



买入 (首次)

所属行业: 医药生物

当前价格(元): 323.49

证券分析师

陈铁林

资格编号: S0120521080001

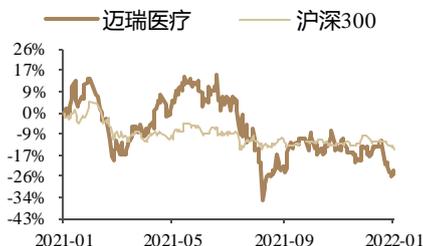
邮箱: chentl@tebon.com.cn

研究助理

王艳

邮箱: wangyan5@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-12.71	-11.91	-14.17
相对涨幅(%)	-6.99	-9.40	-11.75

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

迈瑞医疗 (300760.SZ) : 全球化征程 新起点, 新赛道蓄势起飞

投资要点

- 三十年创新发展成就国内绝对医械龙头, 冲刺全球医械公司前 20。**公司的发展历程也是一部多维创新、持续进化的历史: 从代理到转变为自主研发, 从单一监护仪拓展至体外诊断及超声等多元领域, 自下而上从低价利基市场到高端三甲机构, 从国内走向国际, 从产品思路升级到解决方案思路, 30 年厚积薄发成就国产医疗器械龙头。我们认为业务空间潜力是孕育大公司的最重要前提, 公司业务架构多元, 位处千亿美元赛道, 锁定成长潜力空间, 具备持续获取行业β收益的必要条件; 同时在长坡厚雪的赛道公司依靠平台化、全球化及创新力持续创造α成长动能。行业β+公司α双重驱动, 公司五至十年冲刺全球前 20 的目标指日可待。
- 业绩高速增长, 200 亿体量或迸发新的加速度。**2020 年公司营收跨入 200 亿元规模体量, 2016-20 年营收/归母净利润 CAGR 高达 23.5%/42.8%, 三大支柱业务持续贡献营收, IVD 国内超 700 亿市场规模, 微创外科、骨科及兽用器械新兴业务蓄势起飞, 全球高达近 700 亿美元市场, 国内近千亿规模, 依托公司平台化优势, 新业务与原有业务在产品的设计、技术研发、渠道销售等高度协同, 将持续打开公司长期增量空间。
- 三大支柱业务: 中低端持续渗透, 高端以上加速突破。生命线:** 监护麻醉尖刀产品引领协同生命线多业务, 各细分品类在国内市占率基本都保持在第一位, 基于发展阶段及产品力差异, 各细分品类后续发展路径取决于其在国内的市场占有率深度及全球化进度, 基层渗透加速+全球化+政策驱动, 生命线各品类下半场成长路径清晰。**体外诊断:** 血球生化技术持续升级夯实高端竞争优势, 化学发光卡位 300 亿高成长赛道, 进口替代空间充足, 收购上游原料商进击高端发光, 打造 IVD 全产业链优势;**医学影像:** 中低端国产化基本完成, 高端以上仍是蓝海, 公司彩超结构优化量价齐升, 关键技术壁垒的突破奠定公司在高端及超高端彩超的成长前景。
- 新兴业务: 千亿蓝海战略布局, 百亿营收规模之上打开广阔前景。**站在 200 亿规模之上, 如何突破增速及规模瓶颈为公司未来发展战略议题。公司战略性入局微创外科、骨科及兽用器械千亿规模新兴业务。微创外科产品与监护线应用场景高度重叠, 4K 荧光内镜为进口替代加速器, 渠道协同助力公司硬镜放量。宠物经济持续升温, 下游宠物医院的高速扩张带动上游宠物器械的需求释放。公司兽用器械技术迁移成本优势显著, 多产品抢占市场先机, 有望成潜在巨大营收增长点。
- 国内医疗新基建带来后疫情新增量, ROW 国家业绩有望复制国内 2015 年以后趋势。**医疗新基建成国内增长新引擎, 至少贡献 150 亿相关产品增量市场, 平台优势助力公司持续收获新基建大订单流量。公司海外布局全面开花, 多层次市场推进全球化, 新兴市场增长强劲, 国内经验复刻有望接棒国内成未来成长新动能; 参考国内产品上市和销售网络建设, ROW 国家销售有望复制国内 2015 年以后增长节奏。疫情创历史机遇, 全球高端客户拓展收效显著 (2020 年突破 700 家以上), 全球化征程进入新起点。
- 投资建议与估值:** 公司三大支柱龙头优势显著, 成长路径清晰, 新兴业务打开长期增长空间, 疫情加速国际化驶入新征程, 发展中国家有望成未来成长快引擎。暂不考虑并表影响, 2021-23 年归母净利润分别为 82.1/101/125.1 亿元, 同比增长 23.3%/23%/23.8%。给予公司 2022 年 50xPE, 对应目标价 415 元。首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示:** 新品研发不及预期, 海外销售不达预期及汇率风险, 供应链风险, 集采降价超预期, 并购整合不及预期。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	1,215.69		2019	2020	2021E	2022E	2023E
流通 A 股(百万股):	1,215.69	营业收入(百万元)	16,556	21,026	25,721	31,717	39,172
52 周内股价区间(元):	278.09-495.99	(+/-)YOY(%)	20.4%	27.0%	22.3%	23.3%	23.5%
总市值(百万元):	393,263.97	净利润(百万元)	4,681	6,658	8,212	10,103	12,505
总资产(百万元):	35,623.73	(+/-)YOY(%)	25.8%	42.2%	23.3%	23.0%	23.8%
每股净资产(元):	21.22	全面摊薄 EPS(元)	3.85	5.48	6.75	8.31	10.29
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	65.2%	65.0%	65.6%	65.2%	65.4%
		净资产收益率(%)	25.2%	28.6%	28.4%	28.3%	28.3%
		资料来源: 公司年报 (2019-2020), 德邦研究所					
		备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润					

内容目录

1. 三十载历程，从种子选手走向国内绝对医械龙头.....	8
1.1. 三十载创新发展之路，成就国内平台化器械龙头.....	8
1.2. 近年来公司业务快速增长，2020年营收跨入200亿体量.....	9
1.3. 平台赋能，全球深化，创新为本，全球器械公司Top20指日可待.....	11
1.3.1. 业务架构多元化+千亿级赛道锁定公司成长空间.....	12
1.3.2. 多项产品具备全球竞争力，平台化布局协同效应显著.....	13
1.3.3. 持续向外延伸，全球化打开业绩天花板.....	15
1.3.4. 研发走向深水区，创新为本构筑高端核心竞争力.....	17
2. 三大支柱业务：中低端持续渗透，高端以上加速突破.....	18
2.1. 生命信息与支持：国内基层渗透+全球化驱动打开成长空间.....	18
2.1.1. 监护仪：国内绝对龙头，国内渗透率提升+全球化为下阶段主要看点.....	19
2.1.2. 麻醉机：有望复制监护仪的发展路径，高端品类国内外份额加速提升.....	21
2.1.3. 除颤仪：AED政策加码，国内渗透率有望加速.....	22
2.1.4. 呼吸机：疫情催化放量，海外渗透提速，国内配置率提升.....	23
2.2. 体外诊断：血球生化技术升级夯实竞争优势，核心原料收购进击高端发光.....	24
2.2.1. 血液：良好格局中的血检领先者，高端技术引领进口替代下半程.....	25
2.2.2. 生化：红海分散格局，产品升级协同流水线争夺高端进口空间.....	27
2.2.3. 化学发光：IVD主增长引擎，并购上游抢占高端发光市场.....	28
2.2.4. 医学影像：存量时代高端争夺战，关键技术突破先发优势显著.....	31
3. 新兴业务：蓝海战略布局，百亿营收规模之上开辟成长新动能.....	33
3.1. 微创外科：硬镜推出抢占先机，生命线渠道协同放量.....	34
3.2. 兽用器械：现有产品技术迁移，尽享宠物医疗大蓝海.....	37
4. 国内医疗新基建带来后疫情新增量，发展中国家接力成全球成长新引擎.....	40
4.1. 医疗新基建成国内增长新引擎，平台优势助力公司收获新基建大订单流量.....	40
4.2. 多层次市场加速推进全球化，疫情驱动国际化驶入新阶段.....	43
4.3. 参考产品上市和销售网络建设，ROW国家销售有望复制国内2015年以后增长节奏.....	45
5. 盈利预测与投资建议.....	47
5.1. 盈利预测.....	47
5.2. 投资建议.....	48
6. 风险提示.....	49

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	8
图 2: 公司营收持续走高.....	9
图 3: 公司归母净利润保持高速增长.....	9
图 4: 公司各主营业务占比, 疫情下生命类产品加速放量.....	10
图 5: 细分业务增速疫情前后表现分化, 受损业务疫情后快速复苏.....	10
图 6: 公司各主营业务毛利率总体稳中有升.....	10
图 7: 公司各项费用逐年下降.....	11
图 8: 各业务毛利率及公司净利率持续提升.....	11
图 9: 全球医疗前 20 名巨头公司市场份额不断增加.....	11
图 10: 公司现有产品全球可及市场规模高达千亿美元以上.....	12
图 11: 全球医疗器械细分结构.....	12
图 12: 公司产品国内外市占率排名.....	13
图 13: 公司产品跨 10 个以上科室, 构建全院生态.....	14
图 14: 公司“瑞智联”IT 解决方案系统架构.....	15
图 15: 公司“瑞影云”影像云平台.....	15
图 16: 公司“瑞智检”IT 解决方案.....	15
图 17: 公司“瑞智检”智慧屏.....	15
图 18: 全球医疗器械市场规模及增速.....	16
图 19: 国内医疗器械市场规模及增速.....	16
图 20: 公司海外业务收入持续增长.....	16
图 21: 公司海外业务占比.....	16
图 22: 公司研发支出远超国内医疗器械同行.....	17
图 23: 2021H1 公司研发支出占营收比重约 9%.....	17
图 24: 生命信息与支持类业务 5 年复合增速为 25.8%.....	18
图 25: 生命信息与支持业务子板块毛利率.....	18
图 26: 公司监护仪销量不断提升.....	19
图 27: 公司监护仪毛利率高于国产同行.....	19
图 28: 全球 (不含日本) 监护仪市场规模增速缓慢.....	19
图 29: 2015 年后中国监护仪市场增速恢复双位数.....	19
图 30: 公司监护仪国内绝对龙头, 全球第三.....	20
图 31: 我国医疗监护仪普及率还存在较大提升空间.....	20

图 32: 监护仪产品系列自下而上全面覆盖.....	20
图 33: 麻醉机销量五年 CAGR20%	21
图 34: 麻醉机平均售价总体呈微升趋势.....	21
图 35: 2017 年麻醉机市场份额.....	21
图 36: 2019 年麻醉机市场份额	21
图 37: 2017 年二级医院麻醉机市场份额.....	22
图 38: 2019 年三级医院麻醉机市场份额.....	22
图 39: 公司除颤仪高速放量.....	22
图 40: 除颤仪价格成下降趋势.....	22
图 41: 我国 AED 每 10 万人配置台数远低于发达国家.....	23
图 42: 2019 年我国医用呼吸机收入市场格局.....	24
图 43: 我国呼吸机百万人口保有量只有美国的 1/8.....	24
图 44: 2019 年中国体外诊断行业规模突破 700 亿.....	24
图 45: 国内体外诊断市场格局.....	24
图 46: 公司体外诊断业务为增速主力 (不考虑疫情扰动)	24
图 47: 体外诊断毛利率呈上升趋势, 试剂毛利率高于仪器.....	24
图 48: 疫情前公司体外诊断试剂保持高增长态势.....	25
图 49: 公司体外诊断仪器销量不断提升	25
图 50: 中国血液诊断市场双位数增长.....	25
图 51: 2016 年中国血液诊断市场 CR2 超 70%	25
图 52: 公司 CAL7000 血液分析流水线一键三联, 效能升级	26
图 53: 2016 年全球血液诊断市场格局.....	26
图 54: 我国生化诊断市场增幅放缓.....	27
图 55: 我国生化诊断市场格局较分散 (2016 年)	27
图 56: 全自主检测模块流水线 M6000.....	27
图 57: 我国化学发光市场规模增速超 20%.....	28
图 58: 国内化学发光市场格局 (2018 年)	28
图 59: Hytest 产品线.....	30
图 60: 我国分子诊断市场规模 6 年复合增速超 30%.....	31
图 61: 中国分子诊断行业企业市场份额	31
图 62: 中国分子诊断下应用领域占比情况.....	31
图 63: 中国分子诊断行业技术占比情况	31
图 64: 全球医用超声市场规模低速增长	31

图 65: 中国超声市场规模增速逐渐放缓	31
图 66: 2019 年国内超声市场高中低端结构	32
图 67: 2019 年国内超声低端市占率	32
图 68: 2019 年国内超声中端市占率	32
图 69: 2019 年国内超声高端市占率	32
图 70: 公司彩超销量上升态势	33
图 71: 彩超价格+毛利率双升	33
图 72: 全球内窥镜市场领域占比	34
图 73: 全球内窥镜微创医疗器械应用科室占比	34
图 74: 全球内窥镜市场规模及增速	34
图 75: 中国内窥镜市场规模及增速	34
图 76: 全球硬镜市场规模及增速	35
图 77: 国内硬镜市场规模及增速	35
图 78: 荧光硬镜市场规模增速显著白光, 占比提升迅速	35
图 79: 国内硬镜销售额市场格局 (2018 年)	36
图 80: 国内荧光硬镜市场格局 (2019 年)	36
图 81: 公司从白光到荧光, 从标清到 4K 硬镜系列	37
图 82: 中国猫狗人均单只年消费金额不断提升	37
图 83: 国内宠物消费占居民总消费比例持续增长	37
图 84: 中国宠物市场规模 10 年 CAGR 高达 32.4%	37
图 85: 2018-2019 年中国宠物消费细分市场	37
图 86: 中国家庭宠物饲养率低于全球发达国家 (2019 年)	38
图 87: 中国宠物医院数量大增	38
图 88: 公司动物医疗产品横跨医学影像、体外诊断、生命信息与支持三大领域	39
图 89: IDEXX 营收结构	39
图 90: CAG 业务收入结构	39
图 91: IDEXX 营收不断增长	39
图 92: IDEXX 业绩持续成长	39
图 93: IDEXX 股价随业绩提升持续上涨	40
图 94: 各国人均医疗器械消费显著低于发达国家	错误!未定义书签。
图 95: 每 10 万人 ICU 床位数 (2015 年)	错误!未定义书签。
图 96: 2015 年 ICU 床位数在总床位的比重仅有美国的 1/9	42
图 97: 预计 2023 年中国 ICU 床位数扩充 2 倍	42

图 98: 迈瑞产品入驻 top20 美国顶尖医院, 与美国主要大型 GPO、HMO 长期合作....	43
图 99: 公司海外各区域业务收入及增速 (亿元)	44
图 100: 公司海外业务中各区域收入占比	44
图 101: 公司国内各级经销商数量 (2015-2017)	45
图 102: 公司国内各级经销商销售额 (2015-2017)	45
图 103: 2015 年国内销售收入随着高端及创新产品的推出快速增长	46
表 1: 2020 年全球巨头海外营收地域结构	16
表 2: 公司 7 款产品上榜《创新医疗器械产品目录 (2018)》	18
表 3: 公司各生命支持类细分品类发展路径	18
表 4: 各省市 AED 政策频出, 提升 AED 渗透率	23
表 5: 第六批优秀国产医疗设备全自动发光分析仪遴选结果	29
表 6: 公司化学发光常规检测项目数量不输国外龙头	29
表 7: 公司逐步突破高端彩超关键技术	33
表 8: 2020 年以来明确财政拨款事项的新基建政策	41
表 9: 2019 年发展中国家及发达地区的经济发展及医疗水平对比	44
表 10: 营收拆分与预测	47
表 11: 可比公司估值	49

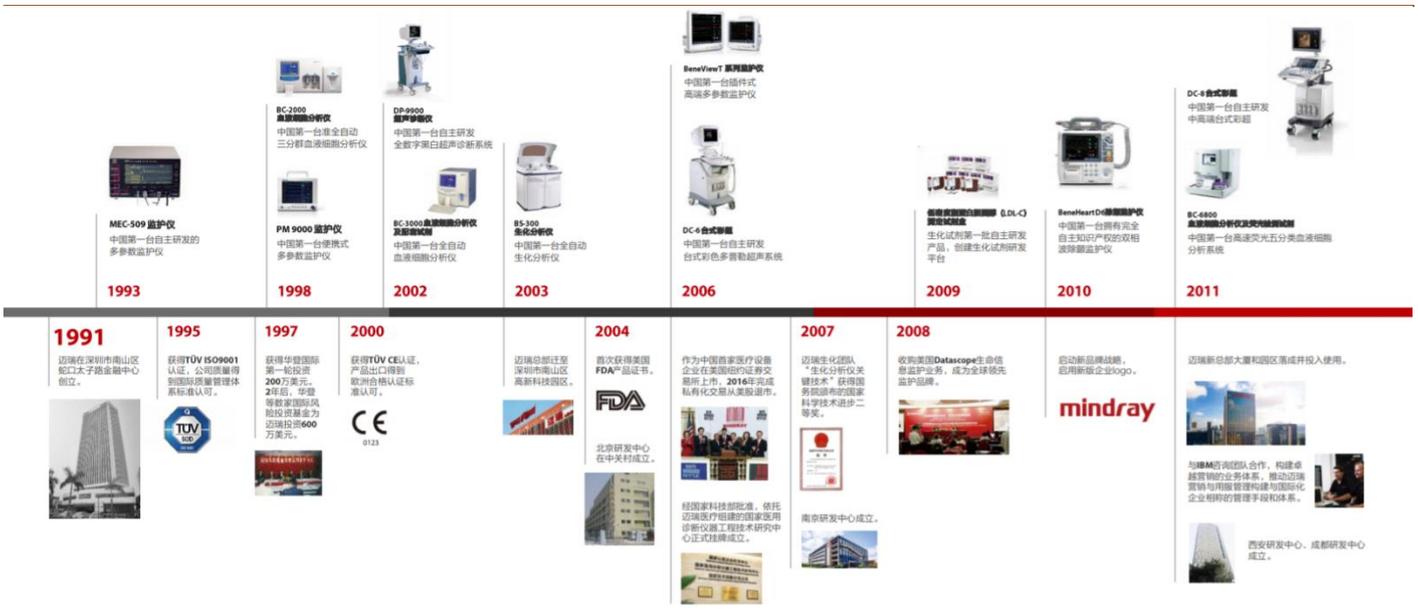
1. 三十载历程，从种子选手走向国内绝对医械龙头

1.1. 三十载创新发展之路，成就国内平台化器械龙头

迈瑞医疗成立于1991年，产品覆盖生命信息与支持、体外诊断及医学影像三大主要领域，产品管线宽度和深度都是国内佼佼者，致力于提供满足临床需求的安全、高效、易用的“一站式”整体解决方案。

三十载创新发展之路。公司的发展历程也是一部多维创新、持续进化的历史：从监护仪的代理到转变为自主研发，从单一监护仪发展至体外诊断及超声等多领域，从低价利基市场到高端三甲机构，从国内走向国际，从产品思路升级到整体解决方案思路。**公司发展策略因时制宜战略精准：**1993年自推出第一台自主研发的多参数监护仪后持续推出多项国内产品“第一”，1997年引入风投开始扩充产品线，2000年走出国门拓展海外市场，2006年通过纽交所上市提升全球影响力，全球化并购吸收创新技术、扩大成熟销售服务渠道，2008年收购美国Datascope生命信息监护业务借助其渠道跻身全球监护仪第三，2013年收购美国Zonare医疗系统集团融合创新其技术进入高端彩超领域；2016年私有化后2018年于A股创业板上市发展提速，2020年公司营收突破200亿元，持续开拓微创外科等潜力新业务，并购Hytest完善上游产业链逐渐发力高端IVD。30年的发展，公司由种子选手发展成为国内医疗器械的领航者，创造了中国民营医疗器械公司发展新范本。

图 1：公司发展历程



三十载创新发展之路

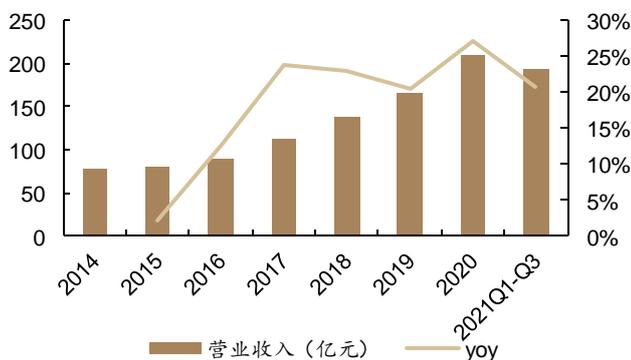
<p>2012</p> <p>BS-2000生化分析仪及超微量酶标仪 中国第一台超高速全自动生化分析仪</p>	<p>2013</p> <p>CL-2000i全自动化学发光免疫分析仪及超微量酶标仪 化学发光免疫产品品类王者，开启免疫业务高速增长之路</p> <p>A7 麻醉工作站 亚洲第一台具备全电子流量计的麻醉镇静机</p>	<p>2014</p> <p>体外诊断领域最小探测器 中国第一套生化免疫模块化流水线，中国第一套拥有完整自主知识产权的血液细胞分析流水线</p>	<p>2015</p> <p>BC-5300CP全自动血液细胞分析仪及超微量酶标仪 中国第一台血常规+CRP一体机</p> <p>SV 系列呼吸机 时代产品，带动呼吸机业务实现跨越式发展，疫情中的神奇表现又一次惊艳世界</p> <p>Resona 7 台式彩超 中国第一台自主研发高端台式彩超</p> <p>BeneVision N 超声监护仪 全球第一台大屏幕可旋转的智能监护仪</p>	<p>2016</p> <p>MobiEye 700 移动式DR 中国第一台高端移动DR</p>	<p>2018</p> <p>跨领域 (PCT) 创新驱动 新一代高性能免疫试剂平台首个产品，高临床单品带动高端客户突破</p>	<p>2019</p> <p>HyLED X 手术灯 打造临床科室高性能工作环境</p> <p>BeneHeart C 系列 AED 救命神器，公众急救的引领者</p> <p>MX 系列 超声内镜 全球便携彩超新标杆</p>	<p>2020</p> <p>BeneFusion 系列输注系统 “四合一”，开启智能输注新时代</p> <p>Hepatus 肝腹仪 全球第一台实时可视化无创定量肝腹仪</p> <p>HyPixel U1 4K 内窥镜超声平台 打造超声国产第一品牌，让微创手术患者大受</p> <p>A9 麻醉工作站 集大成者，预见麻醉的下一个时代</p>	<p>2021</p> <p>30TH</p>
--	---	---	---	---	---	---	--	--------------------------------

资料来源：公司公告，德邦研究所

1.2. 近年来公司业务快速增长，2020 年营收跨入 200 亿体量

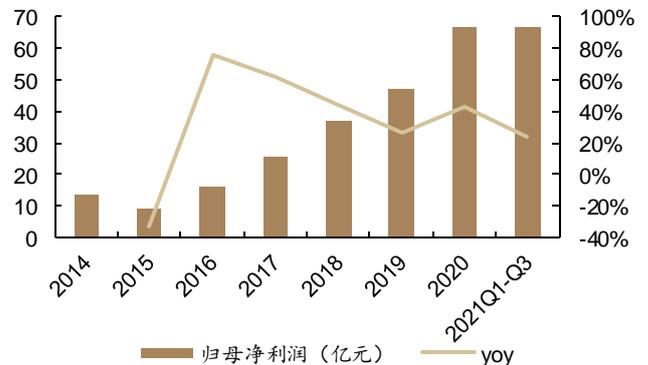
公司业绩高速增长，营收跨入 200 亿体量之上。2020 年疫情之下公司监护仪、呼吸机、移动 DR、新冠试剂等产品收入大幅增长，抵消其他品类疫情受损影响后，整体营收净利均创历史新高。2020 年营收 210.3 亿元，同比增长 27%，2016-2020 年 CAGR 23.5%，归母净利润 66.6 亿元，同比增长 42.2%，2016-2020 年 CAGR 高达 42.8%。2021 年在 2020 年高基数之下依然维持高增，前三季度营收 193.9 亿元 (+20.7%)，归母净利润 66.6 亿元 (+24.2%)。公司营收跨入 200 亿元规模体量之际增速依然维持在 20% 以上，我们认为站在新的历史节点，公司的平台化优势、全球化及创新研发将持续赋能公司加速成长。

图 2：公司营收持续走高



资料来源：WIND，德邦研究所

图 3：公司归母净利润保持高速增长



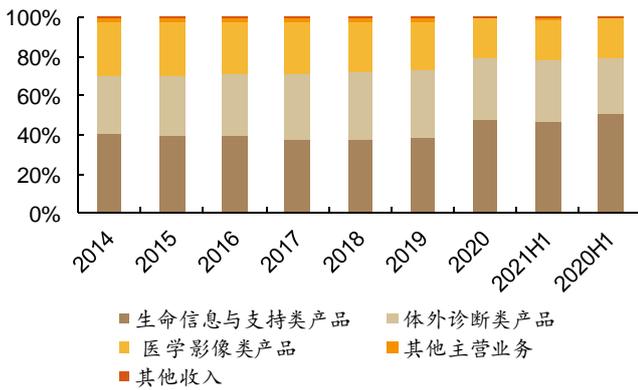
资料来源：WIND，德邦研究所

细分板块来看，三大产品线持续贡献营收，细分业务随疫情进化增速表现分化，受损业务疫情后快速复苏。2020 年疫情之前，公司生命信息与支持/体外诊断/医学影像三大业务条线发展相对均衡，2019 年营收占比分别为 38.3%/35.1%/24.4%，2015-2019 年 CAGR 分别为 18.9%/24.5%/16.0%。2020

年国内外疫情陆续爆发,各业务依然保持正向增长,但增速受疫情影响出现明显分化,其中监护仪、呼吸机等品类大幅出货带动生命类业务高增(+57.8%),远超总体受损疫情的体外诊断(+14.3%)及医学影像业务(+3.9%)。2021H1业绩依旧亮眼,生命类业务受益国内大型公立医院扩容主导的医疗新基建在2020年高基数下保持12.7%的增长,体外诊断(+30.8%)及医学影像(+26.9%)随着国内外疫情平稳快速复苏。

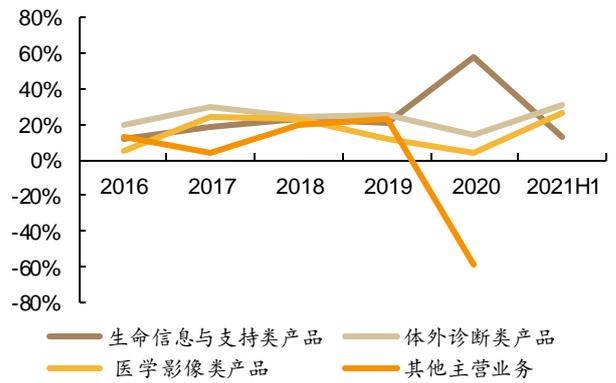
三大营收之外,种子业务生根发芽增幅喜人。以微创外科、骨科耗材及兽用器械为主的种子业务疫情后复苏加速,尽管基数较小,但在超出原有三大支柱业务规模的市场空间中公司新业务将大有可为。

图 4: 公司各主营业务占比, 疫情下生命类产品加速放量



资料来源: WIND, 德邦研究所

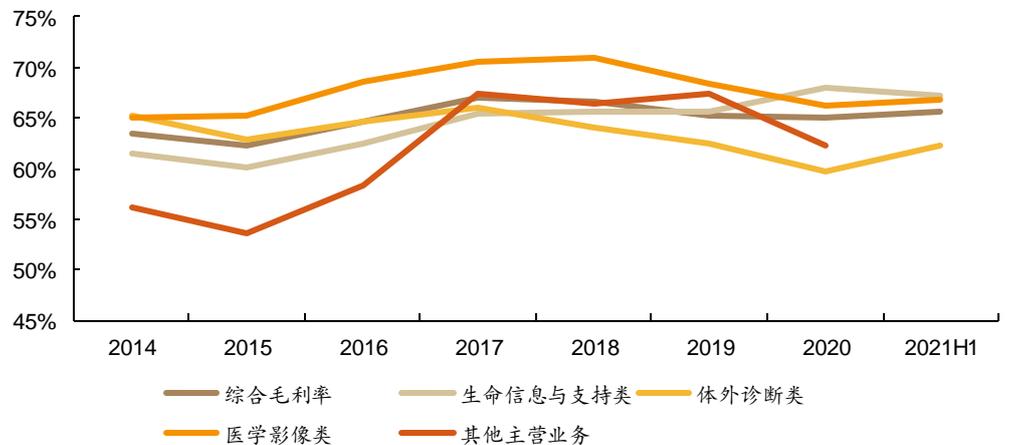
图 5: 细分业务增速疫情前后表现分化, 受损业务疫情后快速复苏



资料来源: WIND, 德邦研究所

产品结构优化+降本提升毛利率。整体来看,疫情前后毛利率处于稳步上升的态势,2020年及之后综合毛利率超65%;分业务来看,生命类产品毛利率一路走高,得益于高端监护仪的出货结构优化;医学影像毛利率最高,海外产线向国内转移降本显著,叠加高端彩超销售比例提升带动板块毛利率上行,2018年之后整体板块毛利率略有下降主要受近些年低毛利DR的影响;体外诊断试剂价格下降导致整体板块毛利率略微下行。随着公司技术升级、产品结构优化、产业链上拓降本趋势,预计未来公司毛利率将维持高位。

图 6: 公司各主营业务毛利率总体稳中有升

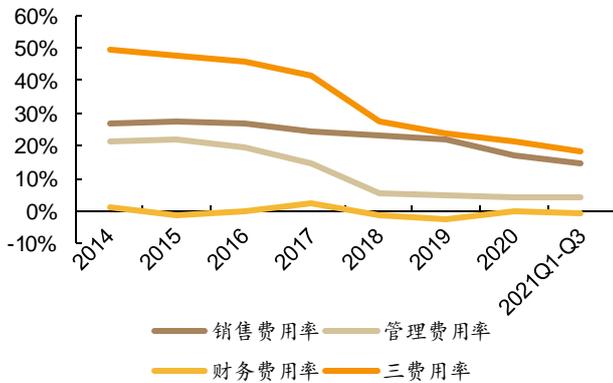


资料来源: WIND, 德邦研究所

费用管控优秀, 盈利能力持续提升。受益于2015年管理、销售体系的优化整

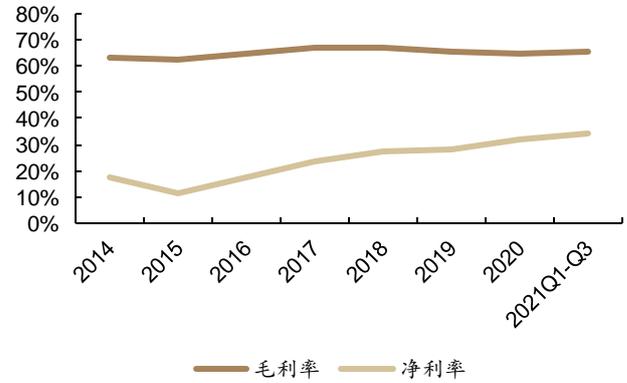
合，公司费用管控成效显著，2015-2020 年销售费用率下降近 10pct，2020 年疫情以来产品直通入院比例高，销售费用率大幅下降，由 2019 年的 21.8%降低到 2021 前三季度的 14.7%。2018 年以来管理费用率（2017 年前包含研发费用）持续下降，至 2021 前三季度总体费用率下降 17.6pct，带动净利率持续上升 7.3pct 至 34.4%，盈利空间持续增大。

图 7：公司各项费用逐年下降



资料来源：WIND，德邦研究所

图 8：各业务毛利率及公司净利率持续提升

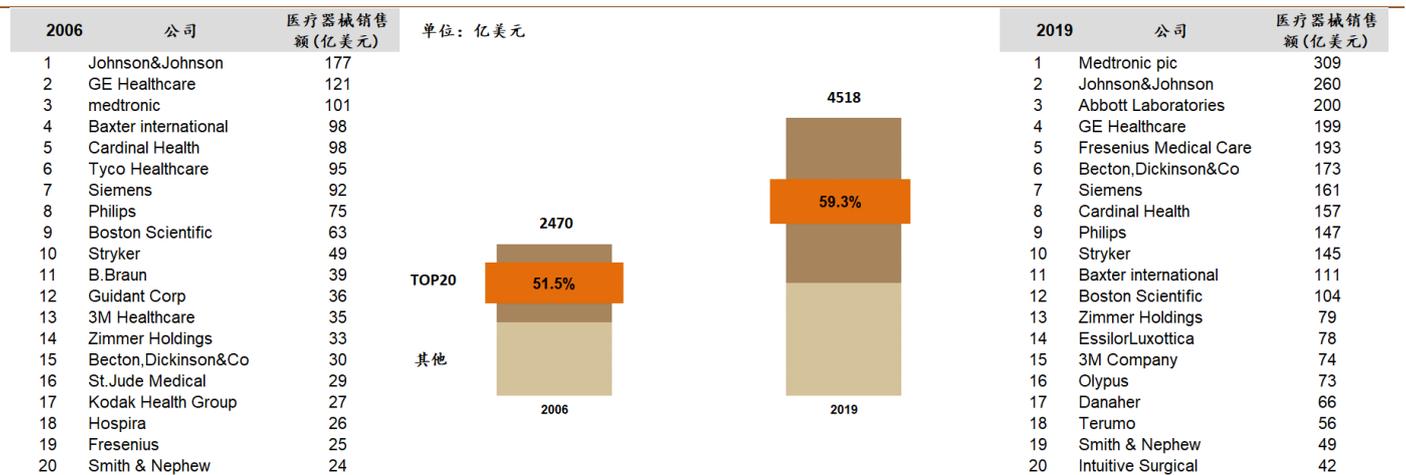


资料来源：WIND，德邦研究所

1.3. 平台赋能，全球深化，创新为本，全球器械公司 Top20 指日可待

医疗器械自我迭代更新、非颠覆性的属性，造就强者恒强的行业特征，复盘 2006-2019 年全球医械巨头的份额变迁，近十几年来 TOP20 的市场份额进一步增长，头部效应愈发明显。三十年的持续精进，无论从产品竞争力、营收规模以及市值来看，公司已牢牢坐上国内医械的龙头交椅，2019 年公司位居全球医疗器械供应商 42 名，也成为中国公司走向国际的典范，公司未来的目标是进入全球医械 Top20。

图 9：全球医疗前 20 名巨头公司市场份额不断增加



资料来源：《TOP 100 Medical Device Companies of 2019》，德邦研究所
注：市场总规模根据 Evaluate Medtech 数据测算

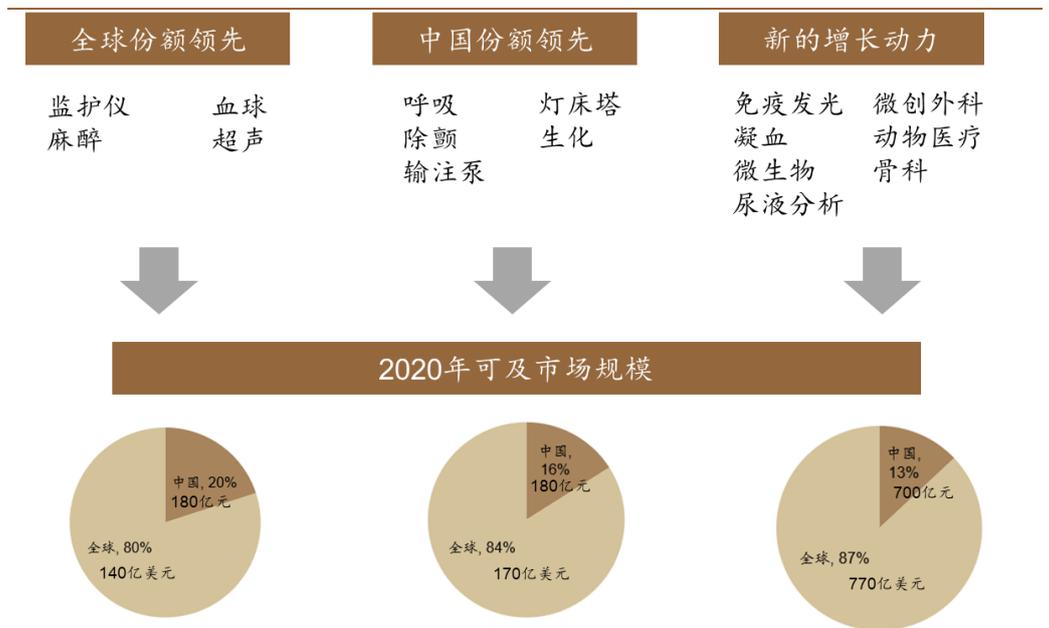
那么上榜全球医械公司前 20 的首要前提是什么？迈瑞又缘何成为最具潜力的选手？我们认为业务空间潜力是孕育大公司的最重要前提，是持续获取行业β收益的必要条件，其次在长坡厚雪的赛道公司依靠平台化、全球化及创新力持续

创造 α 成长动能。行业 β +公司 α 双重驱动，公司五至十年冲刺全球前 20 的目标指日可待。

1.3.1. 业务架构多元化+千亿级赛道锁定公司成长空间

多元产品线+全球千亿美元体量赛道，锁定成长潜力空间。 医疗器械单赛道体量较小，叠加越来越快的创新节奏，对小体量的医疗器械单品来说，走完一个“引入-增长-成熟-衰退”的循环，可能只需要 10 年，对照全球医械 TOP10 龙头主营业务结构，多元产品线架构是消除单条线天花板瓶颈的最优配置。大空间方能孕育全球巨头企业，公司产品条线多元化，2020 年公司主要业务所处赛道可及体量国内超千亿，全球可及体量更是高达 1080 亿美元，分产品来看，2020 年具有全球竞争优势的监护仪、麻醉机、血球及超声全球可及规模高达 140 亿美元，是国内的 5 倍；在中国份额领先的灯床塔、输注泵、呼吸机、除颤仪等全球可及规模高达 170 亿美元，是国内的 6 倍以上；具备成长新动能的发光、凝血以及后入局的微创外科、兽用器械及骨科三大新业务全球可及规模更是高达 770 亿美元，是国内的 7 倍左右，巨大的市场空间给公司创造了广阔的成长沃土。

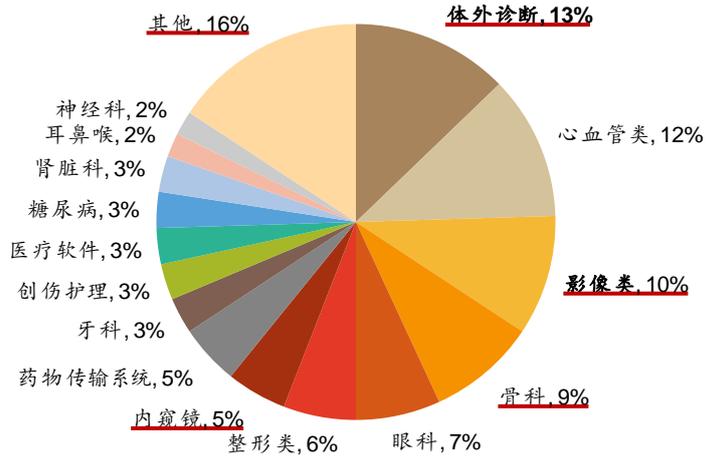
图 10：公司现有产品全球可及市场规模高达千亿美元以上



资料来源：公司公开推介资料，德邦研究所

在全球医疗器械 4600 亿美金的版图中，公司所进入的领域仅占 17% 左右，未来公司版图拓展可期。公司基于三十年自研+并购的经验，将已有产品及渠道的经营路径成功复刻到更多细分领域的确定性高，因此公司的发展是动态的，未来会解锁更多的国家，拓展更多的产品领域，参考全球医械巨头的发展，每一条成功的产品线带给公司的并不仅仅是线性的增长，更是阶跃式增长。

图 11：全球医疗器械细分结构



资料来源：Evaluate MedTech World Preview 2018, Outlook to 2024，德邦研究所

1.3.2. 多项产品具备全球竞争力，平台化布局协同效应显著

公司多项产品居于国内首位，全球领先，业务跨度大多元化整合壁垒高。经过多年发展，公司多项产品位居国内首位，并具备全球竞争能力，拥有 10 个世界一流产品，其中监护、麻醉、血球从产品力角度世界领先，市占率占据世界前三。从产品布局来看，现有前二十的公司大部分是以某个科室为核心，通过单产品从院中向院前及院后服务拓展。除非通过外延式并购的方式，现有前二十公司的产品布局极少横跨设备、MD、耗材三大细分领域。公司业务跨度大，技术及渠道多元化整合难度大，走出了不一样的成长路径。

图 12：公司产品国内外市占率排名



资料来源：公司官网，德邦研究所

公司业务协同优势显著，构建全院生态，由产品思维升级到平台型解决方案思维。公司产品横跨 10 个以上科室，打破科室与适应症壁垒，以行业内最丰富的产品线与解决方案构建全院生态，逐渐从医疗器械的产品供应商蜕变为提升医疗机构整体诊疗能力的解决方案提供商：

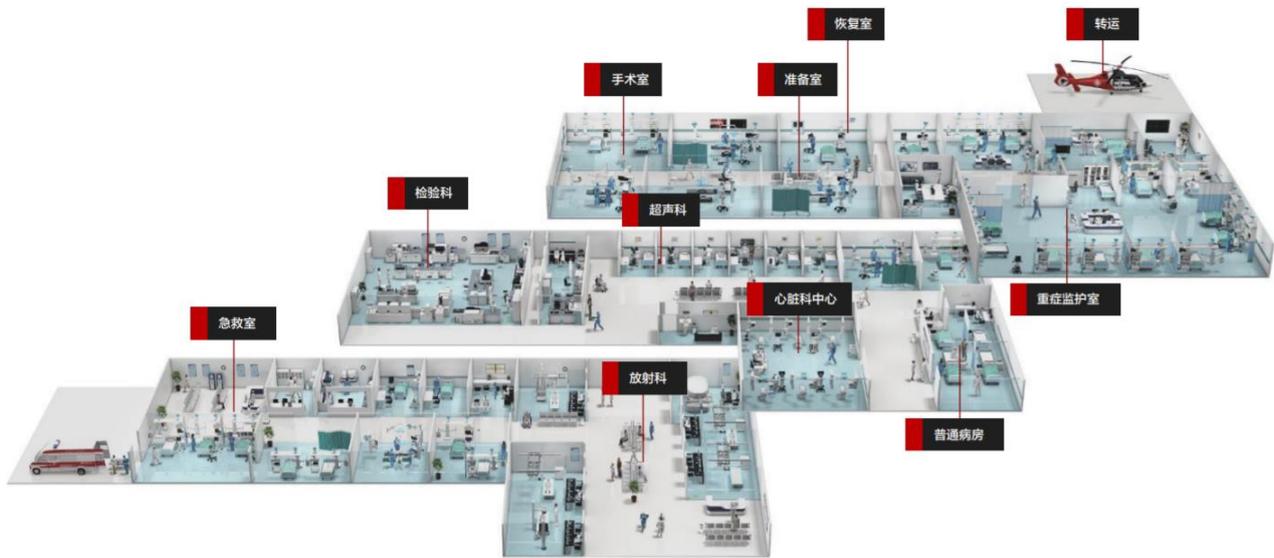
1) **生命信息与支持业务**：以监护仪为切入，带动麻醉机、呼吸机、除颤仪、输注泵等同领域产品同步增长的协同效应不断凸显，并基于监护线多产品布局和品牌优势，公司持续推出包括全院、重症、围术期、急诊、心脏科、普护在内的多场景解决方案；

2) **体外诊断业务**: 随着血球、生化优势品类及化学发光、血凝等产品线持续的技术积累和产品创新, 公司已逐步成长为帮助医院建立标准化实验室、提供体外诊断整体解决方案的供应商;

3) **医学影像业务**: 客户需求为导向, 公司持续开发完善妇产、心血管、麻醉、介入等临床解决方案, 依托既有超声产品向临床科室协同渗透。

4) **三条产品线多科室协同渗透, 单产品解决方案升级至跨科室解决方案, 平台优势加速多品类协同放量入院**。公司三大业务各自覆盖的科室存在交叉, 产品相互渗透, 通过产品线组合, 着力打造和推广针对科室的一站式解决方案, 依托平台优势实现打包销售, 实现协同放量。

图 13: 公司产品跨 10 个以上科室, 构建全院生态



资料来源: 公司官网, 德邦研究所

智慧医疗持续赋能企业, 领跑云端创新模式, 生态化平台提升价值空间。做大蛋糕更需要高屋建瓴的模式创新, 依托广泛的跨科室、跨学科、跨院区产品布局, 公司推出“瑞智联”、“瑞影云++”、“瑞智检”三大智慧医疗解决方案, 以“三瑞”聚集生态、强化协同互联, 领跑云端创新模式, 提升公司全球市场和资源的投入产出效率。智慧医疗综合解决能力增强医疗机构客户粘性, 在参与医院建设尤其是智慧医院过程中, 由产品订单演变为系统订单, 公司依托智慧型平台及综合解决方案大大增强了订单价值量及订单内产品协同入院能力。

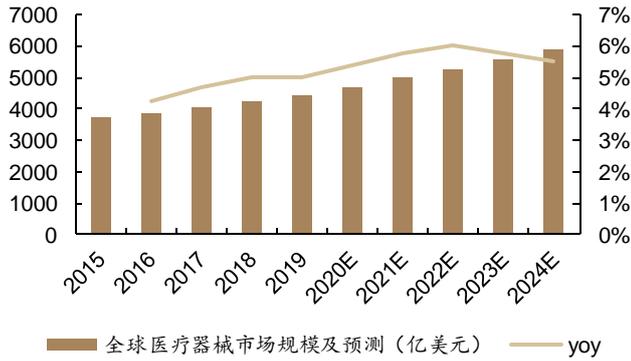
1) **“瑞智联”IT 解决方案**, 整合多种床旁数据, 打破了跨科室的信息壁垒, 以信息化手段全面升维医院管理, 提升科室运营效率;

2) **“瑞智检”IT 解决方案**实现医学实验室内人机料法环测等多项管理要素的全流程物联网联动, 一站式解决医学实验室复杂管理要素和信息孤岛带来的管理多头对接、低效、质量难以标准化、智能化难题;

3) **“瑞影云”影像云平台**, 提供可供用户自主创建和运营的云社区以及多种云端应用, 为超声医疗工作者打造立体交互媒介。

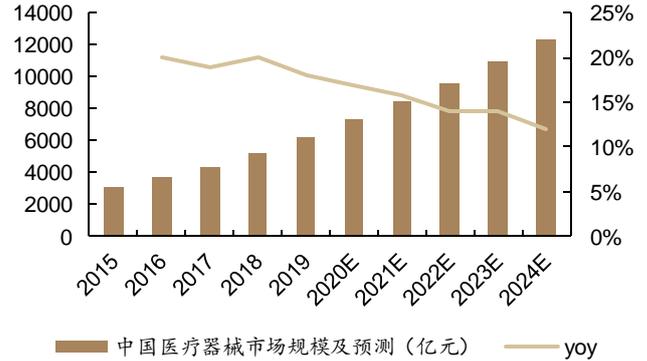
平台技术及渠道延伸, 降本高效布局新业务。公司依托三大支柱业务技术及

图 18: 全球医疗器械市场规模及增速



资料来源: Frost & Sullivan, 德邦研究所

图 19: 国内医疗器械市场规模及增速



资料来源: Frost & Sullivan, 德邦研究所

表 1: 2020 年全球巨头海外营收地域结构

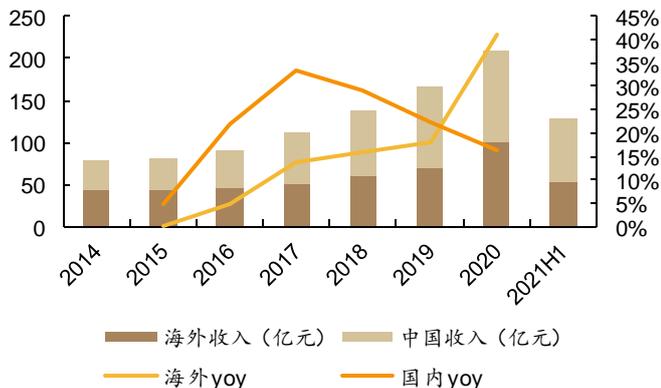
公司	本土 (亿美元)	海外 (亿美元)	海外占比	本土范围备注
美敦力	155	145	48.3%	美国
强生	431	394	47.8%	美国
雅培	130	216	62.4%	美国
费森尤斯医疗	34	176	83.8%	欧洲除英国
BD 医疗	97	74	43.3%	美国
飞利浦医疗	57	183	76.3%	西欧
史赛克	105	39	27.1%	美国

资料来源: WIND, 德邦研究所

注: 美敦力 2020 年财报的统计周期为 2020 年 4 月 25 日至 2021 年 4 月 30 日; BD 的财年从每年的 9 月 30 日始

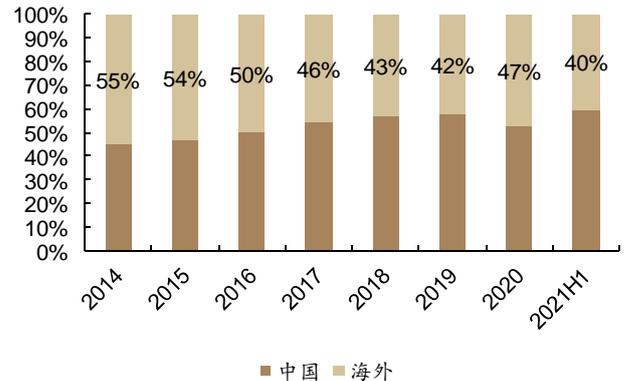
前瞻布局深耕海外市场, 海外收入持续增长。公司 2000 年左右率先出海, 凭借高性价比监护仪等品类切入欧美发达市场, 借助高端医疗机构打磨产品技术与口碑。随着 2006 年纽交所的上市, 公司加速国外并购步伐, 先后于 2008 收购美国 Datascope 跻身全球监护仪前三, 2013 年收购美国 Zonare 医疗系统集团进入高端超声行列, 产品力及品牌力在全球市场得到快速提升。公司海外市场持续增长, 早在 2007 年海外营收即超过国内, 2020 年公司海外营收约 99.2 亿, 海外占比高达 47%, 2014-2020 年 CAGR 为 14.9%, 且增速持续上扬, 海外拓展战果显著。

图 20: 公司海外业务收入持续增长



资料来源: WIND, 德邦研究所

图 21: 公司海外业务占比



资料来源: WIND, 德邦研究所

全球化打开成长新格局，疫情之下公司全球化进程加速。公司产品远销全球 190 多个国家和地区，进入大量全球顶尖医院与研究机构的核心科室，境外拥有 40 家子公司，在美国与欧洲分别建立了超过 500 人及 300 人的本地化团队。200 亿+营收坐标处，全球市场将持续打开公司成长的新格局，当前之际全球化与平台化将相互循环促进，全球化将持续放大公司平台化优势，平台化也助推全球化进程加速。疫情下公司实现短期内史无前例高端客户的开拓，随着 2020 年 700 多家欧美等国家高端医疗机构客户的突破，公司的全球化进程按下加速键。我们认为 2020 年或可定义为出海多年后的“新元年”，高端机构突围以及后续协同明星产品的横向突破为全球化的再一次加速蓄能。公司在海外业务收入的比重目标提高为 70%，以国内为圆点，全球化放射状发展才是公司的战略未来。

1.3.4. 研发走向深水区，创新为本构筑高端核心竞争力

持续加大研发投入，创新为本迈入高端深水区。横向来看，公司研发投入规模远超业内医疗器械同行。纵向来看，多维度数据彰显公司对研发的战略重视：

1) **研发支出持续高增。**研发投入占比保持在 9% 左右，2020 年疫情期间逆势加大研发投入达到 21 亿元，同比增长 27%，创历史新高。

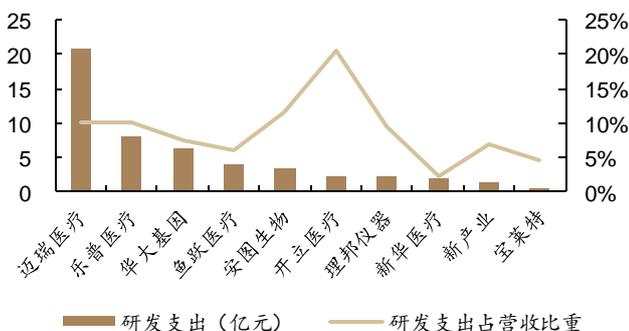
2) **全球化配置研发资源，人才投入力度大。**公司全球布局十大研发中心，2020 年公司研发人员 3070 名，68% 为硕士及以上学历，约占总员工的 26%，对研发投入的重视可见一斑。

3) **掌握核心技术，创新力领先。**2020 年专利超 6400 项，其中超过 20% 为美国欧洲发明专利，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。

4) **创新成果突出，中高端品类不断突破。**公司每年持续推出多款新产品，自创始至今累计创造了多项中国医疗器械“第一”。中高端产品不断实现突破，公司 7 款产品在《创新医疗器械产品目录（2018）》87 款创新医疗器械产品上榜。

5) **持续迈向创新深水区甚至无人区。**公司将继续保持高强度的研发投入，随着过去几年在高端技术领域上的突破，公司已经基本完成了从跟随者到挑战者的身份转变，并将不断走向创新深水区甚至无人区，持续打造高端化核心竞争优势。

图 22：2020 年公司研发支出远超国内医疗器械同行



资料来源：WIND，德邦研究所

图 23：2021H1 公司研发支出占营收比重约 9%



资料来源：WIND，德邦研究所

表 2: 公司 7 款产品上榜《创新医疗器械产品目录 (2018)》

分类	序号	产品名称	型号	注册证编号	创新类型
医学影像	1	彩色多普勒超声系统	DC-80	粤械注准 20172231410	重大技术提升
	2	全自动化学发光免疫分析仪	CL-2000i 系列	国械注准 20173400696	国内首创
	3	全自动血液细胞分析仪	见注册证	粤械注准 20182400017	国内首创
体外诊断	4	全自动生化免疫流水线 (样本处理系统、全自动生化分析仪、全自动化学发光免疫分析仪)	SAL8000(SPL1000、BS-2000、CL-2000i)	粤深械备 20150331、粤械注准 20152401145、国械注准 20173400696	重大技术提升
	5	全自动样本处理系统 (包括: 特定蛋白免疫分析仪、自动血涂片制备仪)	CAL 8000、CRP-M100、SC-120	粤深械备 20150330 号、粤械注准 20162400485、粤深械备 20160133 号	重大技术提升
监护仪	6	除颤监护仪	BeneHeart D6	国械注准 20173210600	国内首创
	7	病人监护仪	Benevision N1	国械注准 20173211480	重大技术提升

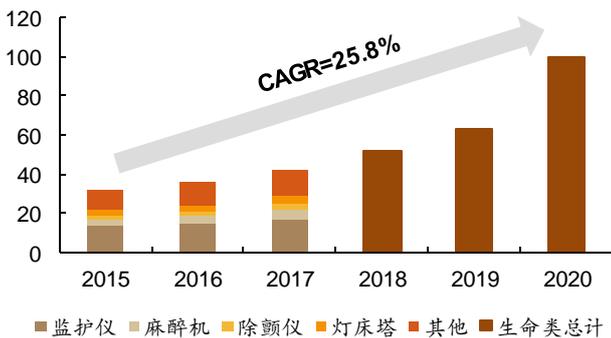
资料来源:《创新医疗器械产品目录 (2018)》, 德邦研究所

2. 三大支柱业务: 中低端持续渗透, 高端以上加速突破

2.1. 生命信息与支持: 国内基层渗透+全球化驱动打开成长空间

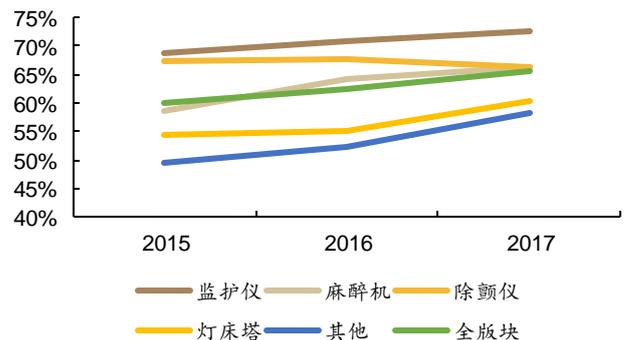
生命信息与支持产品是公司三大业务中占比最高的基石业务, 格局决定细分品类发展梯度, 生命线下半场成长路径清晰。包括监护仪、除颤仪、麻醉机、呼吸机、心电图机、手术床、手术灯、吊塔吊桥、输注泵、手术室/重症监护室 (OR/ICU) 整体解决方案等用于生命信息监测与支持的一系列仪器和解决方案的组合。2020 年生命线营收超过 100 亿元, 占总营收的 47.6%, 5 年 CAGR 高达 25.8%。细分品类毛利率均维持上行趋势, 其中监护仪毛利率最高, 主要得益于监护仪的技术领先优势及结构升级。各细分品类在国内市占率基本都保持在第一位, 但由于发展阶段及产品力差异, 各细分品类后续发展路径取决于其在国内的市场占有率深度及全球化进度, 下一阶段发展更依托全球市场, 而 AED 更多是处于国内增量起势阶段, 总体来说, 生命线各品类下半场成长路径清晰。

图 24: 生命信息与支持类业务 5 年复合增速为 25.8% (亿元)



资料来源: WIND, 德邦研究所

图 25: 生命信息与支持业务子板块毛利率



资料来源: WIND, 德邦研究所

表 3: 公司各生命支持类细分品类发展路径

类别	全球排名	国内排名	发展路径
监护仪	第三	第一	全球化+国内渗透
麻醉机	第三	第一	有望复制监护仪的发展路径
除颤仪		第一	AED 政策导向, 国内加速渗透

手术灯、床、吊塔
呼吸机

第七

第一

监护线协同放量

第一

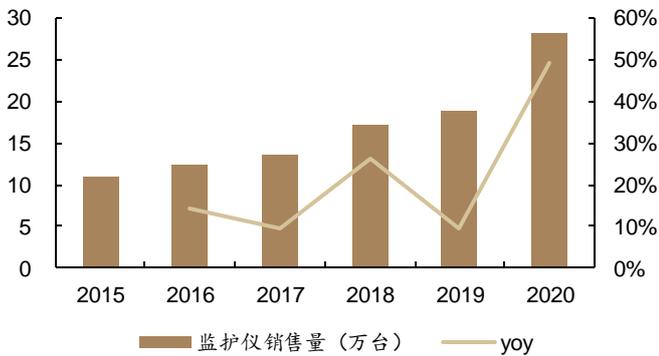
海外渗透提速，国内配置率提升

资料来源：公司官网，德邦研究所整理

2.1.1. 监护仪：国内绝对龙头，国内渗透率提升+全球化为下阶段主要看点

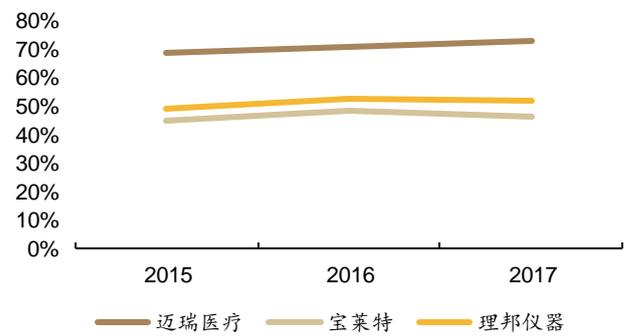
业绩持续增长，产品在国内同行中独树一帜。监护仪是公司基石产品，涵盖从床旁监护仪、便携监护仪、遥测监护仪到中央监护系统的全套设备与解决方案。销售持续高增，2020年出货量28万台，2015-2020年CAGR 20.7%。公司监护仪经历了无数次技术打磨，产品力领先于国内同行，毛利率高于国内同行约20%，立足临床真正的痛点打造竞争力更强的差异化产品，不断迈向全球技术尖端者。市场口碑反馈优秀，也将协同带动其他产品的渠道放量。

图 26：公司监护仪销量不断提升



资料来源：公司公告，德邦研究所

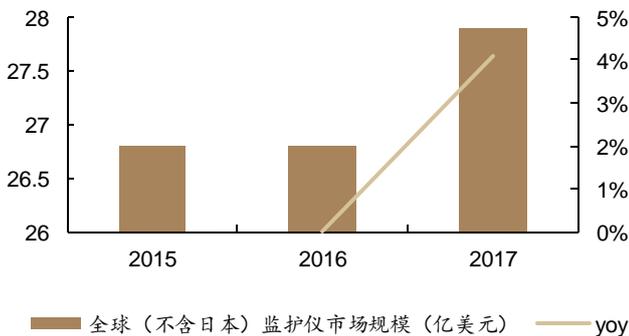
图 27：公司监护仪毛利率高于国产同行



资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

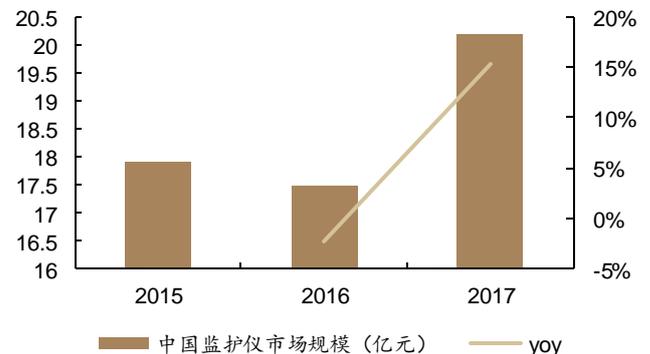
监护仪全球市场增长较缓，国内增速恢复至两位数。根据公司招股说明书，2017年全球（不含日本）监护仪市场规模为27.9亿美元，15-17年CAGR仅为2%，增速已趋于平缓。2017年国内监护仪市场规模为20.2亿元，同比增长15.4%，远高于全球增速，市场规模有望进一步扩容。

图 28：全球（不含日本）监护仪市场规模增速缓慢



资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

图 29：2015年后中国监护仪市场增速恢复双位数

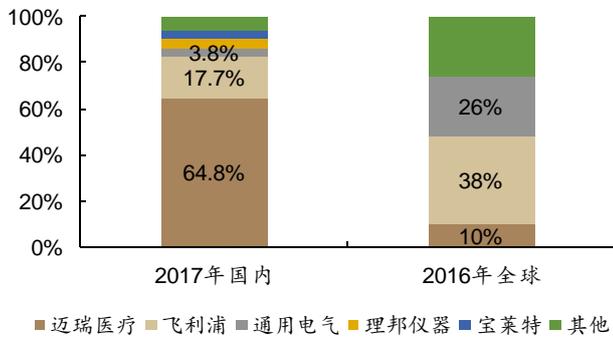


资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

公司监护仪为国内绝对龙头，位居全球前三，国内渗透率提升+全球化突破增长瓶颈。公司监护仪在国内市占率高达65%（2017年），排名远超第二位飞利浦17.7%和第三名通用电气3.8%，全球位居第三位，市占为10%。市场对后续监护仪的成长空间存在瓶颈担忧，我们认为，未来的成长一方面源于国内市场普及率提升空间，我国监护仪普及率（监护仪保有量/床位数）远低于美国等发达国家

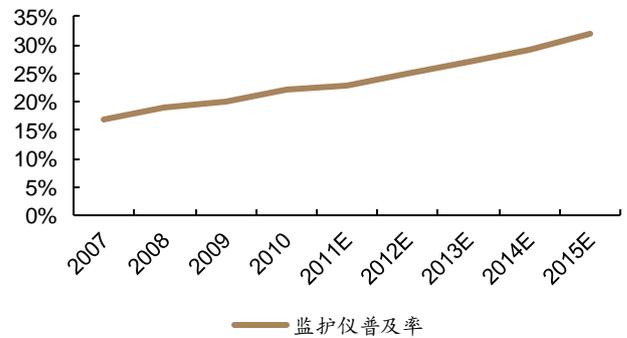
(2009年：中国 20% vs 美国 80%)，尽管我国监护仪普及率近些年不断提升，但在基层医疗机构配置率还有提升空间，中低端产品有望加速渗透基层市场；另一方面全球化将承担监护仪持续高成长的重任，公司以尖刀产品强势替代欧美发达国家存量需求，以性价比优势和全球口碑持续渗透新兴增量市场，双管齐下推动监护仪的全球放量。

图 30：公司监护仪国内绝对龙头，全球第三



资料来源：中国医疗设备，经济观察网，德邦研究所

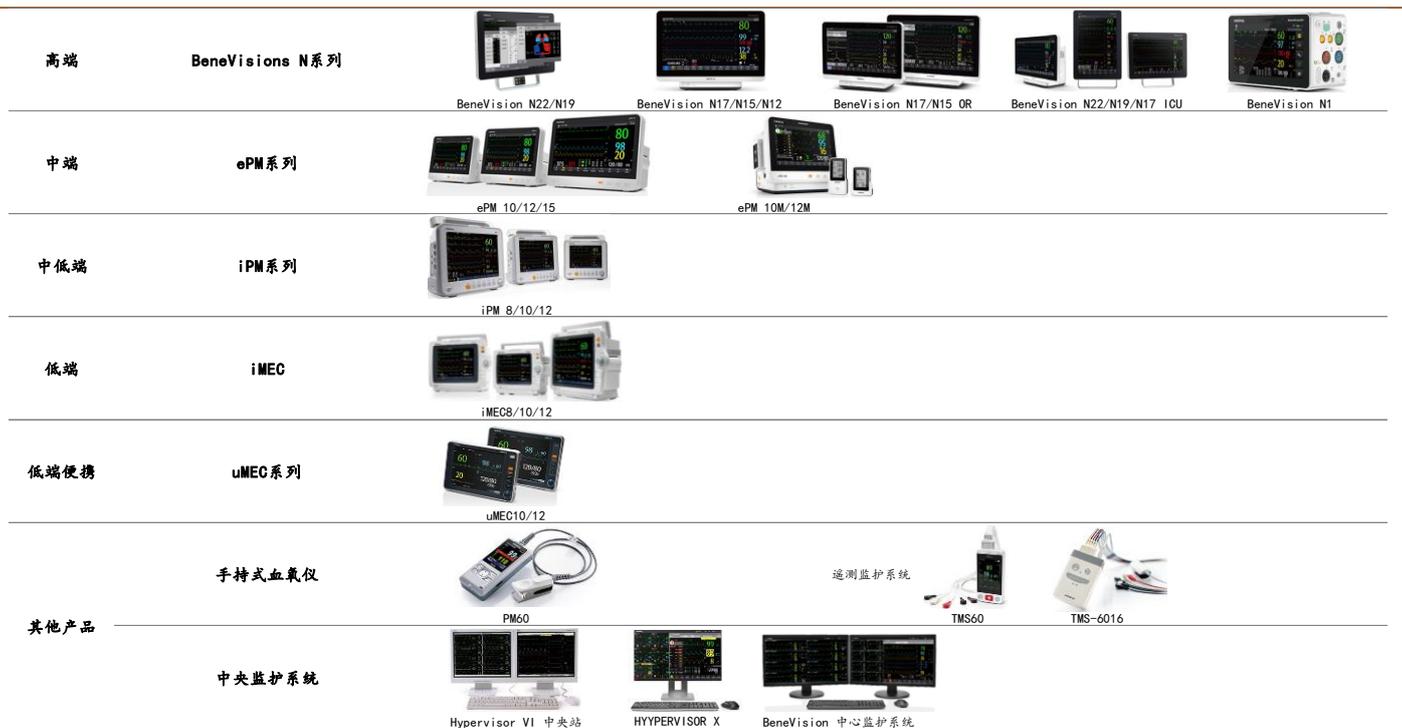
图 31：我国医疗监护仪普及率还存在较大提升空间



资料来源：中国医疗器械行业协会，德邦研究所

自下而上多层次覆盖，高端监护仪协同带动多品类出海。从低端普惠的 iMEC 系列到打入欧美高端市场的 BeneVision N 系列，公司监护仪全面自下而上覆盖低中高端多层次市场。公司在监护仪领域逐步进入技术无人区，推出了例如转运监护仪等解决转运数据痛点的爆款产品，逐步从行业的追随者转变为挑战者。凭借高端尖刀品类，公司监护仪在欧美国家也闯出一片天下，2020 年公司监护仪在英国已经超越 GE 实现市占率第二，美国市占率第三，口碑溢出效应将协同助力其他品类加速出海。

图 32：监护仪产品系列自下而上全面覆盖

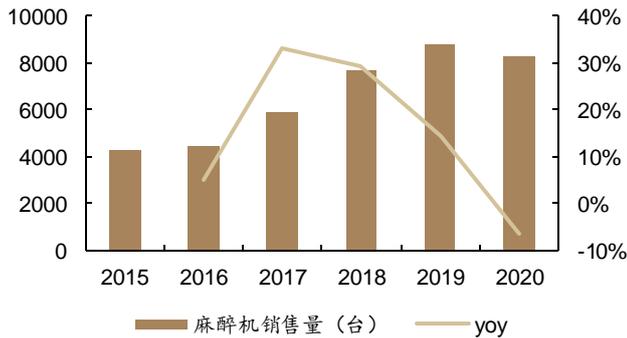


资料来源：公司官网，德邦研究所

2.1.2. 麻醉机：有望复制监护仪的发展路径，高端品类国内外份额加速提升

公司麻醉机量价稳健增长。公司麻醉机以 WATO 系列主打中低端医院，以 A 系列主打高端市场，超高端麻醉机 A8、A9 获得 CE 认证，产品梯度布局定位国内外高中低市场，量价稳健增长：1) 出货量稳步提升，2015-2019 年销量 CAGR 达 20%。2020 年麻醉机因医院非急需手术暂停业务受损，随着门诊和手术排期的持续恢复，麻醉机有望恢复高速增长态势。2) 2015-2017 年麻醉机平均价格总体处上行态势，随着 A9 等高端麻醉机的上市及销售占比的提高，有望进一步抬升公司麻醉机平均价格。

图 33：麻醉机销量五年 CAGR20%



资料来源：公司公告，德邦研究所

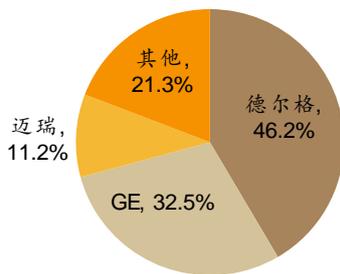
图 34：麻醉机平均售价总体呈微升趋势



资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

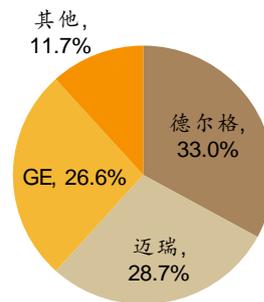
麻醉机是目前发展路径最贴近监护仪的品类，但尚处于监护仪发展的上半程阶段，我们以监护仪为参照看好麻醉剂在国内持续向高端结构升级及中低端渗透的逻辑，同时看好麻醉机跟随监护仪的出海进程。2017 年以来麻醉机市场份额迅速变迁，公司麻醉机市占率从 2018 年 11.2% 提升至 2019 年的 28.7%，进口替代大大提速。对标监护仪国内市场份额，我们认为麻醉机在国内至少还有 30%-40% 的份额提升空间，同时达到监护仪现有市占率所需周期将缩短。

图 35：2018 年国内麻醉机市场份额



资料来源：智妍咨询，德邦研究所

图 36：2019 年国内麻醉机市场份额

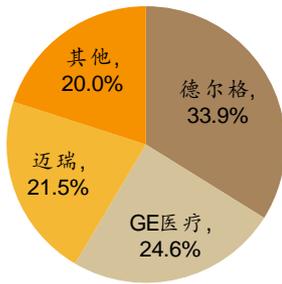


资料来源：易佰智汇，医招采，德邦研究所

高端麻醉机进一步提升三级医院份额，加速推进产品出海。公司麻醉机更主要分布于二级医院，相比监护仪，麻醉机在三级医院还有结构化的提升空间。推出超高端 A9 麻醉系统，填补国内技术空白，为业内首次集成高流量给氧的超高端麻醉系统，在全电子蒸发器技术和闭环控制麻醉技术取得重要突破，拉平与进口在高端产品的差距，助力麻醉机三级医院份额的提升。不同于监护仪的海外成功并购，由于麻醉机国际巨头布局时间较长，公司渠道还需持续建设和打通，同时

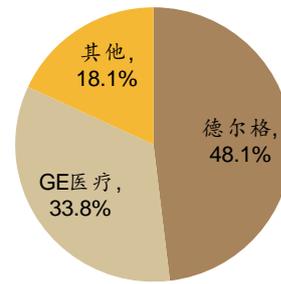
高端麻醉机将加速推进公司麻醉机的出海节奏。

图 37：2017 年国内二级医院麻醉机市场份额



资料来源：华经产业研究院，德邦研究所

图 38：2019 年国内三级医院麻醉机市场份额



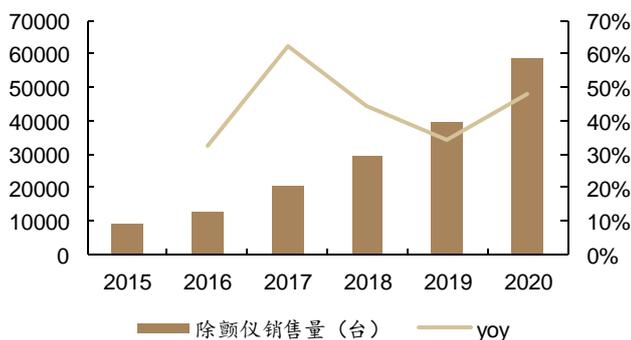
资料来源：华经产业研究院，德邦研究所

2.1.3. 除颤仪：AED 政策加码，国内渗透率有望加速

小而美的快速增长引擎。公司除颤仪主要包含 BeneHeart D 系列、AED 系列和 BeneHeart R 系列。2015-20 年销量 CAGR 高达 43.8%，是生命类业务的快速成长引擎。

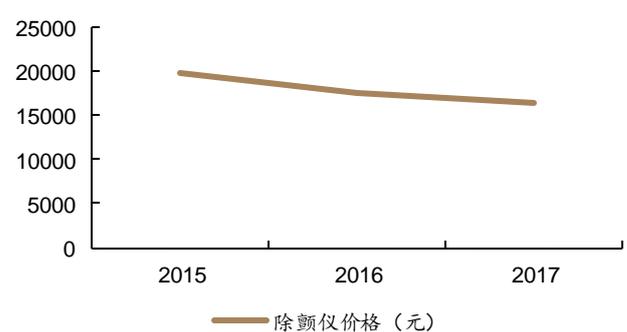
国内 AED 前期外资主导，公司打破封锁后来居上。多年来，AED 一直依赖进口，飞利浦、日本光电、卓尔等 AED 设备领先企业占据国内主要市场。公司 2013 突破了由 1000 多项专利树立起来的 AED“技术壁垒”的封锁，并获得了 18 项发明专利，推出首台“智能化、信息化和网络化”除颤仪，逐渐改写中国 AED 产品主要依赖进口的局面。公司产品投放前，市场上外资每台 AED 价格在 4 万元以上，2013 年公司首台 AED BeneHeart D1 投放市场后，低价冲击 AED 市场，市场格局几年间迅速重塑，打破外资垄断。

图 39：公司除颤仪高速放量



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 40：除颤仪价格成下降趋势

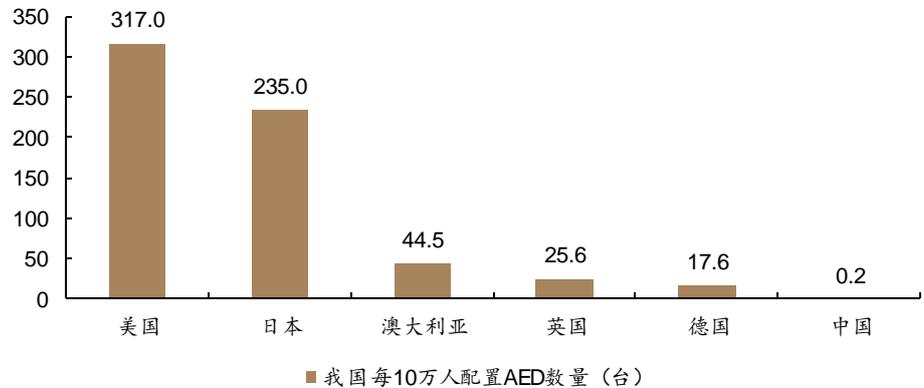


资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

百倍以上渗透潜力，政策导向 AED 迎放量风口。AED 国内配置率极低，根据 2019 年器械之家报告，我国 AED 每 10 万人配置台数远低于发达国家（中国 0.2 vs 美国 317），渗透率方面还有百倍以上大成长空间。AED 政策导向显著，随着“AED 普及”被写入《健康中国行动（2019-2030）》，全国多地公布了关于加快在公共场所配置 AED 的方案，中短期国内 AED 急救配置将在政策指引下迎来快速落地。根据国家卫健委关于公共场所 AED 配置标准，未来 10 年应达到

100~200 台/10 万人，以我国 14 亿+的人口总量，总市场容量或达千亿。公司以技术破局+宝贵的急救场景验证+AED 推广工作已经初步获得良好的社会效应，看好公司短中长期 AED 的加速放量。

图 41：我国 AED 每 10 万人配置台数远低于发达国家（2019 年）



资料来源：器械之家，德邦研究所

表 4：各省市 AED 政策频出，提升 AED 渗透率

省	市	政策
浙江	杭州	2022 年配置水平提升至 41 台/10 万人，达到亚洲先进水平。 2025 年，力争全市公共场所 AED 配置总数不少于 7000 台，达到每 10 万常住人口不少于 60 台的配置标准。
	四川	到 2022 年底前，为全省学校体育场馆全部配备 AED；2025 年底前，为全省所有体育场馆全部配备 AED。
云南	昆明	投资 2.5 亿建设 4000 个配置 AED 的急救站；3 年内在云南省完成 10000 个急救站的建设。
江苏	南京	到 2025 年，AED 配置达到 50 台/10 万人。
	常州	2025 年初步实现市公共场所 AED 全面覆盖，数量达到 5000-10000 台。
广东	广州	2025 年，广州市将完成 AED 全面覆盖全市重点场所，实现每 10 万人 30 台；2025-2030 年，深圳将达到每 10 万人配置 300 台 AED，共计达到 6 万台。
	福建	到 2030 年，全省公共场所 AED 配备率达到每 10 万人 10-20 台。
	贵州	到 2030 年，全省建设配备 AED 的急救站 1000 个。

资料来源：各省政务服务网、卫健委等官网，德邦研究所

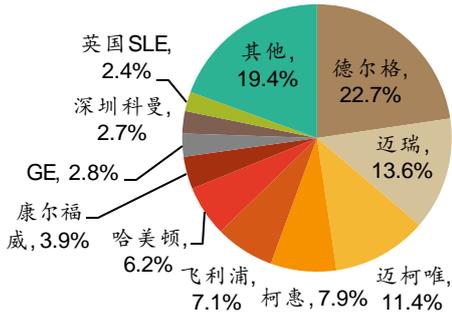
2.1.4. 呼吸机：疫情催化放量，海外渗透提速，国内配置率提升

呼吸机因疫情催化急剧增长。公司布局 SV300/SV600/SV800 以及 SynoVentE 等多系列产品，国内获得众多三甲医院重症专家的极高评价。2019 年德尔格以 23% 的收入位居国内呼吸机的市场龙头，2020 年上半年公司呼吸机在疫情中急速放量，市占率进一步提高。

海外渗透提速。公司呼吸机功能把握临床痛点，产品设计非常符合抗疫需求，操作易用，是从轻症到重症全程可使用的综合呼吸机，重症呼吸机涉及上千零部件，疫情期间依靠大部分国产的配件实现了产业链及产能的考验，广获国际高端机构认可，海外提速可期。

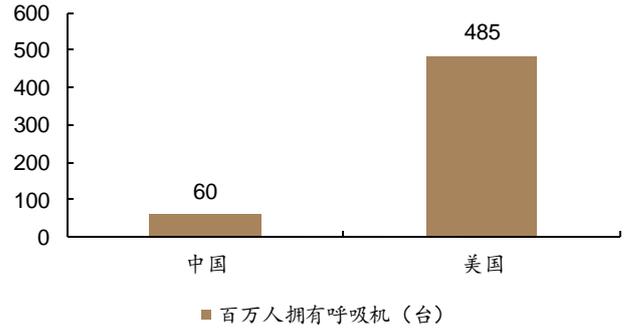
人均配置率（以无创呼吸机为例，我国百万人口保有量只有美国的 1/8）提升将带动呼吸机的国内长期放量。

图 42: 2019 年我国医用呼吸机收入市场格局



资料来源: 中商产业研究院, 德邦研究所

图 43: 2020 年我国无创呼吸机百万人口保有量只有美国的 1/8

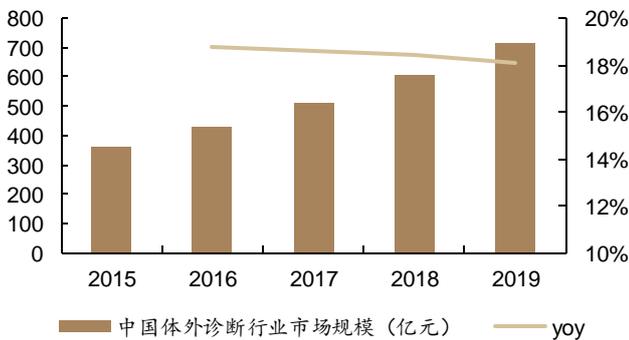


资料来源: 3618 医疗器械网, 德邦研究所

2.2. 体外诊断: 血球生化技术升级夯实竞争优势, 核心原料收购进击高端发光

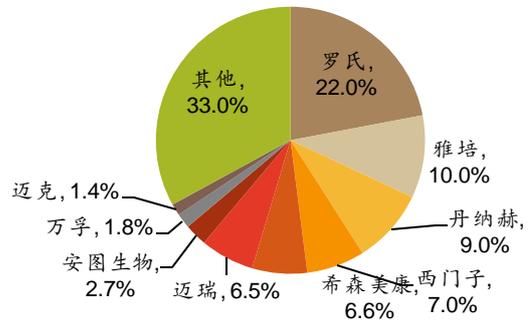
体外诊断赛道优质, 行业规模居于三大支柱业务之首, 进口替代空间格局最优。2019 年体外诊断市场规模 713 亿元, 2014-19 年 CAGR 18.5%, 外资占据半壁江山, 前五名均为进口企业, CR5 达到 54.6%。大空间+高增速+优格局给了公司在体外诊断深入布局和提升的广阔空间。

图 44: 2019 年中国体外诊断行业规模突破 700 亿



资料来源: 中国医疗器械蓝皮书, 德邦研究所

图 45: 2018 年国内体外诊断市场格局

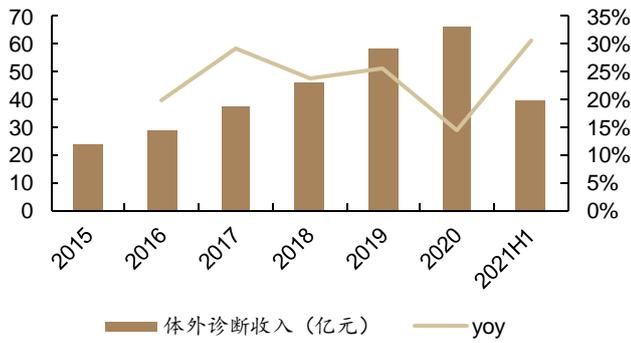


资料来源: 中国体外诊断蓝皮书, 华经产业研究院, 德邦研究所

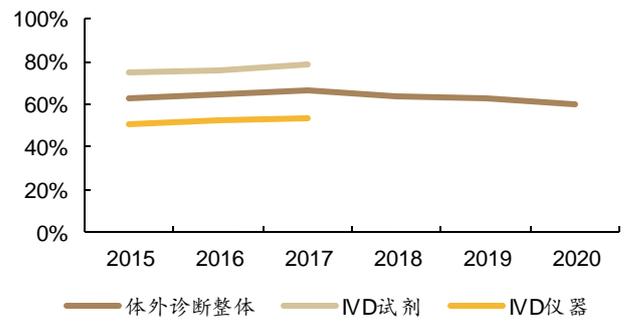
公司体外诊断盈利持续提升, 试剂占比提升带动毛利率呈稳定上升趋势。公司体外诊断细分领域多, 产品涵盖了血球、化学发光、生化、血凝、尿液、流式细胞、微生物、糖化八大领域, 是三大支柱业务的增速主力, 除 2020 年疫情外, 2015-2019 年 CAGR 24.5%。试剂仪器均保持快速增长的态势, 试剂增速高于仪器, 单机试剂的产出增加, 试剂占比提升, 尽管 2018 年后体外诊断试剂价格下降, MD 营收结构优化后依然保证整体盈利能力相对稳定。

图 46: 公司体外诊断业务为增速主力 (不考虑疫情扰动)

图 47: 体外诊断毛利率呈上升趋势, 试剂毛利率高于仪器



资料来源: WIND, 德邦研究所



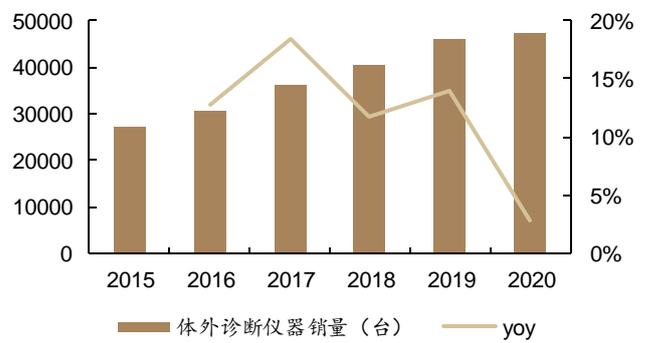
资料来源: WIND, 德邦研究所

图 48: 疫情前公司体外诊断试剂保持高增长态势

图 49: 公司体外诊断仪器销量不断提升



资料来源: 公司公告, 德邦研究所



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

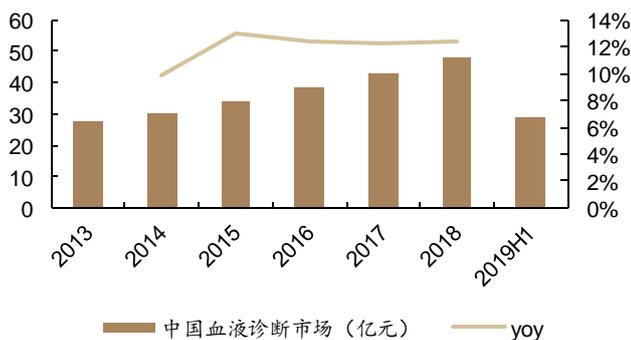
公司在体外诊断细分领域以切入的时间早晚、技术积累以及细分行业特点占据了不同的竞争地位, 同时在不同细分领域发展阶段各异, 发展逻辑中的主要矛盾也有所不同。

2.2.1. 血液: 良好格局中的血检领先者, 高端技术引领进口替代下半程

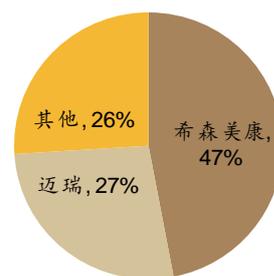
公司国内外份额领先。2018 年中国血液诊断市场规模达到 48.2 亿元, 五年 CAGR 为 12%。国内市场格局集中度高, 2016 年 CR2 超 70%。日本希森美康和迈瑞争霸, 2016 年以后公司血球分析仪位居国内第二, 2020 年全球排名第三, 是继监护、麻醉之外具有全球竞争力的品类。

图 50: 中国血液诊断市场双位数增长

图 51: 2016 年中国血液诊断市场 CR2 超 70%



资料来源: 观研天下, 德邦研究所



资料来源: 锐观咨询, 德邦研究所

差异化创新+高端技术引领进口替代下半程。公司在体外诊断最早入局血液检测，以三分类血液分析仪切入中低端市场，以高端五分类血液分析仪及流水线直面行业巨头希森美康。三分类产品壁垒较低，竞争较为激烈，未来主要是下沉市场份额的提升。高端血球及流水线是未来深化进口替代的主要发力点，公司不断推出高端产品及血球流水线，迅速缩小与希森美康的差距，以抢占三级医院外资产品市场份额。2011年公司推出首台高端荧光法五分类血液细胞分析仪 BC-6800，公司深入院端充分理解用户临床使用痛点，BC-7500 历时 5 年打磨出品，集末梢血和静脉血检测、高速 CRP 检测于一体，与对手形成差异化创新优势。流水线方面，2014 年公司推出国内首家一站式血常规、CRP、糖化检测的太行 CAL8000 全自动血液分析流水线，性能媲美希森美康，由于极高的技术壁垒，全球仅以上两家拥有。搭载最新款 BC-7500 集荧光五分类/CRP/SAA 检测三位一体的 CAL7000 于 2021 年上市，一次吸样，完成血常规、CRP、SAA 三项联检，效能升级，流水线的升级持续夯实公司在高端血液分析领域的地位。高端仪器+流水线布局推动血检市场进入进口替代下半程。

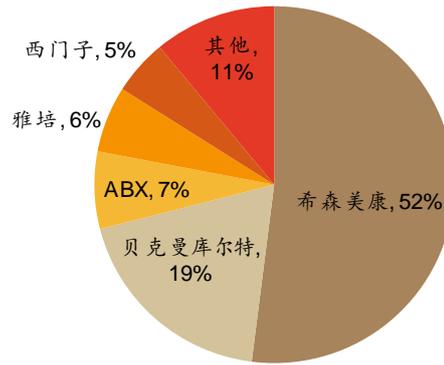
图 52：公司 CAL7000 血液分析流水线一键三联，效能升级



资料来源：公司官网，德邦研究所

公司血球技术全球领先，有望快速提升全球市占率，为 MD 国际化的有力推手。全球市场来看希森美康还是血液诊断龙头，占据全球血液诊断大半江山。但公司的血球产品技术方面已经实现全面突破，具备全球竞争优势，从销售血球单机到血球流水线，具备全面突破高端客户以及快速提升血球业务国际市占率的能力。血球业务在欧洲和发展中地区也将逐渐开始向中高样本量实验室突破，未来有望带动生化、发光等其他 MD 产品的协同入院。

图 53：2016 年全球血液诊断市场格局

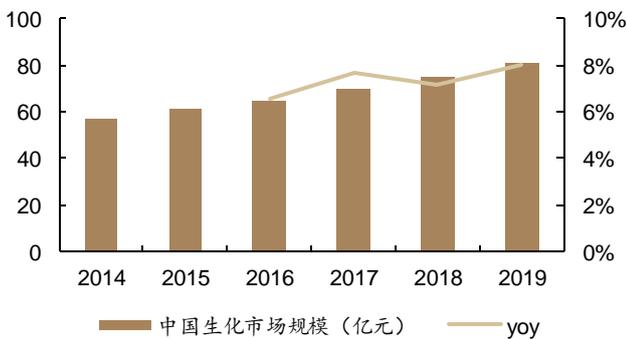


资料来源：锐观咨询，德邦研究所

2.2.2. 生化：红海分散格局，产品升级协同流水线争夺高端进口空间

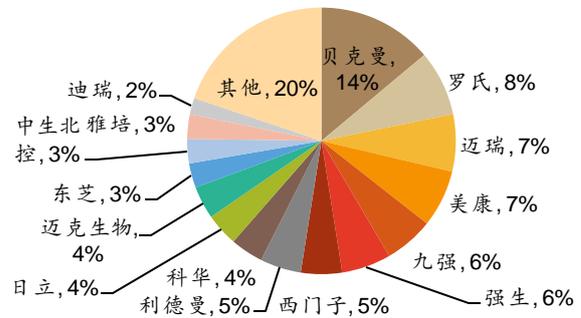
市场规模增速趋缓，格局分散竞争激烈。根据中国产业信息数据，2019 年生化市场规模 81 亿元，5 年 CAGR 7.3%，增速趋缓，由于技术相对成熟及化学发光等技术对生化诊断技术的替代，预计未来继续维持在低增速。生化诊断市场格局较为分散，相比发展同样较早的血液诊断，处于红海竞争阶段，2016 年公司市场占有率达到 7%，国内排名第三，2020 年上升为市场首位。目前国内中低端已基本实现国产化，高端市场主要集中在外资厂商。

图 54：我国生化诊断市场增幅放缓



资料来源：华夏基石，中国产业信息，德邦研究所

图 55：我国生化诊断市场格局较分散（2016 年）

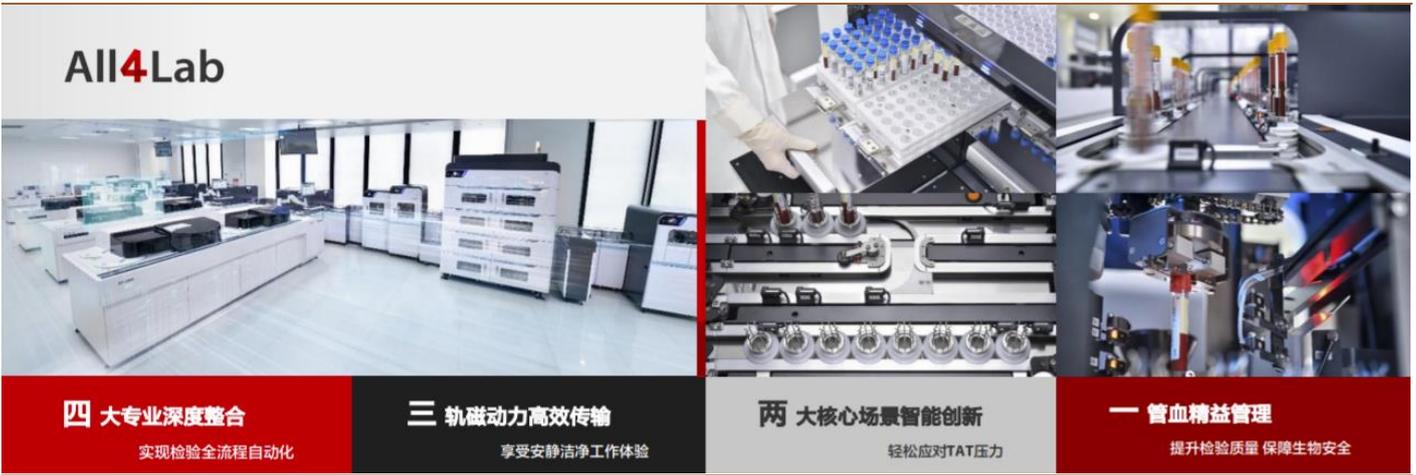


资料来源：中国产业信息，中国医药工业信息中心，德邦研究所

激烈的竞争加速高端生化技术平台的不断升级，全自主流水线成本优势显著。公司生化产品涵盖全自动生化分析仪、配套生化试剂、模块化生化检测系统及天河生化免疫分析流水线。生化仪器系列持续升级（最新发布 BS2800，高端生化的技术平台，具备高检测速度和试剂节省等优势），同时公司不断推出更快、更便捷的生化检测级联模块及流水线抢占高端市场。

2019 年公司整合血球、生化、免疫、凝血发布中国首条全自主检测模块流水线 M6000，除离心机和轨道外，生化、免疫等模块均实现全自主可控，相较国内竞争对手流水线部分模块进口及与外资合作的方式，成本优势凸显。公司以更高的技术升级破解生化市场红海竞争策略，以成本优势锁定高端进口替代空间。

图 56：全自主检测模块流水线 M6000

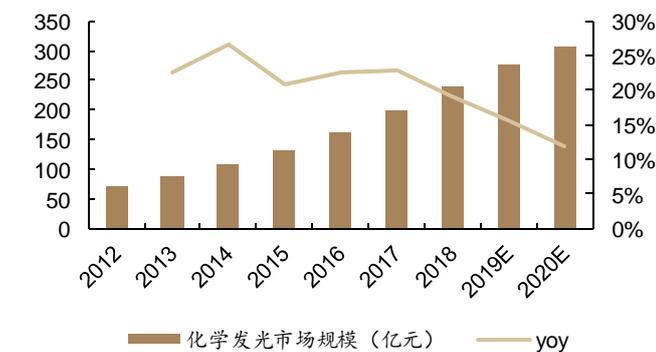


资料来源：公司官网，德邦研究所

2.2.3. 化学发光：IVD 主增长引擎，并购上游抢占高端发光市场

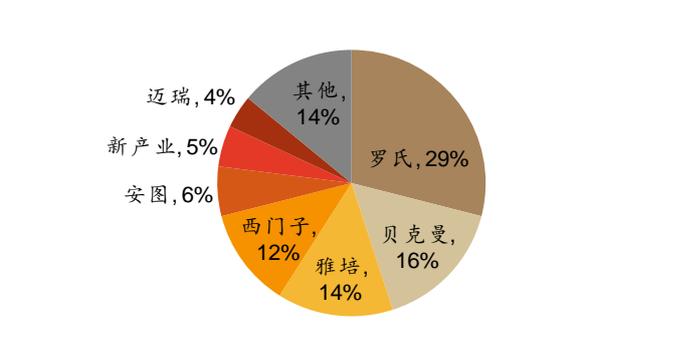
大规模+高增速+广进口替代空间成公司 MD 未来增长主力。化学发光以其高灵敏度、线性范围宽、测量时间短、稳定性好、安全性高和应用范围广的多方面优势，对酶联免疫等其他免疫诊断方法形成替代，2018 年国内化学发光容量 238 亿元，2012-2018 年 CAGR 22.3%，保持双位数的高速增长。化学发光相较于其他体外诊断有更大的技术壁垒，CR4 超 70%，主要为外资垄断，进口替代难度更大，单个国产厂商的市占率徘徊在 5%左右，相比 MD 其他领域替代空间更为广阔。化学发光行业规模超出 MD 血液+生化等规模之和，公司业务提升空间大，当前格局也保障了深耕国内市场足以支撑业绩的发展。

图 57：2012-2018 年我国化学发光市场规模复合增速超 20%



资料来源：中国医学装备协会，德邦研究所

图 58：国内化学发光市场格局（2018 年）



资料来源：《中国装备发展状况与趋势》，德邦研究所

公司化学发光起步晚，优势显著，仪器与试剂兼顾，后来居上。

1) 高端机器在国产厂商中居领先地位，性能逐步追平进口。基于微量标志物高灵敏度、线性度的要求，绝对优秀的性能指标成为装机放量的前提。2018 年 9 月第六批优秀国产全自动分析仪显示，公司高中低全系列的产品技术及临床得分都名列前茅，在国产设备中处于领先地位，同时在高端全自动发光仪器逐步缩小与进口产品差距，公司中高端款 CL-6000 性能逐步追赶“罗雅贝西”的高端机型，在测速、样本位等指标上甚至已经超越。公司仪器的产品竞争力成为入院装机和后续试剂订单放量的基础。

表 5：第六批优秀国产医疗设备全自动发光分析仪遴选结果

企业	型号	技术参数得分	企业得分	临床调研得分
安图生物	AutoLumo A2000 Plus	84.85	93.33	复审通过
博奥赛斯	Axceed 260	83.84	98.89	90
迪瑞医疗	CM-320	91.92	93.33	93.72
迪瑞医疗	CM-180	83.84	93.33	93.72
科华试验	Polaris i2400	80.81	82.22	96.75
迈克生物	i3000	92.93	92.22	97.5
迈瑞医疗	CL-6000i/CL-6200i	95.96	98.89	98
迈瑞医疗	CL-2000i/CL-2200i	91.92	98.89	复审通过
迈瑞医疗	CL-1000i/CL-1200i	83.84	98.89	复审通过
迈瑞医疗	CL-900i/CL-920i	81.82	98.89	98
热景生物	C2000	80.81	98.89	90.5
新产业	MAGLUMI x8	88.89	100	92
新产业	Maglumi 4000 Plus	82.83	100	92
新产业	Maglumi 2000 Plus	80.81	100	92
亚辉龙	iFlash 3000-C	89.9	98.89	88
亚辉龙	iFlash 3000H	83.84	98.89	88
优迈科医学	Caris200	81.82	82.22	96.75

资料来源：中国医学装备协会，德邦研究所

2) 公司试剂逐步丰富，性价比优势突出。公司试剂数量从 2015 年 27 种检测项目增加到 2020 年的 80+项，在甲功、生殖性激素、肿瘤、传染病、心肌标志物等常规检测项目数量上（占化学发光总检测项目的 70%）不输国外龙头。同时国产化学试剂价格约为进口的 30-50%，在医保控费及 DRGs 推行的大背景下，试剂检测从收入项目转变为成本项目，性价比日渐成为医疗机构选购试剂的重要考量因素，数量丰富、价廉物美的国产试剂将加速进入医院主动采购行列。

表 6：公司化学发光常规检测项目数量不输国外龙头

检测项目	亚辉龙	安图	新产业	迈瑞	罗氏	雅培	贝克曼	西门子
自身免疫病	31	0	17	0	1	1	0	1
生殖健康类	26	27	28	16	28	19	16	23
呼吸道病原体 (除新冠病毒)	4	6	0	0	0	0	0	0
新型冠状病毒	4	2	2	0	0	0	0	0
EB 病毒	6	0	6	0	0	0	0	3
甲状腺	10	10	12	11	12	9	10	13
术前八项	8	14	9	10	16	14	0	11
肿瘤标志物	12	17	21	17	14	14	8	13
心肌标志物	4	6	9	5	5	6	4	5
肝纤	4	5	5	4	0	0	0	0
贫血	5	3	3	4	4	3	7	4
糖代谢	3	2	4	2	2	3	2	2
骨代谢	3	4	4	3	6	2	2	3
过敏	0	0	4	0	4	0	1	1
炎症	1	3	3	1	2	1	2	8
药物检测	0	0	3	0	4	12	1	10
高血压	0	5	6	6	2	1	1	2
其他	0	4	5	2	3	4	2	6
合计	121	108	141	81	103	89	56	105

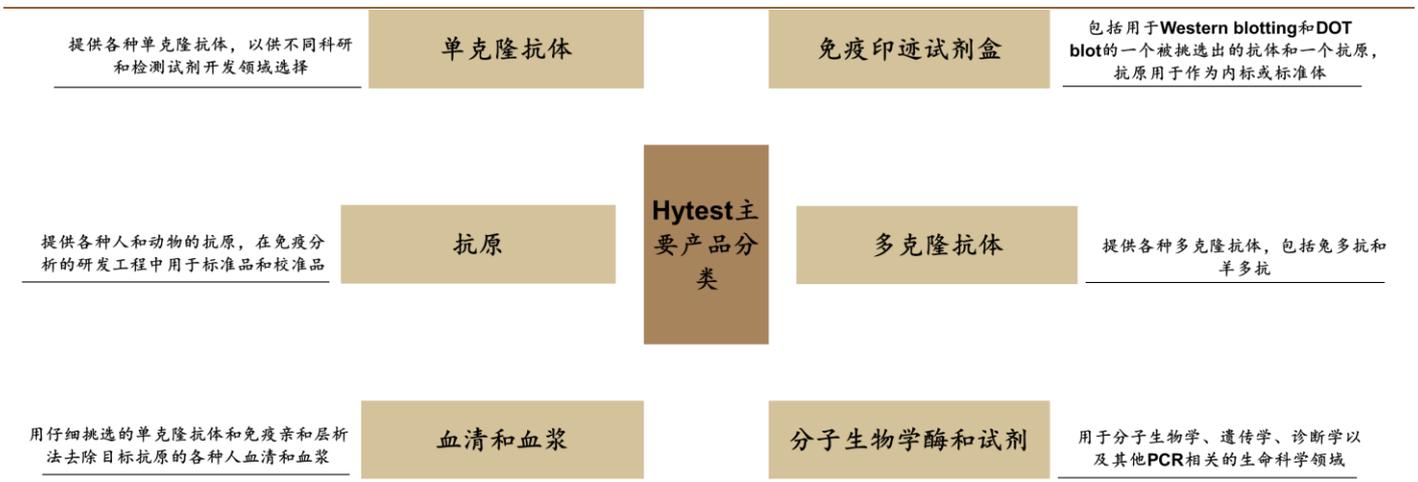
资料来源：亚辉龙招股说明书，德邦研究所

注：数据截至 2021 年 1 月 31 日

体外诊断上游顶尖原料领域依旧是国内产业链薄弱环节，50%以上的试剂质量问题是由原料导致，2021 年公司以 5.32 亿欧元收购全球顶尖的专业 MD 上游原料供应商 HyTest。HyTest 具有 30 年的行业积累，近 90% 博士以上高端研发团队构建了心脏、肿瘤、传染病、炎症、凝血等领域抗原抗体的自研及生产能力，主要产品包括单克隆抗体、多克隆抗体、抗原、血清和血浆、免疫印迹试剂盒、分子生物学酶和试剂，主要临床领域涉及心肌标志物、肿瘤标志物、凝血和贫血、代谢综合征、激素、肾脏疾病等，其在水肌标志物等部分项目原料供应市场处于全球领导地位。

并购 MD 原料商，全产业链降本增效，推动公司发力高端发光品类。公司收购 HyTest 将补强核心原料自研自产能力及自制比例，保障供应安全，成本优化，消除上游卡脖子的问题。HyTest 与公司已有十多年的合作历史，此番收购在供应安全、成本优化、全产业链全球布局的战略意义显著。Hytest 的专业团队、科学创新流程及新技术应用将助力公司在全产业链降本增效，打造 MD 全产业链竞争优势，并推动高端发光性能拓展和新品类的研发。

图 59: Hytest 产品线



资料来源: Hytest 公司官网, 德邦研究所

我国分子诊断前景广阔，年均增长超 30%。尽管我国分子诊断起步较晚，但随着消费升级、技术进步、政策扶持等因素共同推动下，正从产业导入期进入到成长期。根据火石创造数据，2013-2019 年我国分子诊断市场规模由 25 亿元增加至约 132 亿元，5 年复合增速 32%，约为全球增速的 2.7 倍。2020 年新冠疫情引爆分子诊断市场，前瞻产业研究院估计 2020 年我国分子诊断的市场增速将达到约 40%，规模超过 180 亿元，分子诊断的市场规模在疫情催化下将长期扩容。

多技术并存，分子诊断竞争激烈，国内企业领跑。国内分子诊断行业仍处于发展的初期阶段，规模小且集中度低，一方面因为分子诊断涉及的临床需求多且杂，另一方面分子诊断行业技术较为分散，包括聚合酶链式反应(PCR)、分子杂交、生物芯片和 NGS 等，技术多元化导致竞争者众多。国内外厂商各家都有其擅长领域，难以做到全面覆盖，暂未形成垄断格局，当前本土企业市占率更靠前，达安基因、华大基因和雅培总共占据超过 40% 的中国市场份额。

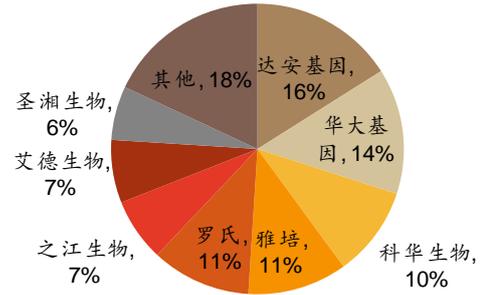
疫情之前公司就已开始密切关注分子诊断领域，看好该业务未来的增长潜力，积极加速推动该业务的研发布局。公司依托在 MD 条线的技术储备及渠道拓展，有望分享分子诊断的市场红利。

图 60: 我国分子诊断市场规模 6 年复合增速超 30%



资料来源: 火石创造, 前瞻产业研究院, 德邦研究所

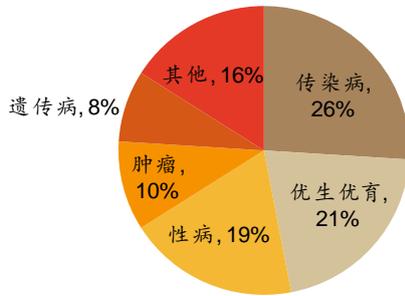
图 61: 中国分子诊断行业企业市场份额



资料来源: 前瞻产业研究院, 德邦研究所

注: 该数据来源于 2021 年前瞻产业研究院《2021-2026 年中国分子诊断行业市场前瞻与投资战略规划分析报告》

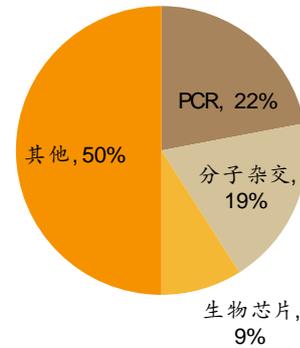
图 62: 中国分子诊断下游应用领域占比情况



资料来源: 华经产业研究院, 德邦研究所

注: 该数据来源于 2021 年前瞻产业研究院《2021-2026 年中国分子诊断行业市场前瞻与投资战略规划分析报告》

图 63: 中国分子诊断行业技术占比情况



资料来源: CNKI, 前瞻产业研究院, 德邦研究所

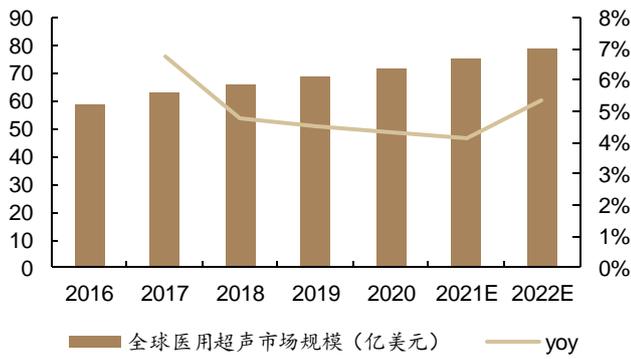
注: 该数据来源于 2021 年前瞻产业研究院《2021-2026 年中国分子诊断行业市场前瞻与投资战略规划分析报告》

2.2.4. 医学影像: 存量时代高端争夺战, 关键技术突破先发优势显著

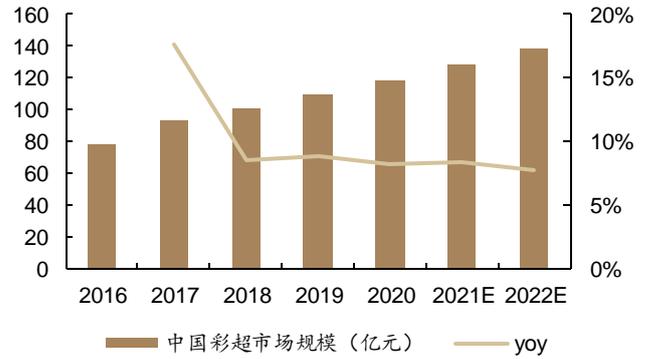
国内外彩超总体进入存量时代。发达国家超声诊断设备布局较早, 其市场已进入成熟期, 增速放缓, 2020 年全球彩超市场规模达到 72 亿美元, 我国彩超尽管发展相对较晚, 彩超已基本取代黑白超, 2020 年国内彩超规模约 119 亿元, 预计 2020-2022 国内 CAGR 8.1%, 略高于全球同期 4.7%。总体来说, 近年来随着民营医院整顿、基层采购放缓等原因, 国内市场发展至低增速阶段, 未来的市场增长主要来自存量市场的更新换代。

图 64: 全球彩超市场规模低速增长

图 65: 中国彩超市场规模增速逐渐放缓



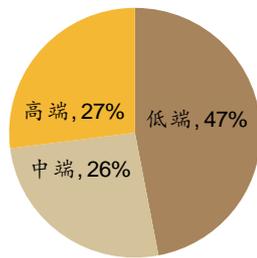
资料来源: 弗若斯特沙利文、中商产业研究院, 德邦研究所



资料来源: 弗若斯特沙利文、中商产业研究院, 德邦研究所

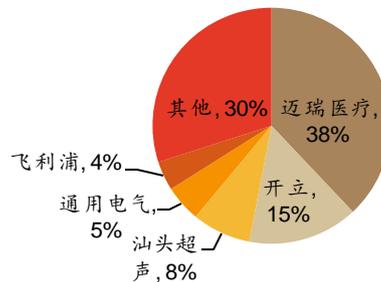
中低端国产化基本完成，高端以上仍是蓝海。分层次来看，在低端领域，国内超声占比过半，已基本实现国产化，早在2015年以迈瑞、开立为代表的国产超声企业即完成了中低端市场的进口替代，2019年公司在超声设备的销量居首占比达到38%；中端超声领域，公司实现快速渗透，2019年中端超声公司占比33%，市占率边际提升迅速，远远领先于国产其他品牌；在高端领域，国产高端超声销量市占率更低，公司在高端超声的市占率仅为6%；推演到在300W以上的超高端彩超领域，市面上目前尚无国产产品，公司的超高端目前正在全力研发。拆分不同档次的彩超，高端及超高端领域尚为进口替代的蓝海。

图 66: 2019 年国内超声市场高中低端结构



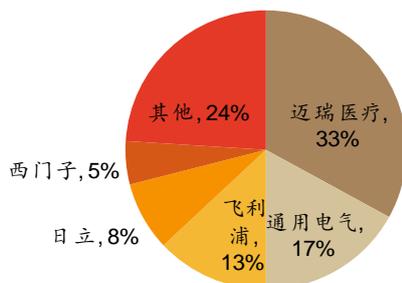
资料来源: 医招采, 36Kr, 德邦研究所

图 67: 2019 年国内低端超声市占率



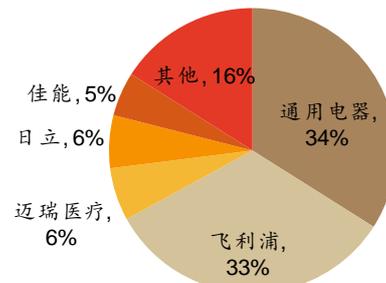
资料来源: 医招采, 36Kr, 德邦研究所

图 68: 2019 年国内中端超声市占率



资料来源: 医招采, 36Kr, 德邦研究所

图 69: 2019 年国内高端超声市占率



资料来源: 医招采, 36Kr, 德邦研究所

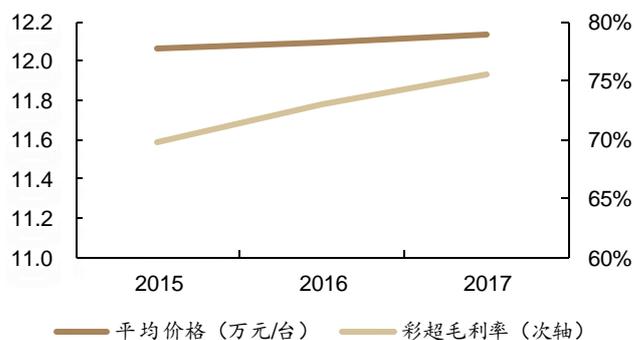
公司高端彩超结构优化，量价齐升。公司彩超阶梯式布局，2013 年收购美国超声排名第五的 Zonare 后融合其核心技术，于 2016 前后推出 Resona7/8/9 高端系列。公司彩超产品迎合老龄化、内科外科化等稳健增长，量价齐升，在个位数增速的存量市场基础上收入实现两位数的复合增长。2020 年销量接近 2.5 万台，便携彩超高速放量，抵消台式彩超的下滑，2015-2020 年 CAGR 为 15.8%。同时公司高端彩超带动销量结构优化，生产线工艺及供应链优化降低单位成本，推动彩超价格及毛利率双升。

图 70：公司彩超销量上升态势



资料来源：WIND，德邦研究所

图 71：彩超价格+毛利率双升



资料来源：WIND，德邦研究所

关键技术壁垒突破，高端彩超拓展成长空间。前面我们论证了超声的整体存量现状及进口替代逻辑，现阶段国内与进口在彩超的差距主要源于高端彩超关键技术的壁垒。公司在关键部件及关键技术方面持续追赶，逐步突破了剪切波弹性成像、造影等关键技术，Resona 系列域光平台是国产最高端的技术平台，Resona 7 以域扫描、全域动态聚焦及全息域技术三大创新定义了优异超声图像的新标准，Resona 9 基于 ZST+域光平台技术和全面的弹性成像定义了专业的高阶诊断功能，实现精准超声的新飞跃。关键技术的持续突破和少数国产高端玩家格局给公司奠定了高端及超高端彩超的确定性成长前景。

表 7：公司逐步突破高端彩超关键技术

	关键技术产业化指标要求	GE	飞利浦	迈瑞
关键技术	数字化波束合成	✓	✓	✓
	高帧频彩色血流成像	✓	✓	✓
	小型化设计技术	✓	✓	✓
	多模态技术	✓	✓	✓
	实时三维成像	✓	✓	研发中
	造影剂谐波成像	✓	✓	✓
	剪切波弹性成像	✓	✓	✓
关键部件	高密度单晶材料探头	✓	✓	✓
	二维面阵探头等新型探头	✓	✓	研发中
主要指标	物理通道数≥128	✓	✓	✓

资料来源：公司官网，《高端医疗器械和药品关键技术产业化实施方案》，祥生医疗招股书，德邦研究所

3. 新兴业务：蓝海战略布局，百亿营收规模之上开辟成长

新动能

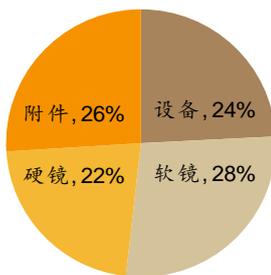
公司成熟业务成为高速增长、两百亿营收规模的功臣，站在当前规模之上，如何突破增速和规模瓶颈成为公司未来发展的战略议题。公司综合考虑行业规模、格局等，结合研发、技术、渠道等自身禀赋，战略性入局微创外科、骨科及兽用器械等新兴业务。新业务所在赛道总体规模接近千亿(当前国内内窥镜超 200 亿元、骨科耗材超 300 亿元、宠物医疗支出超 500 亿元)，规模远超传统业务所在行业规模之和，新兴赛道的后劲发力或将助力公司开辟“第二”、“第三”增长曲线。

3.1. 微创外科：硬镜推出抢占先机，生命线渠道协同放量

外科手术“微创化”是必然趋势之一，与传统外科手术相比，微创外科手术结合了医学影像系统与高科技医疗器械，操作更加人性化，患者创伤小、术后恢复快、手术风险低，特别是在胸外科、心血管外科等复杂外科技术领域尤其显现出微创外科的技术优势。

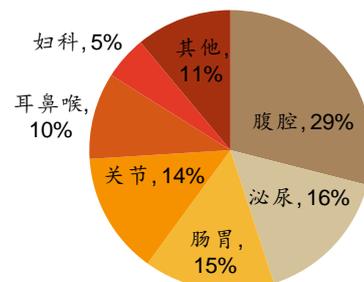
内窥镜应用场景广泛需求高景气，全球内镜高达 200 亿美元，国内超 200 亿元。内窥镜分硬镜、软镜、内窥镜相关附件及设备，全球软镜（消化内镜、支气管镜、耳鼻喉镜等）占内窥镜市场最大份额 27.6%，硬镜占比为 22.2%。医疗内窥镜应用于多临床科室，如普外科、胸外科、儿科、妇产科等，根据中国医疗器械行业协会数据，腹腔、泌尿、肠胃、关节、耳鼻喉、妇产等领域使用量最多，多科室的广泛渗透带来内窥镜市场的快速增长，根据 Evaluate MedTech，预计 2019 年全球内窥镜市场销售规模达到 209 亿美元，并以 6.3% 的年 CAGR 增长至 2024 年 283 亿美元。根据 Frost&Sullivan，2017 年中国内窥镜市场规模达到 199 亿元，5 年 CAGR 约 18.2%，未来 5 年也持续保持 9.8% 的高速增长。

图 72：全球内窥镜市场领域占比



资料来源：中国医疗器械行业协会，海泰新光招股说明书，德邦研究所

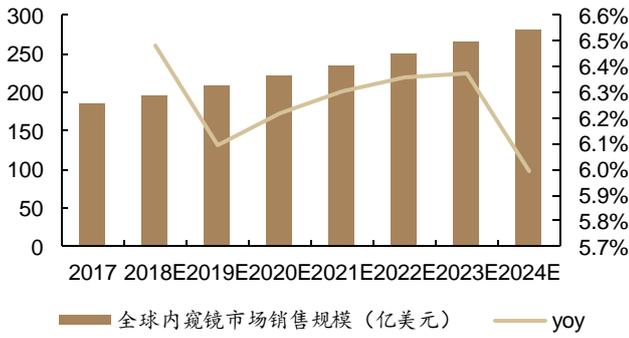
图 73：全球内窥镜微创医疗器械应用科室占比



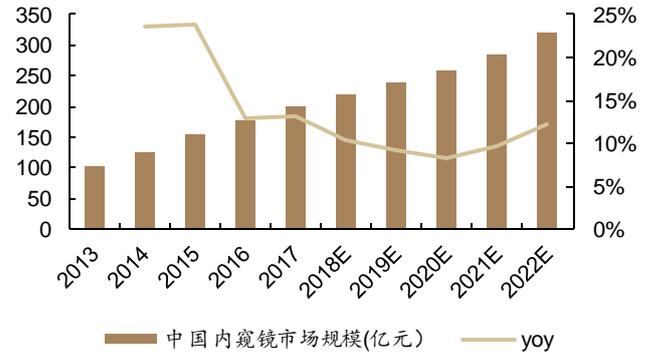
资料来源：中国医疗器械行业协会，海泰新光招股说明书，德邦研究所

图 74：全球内窥镜市场规模及增速

图 75：中国内窥镜市场规模及增速



资料来源:《World Preview 2018, Outlook to 2024》, Evaluate MedTech, 德邦研究所

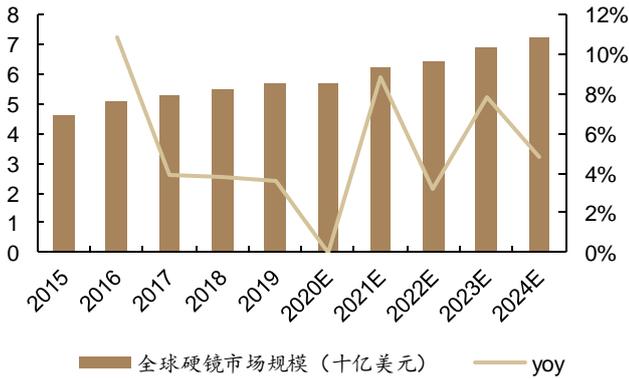


资料来源: Frost & Sullivan, 德邦研究所

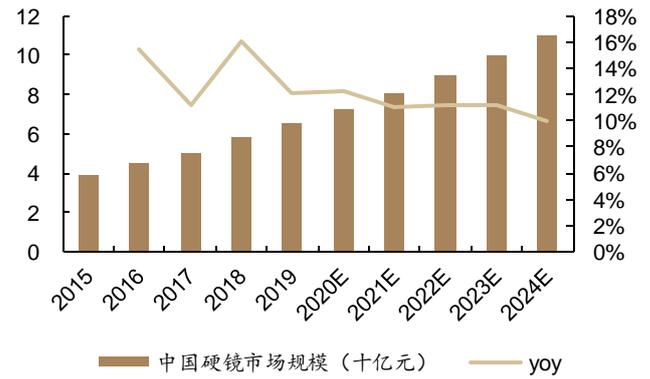
公司在微创外科赛道首先切入内窥镜硬镜领域，硬镜主要进入人体无菌组织、器官、无菌腔室，分类包括腹腔镜、胸腔镜、关节镜等。2019 年全球硬镜市场规模为 56.9 亿美元，2015-2019 年 CAGR 5.2%，预计到 2024 年将以 4.9% CAGR 增长至 72.3 亿美元。中国硬镜市场处于快速上升阶段，2019 年市场规模达到 65.3 亿元，2015-2019 年 CAGR 13.8%。预计到 2024 年将以 11% 的 CAGR 增长 110 亿规模。

图 76: 全球硬镜市场规模及增速

图 77: 国内硬镜市场规模及增速



资料来源: Frost & Sullivan, 德邦研究所

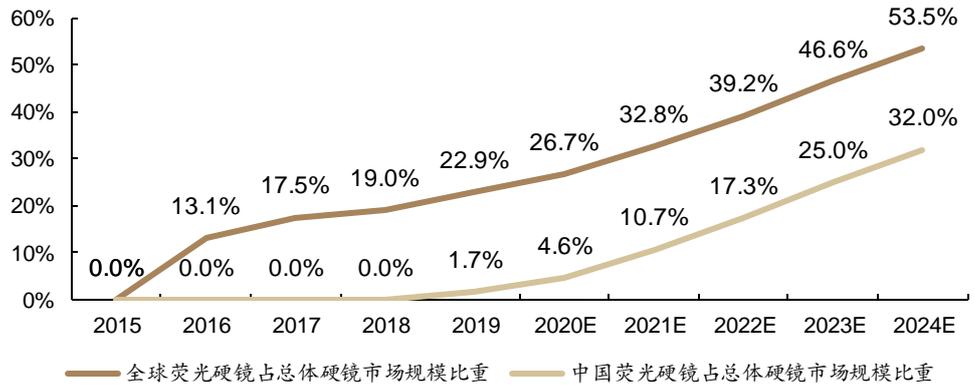


资料来源: Frost & Sullivan, 德邦研究所

内窥镜图像超高清化是必然趋势之二，医生对内窥镜图像的要求由“看得见”转变为“看得清”、“看得更清”，希望在手术过程中获得更多的图像细节，从而避免误判。目前，内窥镜图像正由标清、高清（1080P）向超高清（4K）分辨率发展。

荧光内镜崛起之势，成内镜发展新动能。按照内窥镜工作光谱范围，硬镜包括白光和荧光内窥镜，白光基于 400-700nm 可见光光谱，展现的是人体组织表层图像，荧光内窥镜基于 400-900nm 光谱，除了能够提供人体组织表层图像外，还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作用。以内镜图像超清化趋势为指引，荧光内镜兼有行业高成长红利+对白光硬镜结构化替代的双重逻辑，市场份额将逐年提高，成为未来硬镜新的成长动能。

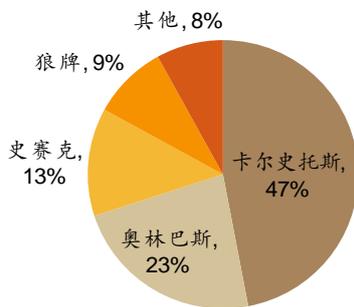
图 78: 荧光硬镜市场规模增速显著高于白光，占比提升迅速



资料来源：Frost & Sullivan, 德邦研究所

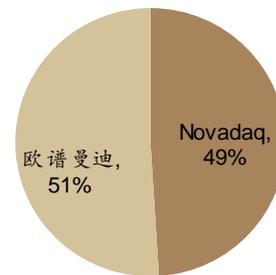
进口强势垄断，国产率不足 10%，荧光内镜玩家稀少。内窥镜是集光学、电子、结构、材料等多学科技术为一体的器械，技术壁垒极高。国外龙头在产业链各个环节上先发优势显著，上游技术的封锁导致国内从 0 到 1 的突破和摸索周期更长。当前进口品牌强势垄断硬镜，卡尔史托斯、奥林巴斯、史赛克三家企业占据约 83% 市场份额。迈瑞、沈阳沈大、浙江天松等少数企业只有不足国产 10% 的份额。荧光内镜受限于荧光核心光学技术水平不足及中国市场产品推广时间较晚等因素，目前我国荧光硬镜市场参与者较少，主要玩家仅 Novadaq（史赛克旗下，营收市占率 51.4%）和欧谱曼迪（市占率 48.6%）。

图 79：国内硬镜销售额市场格局（2018 年）



资料来源：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），德邦研究所

图 80：国内荧光硬镜市场格局（2019 年）



资料来源：Frost & Sullivan, 德邦研究所

4K 荧光内镜系统加速进口替代，监护线渠道协同+品牌辐射效应助力硬镜加速入院。目前公司已经推出了高清和 4K 荧光腹腔镜系统及微创外科手术器械产品等，从低到高布局 HD3、HyPixel U1 及 HyPixel R1 三款硬镜系统，逐步围绕着原有产品线闭环。公司硬镜从产品性能、放量周期及渠道协同方面表现出显著的竞争优势：

1) 硬镜性能加速提升，直追进口：HyPixel U1 装机医院中 65% 为三甲医院，院端医师反馈其色彩还原度强，产品特性几乎可以跟进口产品相媲美。2021 年发布的 HyPixel R1，在 HyPixel U1 基础之上进行了细节的优化处理，在不改变手术操作习惯的前提下，实现实时荧光叠加，术中标记及导航；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；一键切换模式还可以满足术中不同场景的需求。此外，微创外科涉及医生习惯，医生需要经历换械周期，学习曲线长，公司通过培训学院加快推进培育医生使用习惯。

2) 渠道协同优势尽显: 除去技术优势, 公司微创外科产品与监护线应用场景高度重叠, 依托公司国内强大的渠道优势以及整体打包方案, 微创外科品类导入成本较低、导入速度较快, 监护线的渠道协同将助力公司硬镜快速放量。

图 81: 公司从白光到荧光, 从标清到 4K 硬镜系列

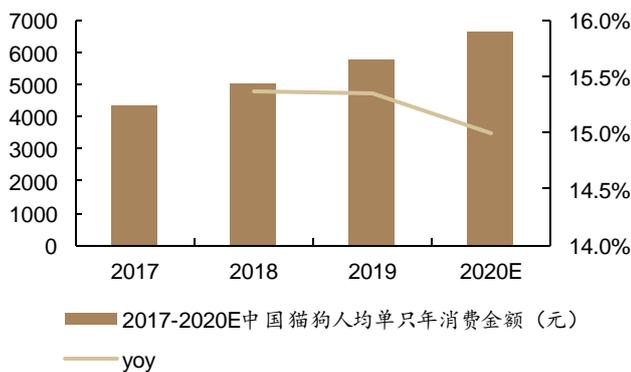


资料来源: 公司官网, 德邦研究所

3.2. 兽用器械: 现有产品技术迁移, 尽享宠物医疗大蓝海

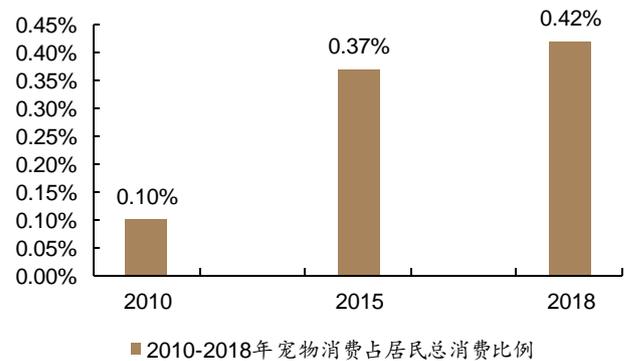
宠物经济持续升温。 随着孤独经济持续发酵、养宠观念变化、消费升级, 我国养宠群体越来越庞大, 宠物经济已经成为新的增长点。中国宠物主消费支出持续增长, 《2019 宠物消费市场报告》显示, 2020 年预计人均单只宠物消费金额超过 6000 元, 是 2017 年的 1.5 倍。宠物消费占居民总消费比例也持续增长, 尼尔森数据显示 2018 年宠物消费占居民总消费比例的 0.4%, 中国宠物经济持续升温。

图 82: 中国猫狗人均单只年消费金额不断提升



资料来源: 京东&尼尔森数据《2019 宠物消费市场报告》、狗民网、IT 桔子, 德邦研究所

图 83: 国内宠物消费占居民总消费比例持续增长

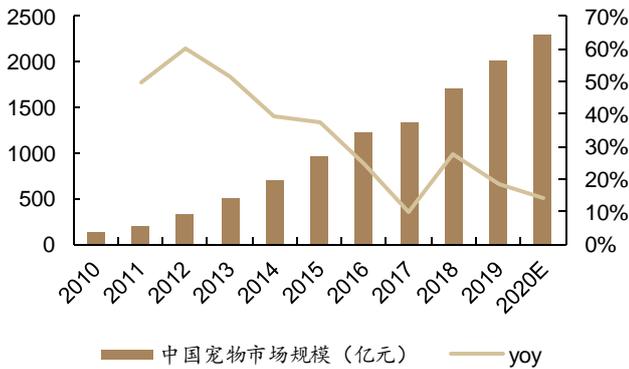


资料来源: 京东&尼尔森数据《2019 宠物消费市场报告》、狗民网、IT 桔子, 德邦研究所

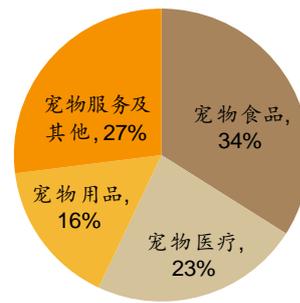
我国宠物消费市场规模不断扩大, 2010 年以来增加 15.5 倍, 宠物医疗规模超 500 亿。 2020 年宠物消费市场规模将达到 2310 亿元, 10 年 CAGR 高达 32.4%。2018-2019 年细分市场中宠物医疗占比达到 23%, 按此比例测算, 2020 年宠物医疗规模约为 531 亿元。预计随着宠物消费的不断提升, 宠物医疗规模还将持续增长。

图 84: 中国宠物市场规模 10 年 CAGR 高达 32.4%

图 85: 2018-2019 年中国宠物消费细分市场



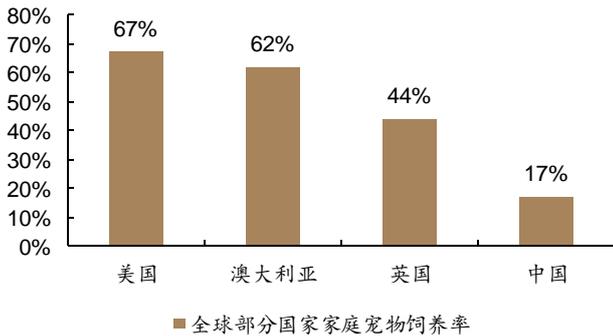
资料来源: 狗民网、鲸准研究院、草莓派数据调查与计算系统、《2018 年宠物市场报告》、IT 桔子整理, 德邦研究所



资料来源: 狗民网、鲸准研究院、草莓派数据调查与计算系统、《2018 年宠物市场报告》、IT 桔子整理, 德邦研究所

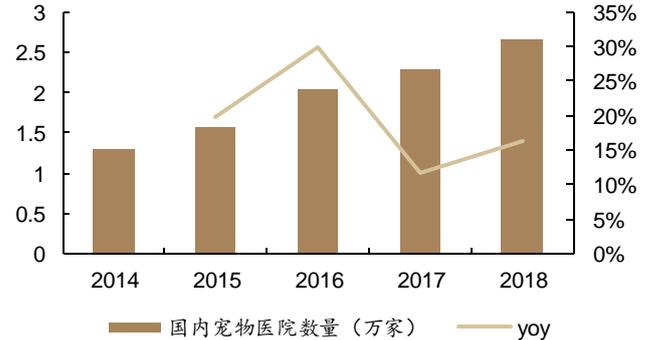
国内宠物医疗大蓝海, 下游宠物医院的高速扩张带动上游宠物器械的需求释放。随着单身化、少子化、老龄化, 我国养宠家庭渗透率逐年提高, 但全球来看, 中国宠物饲养率远低于发达国家水平, 2019 年中国家庭宠物饲养率仅约 17%, 对标发达国家提升空间广阔, 公司入局动物医疗尽享国内宠物医疗大蓝海。近些年宠物医院数量大增, 2018 年我国宠物医院数量已经达到 2.7 万家, 下游院端的高速扩张不断带动上游动物医疗器械的需求增长。

图 86: 中国家庭宠物饲养率低于全球发达国家 (2019 年)



资料来源: PwC Euromonitor APPA, 前瞻产业研究院, 德邦研究所

图 87: 中国宠物医院数量大增



资料来源: 中商产业研究院, 德邦研究所

公司技术迁移成本优势显著, 精细运营多产品抢占市场先机。现有的动物医疗器械大多是按照人用设备原理进行改造, 公司依托人用器械业务, 技术迁移至兽用器械便利性高、研发成本低, 推出横跨医学影像、体外诊断、生命信息与支持三大领域的动物医疗产品线, 并提供覆盖影像、手术室、实验室三大类别的整体解决方案。从兽用监护 (uMEC12 Vet/uMEC10 Vet 等)、麻醉机 (Veta 5/Veta 3 等) 及兽用超声, 到进一步覆盖血液分析仪 (BC-5000 Vet)、生化分析仪 (Vetube 30 等)、化学发光、分子诊断 (Vetgenies 8) 等体外诊断领域, 再到软硬镜系统 (Vetina CS7 等), 可以看到公司在兽用医疗战略制定后, 产线铺开及推广速度逐步加快。动物医疗渠道区别于人用医疗, 2020 年公司专设迈瑞动物医疗运营该板块, 以动物实验室、大型宠物医院和小型诊所的临床需求持续定义产品及研发方向。

宠物医疗器械有望成公司潜在巨大营收增长点。未来随着产品管线的持续丰富、海外市占率的提升及国内宠物经济的大规模提速, 我们认为动物医疗将成为公司潜在的巨大营收增长点。

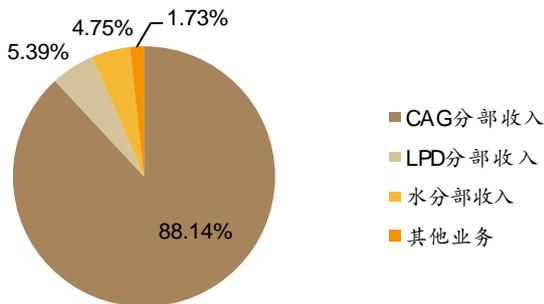
图 88：公司动物医疗产品横跨医学影像、体外诊断、生命信息与支持三大领域



资料来源：公司官网，德邦研究所

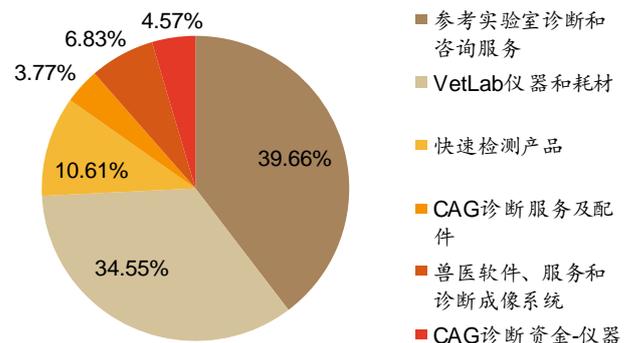
当前我国动物医疗发展尚处于起步阶段，对标全球兽医诊断领域领导者爱德士（IDEXX Laboratories），公司动物医疗发展空间广阔。爱德士总部位于美国缅因州的 Westbrook，业务覆盖全球一百八十多个国家和地区，占全球兽医诊断市场 40% 份额，营收业绩持续增长，近些年增速整体呈上升态势。2020 年业务营收 27 亿美元，2015-2020 年 CAGR 17.3%，扣非归母净利润达到 5.8 亿美元，2015-2020 年 CAGR 24.8%。其中 CAG 诊断业务（即动物诊断产品及服务）收入占比 88.14%，CAG 业务细分来看，参考实验室诊断及咨询服务占比 39.7%，Vetlab 仪器及耗材占比 34.6%。公司的股价随着业绩的不断成长持续上涨，当前股价达到 5 年前的近 8 倍。凭借深厚的技术积累、丰富的产品线及动物医疗整体解决方案，我们认为未来公司在动物医疗板块的发展潜力十足。

图 89：2020 年 IDEXX 营收结构



资料来源：IDEXX 年报，德邦研究所

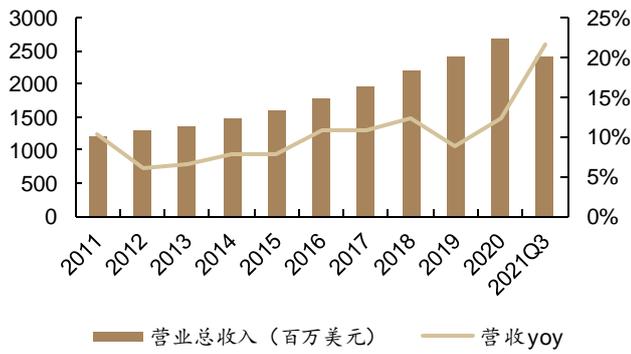
图 90：2020 年 CAG 业务收入结构



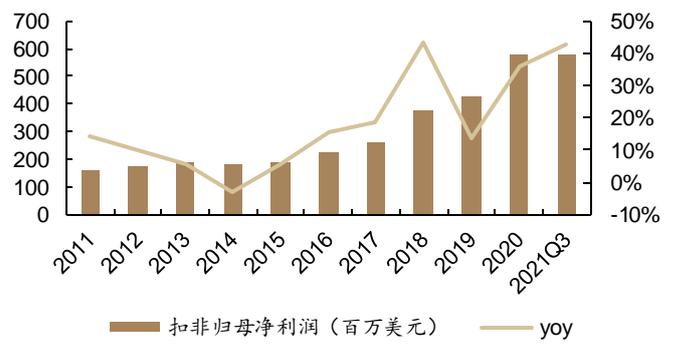
资料来源：IDEXX 年报，德邦研究所

图 91：IDEXX 营收不断增长

图 92：IDEXX 业绩持续增长

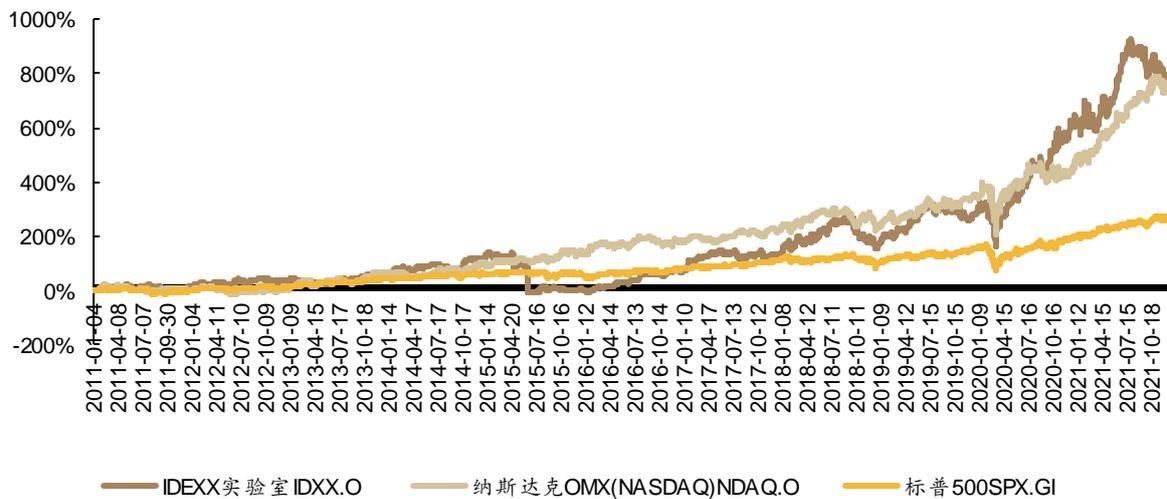


资料来源: IDEXX 年报, 德邦研究所



资料来源: IDEXX 年报, 德邦研究所

图 93: IDEXX 股价随业绩提升持续上涨



资料来源: Wind, 德邦研究所

4. 国内医疗新基建带来后疫情新增量, 发展中国家接力成为全球成长新引擎

4.1. 医疗新基建成国内增长新引擎, 平台优势助力公司收获新基建大订单流量

医疗新基建政策密集出台, 千亿财政资金拨款, 成后疫情医疗器械增长新引擎。疫情暴露医疗基础设施短板, 为了提升传染病筛查和救治能力、同时防控疫情的二次爆发, 国内市场从 2020 年以来已经进入了加大建设重症 ICU、传染病医院、发热门诊、医学中心、社区医院等方面的医疗补短板阶段。同时公立医院在疫情中承接了最主要的公共卫生防控救治职能, 一场以大型公立医院为主导的医疗新基建浩浩荡荡拉开序幕。从中央到地方, 国家发改委、卫健委自上而下文件密集频出, 加速医疗新基建落地。政策加持下, 随着财政资金的拨款到位, 医疗器械配置市场进入快车道。2020 年 7 月, 发改委下达 456.6 亿元财政预算用于提升县域医疗卫生服务能力, 加强区域医疗中心建设等; 2021 年 9 月, 国家发改委分步有序下达 2021 年度卫生健康领域中央预算内投资 300 亿元, 支持全国 31 个省(区、市)和新疆生产建设兵团构筑公卫防疫屏障; 2021 年 10-12 月, 2022 年的医

疗市场建设与扩容也已提上日程，财政部提前下达 2022 年公立医院综合改革及基本公共卫生服务补助资金等，预计未来五年政策倾斜尺度将持续放宽、财政投入力度不断加大，医疗新基建有望中长期支撑医疗器械的高景气度。

表 8：2020 年以来明确财政拨款事项的新基建政策

时间	新基建政策	文件	资金支持基建内容	财政拨款
2020.7.6	国家发改委	《下达 2020 年卫生领域中央预算内投资》	资金支持全国公共卫生防控救治能力建设 工作。明确全面提升县域医疗卫生服务能力， 加强区域医疗中心建设。升级改造重大疫情 救治基地，储备一定数量的救治设施设备。 发改委要求各县 70% 的补助资金用于县级 公立医院，每县支持一家县级公立医院；各 县 30% 的补助资金用于基层医疗卫生机构。	国家发改委共安排了 456.6 亿元财政资金
2020.7.17	国家卫健委、财政部	《关于下达 2020 年医疗服务与保障能力提升（医疗卫生机构能力建设）补助资金预算的通知》	资金用于支持国家级贫困县县级公立医院和 基层医疗卫生机构提高临床诊疗能力。	明确 2020 年将下发 19.89 亿元
2020.7.30	财政部	《关于下达支持应急物资保障体系建设补助资金预算的通知》	资金用于着力提升公共卫生应急物资生产 动员能力，支持国有及民营企业开展必要的 产能备份建设和增强应急转产能力，形成可 持续的医疗物资、装备供给能力。	预算指标总计为 300 亿元
2020.8.21	国家财政部、卫健委、中医药局	《关于下达 2020 年公共卫生体系建设和重大疫情防控救治体系建设补助资金预算的通知》	资金主要用于支持新冠肺炎等重点传染病 监测和能力建设、疫苗冷链能力建设、基层 疫情防控能力提升、基层呼吸系统疾病早期 筛查干预能力提升等公共卫生体系建设、 县级公立医院医防结合能力建设等重大疫 情防控救治体系建设。	明确财政部下拨 149.236 亿元，该项资金为中央直达资金
2020.11.24	财政部		资金用于支持公立医院综合改革项目，主 要内容包括落实公立医院基本建设和设备 购置、配备相应的大型医用设备等。	提前下达 2021 年中央财政医疗服务与保障能力提升补助资金约 80 亿元
2020.11.24	财政部		资金旨在加强基层乃至县级医院的疾病防 控能力。	提前下达 2021 年基本公共卫生服务补助资金预算约 543 亿元
2021.9.28	国家发改委	《2021 年卫生健康领域中央投资计划》	一、推进省市区三级疾控中心建设达标切 线。支持省、市、县三级疾控中心建设	安排中央投资 84.44 亿元
			二、支持 24 个国家区域医疗中心试点医院 起步建设，3 个省级区域医疗中心网格化 布局，113 个县级医院提标扩能	安排中央投资 85.3 亿元
			三、支持 54 个特色优势突出、医疗技术水 平较高、辐射带动能力较强的省部级医院	安排中央投资 40.15 亿元
			四、支持省级妇科、儿科项目以及人口大 市妇幼保健机构项目建设，	安排中央投资 27.71 亿元
			五、支持 14 个中医特色重点医院围绕名 医、名方开展建设，31 所重点中医医院开 展传承创新能力建设，2 个国家中医药病 救治基地带动提升区域内中医药防治能力	安排中央投资 62.4 亿元
2021.10.29	财政部、国家卫健委	《关于提前下达 2022 年医疗服务与保障能力提升（医疗卫生机构能力建设）补助资金预算的通知》		合计 48.42 亿元
2021.10.29	财政部、国家卫健委	《关于提前下达 2022 年医疗服务与保障能力提升（公立医院综合改革）补助资金预算的通知》		合计 79.90 亿元
2021.12.6	财政部、国家卫健委	《关于提前下达 2022 年重大传染病防控经费预算的通知》	用于扩大国家免疫规划、艾滋病防治、结 核病防治、血吸虫与包虫病防治、精神卫 生与慢性非传染性疾病预防、新冠肺炎等 重点传染病监测等工作	提前下达 155.7 亿元
2021.12.6	财政部	《关于提前下达 2022 年基本公共卫生服务补助资金预算的通知》		共计 588.5 亿元

资料来源：各政府官网，公司年报，德邦研究所

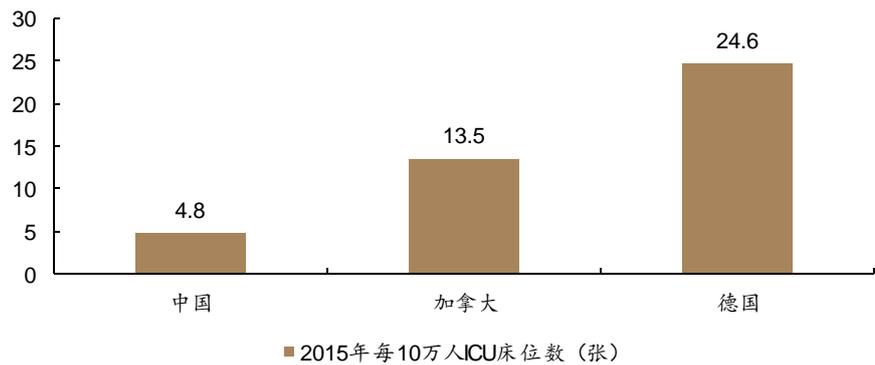
新基建至少贡献 150 亿相关产品增量市场，受益平台化优势公司将获得更多

大订单。由于国内的医疗新基建项目以大型公立医院扩容为主导，对于医疗器械的采购需求多以全院级大项目为主。作为国产器械龙头品牌，公司三大支柱产线广泛覆盖 ICU、疾控中心、传染病医院等设备需求，同时完备的产品布局、全院全科室整体解决方案、“三瑞”生态系统等，更加适合新基建的需要，也能更好的支持智慧医院的建设，最为受益当下医疗新基建。据公司统计，当前从公司已布局产品的可及市场角度来看，国内医疗新基建的市场空间已经超过 150 亿元，并且还在不断增加，平台优势助力公司收获新基建大订单流量。

人均医疗提升空间大，新基建后无惧国内长期渗透担忧。

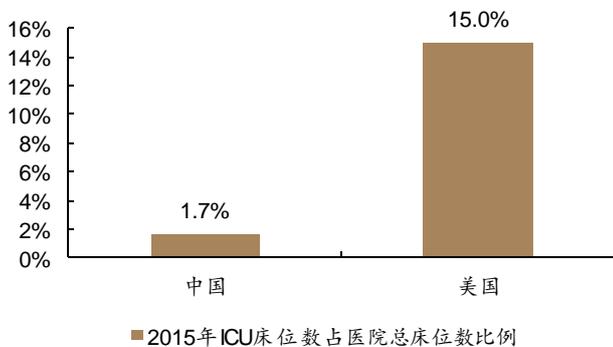
整体层面，以此次疫情短板暴露最为严重同时也是新基建重点建设的 ICU 来看，根据 2015 年第三次 ICU 普查，中国人均 ICU 床位数是德国的 1/5，ICU 床位数占医院的比重是美国的 1/9，新基建 2-3 年内有望带动中国 ICU 床位数翻倍。尽管中国已经成为全球第二大的医疗器械市场，长远来看国内加大医疗投入是大势所趋，目前国内人均医疗资源相比发达国家仍有巨大差距，这一差距的缩小甚至需要十年以上时间。新基建后依然存更大的中长期渗透空间，无惧新基建后渗透饱和和担忧。

图 94：中西方 ICU 床位数占人口比重差异



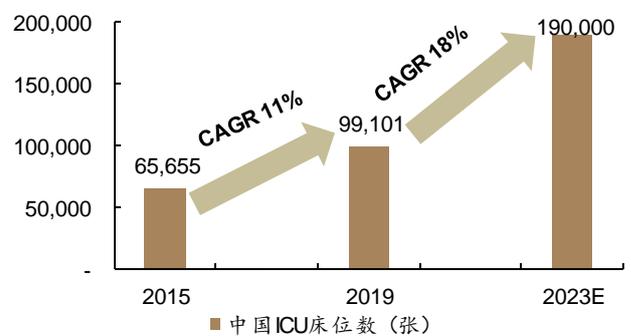
资料来源：《重症医学：华东地区现状调查（2015 年第三次 ICU 普查）》，World Federation of Intensive and Critical Care US National Center for Biotechnology information，德邦研究所

图 95：2015 年 ICU 床位数在总床位的比重仅有美国的 1/9



资料来源：《重症医学：华东地区现状调查（2015 年第三次 ICU 普查）》，World Federation of Intensive and Critical Care US National Center for Biotechnology information，德邦研究所

图 96：预计 2023 年中国 ICU 床位数扩充 2 倍



资料来源：《重症医学：华东地区现状调查（2015 年第三次 ICU 普查）》，德邦研究所

4.2. 多层次市场加速推进全球化，疫情驱动国际化驶入新阶段

公司海外布局全面开花，多层次市场加速推进全球化。20 年海外耕耘，公司现已形成了相对完整的全球化营销体系，从最初的国内外派员工出差，到如今在北美、欧洲、亚洲、非洲、拉美等地区的超过 30 个国家设有超过 40 家境外子公司，海外雇员超过 1600 人，海外收入贡献半壁收入，全球化硕果累累。公司海外多层次市场全面开花，产品在全球顶尖医院广泛应用：

1) 在北美，公司产品进入约 2/3 的美国医院，近万家医疗机构，在全美排名前 10 的心脏医院中，有 9 家在使用迈瑞的产品，排名前 20 的美国医院全部在使用迈瑞的产品，公司与美国主要大型 GPO、HMO 均保持长期合作，凭借产品的信息化互联优势成为了美国第六大医联体未来十年唯一的监护仪供应商，未来还将加速渗透。

2) 在英、德、法等欧洲国家的顶尖教学医院中，公司为其核心科室提供高品质的整体解决方案和完善的信信息解决方案，实现了超过 100 家高端教学医院的空白覆盖，在英国成功突破多家大学医院，在西班牙成功突破全国排名第一的公立医院，在俄罗斯成功突破了多家联邦医院和高端公立实验室。

3) 在新兴市场国家，公司的监护、检验、超声产品和解决方案也进入了更多的高端医院、集团医院和大型连锁实验室。

直销+经销模式因地制宜开拓国际市场。海外市场非常复杂，本地化综合服务非常考验出海企业的能力。公司因地制宜，在美国以直销为主，对接美国四大集团采购组织；在欧洲则根据不同国家的行业特点，采取直销和经销共存的销售模式；在拉美及其他发展中国家和地区以经销为主，建立了完善的经销网络。公司经过若干年的海外运作，积累了相对丰富的经验，为后续多产品的海外发力奠定基础。

公司近期公布最新国际化战略目标，将海外业务收入比重提至 70%。我们认为依托多层次全球市场及丰富的海外运营经验，公司积累的技术、产品、口碑及平台优势将推进全球化不断加速，海外市场将成公司收入更大贡献来源。

图 97：迈瑞产品入驻 top20 美国顶尖医院，与美国主要大型 GPO、HMO 长期合作



资料来源：公司官网，德邦研究所

国内营销经验复刻，新兴国家成未来成长新动能。发展中国家医疗器械渗透率低，人均保有量有更大的提升潜力。对比欧美发达国家，卫生支出占 GDP 比重及人均医疗支出都还处于较低水平，而越南、菲律宾、印度、印尼等发展中国家 GDP 处于更高的增速，随着经济的快速发展，医疗保障投入和人均医疗支出将持

续增长。2016年后随着公司在亚太、拉美等 ROW 地区的营收增速开始全面超越欧美，欧美营收比重逐步下降（2020年疫情急需，呼吸机、监护仪突破欧洲高端医院，逆势提升欧洲营收比重），ROW 占比逐渐提高，2019年后 ROW 地区成为海外最大营收贡献地区。未来 ROW 地区有望成为公司海外创收的主力军以及有望接棒国内公司新的长期增长驱动力：

1) 产品定位匹配度高：巴西、南非、印尼、土耳其等主要发展中国家，处于人均医疗支出超过 100 美元、但每千人的治疗性床位数不超过 3 张的医疗器械市场普遍处于医院床位基建和设备扩容的阶段，公司无论从产品布局还是性价比属性均高度匹配这一阶段的需求，将成为这类国家新改扩建项目的首选品牌；俄罗斯市场与国内市场类似，医院已经逐渐走向了提升治疗术式能力的阶段，对于微创手术类和高端类产品的需求增加，同时开始对集约化、系统化、信息化整体解决方案有所要求，公司基于成熟的产品准备度和完善的 IT 信息化方案，借助疫情后突破的高端客户，未来成长潜力大；印度与国内人口最为接近，市场需求巨大，人均医疗支出低，偏好高性价比产品，公司增长空间广阔。

2) 渠道类似，中国经验易复刻：发展中国家渠道基础与中国结构类似，未来 2 年公司将持续在发展中国家嫁接中国的营销经验，将国内营销的独特竞争力复制到发展中国家，增加对经销商及终端客户的掌控力以及优化经销体系的精细化程度，细化考核机制，通过分产线、分区域矩阵式方式管理，催熟发展中国家的经销体系，助力发展中国家成为公司重要的增长动力源，短期落地效果有望反应至业绩端。

表 9：2019 年发展中国家及发达地区的经济发展及医疗水平对比

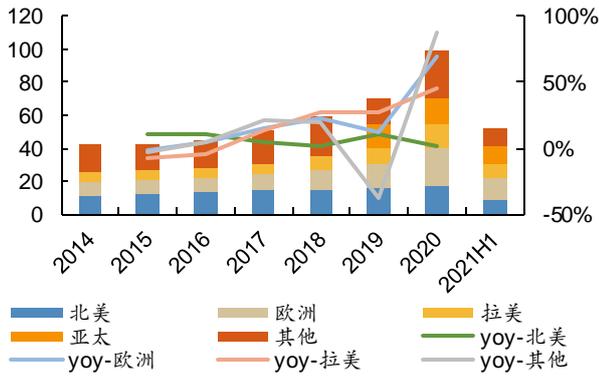
	卫生支出 (亿美元)	GDP (亿美元)	GDP 增速	卫生支出 占 GDP 比例	人口 (万人)	人均卫生支出(美 元)
越南	174	3,321	7.0%	5.25%	9,646	181
南非	320	3,514	0.2%	9.11%	5,856	547
菲律宾	154	3,768	6.1%	4.08%	10,812	142
阿根廷	424	4,454	-2.0%	9.51%	4,478	946
土耳其	331	7,614	0.9%	4.34%	8,343	396
印尼	325	11,191	5.0%	2.90%	27,063	120
俄罗斯	953	16,874	2.0%	5.65%	1,459	653
巴西	1,801	18,778	1.4%	9.59%	21,105	853
印度	871	28,899	4.0%	3.01%	136,642	64
中国	7,673	143,407	6.0%	5.35%	143,378	535
美国	35,937	214,332	2.2%	16.77%	32,906	10,921
欧盟 (28 个国家)	16,428	165,423	1.4%	9.93%	51,503	3,190

资料来源：eurostat, WHO, 德邦研究所

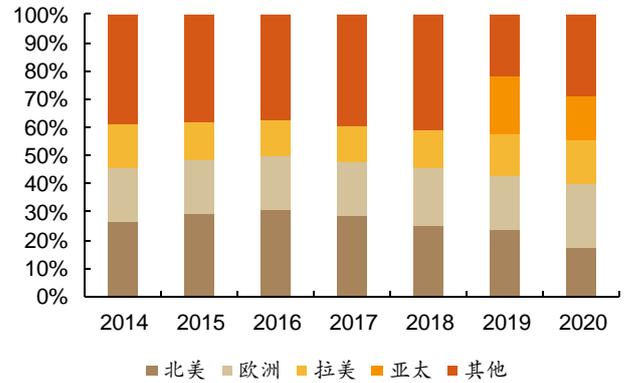
注：欧盟使用单位均为欧元，欧盟卫生支出为预测值

图 98：公司海外各区域业务收入及增速（亿元）

图 99：公司海外业务中各区域收入占比



资料来源: WIND, 德邦研究所



资料来源: WIND, 德邦研究所

疫情考验尽显公司价值底色，公司全球品牌价值提升，高端客户群历史性高突破，全球化征程进入新起点。2020 年公司借助疫情打破高端医院进入壁垒，在国际市场完成了 700 多家高端客户的突破，公司的品牌推广因此提前了至少五年时间。2021 上半年高端客户持续拓展，实现了 400 家空白高端客户和 300 家高端客户协同销售的突破。我们认为此次疫情对于已经深耕海外 20 年以上的迈瑞来说是一次提升海外客户结构的历史机遇，公司的平台化优势及供应能力有力扛住了全球出货考验，品牌价值在短期内受到高端客户的认可和加强，除全球领先的监护、麻醉、血球等，公司更多品类在国际市场与进口产品有了更多同台竞技的机会。后疫情时代发达国家开启医疗新基建浪潮，公司高性价比的产品依托新客户群在发达地区中短期增速将有所提升。发展中及发达国家多层次市场加速推进，公司全球化进入新征程。

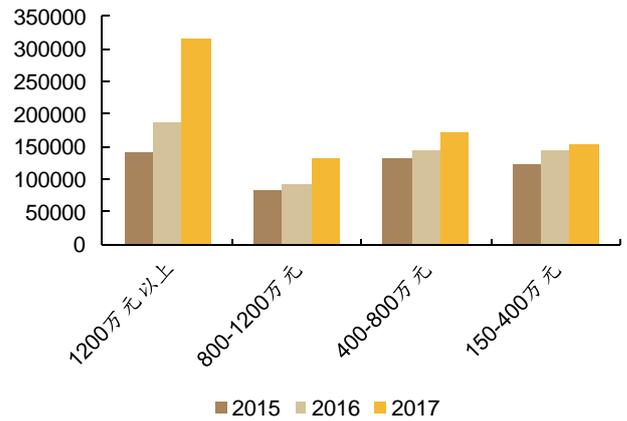
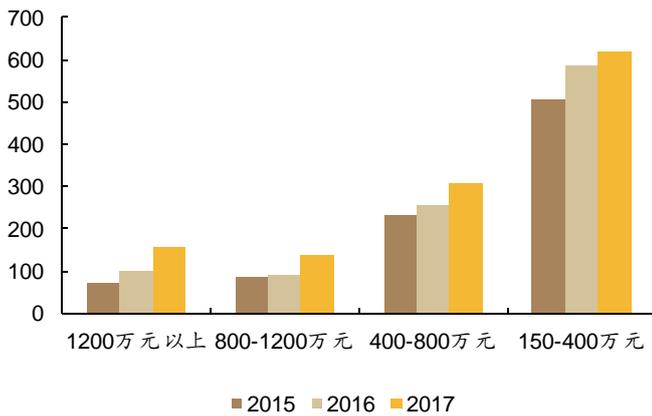
4.3. 参考产品上市和销售网络建设，ROW 国家销售有望复制国内 2015 年以后增长节奏

我们认为 ROW 地区的增长节奏取决于公司在相应国家及地区的渠道建设程度以及产品持续导入力度。部分发展中国家处于快速的经济增长阶段，人均医疗支出都还处于较低水平，市场需求与渠道结构与几年前的国内市场存在较大的相似之处。通过复盘 2015 年后国内的渠道建设与产品导入情况，我们可以更好的预测未来 ROW 地区的增长趋势。

销售渠道建设方面，国内渠道成熟经验有望低成本复制到 ROW 地区。公司早先产品主打“农村包围城市”策略，广泛的经销网络是快速渗透基层市场的重要渠道。优质的经销商稀缺，且最核心的经销商资源往往倾向于代理进口品牌，公司逐渐以优势监护产品构建渠道优势，以平台化体系深度绑定优质经销商。自 2008 年公司引入 ERP 系统后开始精细化管理和管理渠道，持续贯彻“切得细、吃得透、绑得紧”的营销战略，对经销商进行分级管理，考核机制严格，优胜劣汰，建立独家分销商规划、评审、签约机制，完善商机管理、费用管理、产品配置、价格体系等销售运营管理，以此提高营销管理的系统性和精细度。公司在国内摸索出了适合中国又大又散市场分布的渠道建设经验，而发展中国家的市场基本也处于相对分散的状态，公司海外 ROW 渠道于 2020-2021 年启动建设，公司在国内的经验有望低成本复制至 ROW 地区，中短期内实现渠道的快速整合和产品放量。

图 100: 公司国内各级经销商数量 (家)

图 101: 公司国内各级经销商销售额 (万元)



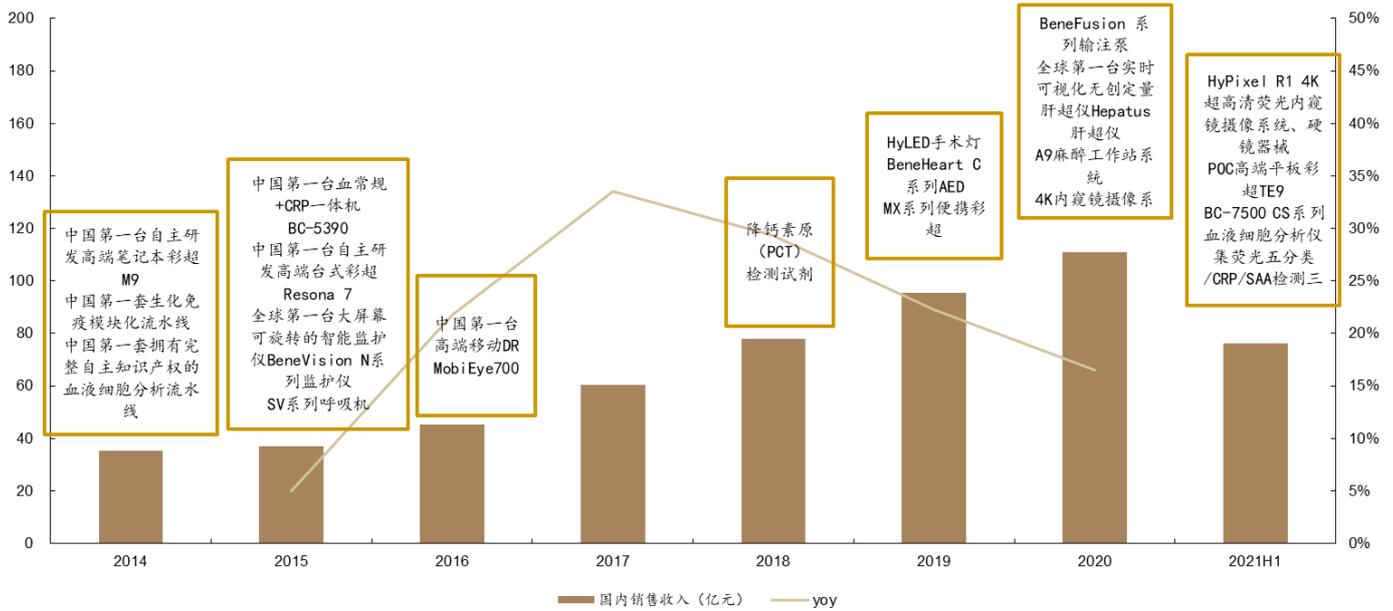
资料来源: 公司招股说明书, 德邦研究所

资料来源: 公司招股说明书, 德邦研究所

产品导入方面, 2014 年以后国内监护、彩超、血球等高端产品上市, 新产品化学发光上量, 实现快速的进口替代, 带动国内销售收入快速增长。公司监护引领全球, 高端 N 系列融合智能化、提前预警、转运模块以及 IT 互联互通整体解决方案, 推动公司监护仪深度渗透国内市场; 高端彩超持续突破, 随着剪切波弹性成像、造影等关键技术的攻克, 陆续推出高端台式彩超 Resona 系列, 持续撼动高端进口份额; 血球份额加速提升, 2015 年推出 BC-5390CRP 这一款人无我有的重磅产品作为敲门砖, 迅速打开了原本被进口品牌牢牢占据的三级医院血球市场, 血球 CRP 以及血球流水线解决方案推动国内市场份额加速提升, 迅速缩短跟希森美康的差距, 并带动化学发光、生化等其他产品的协同入院。化学发光快速放量, 2014 年后随着化学发光新产品上市, 装机量快速提升, 产品研发升级, 试剂种类继续丰富, 发光业务快速抢占市场份额。伴随着高端品类的不断上市, 国内销售曲线持续上扬。

参考国内产品上市和销售网络建设, ROW 地区有望复制 2015 年后国内销售增长曲线。当前的发展中国家还没有强势本土医疗器械龙头, 全球医疗器械巨头产品价格也并不适宜 ROW 医疗消费水平, 公司依靠成熟渠道建设经验+完善且高性价比的产品线, 有望迅速抢占 ROW 地区市场先机, 同时借助疫情有望加速全线产品及中高端产品的快速导入。

图 102: 2015 年国内销售收入随着高端及创新产品的推出快速增长



资料来源: WIND, 公司官网, 德邦研究所

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 盈利预测

核心假设:

1) **生命信息与支持类:** 2020 年疫情下公司监护仪、呼吸机等国内外大幅放量, 抵消常规受损业务后整体实现高速逆势增长。未来三年, 国内医疗新基建将持续拉动生命类业务增长, 国外高端渠道的突破及新兴市场的拓展将带动整体板块稳健增长; 同时微创外科等隶属于生命事业部, 硬镜的高速放量也持续贡献营收增量。

2) **体外诊断类:** 除新冠试剂外, 2020 年体外诊断业务疫情受损。2021 年常规诊疗的恢复推动血液、生化、化学发光等试剂检测快速反弹, 进口替代下快速增长, 上游原材料 Hytest 的成功并购也将降本增效, 带动毛利率逐步提升。

3) **医学影像类:** 2020 年便携彩超和移动 DR 贡献疫情增量, 但台式彩超需求受到抑制。疫情后台式彩超恢复增长, 且随着高端关键技术的突破, 结构优化提升业绩增速及毛利率水平。

表 10: 营收拆分与预测

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入 (亿元)	137.53	165.56	210.26	257.21	317.17	391.72
yoy	23.08%	20.38%	27.00%	22.33%	23.31%	23.51%
成本 (亿元)	45.97	57.55	73.66	88.52	110.48	135.59
毛利 (亿元)	91.56	108.01	136.60	168.70	206.69	256.12
毛利率	66.57%	65.24%	64.97%	65.59%	65.17%	65.39%
生命信息与支持类产品						
收入 (亿元)	52.24	63.41	100.06	113.07	130.03	152.13

yoy	23.32%	21.38%	57.80%	13.00%	15.00%	17.00%
占比	37.98	38.30	47.59	44.0%	41.0%	38.8%
成本 (亿元)	17.91	21.84	32.04	37.09	44.21	51.73
毛利 (亿元)	34.33	41.57	68.02	75.98	85.82	100.41
毛利率	65.71%	65.56%	67.98%	67.20%	66.00%	66.00%
体外诊断类产品						
收入 (亿元)	46.26	58.14	66.46	85.07	110.59	141.55
yoy	23.66%	25.68%	14.31%	28.00%	30.00%	28.00%
占比	33.6%	35.1%	31.6%	33.1%	34.9%	36.1%
成本 (亿元)	16.60	21.79	26.77	31.90	40.92	52.38
毛利 (亿元)	29.66	36.35	39.70	53.17	69.67	89.18
毛利率	64.12%	62.53%	59.73%	62.50%	63.00%	63.00%
医学影像类产品						
收入 (亿元)	35.97	40.39	41.96	54.55	70.91	90.77
yoy	22.56%	12.29%	3.89%	30.00%	30.00%	28.00%
占比	26.2%	24.4%	20.0%	21.2%	22.4%	23.2%
成本 (亿元)	10.43	12.76	14.19	18.00	23.40	29.05
毛利 (亿元)	25.54	27.64	27.77	36.55	47.51	61.72
毛利率	71.00%	68.42%	66.18%	67.00%	67.00%	68.00%
其他主营业务						
收入 (亿元)	2.63	3.25	1.33	3.99	4.99	6.48
yoy	19.55%	23.57%	-59.08%	200.00%	25.00%	30.00%
占比	1.9%	2.0%	0.6%	1.6%	1.6%	1.7%
成本 (亿元)	0.89	1.06	0.50	1.36	1.75	2.20
毛利 (亿元)	1.75	2.20	0.82	2.63	3.24	4.28
毛利率	66.35%	67.48%	62.21%	66.00%	65.00%	66.00%
其他业务						
收入 (亿元)	0.43	0.36	0.45	0.54	0.65	0.78
yoy	2.38%	-16.28%	25.00%	20.00%	20.00%	20.00%
占比	0.31%	0.22%	0.21%	0.21%	0.20%	0.20%
成本 (亿元)	0.14	0.11	0.16	0.17	0.20	0.24
毛利 (亿元)	0.29	0.25	0.29	0.37	0.45	0.54
毛利率	66.93%	69.81%	63.64%	68.00%	69.00%	69.00%

资料来源: WIND, 德邦研究所

5.2. 投资建议

公司平台化优势显著,三大支柱业务齐头并进,各类产品管线成长路径清晰,新兴业务前景广阔,蓝海赛道打开公司长期规模化增长空间。疫情海外高端客群突破打开全球知名度,全球化发展进入新征程。新兴市场增长强劲,有望成未来成长快引擎。

暂时不考虑并表影响,预计 2021-23 年营收分别为 257.2/317.2/391.7 亿元,同比增长 22.3%/23.3%/23.5%,2021-23 年归母净利润分别为 82.1/101/125.1 亿元,同比增长 23.3%/23%/23.8%。我们选取与公司部分业务重叠的器械公司开立医疗(彩超、内镜)、海泰新光(内镜)、万东医疗(影像)以及同样具备头部地位的医药头部公司药明康德、爱尔眼科作为可比公司,参考可比公司估值,考虑到公司的龙头地位、业务管线丰富、平台化及全球化优势,给予公司 2022 年 50xPE,对应目标价 415 元。首次覆盖,给予“买入”评级。

表 11：可比公司估值

公司代码	公司简称	股价 (元)	EPS (元/股)				PE			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
300633	开立医疗	30	-0.11	0.52	0.68	0.87		58	45	35
688677	海泰新光	90	1.48	1.40	1.93	2.54	61	64	46	35
600055	万东医疗	26	0.41	0.35	0.41	0.47	62	73	62	54
603259	药明康德	116	1.21	1.51	2.00	2.63	96	77	58	44
300015	爱尔眼科	36	0.42	0.43	0.57	0.74	86	83	63	49
可比公司平均估值							76	71	55	43
300760	迈瑞医疗	323	5.48	6.75	8.31	10.29	59	48	39	31

资料来源：WIND，德邦研究所

注：除迈瑞医疗外其他公司预测 EPS 为 Wind 一致预期数据，数据计算日期为 2022/1/13

6. 风险提示

新品研发不及预期：公司新产品定位高端，研发周期长、投入大，失败风险高，造成新业务拓展不及预期。

海外销售不达预期及汇率风险：公司海外收入占比逐渐提高，国际贸易政策变动将影响公司的海外拓展进度。同时汇率波动也将影响公司的汇兑收入。

供应链风险：疫情造成全球上游原材料及芯片供应紧张，若公司备货不足及国产化导入不及预期，上游供应链风险将导致公司产品生产受阻。

集采降价超预期：集采常态化趋势下，安徽化学发光集采及深圳设备集采覆盖到公司的产品线，若集采降价幅度超预期，将影响公司业绩。

并购整合不及预期：Hytest 并购整合期或暴露债务、诉讼、经营管理等问题，影响业务常态化推进。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	5.48	6.75	8.31	10.29
每股净资产	19.15	23.76	29.36	36.36
每股经营现金流	7.30	6.90	8.14	10.09
每股股利	2.50	2.14	2.71	3.29
价值评估(倍)				
P/E	59.07	47.89	38.93	31.45
P/B	16.89	13.61	11.02	8.90
P/S	18.70	15.29	12.40	10.04
EV/EBITDA	45.55	39.00	31.42	25.01
股息率%	0.8%	0.7%	0.8%	1.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	65.0%	65.6%	65.2%	65.4%
净利润率	31.7%	31.9%	31.9%	31.9%
净资产收益率	28.6%	28.4%	28.3%	28.3%
资产回报率	20.0%	20.9%	21.7%	22.4%
投资回报率	30.0%	28.4%	28.3%	28.3%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	27.0%	22.3%	23.3%	23.5%
EBIT 增长率	44.1%	19.0%	22.8%	23.6%
净利润增长率	42.2%	23.3%	23.0%	23.8%
偿债能力指标				
资产负债率	30.1%	26.6%	23.2%	20.9%
流动比率	2.6	3.1	3.7	4.3
速动比率	2.2	2.7	3.2	3.8
现金比率	1.9	2.4	2.9	3.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	25.1	23.0	23.0	22.0
存货周转天数	175.4	158.1	136.0	134.0
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7
固定资产周转率	6.6	7.2	8.1	9.1

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	6,658	8,212	10,103	12,505
少数股东损益	2	6	6	7
非现金支出	623	267	270	268
非经营收益	158	3	6	7
营运资金变动	1,430	-95	-484	-524
经营活动现金流	8,870	8,393	9,901	12,264
投资	-1,180	-828	-828	-829
其他	-20	-21	-12	-17
其他	-3,991	0	-2	-3
投资活动现金流	-5,191	-849	-842	-849
债权募资	0	0	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-1,853	-2,600	-3,300	-4,000
融资活动现金流	-1,853	-2,600	-3,300	-4,000
现金净流量	1,628	4,944	5,758	7,415

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 1 月 13 日
 资料来源：公司年报（2019-2020），德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	21,026	25,721	31,717	39,172
营业成本	7,366	8,852	11,048	13,559
毛利率%	65.0%	65.6%	65.2%	65.4%
营业税金及附加	218	303	364	446
营业税金率%	1.0%	1.2%	1.1%	1.1%
营业费用	3,612	4,424	5,297	6,502
营业费用率%	17.2%	17.2%	16.7%	16.6%
管理费用	897	1,157	1,396	1,763
管理费用率%	4.3%	4.5%	4.4%	4.5%
研发费用	1,869	2,297	2,823	3,525
研发费用率%	8.9%	8.9%	8.9%	9.0%
EBIT	7,803	9,289	11,407	14,100
财务费用	-61	10	9	8
财务费用率%	-0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-110	-5	-6	-5
投资收益	-4	0	-2	-3
营业利润	7,455	9,285	11,404	14,100
营业外收支	-17	0	0	0
利润总额	7,438	9,285	11,404	14,100
EBITDA	8,286	9,551	11,671	14,364
所得税	779	1,067	1,295	1,587
有效所得税率%	10.5%	11.5%	11.4%	11.3%
少数股东损益	2	6	6	7
归属母公司所有者净利润	6,658	8,212	10,103	12,505

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	15,865	20,808	26,567	33,982
应收账款及应收票据	1,539	1,711	2,094	2,468
存货	3,541	3,834	4,116	4,978
其它流动资产	687	769	920	1,089
流动资产合计	21,632	27,122	33,698	42,518
长期股权投资	26	36	46	56
固定资产	3,199	3,561	3,923	4,285
在建工程	930	1,030	1,080	1,130
无形资产	1,145	1,390	1,685	1,980
非流动资产合计	11,675	12,254	12,821	13,394
资产总计	33,306	39,376	46,519	55,912
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1,500	1,838	2,294	2,806
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	6,737	6,851	6,728	7,097
流动负债合计	8,236	8,688	9,022	9,903
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	1,780	1,780	1,780	1,780
非流动负债合计	1,780	1,780	1,780	1,780
负债总计	10,016	10,468	10,802	11,682
实收资本	1,216	1,216	1,216	1,216
普通股股东权益	23,278	28,889	35,692	44,197
少数股东权益	13	19	25	32
负债和所有者权益合计	33,306	39,376	46,519	55,912

信息披露

分析师与研究助理简介

陈铁林 德邦证券研究所副所长，医药首席分析师。研究方向：国内医药行业发展趋势和覆盖热点子行业。曾任职于康泰生物、西南证券、国海证券。所在团队获得医药生物行业卖方分析师 2019 年新财富第四名，2018 年新财富第五名、水晶球第二名，2017 年新财富第四名，2016 年新财富第五名，2015 年水晶球第一名。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。