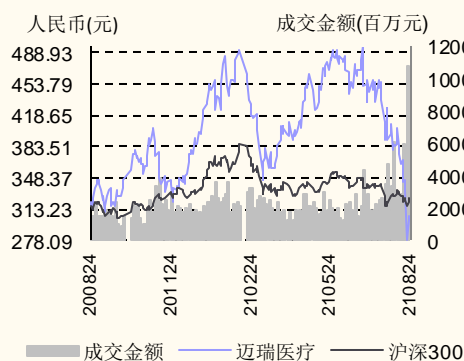


市场价格 (人民币): 305.53 元

市场数据 (人民币)

| | |
|---------------|---------------|
| 总股本(亿股) | 12.16 |
| 已上市流通 A 股(亿股) | 4.99 |
| 总市值(亿元) | 3,714.30 |
| 年内股价最高最低(元) | 495.99/278.09 |
| 沪深 300 指数 | 4888 |
| 创业板指 | 3331 |



相关报告

- 1.《收购 Hytest Invest Oy, 强化 IVD 业务布局-迈...》, 2021.5.16
- 2.《业绩符合预期, 成长空间广阔-迈瑞医疗公司点评》, 2021.4.29
- 3.《Q3 略超预期, 品牌力提升打开成长空间-迈瑞医疗三季报点评》, 2020.10.29
- 4.《IVD 恢复常态化增长, 生命信息线维持高速增长-迈瑞医疗公司点评》, 2020.10.15
- 5.《生命信息线放量超预期, 业绩增长具备持续性-迈瑞医疗中报点评》, 2020.8.28

袁维

分析师 SAC 执业编号: S1130518080002;
(8621)60230221
yuan_wei@gjzq.com.cn

后疫情时代, 迈瑞国内国外打开成长新局面

公司基本情况 (人民币)

| 项目 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 16,556 | 21,026 | 25,278 | 31,055 | 37,636 |
| 营业收入增长率 | 20.38% | 27.00% | 20.22% | 22.86% | 21.19% |
| 归母净利润(百万元) | 4,681 | 6,658 | 8,000 | 9,878 | 12,201 |
| 归母净利润增长率 | 25.85% | 42.24% | 20.16% | 23.48% | 23.52% |
| 摊薄每股收益(元) | 3.850 | 5.476 | 6.580 | 8.125 | 10.036 |
| 每股经营性现金流净额 | 3.62 | 7.09 | 6.49 | 9.95 | 10.63 |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 25.17% | 28.60% | 25.86% | 27.02% | 27.80% |
| P/E | 47.24 | 77.79 | 62.91 | 50.95 | 41.25 |
| P/B | 11.89 | 22.25 | 16.27 | 13.77 | 11.47 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **三十而立, 迈瑞是中国医疗器械的集大成者, 勇立潮头敢当先。**三十年发展迈瑞已成为国内医疗器械企业绝对龙头, 以史为鉴, 我们认为迈瑞是后发制胜的“逆向创新”典型代表, 公司三大支柱业务多款产品全球市占率领先, 2020年净利润突破66亿, 形成多层次产品管线。化学发光、彩色超声等业务逐步发力; 微创外科、宠物医疗、AED、骨科等业务成长动力十足。
- **全球市场: 赛道高景气, 后疫情时代迈瑞迎来出海发力关键机遇。**根据我们推算, 迈瑞海外市场空间至少可达750亿美元, 海外新兴市场仍处发展早期, 国内发展经验有望成功复制。海外欧美市场设备更新换代+疫情后基础设施建设带来高性价比产品的需求偏好, 迈瑞本地化深入, 产品上中低端性价比突出, 高端产品不断发力。我们认为, 迈瑞在中国整体工业水平提升、资本市场支持、跨境合作活跃的背景下有望加速突破瓶颈实现全球扩张。
- **国内市场: 人口、政策、技术共振拓市场, 面临创新变革“窗口期”, 迈瑞契合发展潮流。**我们预计迈瑞国内业务空间近千亿人民币。医改深化国内产业竞争格局加速重塑, 我国医疗装备产业面临难得技术赶超和升级发展“窗口期”, 我们认为, 国内双循环政策、医疗基建、分级诊疗等催化下带来充足市场空间, 迈瑞契合时代发展的创新标杆企业, 有望把握进口替代机会。
- **多元化发展实力已被证实, 信息化综合解决方案打造协同生态。**多元发展对公司能力要求高, 迈瑞业务间跨度大, 技术壁垒高, 发展之初多处于进口垄断状态, 发展至今多数位居国内前列, 其多元化拓展实力得到充分证实, 企业成长边界打开; 借助丰富产品, 打造人、设备、信息的智能生态圈, 有助信息协同, 提高效率, 对终端的掌控能力更上一层楼。

投资建议及估值

- 考虑公司三大业务龙头优势显著, 国内市场规模领先, 品类丰富多核驱动, 未来国际化成长路径清晰, 海外新兴市场有望复制中国实践经验, 成熟市场高端产品有望成功回溯, 暂不考虑并购标的利润并表, 给予12个月内目标市值4457亿, 对应PE45X, 目标价格为366.5元/股, 我们预计公司2021-2023年实现归母净利润分别为80.00亿元、98.78亿元、122.01亿元, 分别同比增长20%、23%、24%。维持“买入”评级。

风险

- 带量采购风险, 汇率及关税风险, 海外拓展风险, 新品研发风险, 经销商管理风险, 并购整合不及预期风险, 国际贸易摩擦风险等。

内容目录

| | |
|--|----|
| 三十而立，中国医疗器械集大成者，勇立潮头敢当先..... | 7 |
| 多款产品全球领先，净利润突破 66 亿元..... | 7 |
| 公司员工结构不断优化，人才培养体系健全..... | 9 |
| 前端研发高投入紧跟市场节奏，后端售后服务完善保障终端粘度..... | 9 |
| 以史为鉴，后发制胜是迈瑞成功的关键要素..... | 13 |
| 1991-2005 年，高性价比产品在海内外利基市场中获得发展机遇..... | 13 |
| 2006-2016 年，美股上市深化海外市场布局，打造品牌形象建立终端信任..... | 14 |
| 2017-2019 年，A 股创业板上市，多层次产品实现市场广泛覆盖..... | 16 |
| 2020-未来，疫情催化加速商业布局进程，三十而立站上新起点..... | 17 |
| 三大支柱业务龙头地位稳固，新兴业务想象空间广阔..... | 18 |
| 生命信息与支持业务：龙头地位稳固，升级换代成为看点..... | 18 |
| 体外诊断业务：化学发光将成为重要引擎，并购打造全产业链优势..... | 22 |
| 医学影像：超声需求逐步恢复，移动便携设备有望加速渗透..... | 29 |
| 新兴业务：领域想象空间大，撑起可持续发展空间..... | 32 |
| 全球市场：赛道景气度不改，迈瑞海外将迎来加速发展时代..... | 38 |
| 全球市场扩张斜率陡峭，新兴市场及成熟海外市场空间广阔..... | 38 |
| 横跨多条优质高技术壁垒赛道，具备全球化发展综合实力..... | 40 |
| 对比海外国家，中国医械企业出海是向上延伸的发展过程..... | 42 |
| 以海外国家医疗器械企业发展为例，看中国医械企业海外发展模式..... | 42 |
| 以日本医疗器械企业发展为镜，映射当下中国企业出海正当时..... | 43 |
| 整体工业水平与产业共成长，但当前仍有部分高端技术存在差距..... | 44 |
| 跨境并购交易增长，助力企业突破技术及渠道瓶颈..... | 46 |
| 国内市场：立足中国，人口、政策、技术三重利好高建市场天花板..... | 47 |
| 老龄化趋势催生需求侧动力十足，中国已开启器械发展“黄金十年”..... | 47 |
| 双循环背景下迈瑞多重机遇，政策支撑充分发展空间..... | 49 |
| 优质优价产品符合国内需求，迈瑞强大供应链系统保证制造高水准..... | 51 |
| 智能信息化综合解决方案，打造人+设备+信息协同生态系统..... | 53 |
| 智能信息化助力业务高粘性，长远布局打造人+设备+信息生态..... | 53 |
| 强强合作，智慧医疗需求下探索 AI+ 医疗新机会..... | 55 |
| 盈利预测..... | 55 |
| 我们对未来公司收入和利润做出预测：..... | 55 |
| 投资建议..... | 56 |
| 风险提示..... | 56 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图表 1: 迈瑞三大业务多款产品领先全球..... | 7 |
| 图表 2: 公司营收 2020 年突破 210 亿元..... | 7 |
| 图表 3: 公司归母净利润增长迅速..... | 7 |
| 图表 4: 迈瑞医疗营业收入百分比按地区分类 (%)..... | 8 |
| 图表 5: 迈瑞净利率不断提高 (%)..... | 8 |
| 图表 6: 迈瑞销售费用及管理费用率逐年降低 (%)..... | 8 |
| 图表 7: 迈瑞总体毛利率维持稳定水平 (%)..... | 8 |
| 图表 8: 生命信息与支持类产品毛利率 (%)..... | 8 |
| 图表 9: 体外诊断类产品毛利率 (%)..... | 9 |
| 图表 10: 医学影像类产品毛利率 (%)..... | 9 |
| 图表 11: 员工结构本科及以上学历占多数..... | 9 |
| 图表 12: 员工数量扩容, 人均创收稳步增长..... | 9 |
| 图表 13: 技术人员占比逐年上升..... | 9 |
| 图表 14: 研究人才发展路径清晰..... | 9 |
| 图表 15: 迈瑞医疗近年来研发费用 (百万元) 及研发费用率 (%)..... | 10 |
| 图表 16: 迈瑞医学全球研发中心..... | 10 |
| 图表 17: 迈瑞国内售后服务完善..... | 11 |
| 图表 18: 迈瑞产品客户满意度较高..... | 12 |
| 图表 19: 迈瑞后发优势明显, 实现快速成长..... | 13 |
| 图表 20: 1991-2005 年: 高性价比产品利基市场中探求机遇..... | 14 |
| 图表 21: 2006-2011 年: 海外市场拓展, 产品技术水平逐渐升级..... | 15 |
| 图表 22: 2012-2016 年: 需求导向精进产品打造爆款, 推动海外本地化..... | 16 |
| 图表 23: 2017 年后: A 股回归国内打牢根基, 逐渐向高端市场渗透..... | 17 |
| 图表 24: 迈瑞生命信息与支持领域业务细分市场市场份额矩阵 (亿元)..... | 18 |
| 图表 25: 生命信息与支持产品营收 (亿元)..... | 18 |
| 图表 26: 世界各国 ICU 每百万人..... | 19 |
| 图表 27: 中国监护仪进口出口份额 (万美元)..... | 19 |
| 图表 28: 公司监护仪销售数量 (台) 及增速 (%)..... | 19 |
| 图表 29: 迈瑞医疗多款不同层次监护产品..... | 19 |
| 图表 30: 公司麻醉机销售数据 (台) 及增速 (%)..... | 20 |
| 图表 31: 麻醉机市场竞争格局 (销售金额口径)..... | 21 |
| 图表 32: 2018 年中国麻醉机按医院划分竞争格局 (%)..... | 21 |
| 图表 33: 迈瑞除颤仪销售量 (台) 及增速 (%)..... | 21 |
| 图表 34: 每十万人 AED 数量..... | 21 |
| 图表 35: 2019 年中国用呼吸机竞争格局 (销售额口径)..... | 22 |
| 图表 36: 国内呼吸机消费量 (万台)..... | 22 |
| 图表 37: 2018 年中国灯床塔竞争格局 (销售额口径)..... | 22 |

| | |
|--|----|
| 图表 38: 迈瑞灯床塔销售量 (台) 及增速 (%) | 22 |
| 图表 39: 中国 IVD 市场份额 (亿元) | 23 |
| 图表 40: 全球 IVD 市场份额 (亿美元) | 23 |
| 图表 41: 迈瑞 IVD 主要业务中国市场份额矩阵 (亿元) | 23 |
| 图表 42: 迈瑞体外诊断业务收入 (亿元) 及增速 (%) | 23 |
| 图表 43: 迈瑞 IVD 试剂盒销售 (万盒) 及增速 (%) | 24 |
| 图表 44: 迈瑞 IVD 仪器销售 (台) 及增速 (%) | 24 |
| 图表 45: 三分类和五分类血球分析仪对比 | 24 |
| 图表 46: 中国血液检测市场规模 (亿元) 及增速 (%) | 24 |
| 图表 47: BC-7500 带来综合医院效率提升 | 25 |
| 图表 48: BC-7500 带来妇幼儿童医院效率提升 | 25 |
| 图表 49: 迈瑞 7 系血液分析仪流水线即将上市 | 25 |
| 图表 50: 2017 中国生化诊断市场竞争格局 | 26 |
| 图表 51: 2017 中国生化分析仪市场竞争格局 | 26 |
| 图表 52: M6000 全实验室智能化流水线 | 26 |
| 图表 53: 2018 年中国体外诊断细分市场占比 | 27 |
| 图表 54: 2018 年化学发光行业竞争格局 | 27 |
| 图表 55: 第六批优秀国产医疗设备 (全自动化学发光免疫分析仪) | 28 |
| 图表 56: 全球血栓与止血诊断市场规模及预测 | 28 |
| 图表 57: 中国血栓与止血诊断市场规模及预测 | 28 |
| 图表 58: 2017 全球实验室凝血检测市场竞争格局 | 29 |
| 图表 59: 2018 年中国血栓与止血体外诊断市场竞争格局 | 29 |
| 图表 60: 中国影像设备市场分布 (%) | 29 |
| 图表 61: 全球医疗影像行业市场规模 (亿美元) | 29 |
| 图表 62: 中国医疗影像行业市场规模 (亿美元) | 29 |
| 图表 63: 公司医学影像类产品收入 (亿元) | 30 |
| 图表 64: 迈瑞超声类产品销量数据 (台) 及增速 (%) | 30 |
| 图表 65: 公司医学影像类产品收入 (亿元) | 30 |
| 图表 66: 中国彩超、黑白超市场份额 | 31 |
| 图表 67: 2017 年超声全球市场竞争格局 | 31 |
| 图表 68: 2019 中国医用超声设备竞争格局 (销售额) | 31 |
| 图表 69: 中国超声设备市场保有量 (万台) | 31 |
| 图表 70: 公司彩超在高端产品性能上与国内厂家对比 | 32 |
| 图表 71: 不同荧光情况下的胆囊切除图像 | 33 |
| 图表 72: 硬镜的使用范围广泛 | 33 |
| 图表 73: 中国硬管式内窥镜市场份额 (十亿元) | 33 |
| 图表 74: 2018 年中国硬镜市场格局 (百万元, 出厂价口径) | 34 |
| 图表 75: 2019 年中国荧光硬镜市场格局 (百万元, 出厂价口径) | 34 |
| 图表 76: 迈瑞内窥镜产品 | 34 |

| | |
|--------------------------------------|----|
| 图表 77: 中国城镇猫狗数量 (万只) | 35 |
| 图表 78: 不同国家有宠物家庭比例 (%) | 35 |
| 图表 79: 中国宠物医疗行业市场规模 (亿元) | 35 |
| 图表 80: 迈瑞动物医疗提供服务范围广, 产品线齐全 | 36 |
| 图表 81: 迈瑞产品布局清晰, 未来成长后续动力强劲 | 36 |
| 图表 82: 迈瑞各个产品线市场规模及增速梳理 | 37 |
| 图表 83: 2019 全球医疗设备市场份额情况 (%) | 38 |
| 图表 84: 2020 年世界前 20 医械企业营收 (百万美元) | 38 |
| 图表 85: 各国 2018 医疗总支出占 GDP 比重 (%) | 39 |
| 图表 86: 亚太地区医疗健康事业发展潜力大 | 39 |
| 图表 87: 2016-2020 全球医疗器械市场规模 (亿美元) | 39 |
| 图表 88: 迈瑞医疗美国部分合作医院及机构 | 40 |
| 图表 89: 迈瑞医疗重要并购过程梳理 | 41 |
| 图表 90: 迈瑞医疗逐步向微笑曲线两端发展 | 41 |
| 图表 91: 2020 年全球前十大医疗器械公司 7 家来自美国 | 42 |
| 图表 92: (2014-2016) 中国企业投资以色列市场行业分布统计 | 42 |
| 图表 93: 零售出海企业 Sheln 占据海外市场份额第三名 | 43 |
| 图表 94: 日本医疗器械进口出口金额及比例 | 44 |
| 图表 95: 中国近 20 年医疗仪器及器械进出口金额及增长速度对比 | 44 |
| 图表 96: 我国工业增加值 (亿元) | 45 |
| 图表 97: 高端生命科学技术产品进出口累计金额 | 45 |
| 图表 98: 高端医疗器械产品出口复杂度对比 | 45 |
| 图表 99: 中国电子元件进出口累计金额 | 45 |
| 图表 100: 人民币兑美元汇率及医疗器械及一起出口金额走势 (亿美元) | 46 |
| 图表 101: 中国医疗器械行业并购交易趋势按境内外划分 | 46 |
| 图表 102: 2021 年我国医疗健康领域融资情况 | 46 |
| 图表 103: 日本人口老龄化严峻, 国民医疗费用伴随增长 | 47 |
| 图表 104: 日本医疗机构数量 (万所) | 47 |
| 图表 105: 中日 65 岁以上人口比例 | 47 |
| 图表 106: 2016-2020 中国医疗器械市场规模 (亿元) | 48 |
| 图表 107: 2019 中国医疗设备市场份额情况 (亿元) | 48 |
| 图表 108: 中国医疗器械行业市场规模上涨催化因素 | 48 |
| 图表 109: 2018 年世界国家人均医疗支出 (美元/年) | 49 |
| 图表 110: 中德基础医疗资源对比 | 49 |
| 图表 111: 《“十四五” 优质高效医疗卫生服务体系建设实施方案》 | 49 |
| 图表 112: ICU 建设将带来近 120 亿元增量市场份额 | 50 |
| 图表 113: 改造升级重大疫情救治基地带来呼吸机监护仪市场规模 | 50 |
| 图表 114: 国内相关政策发布带来市场机遇 | 51 |
| 图表 115: 迈瑞智能制造贯穿始终, 打造高品质产品 | 52 |

| | |
|---------------------------------------|----|
| 图表 116: 迈瑞严格把控供应商质量..... | 52 |
| 图表 117: 迈瑞医疗器械注册证数量 (个) | 53 |
| 图表 118: 迈瑞医疗主营产品覆盖院内范围广, 产品层次丰富 | 53 |
| 图表 119: 迈瑞瑞智联解决方案..... | 54 |
| 图表 120: 瑞智联系统协同院内构建高效信息系统..... | 55 |
| 图表 121: 迈瑞医疗收入拆分及预测 (百万元) | 56 |

三十而立，中国医疗器械集大成者，勇立潮头敢当先

- 2018年，我们发表了“有国际影响力的中国医疗设备器械龙头”迈瑞医疗首次覆盖报告，将迈瑞是谁，迈瑞产品有什么，该时点迈瑞的发展机遇在哪里进行了详细阐述。时隔三年，站在当前时点，历经三十年发展的迈瑞已然有了新变化。世界范围内，疫情对整体发展格局产生影响。本报告对迈瑞发展脉络做深刻梳理，推敲公司过去的成功具体原因，以此为锚判断未来迈瑞在国内、国际的发展潜力如何，未来成长的边际在哪里。

多款产品全球领先，净利润突破66亿元

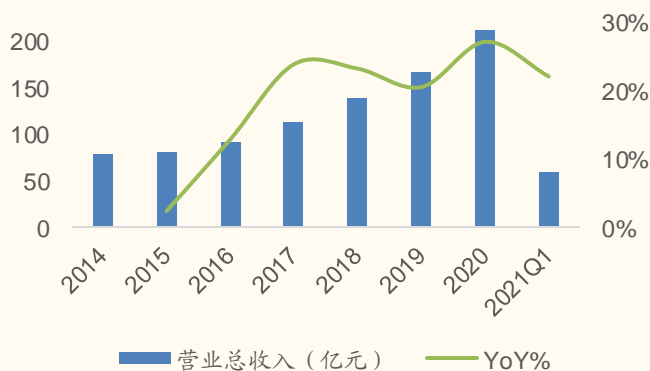
- 迈瑞三十年发展，已成为中国医疗器械领域的绝对龙头企业，生命信息与支持、体外诊断、医学影像三大支柱业务的多款产品在国内及世界处于领先地位，2021年，监护、麻醉、血球产品全球第三，监护、麻醉、呼吸、除颤、输注泵、灯床塔、血球、POC超声等产品国内第一。2021年一季度，迈瑞实现营收57.81亿元，同比增长22%；归母净利润17.15亿元，同比增长31%；2014年-2020年营收CAGR达18%、归母净利润CAGR高达30%，未来有望继续保持快速成长状态。

图表 1：迈瑞三大业务多款产品领先全球



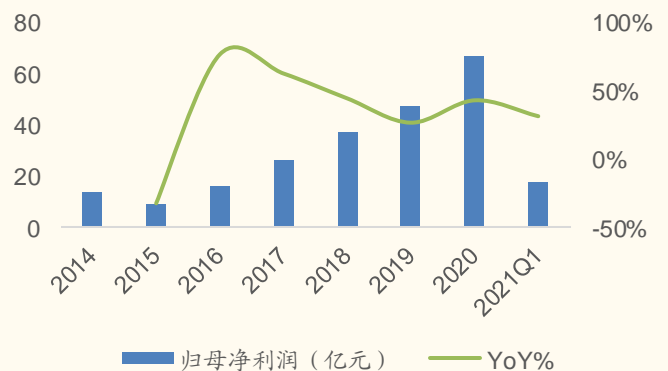
来源：迈瑞医疗官网 2021 推介材料，国金证券研究所

图表 2：公司营收 2020 年突破 210 亿元



来源：Wind，国金证券研究所

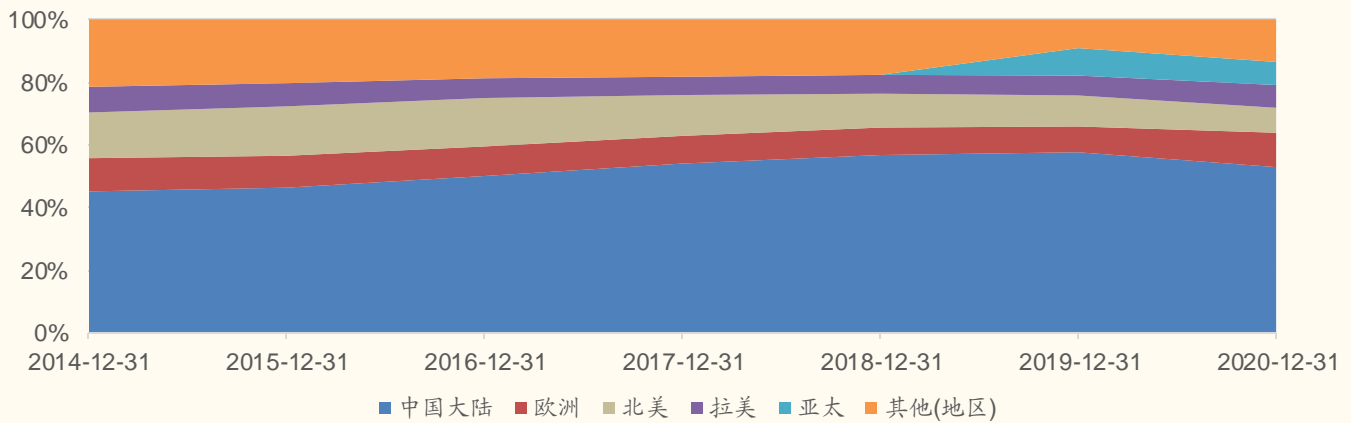
图表 3：公司归母净利润增长迅速



来源：Wind，国金证券研究所

- 海外业务营收占比较高。2020年，迈瑞在海外营收99.16亿元，同比增长41.21%，海外占总营收47.16%。

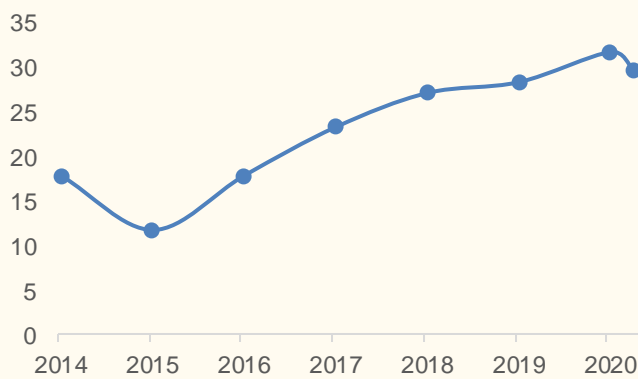
图表 4: 迈瑞医疗营业收入百分比按地区分类 (%)



来源: 公司公告, 国金证券研究所。注: 亚太地区数据 2018 年前计入其他(地区)类, 之后单独分列计算。

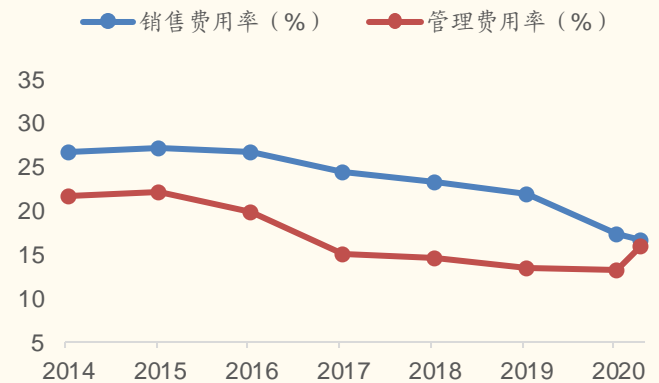
- **经营质量不断提高。**公司净利率近年不断优化提高, 2020 年净利率近 32%; 迈瑞销售费用及管理费用率逐渐降低, 2020 年销售费用率为 17.8%, 管理费用率 13.2%。

图表 5: 迈瑞净利率不断提高 (%)



来源: WIND, 国金证券研究所

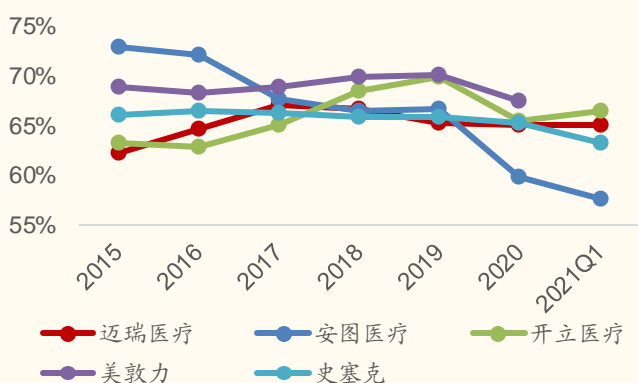
图表 6: 迈瑞销售费用及管理费用率逐年降低 (%)



来源: WIND, 国金证券研究所

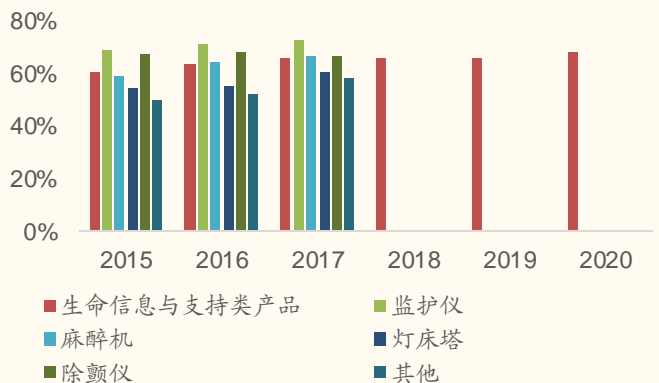
- **毛利率水平保持稳定。**对比国际巨头及国内部分业务可比公司, 迈瑞的毛利率水平合理, 维持 64%左右。从细分业务毛利来看, 生命信息与支持产品的毛利 2020 年实现 68%, 其中呼吸机、监护仪、除颤仪的毛利率水平较高。

图表 7: 迈瑞总体毛利率维持稳定水平 (%)



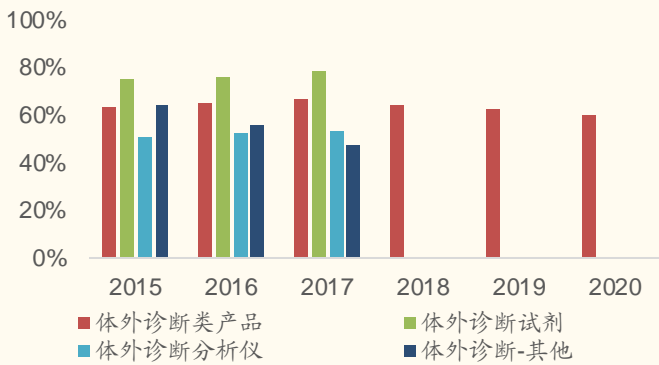
来源: WIND, 国金证券研究所

图表 8: 生命信息与支持类产品毛利率 (%)



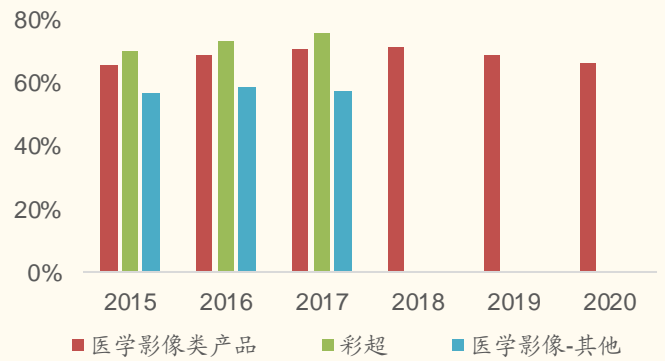
来源: WIND, 国金证券研究所

图表 9: 体外诊断类产品毛利率 (%)



来源: WIND, 国金证券研究所

图表 10: 医学影像类产品毛利率 (%)

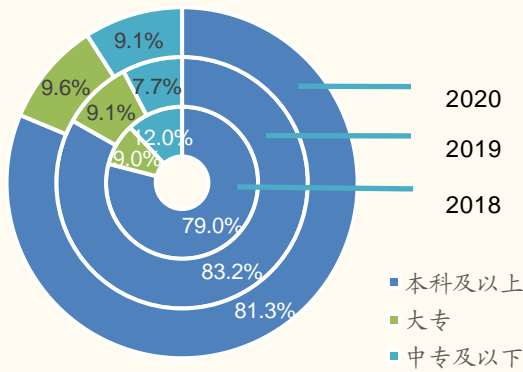


来源: WIND, 国金证券研究所

公司员工结构不断优化, 人才培养体系健全

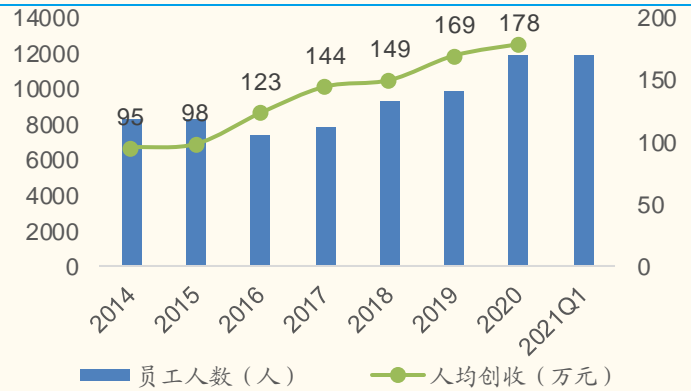
- 公司本科及以上学历员工比例逐渐扩大, 2020 年本科及以上学历占比 81.3%, 对比 2018 年涨 2.3pp。人均创收逐年增长, 员工数量稳步扩张。

图表 11: 员工结构本科及以上学历占多数



来源: 公司公告, 国金证券研究所

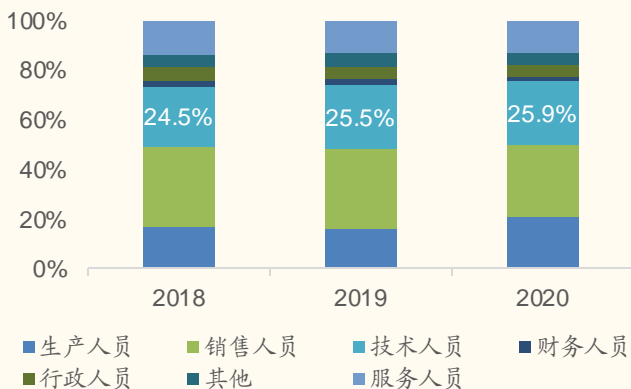
图表 12: 员工数量扩容, 人均创收稳步增长



来源: Wind, 国金证券研究所

- 员工结构上, 技术人员比例逐年增长。2020 年技术员工数量达到 25.9%, 这与公司重视研发的战略息息相关。
- 研发人员及销售人员公司有成体系、规范的培养计划, 有利于员工整体水平的提高, 同时在发展设计上清晰明确, 有助于调动员工整体积极性。

图表 13: 技术人员占比逐年上升



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 14: 研究人才发展路径清晰

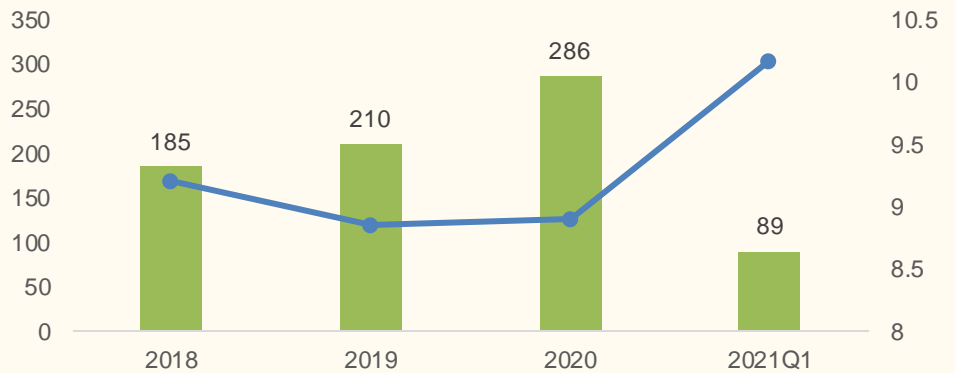


来源: 公司公告, 国金证券研究所

前端研发高投入紧跟市场节奏, 后端售后服务完善保障终端粘度

- 一以贯之高研发投入，9大研发中心每年高效转化7-12款新品。2016-2020年间，公司每年将10%的营业额投入研发，每年推出7-12款新品，拥有超过3000名研发工程师。专利总申请量超过6400项，超过20%为美国欧洲发明，2017年国家发改委《发明专利拥有量前50名企业》中，迈瑞是唯一上榜的医疗器械企业。

图表 15: 迈瑞医疗近年来研发费用(百万元)及研发费用率(%)



来源: WIND, 国金证券研究所

- 9大研发中心，分工明确、协同发展。迈瑞研发中心布局在美国及中国，第九个武汉研发中心在建，占地面积约110亩，主要方向为生物原材料和试剂研发、手术设备研发、大健康技术研发，以及全球服务支持中心、工程技术转化中心等五大板块。项目整体竣工后，员工规模计划约2000人，而研发人员预计有1200人，将开启公司自主创新与发展的新征程。

图表 16: 迈瑞医学全球研发中心

| | | | |
|---|---|--|--|
|  <p>深圳迈瑞总部 负责全球三大产线新产品的规划和最新研发</p> |  <p>硅谷研发中心 专注于研究前沿超声科技。</p> |  <p>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。</p> |  <p>西雅图研发中心 专注于数字超声的前沿技术。</p> |
|  <p>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。</p> |  <p>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。</p> |  <p>成都研发中心 专注于血液细胞分析仪、发光免疫分析仪产品的研发工作。</p> |  <p>西安研发中心 专注于生命信息与支持 and 数字超声的软件技术研发。</p> |

来源: 迈瑞医疗官网, 国金证券研究所

- 售后服务体系完善，网络广布全球。全球28个子公司，拥有100余个驻地直属服务站点，24小时客户呼叫服务，在海外疫情扩散过程中，迈瑞向意大利、英国、俄罗斯、巴西等国提供超过20万台抗疫医疗设备，分布在全球80个国家的当地用服工程师团队，保证统一标准安装培训交付。

- **高效协作获得较高客户满意度。**在中国迈瑞拥有 1900 多名服务工程师，超过 70 各驻点直属服务站，500 家授权第三方服务机构，针对设备展开主动服务周、指控服务月等多项售后增值服务，同时持续建设面向客户的 IT 管理平台，包括基于 5G 和物联网的设备管理平台、产品解决方案报价和下单平台、数字化服务管理平台等，售后服务满意度达到 99%。

图表 17: 迈瑞国内售后服务完善



主动服务周

设备体检健康

- ◆ 设备完好性/待用状态巡查
- ◆ 临床使用人员操作维护辅导
- ◆ 组织标准化操作培训
- ◆ 输出持续改进总结报告满足法规要求

医学装备管理“MBA课堂”。培养医学装备质量管理专业人才，提供医学装备质量管理体系建立健全的方案，提升质量管理及持续改进操作技能。迈瑞愿与各位医工同仁一道，共同学习，一起成长。



医学装备管理精英培训班

深度设备体检与保障

迈瑞始终致力于保障设备的使用安全和可靠运行，从而降低使用风险。同时，不断通过数据分析与改善，提升质量与安全水平，进而协助医院建立质控体系，共同培养优秀的质控管理人才队伍。



质控服务月

迈瑞深知，必要的校准和性能验证，是检验设备管理合规性的有效手段。针对您所关心的设备问题，迈瑞提供为您提供全套细致的设备深度保养措施和定制化的培训，以严格的标准，排除潜在的设备隐患，确保每一台设备都能时刻处于最佳状态，发挥其效用。

迈瑞印章服务

医学装备管理咨询服务



为了快速满足标准要求、减轻应审工作量，迈瑞分别制定了标准化的操作模板、体系化的操作方案、专业化的仿真模拟，帮助提升迎评能力水平。

医院等级评审支持

迈瑞迎评服务

- 迈瑞独创的**迎评诊断**，快速高效地协助检查应审材料的完整性及合规性
- 为协助检验科充分且高效的解析条款要求，迈瑞设立了**迎评辅导**，以体系化的操作方案，有效减轻应审工作量
- 提升应审技能至关重要，**应评仿真**，以专业化的仿真模拟，还原现场评审场景，提升迎评的实战能力





临床工程师技能大赛

- ▶ 多省市临床工程师技能大赛
- ▶ 全省临床工程师技能大赛
- ▶ 促进医工 技术+职业 能力提升

医工技能大赛

迈瑞生命信息与支持，瑞智服务

客户呼叫中心 **24 x 7** 小时服务
400-700-5652
服务网点遍布中国 **32** 个省市自治区

1900 多名服务工程师
超过 **70** 个驻点直属服务站
500 家授权第三方服务机构
售后服务满意度达 **99%**

来源：迈瑞售后服务中心官微，国金证券研究所

- 根据《中国医疗器械行业数据报告》，在 2019 年的“中国医疗设备行业数据及售后服务调研活动”中，迈瑞多款产品在终端受到好评，调研内容围绕着产品质量、维修质量、价格、效率、培训、服务态度等六大维度进行设计，从结果来看，迈瑞产品与同行业对比，有较高的综合满意度和意向回购率。

图表 18: 迈瑞产品客户满意度较高

| 品牌 | 净推荐值 | 保有率 | 综合满意度 | 意向回购率 |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 监护类 | | | | |
| 迈瑞 | 56.0% | 72.0% | 4.42% | 94.6% |
| 飞利浦 | 36.1% | 16.1% | 4.13% | 81.7% |
| 麻醉类 | | | | |
| 德尔格 | 39.8% | 45.1% | 4.15% | 89.2% |
| GE | 44.4% | 33.0% | 4.20% | 95.6% |
| 迈瑞 | 54.2% | 13.5% | 4.48% | 95.8% |
| 检验室设备类 | | | | |
| 希森美康 | 43.6% | 36.5% | 4.26% | 89.4% |
| 迈瑞 | 64.6% | 19.3% | 4.49% | 94.9% |
| 罗氏 | 47.6% | 13.0% | 4.47% | 84.7% |
| 灯床塔等设备类 | | | | |
| 德尔格 | 38.7% | 25.5% | 4.26% | 89.4% |
| 迈瑞 | 56.8% | 18.7% | 4.49% | 94.9% |
| 明基三丰 | 32.3% | 11.4% | 4.47% | 84.7% |

来源：中国医疗设备，国金证券研究所。注：数据时间为 2019 年

以史为鉴，后发制胜是迈瑞成功的关键要素

- 我们认为，迈瑞的发展是“后发优势”的典型代表，从时间上来看，迈瑞销售收入实现从 0 到 20 亿美元，用了 27 年，而对比海外其他医疗企业的发展来看，这一速度是可观的。虽然迈瑞研发投入绝对值虽然与国际巨头仍存在不小差距，但是研发投入产出比相对更高。

图表 19：迈瑞后发优势明显，实现快速增长



来源：公司公告，国金证券研究所

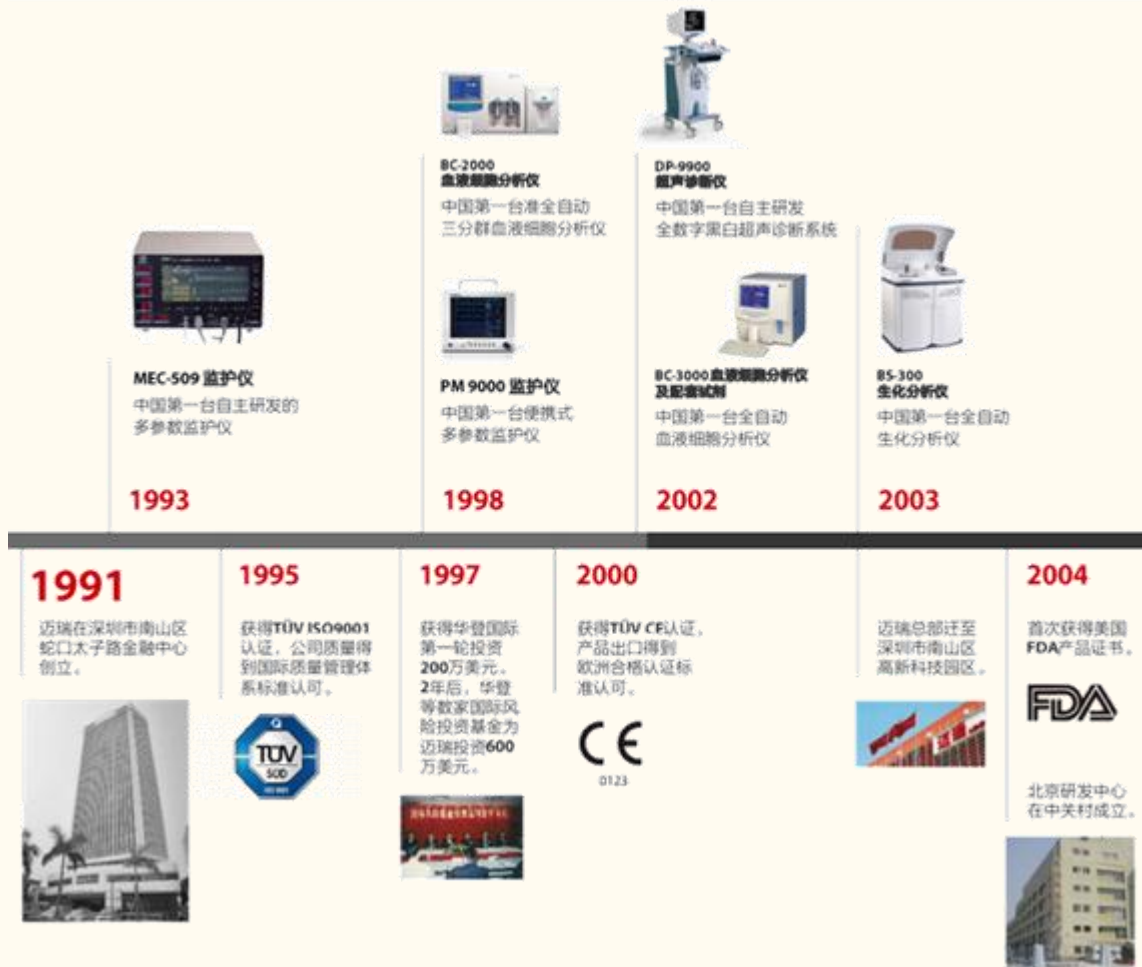
- 迈瑞快速壮大有其内在逻辑，经历初期培育、海外蓄力、国内回归三个阶段，分别探究在每个发展时期，迈瑞后发而起的关键要素，结合整体环境来分析，我们认为，公司成功关键有三点：精准的企业经营战略、高效的资本运用效率、一以贯之的高研发投入；公司的积淀的核心竞争实力有三点：完善的经营+人才管理体系、强终端掌控力、高效的创新转化能力。

1991-2005 年，高性价比产品在海内外利基市场中获得发展机遇

- 中低端产品打开基层医疗市场，进入跨国公司薄弱区域。1991 年，伴随改革开放的浪潮，公司成立于深圳蛇口，当时中国医疗器械整体市场呈现跨国公司强势垄断阶段，主流市场对国产产品的接受度低。创始人均为技术出身，在 1992 年迈瑞发明国产第一台监护仪，在主流市场推广存在一定阻力，公司最终决定以 4-5 万每台的低价向价格敏感度高的基层医疗市场（农村、乡镇、县级等中小型医院）推广监护仪产品，避免与跨国公司的正面竞争。
- 微创新为利基市场提供价格实在又实用的产品。早期市场产品技术性障碍高，国内配套供应链相对不成熟，迈瑞通过进口零部件进行组装，针对细节工艺改进，例如产品的外观、操作性等工业设计优化，电路添加电阻等微创新应对设备应用环境电源不稳定的挑战，更符合国内下沉市场医院使用场景。1995 年引入在国内医疗设备领域工业设计杰出的周杰团队，在设备实用方面进行优化创新，形成与其他竞争产品的差异化。
- 引入国际资本奠定在国内企业中的领先优势。基层市场竞争日趋激烈，保持创新持续投入是企业长期发展的关键，面对早期的资金周转风险，公司及时引入了美国华登、日本软库、美国高盛三家风投基金注资共 800 万美元，保证企业长期存续稳定发展，建立实验室，扩充科研队伍，创新成果的不断推出，逐渐确定了市场的领先地位。这一时期，有效的资本运作是公司重要的成功因素。
- 嗅觉灵敏把握边缘市场，海外大胆拓展。与国内市场同样的策略，2000 年-2005 年，迈瑞将国内十年时间迭代优化的高性价比产品推向海外发展中国家基层及发达国家基础临床市场，迅速打开海外成长空间。
- 随着海内外市场的探索，研发的不间断投入，公司至 2005 年公司已初具规模，完成了前期的重要的资本、渠道、研发生产经验积累，营收突破 10 亿元，以超 40% 的速度快速增长，利润突破 2 亿元，形成了三大产线，进入了整体升级阶段。

- 我们认为，迈瑞在现下发展所具备的基层渠道积累、高质量产品理念，都源自这一阶段迅速成长带给企业的正反馈，经营理念形成引导企业未来以创新品质为驱动打造长久竞争实力。

图表 20：1991-2005 年：高性价比产品利基市场中探求机遇



来源：迈瑞医疗官网，国金证券研究所

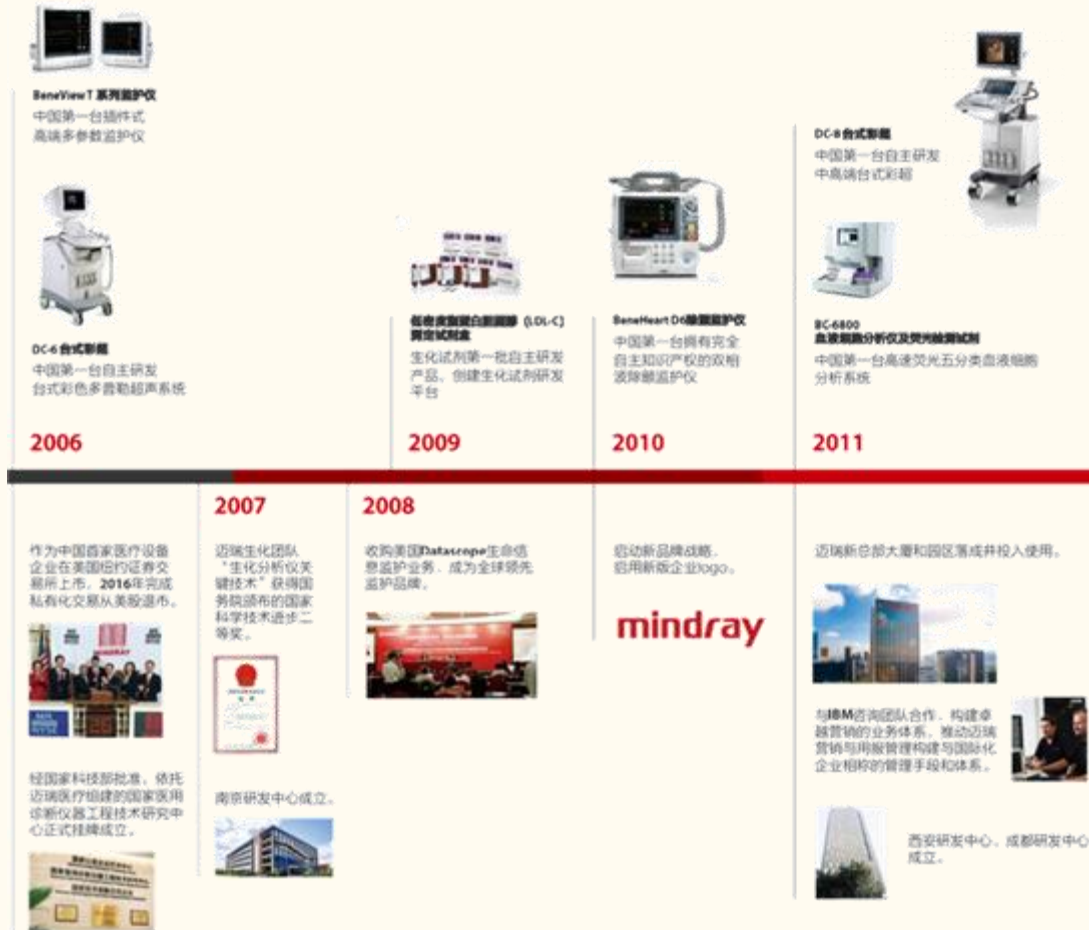
2006-2016 年，美股上市深化海外市场布局，打造品牌形象建立终端信任

- **迈瑞为什么选择美股上市？** 2006 年迈瑞美股上市，想要在竞争激烈的国际市场开拓，市场对于品牌没有足够的认知度将十分艰难，尤其针对医用设备，售后服务及维权等也是终端考量的重要因素，我们认为，纽交所上市是迈瑞重要一步，不仅在海外市场赢得关注度，完善整体营销网络和布局，也推动了产品在国内市场的影响力提升，让主流市场对公司产品的接受度进一步提高。
- **产品品类逐渐丰富，逐渐由低端到高端发展。** 坚持较高的研发投入逐渐带来回报，这一期间，推出中国第一台插件式高端多参数监护仪、中国第一台自主研发台式彩色多普勒超声系统、中国第一台拥有完全自主只是产权的双相波除颤监护仪、中国第一台自主研发中高端台式彩超、第一台高速荧光五分类血液细胞分析系统等，多项技术打破进口的垄断，各科室间的协同效应凸显。产品质量上以国际头部企业为标准，设立北美研究院，与领先的跨国企业合作，继续精进研发。
- **体系化研发工艺与技术结合创新，赢得持久竞争优势。** 这一阶段，迈瑞在原有技术积累下，进行产品与工艺的协同创新，以 MPI 产品研发体系为导向对准客户需求，打造了平板 TE 系列超声、N 系列高端监护、BC-5390 CRP 五分类血细胞仪、RE 系列高端台式超声等多款高度贴合客户需求的产品，实现不同场景灵活配置，工艺创新节省成本，结合突破技术升级，

打造市场中多款“人无我有”的爆款产品，初步具备了与跨国公司在发达国家市场中展开竞争的實力。

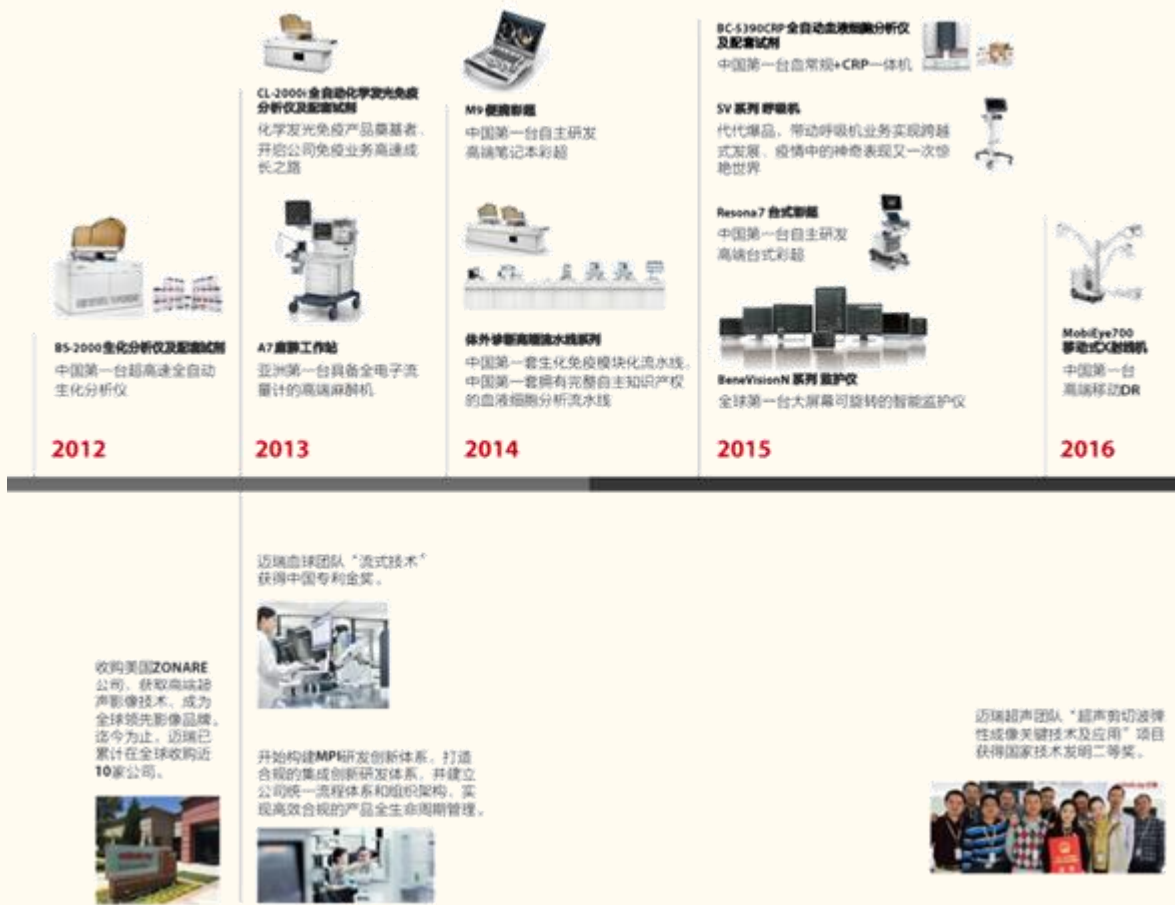
- **海外经营团队搭建。**公司上市后随影响力扩大产品逐渐形成规模效应，公司不单依赖电子商务的模式，而在欧洲和美国各派一个副总进行业务指导，海外市场设立子公司或办事处，并逐步建立营销团队。后期不断进行本地化布局，招揽本地员工对业务进行推广，为产品未来出海销售奠定基础。

图表 21：2006-2011 年：海外市场拓展，产品技术水平逐渐升级



来源：迈瑞医疗官网，国金证券研究所

图表 22：2012-2016 年：需求导向精进产品打造爆款，推动海外本地化



来源：迈瑞医疗官网，国金证券研究所

2017-2019 年，A股创业板上市，多层次产品实现市场广泛覆盖

- 2018 年迈瑞在深圳证券交易所创业板发行上市。共发行 1.22 亿新股，发行价为每股 48.80 元，募集资金总额为 59.3 亿元。
- 精细化管理体系建立，多层次产品实现广泛市场覆盖。公司建立起一套成熟、精细的市场和渠道管理体系，将市场切的更细、吃的更透、绑得更紧。渠道渗透离不开多层次的产品支持，迈瑞产品丰富，中低端产品把握利基市场机会，随着产品力增强，高端市场逐步有突破。

图表 23：2017 年后：A 股回归国内打牢根基，逐渐向高端市场渗透



来源：迈瑞医疗官网，国金证券研究所

2020-未来，疫情催化加速商业布局进程，三十而立站上新起点

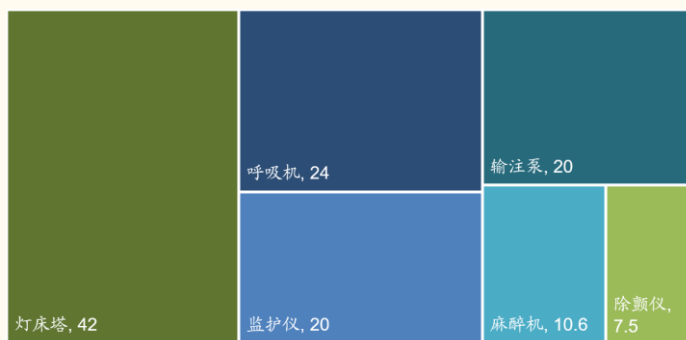
- **疫情催化高端客户群突破。**通过此次疫情为契机，迈瑞快速实现了高端客户群的突破，品牌认可度得到广泛提升，为公司未来全球化拓展打下了良好基础。公司在出口近 20 年时间，海外高端医院客户约 600 家，2020 年在疫情的催化下，迈瑞国际化进程加速，持续输出呼吸机、监护仪、输注泵等产品，实现 700 多家高端空白医院的突破，品牌影响力有了质的飞跃，为实现产品的进一步渗透提供了机会。
- **国内市场迈瑞品牌认可度提升，缩短品牌推广时间，加速国产替代进程。**在疫情最集中的 1 月中下旬至 2 月底，公司一方面积极组织复工复产；另一方面发挥最大的产能潜力，全力支持抗疫前线。经此一役，顶级医院对公司的产品有了更深的认知，提升了品牌认可度，缩短了市场推广周期。我们认为，疫情之后国产品牌在拥有核心技术、与进口设备质量一致的情况下，将拥有更多同台竞争的机会，让高品质、高性能的国产设备真正进入各大医院，加速国产替代进程。
- **但总体来看，迈瑞已布局的二十多个产品在全球整体可及市场中的市占率仍然只有低个位数，伴随疫情带来的机遇和挑战，迈瑞站上新的起点，目标在 5 年成为全球 20 强，长期目标是海外收入占比提高至 70%，这意味着公司海外市场的增长将提速，我们认为，一方面国内市场机会充分，另一方面中国医疗器械企业出海的正当时，迈瑞的海外发展具备特殊的逻辑和优势，同时也面临严峻挑战，我们将从多维度进行论证。**

三大支柱业务龙头地位稳固，新兴业务想象空间广阔

生命信息与支持业务：龙头地位稳固，升级换代成为看点

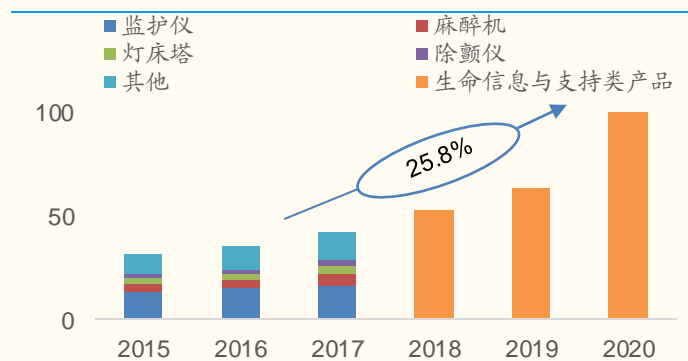
- 公司生命信息与支持领域包括监护仪、麻醉机、呼吸机、除颤仪、灯床塔、输注泵等，产品品类丰富，是公司重要的收入来源，2020年实现营收100亿元，占总收入的47.6%，近5年来CAGR为25.8%。
- 品牌美誉度高，售后保障完善。由《中国医疗设备》杂志联合多部门共同举行的“2019年度中国医疗设备行业数据发布大会”中，公司三大业务产品，包括监护类、检验室设备类、超声影像类、呼吸类、麻醉类、输注泵类、灯床塔在内的设备，均获得“售后服务满意度第一”的认可，其中监护类产品连续十年蝉联第一。

图表 24：迈瑞生命信息与支持领域业务细分市场阵（亿元）



来源：公开信息整理，国金证券研究所。注：市场规模数据为估计值。

图表 25：生命信息与支持产品营收（亿元）

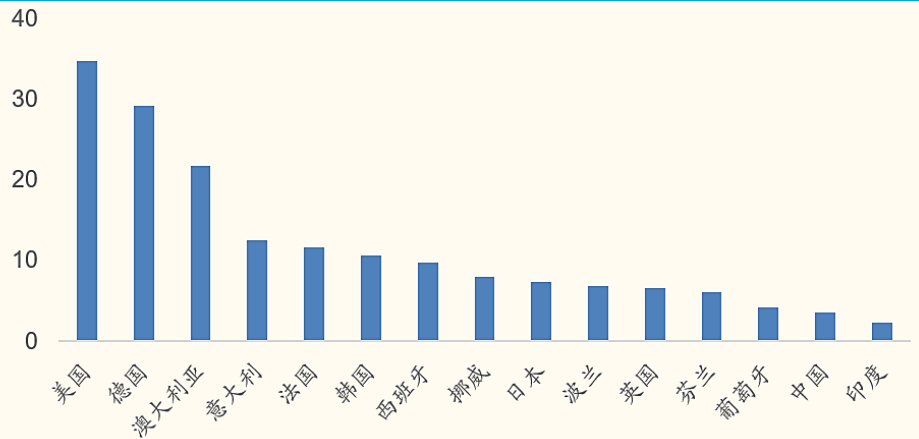


来源：公司公告，国金证券研究所

监护仪：从跟随着到引领者，国内第一稳固，全球有望夺魁

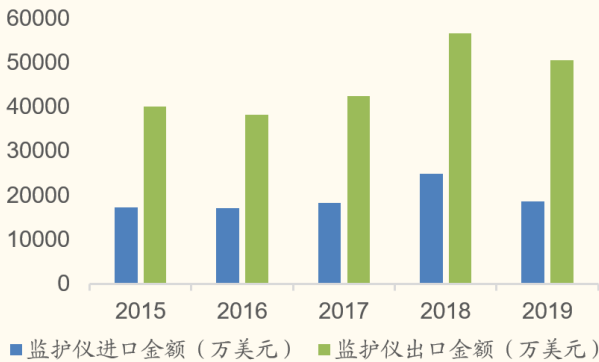
- 公司监护仪是最成熟的品类之一。发展至今，国内第一，全球市占率第三，美国市场市占率第三。产品已构成多个细分市场不同类型产品组合，满足高中低终端不同客户需求。迈瑞监护仪不断推陈出新，未来升级替代将带来可观市场空间。2020年实现销售28万台，近五年来CAGR为20.7%。
- 未来市场多看点：
 - 监护仪产品已能够实现完全国产化，技术相对成熟，未来马太效应会更加明显，迈瑞第一市场地位稳固；国内每百万人ICU床位数量仍与发达国家存在较大差距，未来整体市场有望受益于ICU建设而扩容；
 - 海外市场监护仪是尖刀产品，同样需要把握企业的营销能力，新兴市场拓展有望加速，疫情暴露医疗系统短板，部分国家疫情新基建有望刺激增长。
- 监护仪在英国市场占有率已是前三，ROW市场布局迈瑞对标中国，计划通过建立更加细致的渠道管理和考核机制，以成熟产品打开市场带动其他产品进院，未来增长可期。

图表 26: 世界各国 ICU 每百万人



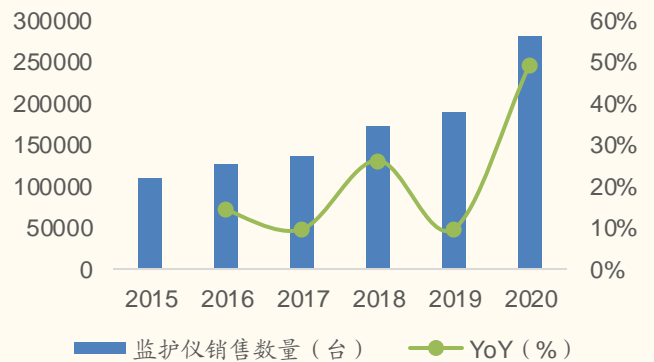
来源: WIND, 国金证券研究所

图表 27: 中国监护仪进口出口份额 (万美元)



来源: 世界银行, 国金证券研究所

图表 28: 公司监护仪销售数量 (台) 及增速 (%)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 29: 迈瑞医疗多款不同层次监护产品



来源: 迈瑞医疗官网, 国金证券研究所

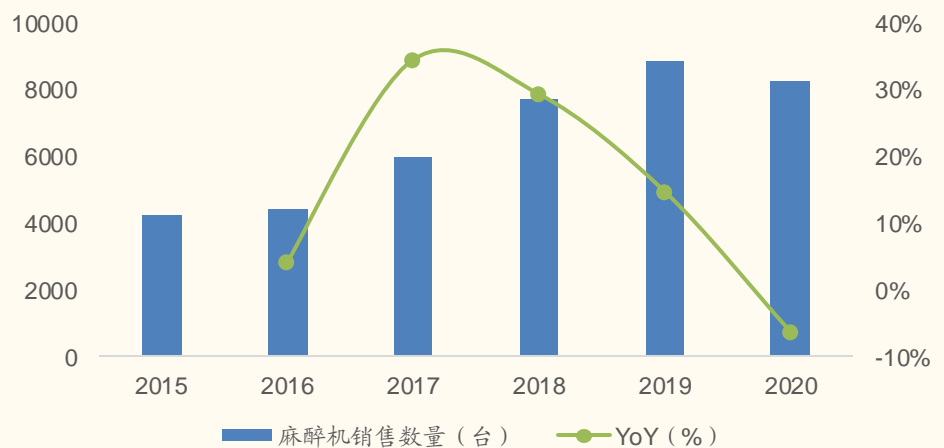
■ 监护仪发展有望被复制: 中低端市场切入, 聚焦用户需求打造产品差异化

- **阶段一模仿为主：**从血氧饱和度监护仪和多参数监护仪开始，公司以低价迅速打入了中低端市场，并一直通过核心客户反馈、龙头技术潮流进行产品优化。
- **阶段二微创新打造差异化：**公司逐步形成了对产品需求的理解和掌控能力，利用搭建的成熟产业链，快速将临床上的痛点需求转化为产品的功能，推出了例如转运监护仪、血球 CRP 等切中要点的产品。
- **阶段三挑战者到引领者：**伴随经验及临床需求分析，公司在监护仪领域逐步进入技术无人区，开始开发和指导临床需求，例如，推出了能够提前 4 至 6 个小时诊断和干预脓毒症等多项智能化功能的 N 系列监护仪，使得公司在监护仪领域开始逐渐引领全球技术突破。
- 我们认为，三阶段成长模式中，迈瑞摸索出自有的发展逻辑，对后续产品的发展提供了其他企业难以复刻的宝贵的经验。

麻醉机：国内进口替代明显，海外高端产品有望放量

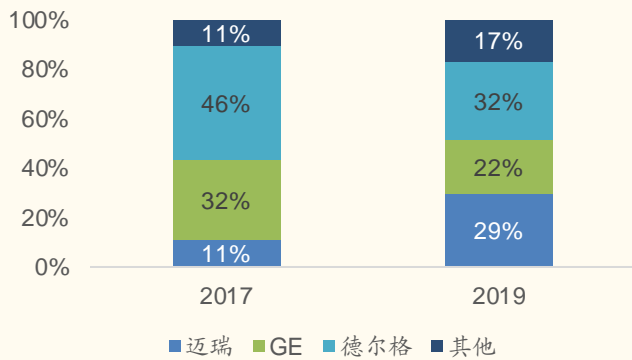
- **国内市场销量第一，市场集中度高，高端市场是未来重要突破口。**
 - 公司麻醉机有中高端 A 系列和全段覆盖 WATO 系列。2021 年新上市的 A9 搭载了新一代电子蒸发器和创新呼吸系统，实现了目标控制麻醉，开创麻醉定速巡航时代，让麻醉过程更加快速、精准、平稳。
 - 根据中国医疗装备协会数据，麻醉机在 2017-2019 年间，迈瑞的市场份额由 11% 增长至 29%，其份额主要来自于进口产品的市场份额，国产替代趋势明显。2020 年迈瑞销量达 8247 台，国内排名国内第一，未来行业竞争格局稳定，迈瑞龙头地位稳固。
 - 迈瑞麻醉机在二级医院的销售占比较大，产品价格对比海外产品具备明显的优势，A9 高端系列再一重磅产品推出后，三级医院市场份额有望进一步提高。
- **海外市场全球第三，美国市场第三。**迈瑞产品之所以能够在美国取得成功，我们认为与美国参与研发有较大关系，能够更全面的掌握当地市场用户需求。美国市场回溯成功也证明了迈瑞麻醉机产品的品质过硬，未来在其他海外市场拓展具备实力，但麻醉机市场国外巨头布局时间长，渠道建设深厚，未来成熟市场的拓展仍存在挑战。

图表 30：公司麻醉机销售数据（台）及增速（%）



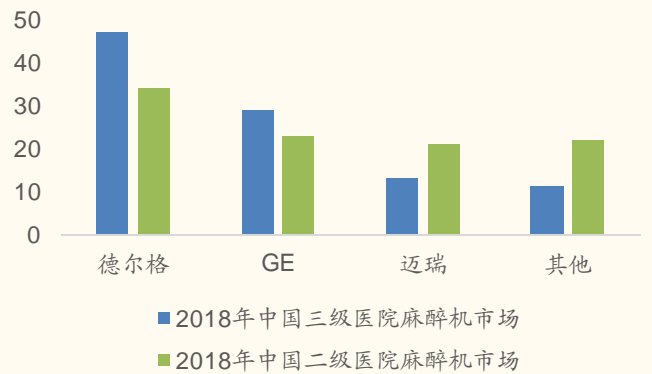
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 31: 麻醉机市场竞争格局 (销售金额口径)



来源: 中国医疗器械协会, 国金证券研究所

图表 32: 2018 年中国麻醉机按医院划分竞争格局 (%)

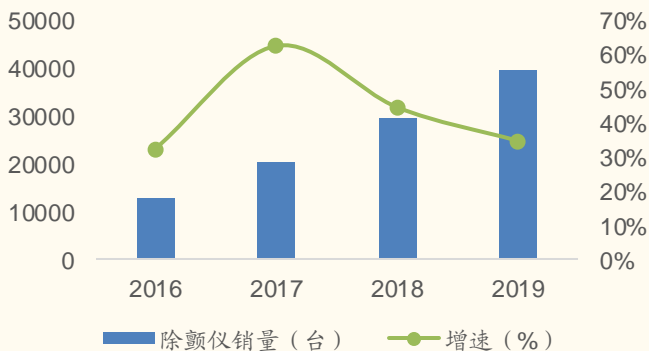


来源: WISMAR, 国金证券研究所

除颤仪: 除颤领域国内领导者, 未来增长确定性高

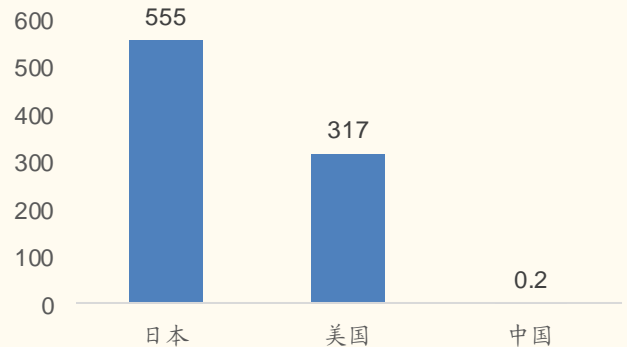
- 公司除颤产品线包括 BeneHeart D 除颤系列、AED 系列及心电图机 BeneHeart R。2019 年销售近 4 万台, 增长速度维持 30% 以上。迈瑞是最早推出除颤产品的国产企业, 打破了多项技术垄断, 是国家除颤标准的制定者之一。市场中主要的竞争对手美国卓尔医学、飞利浦及瑞士席勒等外资企业, 迈瑞产品上市后为除颤产品的价格下降做出贡献。
- 国内市场渗透率低, 政策驱动增长确定性较高。据前瞻产业研究院测算, 中国 AED 行业 2026 年市场规模将近 30 亿元, 对比 AED 的渗透率, 我国大陆地区每十万人 0.2 台, 与美国日本差距悬殊, 有较大的放量空间。
- 市场政策驱动, 例如北京市计划 2022 年底, 北京市所有轨道交通车站将实现 AED 设备全覆盖, 一线站务人员培训取证率达 80% 以上, 以每站 1 台 AED 设备的配置标准, 共涉及 388 座车站。未来若在全国范围内普及, 将有较大的成长空间。

图表 33: 迈瑞除颤仪销售量 (台) 及增速 (%)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 34: 每十万人 AED 数量



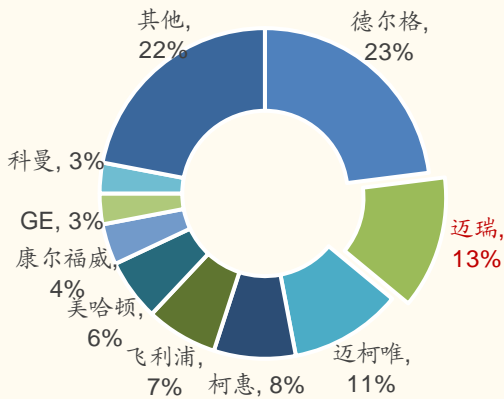
来源: 《健康报》, 国金证券研究所

呼吸机: 疫情加速产能提升及产业链完善, 海外市场拓展提速

- 国内市场第一, 针对需求精进技术, 不断实现突破
- 公司共四款呼吸机产品, 分别是 SV300、SynoVent E、SV800/SV600 和 NB350。SV300 是国内第一款电动涡轮呼吸机, 由中国、北欧、北美研发团队合作研究; SynoVent E 是公司全端产品; SV800/SV600 是高端系列。呼吸机高端配件大部分已经实现国产。
- 公司针对新生儿群体设计 NB350 新生儿小儿呼吸机, 配备全面的无创呼吸通气模式, 提供全程的无创呼吸支持, 满足各类新生儿呼吸治疗需求。

- 国内呼吸机消费量保持稳健增长，人均保有量与外发达国家差距较大，未来渗透率提高产品将迎来增长。
- 国际市场疫情中 SV300 的贡献较大，SV300 在 2020 年 3 月获得 FDA 的 EUA（紧急使用授权）认证，疫情期间对和产品需求量大，公司产能及供应链环节经受住了考验，开拓了国际高端市场。

图表 35：2019 年中国用呼吸机竞争格局（销售额口径）



来源：智研咨询，国金证券研究所

图表 36：国内呼吸机消费量（万台）

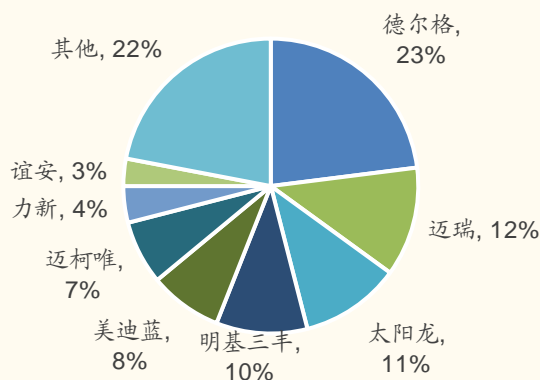


来源：智研咨询，国金证券研究所

灯床塔：市场份额居国内首位，协同效应明显，全球市场具备竞争力

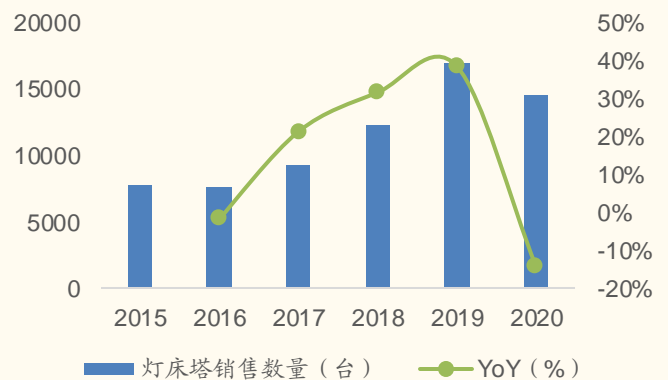
- 公司灯床塔产品包含吊塔吊桥、手术灯、手术床、数字化手术室等，是手术室的基础建设配套设施，公司在工业设计上一直较有优势，因此在产品端能够更好的发挥所长。2018 年迈瑞在国内占 12% 的市场份额，以以往价格进行估算近 5 亿销售额。
- 销量上，2020 年受疫情影响有所回落，预计未来伴随疫情恢复，将继续保持以往快速增长势头，基于：
 - 医疗基础建设、分级诊疗等政策带来增量空间；
 - 产品间协同效应强，公司进行产品组合销售有望持续放量。

图表 37：2018 年中国灯床塔竞争格局（销售额口径）



来源：中国医疗设备行业数据报告，国金证券研究所

图表 38：迈瑞灯床塔销售量（台）及增速（%）

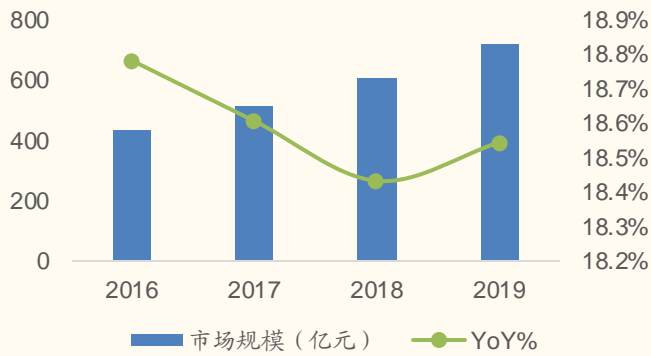


来源：智研咨询，国金证券研究所

体外诊断业务：化学发光将成为重要引擎，并购打造全产业链优势

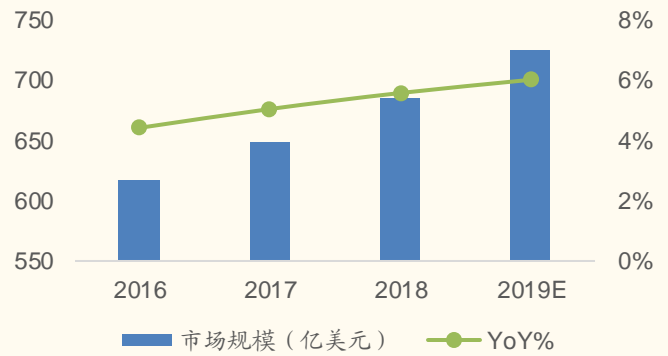
- 体外诊断市场容量大，从市场空间来看，超过其他两项业务的总体之和，中国 IVD 市场 2019 年达 716 亿元，全球市场 725 亿美元，其商业模式是以试剂的销售为主，迈瑞在 IVD 产线的投入高，目前包括的业务主要有血细胞检测、生化分析检测、化学发光免疫检测、凝血检测等，同时布局微生物、分子诊断领域，多赛道齐发力。

图表 39: 中国 IVD 市场份额 (亿元)



来源: 中国医疗器械蓝皮书 2020, 国金证券研究所

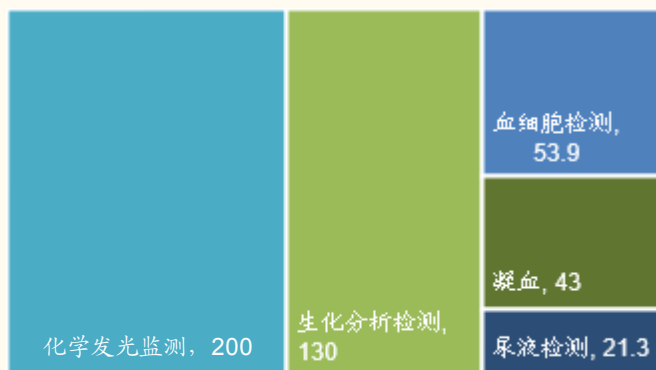
图表 40: 全球 IVD 市场份额 (亿美元)



来源: Allied Market Research, 国金证券研究所

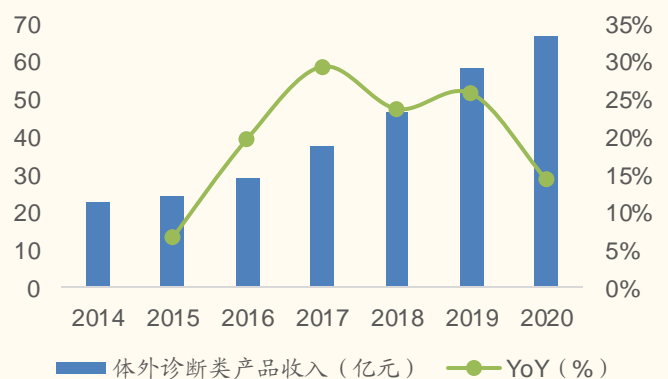
- 迈瑞体外诊断收入 2020 年达到 66 亿元, 近 5 年的 CAGR 为 22.4%。分试剂和仪器销售量来看, 仪器销量逐年稳步上涨, 2020 年销售 4.7 万台, 体外诊断试剂销售快于仪器销售速度。受疫情影响业务增长速度回落, 目前疫苗接种稳步推进, 未来有望重回快速增长趋势。
- 业务结构上, 公司 IVD 收入主要来自国内, 海外占比较低。渠道方面, 公司 1998 年做血球产品开始, 在医院检验科已经耕耘超过了 20 年, 渠道积累深厚。
- 我们认为, 体外诊断还将保持较快增速, 基于:
 - 第一是随着分级诊疗等政策推进需求扩容+DRGs, 行业集中度提高。IVD 行业厂家众多, DRGs 等政策影响下, 成本端和技术端有实力的厂家将有机会赢得较大的市场份额;
 - 第二是国产企业技术升级进口替代加速。尤其是化学发光、凝血领域, 国产化率均低于 20%, 有较大的市场空间, 目前国内厂家在技术上不断突破, 未来有望实现快速增长, 但上游原材料供应安全性问题上面临较大的风险, 迈瑞对国际顶尖原料提供商 Hytest 的收购, 引动了稳步增长的重要引擎。

图表 41: 迈瑞 IVD 主要业务中国市场份额矩阵 (亿元)



来源: 公开信息整理, 国金证券研究所。注: 市场规模数据为估计值。

图表 42: 迈瑞体外诊断业务收入 (亿元) 及增速 (%)



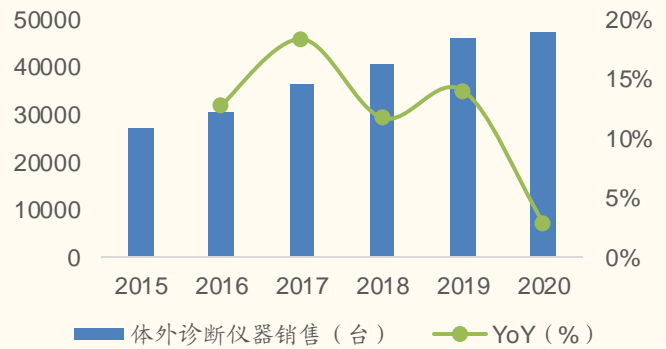
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 43: 迈瑞 IVD 试剂盒销售 (万盒) 及增速 (%)



来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表 44: 迈瑞 IVD 仪器销售 (台) 及增速 (%)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

血检业务: 国内国际领先者, 未来有望维持稳健增长

- **血细胞检测 2021 年中国第一, 全球第三。**公司血细胞检测产品有三类, 分别是三分群血液细胞仪、五分类血液细胞分析仪和血液分析流水线。三分群产品开放系统为主竞争激烈, 多在下沉市场销售, 五分类封闭系统有一定壁垒, 价格较高, 竞争格局相对较好。

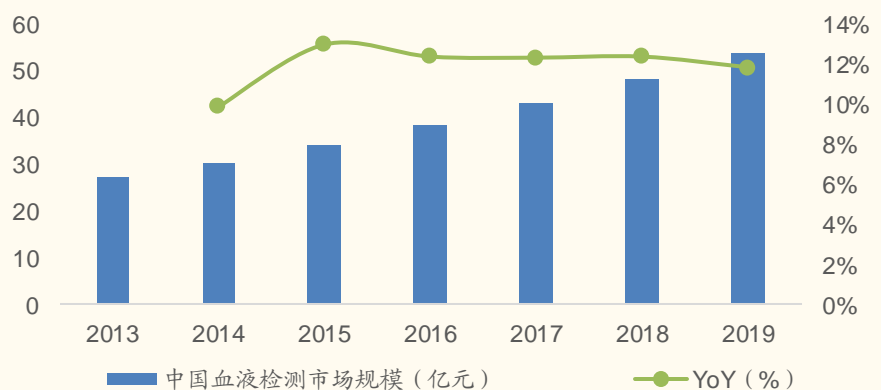
图表 45: 三分类和五分类血球分析仪对比

| 项目 | 三分类 | 五分类 |
|------|---|--|
| 原理 | 将白细胞分成三大类, 小细胞群 (淋巴细胞)、中间细胞群 (嗜酸细胞、嗜碱细胞及单核细胞)、大细胞群 (中性粒细胞) | 将白细胞直接分为淋巴细胞、嗜酸细胞、嗜碱细胞、单核细胞和中性粒细胞 |
| 技术 | 大部分是电阻抗检测技术 | 大部分是光散射检测技术 |
| 检测方法 | 基于库尔特计数原理, 以细胞体积的大小进行计数和区分细胞。细胞体积与脉冲信号幅度成正比, 脉冲信号数等于通过的细胞数。 | 以 SYSMEX XT-2000i 血液分析仪为例, 使用半导体激光束照射细胞, 根据本所产生的前向散射光、侧向散射光和侧向荧光三种信号来区别细胞。 |
| 发展趋势 | 下沉到基层, 乡镇卫生院 | 医院广泛使用 |
| 系统 | 以开放式系统为主 | 以封闭式系统为主 |
| 竞争状况 | 较为激烈 | 竞争格局相对良好, 集中度较高 |
| 价格 | 较低 | 较高 |
| 公司代表 | 希森美康、迈瑞医疗、加斯戴克 (迈克生物子公司)、帝迈 (美康生物子公司) | |

来源: CNKI, CAVID, 国金证券研究所

- 据观研天下, 中国血检市场规模 2018 年达到 48.2 亿元, 整体保持 10% 左右的速度稳健增长, 市场集中度较高, 迈瑞和希森美康为主要玩家, 分别占有约 30%、40% 的市场份额。

图表 46: 中国血液检测市场规模 (亿元) 及增速 (%)



来源：观研天下，国金证券研究所

- **迈瑞是血细胞检测的领导者，推出多款首发产品。**24 年的经验积累产品实现从低端到高端的突破，打造世界一流水准的产品，已经建立坚实的品质服务形象，未来有望稳步提高，争取海外市场更多销售份额。
- **BC-7500 高端产品推出，迅速覆盖全国 30 余省份。**五分类血液细胞分析仪从 5 系列、6 系列到 2020 年推出 BC-7500 不断从多维度升级产品，BC-7500CRP 实现末梢血和静脉血检测、高速 CRP 检测“三合一”，将血液分析仪的中国制造水准提升至一个新的高度。上市一年时间覆盖全国 1/3 三甲医院，50%三级以上医院，40%Top100 妇幼儿童医院装机，可以看到迈瑞在渠道的效率和品牌的力量具备强劲实力。

图表 47: BC-7500 带来综合医院效率提升



来源：公司官微，国金证券研究所

图表 48: BC-7500 带来妇幼儿童医院效率提升



来源：公司官微，国金证券研究所

- **迈瑞 7 系全自动血液分析流水线 CAL 7000 即将上市，有望带动业绩提升。**7 系流水线由全自动血液细胞分析仪 BC-7500 CS 或 BC-7500CRP，推片染色机 SC-120、全自动细胞形态学分析仪 MC-80、糖化血红蛋白分析仪 H50 等模块组成，可根据客户检测通量及检测项目需求灵活定制。此外，亦可实现静脉血和末梢血的批量全自动进样检测，提供血常规、CRP、SAA 三项联检的炎症整体解决方案，上市后有望带动产品放量，拉动业绩提高。

图表 49: 迈瑞 7 系血液分析仪流水线即将上市

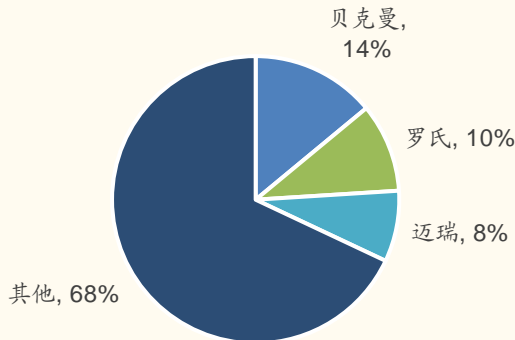


来源：公司官微，国金证券研究所

生化检测：中国第一全球第七，与流水线间协同使成本可控

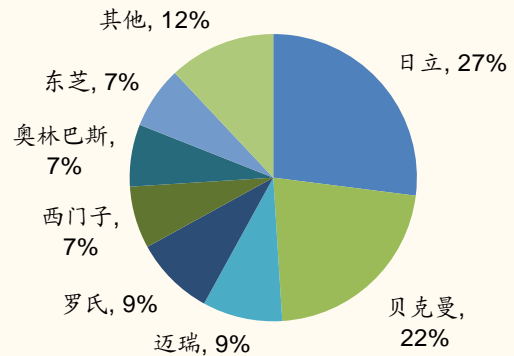
- 迈瑞生化产品丰富，包括天河生化免疫分析流水线，模块化生化检测系统，全自动生化分析仪以及配套生化试剂。试剂参与厂商较多，竞争激烈，据中国医学装备学会数据，迈瑞 2017 试剂及仪器加总市场份额共占有 8%，单看分析仪器方面市场占有率为 9%，市场中最主要的竞争厂商是“罗雅贝西”。生化仪器技术的门槛高，迈瑞是位数不多的拥有自主知识产权生化仪器的厂家。

图表 50: 2017 中国生化诊断市场竞争格局



来源：中国医学装备学会，国金证券研究所

图表 51: 2017 中国生化分析仪市场竞争格局



来源：中国医学装备学会，国金证券研究所

- 协同首条全自主检测模块 TLA 流水线放量，对比国产厂家具有成本优势。2019 年，迈瑞 M6000 发布，整合生化、免疫、血液、凝血四大自主检测系统，为中国首条全自主检测模块流水线。以发光为例，M6000 流水线最大可连接总测速达 1 万多测试发光模块，同时搭载新颖的磁动力三线设计轨道，配以信息数据管理系统，实现全流程数据交互式管理。国内厂家流水线多搭配进口生化免疫模块仪器，迈瑞实现全自主具有一定的成本优势。

图表 52: M6000 全实验室智能化流水线



来源：迈瑞医疗，国金证券研究所

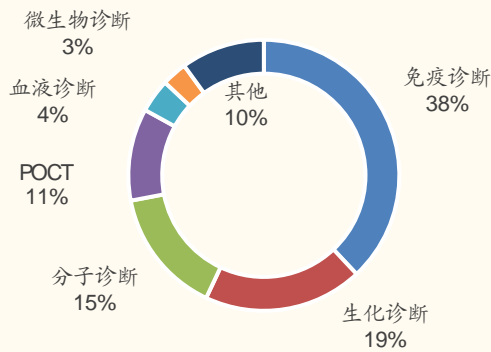
- 2021 年，迈瑞发布 BS-2800 全自动生化分析仪，上市有望带来生化板块升级空间。BS-2800M 迈瑞经过长时间充分调研临床生化检测实际应用场景，深度挖掘用户需求，独创 1 分钟立检功能，在 10 分钟内，临床即可获得报告，有效提升 TAT 时间；同时通过独创的 PDR 光测平台、超声波清洗等技术，保证检测结果精准有度。

化学发光：未来增长主力之一，收购上游原料厂商打通产业链

- 免疫诊断是 IVD 最大的细分领域，占有 38% 比例，化学发光是免疫诊断的重要检测手段，预计国内 2020 年化学发光市场有接近 300 亿元。保持较快增长。

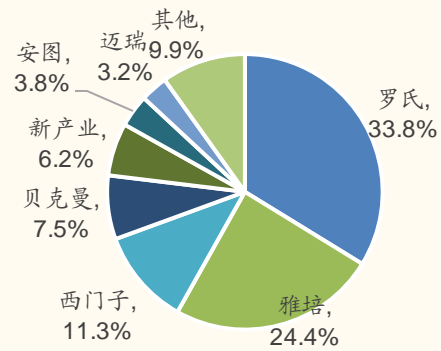
- 迈瑞化学发光切入时间较晚，但是发展十分迅速，2020年在未拿到新冠抗体试剂国内注册的情况下，仍然维持了国内化学发光新增装机前列的位置。
- 化学发光市场近80%被“罗雅贝西”垄断，未来进口替代是较好的市场机遇，此外，随着技术的更新换代，下沉市场的开拓空间也较为可观。
- 迈瑞营销网络扎实，对终端的掌控力强，化学发光一直维持着高速增长，高速机的占比逐年增加。同时，通过对每台化学发光仪器的联网，可以实现实时监测化学发光试剂的消耗情况，利于管理和信息获取。

图表 53: 2018 年中国体外诊断细分市场占比



来源：中国医疗器械蓝皮书 2019 版，国金证券研究所

图表 54: 2018 年化学发光行业竞争格局



来源：体外诊断网，国金证券研究所

- **收购顶尖原料提供商，布局上游降低原料风险。**2021年，迈瑞以5.45亿欧元的交易对价，收购全球顶尖的专业IVD上游原料供应商HyTest。在心标领域，cTnI（心肌肌钙蛋白I）是衡量IVD公司的免疫检测系统能力和产品质量标杆，2004年HyTest的cTnI被AACC选为国际心肌标准物质的原料。此外，HyTest在传染病、炎症、凝血等方面也有原研和生产能力。技术层面，HyTest具有扎实的单克隆抗体设计、研发和生产能力，同时，能够快速满足新的和不断增长的市场需求，收购后进一步增强企业的综合竞争力。
- **政策压力下，产品实力是核心竞争力。**根据中国医学装备协会评定的第六批优秀国产医疗设备评分来看，迈瑞产品的技术得分及企业得分均居高位。在医保控费和DRGs的大背景下，重点是提升包括肿瘤、传染病等主流常规项目检测的稳定性和一致性。
- **进口替代仍然具有挑战，需要时间与耐心。**由于试剂研发所涉及的上游原料的筛选、修饰等程序，会耗费大量的时间进行试验，因此在技术上短时间内实现突破或有一定困难，但HyTest的收购，会在一定程度上帮助迈瑞缩短研发周期，实现技术的加速推进。

图表 55: 第六批优秀国产医疗设备 (全自动化学发光免疫分析仪)

| 序号 | 企业 | 型号 | 技术得分 | 企业得分 |
|----|--------------------|---------------------|-------|-------|
| 1 | 博奥赛斯(天津)生物科技有限公司 | Axceed 260 | 76.77 | 98.89 |
| 2 | 深圳迈瑞生物医疗电子股份有限公司 | CL-1000i/CL-1200i | 83.84 | 98.89 |
| 3 | 深圳迈瑞生物医疗电子股份有限公司 | CL-2000i/CL-2200i | 91.92 | 98.89 |
| 4 | 深圳迈瑞生物医疗电子股份有限公司 | CL-6000i/CL-6200i | 95.96 | 98.89 |
| 5 | 深圳迈瑞生物医疗电子股份有限公司 | CL-900i/CL-920i | 81.82 | 98.89 |
| 6 | 深圳市新产业生物医学工程股份有限公司 | Maglumi 2000 Plus | 79.8 | 94.44 |
| 7 | 深圳市新产业生物医学工程股份有限公司 | Maglumi 2000 | 78.79 | 94.44 |
| 8 | 深圳市新产业生物医学工程股份有限公司 | Maglumi 800 | 77.78 | 94.44 |
| 9 | 深圳市新产业生物医学工程股份有限公司 | Maglumi 4000 Plus | 82.83 | 94.44 |
| 10 | 深圳市新产业生物医学工程股份有限公司 | MAGLUMI X8 | 88.89 | 94.44 |
| 11 | 郑州安图生物工程股份有限公司 | AutoLumo A2000 Plus | 84.85 | 93.33 |

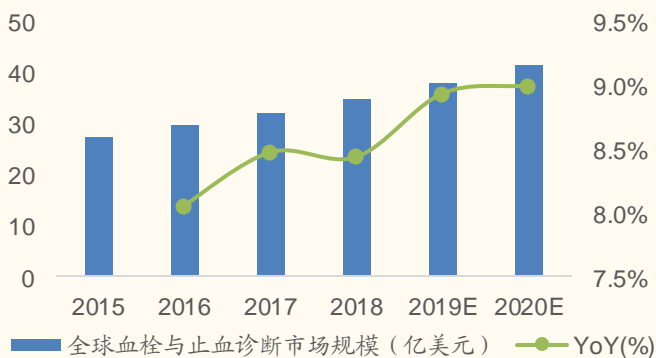
来源: 中国医学装备协会, 国金证券研究所。注: 仅陈列部分公司, 并非全部, 排名不分先后

- **CL-8000i 发布, 发光进入千速时代。**2021 年迈瑞发布 CL-8000i 全自动化学发光免疫分析双模块 CL-8000i 发光可以达千速, 同时行业内全球独有的涡旋+超声波混匀技术, 有效减少纤维蛋白样本干扰, 保证结果准确; 样本急中急功能, 为胸痛中心样本提供绿色通道, 检测畅通无阻; 校准质控自带条码、全自动混匀等智能化设计, 操作更简单, 效率更高。

凝血检测: 外资垄断, 国产厂商逐步发力

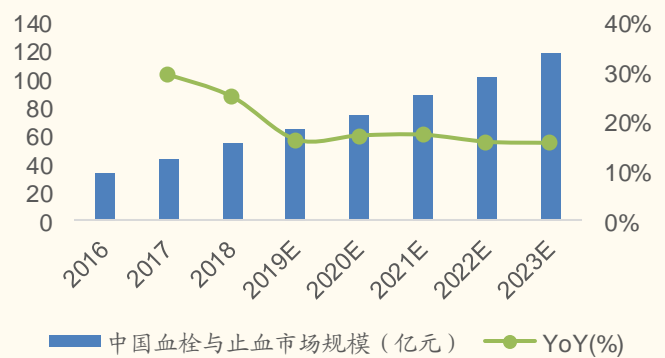
- 凝血是 IVD 行业增长迅速的细分领域之一, 根据 Technovia 分析, 2015-2018 年全球凝血市场 CAGR 为 8.6%, 中国约为 19.0%, 增速大幅领先国际平均水平, 未来中国凝血市场加速扩容潜力巨大。
- 跨国企业占据我国凝血市场的主要份额, 进口替代空间广阔。全球市场主要被西门子、沃芬、斯塔高、希森美康四家占据, 在国内市场, 迈瑞市场份额仅有 3%, 预计随着国产企业产品性能、品牌知名度不断改善提升, 国产企业有望逐步取代进口企业夺取更多市场份额。

图表 56: 全球血栓与止血诊断市场规模及预测



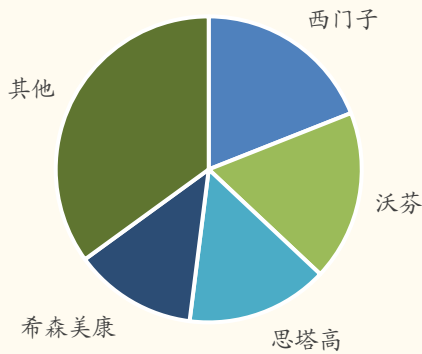
来源: Technovia, 国金证券研究所

图表 57: 中国血栓与止血诊断市场规模及预测



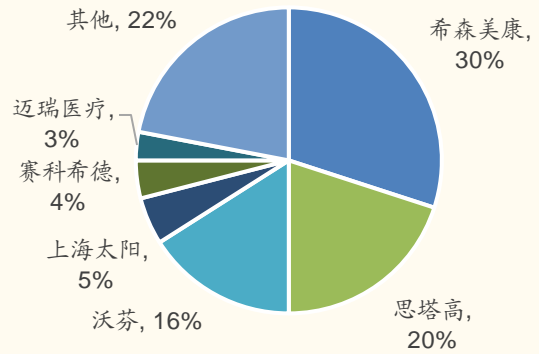
来源: 广州标点, 国金证券研究所

图表 58: 2017 全球实验室凝血检测市场竞争格局



来源: EvaluateMedTech, 广州标点, 国金证券研究所

图表 59: 2018 年中国血栓与止血体外诊断市场竞争格局

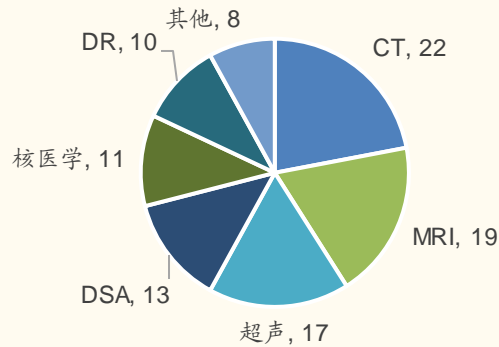


来源: Kalorama, 国金证券研究所

医学影像: 超声需求逐步恢复, 移动便携设备有望加速渗透

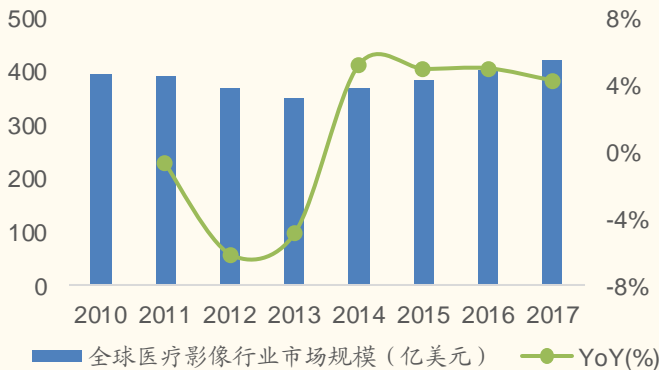
- 医疗影像行业包含 CT、MRI、超声、DSA、DR 等, 全球医疗影像行业 2017 年市场规模 420 亿美元, 整体保持 4% 左右增速, 中国 2017 年市场有 73 亿美元, 中国市场的增长速度快于全球。

图表 60: 中国影像设备市场分布 (%)



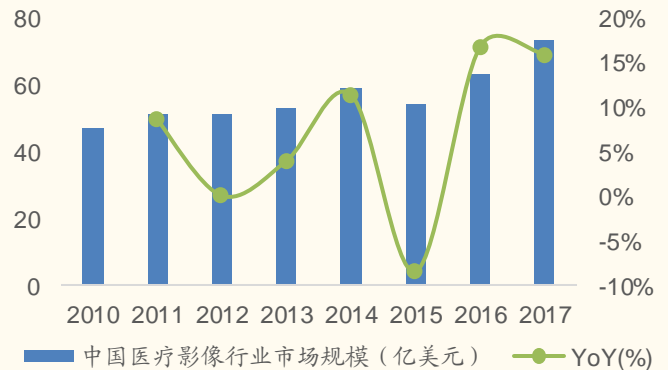
来源: 《2020 年中国医疗影像产业链》, 国金证券研究所

图表 61: 全球医疗影像行业市场规模 (亿美元)



来源: 国产医疗设备成熟度调查分析, 亿欧智库国金证券研究所

图表 62: 中国医疗影像行业市场规模 (亿美元)



来源: 亿欧智库, 国金证券研究所

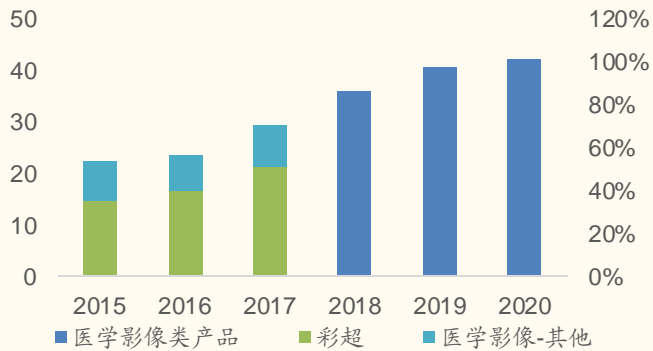
- 超声业务近两年由于政策及疫情暂时承压, 高需求及设备更新驱动下, 未来增长确定性高。迈瑞医学影像业务包括超声设备和数字 X 射线成像产品。2020 年实现营收 42 亿元, 近五年 CAGR 为 13.5%。业务结构方面, 大部

分产品是彩超，与整体行业发展趋势相吻合；2020年实现近2.5万台彩超销售，超声业务增速放缓，2019年受基层及民营医院采购放缓影响，2020年受疫情影响，随着疫情恢复和医疗建设推进，未来有望逐渐恢复高增长，基于：

医用超声波诊断设备没有辐射危害，性价比高，性能优良，应用广泛，麻醉、急诊、ICU多临床科室存在使用需求；

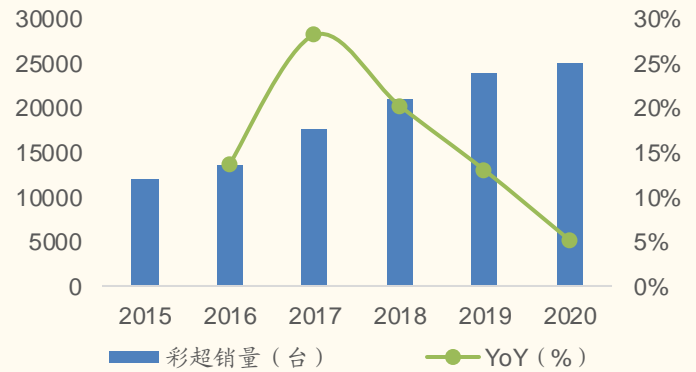
根据 QY research 估计，大型医院通常三年更换一次彩色设备，更换彩超设备市场规模将达到 70-200 亿人民币，迈瑞拥有高端彩超产品，有望受益换代升级。

图表 63：公司医学影像类产品收入（亿元）



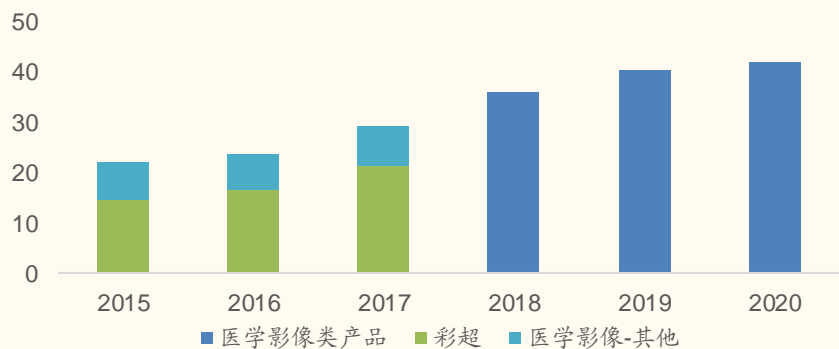
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 64：迈瑞超声类产品销量数据（台）及增速（%）



来源：亿欧智库，国金证券研究所

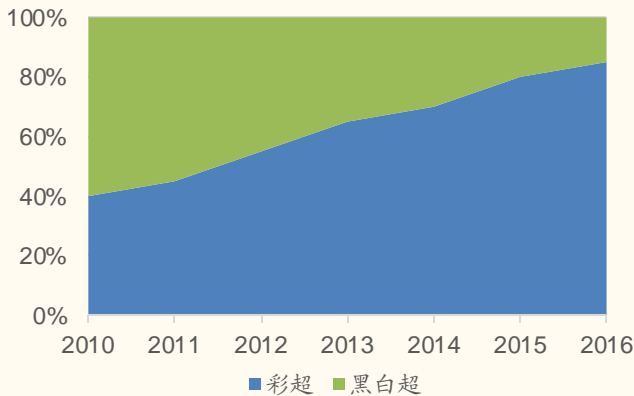
图表 65：公司医学影像类产品收入（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

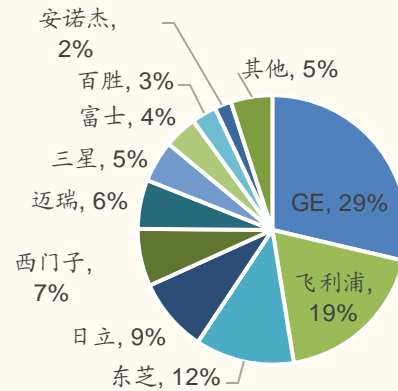
- 全球超声竞争格局较为集中，主要为 GE、飞利浦、东芝三家，2017 迈瑞占 6% 的市场份额，排名第六。随着业务的不断发展，目前迈瑞已成为全球第五的超声设备供应厂商，但市占率仍为个位数，有较大的上升空间。

图表 66: 中国彩超、黑白超市场份额



来源: 亿欧智库, 国金证券研究所

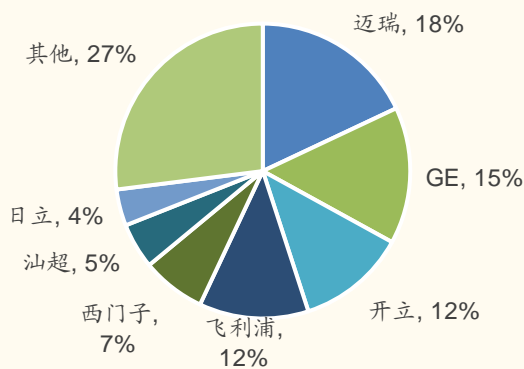
图表 67: 2017 年超声全球市场竞争格局



来源: 亿欧智库, 国金证券研究所

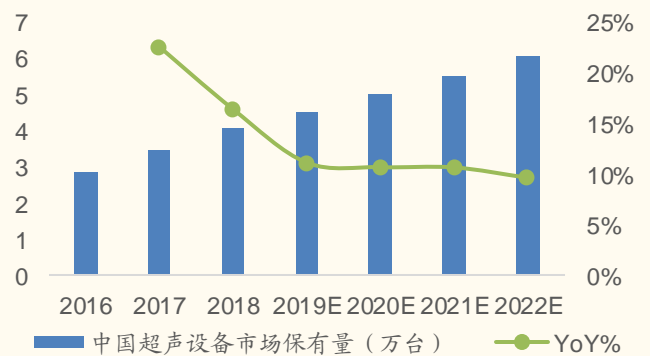
- 国内高端超声市场潜力较大, 便携超声科室拓展带来发展空间。根据亿欧智库报告分析, 中国预计到 2022 年超声设备市场将达到 6 万台, 预计近年将以 10% 左右的增速稳健增长。
- 国内中低端超声已基本实现国产化, 但高端领域仍有很大的替代空间, 公司的 RE 系列在二三级医院的核心超声科室仍然有很大的增长空间。超声检测在麻醉、急诊、ICU、介入等众多临床科室都存在使用需求。在 2020 年新冠抗疫期间, 迈瑞 M 系列便携彩超就在抗疫一线如 ICU 科室被广泛应用, 通过图像辅助诊断, 未来有望加速在其他科室渗透带来业绩提升。
- 2013 年, 迈瑞以 1.05 亿美元的价格收购美国的 Zonare 公司, Zonare 是一家在高端放射领域的领军企业, 推出高端彩超 Resona 系列, 搭载了中美研发中心协同研发的 ZST 域光平台, 突破了传统超声成像平台技术限制, 实现了同步提高空间、时间、组织均匀性的超声图像需求。
- 公司迈瑞医疗便携超声由于灵活性高在疫情中发挥了重要作用, 加速了在科室间的渗透, 未来有望持续贡献销量。

图表 68: 2019 中国医用超声设备竞争格局 (销售额)



来源: 智研咨询, 国金证券研究所

图表 69: 中国超声设备市场保有量 (万台)



来源: 亿欧智库, 国金证券研究所

图表 70: 公司彩超在高端产品性能上与国内厂家对比

| 项目 | 关键技术产业化项目指标要求 | 迈瑞医疗 | GE 医疗 | 飞利浦 | 开立医疗 | 祥生医疗 | |
|--------|---------------|----------------------------------|-------|-----|------|------|-----|
| 关键技术 | 数字化波束合成 | 有 | 有 | 有 | 有 | 有 | |
| | 高帧频彩色血流成像 | 有 | 有 | 有 | 有 | 有 | |
| | 小型化设计技术 | 有 | 有 | 有 | 有 | 有 | |
| | 多模态技术 | 利用灰阶、彩色、频谱、弹性等多模态超声影像信息进行综合判断的技术 | 有 | 有 | 有 | 有 | 有 |
| | | 利用超声、磁共振、CT 进行多模态成像技术 | 有 | 有 | 有 | 未知 | 研发中 |
| | 实时三维成像 | 传统实时三维成像技术 | 有 | 有 | 有 | 有 | 有 |
| | | 面阵探头实时三维成像技术 | 研发中 | 有 | 有 | 研发中 | 研发中 |
| | 关键部件 | 造影剂谐波成像 | 有 | 有 | 有 | 有 | 有 |
| | | 剪切波弹性成像 | 有 | 有 | 有 | 未知 | 研发中 |
| | | 高密度单晶材料探头 | 有 | 有 | 有 | 有 | 有 |
| 二维面阵探头 | | 研发中 | 有 | 有 | 研发中 | 研发中 | |
| 主要指标 | 物理通道数≥128 | 有 | 有 | 有 | 有 | 有 | |

来源: 祥生医疗招股书, 国金证券研究所

新兴业务: 领域想象空间大, 撑起可持续发展空间

微创外科: 百亿蓝海市场, 迈瑞是实力竞争者

- 微创外科器械中医用内窥镜是临床常用器械, 它集中了光学、人体工程学、精密机械、现代电子、计算机软件等为一体的用于在临床检查、诊断、治疗中为医生提供人体内部解剖结构图像的医用设备。主要分为软镜(胃镜、肠镜等)、硬镜(腹腔镜、关节镜)。
- 硬镜按照内窥镜的工作光谱范围, 包括白光内窥镜和荧光内窥镜。其中, 白光内窥镜的图像基于 400-700nm 的可见光光谱, 荧光基于 400-900nm 光谱, 对比白光能同时实现表层以下组织的荧光显影(如胆囊管、淋巴管和血管显影), 对术中精准定位和降低手术风险起到关键的作用, 如下图, 白光视野下, 胆管与其他组织混同, 医生仅能通过经验判断, 而荧光视野下胆管清晰, 便于医生准确实施切除。
- 未来发展方向是外科手术微创化, 内窥镜图像清晰化, 内窥镜影像技术复合化, 外科手术可视化和智能化。

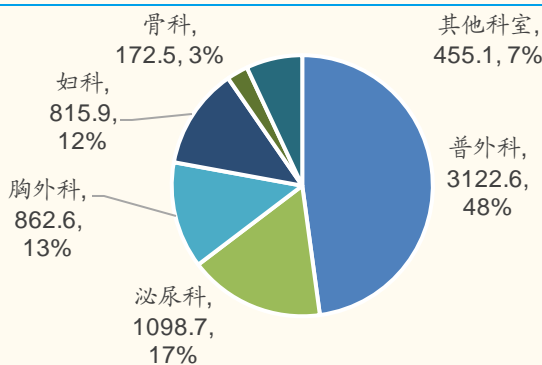
图表 71: 不同荧光情况下的胆囊切除图像



来源: 海泰新光招股书, 国金证券研究所。

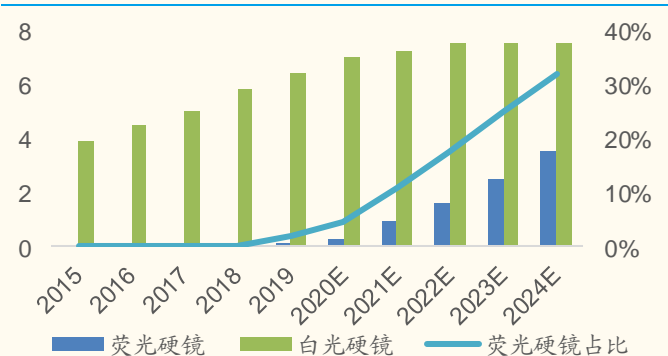
- **内窥镜赛道处于发展初期, 国产化率不足 10%。**我国内窥镜发展近 30 年, 相对国外发达国家时间较短, 荧光硬镜 2016 年开始发展, 处于行业发展初期, 整体技术水平及产业化进程落后于发达国家。在 2018 年国内 90% 内窥镜市场为外资所占有, 国产品牌不足 10%, 其中硬镜类国产仅为 5%。
- **荧光硬镜能更好的满足临床需求, 预计未来市场份额逐年提高。**从内窥镜整机系统的角度, 由于荧光内窥镜系统兼具白光和荧光两种模式的显影能力, 对于终端医疗机构来说, 可实现设备一体化功能, 即既能满足传统白光内窥镜的临床需求, 也能满足对病灶识别能力要求较高的荧光视野手术需求, 有效减少手术室的设备配置并提升医院的科室诊疗能力购预算充足的情况下, 终端医疗机构更有意愿采购荧光内窥镜整机系统产品。因此, 未来内窥镜市场中荧光产品的市场份额将逐年提高, 而白光硬镜的市场占比呈现下降态势。
- **2019 年硬镜总体市场规模为 65 亿元人民币, 卡尔史托斯、奥林巴斯、史赛克是主要玩家; 荧光硬镜仅 1.1 亿元 (占总体 1.7%), 市场呈现双寡头局面, 被 Novadaq 和欧普曼迪两大企业垄断, 预计未来将保持快速提升。**

图表 72: 硬镜的使用范围广泛



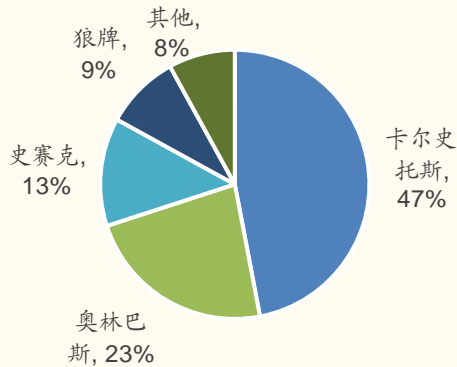
来源: 海泰新光招股书, 国金证券研究所

图表 73: 中国硬管式内窥镜市场份额 (十亿元)



来源: 弗若斯特沙利文, 海泰新光招股书, 国金证券研究所

图表 74: 2018 年中国硬镜市场格局 (百万元, 出厂价口径)



来源: 中国医疗设备行业数据发布大会, 中国医疗器械行业发展报告 (2019), 海泰新光招股书, 国金证券研究所

图表 75: 2019 年中国荧光硬镜市场格局 (百万元, 出厂价口径)



来源: 弗若斯特沙利文, 海泰新光招股书, 国金证券研究所

- 高水平荧光内镜系统加速国产替代, 成为未来发展新动力。迈瑞目前在内镜系列共有三款产品, 分别是 HyPixel R1、U1 和 HD3, 其中, R1 为 2021 年推出的 4K 荧光内镜摄像系统。
- HyPixel™ R1 搭载的 FluoDirect™ 技术在不改变手术操作习惯的前提下, 实时荧光叠加, 实现术中标记及导航, 同时荧光信号识别灵敏度高, 荧光与白光图像边界清晰一致、精准分明, 并且能够一键切换绿色荧光、黑白荧光、白光、三分屏等多种成像模式。荧光模式主要的临床应用场景包括: (1) 脏器及病灶显影, 实时定位导航切除; (2) 前哨淋巴结显影, 避免过度清扫; (3) 胃肠道血供评估, 降低吻合口瘘发生率, 未来发展值得期待。

图表 76: 迈瑞内镜产品

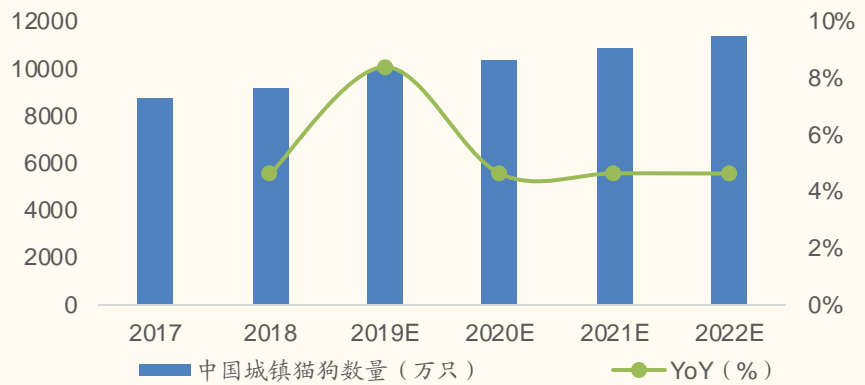


来源: 迈瑞官网, 国金证券研究所

兽用器械: 人医经验顺势转移, 宠物兽用器械有望迎来高增长

- 《2020 年宠物医疗行业白皮书》显示, 截止至去年我国家庭养宠犬猫总数已经超过一亿只, 我国的有宠物家庭比例为 23%, 英国为 45%, 美国达 69%, 相较而言仍旧较低。迈瑞前瞻性布局兽用医疗器械赛道, 目前已经有 10 多年的积累, 尤其是在欧美市场, 主要的产品有监护和超声设备。

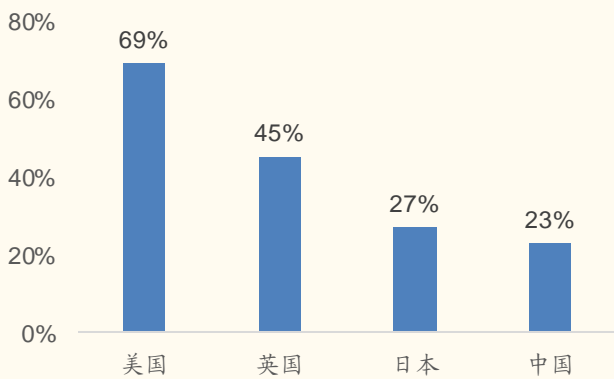
图表 77: 中国城镇猫狗数量 (万只)



来源:《2019 中国宠物医疗行业研究》, 鲸准研究院, 国金医药研究所

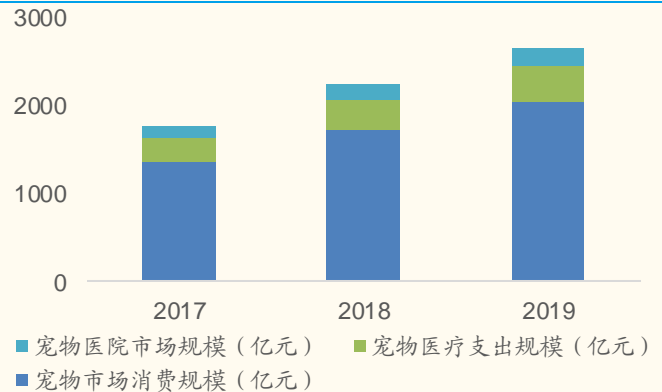
- 近年我国宠物医疗支出增长快速, 2019 年达 405 亿元, 过去三年 CAGR 达 23%, 我们认为未来宠物赛道将继续保持高速增长, 基于三点: 第一经济稳步发展, 人们消费范围越来越广; 第二独生子女和独身主义人群对陪伴的需求; 第三人口老龄化对陪伴的需求。顺应宠物市场增长趋势, 迈瑞于 2020 年 10 月成立了深圳迈瑞动物医疗科技有限公司, 注册资本为 2 亿元, 专注于动物医疗方向的发展。

图表 78: 不同国家有宠物家庭比例 (%)



来源: 波奇宠物招股书, 国金证券研究所

图表 79: 中国宠物医疗行业市场规模 (亿元)



来源: 前瞻产业研究院, 国金证券研究所

- 兽用器械与人用器械之前技术迁移成本低, 迈瑞动物医疗凭借集团在人医领域多年的技术和专利积累, 可以提供覆盖影像、手术室、实验室三大类别的动物医疗整体解决方案。
- 洞察市场能力强, 配套研发高效, 机会可以握住。2021 年 3 月, 迈瑞动物医疗推出一款全新的麻醉呼吸机 Veta 系列, 用于解决动物在手术过程中的麻醉与通气问题。迈瑞动物医疗工作人员调研发现, 现阶段动物医疗市场中大部分的麻醉机都是简易麻醉机, 不支持呼吸机功能, 而手术中保持动物患者通气却至关重要, 影响着手术成败。在此洞察之上, 迈瑞动物医疗“重新定义动物麻醉机”, 以“给到动物与人类同等的生命关怀”为起点, 面向市场推出了这款可实现智能化通气的动物麻醉机 Veta 系列。借助 VS 智能化通气模式, 医生只需要选择动物的体重, 一键即可自动同步开始麻醉的过程和通气的支持。这是业界第一款一体化设计的真正的麻醉呼吸机。
- 迈瑞动物医疗 BC-5000Vet 全自动五分类血液细胞分析仪, 是与成都大熊猫繁育基地的老师联合研发的设备, 也是业界目前唯一一台能够对大熊猫进行血液学分析的全自动五分类血液分析。

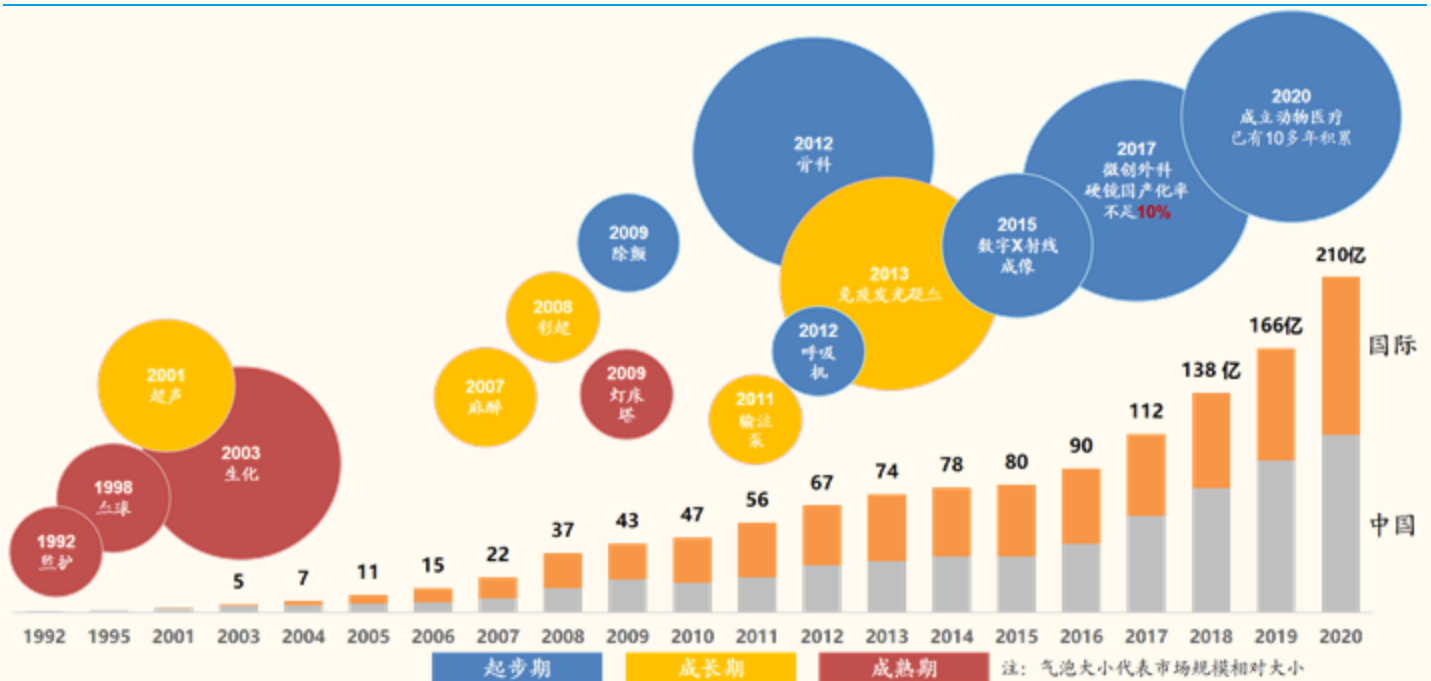
图表 80: 迈瑞动物医疗提供服务范围广, 产品线齐全



来源: 公司官微, 国金证券研究所

- 总体来看, 迈瑞已形成了具有层次感的产品管线, 具备可持续发展的实力。未来成长业务包括微创外科、宠物医疗、AED、骨科等, 正在发力的业务有化学发光、彩色超声等, 已成熟且具备较大竞争优势的有监护、灯床塔、血球、生化贡献稳定的现金流, 具备充足的业绩增长看点。

图表 81: 迈瑞产品布局清晰, 未来成长后续动力强劲



来源: 国金医药整理绘制, 国金证券研究所

图表 82: 迈瑞各个产品线市场规模及增速梳理

| 业务 | 国内排名 | 国际排名 | 国内市场份额 | 国际市场份额 | 国产化情况 | 国内增长速度 |
|----------------|------|------|----------------|----------------|-------------------------|---------|
| 生命信息及支持 | | | 124.1 亿 | | | |
| 监护仪 | 第一 | 第三 | 20 亿 (2017) | 28 亿美元 (2017) | 60% | 10-15% |
| 除颤仪 | 首发 | / | 7.5 亿 (2017) | 7.4 亿美元 (2017) | <10% | 15% |
| 麻醉机 | 第一 | 第三 | 10.6 亿 (2019) | 9.3 亿美元 (2017) | ~32% | 5% |
| 呼吸机 | 第一 | / | 24 亿 (2018) | 60 亿美元 (2016) | 15%-18% | 15%-20% |
| 灯床塔 | 第二 | / | 42 亿 (2018) | / | 较高 | <10% |
| 输注泵 | 第一 | / | 20 亿 (2019) | / | 20-50% | / |
| 体外诊断领域 | | | 448.2 亿 | | | |
| 血细胞检测 | 第二 | 第三 | 53.9 亿 (2019) | 30 亿美元 (2017) | 43% | 10%-15% |
| 生化分析检测 | 第一 | 第七 | 130 亿 (2019) | 86 亿美元 (2019) | 50% | 5% |
| 化学发光免疫检测 | 前列 | / | 200 亿 (2020) | 188 亿美元 (2019) | 20% | 15%-20% |
| 尿液检测 | 前列 | / | 21.3 亿 (2018) | / | 40% | 5% |
| 凝血 | 前列 | / | 43 亿元 (2018) | / | <10% | 15% |
| 医学影像领域 | | | 162.8 亿 | | | |
| 超声 | 第一 | 第五 | 92.8 亿 (2017) | 64 亿美元 (2017) | 28% | 6% |
| DR | 第一 | 第三 | 70 亿 (2018) | / | 较高 | >20% |
| 外科产品 | 前列 | / | 200 亿 (2020) | 200 亿美元 (2020) | 10% | <10% |
| 兽用器械 | 前列 | / | 400 亿 (2020) | / | / | / |
| 骨科产品 | 前列 | / | 308 亿 (2019) | 412 亿美元 (2018) | 关节 50% 脊柱 60% 创伤 80% | 14.3% |

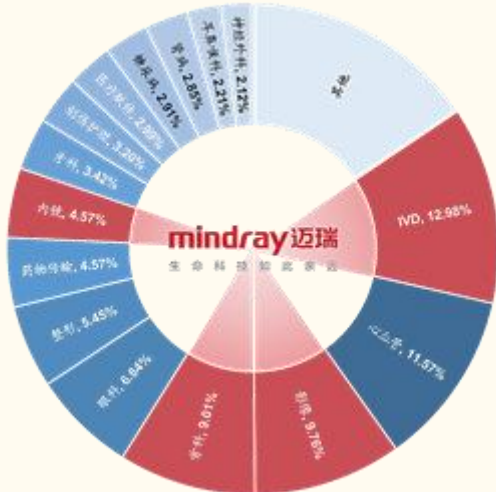
来源: 国金医药整理, 国金证券研究所。市场规模为估计值, 仅供参考。

全球市场：赛道景气度不改，迈瑞海外将迎来加速发展时代

全球市场扩张斜率陡峭，新兴市场及成熟海外市场空间广阔

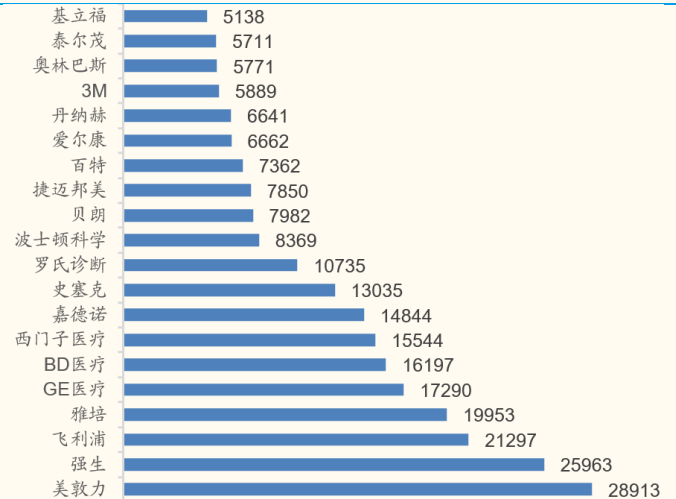
- 据 Evaluate MedTech 和医械汇测算，全球国际医疗器械市场规模保持稳定增长，2020 年在疫情的影响下需求激增，预计市场规模将超过 5000 亿美元，2016-2020 年 CAGR 为 6.6%。
- 迈瑞所涉及器械市场体量大，全球来看，据我们估计约占总体规模的 15%，近 750 亿美元，市场天花板高。但从全球范围看，2020 年迈瑞的营收 32 亿美元，与世界前列公司相比，有较大的发展空间。

图表 83：2019 全球医疗设备市场份额情况 (%)



来源：中国医疗器械蓝皮书 2020，国金证券研究所

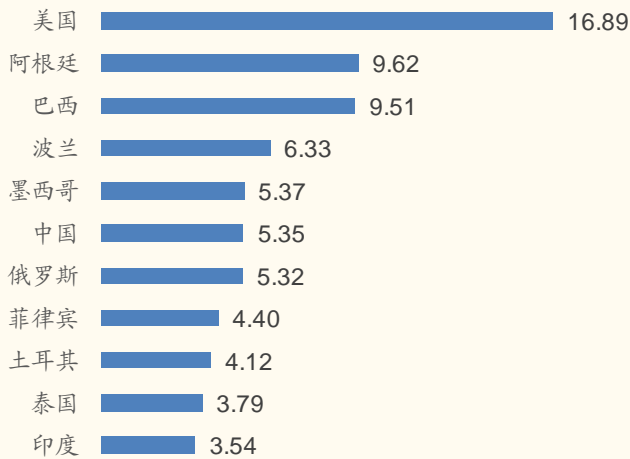
图表 84：2020 年世界前 20 医械企业营收 (百万美元)



来源：QEMed，国金证券研究所

- 海外新兴市场正处于发展早期，各国医疗总支出占 GDP 的比重较大。新兴市场国家中多数低于 6% 左右水平，对比发达国家如美国的 16.89% 有较大的差距，未来医疗器械具有较广阔的发展空间。
- 以亚太地区为例，据 CBRE 报告分析，亚太地区人口占全球的 60%，全球上市生命科学企业 2020 年 28% 的收入来自亚太地区，研发能力也在逐步跟进，未来有较大的发展潜力。
- 海外市场一带一路 16 国设立 19 个子公司。2014 年，迈瑞医疗就在肯尼亚首都内罗毕成立了分公司。目前，迈瑞医疗与中东欧 16 国在医疗健康行业有合作。例如在波兰，迈瑞医疗的设备覆盖超过 85% 以上的公立医院和私立诊所，而在匈牙利、塞尔维亚等国家，迈瑞与大学、医院合作。在整个中东欧地区，迈瑞每年举行近百场技术培训。
- 新兴市场提早布局，注重本地化运营。例如迈瑞印度公司于 2006 年开始运营，通过在古尔冈、孟买、钦奈和加尔各答建立地区办事处，已在当地建立了完善的销售和用服网络，在印度共 100 余人的销售队伍，本地化程度较高，对印度全国的公立私立市场的覆盖不断加深。
- 发展中国家有望延续中国发展道路，与市场共同成长。公司在采购管理、供应商管理、组织架构、合作理念、厂内信息系统等领域都具备实践经验。中国的发展路径有望在海外提供指导，公司目前的产品齐全，新兴市场拓展过程中能够提供整体化的解决方案，具备更有优势的竞争实力，随着公司全球品牌美誉度的提升，未来在发展中国家的渗透率有望加速提升。

图表 85: 各国 2018 医疗总支出占 GDP 比重 (%)



来源: 世界银行, 国金证券研究所

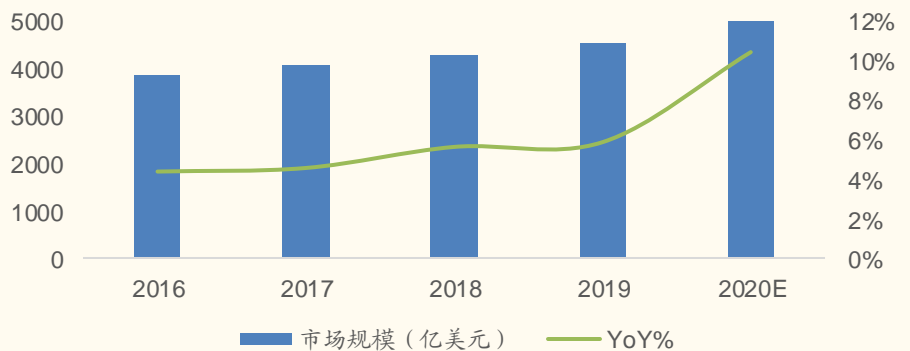
图表 86: 亚太地区医疗健康事业发展潜力大



来源: CBRE, 国金证券研究所

- 成熟市场主要包括欧洲和美国, 占据全球份额大半, 据 Evaluate MedTech, 2020 年美国医疗器械市场份额预计增长至 2300 亿美元 (+3.65%), 欧洲增长至 900 亿美元 (+4.65%), 发达国家的技术成熟, 并且格局比较稳定, 突破这两大市场充满挑战。疫情对全球经济发展造成一定压力, 但同时也对国家医疗卫生体系建设敲响警钟, 因此高性价比产品在竞争中优势地位明显。

图表 87: 2016-2020 全球医疗器械市场规模 (亿美元)



来源: Evaluate MedTech, Eshare 医械汇, 国金证券研究所

- 欧洲市场医疗基建投入高, 全面打开市场。基建方面来看, 欧盟即将启动 EU4HEALTH 计划, 预计 7 年内投入近百亿欧元用于加大欧盟卫生系统的建设。此外, 意大利、西班牙、法国、德国等国家分别计划投入数十亿欧元在卫生领域, 其中重点便是 ICU 床位的建设, 迈瑞欧洲有 300 人本地化团队, 保障销售深度开展。
- 美国市场技术高地, 需继续精进产品向高端渗透。美国现有 500 人本地化团队, 监护仪、麻醉机、POC 超声在美国均名列市场第三, 并且市场份额仍在进一步提升。美国市场作为技术高地, 有竞争力的产品可以在客户的不断检验中打磨出最好的产品, 保持稳步增长。

图表 88: 迈瑞医疗美国部分合作医院及机构

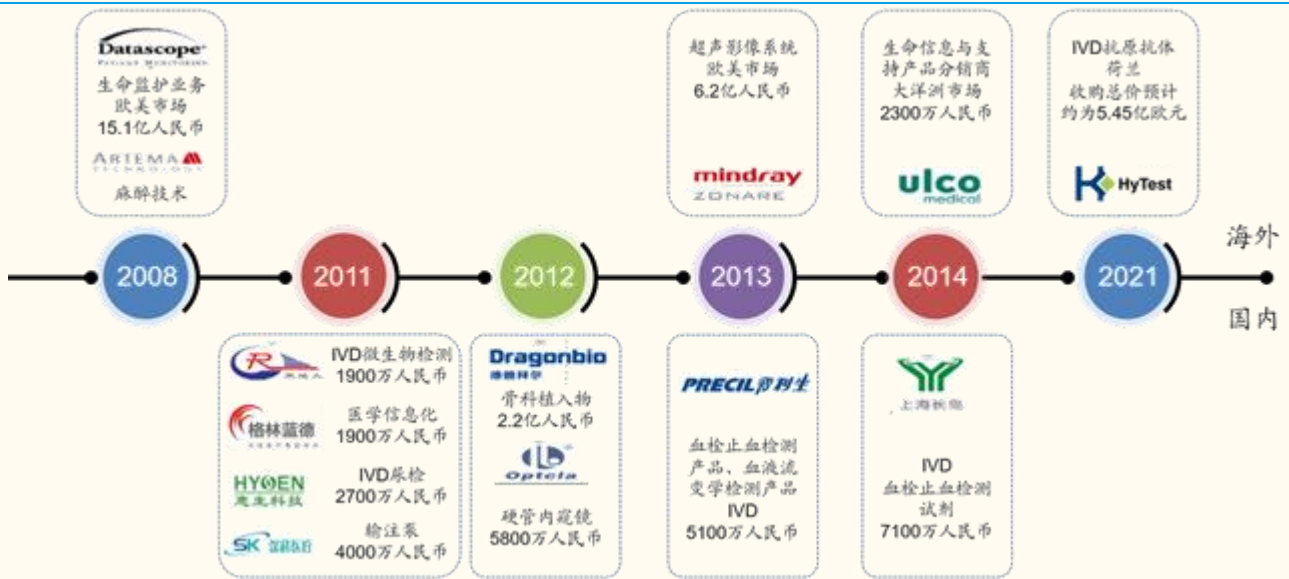


来源: 公司公告, 国金证券研究所

横跨多条优质高技术壁垒赛道, 具备全球化发展综合实力

- 医疗器械迭代创新为主, 生命周期长, 但单品天花板低, 多元化发展是巨头必经之路。但对公司的要求较高, 当我们了解美敦力、罗氏、GE 等公司的扩张历程时, 我们认为这些企业之间都有共性: 精准的赛道把控能力、高效高投入的研发、清晰的市场洞察、强有力的市场营销。
- 迈瑞并购扩张, 成功实现业务拓展, 具备发达国家高端市场突破潜力。迈瑞通过并购, 丰富产品线, 布局海外市场。2008 年以 2.02 亿美元现金并购 Data scope, 收购 ARTEMA, 拓展了海外生命监护业务的技术和营销以及获得关键的麻醉技术; 2011-2012 年, 迈瑞密集布局了 IVD、输注泵、骨科及内窥镜业务; 2013-2014 年, 以 1.05 亿美元价格收购 ZONARE 布局欧美市场高端超声影像业务, 收购 ULCO 布局大洋洲经销网络, 同时继续吸收国内优质标的, 补充 IVD 产业线血凝等关键业务, 2021 年收购 Hytest 完善 IVD 产业链上游。
- 这些业务中, 部分业务迈瑞虽然在国内不是先发布局, 但是却能够做到中国前列并突破技术瓶颈, 足以证明迈瑞多元化发展能力, 拓展模式具备可借鉴性, 未来有望传导至其他业务。

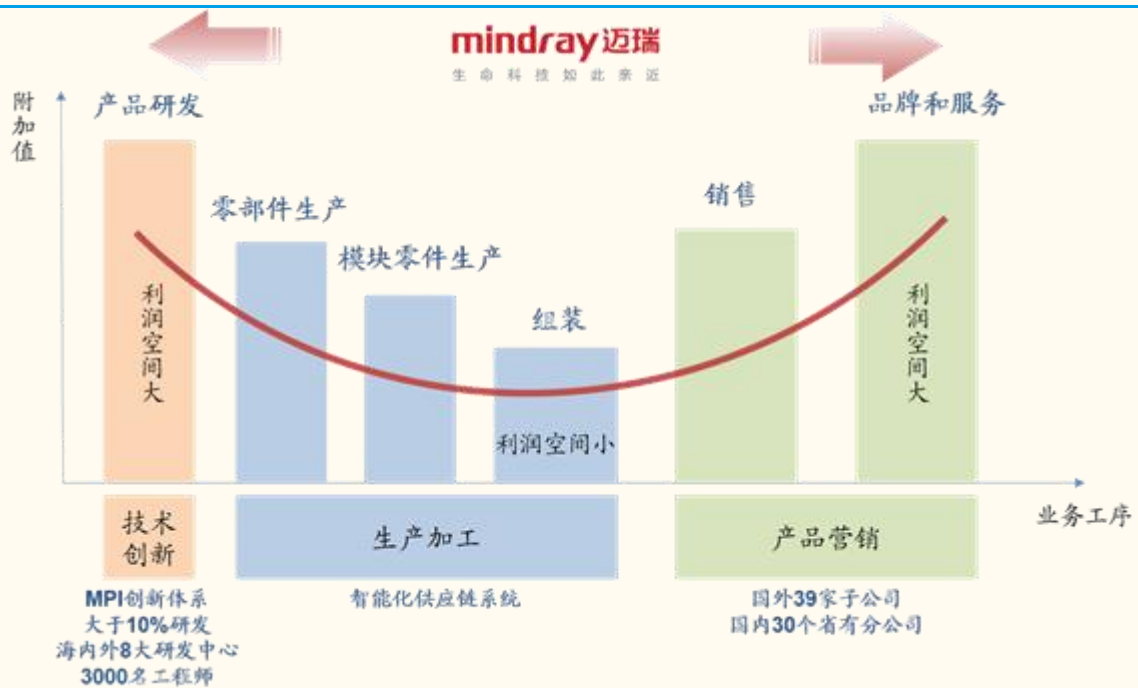
图表 89: 迈瑞医疗重要并购过程梳理



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 逐步过度至微笑曲线两端, 企业可持续发展未来可期。我们认为, 迈瑞三十年的发展, 逐步移动至以市场和研发为核心, 过渡至高附加值产品阶段, 保证了企业发展持续动力。

图表 90: 迈瑞医疗逐步向微笑曲线两端发展



来源: 国金证券研究所

对比海外国家，中国医疗器械企业出海是向上延伸的发展过程

以海外国家医疗器械企业发展为例，看中国医疗器械企业海外发展模式

- 我们认为，医疗器械行业的发展与国家技术积淀和政策导向息息相关，但企业出海的最终核心竞争力是创新，但是在发展过程上，中国的出海逻辑不同于其他国家，是向上延伸的逆向创新。
- 美国企业出海：高端产品输出占领全球高地，覆盖范围广。美国拥有世界上多数医疗器械巨头公司，例如贝克曼、美敦力、强生、史塞克、康德乐等，医疗器械产业占全球市场份额的 40%，除了较高的需求外，快速发展还得益于人才配套，审核流程规范化及国家的大力支持，企业、高校、医院集群化，建立有效的沟通，推进技术转化。美国的基础工业发达，在机械、材料、电子等多方面能够配套支持，有助于多种类高端创新产品的产出，因此在国际上高端产品市场是美国公司的主要拓展方向。

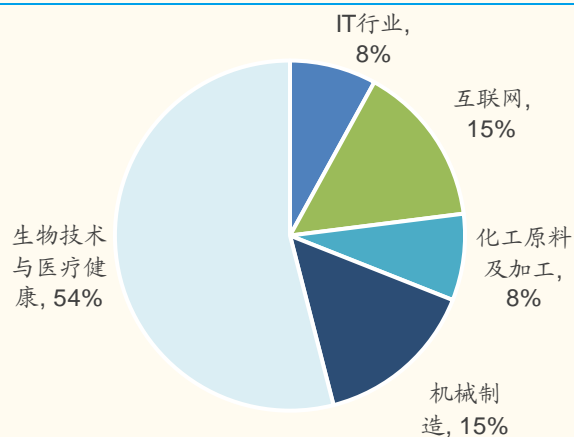
图表 91：2020 年全球前十大医疗器械公司 7 家来自美国

| | 2020 年 | 百万美元 | 国家 |
|----|--------|-------|----|
| 1 | 美敦力 | 28913 | 美国 |
| 2 | 强生 | 25963 | 美国 |
| 3 | 飞利浦 | 21297 | 荷兰 |
| 4 | 雅培 | 19953 | 美国 |
| 5 | GE 医疗 | 17290 | 美国 |
| 6 | BD 医疗 | 16197 | 美国 |
| 7 | 西门子医疗 | 15544 | 德国 |
| 8 | 嘉德诺 | 14844 | 美国 |
| 9 | 史塞克 | 13035 | 美国 |
| 10 | 罗氏诊断 | 10735 | 瑞士 |

来源：QMED，国金证券研究所

- 以色列企业出海：特色技术全球化输出孵化。以色列的“义务兵役制”成为影响以色列创业的重要因素之一，医疗技术进步很大程度就源自于国防部门。以色列早在 1999-2003 年间，以色列医疗设备专利数年增长率就达到了 20%，位列全球第三。此外以色列是国际间收购并购的活跃地，因为以色列的国内市场容量有限，面对高新技术无法提供相应的完整产业链，又因为政治等因素，其开发的产品无法销往中东邻国，所以公司们更倾向于将核心技术转移到其他国家来孵化，其中，中国成为了以色列的最佳选择之一，据清科研究院统计早在 2014-2016 年中国对于以色列的投资中生物医药占过半比例。

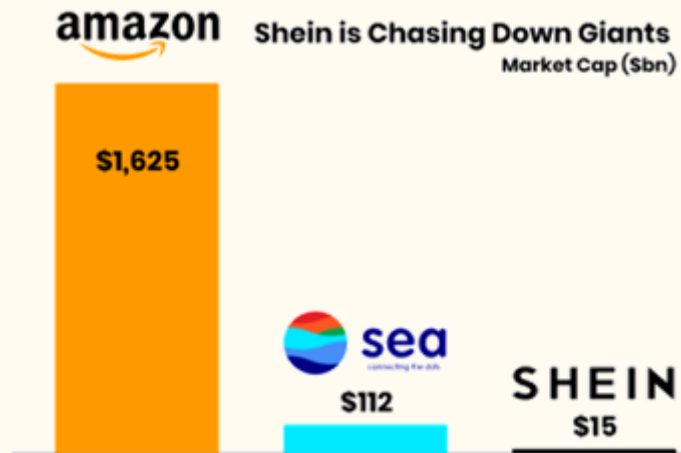
图表 92：(2014-2016) 中国企业投资以色列市场行业分布统计



来源：清科研究院，国金证券研究所

- **中国企业出海：以质高价优、客户需求导向，低端发展至高端。**19 世纪末，得益于海外医疗企业如 GE、美敦力在中国建厂生产，我国逐渐在全球化的浪潮中发展成为世界重要的工厂，能够高效率的提供价格低、品质高的产品能力，是中国企业发展得天独厚的优势条件。针对世界市场的特点，中国企业通过性价比优势逐渐在各行业涌现出海发展较好的案例，如在海外火爆的跨境电商 Shein 主打性价比快时尚服装产品、电子配件 Anker 扎实技术+创新赢得海外市场青睐等，相同的市场逻辑，**医疗器械市场逆向发展、针对特定客群发展是中国企业独特的发展道路，并在这一过程中逐渐迭代升级，挑战高端市场。**

图表 93：零售出海企业 Shein 占据海外市场份额第三名



来源：各公司 2020Q4 财报，国金证券研究所

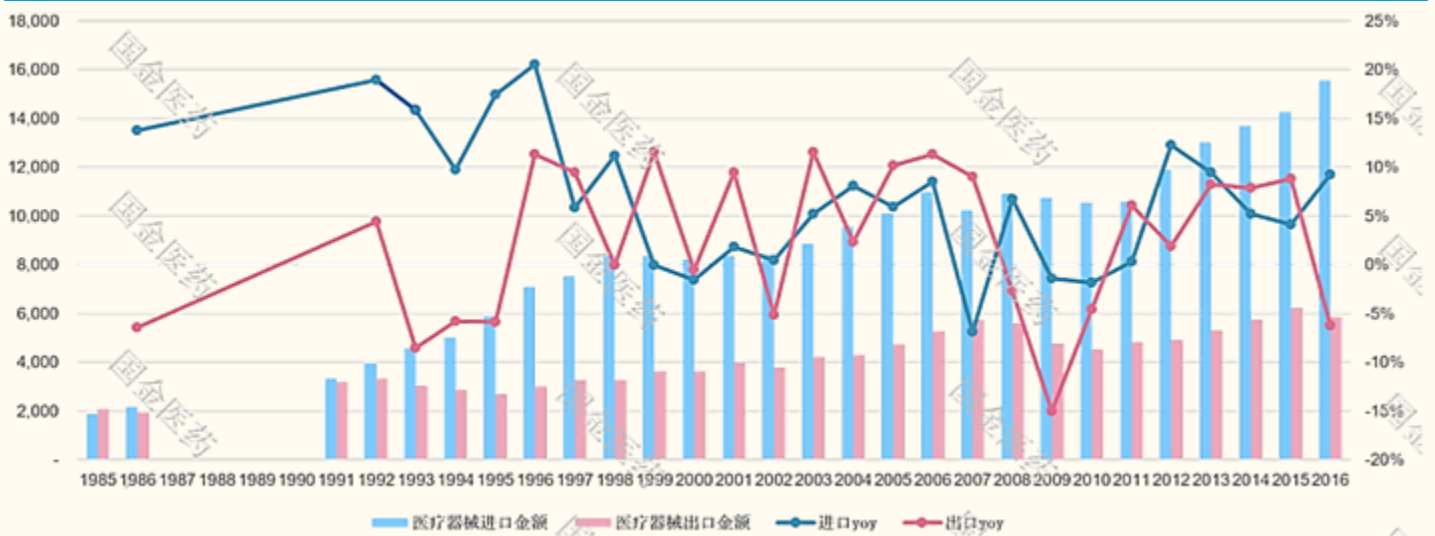
以日本医疗器械企业发展为镜，映射当下中国企业出海正当时

- **医保控费压力叠加进口医疗器械份额增长刺激日本企业出海。**2019 年 1 月，我们发表了《日本医疗器械行业深度研究之一：整体篇》，通过数据发现，日本医疗器械自 1995 年开始至 2007 年，出口金额保持高个位数增长，而此后受金融危机干扰，有一定比例下滑，我们认为，2007 年前的增长原因有二：

医保控费持续加码。根据药事法，1980 年开始，厚生省从 1980 年开始对生物材料、人工骨、人工关节、人工血管、人工肾、起搏器、人工晶体等 FDA 分类的部分 III 类实行上市前审批制度；1981 年日本实施医保控费；1989 年，厚生省颁发了医疗器械 GMP 制度；从 1995 年开始对医疗器械进行全面监管。我们认为，国内医疗器械监管趋严，企业研发周期变长，投资回报周期随之增长，医保控费导致毛利率空间压缩，因此企业出海寻求市场机遇成为较佳选择。

进口产品比例逐渐增长。这一时期，国际医疗器械市场得到迅速发展，业务逐步向全球扩张，进口产品在日本医疗器械市场的占比逐步提升，国产产品市场份额受侵蚀，开辟新市场具有战略价值。

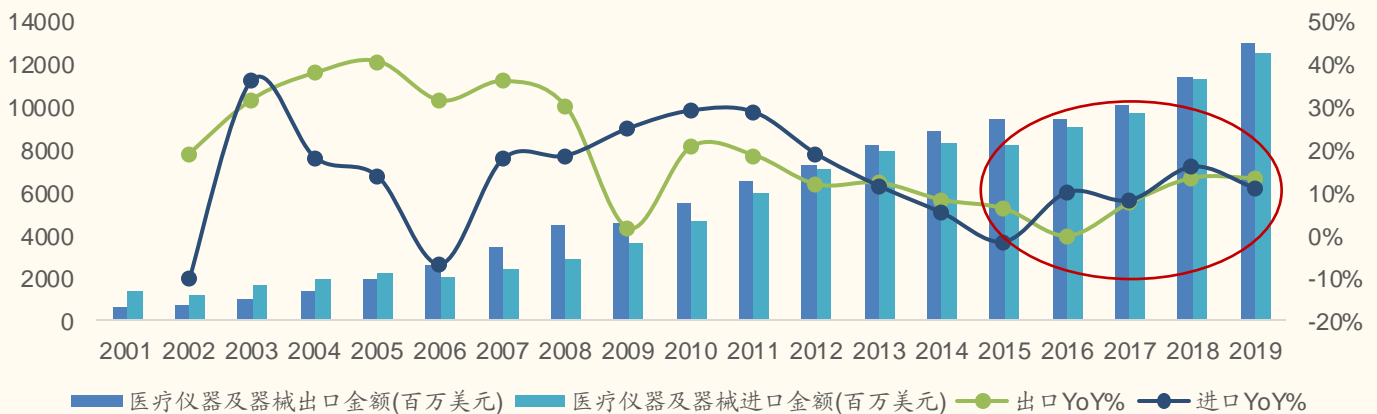
图表 94：日本医疗器械进口出口金额及比例



来源：厚生劳动省，国金证券研究所

- **中国医疗器械供给侧改革深刻，企业出海迎来历史性发展时机。**我们认为，借鉴日本发展规律，随着医改不断深入，国产企业出海成为趋势，一方面市场开拓打开长期发展空间，另一方面能够有效对冲带量采购带来的产品降价风险，诸如 CRO 等企业出海顺利也为中国企业在海外的口碑发挥正面影响，中国制造走向世界进度因疫情再提速。
- 相比日本的医疗器械进出口较大差距，我国进出口器械金额上比例更均衡，但在结构上，出口以中低端为主，进口以高端为主；自 2006 年开始，我国医疗仪器及器械进出口贸易由逆差变为顺差，从 2017 年以来，出口及进口产品销售金额增速相仿，在疫情影响下，企业出海比例大幅增加，未来有望迎来出口量的提升。

图表 95：中国近 20 年医疗仪器及器械进出口金额及增长速度对比



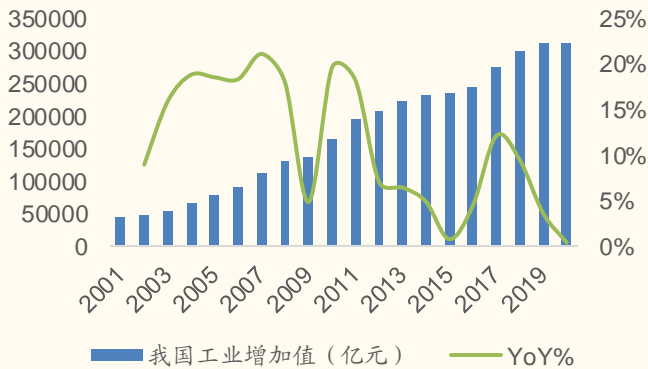
来源：国家统计局，国金证券研究所

整体工业水平与产业共成长，但当前仍有部分高端技术存在差距

- **我国工业水平提高，器械出口量及复杂程度增长迅速。**医疗器械涉及多学科交叉，对制造业的水平要求高，我国整体医疗器械出口近年保持双位数稳定增长，伴随我国工业水体的提高，总体制造水平随之改进，2001 年至 2019 年，出口金额由 6.39 亿美元增长至 129 亿美元，复合增长速度为 18%。结构上来看，出口产品多以中低端为主，高端产品的出口比例较低。
- **产业化集群支持医疗器械成本端控制。**医疗器械中电子配件占有较大的比例，我国过去发展中，形成以东莞为代表的珠三角的电子产业集群在上游

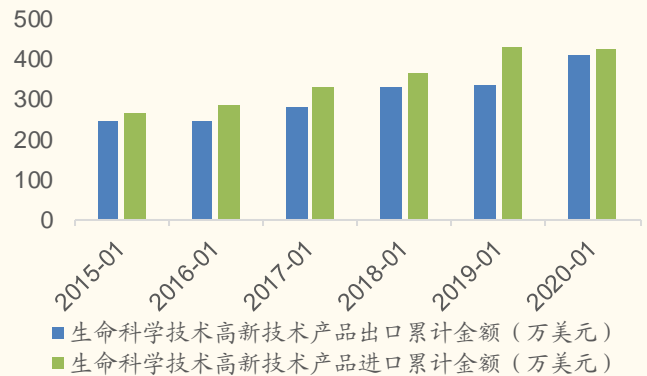
的电子材料、中游的电子元器件、下游的硬件软件和信息服 务可以提供有力支持，下为医疗器械的产业链成本控制提供了保障。

图表 96: 我国工业增加值 (亿元)



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

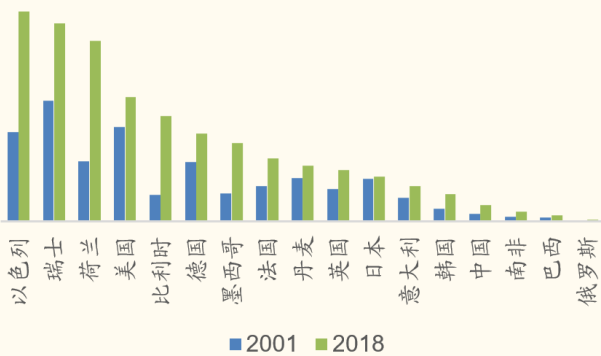
图表 97: 高端生命科学技术产品进出口累计金额



来源: CNKI, 《我国医疗器械出口技术复杂度的测度及影响因素研究》, 国金证券研究所。注: 柱体越高表示复杂度越大

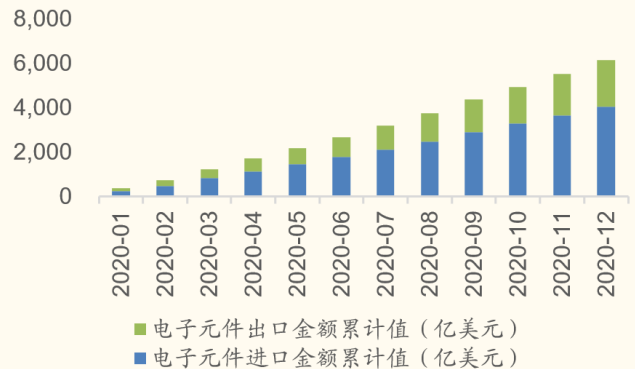
- 据一项针对我国医疗器械出口复杂程度研究发现, 中国在 2001-2018 年间高端医疗器械出口的复杂程度有了较大的提高, 但是对比如以色列、瑞士、美国等世界器械水平发达的国家来说, 仍然存在十分悬殊的差距。
- 高端设备所需的电子元件进出口累计数据来看, 我国进口仍然占有较大的比例, 医疗器械整体的技术发展存在较大的挑战。

图表 98: 高端医疗器械产品出口复杂度对比



来源: wind, 国金证券研究所

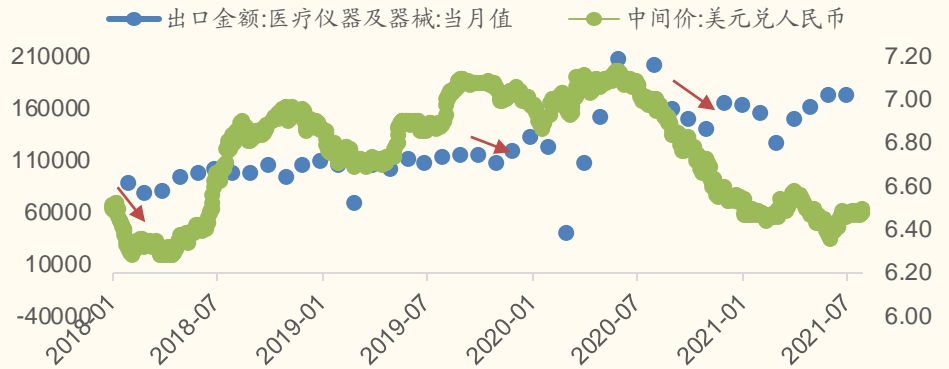
图表 99: 中国电子元件进出口累计金额



来源: wind, 国金证券研究所。

- 人民币兑美元升值, 国内整体产业链有望加速优化升级。从历史数据来看, 人民币升值伴随的是我国整体医疗器械出口量下行趋势, 疫情阶段由于海外器械需求旺盛导致数据上涨。但从整体来分析, 2020 年以来人民币升值加速, 对于我国出口造成一定下行压力, 在这一趋势下, 低附加值产品将失去一定的全球市场价格竞争优势, 低效率厂家加速出清, 整体产业有望在此刺激下优化升级, 带动整体水平提高。

图表 100: 人民币兑美元汇率及医疗器械及一起出口金额走势 (亿美元)



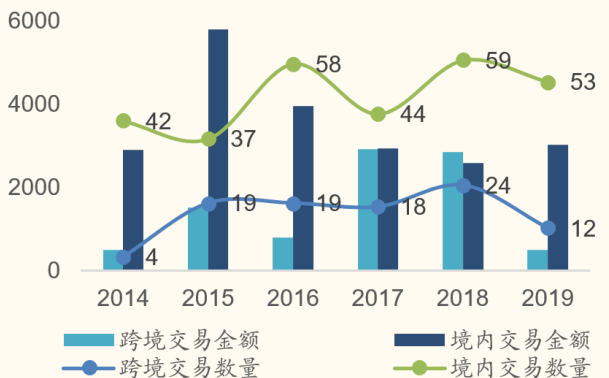
来源: Wind, 国金证券研究所

- 市场担心在全球贸易紧张, 发达国家提出产业链回流的形势下, 国内制造成本红利有限, 我们认为, 第一、当前世界范围内不具备如同中国一样自动化程度高、成本低、质量高、供给效率高的国家作为迁移对象; 第二、发达国际产业链回溯面临成本提高问题, 全球范围内来看, 不具备与中国的竞争优势。

跨境并购交易增长, 助力企业突破技术及渠道瓶颈

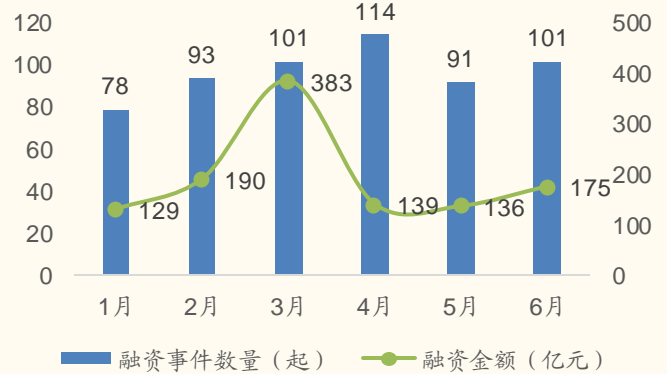
- 全球化趋势下, 通过并购突破知识产权壁垒, 可加速企业创新转型。据德勤咨询分析, 中国医疗器械企业在并购交易方面海外并购的案例数量在 2015 年以来大幅增长。
- 我们认为, 与外资厂商之间在技术及渠道上的差距, 可以借助资本, 收购外资优质标的, 能够加速补齐短板, 在市场中保持领先地位。疫情催化国内对医疗事业关注度空前高涨, 根据火石创造数据, 仅在 2021 年上半年, 医建方向的融资高达 1152 亿元。其中医疗器械占比最大, 金融超过 370 亿元。

图表 101: 中国医疗器械行业并购交易趋势按境内外划分



来源: 德勤, 国金证券研究所

图表 102: 2021 年我国医疗健康领域融资情况



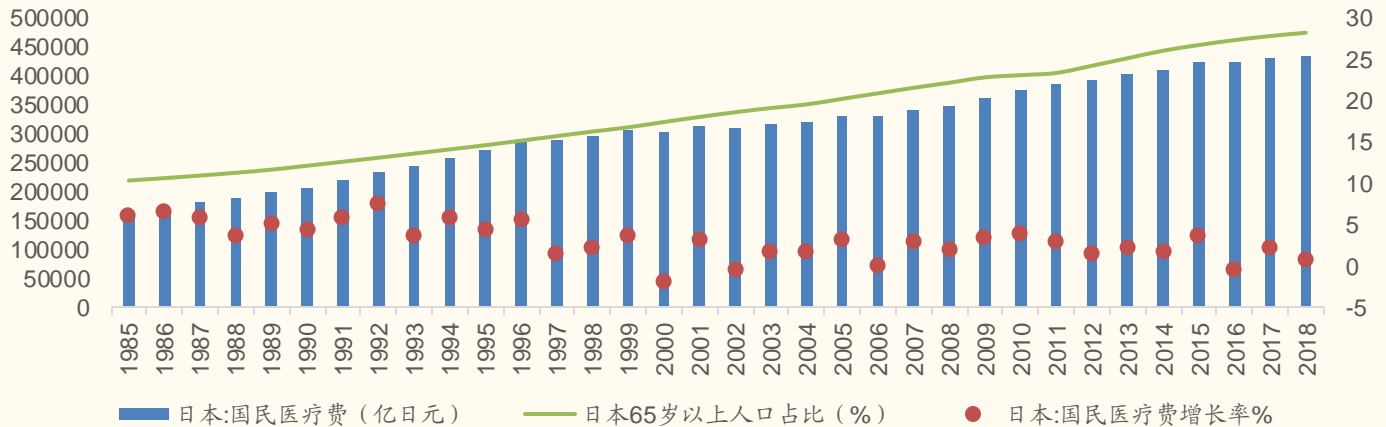
来源: 火石创造数据, 国金证券研究所

国内市场：立足中国，人口、政策、技术三重利好高建市场天花板

老龄化趋势催生需求侧动力十足，中国已开启器械发展“黄金十年”

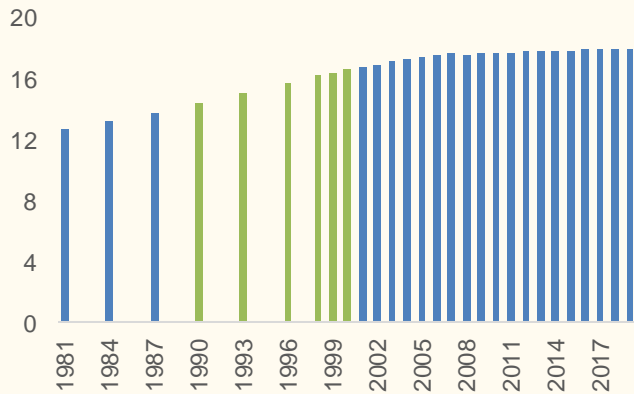
- 从发展趋势来看：日本人口老龄化带来医疗产业繁荣，参考日本，我国未来医疗行业增长确定性高。日本 65 岁以上人口在 2018 年达到了 28.14%，随着老龄化进程，国民医疗费用支付也逐步增长。
- 2020 年中国 65 岁以上人口约 12.6%，与日本历史值对比，大约处在 90 年代初左右，日本医疗机构数量从 1990-2000 年由 14.32 万多涨至 16.55 万所，参考日本发展趋势，未来随着人口老龄化的加剧市场有望稳步增长。

图表 103：日本人口老龄化严峻，国民医疗费用伴随增长



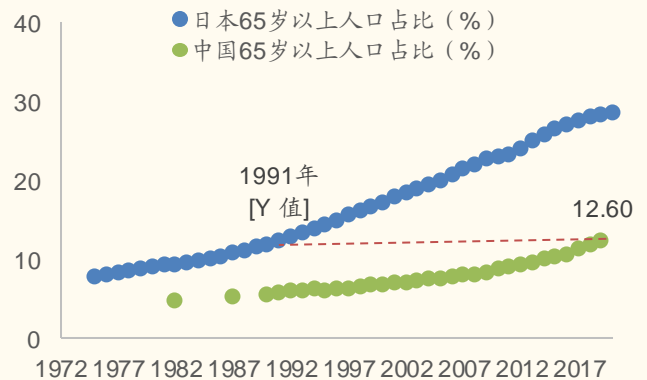
来源：厚生劳动省，国金证券研究所

图表 104：日本医疗机构数量（万所）



来源：厚生劳动省，国金证券研究所

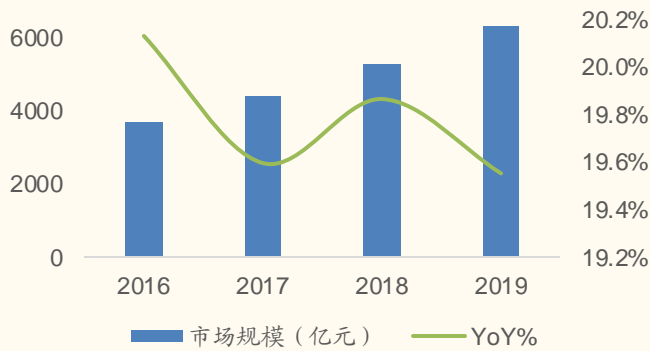
图表 105：中日 65 岁以上人口比例



来源：厚生劳动省，国家统计局，国金证券研究所

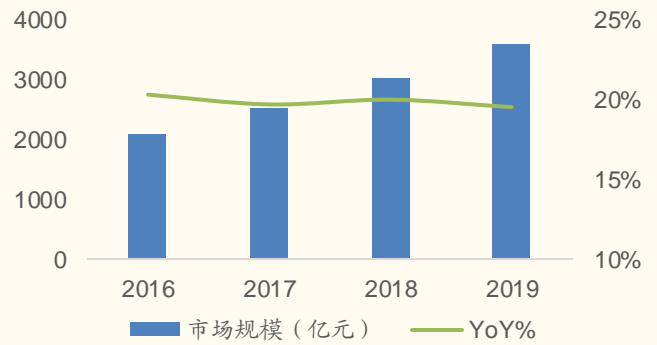
- 从发展空间来看：据中国医疗器械蓝皮书，中国医疗器械市场规模 2019 年达到 6341 亿元，过去三年的复合增长率为 19.7%，远高于全球的增长速度。其中医疗设备的市场份额为 3601 亿元，医用医疗设备、家用医疗设备分别占医疗设备的 33%、67%。

图表 106: 2016-2020 中国医疗器械市场规模 (亿元)



来源: 中国医疗器械蓝皮书 2020, 国金证券研究所

图表 107: 2019 中国医疗设备市场份额情况 (亿元)



来源: 中国医疗器械蓝皮书 2020, 国金证券研究所

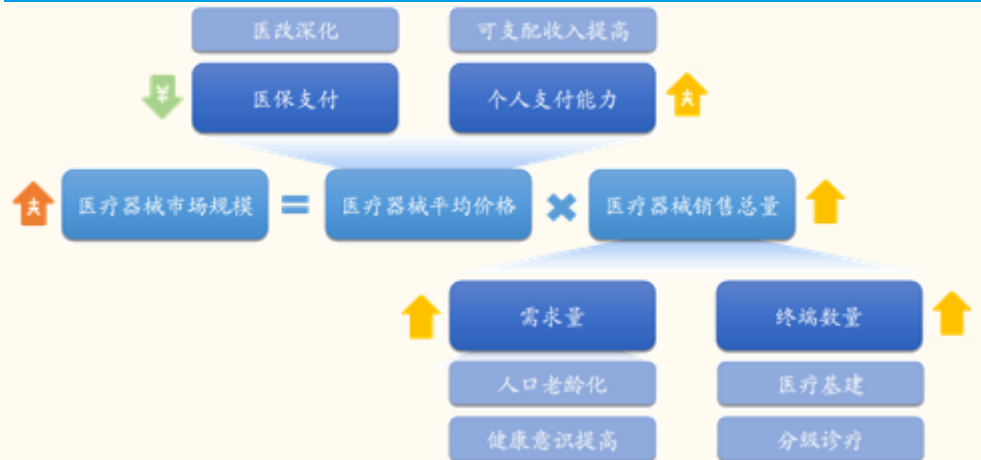
■ 中国医疗器械市场规模有望持续扩容。我们从三个角度对此进行论证:

以医疗器械的价格*销售量来进行计算市场规模, 对影响因素进行拆解:

从价格角度分析, 医改逐步深化, 通过带量采购的方式挤掉流通环节的利润空间, 部分赛道厂商产品的价格或受到一定影响, 但总体来讲影响有限。个人支付能力方面随着居民可支配收入的提高而影响力增强。

从销售量角度分析, 人口老龄化、产品的可及度提升、居民健康意识提高均促使器械需求增长, 此外终端方面, 伴随医疗新基建、分级诊疗等政策的推动下也将进一步扩容。

图表 108: 中国医疗器械行业市场规模上涨催化因素



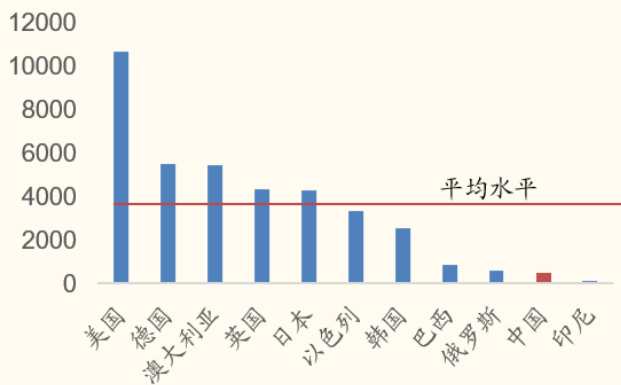
来源: 国金证券研究所

■ 与其他国家之间进行对比分析:

我国人均医疗支出 2018 年仅 501 美元/年, 与世界发达国家存在数十倍的差距, 距离典型国家平均水平还有较远的距离, 从这一角度分析, 我国整体医疗需求端还存在较大的缺口, 未来伴随国家整体经济水平的提高, 市场的增量具有可观的空间。

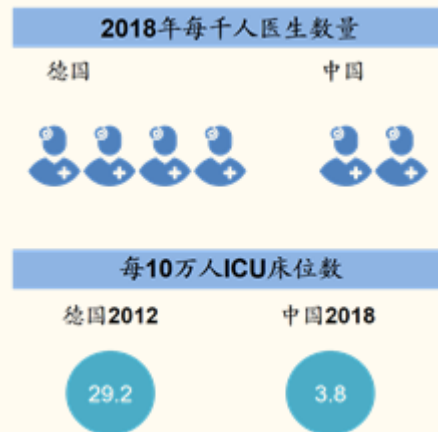
国内人均医疗资源与全球主要国家仍存在明显差距, 我国无论在每 10 万人 ICU 床位数、还是医生数量方面, 均在全球主要国家里面处于中等偏下位置。2018 年我国每 10 万人的 ICU 床位数仅为 3.8 个, 而 2012 年德国每 10 万人的 ICU 床位数就已经达到了 29.2 个, 远低于发达国家水平。2018 年, 我国每千人口的医生数量为两人, 而德国为四人。中国未来仍需要持续不断地进行医疗资源的投入以满足日益增长的医疗需求

图表 109: 2018 年世界国家人均医疗支出 (美元/年)



来源: 世界银行, 国金证券研究所

图表 110: 中德基础医疗资源对比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

双循环背景下迈瑞多重机遇, 政策支撑充分发展空间

- 中国已成为第二大经济体, 国际大循环战略永续能力弱, 降低对外经济依赖度十分有必要。“以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”提出, 对我国产业体系安全、高技术水平发展要求更上一层, 迈瑞一方面有望受益于双循环格局下的产业技术升级, 进而带动外部循环更有力; 另一方面有望在国内循环中, 继续兑现国产替代的增长逻辑。
- 医疗服务体系救治能力提升, 支柱三大产线全覆盖有望长期受益。2021年7月, 四部委发布《“十四五”优质高效医疗卫生服务体系建设实施方案》, 对公立医院发展提出高要求, 其中区域医疗中心建设指出, 将重点加强房屋建设、医学装备购置、加快诊疗装备智能化改造升级等措施。在省域医疗建设方面, 力争实现每个地市都有三甲医院, 服务人口超过 100 万的县有达到城市三级医院硬件设施和服务能力的县级医院, 这对医疗设备企业来讲是较大的市场机会。

图表 111: 《“十四五”优质高效医疗卫生服务体系建设实施方案》

国家医学中心建设

| | |
|-------------|--|
| 建设目标 | 加快解决一批药品、医疗设备、疫苗、医学数据等领域“卡脖子”问题。 |
| 建设任务 | 提升国家重点实验室等重大医学科研平台设施和装备水平。深度运用 5G、人工智能等技术, 打造国际先进水平的智慧医院, 建设重大疾病数据中心。推进跨地区、跨机构信息系统的互联互通、互认共享、术语规范以及数据的整合管理, 建设主要疾病数据库和大数据分析系统。 |

区域医疗中心建设

| | |
|-------------|--|
| 建设目标 | 进一步扩大区域医疗中心建设地区、输出医院和专科范围, 同步将承担输出任务的高水平医院纳入区域医疗中心建设, 到 2023 年覆盖所有省份, 完成全国范围的规划布局, 到 2025 年基本完成区域医疗中心建设, 推动优质医疗资源扩容和区域均衡布局, 群众危急重症、疑难病症基本在省域内得到解决。 |
| 建设任务 | 重点加强业务用房建设、医学装备购置、信息化和科研平台建设, 建立远程医疗和教育平台, 加快诊疗装备智能化改造升级, 使其具备作为输出医院所要求的技术水平、人才储备、临床教学和科研能力, 发挥区域医疗卫生服务体系“头雁”作用。 |

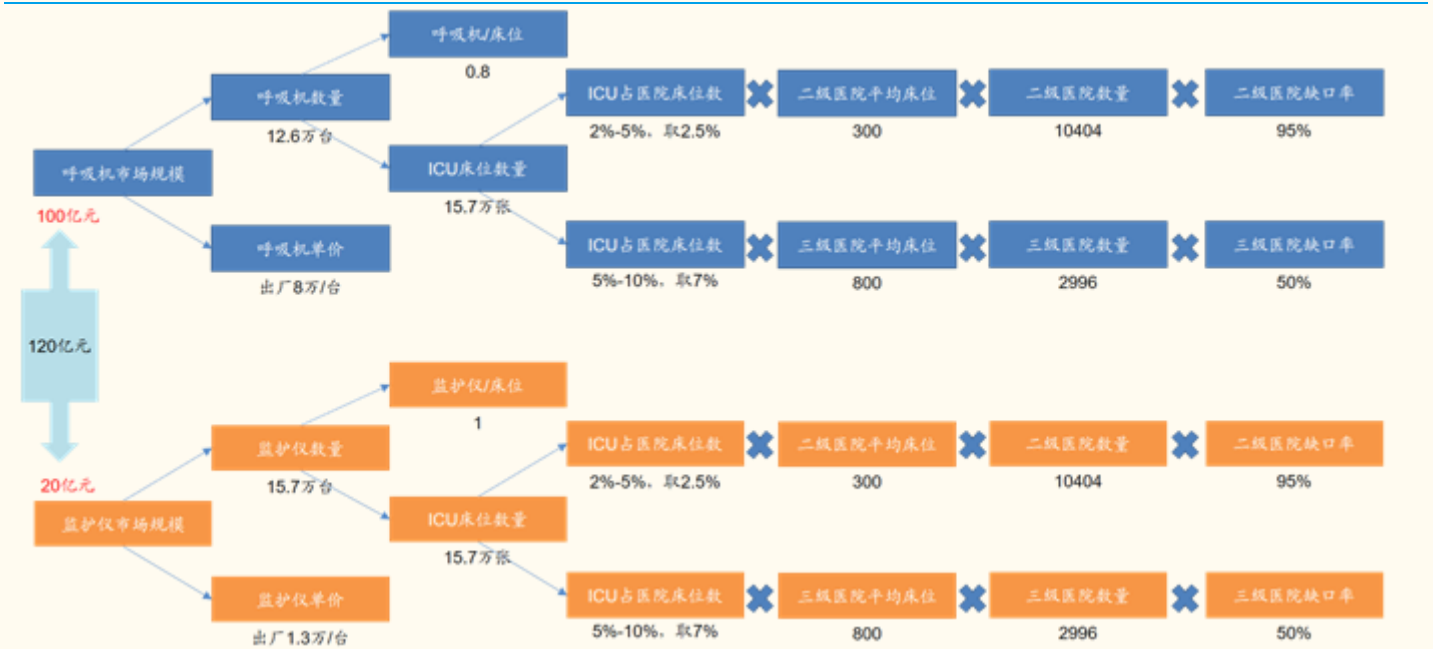
省域优质医疗资源扩容下沉建设

| | |
|-------------|---|
| 建设目标 | 遴选建设 120 个左右省级区域医疗中心, 形成省域内具有较强引领和辐射带动作用的优质医疗服务、医学科研和人才培养高地, 重点疾病诊疗水平与省会城市明显缩小。 |
| 建设任务 | 加强胸痛、卒中、创伤、呼吸等专病中心和肿瘤综合治疗中心、慢性病管理中心建设。 |

来源: 《“十四五”优质高效医疗卫生服务体系建设实施方案》, 国金证券研究所。注: 仅节选部分内容

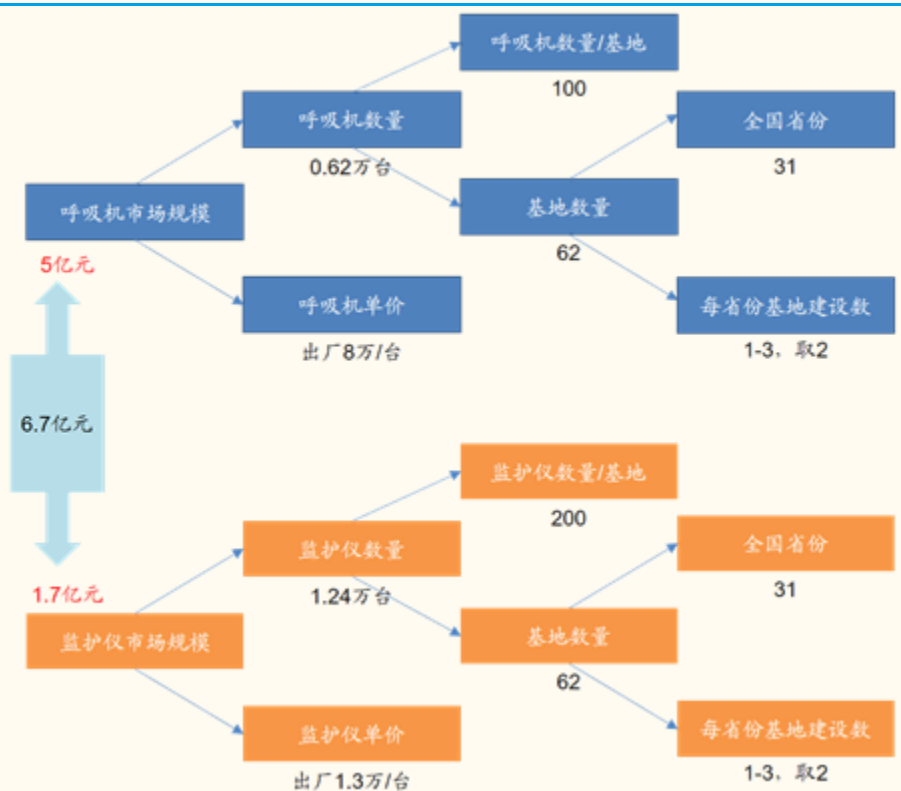
- 医疗“新基建”增量市场规模超百亿元。我们根据《公共卫生防控救治能力建设方案》提出相关目标进行估算, 监护仪和呼吸机增量市场市场份额近 120 亿元, 根据重大疫情救治基地建设要求, 34 个省至少有 1-3 所, 经测算, 新基建市场约 127 亿元。

图表 112: ICU 建设将带来近 120 亿元增量市场份额



来源: 国金医药测算。注: 数据根据《2020 年卫生健康统计事业公报》、《公共卫生防控救治能力建设方案》、《综合医院建设标准》、《二级综合医院评审标准》

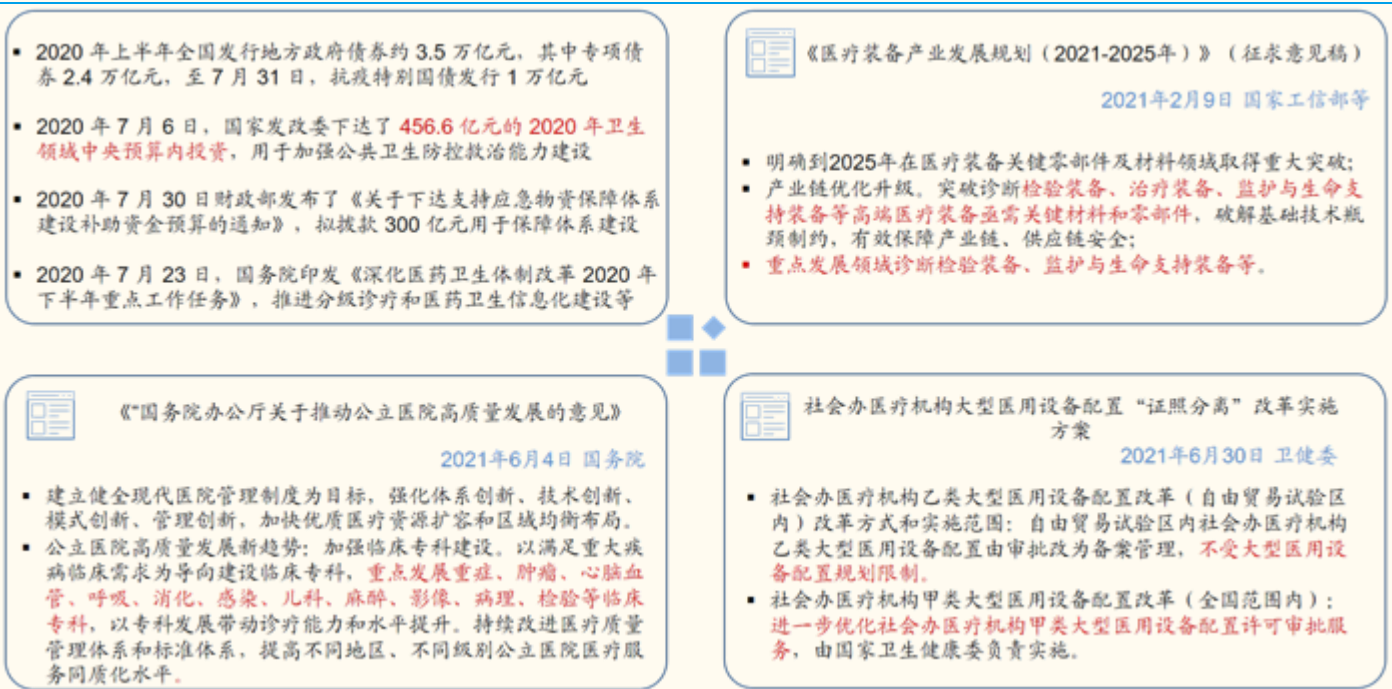
图表 113: 改造升级重大疫情救治基地带来呼吸机监护仪市场规模



来源: 国金医药测算。注: 数据根据《2020 年卫生健康统计事业公报》、《公共卫生防控救治能力建设方案》、《综合医院建设标准》

- 国家对公立医院高质量发展提出建议, 进行扩容及均衡资源配置。社办医院方面, 自贸区内开放乙类设备的配置证限制; 国产替代方面, 高性价比国产产品在 DRGs 及医院评审中为更优选择。

图表 114: 国内相关政策发布带来市场机遇



来源：政府官网，国金证券研究所

优质优价产品符合国内需求，迈瑞强大供应链系统保证制造高水准

- **注重品质，拥有强大智能化供应链系统。**迈瑞的品质高，例如 FDA 准入的产品中对质量要求较高，迈瑞工厂中生产的一台推片机，其零部件就有 32000 多个，差不多是 100 只瑞士手表部件综合。另外，血球分血阀的粗糙度要求是 2nm，约为头发丝直径的 1/30000，这些都是精益生产的体现。迈瑞已经有近 80 项产品获得 FDA510 (k) 市场准入许可，体现了极高的加工制造水平。
- **为什么迈瑞能有优于同业的产品品质？我们认为在于迈瑞建立起了强大的供应链系统。**

智能化工厂转型。迈瑞在深圳和南京拥有 40 万平米的全亚洲最大的生产基地，引入了大量的智能化设备和信息化系统，进而减少对人的依赖，以保证产品质量；

SCADA 系统（数据采集与监视控制），进行智能可视化管理，在南京工厂的工装环节配了 1500 多个传感器，可以实现微秒级分辨率的数据采集，每分钟获取的数据量达到十万级。实现异地监控各种设备的运行状态和数据；

SQA（Supply Quality Assurance）主动介入管理，来带动上游供应链的质量提升。另外深圳的光明数据中心 UPS，能够支撑 8 到 10 个小时，在容灾备份方面，迈瑞两个中心的数据每过 20 分钟就会进行日志备份，每天会进行磁带备份。

智能化仓储物流。公司在全国范围实行体外诊断试剂冷链运输，推行智能化调度、自动化仓储管理，通过高标准的技术条件实现精准温控，实现恒温、安全交付，并配备高效的紧急预案系统。

图表 115: 迈瑞智能制造贯穿始终, 打造高品质产品



来源: 迈瑞医疗, 国金证券研究所

- **精益供应商管理, 高效把控源头质量。** 与普通的合作关系不同, 迈瑞和供应商是共同成长的关系, 积极协助和支持国产供应商进行原材料的进口替代, 产品中所涉及的原材料大部分来自于国内供应商, 其中绝大部分在以深圳为原点的 40 公里半径范围内获得。同时, 公司研发部门着力开展并行工程, 从整个业务价值链出发, 通过实施 DFP (可采购性设计)、DFMA (可制造性设计)、可销售性、可维护性等方向的并行工程, 在研发之初充分考虑供应商资源的需求, 为整个供应链的精益管理打下良好的设计基础, 从而使得未来在质量、成本和交付等方面可以有更好的表现。

图表 116: 迈瑞严格把控供应商质量



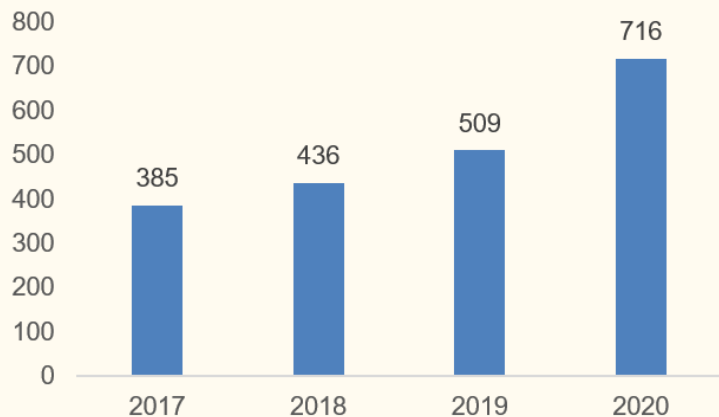
来源: 迈瑞医疗, 国金证券研究所

智能信息化综合解决方案，打造人+设备+信息协同生态系统

智能信息化助力业务高粘性，长远布局打造人+设备+信息生态

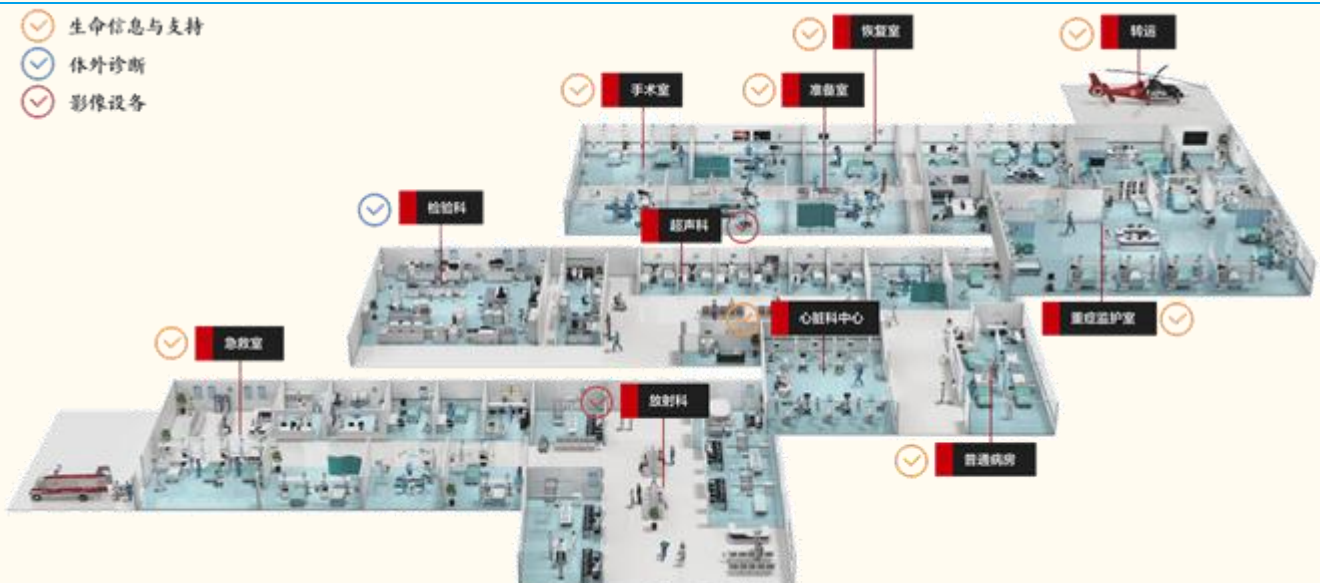
- **多产品打造综合解决方案。**截至 2020 年末，迈瑞共获得注册证 716 项，领先同业，丰富产品能够为医院提供更综合的解决方案，实现信息化的高效协同增进用户粘性。
- **我们认为，在智慧医院、信息化建设的背景下，迈瑞更具优势：**对比 GE、飞利浦、西门子等医疗设备企业，迈瑞拥有更全广泛的产品线；美敦力、雅培、波科等巨头多数集中布局在某个专科科室，而迈瑞通过三大业务可联通院间 10 个以上科室，所覆盖面积广，具备竞争优势，且公司推出瑞智联、迈瑞智检、瑞影云信息化方案具备较强的用户粘性，有望推动产品稳定持续放量；

图表 117：迈瑞医疗器械注册证数量（个）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 118：迈瑞医疗主营产品覆盖院内范围广，产品层次丰富



来源：公司公告，国金证券研究所

- **迈瑞借助产品优势，打造全院及科室智能化一体解决方案。**临床医疗数据中，医学影像数据较多，此外还包括医学检验、生理参数、病例数据，实现智能化好处在于院间信息协同；

能够提高产品的终端粘性，稳固市场份额；

能够通过信息互联赋能基层诊疗机构，缓解基层医生数量及诊疗水平短板，进而推动产品在基层市场的渗透；

打造人、设备、信息的生态圈，有助信息及时采集与反馈，对终端的掌控能力更上一层楼。

- 迈瑞瑞智联系统解决方案通过信息化手段全面升维医院管理，提升科室运营效率，让繁杂的工作变得有序，助力临床工作者轻松应对各种挑战，以病人为中心全面提升医疗服务质量。智能化布局对企业的综合水平要求高，迈瑞有望借此提高产品的在市场中的渗透率，保证长期稳健发展优势。

设备物联，提升诊疗。质量以病人为中心，将呼吸机，输注泵等床旁设备的数据汇聚至监护仪并对数据有机融合，形成智能辅助应用，帮助医护人员提升诊疗质量；

多环监护，时刻守护。以病人为中心，整合床旁所有设备数据，让医护人员在床旁工作站、护士站、医生办公室、院内乃至院外，随时掌握病人情况，及时响应报警，保证病人安全；

数据互联，高质高效。支持自动识别病人身份信息，采集病人数据，输液闭环管理；从而解放医护人员双手，将更多的时间用于照看病人，提升工作质量及效率。

图表 119：迈瑞瑞智联解决方案



瑞智联全院解决方案



瑞智联重症解决方案



瑞智联围术期解决方案



瑞智联急诊解决方案



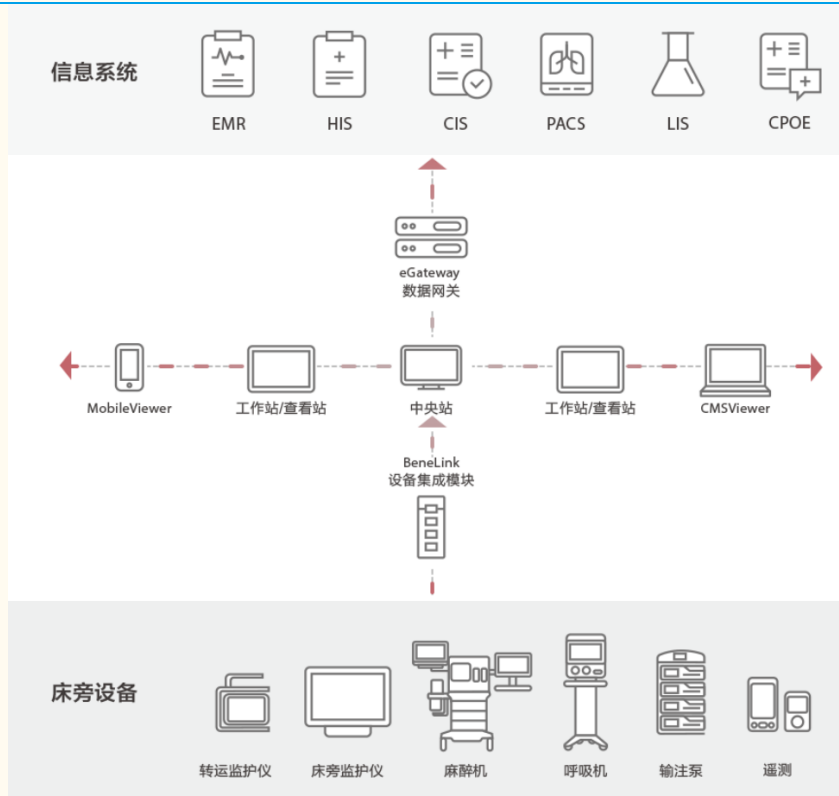
瑞智联心肾科解决方案



瑞智联监护解决方案

来源：公司官网，国金证券研究所

图表 120：瑞智联系统协同院内构建高效信息系统



来源：迈瑞医疗，国金医药研究所

强强合作，智慧医疗需求下探索 AI+医疗新机会

- **合作腾讯 AI Lab，有望突破体外诊断难题。**迈瑞联手腾讯 AI Lab，共同研发血液细胞分析的 AI 产品，并进一步探索 AI 技术在体外诊断的融合与应用。迈瑞和腾讯 AI Lab 希望通过把迈瑞在玻片处理、成像系统、集成设计、临床专家、海量数据等方面的技术优势和腾讯云的综合解决方案相结合，共同以达到世界领先水平为目标推进血细胞形态分析仪的细胞识别能力，提高中国医疗行业的检测质量，降低人工或带来的失误率，缓解检验人才缺失造成的困境。
- **合作华润联手打造基层远程超声中心，陪伴基层共同成长。**华润医疗与迈瑞医疗联手打造远程超声诊疗中心，成立了迈瑞医疗远程超声示教基地，将和集团内、区域内及全国各地有需求的基层医疗结构进一步合作，助力提升基层医学影像诊疗水平。

盈利预测

我们对未来公司收入和利润做出预测：

- **生命信息与支持业务：**公司该业务相对成熟，国内市场设备升级换代及新基建等带来市场需求，海外新兴市场逐渐拓展，国内经验有望复制，海外成熟市场产品升级+高端渗透，受益于新一轮全球范围内的医疗基础设施建设，生命信息与支持业务有望在未来稳健增长；
- **体外诊断业务：**化学发光业务收购上游原料带来整体竞争实力和成本控制能力的提升，长远来看有望实现利润端优化，国产替代背景下迈瑞有望实现快速增长；另外生化、血球业务国内外市场份额领先，有望深化市场布局稳定放量，凝血、分子诊断等业务有望成为增长动力。

- **医学影像业务**：彩超业务持续放量，便携彩超单品有望成为销量热点，全球市场受新冠疫情影响 2020 年增速较低，未来院内需求有望逐渐恢复，影像业务伴随实现恢复性增长。

图表 121：迈瑞医疗收入拆分及预测（百万元）

| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|-------|--------|--------|--------|
| 生命信息收入 | 10014 | 11350 | 13450 | 16113 |
| YoY% | 58% | 13% | 18% | 20% |
| 毛利率% | 68.0% | 68.0% | 68.3% | 68.5% |
| 体外诊断类产品收入 | 6630 | 8434 | 10901 | 13566 |
| YoY% | 14% | 27% | 29% | 24% |
| 毛利率% | 59.7% | 60.0% | 61.0% | 62.0% |
| 医学影像类产品收入 | 4250 | 5314 | 6523 | 7773 |
| YoY% | 10% | 20% | 22% | 13% |
| 毛利率% | 66.2% | 66.5% | 67.0% | 67.5% |
| 其他类产品 | 133 | 133 | 133 | 133 |
| YoY% | -25% | 0% | 0% | 0% |
| 毛利率% | 66.4% | 66.4% | 66.4% | 66.4% |
| 其他业务 | 45 | 47 | 49 | 52 |
| YoY% | 23% | 5% | 5% | 5% |
| 毛利率% | 66.4% | 66.4% | 66.4% | 66.4% |
| 合计收入 | 21026 | 25278 | 31055 | 37636 |
| YoY% | 27% | 20.22% | 22.86% | 21.19% |
| 毛利率% | 65.0% | 64.9% | 65.2% | 65.6% |

来源：Wind，国金证券研究所

投资建议

- 考虑公司三大业务龙头优势显著，国内市场规模领先，品类丰富多核驱动，未来国际化成长路径清晰，海外新兴市场有望复制中国实践经验，成熟市场高端产品有望成功回潮，暂不考虑并购标的利润并表，给予 12 个月内目标市值 4457 亿，对应 PE45X，目标价格为 366.5 元/股，我们预计公司 2021-2023 年实现归母净利润分别为 80.00 亿元、98.78 亿元、122.01 亿元，分别同比增长 20%、23%、24%。维持“买入”评级。

风险提示

- **带量采购风险**。2021 年 8 月 23 日，国家组织高值医用耗材联合采购办公室发布《国家组织人工关节集中带量采购文件（GH-HD2021-1）》，2021 年 8 月 19 日，安徽省医药集中采购服务中心发布《安徽省公立医疗机构临床检验试剂集中带量采购谈判议价公告》，2021 年 7 月 28 日，深圳市财政局发布“2021 年度市属公立医疗卫生机构八类医疗设备批量采购项目竞争性谈判采购审批前公示”，针对 MRI、CT、DR、B 超、呼吸机、麻醉机、腔镜、监护仪（共 8 类医疗设备）进行批量采购，如未来国内市场耗材、设备、试剂带量采购或医保控费压力加大，可能对公司收入利润增长产生影响。
- **汇率及关税风险**。公司海外业务占比较高，若国际间汇率波动，会对公司的净利润产生一定影响，公司出口产品如监护仪、彩超等产品及配件均属于加增关税的范畴，若未能将相关成本进行合理转移，未来对公司利润或产生一定影响。

- **海外拓展不及预期风险。**公司海外业务占比逐渐提升，国际间贸易政策变动会对企业经营产生较大的扰动，存在政策带来的负面影响进而导致海外市场拓展不及预期风险。
- **新品研发进展不及预期风险。**目前公司在研管线产品种类多，且所涉及的领域技术属于较高端、交叉学科类型，医疗器械研发存在失败风险，或因而导致公司业务拓展进度不及预期。
- **经销商管理不及预期风险。**公司目前以经销为主，且公司产品品类多，经销商群体较大，若未来不能对经销商进行有效管理，或经销商在销售环节存在违法违规、不能提供优质服务等情况，将影响公司品牌形象及产品供应的稳定性。
- **并购整合不及预期风险。**公司收购了海外公司或存潜在债务风险、诉讼风险、监管风险，或影响公司财务、法务等常态化管理。
- **国际贸易摩擦风险。**国际间贸易存在摩擦的不确定性，若外部环境出现悲观变化，公司的海外业务经营将受到一定影响。

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) | | | | | | |
|-----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 主营业务收入 | 13,753 | 16,556 | 21,026 | 25,278 | 31,055 | 37,636 | 货币资金 | 11,544 | 14,273 | 15,865 | 26,573 | 33,259 | 40,159 |
| 增长率 | 20.4% | 27.0% | 20.2% | 22.9% | 21.2% | | 应收账款 | 1,762 | 1,940 | 1,834 | 2,278 | 2,807 | 3,413 |
| 主营业务成本 | -4,597 | -5,755 | -7,366 | -8,872 | -10,807 | -12,947 | 存货 | 1,699 | 2,265 | 3,541 | 3,671 | 3,849 | 4,540 |
| %销售收入 | 33.4% | 34.8% | 35.0% | 35.1% | 34.8% | 34.4% | 其他流动资产 | 188 | 246 | 392 | 375 | 407 | 439 |
| 毛利 | 9,156 | 10,801 | 13,660 | 16,405 | 20,248 | 24,689 | 流动资产 | 15,192 | 18,724 | 21,632 | 32,897 | 40,322 | 48,551 |
| %销售收入 | 66.6% | 65.2% | 65.0% | 64.9% | 65.2% | 65.6% | %总资产 | 70.2% | 73.0% | 64.9% | 82.0% | 84.0% | 85.7% |
| 营业税金及附加 | -192 | -212 | -218 | -313 | -385 | -467 | 长期投资 | 48 | 90 | 90 | 91 | 93 | 95 |
| %销售收入 | 1.4% | 1.3% | 1.0% | 1.2% | 1.2% | 1.2% | 固定资产 | 3,409 | 3,659 | 4,129 | 4,327 | 4,489 | 4,615 |
| 销售费用 | -3,202 | -3,606 | -3,612 | -4,348 | -5,279 | -6,248 | %总资产 | 15.8% | 14.3% | 12.4% | 10.8% | 9.4% | 8.1% |
| %销售收入 | 23.3% | 21.8% | 17.2% | 17.2% | 17.0% | 16.6% | 无形资产 | 2,436 | 2,422 | 2,574 | 2,779 | 3,091 | 3,385 |
| 管理费用 | -715 | -765 | -897 | -1,036 | -1,273 | -1,505 | 非流动资产 | 6,435 | 6,910 | 11,675 | 7,198 | 7,672 | 8,095 |
| %销售收入 | 5.2% | 4.6% | 4.3% | 4.1% | 4.1% | 4.0% | %总资产 | 29.8% | 27.0% | 35.1% | 18.0% | 16.0% | 14.3% |
| 研发费用 | -1,267 | -1,466 | -1,869 | -2,229 | -2,739 | -3,320 | 资产总计 | 21,627 | 25,634 | 33,306 | 40,094 | 47,995 | 56,645 |
| %销售收入 | 9.2% | 8.9% | 8.9% | 8.8% | 8.8% | 8.8% | 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 息税前利润 (EBIT) | 3,779 | 4,752 | 7,064 | 8,478 | 10,571 | 13,150 | 应付款项 | 1,878 | 2,282 | 2,738 | 2,956 | 3,573 | 4,240 |
| %销售收入 | 27.5% | 28.7% | 33.6% | 33.5% | 34.0% | 34.9% | 其他流动负债 | 2,715 | 2,761 | 5,498 | 4,669 | 6,301 | 6,913 |
| 财务费用 | 156 | 408 | 61 | 204 | 246 | 306 | 流动负债 | 4,592 | 5,043 | 8,236 | 7,625 | 9,873 | 11,153 |
| %销售收入 | -1.1% | -2.5% | -0.3% | -0.8% | -0.8% | -0.8% | 长期贷款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产减值损失 | -51 | 165 | 140 | 0 | 0 | 0 | 其他长期负债 | 1,857 | 1,974 | 1,780 | 1,526 | 1,555 | 1,588 |
| 公允价值变动收益 | 113 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 负债 | 6,449 | 7,017 | 10,016 | 9,152 | 11,429 | 12,741 |
| 投资收益 | -113 | 0 | -4 | 5 | 5 | 5 | 普通股股东权益 | 15,158 | 18,593 | 23,278 | 30,930 | 36,553 | 43,891 |
| %税前利润 | n.a | 0.0% | n.a | 0.1% | 0.0% | 0.0% | 其中：股本 | 1,216 | 1,216 | 1,216 | 1,216 | 1,216 | 1,216 |
| 营业利润 | 4,278 | 5,379 | 7,455 | 9,097 | 11,229 | 13,866 | 未分配利润 | 5,145 | 8,600 | 13,424 | 17,777 | 23,400 | 30,738 |
| 营业利润率 | 31.1% | 32.5% | 35.5% | 36.0% | 36.2% | 36.8% | 少数股东权益 | 20 | 24 | 13 | 13 | 13 | 13 |
| 营业外收支 | -40 | -11 | -17 | -17 | -17 | -17 | 负债股东权益合计 | 21,627 | 25,634 | 33,306 | 40,094 | 47,995 | 56,645 |
| 税前利润 | 4,238 | 5,368 | 7,438 | 9,080 | 11,212 | 13,849 | 比率分析 | | | | | | |
| 利润率 | 30.8% | 32.4% | 35.4% | 35.9% | 36.1% | 36.8% | | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 所得税 | -513 | -683 | -779 | -1,081 | -1,334 | -1,648 | 每股指标 | | | | | | |
| 所得税率 | 12.1% | 12.7% | 10.5% | 11.9% | 11.9% | 11.9% | 每股收益 | 3.059 | 3.850 | 5.476 | 6.580 | 8.125 | 10.036 |
| 净利润 | 3,726 | 4,685 | 6,660 | 8,000 | 9,878 | 12,201 | 每股净资产 | 12.469 | 15.294 | 19.148 | 25.442 | 30.068 | 36.104 |
| 少数股东损益 | 7 | 4 | 2 | 0 | 0 | 0 | 每股经营现金净流 | 3.319 | 3.619 | 7.091 | 6.486 | 9.954 | 10.630 |
| 归属于母公司的净利润 | 3,719 | 4,681 | 6,658 | 8,000 | 9,878 | 12,201 | 每股股利 | 1.000 | 1.500 | 2.500 | 3.000 | 3.500 | 4.000 |
| 净利率 | 27.0% | 28.3% | 31.7% | 31.6% | 31.8% | 32.4% | 回报率 | | | | | | |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | | 净资产收益率 | 24.54% | 25.17% | 28.60% | 25.86% | 27.02% | 27.80% |
| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 总资产收益率 | 17.20% | 18.26% | 19.99% | 19.95% | 20.58% | 21.54% |
| 净利润 | 3,726 | 4,685 | 6,660 | 8,000 | 9,878 | 12,201 | 投入资本收益率 | 21.79% | 22.21% | 27.10% | 24.14% | 25.47% | 26.39% |
| 少数股东损益 | 7 | 4 | 2 | 0 | 0 | 0 | 增长率 | | | | | | |
| 非现金支出 | 389 | 249 | 373 | 452 | 507 | 560 | 主营业务收入增长率 | 23.09% | 20.38% | 27.00% | 20.22% | 22.86% | 21.19% |
| 非经营收益 | -235 | -54 | 158 | 633 | 178 | 178 | EBIT增长率 | 28.13% | 25.75% | 48.64% | 20.02% | 24.69% | 24.40% |
| 营运资金变动 | 155 | -479 | 1,430 | -1,200 | 1,538 | -16 | 净利润增长率 | 43.65% | 25.85% | 42.24% | 20.16% | 23.48% | 23.52% |
| 经营活动现金净流 | 4,035 | 4,400 | 8,620 | 7,885 | 12,101 | 12,923 | 总资产增长率 | 49.79% | 18.53% | 29.93% | 20.38% | 19.70% | 18.02% |
| 资本开支 | -675 | -773 | -1,180 | 3,530 | -998 | -998 | 资产管理能力 | | | | | | |
| 投资 | 0 | -5 | -20 | 0 | 0 | 0 | 应收账款周转天数 | 39.7 | 35.7 | 27.0 | 27.0 | 27.0 | 27.0 |
| 其他 | -18 | 0 | -3,991 | 4 | 4 | 3 | 存货周转天数 | 129.7 | 125.7 | 143.8 | 151.0 | 130.0 | 128.0 |
| 投资活动现金净流 | -693 | -778 | -5,191 | 3,534 | -995 | -995 | 应付账款周转天数 | 75.6 | 69.0 | 67.9 | 67.0 | 66.0 | 65.0 |
| 股权募资 | 5,796 | 0 | 0 | 3,300 | 0 | 0 | 固定资产周转天数 | 68.2 | 59.2 | 55.5 | 44.7 | 34.8 | 27.0 |
| 债权募资 | -1,866 | 0 | 0 | -199 | 0 | 0 | 偿债能力 | | | | | | |
| 其他 | -854 | -1,218 | -2,051 | -3,812 | -4,420 | -5,028 | 净负债/股东权益 | -76.05% | -76.67% | -68.12% | -85.88% | -90.96% | -91.47% |
| 筹资活动现金净流 | 3,076 | -1,218 | -2,051 | -711 | -4,420 | -5,028 | EBIT利息保障倍数 | -24.3 | -11.7 | -115.0 | -41.5 | -42.9 | -43.0 |
| 现金净流量 | 6,418 | 2,404 | 1,378 | 10,708 | 6,686 | 6,900 | 资产负债率 | 29.82% | 27.37% | 30.07% | 22.82% | 23.81% | 22.49% |

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 | 1 | 14 | 23 | 31 | 101 |
| 增持 | 0 | 1 | 5 | 6 | 0 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 1.00 | 1.07 | 1.18 | 1.16 | 1.00 |

来源：聚源数据

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

历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|----|------------|----|--------|-----|
| 1 | 2020-04-10 | 买入 | 271.49 | N/A |
| 2 | 2020-04-29 | 买入 | 274.10 | N/A |
| 3 | 2020-07-15 | 买入 | 326.41 | N/A |
| 4 | 2020-08-28 | 买入 | 327.30 | N/A |
| 5 | 2020-10-15 | 买入 | 382.00 | N/A |
| 6 | 2020-10-29 | 买入 | 374.00 | N/A |
| 7 | 2021-04-29 | 买入 | 456.00 | N/A |
| 8 | 2021-05-16 | 买入 | 450.17 | N/A |

来源：国金证券研究所



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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402