术反哺增强基层市场竞争力。公司三条主要业务线发展势头良好，未来业绩确定性较高。

● 估值和评级

预计 2019 年、2020 年和 2021 年公司分别实现归母净利润 46.69、56.05、67.53 亿元，分别实现 EPS 3.84、4.61、5.55 元，对应当前股价 PE 分别为 67 倍、56 倍和 47 倍；首次覆盖推荐，给予“增持”评级。

● 股价触发因素

高端产品市场认可度提升并带动产品持续放量，基层医疗卫生条件改善对设备购置力度持续提升，新业务潜力点逐渐成熟并贡献收入增长。

● 风险提示

高端设备放量不及预期的风险、基层市场竞争显著加剧的风险、海外市场波动加剧的风险

目录

1、医疗器械护城河	5
1.1 头部公司业绩更稳定，市场集中度更稳固	5
1.2 头部公司具有更强的技术优势、外延并购优势以及产品粘性优势	6
1.3 医疗器械公司多层次优势维护业绩，避免出现专利悬崖	7
2、迈瑞医疗“横断面”剖析	8
2.1 公司基本介绍和股权信息	8
2.2 公司业务和主要费用率	8
2.3 研发投入业内领先，建立全球研发体系	10
2.4 销售网络全球覆盖，多级售后实现全方位服务	12
2.5 政策和基层诊疗环境向好，龙头公司市场份额仍有极大提升空间	13
2.5.1 与全球龙头相比，我国国产龙头份额很低	13
2.5.2 分级诊疗促进医疗器械基层市场扩容	14
2.5.3 鼓励医疗器械国产替代，国产龙头受益技术创新	15
3、国际市场：国际市场开拓已久，预计稳定发展	17
3.1 国际市场收入稳定，亚非拉市场贡献率高	17
3.2 海外并购卓有成效，采用灵活策略扩展市场	18
4、盈利预测&风险提示	20
图表 1：全球医疗器械市场整体规模（十亿美元）	5
图表 2：中国医疗器械市场整体规模（亿人民币）	5
图表 3：前十大规模公司回溯市场占比	6
图表 4：罗氏诊断业务发展	6
图表 5：DR 设备调研样本品牌构成	7
图表 6：DR 设备调研样本品牌综合服务评分	7
图表 7：专利到期导致的药物销售下滑情况及预测	7
图表 8：公司发展大事记	8
图表 9：前十大股东明细	8
图表 10：公司收入构成（分业务/亿元）	9
图表 11：公司收入构成（分地区/亿元）	9
图表 12：公司毛利率（分业务）	9
图表 13：销售费用率	10
图表 14：管理费用率	10
图表 15：各公司研发投入占营业收入比例	10
图表 16：公司研发投入情况（使用历史汇率/亿元）	10
图表 17：迈瑞全球研发中心	11
图表 18：研发投入构成（分项目）	11
图表 19：正在研发的技术	11
图表 20：研发中主要设备	12
图表 21：公司业务全球覆盖布局	12
图表 22：全球顶级医院应用覆盖	13
图表 23：美国顶级医院应用覆盖	13
图表 24：公司服务覆盖	13
图表 25：全球前三大规模医疗器械公司市场占比情况	14

图表 26: 2018 年国内前三大规模医疗器械公司市场占比	14
图表 27: 分级诊疗进程	14
图表 28: 不同医疗器械国产替代率	14
图表 29: 鼓励分级诊疗相关政策	15
图表 30: 基层医疗卫生机构床位数量 (万)	15
图表 31: 社区卫生服务中心人员学历情况	15
图表 32: 支持国产器械创新和采购的政策	16
图表 33: 医疗器械注册数量变化情况	17
图表 34: 体外诊断试剂注册数量变化情况	17
图表 35: 公司海外营收情况	17
图表 36: 北美市场营收和占全部收入比重变化情况	17
图表 37: 迈瑞海外并购	18
图表 38: 迈瑞北美市场超声销售覆盖 (左轴) 和收入	18
图表 39: 迈瑞北美市场监护销售覆盖 (左轴) 和收入	18
图表 40: 公司业务拆分 (百万元)	20

1、医疗器械护城河

当下全球医疗器械市场正处于平稳的发展期,国外的医疗器械巨头企业目前占据着主要的中端和高端市场。在国内,特别是国内的综合三甲医院,对于高端外国品牌的依赖度也非常高。目前,国内医疗器械企业正在全力追赶并已经在部分领域达到甚至超越了进口品牌。因此我们有理由相信,在未来,部分国内医疗器械公司将会继续做大做强,成为比肩国际巨头的优秀公司。基于通过综合行业特性分析、公司发展轨迹梳理和细分业务板块空间推测等多个维度的认知,我们认为国产器械龙头迈瑞医疗将会是全球医疗器械领域内的有力竞争者,继续保持国内龙头优势。

1.1 头部公司业绩更稳定, 市场集中度更稳固

从全球整体市场看,医疗器械进入了相对的成熟期,在规模巨大的基础上同时维持了一定的正增速。至2017年,全球医疗器械销售收入超过了4000亿美元,同比上升4.5%。而国内医疗设备市场增速明显高于全球水平,从2012年的1700亿元人民币增长至2018年的5304亿元,复合增长率达到20.9%。

图表1: 全球医疗器械市场整体规模 (十亿美元)



图表2: 中国医疗器械市场整体规模 (亿人民币)

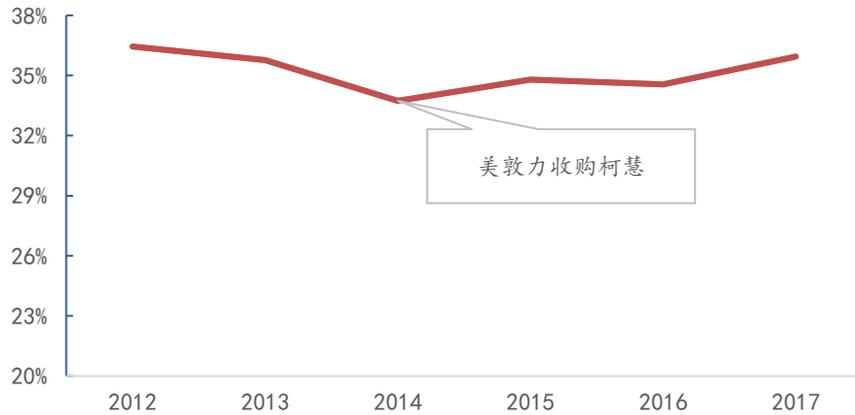


资料来源: *Evaluatemedtech*, 万联证券研究所

资料来源: 医械研究院, 万联证券研究所

从全球销售格局看,2018年前20家公司营收占全球医疗器械市场接近40%。更加值得注意的是,全球医疗器械行业呈现明显的“集中”和“稳固”的特点。从2012年的前十规模公司向后观测,行业内的前十大规模企业基本保持了对其他公司的优势地位,市场占有率始终保持稳定并缓慢提升。而在2014年的占比下滑实际是因为2013年排名第三的美敦力收购第五的柯慧,因反垄断原因出售自身部分业务所致,随后整体市场占有率继续回升至2012年水平。

图表3：前十大规模公司回溯市场占比



资料来源：Evaluatemedtech, 万联证券研究所

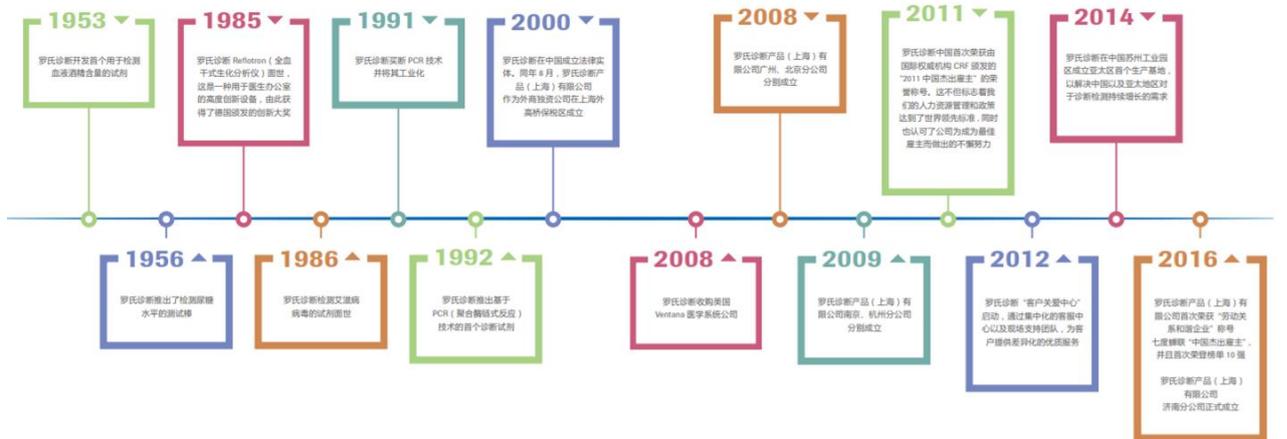
1.2 头部公司具有更强的技术优势、外延并购优势以及产品粘性优势

之所以医疗器械头部企业的市场地位难以撼动，我们认为有以下多个核心因素：技术优势、外延并购优势以及产品粘性优势。

技术优势：在医疗器械行业发展早期体现为公司的先发优势，此时公司更像是一个“开拓者”，能够在某一空白领域依靠某一技术迅速脱颖而出，并依靠初期的积累继续巩固自己的护城河。而进入行业成熟期后，公司此时则更像一个“继承者”，需要整合技术资源，如电子技术、计算机技术、传感技术、信号处理技术、生物化学、临床医学、精密机械、光学、自动控制、流体力学等以建设更全面更深层次的器械平台。这种从无到有，从浅层次到深层次、一维到多维的器械技术的积累，需要大量的时间、资源，并通过逐步替代，形成了公司的技术“护城河”。

外延并购：并购优势是领先医疗器械公司的另一个重要优势，从技术层面看，外延并购能够在一定程度上帮助公司维持自己的技术护城河，并在某一领域处于“天花板”位置时保持潜在的收入增长点；从市场集中度看，外延并购能够巩固公司的市场占有率，使公司继续保持行业的领先者位置。以罗氏诊断业务发展为例：罗氏是最早进入诊断领域的公司之一，在发展的过程中通过技术积累和多起成功的并购，获得了包括PCR专利在内的诸多技术，保证了诊断业务的长期发展。

图表4：罗氏诊断业务发展

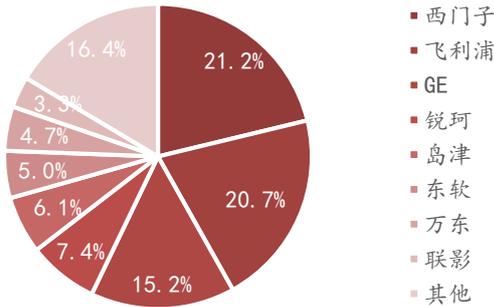


资料来源：罗氏官网, 万联证券研究所

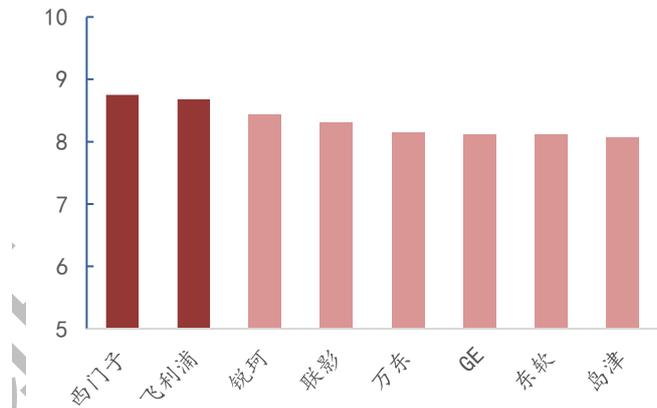
产品粘性优势：产品粘性体现在产品的采购、入院、临床应用的所有场景。医疗器械特别是大型医疗设备如高端检验、影像设备，由于单价较高，在采购入院时常需要更为复杂的审批流程。而在临床使用中，医疗设备又表现为和药品截然不同的使用方

式：药品通常由医师开出，患者自行取用。而医疗设备则由医师实际操作和阅读。因而，当医生或技术人员习惯于某一类医疗器械或设备时，对其界面、结果阅读、具体操作的流程与感受都已经形成了“习惯”，并形成了明显的产品使用粘性从而导致了较高的转换成本。除临床进院和应用外，医疗器械公司的及时服务则进一步提升了使用好感，巩固了用户的粘性，从而更好地维持自身的市场地位与份额。如国内传统DR设备，在2014年医学装备协会的调研中，DR设备市场集中度较高的如西门子、飞利浦，在设备售后服务评分分列一二位，在各个细分服务的评分几乎全面超越行业平均。

图表5：DR设备调研样本品牌构成



图表6：DR设备调研样本品牌综合服务评分



资料来源：中国医学装备协会，万联证券研究所

资料来源：中国医学装备协会，万联证券研究所

1.3 医疗器械公司多层次优势维护业绩，避免出现专利悬崖

因为以上头部医疗器械公司的诸多优势形成的“护城河”，使得器械行业内的各个细分领域之间呈现出较高的壁垒。而技术、并购、产品使用习惯的共同积累，使得医疗器械的收入与盈利更加稳健，与传统医药行业的某一爆款药品专利到期即出现大量仿制药物导致原研品牌销售收入大幅下滑的现象展现了不同的行业态势。

图表7：专利到期导致的药物销售下滑情况及预测

Worldwide Sales At Risk from Patent Expiration (2010-2024)

Source: Evaluate, May 2018



Patent Analysis: 'Total Sales at Risk' represents the worldwide product sales in the year prior to patent expiry but allocated to the year of expiry. E.g. Plavix had sales of \$7.1bn in 2011, this is shown above as 'At Risk' in 2012.

资料来源：EvaluatePharma，万联证券研究所

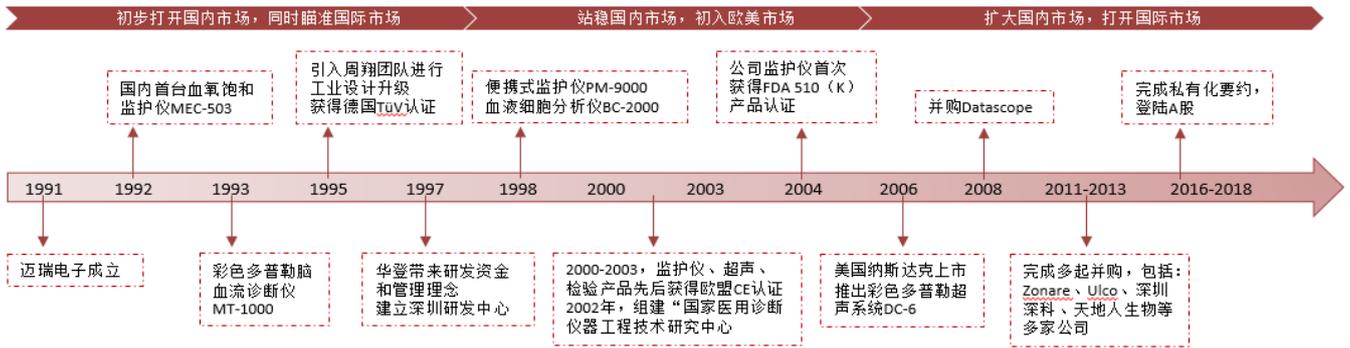
对于医疗器械行业，头部地位是医疗器械公司发展的重要优势，迈瑞医疗作为目前国内医疗器械市场的行业龙头，预计未来能够继续巩固自身的行业地位并对进口品牌形成冲击。

2、迈瑞医疗“横断面”剖析

2.1 公司基本介绍和股权信息

迈瑞医疗成立于1991年并在2006年成为我国首家登陆纽交所的医疗器械公司，2016年完成私有化从美股退市并于2018年于国内创业板上市。迈瑞是国内业务规模最大的医疗器械上市公司，目前，公司主要聚焦于三大业务板块：生命信息与支持、体外诊断和医学影像，并在国内公司竞争中均排名前列，无疑是国内医疗器械行业的龙头公司。

图表8：公司发展大事记



资料来源：公司公告、CNKI，万联证券研究所

目前公司实际控制人为李西廷和徐航，并互为一致行动人。两人通过Quiet Well Limited 和 Magnifice Limited 间接持有 Smartco Development Limited 和 Magnifice (HK) Limited 并共计持有公司51.33%的股份，同时二人通过珠海睿隆管理咨询有限公司和珠海睿福投资咨询公司控制公司6.83%的股份。公司董事成明和则主要通过Ever Union (H.K.) Limited 持有公司的部分股份。三人均是迈瑞医疗创办人，了解公司一直以来的发展与技术情况，因此三人集中持有公司股份，对于公司结构的稳定和管理有着非常重要的作用，并进一步实现了利益的绑定。

图表9：前十大股东明细

股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
Smartco Development Limited	327,072,335	26.9000
Magnifice (HK) Limited	296,951,000	24.4300
Ever Union (H.K.) Limited	64,364,042	5.2900
Glorex (HK) Limited	54,595,139	4.4900
珠海睿隆管理咨询合伙企业	47,336,460	3.8900
珠海睿福投资咨询合伙企业	45,197,207	3.7200
国寿股权投资有限公司-国寿成达(上海)健康产业股权投资中心	31,259,769	2.5700
珠海睿嘉投资咨询合伙企业	25,074,470	2.0600
珠海睿享投资咨询合伙企业	23,220,335	1.9100
珠海睿坤投资咨询合伙企业	21,881,819	1.8000
合计	936,952,576	77.0600

资料来源：Wind，万联证券研究所

2.2 公司业务和主要费用率

公司自1991年成立以来快速成长，2018年，公司总收入达到137.53亿人民币，归母净利润达到37.19亿元人民币，收入增长主要依靠国内销售带动。其中，主要业务板块生命信息与支持、体外诊断和医学影像在收入端总计贡献超过95%，分别为38.0%、33.6%

和26.2%。截至2018年，依托高端产品的带动，公司整体毛利率和净利率较14年有所提升，特别是生命支持和医学影像业务的毛利率持续提升，而体外诊断则在2018年小幅下滑。

图表10: 公司收入构成 (分业务/亿元)



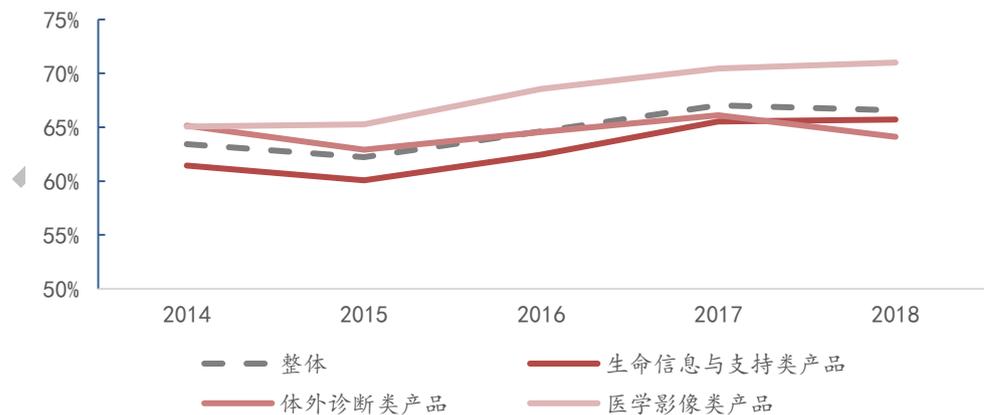
图表11: 公司收入构成 (分地区/亿元)



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

图表12: 公司毛利率 (分业务)



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

在公司业务快速扩展的同时，公司仍在不断提升自身的管理水平和销售网络布局。在管理费用端，公司近几年的管理费用率保持小幅的下降趋势，通过管理费用和平均薪酬的对比，我们发现2015年至2017年管理费用的上涨主要来源于薪酬的提升，而不是管理人员数量的增多。同期销售人员数量也有所上升，综合反映了公司管理体系的优化；在销售费用端，公司销售薪酬远高于同业可比公司。同时由于公司海外业务直销占相当比例，反映在销售费用率上高于同业可比公司，但是由于富有竞争力的产品和薪酬，公司在业务规模上保持了较好的增速，销售费用率持续降低。

图表13: 销售费用率



图表14: 管理费用率



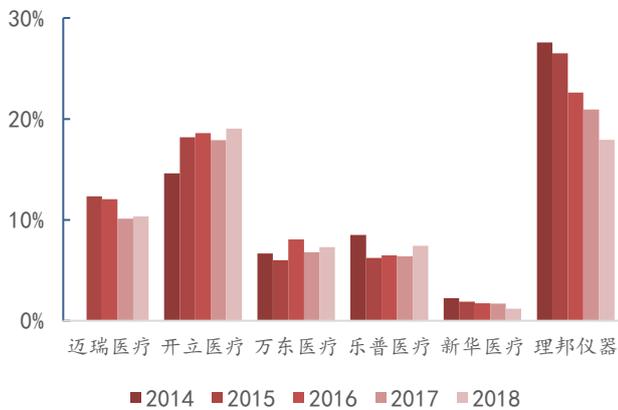
资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

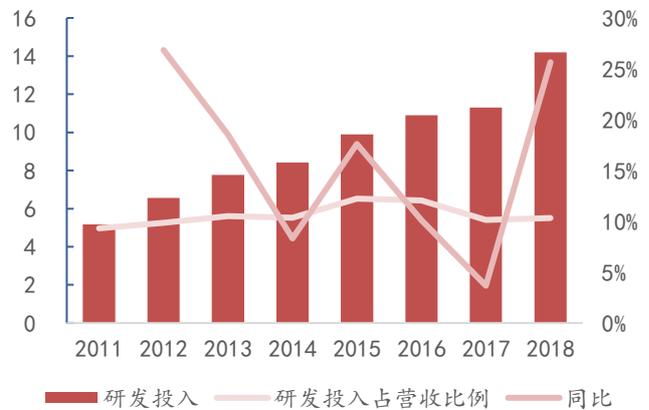
2.3 研发投入业内领先, 建立全球研发体系

公司持续加码研发投入, 虽然公司研发费用占营业收入百分比相比行业可比公司不是绝对领先, 但是在研发费用绝对值远超行业内可比公司, 并逐年攀升。至2018年, 公司研发投入总计达到12.67亿元, 占营收比例为10.3%, 为提升公司在彩超、监护和体外检测产品的后续研发和市场竞争能力提供了充分的保证。正是在这样稳定提升的研发投入之下, 截止2018年, 公司拥有近2000名研发工程师, 专利申请近4000项, 其中超过20%为美国欧洲发明专利, 并在2017年国家发改委《发明专利拥有量前50名企业》中, 成为唯一上榜的医疗器械企业。

图表15: 各公司研发投入占营业收入比例



图表16: 公司研发投入情况 (使用历史汇率/亿元)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

资料来源: 公司公告, 国家统计局, 万联证券研究所

同时公司在国内、美国多个城市拥有8家研发中心, 公司未来将调配全球范围内的优质资源, 融合海外研发中心的技术创新能力以建立高效的全球研发体系。

图表17: 迈瑞全球研发中心



深圳迈瑞总部

负责全球三大产品线新产品的规划和整机研发



硅谷研发中心

专注于研究前沿超声科技。



新泽西研发中心

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。



西雅图研发中心

专注于数字超声的前沿技术。



北京研发中心

专注于体外诊断、数字超声、医疗信息三大业务，开展多项新技术预研。



南京研发中心

专注于手术灯、手术床、吊塔、吊桥等手术室设备的研发工作。



成都研发中心

专注于血细胞分析仪、发光免疫分析仪产品的研发工作。



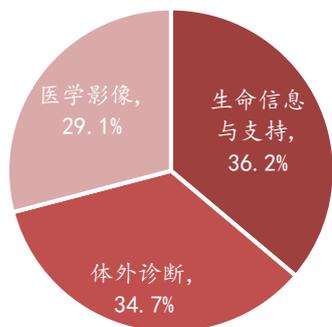
西安研发中心

专注于生命信息与支持及数字超声的软件技术研发。

资料来源：公司公告，万联证券研究所

在研发投入的分配上，公司对三条主要业务线有着相近的投入，因此在三条业务线中都保持了较好的研发势头，积累了相当雄厚的研发技术并运用于公司各层次产品。

图表18: 研发投入构成（分项目）



资料来源：招股说明书，万联证券研究所

图表19: 正在研发的技术

业务方向	项目名称
生命信息与支持	基于脉搏血氧的心肺复苏质量监测系统
	智能辅助 CAA
	可穿戴传感技术
	物联网技术
	目标麻醉控制技术
	智能通气技术
医学影像	远程超声技术
	平面波成像
	四维显示技术
	超声容积渲染技术
	超声智能化技术
	血液细胞分析
生化	高速精密微量加样技术 超微量反应液检测技术
	免疫
生化试剂	抗干扰技术
	抗原过剩规避技术
凝血分析	高端凝血检测系统关键技术及产品化

资料来源：招股说明书，万联证券研究所

图表20：研发中主要设备

业务方向	项目名称	项目目的
生命信息与支持	新一代监护仪	全新的产品平台
	新一代 AED	针对公众市场，满足公众急救环境
	新麻醉机	采用大显示屏和全电子流量计，增强软件功能
	新输注泵	提升产品性价比
体外诊断	高端五分类血细胞分析仪	开发全球最快、性能一流的高端荧光分析仪
	高端生化分析仪升级	产品全面升级
	高端全自动凝血分析系统	开发国内首款具有穿刺功能的凝血分析系统
	新一代化学发光免疫分析仪	开发速度更快、性能更优的产品
	新化学发光试剂	完善现有套餐，覆盖新疾病领域
医学影像	新一代中高端台式彩超	实现更多彩超功能
	新一代中高端便携彩超	增强传统超声领域应用的功能
	新一代中低端台式彩超	高端彩超功能下移，提升性价比

来源：招股说明书，万联证券研究所

2.4 销售网络全球覆盖，多级售后实现全方位服务

除研发积累外，公司在北美、欧洲、亚洲、非洲、拉美等地区的超过30个国家设有40家境外子公司。在国内设有17家子公司，超过40家分支机构，形成了庞大的全球化研发、营销及服务网络。公司产品及解决方案已应用于全球190多个国家和地区。

图表21：公司业务全球覆盖布局



资料来源：公司官网，万联证券研究所

在国内市场，公司产品覆盖中国近11万家医疗机构和99%以上的三甲医院，包括全国知名的北京协和医院、中国人民解放军总医院、上海瑞金医院等。在国际市场，迈瑞已进入约2/3的美国医院，近万家医疗机构，并在ICU、麻醉科、急诊科等核心科室广泛应用。在全美排名前10的心脏医院中，有9家在使用迈瑞的产品。在英、德、法等欧洲国家的顶尖教学医院中，迈瑞为其核心科室提供高品质的整体解决方案和完善的信

图表22: 全球顶级医院应用覆盖



图表23: 美国顶级医院应用覆盖



资料来源: 公司官网, 万联证券研究所

资料来源: 公司官网, 万联证券研究所

公司在境外设立了三级技术支持架构, 通过境外28个子公司提供的海外当地服务热线接受用户申告, 100余个驻地直属服务站点为客户提供现场服务和深度技术支持。此外, 海外子公司为当地终端客户和渠道资源提供全方位的售后技术培训。在国内, 公司拥有完整的“总部-分公司-直属服务站-服务分包商”四级网络服务架构, 拥有超过45家驻地直属服务站, 500余家优质授权服务分包商。客户服务中心开通400-700-5652 (7×24小时) 全天候服务热线, 拥有坐席专家100余名, 通过完善的四级备件库, 先进的CRM客户关系管理系统, 可主动式、预防式进行远程服务诊断。公司拥有超过500名直属工程师以及1900余名经原厂培训、考核、认证的专业服务分包团队为客户提供完整的产品解决方案。

图表24: 公司服务覆盖



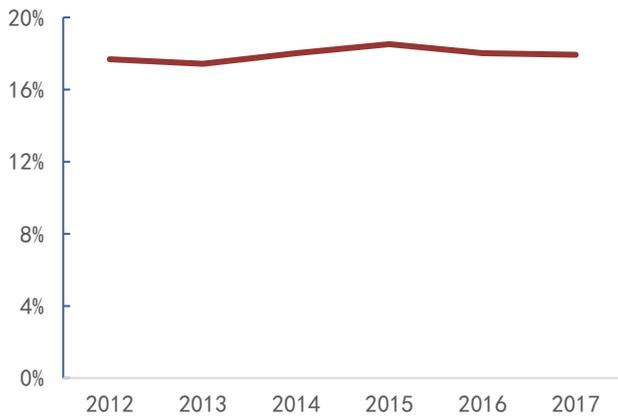
资料来源: 公司官网, 万联证券研究所

2.5政策和基层诊疗环境向好, 龙头公司市场份额仍有极大提升空间

2.5.1与全球龙头相比, 我国国产龙头份额很低

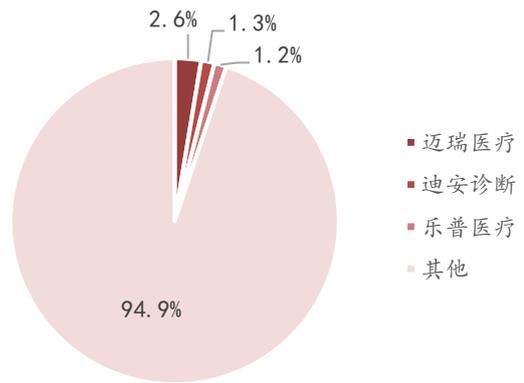
作为国产医疗器械领域的龙头公司, 迈瑞医疗未来的市场前景依然广阔。从世界范围格局看, 前三家医疗器械公司市场占有率超过了15%, 并且长期保持稳定。而目前, 国内规模最大的三家公司市场占比与之相比则明显偏低。

图表25: 全球前三大规模医疗器械公司市场占比情况



资料来源: Evaluatemedtech, 万联证券研究所

图表26: 2018年国内前三大规模医疗器械公司市场占比

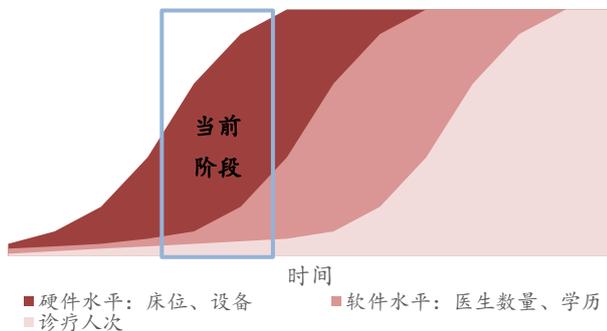


资料来源: 公开信息整理, 万联证券研究所

2.5.2 分级诊疗促进医疗器械基层市场扩容

从政策发力方向看, 分级诊疗是一个长期趋势和政策, 但是诊疗人次流向改变是最终的结果。在此之前需要逐步做到: 提高基层诊疗设备购置水平并加强国产替代 (提升硬件) → 加强基层人才建设 (提升软件) → 拉开各层级医保支付差距 (引导就诊), 最终才能够实现诊疗人次的转向。我们认为目前分级诊疗仍然主要处于提升硬件和人才引流的第一阶段和第二阶段, 并在短期内无法大幅跨越至第三阶段, 因此对于基层医疗设备的总体市场空间仍处于上升阶段, 国产品牌总体将受益于空间提升和市场渗透率提升。

图表27: 分级诊疗进程



资料来源: 万联证券研究所

图表28: 不同医疗器械国产替代率

国产品牌 市场份额	产品业务线
50%以上	监护类、灯床塔等手术室设备、消毒设备
20%~50%	输注泵、电刀、超声刀、检验设备类
5%~20%	医学影像设备、放疗类、麻醉类
5%以下	血管内造影类、核医学类、呼吸类、血液净化类、软式和硬式内窥镜类

资料来源: CNKI, 万联证券研究所

分级诊疗和采购倾斜带动医疗器械应用扩容, 基层市场放量值得期待。自2009年起, 国家便出台了关于鼓励地方制定分级诊疗标准的政策文件, 其后分级诊疗制度加速推进, 出台了多项政策和文件并细化了分级诊疗的要求, 在2015年9月国务院办公厅发布《关于推进分级诊疗制度建设的指导意见》后, 分级诊疗制度目标与医院定位基本明确。其中, 针对基层医疗卫生机构, 明确了其以治疗诊断明确的慢性病患者、康复期患者、老年病患者、晚期肿瘤患者的定位, 并明确了患者诊疗人次的下移。因此对于本来较为薄弱的基层诊疗设备将推进扩容升级。并且相配套的人才建设如规范化医师培训等也快速展开。

图表29：鼓励分级诊疗相关政策

文件名称	发文时间	发文机关	相关文件内容
《医药卫生体制改革近期重点实施方案（2009—2011年）》	2009-03-18	国务院	鼓励地方制定分级诊疗标准，开展社区首诊制试点，建立基层医疗机构与上级医院双向转诊制度。
《国务院办公厅关于推进分级诊疗制度建设的指导意见》	2015-09-08	国务院	到2017年，分级诊疗政策体系逐步完善，基层医疗卫生机构诊疗量占总诊疗量比例明显提升。到2020年，分级诊疗服务能力全面提升，基本建立符合国情的分级诊疗制度在试点地区达到：基层医疗卫生机构诊疗量占总诊疗量比例≥65%；县域内就诊率提高到90%左右
《“十三五”深化医药卫生体制改革规划》	2017-01-09	国务院	逐步下转常见病、多发病和疾病稳定期、恢复期患者。实现85%以上的地市开展试点
《国务院办公厅关于推进医疗联合体建设和发展的指导意见》	2017-04-26	国务院	三级公立医院要全部参与并发挥引领作用，综合医改试点省份每个地市以及分级诊疗试点城市至少建成一个有明显成效的医联体。
《全面提升县级医院综合能力工作方案（2018-2020年）》	2018-11-15	卫健委	到2020年，500家县医院（包括部分贫困县县医院）和县中医医院要分别达到“三级医院”和“三级中医医院”服务能力要求

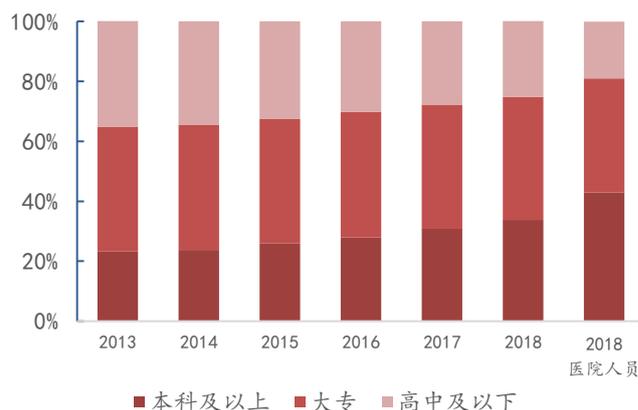
资料来源：公开信息整理，万联证券研究所

过去基层医疗卫生机构的采购力度有限，或者由于人员水平较为低下，导致采购设备闲置并进一步影响后续的购置。但是随着基层医疗卫生机构在设备和人员上的改善，这种情况会逐步得到改善。2013年到2018年，基层医疗卫生机构床位数从130万余张增长至近160万张，复合增长率3.2%。同时社区卫生服务中心、卫生院、门诊部等较高层次的基层医疗卫生机构，人员学历水平也大幅改善，与医院平均水平差距明显缩窄。因此我们认为：在分级诊疗政策和国产倾斜、人员素质提升的共振下，基层医疗设备购置力度将会继续提升。

图表30：基层医疗卫生机构床位数量（万）



图表31：社区卫生服务中心人员学历情况



资料来源：卫健委，万联证券研究所

资料来源：卫健委，万联证券研究所

2.5.3 鼓励医疗器械国产替代，国产龙头受益技术创新

在推进分级诊疗的基础上，国家及各省市政策对于国产设备采购也多有扶持。政策不仅鼓励基层医疗机构更多采购国产医疗器械，还要求即使是高端市场，在相同的技术条件下，也应该优先采购国产产品。同时，国家鼓励企业进行技术创新和产品创新，对于达到技术先进标准的国产设备更加鼓励优先采购。因此，对于国内医疗器械公司特别是行业龙头公司，迈瑞有望结合自身的优秀研发实力和销售体系，受益于政策倾

斜和分级诊疗的大环境，借助长期的有利条件，实现长期发展。

图表32：支持国产器械创新和采购的政策

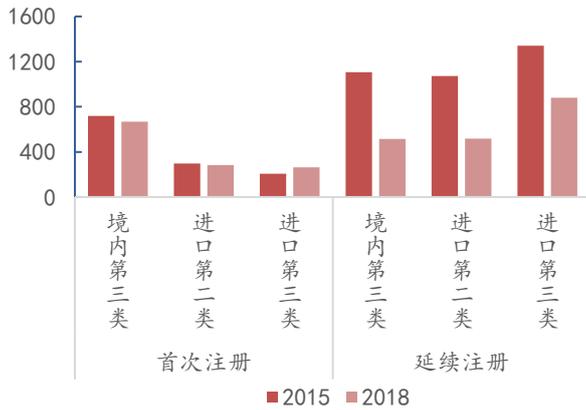
文件名称	发文时间	发文机关	相关文件内容
国务院办公厅关于印发全国医疗卫生服务体系规划纲要（2015-2020年）的通知	2015-03-06	国务院	引导医疗结构合理配置适宜设备，逐步提高国产医用设备配置水平
国务院办公厅关于全面推开县级公立医院综合改革的实施意见	2015-04-23	国务院	鼓励县级公立医院使用国产设备和器械。
国务院办公厅关于城市公立医院综合改革试点的指导意见	2015-05-06	国务院	公立医院优先配置国产医用设备
《关于促进医药产业健康发展的指导意见》	2016-03-04	国务院	政府采购项目原则上须采购国产产品，逐步提高公立医疗机构国产设备配置水平
国家发展改革委关于促进医药产业健康发展的指导意见重点工作部门分工方案的通知	2016-07-12	发改委	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。
《卫计委对十二届全国人大四次会议第5537号建议的答复》	2016-11-01	卫计委	对国家鼓励支持的、已经达到先进技术标准的设备申请，鼓励优先采购国产产品
山西省人民政府办公厅关于印发《山西省省级公立医院综合改革实施方案》的通知	2016-07-22	晋政办	在保障医疗质量的前提下，优先采购和使用国产器械和耗材
四川省财政厅关于公布《2017年度省级政府采购进口产品清单》的通知	2016-12-30	川财采	二甲及以下医院（或单位）应使用国内产品，二甲以上医院才允许采购进口产品
广州地区公立医院综合改革实施方案	2017-07-13	穗府办	要求严格控制公立医院床位规模、建设标准和大型医用设备配置，鼓励优先购置国产医明确50家医院必须购买国产设备
《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》	2017-10-01	国务院	促进医疗器械产业结构调整和技术创新，缩小国内上市产品质量与国际先进水平之间的差距
《辽宁省公立医疗机构药品、医用耗材和医疗设备采购管理与考核细则》	2017-11-01	辽卫	明确鼓励优先使用国产产品
中国（上海）自由贸易试验区内医疗器械注册人制度试点工作实施方案	2017-12-01	沪食药监械管	加速高端医疗器械本土生产
2018-2019年度全省政府采购进口产品统一认证清单（医疗设备类）的通知	2018-07-17	浙财采	共计232种医用设备经论证后允许进口，其余医疗设备采购均要求国产，确需采购进口的，需要经过提交申请，通过严格审批和进一步论证。
深化医药卫生体制改革2018年下半年重点工作任务	2018-08-20	国务院	推进医疗器械国产化，促进创新产品应用推广

资料来源：公开信息整理，万联证券研究所

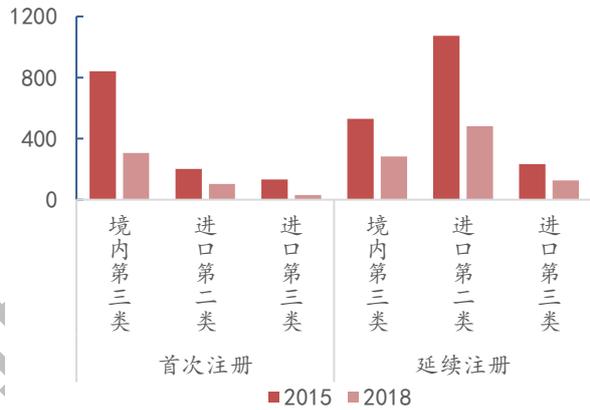
为研发创新和提升产业质量，国家明显加强了包括医疗器械和体外诊断行业的整体监管力度，截至2018年底，我国现行有效医疗器械标准共1618项，其中国家标准219项、行业标准1399项。标准体系的覆盖面、系统性逐年提升，医疗器械标准与国际标准一

致性程度已达90%以上。从2015年至2018年，原CFDA受理的的体外诊断试剂和医疗器械延续注册的申请数量明显下降。我们认为：国家一方面加速国产替代进程，另一方面对产品创新和整体性能有了更高的要求，因此对于产业龙头公司，一方面具有相当的规模优势，相比于进口产品有着明显的价格优势；另一方面能够投入充足的资金进行产品研发，面对国产同业竞争具有更强的性能优势。因此受益于整体产业升级和分级诊疗的大背景，预计国产龙头公司能够获得超过行业平均的增长水平，进一步提高市场渗透率。

图表33：医疗器械注册数量变化情况



图表34：体外诊断试剂注册数量变化情况



资料来源：NMPA，万联证券研究所

资料来源：NMPA，万联证券研究所

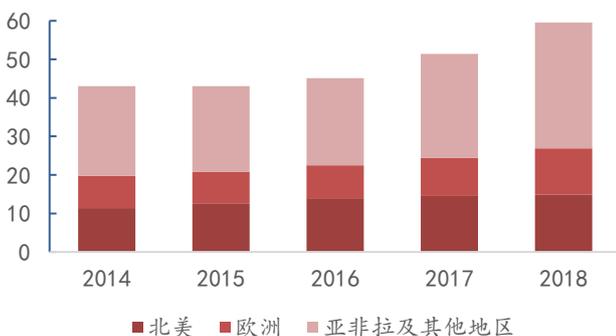
3、国际市场：国际市场开拓已久，预计稳定发展

3.1 国际市场收入稳定，亚非拉市场贡献率高

迈瑞最初从国内市场起步，并于2000年起将业务拓展到了国际市场。国际市场此后成为了迈瑞主要销售来源。直到近年由于国内业务的快速增长，海外营收被国内反超。目前，公司海外市场最大份额来源于北美地区。在公司的不断开拓下，截至2019H1，公司北美地区营收达到7.82亿元，同比增长12.7%。

虽然2018年美国对公司部分产品加征了关税，但是近年来公司在美的市场的销售占全部收入的比重持续下降，至2019H1下降至9.53%。因而加征关税对公司业务影响较小。即使如此，在2018年和2019H1在北美地区的销售都实现了正增长，体现了公司的市场竞争力。同时我们也能发现，公司欧美市场增长相对较慢，但是亚非拉市场增长明显，最为关键的是对于这些地区，公司产品在性能和价格上都极具优势，在未来相信这些地区的增长将继续保持对欧美发达市场的优势，因此如果贸易争端在未来进一步加剧，对于海外市场的影响预计仍然可控。

图表35：公司海外营收情况



图表36：北美市场营收和占全部收入比重变化情况



资料来源：公司公告，万联证券研究所

资料来源：公司公告，万联证券研究所

3.2海外并购卓有成效，采用灵活策略扩展市场

公司坚持内生增长与外延收购“两条腿走路”的战略，在对外投资收购中优先收购先进技术、细分市场的覆盖渠道以强化海外平台型能力建设。在收购的基础上，通过与自主研发形成协同，推动迈瑞产品的技术水平、学术地位、品牌价值市场渗透能力的不断提升。在过去公司有很多非常成功的并购，其中最为重要的几起海外并购包括：Datascope、Artema、Zonare和Ulco。扩大了公司在海外的品牌影响力、扩展了公司产品的销售渠道和技术，并逐渐和其他业务线形成了互补或协同效应。

图表37：迈瑞海外并购



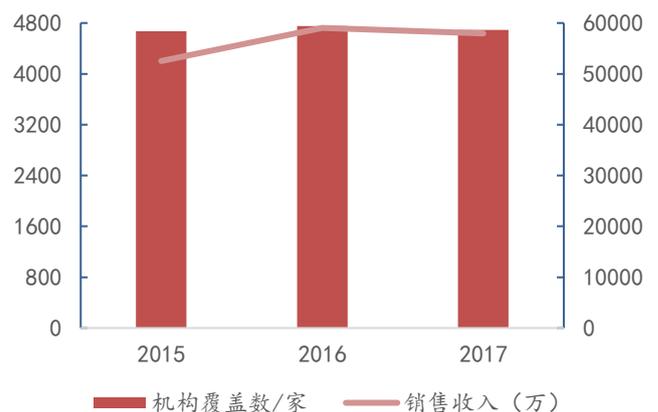
资料来源：招股说明书，公开信息整理，万联证券研究所

除积极进行卓有成效的收购外，公司根据自身产品定位，采取了不同的海外竞争策略。以公司最大的海外市场北美为例，公司收购Zonare并获得高端技术后，通过和自身技术整合，一方面扩大和医院合作加强高端设备出口。另一方面通过价格优势继续抢占市场份额。与超声竞争格局不同的是，公司在全球监护市场已经占有了10%的市场份额，位列世界第三，在海外已享有一定的品牌力。随着技术性能的持续提升，公司监护产品在覆盖机构数量没有提升的情况下提升了销售额，可能来源于单价的小幅上升或采购量的提升。这两种不同的市场竞争策略反映了公司在充分了解自身定位的同时，积极参与市场扩展，我们预计随着三大业务线的性能提升，公司在海外销售的策略也会随之进行调整。

图表38：迈瑞北美市场超声销售覆盖（左轴）和收入



图表39：迈瑞北美市场监护销售覆盖（左轴）和收入



资料来源：招股说明书，万联证券研究所

对于海外市场，我们认为：对于亚非拉等市场，由于公司在技术上和价格上都具备明显优势，未来的市场放量将进一步加速；对于欧美市场，由于本身市场已经趋近饱和，同时公司直面欧美跨国品牌的竞争，加之欧美地区经济趋缓，对于国产品牌可能有进一步的抵触情绪，加剧了竞争的市场风险。因此，我们认为公司海外市场预计将维持目前的增长态势，较难出现跨越式的大幅增长。

资料来源：招股说明书，万联证券研究所

综上，在“横断面”式的剖析了迈瑞医疗的综合市场地位优势、公司发展情况、医疗大环境和海外运营情况后，我们预计迈瑞医疗将继续保持目前的行业龙头优势，并继续保持较快增长。

万联证券

4、盈利预测&风险提示

关键假设：

生命信息与支持：公司作为监护和相关领域的行业领跑者，将更加受益于监护仪普及率的增长，因此2020、2021年销售收入增速预计继续保持小幅增长。

体外诊断：体外诊断领域竞争者数量较多，同时在基础技术市场和中高端技术市场中市场格局、市场规模等方面存在显著差异，考虑到公司的技术层面和产品覆盖的优势，2020、2021销售收入向增长率预计继续保持较高增速，但是增速小幅回落。

医学影像：因此在基层单位在人才建设的不足将更加影响超声设备的购置，加之基层购置的资金相对匮乏，因此在基层的扩展相对困难。但是在高端领域的突破预计将是未来增长的重要驱动力。因此，2020、2021销售收入预计将小幅提升。

图表40：公司业务拆分（百万元）

业务	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
生命信息与支持							
收入	3174.3	3561.8	4236.0	5224.1	6493.6	8136.5	10276.4
收入增速	-0.7%	12.2%	18.9%	23.3%	24.3%	25.3%	26.3%
毛利率	60.07%	62.45%	65.52%	65.71%	65.41%	65.11%	64.81%
毛利	1906.8	2224.3	2775.4	3432.8	4247.5	5297.7	6660.1
体外诊断							
收入	2417.1	2893.9	3740.6	4625.6	5675.7	6907.3	8337.1
收入增速	6.6%	19.7%	29.3%	23.7%	22.7%	21.7%	20.7%
毛利率	62.91%	64.55%	66.11%	64.12%	63.62%	63.12%	62.62%
毛利	1520.6	1868.0	2472.9	2966.0	3610.9	4359.9	5220.7
医学影像							
收入	2230.9	2354.3	2935.0	3596.9	4080.6	4668.3	5384.8
收入增速	1.4%	5.5%	24.7%	22.5%	13.5%	14.5%	15.5%
毛利率	65.27%	68.54%	70.46%	71.00%	69.50%	68.00%	66.50%
毛利	1456.1	1613.7	2068.0	2553.8	2836.1	3174.4	3580.9
其他主营业务							
收入	188.5	212.5	220.2	263.5	263.5	263.5	263.5
收入增速	12.6%	12.7%	3.6%	19.7%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	53.53%	58.42%	67.46%	66.35%	66.35%	66.35%	66.35%
毛利	100.9	124.1	148.6	174.8	174.8	174.8	174.8
其他							
收入	2.3	9.2	41.9	43.2	43.2	43.2	43.2
收入增速	-46.8%	300.9%	354.7%	3.1%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	33.68%	68.79%	59.28%	66.93%	66.93%	66.93%	66.93%
毛利	0.8	6.3	24.9	28.9	28.9	28.9	28.9
整体业务							
收入	8013.1	9031.7	11173.8	13753.4	16556.6	20018.7	24305.0
收入增速	2.3%	12.7%	23.7%	23.1%	20.4%	20.9%	21.4%
毛利率	4985.2	5836.5	7489.8	9156.3	10898.1	13035.7	15665.5
毛利	62.2%	64.6%	67.0%	66.6%	65.8%	65.1%	64.5%

资料来源：Wind，万联证券研究所

预计公司2019年、2020年和2021年分别实现归母净利润46.69、56.05和67.53亿元，对应EPS分别为3.84、4.61、5.55元，对应当前股价PE分别为67倍、56倍和47倍；公

司预计继续保持行业龙头，实现快速发展，首次覆盖推荐，给予“增持”评级。

风险提示：高端设备放量不及预期的风险、基层市场竞争显著加剧的风险、海外市场波动加剧的风险。

万联证券

资产负债表

单位：百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	15192	21163	27943	36405
货币资金	11544	16893	22701	29969
应收及预付	1885	2200	2700	3307
存货	1699	2005	2477	3063
其他流动资产	65	65	65	65
非流动资产	6435	6438	6395	6386
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2571	2374	2178	1980
在建工程	837	997	1177	1397
无形资产	901	950	920	889
其他长期资产	2126	2117	2120	2119
资产总计	21627	27601	34338	42791
流动负债	4592	5901	7018	8699
短期借款	0	0	0	0
应付及预收	3071	4079	4822	6035
其他流动负债	167	167	167	167
非流动负债	1857	1857	1857	1857
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	1585	1585	1585	1585
负债合计	6449	7758	8875	10556
股本	1216	1216	1216	1216
资本公积	8171	8171	8171	8171
留存收益	5145	9114	13878	19618
归属母公司股东权益	15158	19809	25414	32166
少数股东权益	20	35	49	68
负债和股东权益	21627	27601	34338	42791

现金流量表

单位：百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	4035	5706	6117	7628
净利润	3719	4669	5605	6753
折旧摊销	338	347	362	380
营运资金变动	155	686	147	487
其它	-178	4	3	8
投资活动现金流	-693	-340	-309	-360
资本支出	-675	-340	-309	-360
投资变动	0	0	0	0
其他	-18	0	0	0
筹资活动现金流	2892	-18	0	0
银行借款	-949	0	0	0
债券融资	-1866	0	0	0
股权融资	5796	0	0	0
其他	-89	-18	0	0
现金净增加额	6234	5349	5809	7268
期初现金余额	4950	11544	16893	22701
期末现金余额	11368	16893	22701	29969

资料来源：万联证券

利润表

单位：百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	13753	16557	20019	24305
营业成本	4597	5658	6983	8640
营业税金及附加	192	227	276	335
销售费用	3202	3477	4084	4861
管理费用	715	828	1001	1215
研发费用	1267	1482	1802	2187
财务费用	-156	0	0	0
资产减值损失	51	0	0	0
公允价值变动收益	113	0	0	0
投资净收益	-113	0	0	0
营业利润	4278	5291	6365	7665
营业外收入	27	27	27	27
营业外支出	66	15	15	15
利润总额	4238	5303	6377	7676
所得税	513	619	758	904
净利润	3726	4684	5619	6772
少数股东损益	7	15	14	19
归属母公司净利润	3719	4669	5605	6753
EBITDA	4117	5232	6235	7447
EPS (元)	3.06	3.84	4.61	5.55

主要财务比率

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	23.09%	20.38%	20.91%	21.41%
营业利润	28.13%	29.24%	20.24%	20.33%
归属于母公司净利润	43.65%	25.53%	20.05%	20.48%
获利能力				
净利率	27.04%	28.20%	28.00%	27.78%
ROE	24.54%	23.57%	22.05%	20.99%
ROIC	91.41%	146.17%	187.41%	275.20%
偿债能力				
资产负债率	29.82%	28.11%	25.85%	24.67%
净负债比率	42.49%	39.09%	34.86%	32.75%
流动比率	3.31	3.59	3.98	4.18
速动比率	2.91	3.22	3.60	3.81
营运能力				
总资产周转率	0.76	0.67	0.65	0.63
应收账款周转率	9.02	8.80	8.67	8.59
存货周转率	2.81	2.82	2.82	2.82
每股指标 (元)				
每股收益	3.06	3.84	4.61	5.55
每股经营现金流	3.32	4.69	5.03	6.27
每股净资产	12.47	16.29	20.90	26.46
估值比率				
P/E	35.70	67.49	56.22	46.66
P/B	8.76	15.91	12.40	9.80
EV/EBITDA	29.44	57.00	46.89	38.29

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将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。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场