

2022年02月22日



迈瑞医疗： 强者恒强，下个十年星辰大海

评级：买入

首次覆盖

我们首次覆盖迈瑞医疗（300760.CH），给予“买入”评级，目标价 390.0 元。作为医疗器械板块龙头及为数不多有能力涉及高端市场的国内医疗器械标的，迈瑞契合“好赛道、好公司、好估值、好时机”的选股框架。公司股价由 2021 年高点至今已下跌 36%，除受到医药板块整体估值回调影响外，主要由于市场担忧迈瑞在器械集采政策环境下增长的确性降低。与目前主流观点不同，我们认为，集采对迈瑞的冲击并不会像市场预期般悲观。公司具备“品种齐全+研发能力强+售后完善”核心实力，叠加海内外双轮驱动，拓宽市场边界的同时，可有效分散集采政策风险。此外医疗器械板块“强者恒强”特征明显，迈瑞作为行业龙头更有可能享受行业发展红利。目前迈瑞的前瞻市盈率已较过去三年均值低 1.1 个标准差，估值上已具备吸引力，我们认为市场偏悲观的解读及公司业绩稳健增长之间的预期差将逐步显现，站在当前时点，我们认为较好的布局机会已经出现。

胡泽宇 CFA（助理分析师） ryan_hu@spdbi.com (852) 2808 6446
丁政宁（医疗分析师） ethan_ting@spdbi.com (852) 2808 6442

林琰（研究部主管） sharon_lam@spdbi.com (852) 2808 6438



欢迎关注
浦银国际研究

目录

核心观点	5
为什么看好医疗器械板块前景?	7
医疗器械板块为何更有可能强者恒强?	14
为什么看好迈瑞?	18
产品线齐全, 综合竞争优势优于国内同行	23
生命信息与支持: 核心业务国内外同步发力	23
体外诊断业务: “收购+自研”突破高端技术瓶颈	36
医学影像业务: 高端及超高端市场份额提升空间广阔	45
新兴业务: 拓宽业务边界, 布局收入新增长点	53
“三瑞”系统: 由硬件拓展至信息互联及数据领域	56
财务预测与估值	57
投资风险	61
SPDBI 乐观与悲观情景假设	62
公司背景	64



迈瑞医疗 (300760.CH) : 强者恒强, 下个十年星辰大海

我们首次覆盖迈瑞医疗(300760.CH), 给予公司买入评级, 目标价 390.0 元人民币。

- **医疗器械板块增长确定性高, 强者恒强特征更明显, 迈瑞作为行业龙头及高端医疗器械稀缺标的, 更有机会享受行业增长红利。**我们认为医疗器械行业未来 10-15 年将受益于人口老龄化加深、人均医疗开支增加、进口替代等高确定性增长因素。政策方面, 医疗新基建、分级诊疗、进口替代等均有助行业景气度稳健提升, 中短期医疗器械集采虽令部分企业收入波动, 但长期有利于迈瑞等国产器械商市占率提升, 加速进口替代及行业集中度提升。此外医疗器械行业有: 1)改进型创新为主; 2)强调使用感受; 3)需跨学科研发; 4)更改产品隐性成本较高; 5)无明显专利悬崖; 6)售后要求较高; 7)对工业基础要求较高等特性, 令龙头企业竞争优势更明显。作为行业龙头及国产高端医疗器械稀缺标的, 迈瑞有望持续受益强者恒强逻辑。
- **具备“品种齐全+研发能力强+售后完善”核心实力。**迈瑞是国内为数不多可提供医疗科室整套解决方案的医疗器械企业。在医疗设备进入科室的销售过程中, 完善的产品矩阵更有可能获得医院设备采购方青睐。受业内认可的售后服务质量及广阔的覆盖网络也使迈瑞产品具备较强竞争力。此外迈瑞研发实力突出, 在监护仪、呼吸机等多个品类中市占率全国第一, 且部分品类已具备和国际一线医疗器械厂商同台竞技的实力, 综合竞争力远超国内同行。
- **国内外市场双轮驱动, 享受高增长潜力的同时分散政策风险。**因新兴市场医疗支出预算一般较发达市场更有限, 因此迈瑞高性价比的产品可更好满足海外新兴市场整体需求。此外海外运营也分散了国内或面临的集采等政策风险, 相较销售集中在国内的医疗器械企业, 其防御政策风险能力更高。此外, 迈瑞目前现金水平充足, 截至 3Q21 完成 Hytest 收购后账上仍有现金 129 亿人民币, 且无有息负债, 后续通过并购拓宽研发能力边界及海外运营能力的空间巨大。
- **近期“回购+股权激励”提振市场信心。**公司管理层自 2021 年 8 月起半年内两次推出 10 亿元股票回购, 并配套推出股权激励方案。方案内要求公司 2021-24E 归母净利润 CAGR 不低于 20%, 且给予了员工极具吸引力的购买价格(50 元/股, 约为公布股权激励方案当日收盘价 15%)。由于该股权激励有针对性的授予核心员工及技术骨干, 我们认为管理层在设置考核指标时更偏保守, 因若无法实现将影响核心员工积极性, 2021-24E 归母净利 CAGR 不低于 20%的考核指标清晰传递管理层对于未来 3 年增长信心, 短期有望提振市场情绪。
- **首予买入评级, 目标价 390.0 元人民币。**参考迈瑞历史 PE 和目前可类比企业, 我们认为 45x 2022E PE 为较合理的估值倍数, 其较公司过去 3 年平均估值低 0.4 个标准差, 对应目标价 390.0 元人民币。
- **投资风险:** 政策风险、行业增速放缓、公司市占率提升慢于预期。

图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	16,556	21,026	25,442	31,186	38,084
同比变动 (%)	20.4%	27.0%	21.0%	22.6%	22.1%
归母净利润	4,681	6,658	8,415	10,509	12,958
同比变动 (%)	25.8%	42.2%	26.4%	24.9%	23.3%
PE (X)	83.4	58.6	46.4	37.1	30.1
ROE (%)	27.7%	31.8%	33.5%	35.5%	35.8%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

胡泽宇 CFA

助理分析师

ryan_hu@spdbi.com
(852) 2808 6409

丁政宁

医疗分析师

ethan_ding@spdbi.com
(852) 2808 6436

林琰

研究部主管

sharon_lam@spdbi.com
(852) 2808 6438

2022 年 2 月 22 日

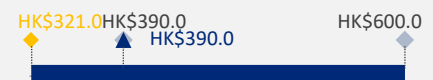
评级

买入

目标价 (人民币)	390.0
潜在升幅/降幅	+21.5%
目前股价 (人民币)	321.0
52 周内股价区间 (人民币)	276-503
总市值 (百万人民币)	390,237
近 3 月日均成交额 (百万)	1,380

*数据截至 2022 年 02 月 21 日

市场预期区间

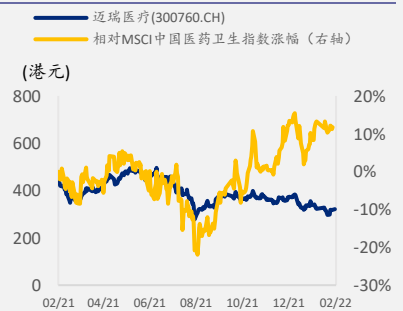


▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

*数据截至 2022 年 02 月 21 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测 - 迈瑞医疗

利润表

(百万人民币)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	16,556	21,026	25,442	31,186	38,084
营业成本	-5,755	-7,366	-8,921	-10,844	-13,102
毛利	10,801	13,660	16,521	20,342	24,981
税金及附加	-212	-218	-280	-343	-419
销售费用	-3,606	-3,612	-3,816	-4,569	-5,579
管理费用	-765	-897	-1,145	-1,497	-1,828
研发费用	-1,466	-1,869	-2,163	-2,776	-3,466
财务费用	408	61	82	207	304
其他收益	385	476	560	805	983
投资净收益	0	-4	-3	-3	-3
公允价值变动净收益	0	0	-7	-14	-15
资产减值损失	-157	-110	-80	-75	-77
信用减值损失	-9	-30	-40	-49	-50
资产处置收益	-1	-2	5	3	3
营业利润	5,379	7,455	9,634	12,031	14,834
营业外收入	39	54	25	31	38
营业外支出	-50	-70	-38	-47	-57
利润总额	5,368	7,438	9,621	12,016	14,815
所得税	-683	-779	-1,203	-1,502	-1,852
净利润	4,685	6,660	8,418	10,514	12,963
减：少数股东损益	4	2	3	4	5
归母净利润	4,681	6,658	8,415	10,509	12,958

资产负债表

(百万人民币)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	14,273	15,865	13,717	18,705	26,238
现金及等价物	14,094	15,723	13,575	18,562	26,096
其他	179	142	142	142	142
应收票据及应收账款	1,695	1,539	2,161	2,649	3,235
存货	2,265	3,541	3,515	4,273	5,163
其他流动资产	491	687	859	915	982
流动资产合计	18,724	21,632	20,252	26,541	35,618
固定资产	2,684	3,199	3,525	3,668	3,796
在建工程	975	930	1,200	1,200	1,200
无形资产	953	1,145	2,079	2,059	2,043
商誉	1,301	1,225	4,400	4,400	4,400
其他非流动资产	996	5,176	5,749	5,748	5,747
非流动资产合计	6,910	11,675	16,953	17,075	17,186
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1,244	1,500	1,882	2,288	2,764
合同负债	0	3,293	2,000	2,000	2,000
应付职工薪酬	1,311	1,517	2,163	2,651	3,237
应交税费	291	347	530	530	530
其他应付款	1,038	1,239	1,239	1,239	1,239
其他流动负债	1,159	340	380	300	300
流动负债合计	5,043	8,236	8,193	9,007	10,070
长期借款	0	0	0	0	0
长期应付职工薪酬	1,424	1,389	1,272	1,559	1,904
其他非流动负债	550	391	750	750	750
非流动负债合计	1,974	1,780	2,022	2,309	2,654
实收资本(或股本)	1,216	1,216	1,216	1,213	1,213
资本公积金	8,171	8,153	7,153	6,155	6,155
其它综合收益	-1	-123	-223	-223	-223
盈余公积金	608	608	608	608	608
未分配利润	8,600	13,424	18,221	24,526	32,301
少数股东权益	24	13	16	20	26
所有者权益合计	18,617	23,290	26,990	32,300	40,080

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(百万人民币)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	4,685	6,660	8,418	10,514	12,963
固定资产折旧	254	299	331	362	376
无形资产摊销	140	173	176	320	317
财务费用	-7	205	-82	-207	-304
存货的减少	-707	-1,448	25	-758	-890
经营性应收项目的减少	-312	-3	-857	-546	-655
经营性应付项目的增加	554	2,827	910	1,181	1,408
其他	115	158	-1,240	-80	0
经营活动现金流量净额	4,722	8,870	7,682	10,785	13,215
资本开支	-777	-1,183	-950	-800	-800
其他	-1	-4,008	-4,243	-1	-1
投资活动现金流量净额	-778	-5,191	-5,193	-801	-801
取得借款收到的现金	0	0	0	0	0
偿还债务支付的现金	0	0	0	0	0
分配股利或偿付利息	-1,216	-1,824	-3,536	-3,996	-4,880
其他	-26	-30	-1,101	-1,000	0
筹资活动现金流量净额	-1,242	-1,853	-4,637	-4,996	-4,880
现金及现金等价物净增加额	2,726	1,628	-2,148	4,988	7,534
期初现金及现金等价物	11,368	14,094	15,723	13,575	18,562
期末现金及现金等价物	14,094	15,723	13,575	18,562	26,096

财务和估值比率

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	3.85	5.48	6.92	8.66	10.68
每股销售额	13.62	17.30	20.93	25.68	31.39
每股股息	1.50	2.50	2.98	3.47	4.27
同比变动					
收入	20.4%	27.0%	21.0%	22.6%	22.1%
经营溢利	25.7%	38.6%	29.2%	24.9%	23.3%
归母净利润	25.8%	42.2%	26.4%	24.9%	23.3%
费用与利润率					
毛利率	65.2%	65.0%	64.9%	65.2%	65.6%
经营利润率	32.5%	35.5%	37.9%	38.6%	39.0%
归母净利率	28.3%	31.7%	33.1%	33.7%	34.0%
回报率					
平均股本回报率	27.7%	31.8%	33.5%	35.5%	35.8%
平均资产回报率	19.8%	22.6%	23.9%	26.0%	26.9%
资产效率					
应收账款周转天数	36.6	28.1	31.0	31.0	31.0
库存周转天数	125.7	143.8	143.8	143.8	143.8
应付账款周转天数	69.3	68.0	77.0	77.0	77.0
财务杠杆					
流动比率 (x)	3.7	2.6	2.5	2.9	3.5
速动比率 (x)	3.3	2.2	2.0	2.5	3.0
现金比率 (x)	2.8	1.9	1.7	2.1	2.6
负债/权益	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
估值					
市盈率 (x)	83.4	58.6	46.4	37.1	30.1
股息率	0.5%	0.8%	0.9%	1.1%	1.3%

迈瑞医疗（300760.CH）：强者恒强， 下个十年星辰大海

核心观点

1. 行业层面，迈瑞所处的医疗器械板块增长确定性高、成长空间大、政策明朗

我国医疗器械板块虽已具备一定体量，但远未触及天花板，我们认为医疗器械行业未来 10-15 年将受益于：1) 人口老龄化加深；2) 人均医疗开支增加；3) 患者就诊人次上升；4) 进口替代；5) 慢性病人口增加等高确定性增长因素。

从增长空间看，2020 年我国人均医疗器械支出约 70 美元，器械/药品支出比例小于 1/3，而同期美国人均医疗器械支出约 500 美元，器械/药品支出比例约为 1/2，后续人均医疗器械支出及器械/药品支出比例有望随着医疗需求增加而逐步提升。

从政策上看，医疗新基建、分级诊疗、进口替代等政策均有利于行业景气度长期提升，医疗器械集采虽在中短期造成部分企业收入波动，但长期来看有利于迈瑞等国产器械品牌市占率提升，加速进口替代及提高行业集中度。

2. 迈瑞作为板块龙头及国产高端医疗器械稀缺标的，享受强者恒强逻辑

医疗器械行业具有：1) 改进型创新为主；2) 强调使用感受；3) 需跨学科研发；4) 对工业基础有较高要求；5) 更改产品隐性成本较高；6) 无明显专利悬崖；7) 对售后要求较高等行业特性，**导致龙头企业具有更明显的竞争优势**。作为医疗器械行业中的龙头以及二级市场上稀缺的高端医疗器械标的，迈瑞有望持续受益强者恒强逻辑。

3. 具备“品种齐全+研发能力强+售后完善”核心实力

迈瑞是国内为数不多可以提供医疗科室整套解决方案的医疗器械企业，在医疗设备进入科室的销售过程中，完善的产品矩阵更有可能获得医院设备采购方的青睐，而受到业内认可的售后服务质量以及宽阔的覆盖网络，同样使迈瑞产品具备较强的竞争力。

此外迈瑞研发实力突出，2020年在监护仪、呼吸机等多个品类中做到了全国市占率第一，且具备和国际一线医疗器械厂商同台竞技的实力，综合竞争力远超国内同行。

4. 国内与海外双驱动，享受高增长潜力的同时分散集采政策风险

新兴市场由于医疗支出预算一般较发达市场更为有限，因此迈瑞高性价比的产品可更好满足海外新兴市场的整体需求。海外运营也分散了国内可能面临的集采等政策风险，相较于销售集中在国内的医疗器械企业来说，迈瑞防御政策风险能力更强。此外，迈瑞现金水平充足，截至3Q21公司完成Hytest收购后账上仍有现金129亿人民币，且账上无有息负债，后续仍有充足的资金和负债能力进行收购，拓宽研发及海外运营能力。

5. 近期“回购+股权激励”提振市场信心

公司市值于2021年7月初至8月下旬间由6,030亿人民币降至3,381亿人民币（降幅44%）。2021年8月底起，公司两次推出10亿元股票回购，并配套推出股权激励方案展示管理层对公司前景信心。其中2022年1月公布的股权激励方案要求，2022/23/24归母净利润较2021年增长不低于20%/44%/73%（2021-24E CAGR=20%），且员工购买价格极具吸引力（50元/股，约为公布股权激励方案当日收盘价15%）。

由于该股权激励有针对性地授予核心员工及技术骨干，我们认为，管理层在设置考核指标时更偏保守，因若无法实现将影响核心员工积极性，2021-24E归母净利润年均复合增速不低于20%的考核指标，清晰地传递了管理层对未来3年增长信心，中短期有望提振市场情绪。

为什么看好医疗器械板块前景？

1. 核心增长逻辑清晰，成长确定性高

与制药行业相似，我们认为，在宏观层面，医疗器械板块将主要受益于以下五个方面：

- 人口老龄化加深的大背景下，医疗器械产业作为治疗患者过程中的刚需品，景气度有望持续提升；
- 人均收入增长的大背景下医疗需求升级、人均医疗开支有望增加；
- 医保护围，患者支付能力提升，就诊意愿及人次随之上升；
- 我国药械企业研发和制造能力与国际龙头逐步缩小，进口替代趋势持续；
- 糖尿病、高血压等慢性病人口持续增加，相关检测与治疗设备渗透率将逐步提升。

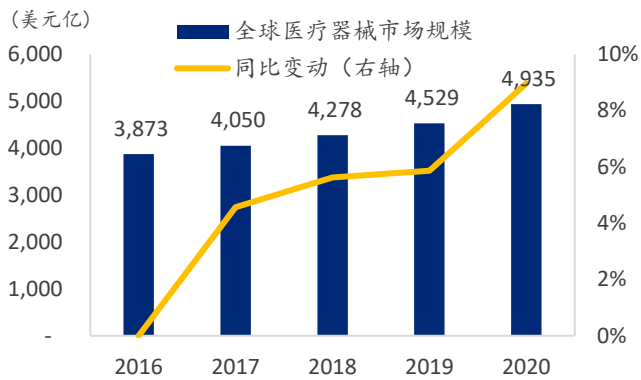
我们认为，医疗器械行业增长逻辑在未来 10-15 年的时间维度上将不会出现太大变化，虽然部分国内收入占比较高的医疗器械企业中短期可能受到集采政策以及资本投入的扰动，但医疗器械板块发展逻辑清晰，增长确定性高，适合作为核心资产长线布局。

2. 人均医疗器械支出及器械/药品比例仍低，后续增长空间大

根据《中国医疗器械行业蓝皮书》，2020 年，我国医疗器械市场规模约 7,721 亿人民币（见 [图表 3](#)），2016-20 CAGR 近 20%，行业整体仍维持较高增速（vs 全球 2016-20 CAGR 约 6%）。

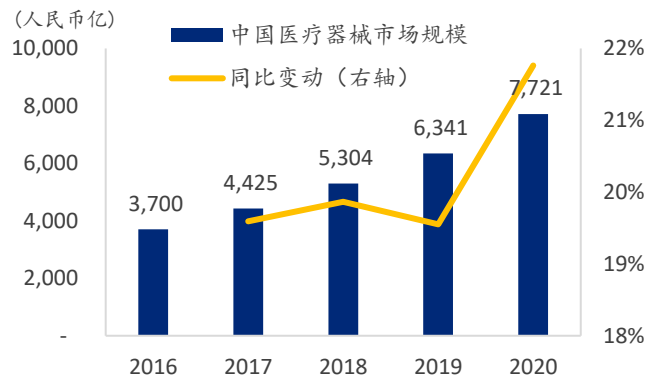
目前，我国人均医疗器械支出较低，后续增长仍有较大增长空间。根据灼识咨询，2020 年我国人均医疗器械支出约 70 美元，器械占药品支出比例小于 1/3，而同期美国人均医疗器械支出约 500 美元，器械占药品支出比例约为 1/2，随着医疗需求升级，后续人均医疗器械支出以及器械/药品支出比例有望逐步提升。

图表 2:全球医疗器械市场规模



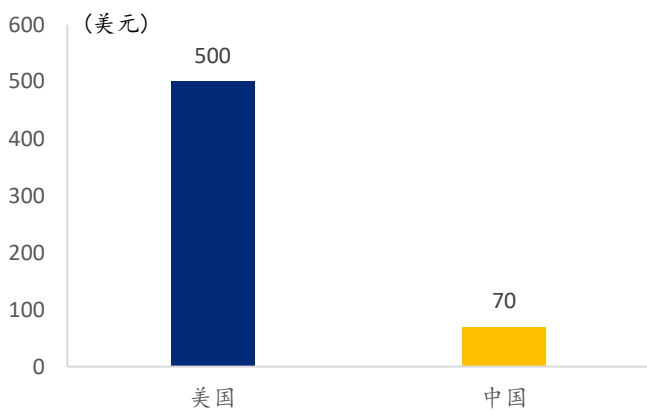
资料来源:《中国医疗器械行业蓝皮书》、浦银国际

图表 3:中国医疗器械市场规模



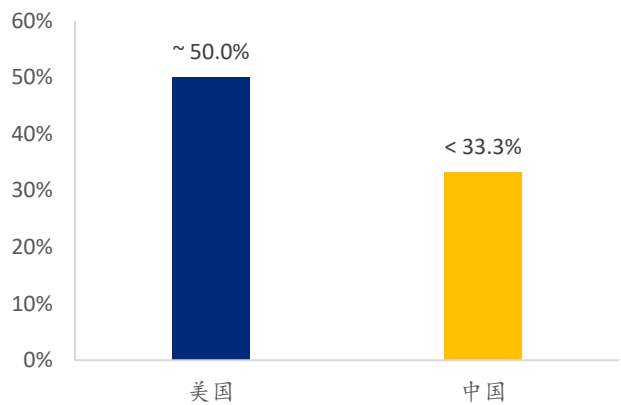
资料来源:《中国医疗器械行业蓝皮书》、浦银国际

图表 4:2020 年中美人均医疗器械支出



资料来源:灼识咨询、浦银国际

图表 5:2020 年中美医疗器械占药品支出比例



资料来源:灼识咨询、浦银国际

3. 政策明朗，有利政策带动医疗器械需求

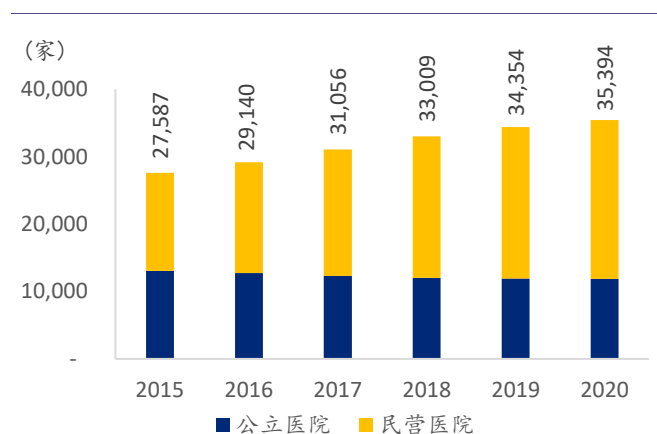
2021年12月国家工信部、卫健委等十个部门联合发布《“十四五”医疗装备产业发展规划》，《规划》提出了到2025年，医疗装备产业基础高级化、产业链现代化水平明显提升，到2035年医疗装备的研发、制造、应用提升至世界先进水平等目标，并计划到2025年有6-8家企业跻身全球医疗器械行业50强（根据MDO杂志发布的2021年度全球医疗器械公司百强名单，我国暂无企业跻身全球50强）。目前，国家对于医疗器械行业的政策方向明朗，医疗新基建、分级诊疗、进口替代、器械集采为政策主线，政策组合有利于国产器械厂的销售增长：

1. 医疗新基建：增加医疗器械市场规模

我国新冠疫情虽得到有效控制，但也一定程度暴露出面对庞大人口基数时，我国现有的医疗设备对于重大疫情防控救治能力仍不足，相关医疗设备相对缺乏。2021年政府工作报告中明确提出“扩大国家医学中心和区域医疗中心建设试点”、“提升县级医疗服务能力”、“支持社会办医”等政策方向。2021年11月，国家卫健委发布的《“千县工程”县医院综合能力提升工作方案（2021-2025）》明确提出要挑选1,000家县级医院在未来4年内加强医疗设备建设及改造。此外2020年5月发布的《公共卫生防控救治能力建设方案》提出五大建设任务，均有望刺激医疗器械需求稳步提升。

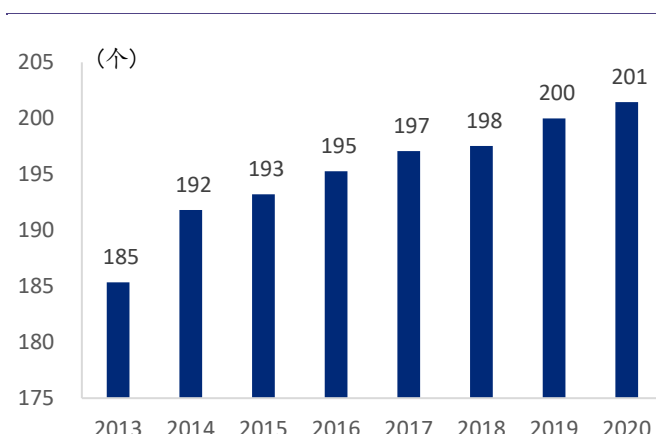
除了疫情带动的新基建需求外，我国医院数量也长期处于稳步上升期，2015-20年间，每年新增医院数量（含公立、民营）稳定在1000-2000家（见图表6），且医院平均床位数持续增长（见图表7），带来稳定的医疗设备购置需求。

图表 6: 我国公立及民营医院数量



资料来源：《卫生健康事业发展统计公报》、浦银国际

图表 7: 我国公立及民营医院平均床位数量



资料来源：《卫生健康事业发展统计公报》、浦银国际

图表 8：2020 年《公共卫生防控救治能力建设方案》提出五大建设任务

序号	建设任务	目标及要求
一	疾病预防控制体系现代化建设	<ul style="list-style-type: none"> 全面改善疾控机构设施设备条件，实现每省至少有一个达到生物安全三级（P3）水平的实验室，每个地级市至少有一个达到生物安全二级（P2）水平的实验室，具备传染病病原体、健康危害因素和国家卫生标准实施所需的检验检测能力。
二	全面提升县级医院救治能力	<ul style="list-style-type: none"> 适应县城城镇化补短板需要，适度超前规划布局，重点改善 1 所县级医院（含县中医院）基础设施条件。 改善县级医院发热门诊、急诊部、住院部、医技科室等业务用房条件，更新换代医疗装备。 提高县级医院传染病检测和诊治能力，重点加强感染性疾病科和相对独立的传染病病区建设，完善检验检测仪器设备配置，提高快速检测和诊治水平。 建设可转换病区，扩增重症监护病区床位，一般按照编制床位的 2-5% 设置重症监护病床，按照不同规模和功能，配置呼吸机必要医疗设备。 县级医院具备在疫情发生时迅速开放传染病病床的能力，原则上，30 万人口以下的县可开放不低于 20 张，30-50 万人口的县不低于 50 张，50-100 万人口的县不低于 80 张，100 万以上人口的县不低于 100 张。
三	健全完善城市传染病救治网络	<ul style="list-style-type: none"> 扩大传染病集中收治容量，加强基础设施建设和设备升级，落实“三区两通道”设计要求，配置负压救护车、负压担架等必要设备，强化物资储备，适度预留应急场地和改造空间。 加强重症监护病区（ICU）建设，配置床旁监护系统、呼吸机、体外膜肺氧合（ECMO）等相关设备。 提高传染病检验检测能力，配备聚合酶链式反应仪（PCR）等检测设备，建立达到生物安全二级（P2）水平的实验室。 加强中医药科室建设，按标准规范设置中医药科室，提升中西医结合防治传染病能力。 在每个城市选择 1-2 所现有医疗机构进行改扩建，原则上 100 万人口以下城市，设置病床 60-100 张；100-500 万人口城市，设置病床 100-600 张；500 万人口以上城市，设置病床不少于 600 张。已达到传染病医疗救治条件的地区，不再建设。原则上重症监护病区（ICU）床位占比达到医院编制床位的 5-10%。
四	改造升级重大疫情救治基地	<ul style="list-style-type: none"> 每省份建设 1-3 所重大疫情救治基地。 加强重症监护病区（ICU）建设。原则上按照医院编制床位的 10-15%（或不少于 200 张）设置重症监护病床，设置一定数量负压病房和负压手术室，按不同规模和功能配置心肺复苏、呼吸机、体外膜肺氧合（ECMO）等必要的医疗设备。 建设可转换病区，改造现有病区和影像检查用房，能在战时状态下达到三区两通道防护要求，水电气按重症集中收治中心要求进行改造。 改善呼吸、感染等专科设施条件。鼓励设置独立的病区或院区，重点加强检验、发热门诊等业务用房建设，按医院床位的 2-3% 设置门急诊观察床。 提升公共卫生检验检测、科研和紧急医学救援能力。建设达到生物安全二级或三级水平的实验室、聚合酶链式反应（PCR）实验室、传染病解剖室等。加强紧急医学救援快速反应装备配置。 加强急救物资储备。储备一定数量的重症患者救治、普通患者监护、方舱医院设备等方面物资。 支持有条件的中医机构建设达到生物安全二级或三级水平的实验室。
五	推进公共设施平战两用改造	<ul style="list-style-type: none"> 借鉴方舱医院和人防工程改造经验，提高大型体育场馆、展览馆（会展中心）等公共设施建设标准，具备快速转化为救治和隔离场所的基本条件。

资料来源：《公共卫生防控救治能力建设方案》、浦银国际

2. 分级诊疗：提高医疗器械渗透率

2014年，政府报告首次提出要健全分级诊疗体系，虽然已提出了一段时间，但我国地域大、人口基数高，对于实现“小病不出村，大病不出县”的目标仍有一定距离，分级诊疗体系后续仍有较大建设空间。2021年，政府报告中再次提及“加快建设分级诊疗体系”，政策带动各级医院，特别是基层医院对于医疗器械需求上升，长期有利于医疗器械向基层医院的渗透。

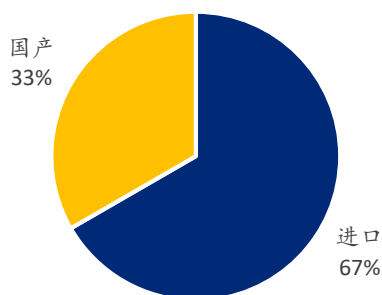
3. 进口替代：提高国产医疗器械市占率

目前我国医疗器械国产化率整体约33%。国家工信部发布的《中国制造2025》中提到，县级医院国产中高端医疗器械占有率计划2025年达到70%，国产核心部件国产化率达80%。支持国产医疗器械替代进口产品的政策红利持续释放，公立医院设备采购偏向国产化，且控费大环境下，器械的性价比日益重要，对于性能相似的产品，国产器械相对进口器械有价格上的优势。

从地方监管政策看，各地对于推动进口替代同样较为积极。2021年6月，陕西省卫健委印发《预算单位政府采购进口产品管理办法》，对采购医用进口产品将进行更加严格的审批，采购进口产品实行单位申报、专家论证、网上公示、部门集中论证、财政审批执行五个环节。同月，云南省昆明市财政局也印发《关于规范政府采购进口产品核准工作有关事宜的通知》，要求采购单位不得歧视国产产品、规范采购需求。2021年8月，广东省10部门联合印发《广东省粤港澳大湾区内地临床急需进口港澳药品医疗器械管理暂行规定》，提出临床急需进口医疗器械应当是属于临床急需、未获中国内地批准注册的，且已注册产品无法替代的医疗器械，符合以上情况才能进口。

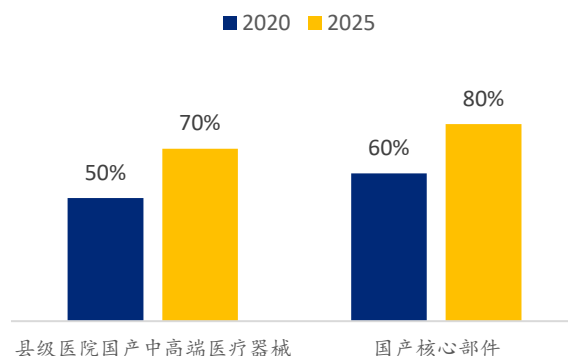
此外，广东省、浙江省、四川省还相继发布了进口产品采购清单，以广东为例，广东省卫健委2021年4月发布的《2021年省级卫生健康机构进口产品目录清单》中，共46种医疗设备纳入进口产品清单，与2019年相比，可采购进口的医疗设备数量减少了86种。

图表 9: 2015-20 我国医疗器械国产化率（按销售额）



资料来源：艾瑞咨询、浦银国际

图表 10: 《中国制造2025》中对县级医院医疗器械及核心部件国产化率的规划



资料来源：《中国制造2025》、浦银国际

图表 11：国家层面医疗器械进口替代相关政策

发布时间	文件名称	核心内容
2015 年 9 月	《中国制造 2025》重点领域技术路线图	<p>2025 年医疗器械产业发展目标</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 年产业规模达 1.2 万亿； ● 县级医院国产中高端医疗器械占有率达 70%； ● 国产核心部件国内市场占有率达到 80%； ● 全国建起 10 个以上科技成果工程化平台和协同创新中心； ● 形成 6 个产值超千亿元的省级产业集群； ● 形成 30 家示范应用基地； ● 在各主要产品领域各形成 5 家以上国际知名品牌。
2016 年 3 月	《关于促进医药产业健康发展的指导意见》	<ul style="list-style-type: none"> ● 国产药品和医疗器械能够满足要求的，政府采购项目原则上须采购国产产品，逐步提高公立医疗机构国产设备配置水平
2016 年 10 月	《“健康中国 2030”规划纲要》	<ul style="list-style-type: none"> ● 到 2030 年，具有自主知识产权新药和诊疗装备国际市场份额大幅提高，高端医疗设备市场国产化率大幅提高。
2017 年 10 月	关于政协十二届全国委员会第五次会议第 0692 号(医疗体育类 079 号)提案答复的函	<ul style="list-style-type: none"> ● 加强需求管理，明确采购需求要符合相关标准，应当体现支持国产的要求，采用通用参数，不歧视国产设备，不以某家进口产品为标准设定技术参数，组织采购活动时，落实政府采购政策，优先采购国产设备。
2018 年 5 月	《“十三五”卫生与健康科技创新专项规划》	<ul style="list-style-type: none"> ● 主流高端产品全面实现国产化，自主原创产品取得重要突破，研发 10-20 项前沿创新产品，引领筛查预警、早期诊断、微/无创治疗、个体化诊疗、人工智能诊断、术中精准成像、智慧医疗等新型医疗产品与健康服务技术发展。 ● 结合区域常见多发病分级分层诊疗体系建设，重点推进国产诊疗装备在基层的普及化推广与应用，形成规模化示范效应，改善我国医疗服务体系的公平性、可及性、同质性。 ● 出台创新医疗器械产品目录，打造一批国产创新品牌；积极探索财政引导支持方式，加强招标采购激励机制设计，合理运用服务收费、医保政策，引导国产设备使用
2018 年 8 月	《深化医药卫生体制改革 2018 年下半年重点工作任务》	<ul style="list-style-type: none"> ● 推进医疗器械国产化，促进创新产品应用推广
2019 年 11 月	《关于继续执行研发机构采购设备增值税政策的公告》	<ul style="list-style-type: none"> ● 为鼓励科学研究行业技术开发，国家对研发机构采购国产设备给予了全额退还增值税的政策。
2021 年 4 月	《国家发展改革委商务部关于支持海南自由贸易港建设放宽市场准入若干特别措施的意见》	<ul style="list-style-type: none"> ● 支持海南国产化高端医疗装备创新发展

资料来源：浦银国际整理

4. 医疗器械集采：部分品类价格承压，但加速进口替代

2018年开始的药品集采，对我国制药板块产生了深远的影响，且目前在二级市场上，整体而言，医疗器械板块对集采敏感度较药品更高，每有器械集采的新闻传出，均对医疗器械板块走势产生较大影响。但需要指出，医疗器械和仿制药的国产化率不同，我们认为对于医疗器械板块集采而言，并不应过于悲观：

- **医疗器械细分板块众多，具体到公司层面集采影响难以一概而论：**目前，国家层面进行的医疗器械集采已进行了两轮，且均针对高值耗材，两轮国家集采价格降幅均较大（第一轮冠脉支架集采平均降价 93%，第二轮人工关节集采平均降价 82%），对主营高值耗材的企业造成了较大负面影响。但医疗器械细分板块众多，具体到公司层面，集采的影响难以一概而论。

目前集采重点暂时还集中在高值耗材领域，2021年9月公布的《“十四五”全民医疗保障规划》预计，2025年国家和省级高值医用耗材集中带量采购品种达5类以上，公立医疗机构通过省级集采平台采购高值耗材占全部高值耗材金额的80%，高值耗材经营企业的利润水平将承压，但非高值耗材板块受到的影响则相对有限。

- **监管机构大概率会在降费和维持企业利润上寻求平衡。**医疗器械集采和药品集采存在差异，一方面我国制药行业毛利明显高于国际龙头（我国制药龙头毛利率多在80-90%区间（如恒瑞1-3Q21毛利率86%，翰森1H21毛利率91%），国际制药龙头毛利率多在60-80%区间，如辉瑞1-3Q21毛利率63%，默沙东1-3Q21毛利率72%），若对标国际药企毛利率水平，我国药物售价仍有下行空间，但我国器械板块龙头与国际龙头间毛利率差距并不大（2020年迈瑞毛利率65%vs美敦力67%）。

为了保证企业有足够现金流进行研发投入，我们认为，政策制定者大概率会在集采降价和保护企业利润间寻求平衡，对于医疗器械集采的影响不必过于悲观。

- **大型医疗设备集采已存续多年：**安徽、深圳均于2021年内进行了医疗设备的集中采购，但需要指出，该类集采等同于招标采购，由政府代表地区内医疗机构统一进行招标，该模式已进行多年，并非从近期才开始的新模式。以安徽省为例，其于2021年7月发布了全省乙类大型医用设备集中采购的通知，引起市场较大关注，然而安徽省于2014年便已开始进行大型医疗设备统一采购。

且与药品集采不同的是，药品集采以国产占比较大的仿制药为主，因此集采大幅降价后对国内制药企业影响较大。但医疗器械，尤其是高端医疗器械整体仍由进口厂商占主导地位，国际器械厂出于维持全球定价体系以及成本的考虑，降价意愿相对国产医疗器械厂低，因此集采反而有利于具有价格优势的国产器械提高市占率。

医疗器械板块为何更有可能强者恒强？

医疗器械和药物板块的特点有较明显区别，药物板块中，初创生物科技公司可以通过一款成功的新药迅速获得大体量的收入和盈利，从而颠覆行业竞争格局（如 Moderna 通过新冠疫苗），因此，制药行业中大药企的创新优势并不突出。但医疗器械与制药板块的竞争格局演变逻辑不同，器械板块相较药物板块更难出现行业颠覆者，品牌效应明显，强者恒强的逻辑更为适用。对比 2006 年及 2019 年全球销售额最高的 10 家医疗器械公司名单，2006 年前 10 企业中有 7 家仍为 2019 年前 10，而移出的三家公司除 Tyco Healthcare 被美敦力（2019 年榜单排名第一）收购未单独排名外，Boston Scientific 和 Baxter 分别排在榜单的 11 和 14 位，整体仍处于第一梯队位置。且从前 10 和前 20 名市占率情况来看，由 2006 年的 39%和 52%，分别增至 2019 年的 43%和 59%，验证了医疗器械板块强者恒强的特点。

图表 12：2006 年 vs 2019 年全球医疗器械销售前十

No.	2006 年全球医疗器械公司销售额前十	销售额 (亿美元)	No.	2019 年全球医疗器械公司销售额前十	销售额 (亿美元)
1	Johnson & Johnson	177	1	Medtronic	289
2	GE Healthcare	121	2	Johnson & Johnson	260
3	Medtronic	101	3	Philips	213
4	Baxter International	98	4	Abbott Laboratories	200
5	Cardinal Health	98	5	GE Healthcare	199
6	Tyco Healthcare	95	6	Becton, Dickinson & Co.	173
7	Siemens	92	7	Siemens	162
8	Philips	75	8	Cardinal Health	155
9	Boston Scientific	63	9	Stryker	148
10	Stryker	49	10	Roche Diagnostics	130

资料来源：QMED、浦银国际

造成医疗器械行业强者恒强的原因主要由于以下行业特点：

1. 医疗器械以改进型创新为主，出现颠覆性新品频率更低

医疗器械与药物的研发特性有较大差异。药物研发投入的结果往往是“0”和“1”的区别，且药物的创新具有一定随机性，因此很多重磅创新药来自于中小型的生物科技初创企业。但医疗器械的创新是改进型、累积型的创新，需要在原产品的基础上进行功能添加与优化，研发投入带来的是器械性能的逐步改善，而非“0”到“1”突变，医疗器械板块出现颠覆性新产品的频率更低，龙头企业在技术上享有时间积累优势。

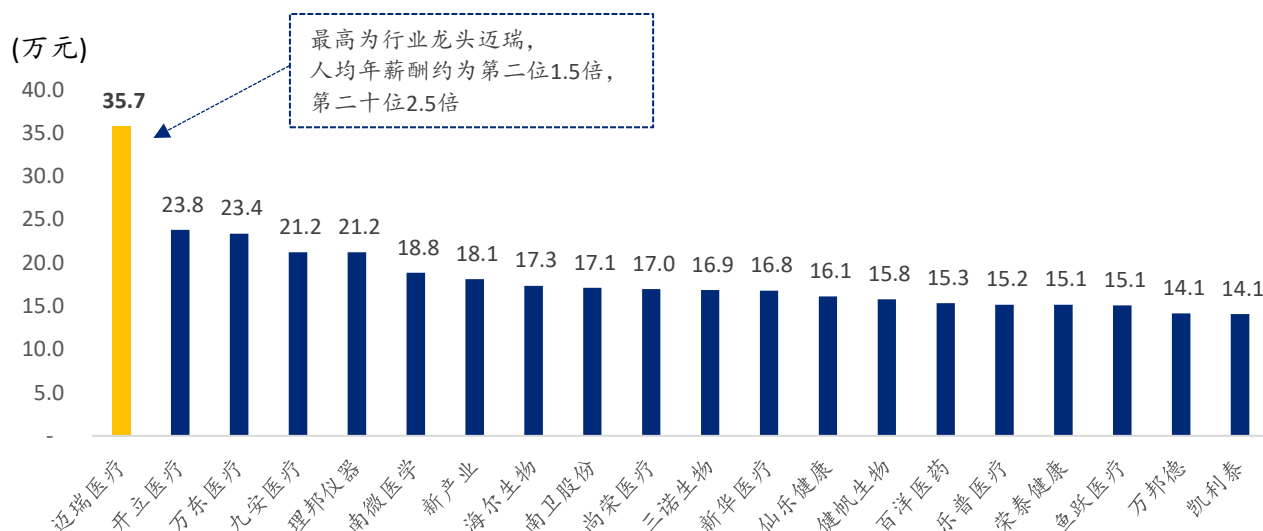
2. 医疗器械强调使用感受，需根据大量临床反馈不断调试

评判一款药物的好坏较为直接，可看药物疗效和安全性。但医疗器械的使用，涉及医护人员手动操作的过程，医生作为器械采购的主要决策者，医疗器械的流畅度、使用感和便利性等软性指标会直接影响器械采购决策。医疗器械产品的优劣，难以通过硬性参数和指标完全体现，两款参数相近的产品可能销量和价格均有较大差异。而流畅度、使用感、便利性等软性指标，需要在临床使用过程中根据医生反馈不断调试，整体而言，具有较大销售规模、覆盖网络、研发、运营和售后经验的器械厂，获得的临床反馈更充分，在产品更新升级中更有优势。

3. 研发需多学科人才，技术壁垒高

药物研发涉及的学科跨度较医疗器械研发整体更小，因此初创生物科技企业可仅由少量核心科学家主导研发过程。而医疗器械研发需要多个大跨度的学科协同（生物学、医学、工程学、物理学、材料学、IT系统及软件开发等），需要的核心技术骨干数量整体更多，初创公司较难同时聚集多个大跨度学科的尖端人才。在人才招揽和储备上，龙头医疗器械企业在品牌知名度、平均薪酬（见图表 13）和晋升体系上整体更有优势。

图表 13：医疗器械企业人均年薪酬



*注采用 WIND 医疗保健设备用品分类中 2020 年收入大于 10 亿人民币的公司

资料来源：WIND、浦银国际

4. 医院和医生更换医疗器械隐性成本高

医疗器械与药物不同，药物由于用药过程一般较为简单，更换使用药物的隐性成本低。但医疗器械的使用，需要对医生进行前期培训，医生则需要大量临床操作经验才能熟练使用。对于医疗器械产品，同一系列产品的更新换代一般会维持大部分原有产品的特征，因此医生可较迅速上手；但若更换品牌，医生则需要付出额外的时间和精力进行学习与适应，隐性成本高。作为医疗器械的使用者，同时也是器械采购的主要决策者，医生频繁更换器械厂家和品牌的意愿偏低，因此在维持已有市场份额上，龙头医疗器械厂的主流产品更有优势。

5. 医疗器械专利悬崖相对更不明显

对于制药企业来说，独家药物专利过期有较大的影响，仿制药或生物类似药的低价涌入，往往造成专利悬崖。但对于器械而言，医疗器械的专利悬崖一般较不明显，主因：1) 器械一般由众多专利集合而成，即便单个专利过期，竞争对手仍难以仿制，且如上面提及的器械使用流畅度、使用感等软性指标并非专利技术，而是在经过时间和用户不断反馈打磨后，得到一套完善体系，较难完全复制；2) 医生在熟悉一套器械的操作流程后，一般更换产品的意愿较低。

对于龙头医疗器械企业而言，无明显专利悬崖有望使得公司的明星产品有较长的销售生命周期，相较于上市时间较短的新产品，拥有较长销售历史的明星产品更有可能进一步增加市占率。

6. 对售后服务要求较高，品牌效应明显

大型医疗设备作为耐用品，涉及设备运营和维护、设备的临床功能扩展、紧急情况下设备供应等环节，售后服务也是医院和医生决定采购的重要考虑因素。其中售后服务中较重要的一点为售后反应速度，医院资源整体偏紧，若大型医疗设备出现故障后可迅速反应，则可大大降低医院方面的顾虑，整体而言，龙头器械企业有更多资源布局售后服务，且随着售后口碑在医生群体中的积累，品牌效应更明显。

以《中国医疗设备》在 2019 年公布的“中国医疗设备行业数据及售后服务调研活动”金奖名单为例，获奖的 28 家企业中仅有 5 家为未上市（不含已提交上市申请）的医疗设备企业，其余均为跨国医疗设备供应商或国内已上市的医疗设备厂商，大品牌的售后服务能力整体更受医院及使用医生认可。

图表 14：2019 年度中国医疗设备行业数据及售后服务调研金奖企业



注：蓝色框代表未上市（不含已提交招股书）的国产医疗设备商；资料来源：《中国医疗设备》、浦银国际

7. 医疗器械生产对工业基础有较高要求

医疗器械的生产对工业模具、电子、计算机、通信及机电一体化等工业基础要求较高，生产制造难度大。目前高端的医疗器械厂商多为来自工业发达国家的老牌生产商，工业化基础薄弱的企业较难生产出高端的医疗器械。

医疗器械生产属于重资产行业，需要较大的前期厂房和设备投入，且建造工期一般较长，资本投入、现金储备和建设效率上，大型医疗器械企业相对更有优势。

为什么看好迈瑞？

龙头地位享受“行业增长确定性高+空间大+强者恒强”逻辑

如上文所述，医疗器械板块具有：1) 以改进型创新为主，出现颠覆性新品频率更低；2) 强调使用感受，需根据大量临床反馈不断调试；3) 研发需多学科人才，技术壁垒高；4) 医院和医生更换医疗器械隐性成本高；5) 医疗器械专利悬崖相对更不明显；6) 对售后服务要求较高，品牌效应明显；7) 器械生产对工业基础有较高要求等特点，行业中龙头更有可能长期跑出（详见“[医疗器械板块为何更有可能强者恒强？](#)”章节）。迈瑞作为国内医疗器械板块龙头，更有可能长期享受行业增长确定性高、行业增长空间大、强者恒强逻辑。

产品线齐全，综合竞争优势优于同行

迈瑞作为行业龙头，是国内为数不多可提供医疗科室整套解决方案的医疗器械企业。在医疗设备进入科室的销售过程中，完善的产品矩阵一般可提供更大的销售优势，主因：1) 产品间可能存在配合使用的功能和场景；2) 在产品使用逻辑上，同一品牌产品一般具有统一性，前期医生培训时间和成本一般更低；3) 可在一个中央控制系统下监测和管理医疗器械使用。

目前，在多个品类中，迈瑞已做到了全国以及全球市场份额第一，综合实力远超国内同行（详见“[产品线齐全，综合竞争优势优于国内同行](#)”章节）。

图表 15：迈瑞主要产品市场地位及发展策略

产品线	产品	市场份额	后续发展策略
生命信息与支持	监护仪	中国第一；全球第三；	高端监护 N/T 系列，无线、转运等功能和场景拓展，继续扩大海外重点客户群突破
	除颤仪	中国第一，全球第四	疫情之后市场需求及品牌影响力明显提升，重点布局 AED
	麻醉机	中国第二；全球第三；	借助监护仪产品龙头优势及全科室一体化解决方案进入目标医院
	灯床塔	中国第一；全球第七	借助监护仪产品龙头优势及全科室一体化解决方案进入目标医院
体外诊断	呼吸机	中国第一；全球第三	无创呼吸机系列，疫情期间品牌影响力提升，继续扩大海外重点客户群突破
	血球	中国第二；全球第三	产品领先，从中样本量客户向高样本量切换
	生化	中国第一；全球第七	市场竞争充分，2019 年升级生化产品，逐渐缩小与外资差距；
医学影像	化学发光	中国第五	缩小与国际品牌差距差距，预计在 IVD 领域中增速最高
	超声	中国第三；全球第五	重点研发超高端超声产品，逐步细分应用于放射、妇产、介入、急诊、麻醉、重症、肝纤等不同临床专业
	DR	NA	疫情之后市场需求及品牌影响力明显提升，拓展移动式、双立柱式和悬吊式等多种解决方案

注：排名基于 2020 年数据

资料来源：公司资料、浦银国际

研发能力突出

迈瑞目前在全球拥有 10 大研发中心,每年能推出 7-12 款新产品,截至 3Q21,迈瑞在全球拥有超过 3,300 名研发工程师,专利总申请量超过 6,850 项。2017 年,国家发改委发布的《发明专利拥有量前 50 名企业》中,迈瑞也是唯一上榜的医疗器械企业。此外,迈瑞同时拥有多数中国医疗器械企业欠缺的海外研发实力,一方面通过自建研发中心进行产品开发,另一方面也通过海外收购拓宽研发边界。

图表 16: 迈瑞全球研发中心



深圳迈瑞总部

负责全球三大产线新产品的规划和整机研发。



硅谷研发中心

专注于研究前沿超声科技。



新泽西研发中心

专注于临床研究(临床需求收集、确定开发设计需求)、用户交互界面设计和工业设计。



西雅图研发中心

专注于数字超声的前沿技术。



武汉研发中心

建成后将成为公司在全球的第二总部基地,进一步优化产业布局。



北京研发中心

专注于体外诊断、数字超声、医疗信息三大业务,开展多项新技术预研。



南京研发中心

专注于手术灯、手术床、吊塔、吊桥等手术室设备的研发工作。



成都研发中心

专注于血细胞分析仪、发光免疫分析仪产品的研发工作。



西安研发中心

专注于生命信息与支持 and 数字超声的软件技术研发。

资料来源: 公司资料、浦银国际

售后服务能力强，业内享有良好口碑

大型医疗设备作为耐用品，产品寿命一般在 7-10 年，因此售后服务是采购方较重要的考虑因素。以《中国医疗设备》在 2019 年公布的“中国医疗设备行业数据及售后服务调研活动”为例（调研覆盖全国 32 个省份的 14000 余名中国医疗设备行业数据研究员，数据采集覆盖 2000 余家医疗机构），迈瑞多款产品在终端受到好评，且与同行业相比具有较高的综合满意度和意向回购率。

我们认为，售后服务也是迈瑞相较其他中小型医疗器械厂较明显的优势，医疗器械的维修多有紧急性，因此需要医疗器械厂在多地设有售后服务站点以保证及时响应。广泛布局售后站点需前期资金投入，且销售需要形成一定规模后才会效益更高。目前，迈瑞在全球拥有超过 100 个驻地直属服务站点，超过 1900 名服务工程师，从售后服务能力看较其他国内同行优势更明显。

图表 17：2019 年“中国医疗设备行业数据及售后服务调研活动”结果

产品类别	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%

资料来源：《中国医疗器械行业数据报告》、浦银国际

切入海外市场，享受高增长潜力并分散国内经营的政策风险

相较于国内医疗器械企业，迈瑞的另一大优势，是较早地布局了海外新兴市场。2014 年，迈瑞医疗就在肯尼亚首都内罗毕成立了分公司。目前，海外新兴市场正处于医疗器械行业的发展早期，人均医疗支出与发达国家有较大差距。迈瑞目前已在海外市场一带一路 16 国设立 19 个子公司，且与中东欧 16 国在医疗健康领域有合作，如在波兰，迈瑞的医疗设备覆盖超过 85% 以上的公立医院和私立诊所；在整个中东欧地区，迈瑞每年举行近百场技术培训。

一般而言，新兴市场对于医疗器械的支出预算较发达市场更为有限，因此，迈瑞高性价比的产品，或更好满足海外新兴市场的整体需求。

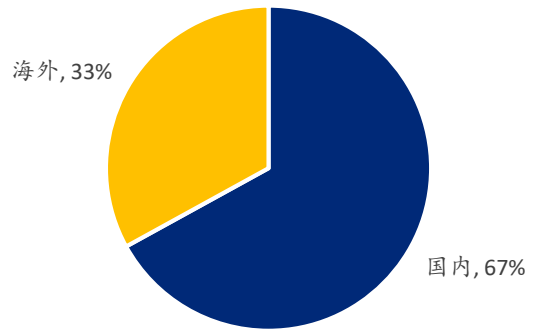
此外，海外运营也分散了国内可能面临的集采等政策风险。迈瑞 2020 年海外收入占比达 47%，相较于多数销售集中在国内的医疗器械企业来说，防御政策风险的能力更高。

图表 18: 2020 年迈瑞国内及海外收入占比



资料来源：公司资料、浦银国际估算

图表 19: 2020 年 A 股上市医疗器械企业国内及海外收入占比



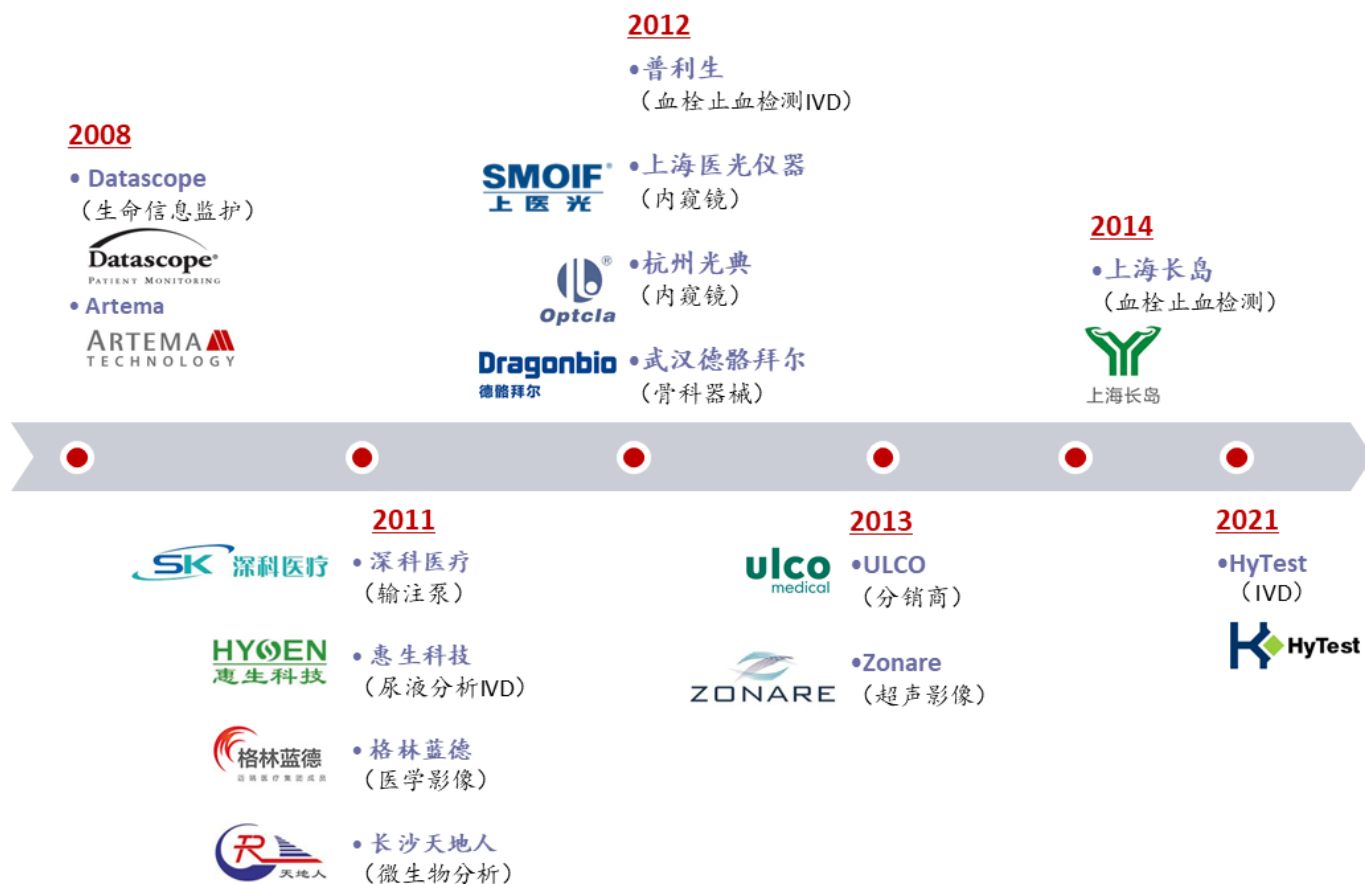
注：采用申万行业分类；资料来源：WIND、浦银国际估算

现金充足，后续可通过并购进一步获取海外市场份额及提升产品实力

近年来，迈瑞通过一系列收并购布局全球，拓展业务线。2008 年，收购了美国 Datascope 生命信息与支持业务，以及瑞典呼吸气体监测领域知名品牌 ARTEMA，拓展了海外生命监护业务市场，并获得部分关键技术。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，公司以 1.05 亿美元价格收购 ZONARE，布局欧美市场高端超声影像业务，并收购 ULCO 布局大洋洲经销网络。2021 年，迈瑞收购 Hytest 完善 IVD 产业链上游。

公司现金充足，截至 3Q21 公司完成 Hytest 收购后，账上仍有现金 129 亿人民币。后续仍有较充足的账上资金及融资能力进行收购，有望持续拓宽能力边界。以收购 Hytest 为例，其在全球 IVD 原料领域处于领先地位，试剂原料的好坏很大程度决定了试剂质量的好坏，迈瑞在收购前自研的试剂原料并未达到行业主流水平，长期通过外购满足生产需求，而通过此次收购，将迅速补强迈瑞核心原料自研资产能力，可保障未来原料供应安全及成本优化。

图表 20: 迈瑞主要并购标的



资料来源: 公司资料、浦银国际

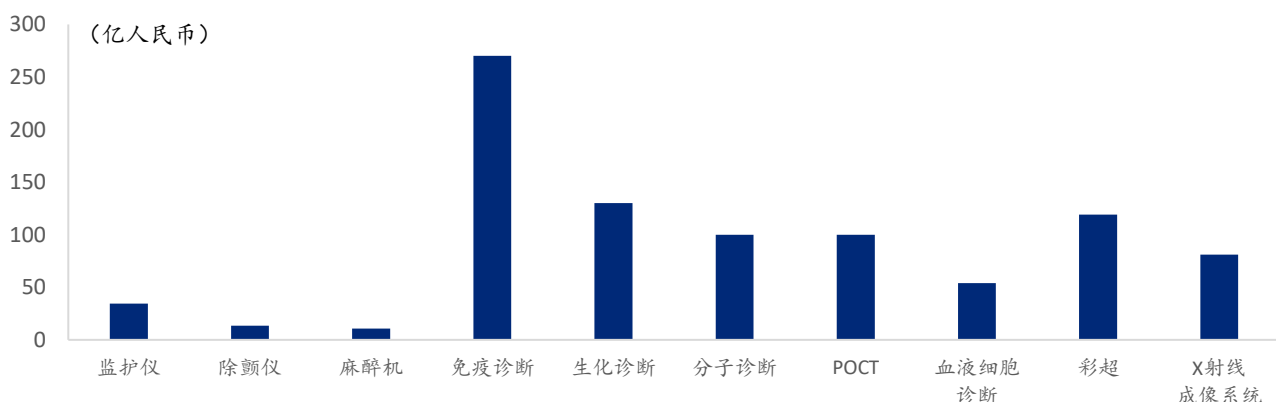
产品线齐全，综合竞争优势优于国内同行

迈瑞作为国产医疗器械龙头，核心业务横跨生命信息与支持设备、体外诊断设备及试剂、医学影像设备三大领域，并逐步发力骨科耗材、内窥镜、宠物医疗等新业务板块，产品线齐全。目前国内医疗器械企业仍多以单科室产品销售为主，部分二三线龙头则处于由单科室产品线逐步拓展至多科室，迈瑞产品线完整程度更高，在销售过程中可更好满足医院对多科室整体解决方案而非单件医疗设备的需求，综合竞争优势优于国内同行。

迈瑞核心 3 大业务板块均已具有较强竞争力，我们预计公司收入 2020-23E CAGR 达 21.9%，其中我们尤其看好其体外诊断未来 3 年发展。分板块看：

- **生命信息与支持**：预计板块收入以 2020-23E CAGR 17.7% 增长至 2023E 年 163 亿人民币。增长主要受益于：1) 我国 ICU 病房数量持续增加及已有 ICU 病房设备配置的不断完善；2) 全院 IT 解决方案在海内外市场快速发展；3) 核心产品监护仪则将向高端市场不断渗透。
- **体外诊断**：预计板块收入以 2020-23E CAGR 26.0% 增长至 2023E 年 133 亿人民币，为 3 大核心业务板块中增速最高的板块。我们看好迈瑞体外诊断增长主因：1) “收购+自研”下化学发光和生化等产品竞争力提升；2) 凝血、微生物和实验室整体解决方案渠道拓宽；3) 国内大样本实验室和海外中样本实验室渗透率提升；4) IVD 产业整体发展。
- **医学影像**：预计板块收入以 2020-23E CAGR 24.3% 增长至 2023E 年 81 亿人民币，主要受益于医学影像设备需求的不断增长以及迈瑞在高端及超高端彩超领域市占率的不断提升。

图表 21：部分医疗器械产品中国市场规模

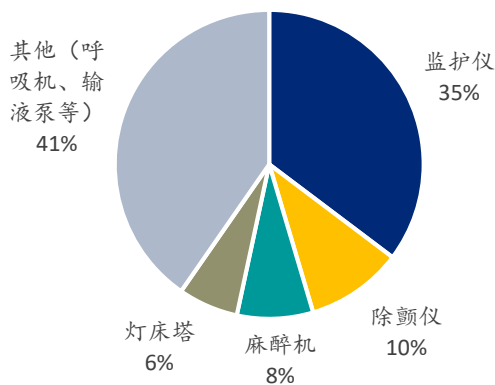


注：监护仪、除颤仪、X 射线成像系统为 2020 年数据；麻醉机、免疫诊断、生化诊断、分子诊断、POCT、血液细胞诊断为 2019 年数据
资料来源：Frost&Sullivan、Sigmaintell、头豹研究院、中国体外诊断行业蓝皮书、浦银国际

● 生命信息与支持：核心业务国内外同步发力

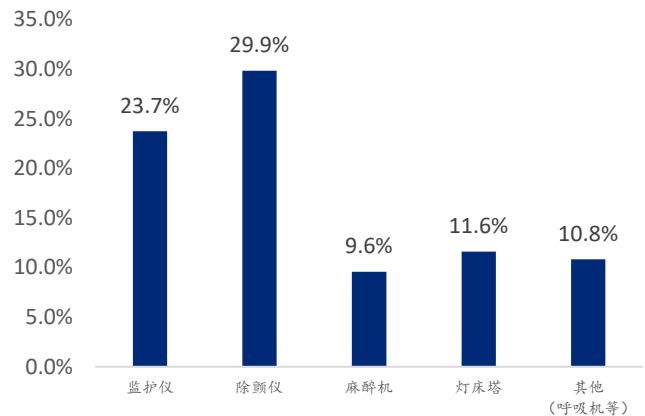
生命信息与支持是公司收入规模最大的业务板块，2020 年收入 100 亿人民币，占总收入 48%，2020-23E CAGR 17.7%，2020 年板块毛利率 80%。迈瑞的生命信息与支持产品主要包括：1) 监护仪；2) 麻醉机；3) 呼吸机；4) 除颤仪；5) 手术灯床塔；6) 输液泵；7) 设备附件与耗材；8) 数字化手术室产品（全景摄像、信号模块、操控系统等）。

图表 22: 2020 年迈瑞生命信息与支持板块收入构成



资料来源：公司资料、浦银国际估算

图表 23: 迈瑞各生命信息与支持产品 2020-23E 年均收入复合增速



资料来源：浦银国际预测

国内每百万人 ICU 床位数量仍与发达国家存在较大差距。生命信息与支持产品的主要应用场景之一为 ICU 病房。我国 ICU 床位数较为紧缺，2015 年，中国人均 ICU 床位数是德国的 1/5，后续 ICU 病床仍有较大的配置需求。生命信息与支持产品作为 ICU 病床的配套设备，销量有望跟随 ICU 病床数一同增加。

此外，国家对 ICU 病房的置设备要求愈发明确及细化（见图表 24），原来已有 ICU 床位中未规范床边设备的部分同样有新增需求。未来，整体生命信息与支持市场有望受益 ICU 病房的新建和完善。

图表 24: ICU 病房设备配置要求

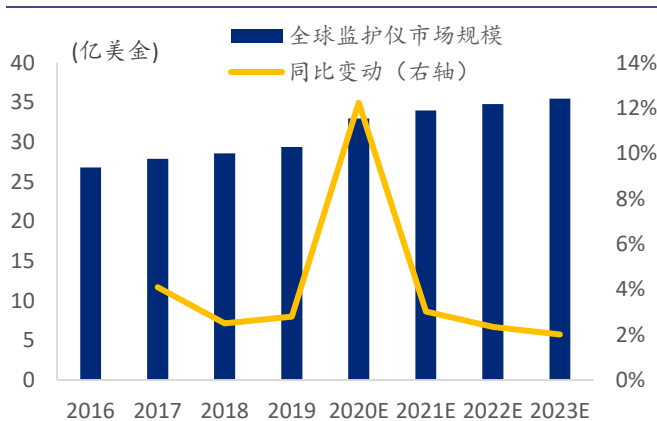
序号	设备	配置要求
1	不间断电源系统	ICU 应该配置不间断电源系统, 功率至少满足病房的照明和诊疗设备的应急需要, 维持 1 小时以上。
2	设备带或功能架	每床配置完善的功能设备带或功能架, 每张病床至少配置 18 个电插座, 氧气、压缩空气和负压吸引接口各两套; 提供电、医用氧气、压缩空气和负压吸引等功能支持。
3	病床	配置适合 ICU 使用的病床, 配备防褥疮床垫。
4	监护系统	每床配置床旁监护系统, 进行心电、血压、脉搏氧饱和度、有创压力监测等基本生命体征监护。为便于安全转运患者, 每个 ICU 病区至少配置便携式监护仪 1 台。
5	呼吸机	每床配置 1 台常规呼吸机; 每个 ICU 病区应另外配置至少 1 台常规呼吸机备用。每床配置简易呼吸器 (复苏呼吸气囊)。为便于安全转运患者, 每个 ICU 病区至少应配置便携式呼吸机 1 台。根据需要配置适当数量的高流量氧疗仪和无创呼吸机。
6	输液泵、微量注射泵和肠内营养输注泵	每床均应配置输液泵、微量注射泵和肠内营养输注泵, 其中微量注射泵每床 4 套以上。
7	心电图机、血气分析仪等	ICU 应配置心电图机、血气分析仪、除颤仪、血液净化仪、连续性血流动力学监测设备、心肺复苏抢救装备车 (车上备有喉镜、气管导管、各种接头、急救药品以及其他抢救用具等)、超声诊断仪、临时体外起搏器、支气管镜及清洁消毒设备、物理排痰装置、电子升降温设备、用于血栓预防的气动加压泵等; 根据临床需要决定具体配置的数量。
8	颅内压、脑电监测设备等	颅内压、脑电监测设备, 主动脉内球囊反搏 (IABP) 设备、体外膜氧合 (ECMO) 设备、重症康复器械等设备, 根据临床需要进行配置。
9	其他	HDU 病床的功能设备带或功能架、监护仪等固定设备配置按照 ICU 病床配置标准执行; 诊疗设备根据临床需要配置, 也可以与 ICU 共享使用。

资料来源: 重症医学科建设与管理指南 (2020 版)、浦银国际

1. 监护仪: 国内绝对龙头, 产品已有实力对标国际品牌

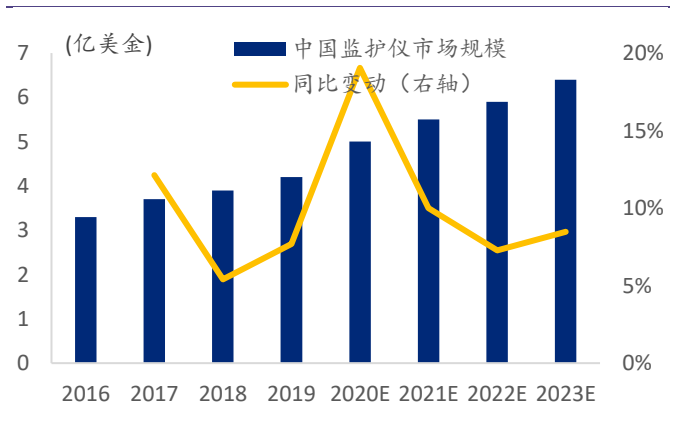
中国监护仪市场稳步增长。根据 Sigmaintell 数据, 2020 年, 全球监护仪市场受疫情下医疗需求增加影响, 市场规模同比增长 12% 至 33 亿美元, 2020-23E CAGR 约 2.5%, 市场整体较为成熟且维持平稳增长。2020 年中国监护仪市场规模同比增长 19% 至 5 亿美金, 预计 2020-23E CAGR 达到 8.6%, 后续仍有广阔增长空间。

图表 25: 全球监护仪市场规模



E = Sigmaintell 预测 资料来源: Sigmaintell、浦银国际

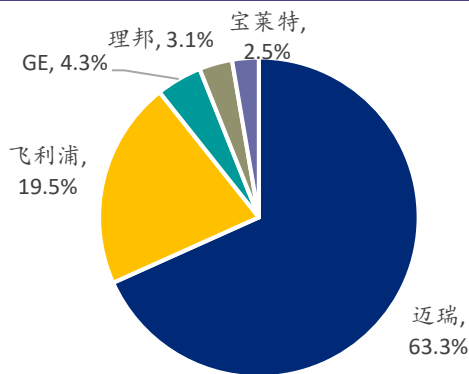
图表 26: 中国监护仪市场规模



E = Sigmaintell 预测 资料来源: Sigmaintell、浦银国际

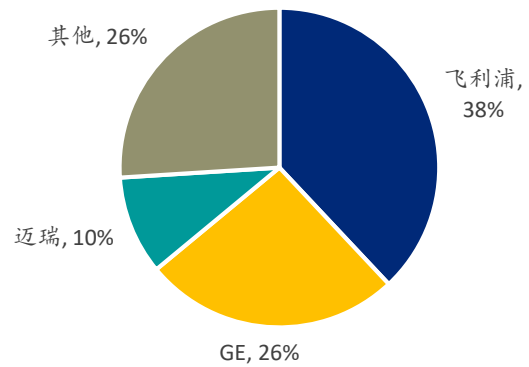
监护仪龙头，国内高端市场占有率仍有提升空间。迈瑞由监护仪起家，1992年推出中国首台血氧饱和度监护仪 MET-503A，2008 年通过收购 Datascope 一跃成为全球监护仪第三大厂商。迈瑞目前稳坐国内监护仪市场第一的位置，2018 年国内市占率约 63%，稳坐国内龙头地位（见图表 27）。此外，迈瑞 2017 年全球市占率第三，仅次于飞利浦和 GE，监护仪产品已具备全球竞争力。虽然迈瑞监护仪整体市占率高，但迈瑞估算公司产品目前在国内高端市场份额仅为 30%左右，公司高端产品线 BeneVision N 系列性能上已能和国际品牌如飞利浦 IntelliVue MX 系列对标，且在性价比上有优势（迈瑞 BeneVision N 系列产品终端售价多在 5-15 万人民币/台（见图表 29）对标的飞利浦 IntelliVue MX 系列主要在 10-20 万人民币/台），后续在高端监护仪销售上仍有较大增长潜力。

图表 27: 2018 年中国监护仪市场格局



资料来源：《中国医疗设备》、浦银国际

图表 28: 2017 年全球监护仪市场格局



资料来源：华经情报网、浦银国际

迈瑞监护仪品类齐全，海外拓展潜力大。迈瑞监护仪产品已针对多个细分市场推出了不同定位的产品组合，可以满足高中低端、便携到台式的不同需求。2020 年，迈瑞监护仪销量达 28 万台，2015-20 CAGR 为 20.7%。2016 年，迈瑞推出面向高端市场的 BeneVision N 系列，与飞利浦 IntelliVue MX 系列及 GE Carescape 系列竞争，性能上已能和国际品牌的高端产品线对标。2017 年迈瑞在全球监护仪市场的市占率为 10%，同期业界龙头飞利浦监护仪市占率达 38%，随着产品线的不断完善以及 BeneVision N 系列的不断升级，公司海外市场份额有望持续拓展。

图表 29: 迈瑞监护仪产品终端售价

产品线	型号	价格 (人民币)	采购时间及项目
BeneVision N 系列	N1	40,000 元	2021 年 1 月, 佛山市北滘医院 2020 年专用医疗设备购置
		24,800 元	2021 年 7 月, 内蒙古妇幼保健院医疗器械采购
	N12	93,000 元	2021 年 6 月, 中山大学附属第三医院医疗设备采购
		96,000 元	2020 年 12 月, 四川南充市中心医院监护仪采购
	N15	75,000 元	2021 年 10 月, 江门市新会区人民医院设备采购
		90,000 元	2021 年 9 月, 重庆第七人民医院采购
	N15 OR	139,000 元	2020 年 12 月, 莱西人民医院采购
	N17	135,000 元	2020 年 12 月, 四川省南充市中心医院监护仪采购
	N17 OR	200,000 元	2021 年 9 月, 中山市中医院监护仪采购
		150,000 元	2020 年 12 月, 四川省南充市中心医院监护仪采购
	N17 ICU	130,000 元	2021 年 8 月, 泰州第四人民医院采购
	N19	130,000 元	2020 年 12 月, 南京市儿童医院监护仪采购
	N19 ICU	170,000 元	2021 年 9 月, 北京大学人民医院医疗设备第三批采购项目
	N22	399,000 元	2021 年 8 月, 辽宁省新冠肺炎集中救治中心医疗设备采购
N22 ICU	NA	NA	
ePM 系列	ePM 15	54,000 元	2021 年 8 月, 南昌市石埠卫生院医用设备采购
	ePM 12M	50,000 元	2021 年 1 月, 佛山北滘医院 2020 年专用医疗设备购置
	ePM 12	30,000 元	2021 年 1 月, 佛山市北滘医院 2020 年专用医疗设备购置
	ePM 10M	50,000 元	2021 年 4 月, 偃师人民医院心电图机无创呼吸机等设备采购
		38,600 元	2020 年 12 月, 四川省南充市中心医院监护仪采购
ePM 10	20,000 元	2021 年 1 月, 佛山北滘医院 2020 年专用医疗设备购置	
iPM 系列	iPM 8	15,990 元	2020 年 12 月, 四川省南充市中心医院监护仪采购
	iPM 10	118,200 元	2021 年 3 月, 宁德市医院医疗设备采购
	iPM 12	20,700 元	2021 年 3 月, 宁德师范学院附属宁德市医院医疗设备采购)
uMEC 系列	uMEC12	17,500 元	2021 年 10 月, 盐亭县人民医院胰岛素泵及监护仪采购
	uMEC10	10,000 元	2021 年 10 月, 江门新会人民医院采购
iMEC 系列	iMEC8	11,000 元	2021 年 5 月, 江阴市多参数监护仪采购
	iMEC10	19,987 元	2021 年 10 月, 云浮市人民医院多功能监护仪采购
	iMEC12	22,350 元	2020 年 1 月, 庆阳市第二人民医院采购
Vital Sign 系列 便携式	VS600	13,000 元	2021 年 4 月, 南京市莲花卫生中心采购
	VS900	18,000 元	2021 年 9 月, 广西医科大学武鸣医院设备采购
手持式血氧仪	PM60	6,400 元	2021 年 7 月, 内蒙古妇幼保健院医疗器械采购
遥测监护系统	TMS60	45,500 元	2021 年 1 月, 平顶山第一人民医院设备采购
	TMS-6016	269,600 元	2020 年 4 月, 云南省第一人民医院心电遥测监护仪设备采购
中央监护系统	Hypervisor VI	58,800 元	2020 年 11 月, 广州市番禺妇幼保健院采购
	Hypervisor X	57,720 元	2021 年 3 月, 金华市中医医院心电监护采购
	BeneVision 中心 监护系统	88,000 元	2021 年 9 月, 陆军军医大学西南医院采购

资料来源: 各医院公开采购信息、浦银国际

图表 30: 迈瑞监护仪产品 - BeneVision N22



资料来源: 公司官网、浦银国际

图表 33: 飞利浦 IntelliVue MX800 监护仪



资料来源: 公司官网、浦银国际

图表 31: 迈瑞监护仪产品-ePM 12



资料来源: 公司官网、浦银国际

图表 34: GE Carescape850 监护仪



资料来源: 公司官网、浦银国际

图表 32: 迈瑞监护仪产品 - uMEC10/12



资料来源: 公司官网、浦银国际

图表 35: 理邦 Elite V 监护仪



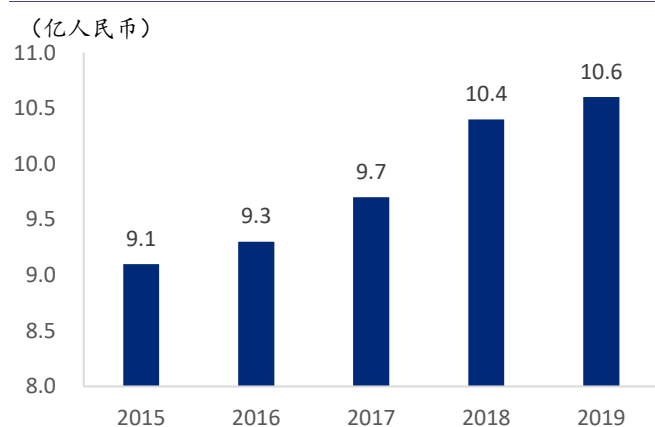
资料来源: 公司官网、浦银国际

2. 麻醉机：受益于进口替代，逐渐渗透高端麻醉机市场

国内麻醉机市场进口替代仍有空间。麻醉机通过机械回路将麻醉药送入患者的肺泡，形成麻醉药气体分压，弥散到血液后对中枢神经系统直接发生抑制作用，从而产生全身麻醉的效果。

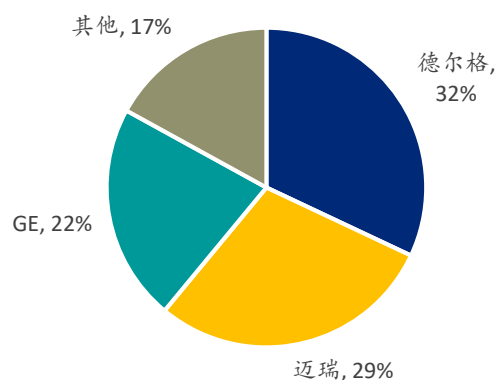
根据中国医疗装备协会数据，2019年我国麻醉机市场规模约10.6亿人民币。迈瑞的全国市场份额由2017年的11%迅速增长至2019年的29%，其份额增长主要来自于替代进口产品的市场份额，进口替代趋势明显。迈瑞麻醉机2015-2020销售额CAGR约17%，迈瑞作为国产麻醉机龙头的地位稳固，但德尔格及GE两家麻醉机国际龙头在国内的市占率仍超过50%，后续迈瑞通过麻醉产品线的丰富、产品竞争力的提升、国家及地方层面对国产器械采购的支持以及相较进口麻醉机更高的性价比优势（如迈瑞WATO系列主要对标德尔格Fabius系列，WATO系列价格区间在主要在10-30万人民币/台（见图表38），而德尔格Fabius系列终端售价一般不低于30万/台），迈瑞仍将具有较大的进口替代潜力。

图表 36: 中国麻醉机市场规模



资料来源：中国医疗装备协会、浦银国际

图表 37: 2019年我国麻醉机市场竞争格局



资料来源：中国医疗装备协会、浦银国际

图表 38: 迈瑞麻醉机产品终端售价

产品线	型号	价格 (人民币)	采购时间及项目
A 系列	A9	1,580,000 元	2021 年 8 月, 广西平南妇幼保健院采购项目
	A8	700,000 元	2021 年 9 月, 中山市中医院麻醉机采购项目
	A7	525,000 元	2020 年 11 月, 四川巴中南江县中医医院医疗设备采购
	A5 (主力机型)	379,500 元	2021 年 10 月, 东莞市人民医院医疗器械采购
WATO 系列		499,850 元	2020 年 12 月, 重庆梁平中医院采购
	WATO EX-65 Pro	260,000 元	2020 年 11 月, 建湖县康博医疗科技公司麻醉机采购
	WATO EX-65	247,900 元	2021 年 5 月, 阳山人民医院采购
	WATO EX-55	192,000 元	2021 年 9 月, 重庆市第七人民医院采购
	WATO EX-35	105,000 元	2020 年 11 月, 建湖县康博医疗科技公司麻醉机采购
	WATO EX-20	90,000 元	2021 年, 浙江基层医疗装备展览会产品目录

资料来源：各医院公开采购信息、浦银国际

图表 39: 迈瑞麻醉机产品-A9



资料来源: 公司官网、浦银国际

图表 40: 迈瑞麻醉机产品-A5



资料来源: 公司官网、浦银国际

图表 41: 迈瑞麻醉机产品 - WATO EX-65 Pro



资料来源: 公司官网、浦银国际

3. 除颤仪：普及率仍低，应用场景广阔

我国自动体外除颤仪（AED）仍处于发展初期，未来普及率提升空间大。除颤仪利用较强的脉冲电流通过心脏对心律失常病人进行抢救和治疗。

根据电极板放置位置不同，可分为体内除颤仪和体外除颤仪（见图表 42）。体内除颤仪的电极放置于胸内，直接与心肌接触进行除颤。体外除颤仪是将电极放在胸壁处间接进行除颤。目前临床及户外使用场景中以使用 AED 为主。根据日本总务省 2018 年统计数据，对于心脏骤停患者，若旁人能及时使用 AED 进行救治，则存活率可达 53.5%，远高于进行心脏按压（16.6%）及呼叫急救车（9.4%）的存活率。

根据 Evaluate MedTech 数据，2017 年全球（不含美国和日本）除颤仪市场规模为 7.4 亿美元。在中国，AED 的应用还处于起步阶段，根据头豹研究院数据预测，2020 年国内除颤仪市场规模约 13.4 亿人民币（见图表 45）。我国每十万人 AED 适量仅为 0.2 台，远低于荷兰、日本和美国（见图表 46），后续发展空间广阔。

图表 42: 除颤仪分类

分类标准	类型	特征
电脉冲通过心脏方向	单相波除颤仪	包括单相衰减正弦波型除颤仪和单相切角指数波型除颤仪两类, 释放单相电流脉冲, 由于需要的能量和电流峰值较大, 可能会对心肌功能造成一定程度的损伤, 且对人体经胸阻抗的变化无自动调节功能, 对高经胸阻抗患者除颤效果不佳, 逐渐被双相波除颤仪取代
	双相波除颤仪	包括双相切角指数波型除颤仪和双相方波型除颤仪, 先后释放两个相反方向的电流脉冲, 由于能量较少, 电流峰值较低, 对心肌功能损伤较为轻微, 且其可以随经胸阻抗而变化, 首次电极成功率高, 是除颤仪市场的主流产品

电极板放置位置	体内除颤仪	电极放置于胸内, 直接与心肌接触进行除颤, 除自动除颤外, 还具有自动监护等功能
	体外除颤仪	电极放在胸壁处间接地进行除做. 目前大部分临床以及户外使用的都属于体外除颤仪



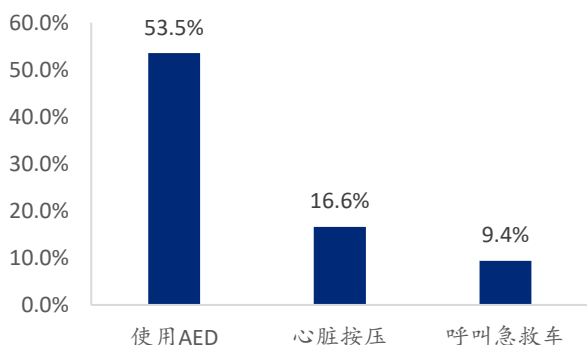
体内除颤仪

体外除颤仪 (自动)

体外除颤仪 (手动)

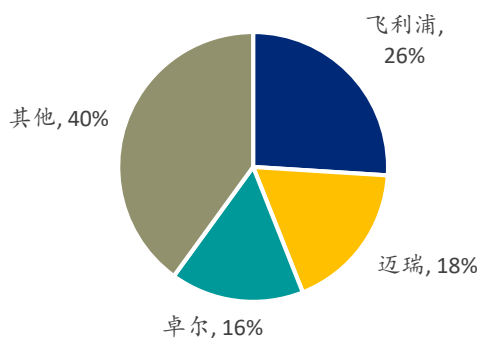
资料来源: 头豹研究院、浦银国际

图表 43: 心脏骤停后常见处理手法存活率



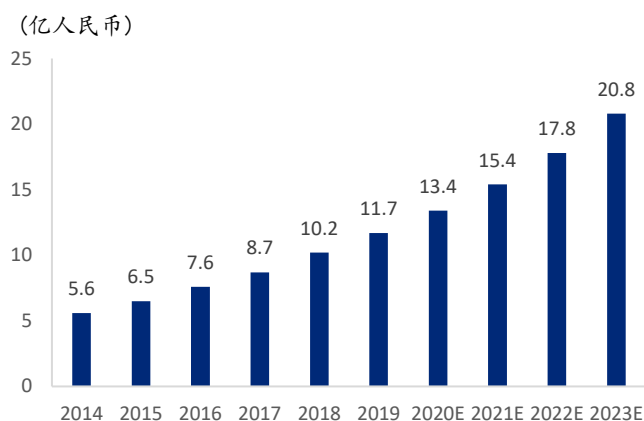
资料来源: 日本总务省、浦银国际

图表 44: 2018 年我国除颤机市场竞争格局



资料来源: 华经产业研究院、浦银国际

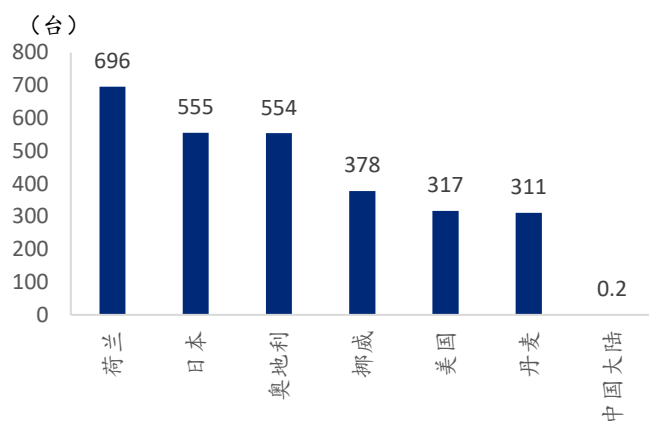
图表 45: 中国除颤仪市场规模



E=头豹研究院预测

资料来源: 头豹研究院、浦银国际

图表 46: 每十万人 AED 数量对比



注: 数据摘自 2019 年《健康报》

资料来源: 《健康报》、浦银国际

除颤仪市场仍以进口品牌为主，迈瑞逐渐打破技术壁垒。此前国内 AED 普及度不高，市场主要由进口品牌美国 ZOLL、飞利浦、日本光电、德国普美康等把持。进口产品价格高，这也导致 AED 较难快速普及。迈瑞 1996 年起研究双相波技术，2009 年正式推出中国第一台拥有完全自主知识产权产品-双相波除颤产品 BeneHeart D6，2013 年发布中国第一款双相波 AED 产品 BeneHeart D1，填补了中国多项空白，打破了由 1000 多项专利树立起来的“技术壁垒”的封锁。

AED 后续享受政策扶持，日常应用场景广阔。在日常生活中，AED 具有广阔的应用场景和配置需求，且得到各级政府的政策扶持，如国家卫健委于 2021 年 12 月发布《公共场所自动体外除颤器配置指南（试行）》，规范公共场所 AED 配置。以北京为例，其计划到 2022 年底所有轨道交通车站将实现 AED 设备全覆盖，一线站务人员 AED 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 AED 若在全国范围内普及，将有较大的成长空间。

根据中华医学会 2020 年公布的《中国 AED 布局与投放专家共识》，**建议的 AED 配置密度为每 10 万人配置 100-200 台 AED，且按照第一目击者能在 3-5 分钟获取 AED 并赶到患者身边为原则配置。**以北京为例，2020 年 10 月北京急救中心培训中心主任陈志表示当下北京公共场所 AED 数量为 1000 台左右（2020 年北京常住人口 2189 万），AED 配置密度仍较低。

图表 47: AED 应用场景：地铁站



资料来源：青年报、浦银国际

图表 48: AED 应用场景：校园



注：华中科技大学官网、浦银国际

图表 49: 近年来多个城市均对 AED 配置提出了明确的数量要求

时间	地区	政策与文件	主要 AED 配置目标
2018 年 6 月	深圳	《深圳经济特区医疗急救条例》	2021 年上半年 AED 数量计划达到 5500 台，未来 5 年-10 年达到 300 台/10 万人的标准。
2020 年 11 月	杭州	《杭州市公共场所自动体外除颤器管理办法》	计划到 2022 年全市公共场所配置 AED 总数达到 4200 台，全市配置水平为 42 台/10 万人
2020 年 12 月	云南	《2020 云南省政府惠民实事》	2021 年购置 4800 台 AED，达到 10 台/10 万人水平
2021 年 5 月	武汉	《武汉市政府办公厅关于进一步加强全市院前急救体系建设的通知》	2021 年将投用 500 台，再逐年增加约 500 台，AED 的配置比例未来计划达到 100 台/10 人
2021 年 6 月	南京	《南京市十四五规划》	“十四五”期间将 AED 存量每年增加 500 台
2021 年 8 月	广州	《广州市公共场所 AED 配置计划（征求意见稿）》	“十四五”期间配备 AED 设备 4500 台（每 10 万人配备 30 台）

资料来源：各医院公开采购信息、浦银国际

图表 50: 迈瑞除颤仪&心电图机产品终端售价

产品线	型号	价格(人民币)	采购时间及项目
BeneHeart D	D2	47,600 元	2020 年 9 月，江西省职业病防治研究院采购
	D3	57,500 元	2021 年 10 月，深圳南山区医疗集团采购项目
	D6	92,500 元	2021 年 1 月，景德镇市第三人民医院除颤仪采购
	PHEIS 远程数据传输系统	NA	NA
AED 系列	BeneHeart C	C1A: 7,980 元	2021 年 4 月，南京市红十字会采购
	BeneHeart D1 Pro	NA	NA
BeneHeart R 心电图机	R12	30,000 元	2021 年 10 月，乌海市乌达区中心医院采购
	R3	7,678 元	2020 年 11 月，德庆医疗卫生机构医疗设备采购

资料来源：各医院公开采购信息、浦银国际

图表 51: 迈瑞除颤仪产品 - BeneHeart D6



资料来源: 公司官网、浦银国际

图表 52: 迈瑞除颤仪产品 - BeneHeart D1 pro



资料来源: 公司官网、浦银国际

图表 53: 迈瑞除颤仪产品 - BeneHeart R12



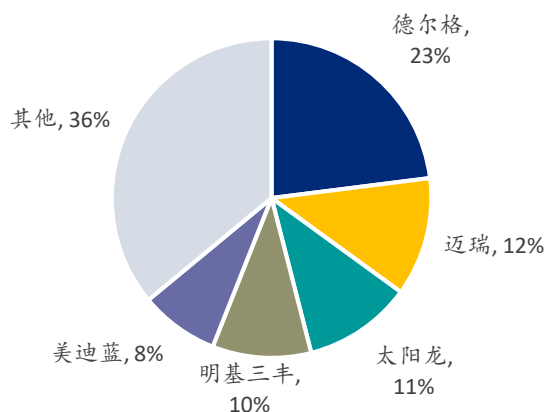
资料来源: 公司官网、浦银国际

4. 灯床塔: 逐渐向高端市场渗透

迈瑞目前在中低灯床塔端市场有优势, 未来将向高端市场渗透。灯床塔包含手术灯、手术床、吊塔吊桥等组成部分, 主要应用场景为手术室。从公立医院住院手术人次看, 除 2020 年受疫情影响住院手术人次同比有所下降外, 我国公立医院住院手术人次整体仍维持稳定增长 (见图表 55), 后续长期仍将有新建手术室带来的灯床塔设备需求。

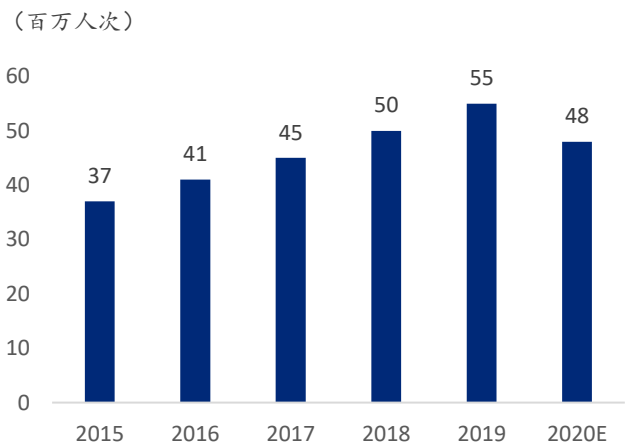
2018 年, 国内灯床塔产品市占率最高的品牌为德尔格, 市占率约 23%, 迈瑞约占 12% (见图表 54)。迈瑞目前灯床塔产品线已具备一定规模 (见图表 56), 现有产品虽对医院的高、中、低端需求均有覆盖, 但已有产品在中低端市场更有优势, 而在高端灯床塔市场份额相对更低。公司 3Q21 继续推出高端产品 HyBase V8 及 HyPort R80 完善对细分品类的覆盖, 未来联合 HyLED 9700、HyPort 9000、HyBase 8300 等已有的面向偏高端市场的产品形成科室一体化解决方案, 迈瑞灯床塔业务有望逐渐向高端市场渗透。

图表 54: 中国灯床塔竞争格局 (2018 年)



资料来源: 中国医疗器械协会、浦银国际

图表 55: 我国公立医院住院手术人次



E=Ipsos 预测

资料来源: 卫生健康统计年鉴、浦银国际

图表 56: 迈瑞灯床塔产品终端售价

产品线	型号	价格 (人民币)	采购时间及项目
手术灯	HyLed X	300,000 元	2021 年 5 月, 右江民族医学院附属医院采购
	HyLed 9700/ 9500	163,400 元	2018 年 5 月, 玉门市第一人民医院采购
	HyLed 8600	123,500 元	2018 年 5 月, 玉门市第一人民医院采购
	HyLed 7	NA	NA
吊塔吊桥	HyPort 9000	108,500 元	2021 年 5 月, 右江民族医学院附属医院采购
	HyPort 6000	69,000 元	2021 年 3 月, 中国医科大学附属盛京医院采购
	HyPort 3000	80,000 元	2021 年 5 月, 太原杏花岭中心医院医疗设备采购
	HyPort R80	75,000 元	2021 年 5 月, 太原杏花岭中心医院医疗设备采购
	HyPort B80	64,000 元	2021 年 5 月, 太原杏花岭中心医院医疗设备采购
	HyPort B30	49,800 元	2018 年 5 月, 玉门市第一人民医院采购
	HyPort 8000	63,800 元	2020 年 9 月, 苏州大学附属独墅湖医院采购
	手术床	HyBase 8500	552,000 元
HyBase 8300		330,000 元	2021 年 10 月, 广州医科大学附属中医医院采购
HyBase 6300		380,000 元	2021 年 10 月, 广州医科大学附属中医医院采购
HyBase 6100		230,000 元	2021 年 5 月, 太原杏花岭中心医院医疗设备采购
HyBase 3000		150,000 元	2021 年 10 月, 广州医科大学附属中医医院采购
UniBase 30		80,000 元	2021 年 10 月, 广州医科大学附属中医医院采购

资料来源: 各医院公开采购信息、浦银国际

图表 57: 迈瑞灯床塔产品 - HyLED 9700/9500 手术无影灯



资料来源: 公司官网、浦银国际

图表 58: 迈瑞灯床塔产品 - HyPort 9000 医用吊塔



资料来源: 公司官网、浦银国际

图表 59: 迈瑞灯床塔产品 - HyBase 8300 手术床



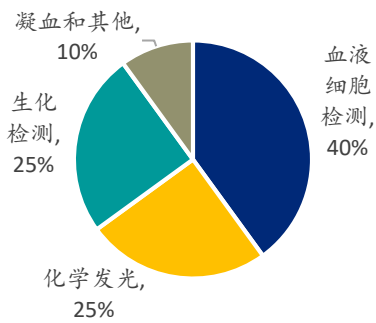
资料来源: 公司官网、浦银国际

● 体外诊断业务：“收购+自研”突破高端技术瓶颈

迈瑞的体外诊断（IVD）产品包括化学发光、血液细胞检验、生化分析与凝血等其他检测大类，2020年，迈瑞体外诊断业务收入66.5亿人民币，占总收入的32%，2020-23E CAGR为26.0%，2020年板块毛利率59.7%。

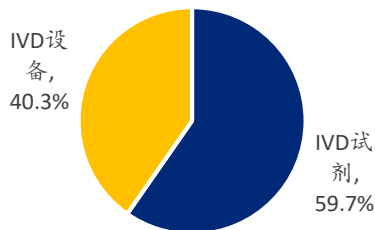
受益于IVD产业整体发展、迈瑞IVD产品海内外渗透率不断提升，以及产品竞争力的提高，体外诊断产品有望成为迈瑞未来三年内收入增长最快的核心板块。目前，迈瑞也在IVD研发上快速追赶海外龙头，公司计划用三年左右时间在大部分产品的技术上追平海外产品。受疫情环境下新冠检测产品需求大增影响，2020年，全球体外诊断市场同比增长15%至834亿美元，中国体外诊断市场同比增长24%至890亿人民币。

图表 60: 2020 年迈瑞体外诊断板块收入构成（按检测类型）



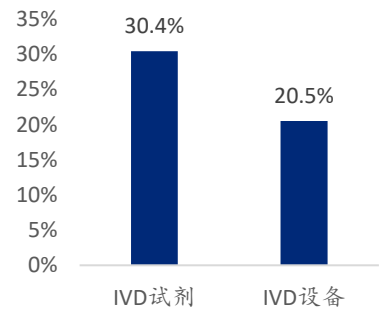
资料来源：浦银国际估算

图表 61: 2020 年迈瑞体外诊断板块收入构成（按产品类型）



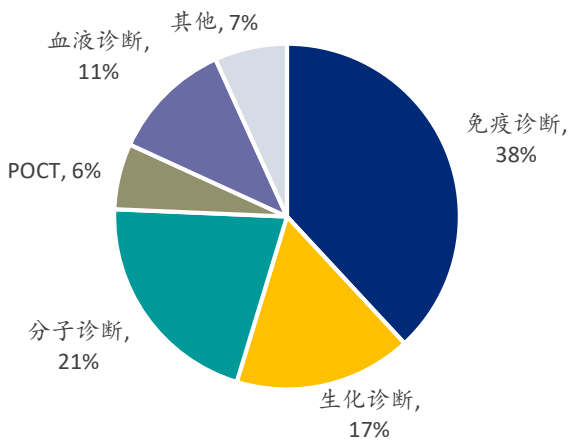
资料来源：公司数据、浦银国际

图表 62: 迈瑞体外诊断产品 2020-23E 年均收入复合增速



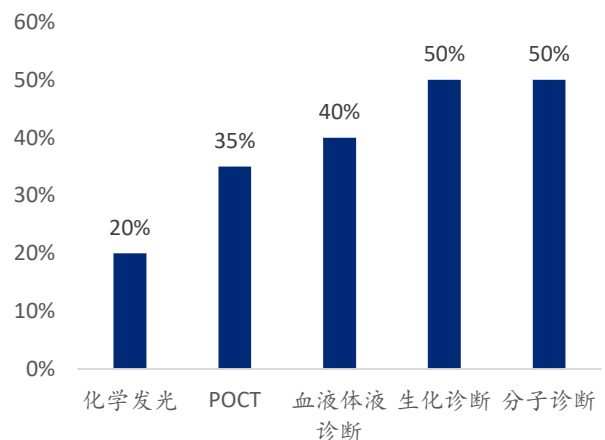
资料来源：浦银国际预测

图表 63: 我国各 IVD 品类市场份额（2019 年）



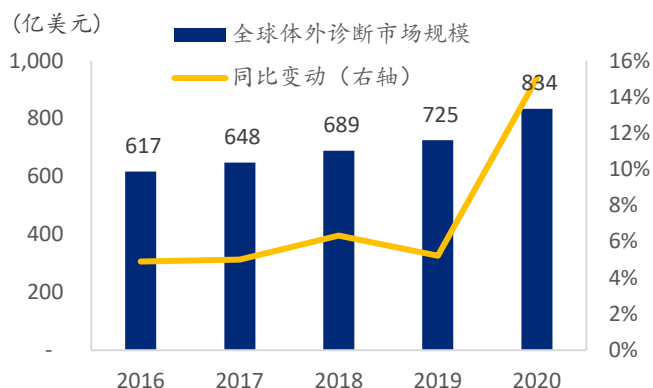
资料来源：中国体外诊断行业蓝皮书、浦银国际

图表 64: 各 IVD 品类国产化率（2019 年）



资料来源：医疗器械创新网、浦银国际

图表 65: 全球 IVD 市场规模



资料来源: Evaluate MedTech、浦银国际

图表 66: 我国 IVD 市场规模



资料来源: 医药魔方、浦银国际

图表 67: 各类体外诊断类别对比

特性	免疫诊断	生化诊断	分子诊断	血液细胞诊断	POCT
主要检测项目	肿瘤标志物、心脏标志物、激素类、代谢标志物	肝功能、血脂、空腹血糖、肾功能、尿酸等	伴随诊断、无创产检、肿瘤筛查	血细胞成分	心肌、传染病、妊娠、血气和凝血、血糖
技术路线	放射、荧光、酶联、胶体金、化学发光	干化学、免疫比浊法、酶循环技术	PCR、原位杂交、基因芯片、基因测序	全血细胞分类分析	胶体金、干化学、PCR、化学发光
特点	体量大，增速快，新增品种多，仪器占比低	技术成熟，操作简便，时间快	技术发展快，前景广阔	对自动化、灵敏度要求较高	使用场景便捷多样，潜力大
2020年中国市场 规模(人民币)	340 亿元	148 亿元	187 亿元	100 亿元	55 亿元
市场规模增速	15-20%	5-10%	20-25%	10-15%	20-25%
国产化率	20%	50%	50%	40%	35%

资料来源: 中国体外诊断行业蓝皮书、医疗器械创新网、医药魔方、浦银国际

1. 化学发光

化学发光为国内厂商重点布局赛道，进口替代空间巨大。全球 IVD 市场规模大（2020 年约 834 亿美元），并且增速稳定（2017-20 CAGR: 9%），免疫诊断作为其中占比最大的细分板块，是海外和国内医疗器械巨头布局的重点。免疫诊断中化学发光技术已逐步取代酶联免疫（目前国内化学发光免疫分析占免疫诊断市场份额约 80-90%），2019 年中国化学发光市场规模达 233 亿人民币（见图表 69）。

中国国产 IVD 仍处于快速发展阶段，从市场规模和增速考虑，化学发光赛道将会是迈瑞和众多医疗器械厂商在免疫诊断领域重点布局的赛道。目前，化学发光已形成“4 家国际厂商+5 家国内厂商”竞争格局。罗氏、雅培、贝克曼、西门子 4 家国际厂商 2019 年国内市占率合计超过 80%，国产厂商目前

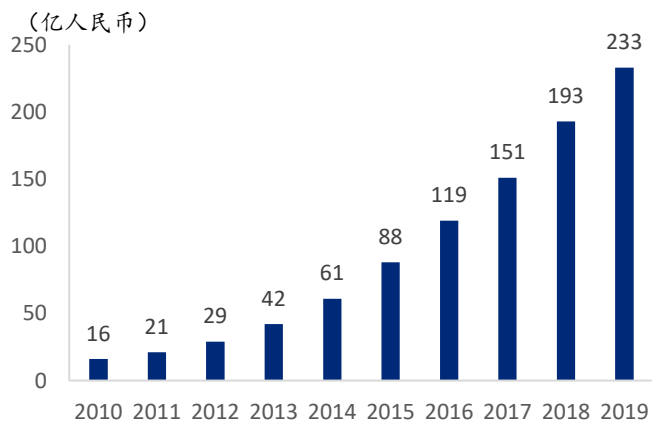
则以新产业、迈瑞、安图、迈克、亚辉龙五家为主，后续在医保控费及国产化学发光技术快速追赶的大背景下，预计进口替代将在化学发光市场加速展开。目前迈瑞已形成了较为完善的化学发光仪器产品线，可覆盖各级别医院对高中低价格带产品的需求（见图表 71），终端售价较低的 CL-1000i（检测速度 120 样本/小时）可覆盖较小的卫生机构日常检测，而 CL-6000i（480 样本/小时）及 3Q21 推出的新产品 CL-8000i（500 样本/小时）则可满足检测需求大，且对检测速度有要求的高级别医院。

图表 68: 各类免疫诊断技术路线对比

	化学发光	放射免疫	胶体金	酶联免疫	时间分辨荧光
标记物	化学光电物质	放射性同位素	胶体金	生物酶	镧系元素
优点	速度快、灵敏度高、特异性好、试剂稳定	灵敏度高、特异性好	快速、简单、稳定	成本低、技术成熟	灵敏度高
缺点	成本相对较高	放射元素对人体有害	灵敏度低、检测准确度较低	灵敏度低	抗干扰能力差，操作复杂
临床应用	高中端市场已经普及，逐步替代其他免疫诊断方法	基本已淘汰	通过即时检测应用于医院、家庭等领域	中低端市场	临床普及率低

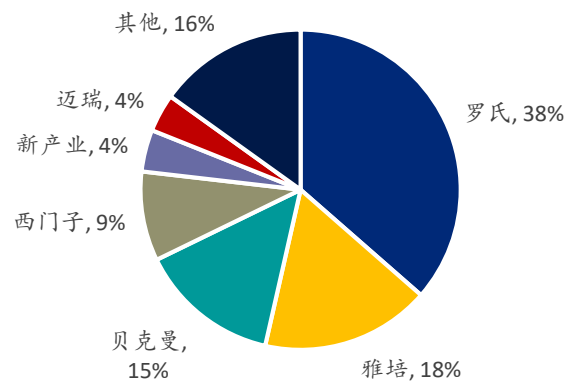
资料来源：观研、浦银国际

图表 69: 我国化学发光市场规模



资料来源：华经情报网、浦银国际

图表 70: 2019 年国内化学发光行业竞争格局



资料来源：中国产业信息网、浦银国际

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，迈瑞通过收购 HyTest 进一步增强公司在 IVD 全产业链上的综合竞争力。

图表 71: 迈瑞化学发光产品终端售价

产品线	型号	价格 (人民币)	采购时间及项目
化学发光免疫检测	CL-6000i	398,000 元	2020 年 12 月, 广西防城港防城区人民医院采购
	CL-2000i	278,900 元	2020 年 3 月, 肇庆第三人民医院采购
	CL-1000i	80,000 元	2020 年 5 月, 海口市人民医院采购
	CL-900i	188,000 元	2019 年 12 月, 甘肃武山县卫生院院采购

资料来源: 各医院公开采购信息、浦银国际

图表 72: 迈瑞化学发光产品-CL-6000i 全自动化学发光免疫分析仪



资料来源: 公司官网、浦银国际

图表 73: 迈瑞化学发光产品-CL-1000i 全自动化学发光免疫分析仪



资料来源: 公司官网、浦银国际

图表 74: 迈瑞化学发光产品-化学发光试剂套餐



资料来源: 公司官网、浦银国际

图表 75: 迈瑞化学发光试剂检测项目



资料来源: 公司资料、浦银国际

2. 血液细胞检测

血液分析指通过仪器对红细胞、白细胞等相关血液细胞参数进行检查和分析。

国内血液分析仪产品市场相对较为成熟，市场规模约 54 亿元，根据迈瑞测算，2020-21 年国外巨头希森美康和国内龙头迈瑞两家共占据 80% 以上的全国市场份额，2021 年迈瑞国内市占率(45%)更是首次超越希森美康(41%)。当前迈瑞的血液分析产品相比国外品牌已无明显技术差距，凭借价格较低、售后服务完善、本地化水平高以及完整的产品线（见图表 76）优势，其推出的高性能和高可靠性产品已进入三级医院的高端市场。公司 3Q20 推出五分类血球分析仪 BC-7500CRP，并在上市 1 年内完成超千台装机及 2 亿人民币收入，助力迈瑞于 2021 年国内市占率首次登顶。BC7500CRP 的优势在于：1) 检测精准度更高，BC7500CRP 具备血常规检测及 CRP 的检测能力，其中 CRP 结果可通过血常规结果进行校正，而多数品牌的血常规+CRP 一体机的设备间并无信息互联；2) 检测速度更快，BC7500CRP 生成血常规+CRP 检测报告仅需 1 分钟左右，而部分竞争对手产品则需 10 分钟左右。

图表 76: 迈瑞血液细胞检测产品终端售价

产品线	型号	价格 (人民币)	采购时间及项目
太行血液分析流水线	CAL 8000	399,000 元	2021 年 4 月，内蒙古人民医院采购
	CAL 7000	269,500 元	2021 年 4 月，内蒙古人民医院采购
	CAL 6000	NA	
	CAL 3000	548,000 元	2020 年 9 月，苏州市尹山湖医院采购
五分类血液细胞分析仪	BC-5000	171,800 元	2021 年 8 月，黑龙江省林业卫生学校采购
	BC-5150	145,000 元	2017 年，广州中医药大学采购
	BC-6800	798,500 元	2020 年 5 月，东莞第六人民医院采购
	BC-5310	123,500 元	2020 年 12 月，中山市大涌医院采购
	BC-5390	NA	
	BC-6900	664,500 元	2020 年 2 月，临夏中医医院采购
	BC-5390	NA	
	BC-6000	290,000 元	2021 年 8 月，海军军医大学第一附属医院采购
	BC-6800Plus	NA	
	BC-7500	397,000 元	2020 年 12 月，广州开发区医院采购
三分类血液细胞分析仪	BC-30S	66,200 元	2018 年 6 月，泰和卫健委采购
	BC-30	96,000 元	2021 年 9 月，成都市血液中心采购
	BC-20S	57,000 元	2019 年 12 月，甘肃天水监狱采购
	BC-20	NA	
	BC-10	NA	
全自动细胞形态分析仪	MC-80	NA	

资料来源：各医院公开采购信息、浦银国际

图表 77: 迈瑞血液细胞检测产品-太行 CAL 8000



资料来源: 公司官网、浦银国际

图表 78: 迈瑞血液细胞检测产品-五分类血液细胞分析仪 BC-7500



资料来源: 公司官网、浦银国际

图表 79: 迈瑞血液细胞检测产品-三分类血液细胞分析仪 BC-30



资料来源: 公司官网、浦银国际

3. 生化分析

生化诊断是指利用 Lamber-Beer 定律，通过各种生物化学反应在体外测定各种无机元素、蛋白和非蛋白氮以及酶、糖、脂等生化指标的体外诊断方法。常见的肝功能、肾功能、血糖、血脂等检查项目均属于生化诊断，是国内外发展最早、发展最成熟的 IVD 细分领域。

总体而言，生化领域已是红海，行业增长势头弱于其他 IVD 细分领域，2020 年国内生化诊断市场规模约 148 亿人民币，行业整体朝自动化和智能化方向发展。

竞争策略上，迈瑞通过推出全自动生化分析流水线及仪器（SAL9000、BS830 等，见图表 80）以及配套生化试剂等参与行业竞争，契合行业发展趋势。

此外，公司于 3Q21 新推出 BS-2800M 全自动生化分析仪，其具备以下优势：

1) 检测精度高，采用独创的全景动态光测功能，排除微小纤维和气泡的干扰，并使用大数据进行数据点验证，提高数据可靠性，此外 BS-2800M 还具备检测环境感知功能，可排除测量环境中的水质和空气质量对检测结果的影响；2) 检测速度快，单模块通量为 2400 测试/小时，并可 1 分钟启动吸样开始检测，8 分钟出具急诊常规项目检测结果；3) 临床体验更好，可一次性进样 600 管样本及 72 套试剂，实现分析仪 5 小时无人值守。

此外，生化分析领域市场最主要的竞争厂商是罗氏、雅培、丹纳赫、西门子，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国内厂家。

图表 80: 迈瑞生化分析检测产品终端售价

产品线	型号	价格 (人民币)	采购时间及项目
天河生化免疫分析流水线	SAL 6000 (CL-2000i+BS-800)	1,640,000 元	2021 年 9 月，洋浦医院医疗设备采购
	SAL 9000 (CL-6000i+BS-2000)	1,900,000 元	2021 年 3 月，四川木里人民医院采购
模块化生化检测系统	BS-2000M	1,300,000 元	2021 年 9 月，海关总署物资装备采购
	BS-800M	408,000 元	2021 年 7 月，扎鲁特旗鲁北卫生中心采购
全自动生化仪	BS-830	288,000 元	2021 年 10 月，喀纳斯贾登峪应急医疗救治体系项目采购)
	BS-600	280,000 元	2021 年 7 月，陇南市中心血站采购
	BS-180	NA	
	BS-200	NA	
	BS-350E	268,600 元	2018 年 12 月，江西赣州政府采购

资料来源：各医院公开采购信息、浦银国际

图表 81: 迈瑞生化分析产品-天河生化免疫流水线-SAL 9000



资料来源: 公司官网、浦银国际

图表 82: 迈瑞生化分析产品-模块化生化检测系统-BS-2000M



资料来源: 公司官网、浦银国际

图表 83: 迈瑞生化分析产品-生化试剂套餐



资料来源: 公司官网、浦银国际

图表 84: 迈瑞生化分析试剂检测项目

肝功能	肾功能	心肌标志物	糖尿病	血脂	胰腺炎	炎症及特定蛋白	风湿	无机离子	贫血
ALT AST ALB PA TBA ALP T-Bil D-Bil TP AFU CHE GGT 5'NT ADA	MALB Uric Acid Urea Crea RBP β ₂ -MG TP U/CSF Cys-C	MYO HCY D-dimer a-HBDH LDH Hs-CRP CK-MB CK	FUN Glu HbA1c β-HB	ApoA1 ApoB TG LDL-C HDL-C CHOL Lp(a)	Lipase a-AMY	IgA IgG IgM IgE C3 C4 PCT	RF ASO CRP	Mg CO ₂ P Ca Na K Cl	Ferritin Fe TRF UIBC G6PD

资料来源: 公司资料、浦银国际

4. 凝血业务

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, 未来中国血凝市场加速扩容潜力巨大。目前跨国企业仍占据我国凝血市场的主要份额, 进口替代空间广阔。

目前全球市场主要被西门子、沃芬、斯塔高、希森美康四家占据, 迈瑞等国内厂商市场份额较低, 预计随着国产企业产品性能、品牌知名度不断改善提升, 国产厂商有望逐步从进口企业除获得更多市场份额。

迈瑞目前的凝血检测仪器中，ExC810 为面向高端市场的主力产品（见图表 85），其特点为：1) 目前国内单机综合检测效率最快的凝血分析仪之一，综合速度可达 75 样本/小时；各种方法学检测通道互相独立，确保高效的综合检测效率；2) 临床操作便捷，七项全液体试剂无需配置，即开即用；3) 抗干扰能力强，其采用双磁路磁珠法检测凝血四项，可解决溶血、黄疸、乳糜带来的干扰。

图表 85: 迈瑞凝血业务产品终端售价

产品线	型号	价格 (人民币)	采购时间及项目
凝血检测	ExC810	650,000 元	2021 年 3 月, 库车市人民医院购置
	ExC800	NA	
	C3510	200,000 元	2020 年 12 月, 胶州卫生健康局采购
	C3280	NA	
	C3200	NA	
	C3100	99,900 元	2020 年 12 月, 海口市卫生院采购
	C2000-A	118,000 元	2021 年 10 月, 喀纳斯贾登峪应急医疗救治体系项目
	C2000-4	43,000 元	2019 年 12 月, 临洮县卫生健康局采购
	C2000-2	NA	

资料来源: 各医院公开采购信息、浦银国际

图表 86: 迈瑞凝血检测产品-ExC810



资料来源: 公司官网、浦银国际

图表 87: 迈瑞凝血检测产品-C3510



资料来源: 公司官网、浦银国际

图表 88: 迈瑞凝血检测产品-C2000-4



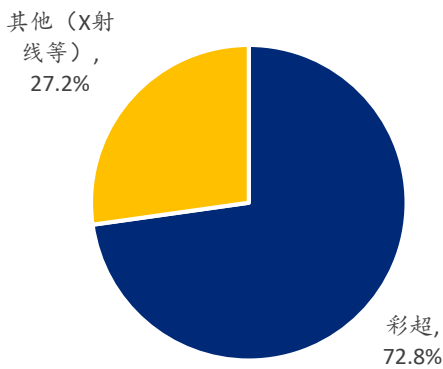
资料来源: 公司官网、浦银国际

● 医学影像业务：高端及超高端市场份额提升空间广阔

医学影像业务产品包括超声诊断系统和数字 X 射线成像系统，其中超声诊断系统包括彩超和黑白超。2020 年迈瑞医学影像收入约 42 亿人民币，占总收入的 20%，2020-23E CAGR 为 24.3%。2020 年板块毛利率 66.2%

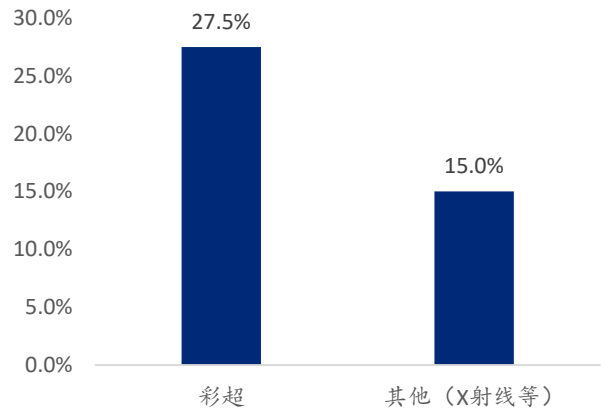
我国医学影像器械仍属于高速增长期，2020 年全球医学影像市场规模约 441 亿美元，2015-20E CAGR 2.5%，而中国医学影像市场规模约 151 亿美元，2015-20E CAGR 13.8%（见图表 91），远高于全球平均增速。

图表 89: 2020 年迈瑞医学影像板块收入构成



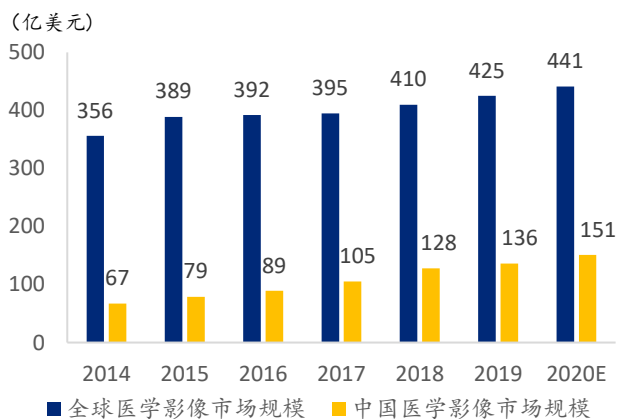
资料来源：公司资料、浦银国际

图表 90: 迈瑞医学影像产品 2020-23E 年均收入复合增速



资料来源：浦银国际预测

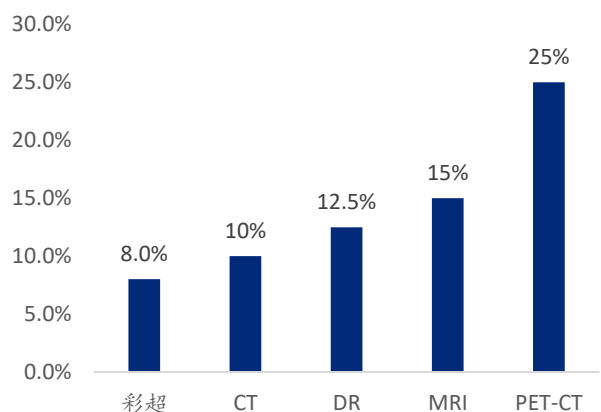
图表 91: 全球、中国医学影像市场规模



E=《中国医疗器械蓝皮书》、亿欧预测

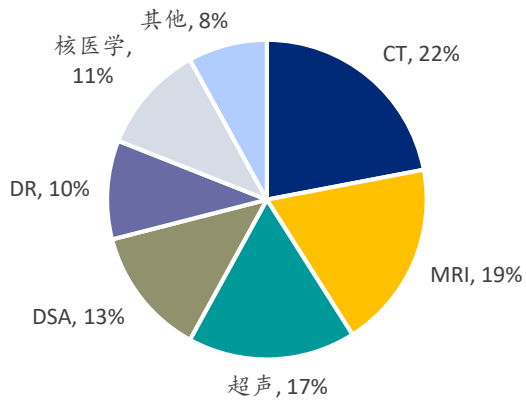
资料来源：《中国医疗器械蓝皮书》、亿欧、浦银国际

图表 92: 2020-23E 我国各医学影像设备市场增速



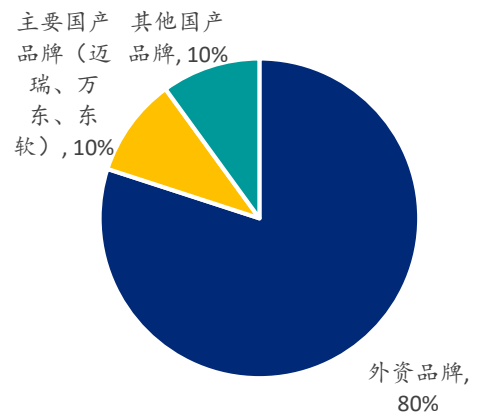
资料来源：健康界研究院、头豹研究院、浦银国际预测

图表 93: 2017 年中国医疗影像设备市场分布



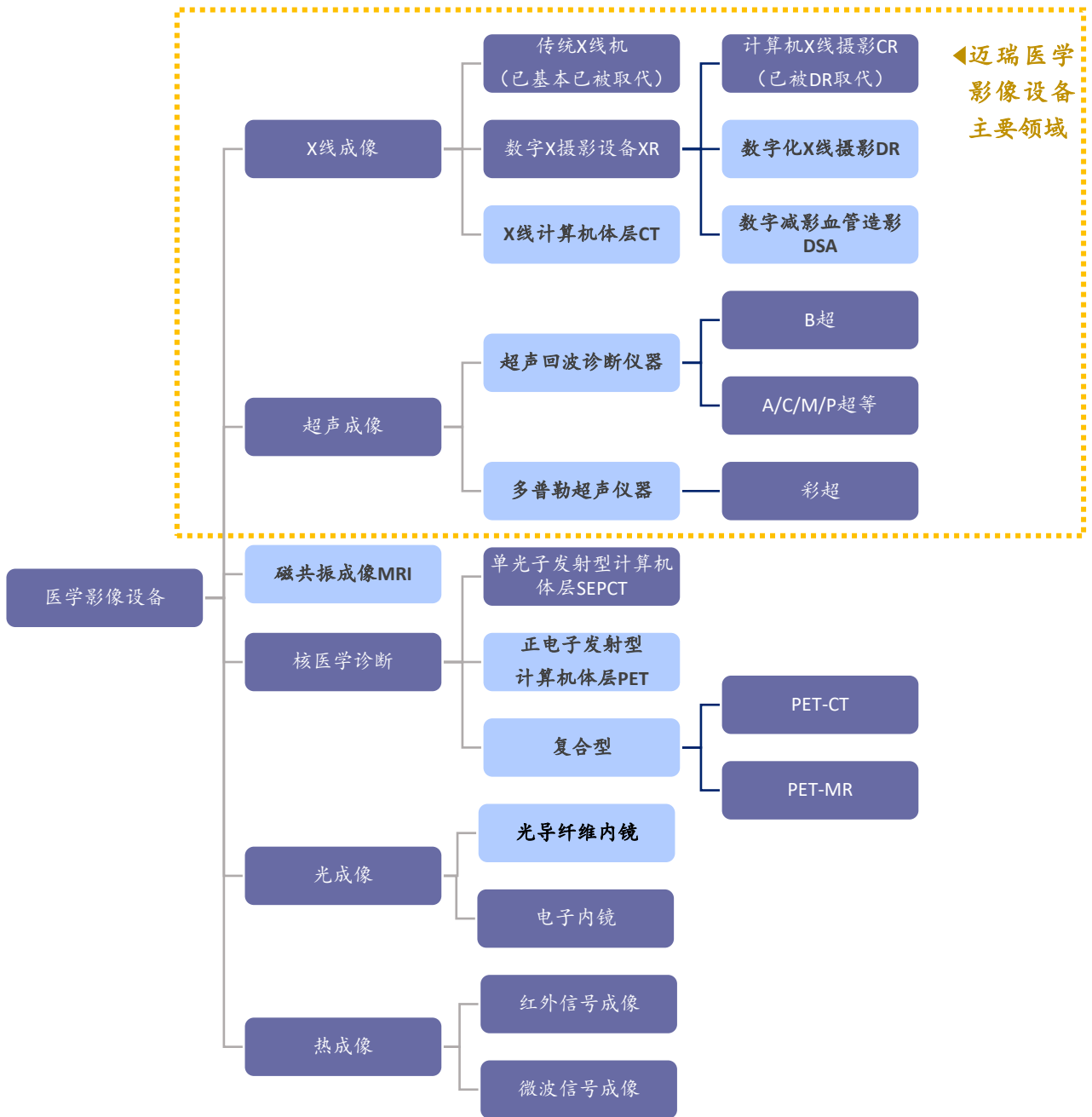
资料来源:《医学影像设备学》、《中国健康产业蓝皮书》、亿欧、浦银国际

图表 94: 2019 年中国医学影像设备竞争格局




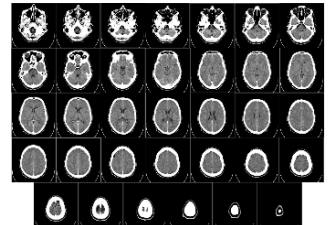
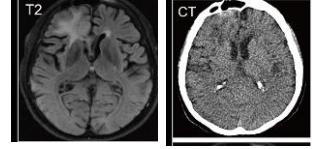
资料来源:中国医药物资协会、浦银国际

图表 95: 医学影像设备分类



注：蓝色代表主流设备
资料来源：亿欧、浦银国际整理

图表 96: 各类医学影像原理及优缺点

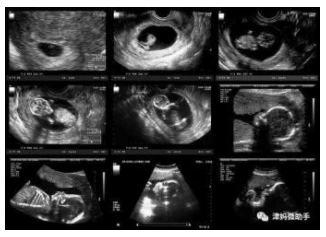
类型	原理	优点	缺点	示意图
X 线成像	X 射线束穿过身体时，身体组织和骨骼等不同部位对 X 光吸收程度存在差异	观察骨骼简便，价格相对较便宜。	只能提供平面影像，成像易受衣物、首饰甚至过厚的软组织影响，一般多用于粗看骨骼健康。过量的 X 射线可能造成生物细胞受到破坏。	详见下图 各细分类别示意图
计算机 X 线摄影 (computed radiography, CR)	为 X 射线 <u>间接</u> 转换技术，以 <u>影像版</u> 作为 X 射线检测工具。	NA (已基本被 DR 取代)	成像清晰度差，速度慢	
数字 X 线摄影 (digital radiography, DR)	为 X 射线 <u>直接</u> 转换技术，以 <u>数字化平板探测器</u> 作为 X 射线检测工具，通过晶体电路把 X 射线光子直接转换成数字化电流， <u>成像环节较 CR 少</u> 。	影像更清晰，准确，辐射比 X 光少	DR 一般只用于胸部和骨骼系统检查	
数字减影血管造影 (digital subtraction angiography, DSA)	将注入造影剂前后拍摄的两帧 X 线图像经数字化后输入图像计算器，通过减影、增强和再成像过程来 <u>获得清晰的纯血管影像</u> ，同时实时地显现血管影。	<ul style="list-style-type: none"> 脑血管成像的金标准 实时显示 	空间分辨率不如传统 X 线技术，细小血管显示欠清晰	
CT (X 线计算机断层)	利用 X 光产生的 <u>断层影像</u> (把体检者横向“切分”成了统一厚度、统一间距的“片”), 可通过计算机进一步重组出 3D 影像。	<ul style="list-style-type: none"> 成像速度快 对骨组织敏感 空间分辨率高 价格相对较低 	<ul style="list-style-type: none"> 软组织成像效果较差 骨边缘易产生条状伪影 成像角度不灵活 	 <p>使用静脉注射造影剂后的自颅底至颅顶之头颅计算机断层成像</p>
磁共振成像 MRI	将人体置于高磁场环境下，利用无线电波激发体内的氢原子，使其产生共振讯号，经计算机软件运算得到影像。	<ul style="list-style-type: none"> 软组织影像效果好 空间分辨率高 对人体无害 扫描角度灵活 无骨伪影 	<ul style="list-style-type: none"> 骨组织成像效果差 成像时间长 	 <p>MRI (左) vs CT (右)</p>

(接下页...)

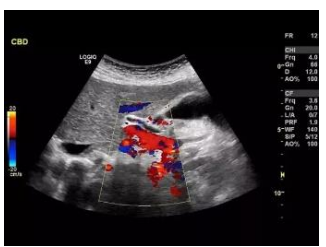
(接上页...)

类型	原理	优点	缺点	示意图
超声成像	超声波在不同的生物组织内传递速度不同,当遇到不同的组织界面时会出现反射,造成信号的变化,利用该变化可以探测身体内部组织	<ul style="list-style-type: none"> • 低成本 • 无损伤 • 方便使用 	<ul style="list-style-type: none"> • 分辨率较低 • 不能超透骨骼结构 • 在软组织和硬组织分界面产生折射效应 	<p>详见下图</p> <p>各细分类别示意图</p>

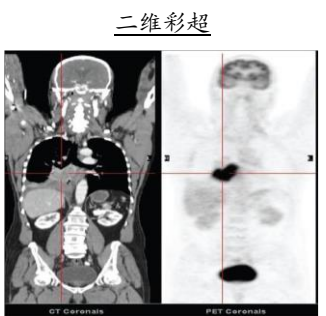
B超	将回声信号以光点明暗成像	没有辐射,可以多方位观察,实时成像,价格便宜	受气体干扰大,对于含气较多的器官,超声诊断准确率会降低
-----------	--------------	------------------------	-----------------------------



彩超	在B超的基础上添加以多普勒效应原理为基础的彩色,以观测器官内部血液流动情况	方便、安全、实时、动态、无辐射(可以用于孕妇检查)、可观察血流信息、价格便宜	容易受到胸、腹腔气体以及骨骼等因素的影响
-----------	---------------------------------------	--	----------------------



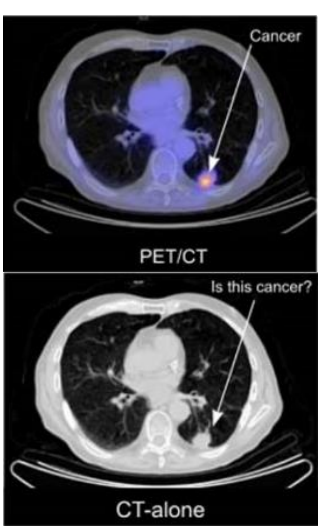
PET	利用带正电子的物质(如氟化脱氧葡萄糖, FDG), 侦测人体内细胞代谢葡萄糖的情形。FDG 经由静脉注入人体, 新陈代谢越旺盛的组织细胞(如癌细胞)吸收越多 FDG, 经过 PET 扫描及计算机重组以后, 在影像上形成不同的对比, 制造出肉眼可以判读的影像。	对比度高	<ul style="list-style-type: none"> • 必须配置回旋加速器 • 价格昂贵 • 分辨率低
------------	---	------	---



二维彩超

PET (右图) vs CT (左图)

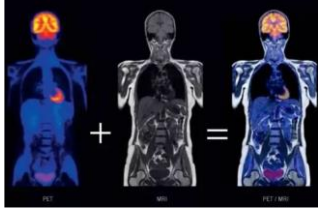
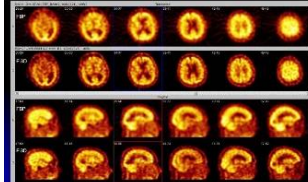
PET-CT	将单独的 PET 和 CT 成像系统组合成一个系统。CT 系统提供解剖学细节, 有助于 PET 成像的衰减校正, 从而实现更准确, 更清晰的 PET 图像重建。	能显示肿瘤病灶大小和肿瘤内部代谢活性, 适合癌症筛查和分期	费用很高, 辐射也很高
---------------	--	-------------------------------	-------------



PET-CT (上图) vs CT (下图)

(接下页...)

(接上页...)

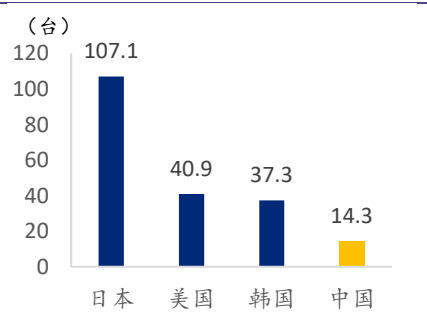
类型	原理	优点	缺点	示意图
PET-MRI	将单独的 PET 和 MRI 组合成一个综合系统。	<ul style="list-style-type: none"> 检测时间短, 辐射量较少 PET 及 MRI 影像融合时不会产生对位失真 	<ul style="list-style-type: none"> 造价昂贵 无法使用 PET/CT 的衰减校正方法评估衰减 	
SPECT	γ 射线	<ul style="list-style-type: none"> 对比度高 价格较低 	<ul style="list-style-type: none"> 分辨率低 成像速度慢 	

资料来源: 浦银国际整理

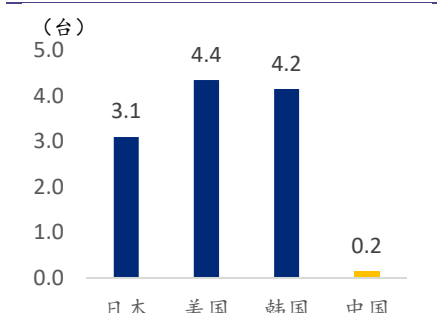
图表 97: 每百万人 CT 保有量

图表 98: 每百万人 PET-CT 保有量

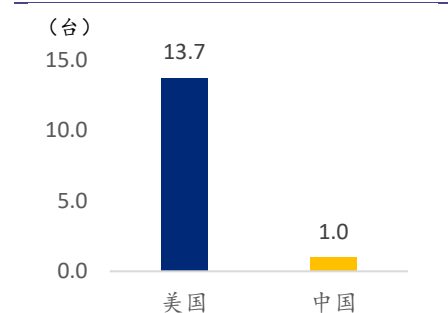
图表 99: 每百万人 DR 保有量



注: 数据截至 2017 年
资料来源: 亿欧、浦银国际



注: 数据截至 2015 年
资料来源: 亿欧、浦银国际

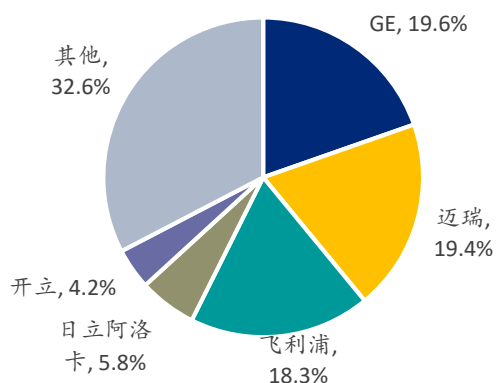


注: 数据截至 2015 年
资料来源: 亿欧、浦银国际

高端及超高端超声仪市场份额提升空间大。根据医招采数据, 2018 年, 在国内公立医疗机构的超声仪市场竞争格局中, 迈瑞以 19.4% 市场份额位列第二, 与市场份额第一的 GE 医疗 19.6% 相差不大。但是在医疗机构的分布中, 市级公立医院 (主要是三级医院) 迈瑞市场份额 14.7%, 与第一名、第二名的 GE 医疗 (21.7%)、飞利浦 (20.5%) 拉开差距; 县级公立医院市场份额前三分别为 GE 医疗 (26.09%)、飞利浦 (19.25%)、迈瑞 (17.78%); 而在社区/乡镇卫生院超声仪市场, 迈瑞市场份额第一, 占比 34.02%, 远远高于第二名 GE 医疗 13.55%。

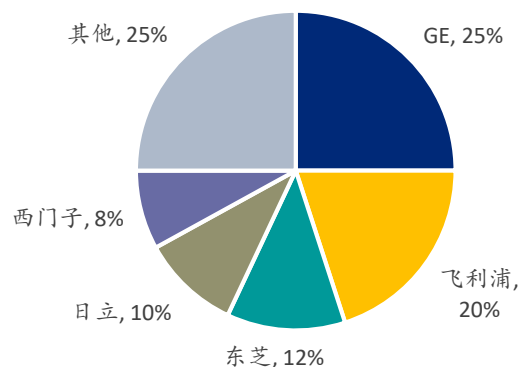
目前, 迈瑞与海外品牌在彩超领域的差距主要在超高端彩超领域, 公司虽已拥有高端彩超产品线 Resona, 但目前超高端领域暂无产品。公司计划在未来 3 年内推出超高端彩超产品与海外品牌进行竞争, 在超高端彩超领域未来仍有较大提升空间。

图表 100: 2018 年国内公立医疗机构超声仪市场格局



资料来源: 医招采、浦银国际

图表 101: 2017 年全球超声仪市场竞争格局



资料来源: IHS、浦银国际

图表 102: 医学影像设备对比

特性	X 线成像 (DR)	计算机断层扫描 (CT)	磁共振 (MRI)	超声
影像特点	图像空间分辨力较高, 密度差别小的组织分辨力低, 组织结构重叠对病变影像显示有影响	密度分辨力较高, 可进行密度量化分析, 组织结构影像无重叠等, 不能整体显示器官结构和病变	组织分辨力高, 通常不能整体显示器官结构和病变, 检查时间长, 易发生伪影	能动态显示器官运动和血流情况; 对器官结构和病变的显示没有 CT 和 MRI 清晰
应用部位	胸部、骨关节、结石、肠梗阻等	中枢神经系统、头颈部、胸部、心血管系统、腹盆部及骨骼肌肉等	中枢神经系统、头颈部、乳腺、纵膈、腹盆部、骨骼肌肉、骨髓、微小转移瘤、骨挫伤、关节软骨退变和韧带损伤等	腹部、泌尿系统、妇产科、血管、心脏、其他浅表器官、肌肉骨骼、神经、超声介入、眼部等不适合含气脏器 (如肺、消化道及骨骼) 的检查
安全性、无创性	辐射剂量较高, 可导致损伤, 孕妇和幼儿慎检	辐射剂量显著高于 X 线	严禁携带任何铁磁性物体, 孕妇、幽闭症及部分心脏支架术后者慎检	安全性很高, 无创、无辐射, 可用于产妇、胎儿等检查
实时性	不能实时动态显示器官运动和血流情况	不能实时动态显示器官运动和血流情况	不能实时动态显示器官运动和血流情况	能动态显示器官运动和血流情况
成本	设备价格适中; 检查费用适中	设备价格较贵; 检查费用较贵	设备价格高昂; 检查费用高昂	设备价格经济; 检查费用较低, 普及性强
便携性	设备体积较大, 一般不能移动	设备体积很大, 不能移动	设备体积很大, 不能移动	灵活方便, 推车式可移动, 便携式可携带、车载, 用于床旁、术中检查等
使用环境要求及维护	需特殊的辐射屏蔽要求	需特殊的辐射屏蔽要求, 要求恒温恒湿, 维护成本较高	需特殊的电磁屏蔽, 要求恒温恒湿, 房间较大, 液氮作为消耗品需定期填充, 维护成本高, 用电量较大	无特殊的辐射屏蔽要求, 占地小, 维护成本极低, 易推广

资料来源: 浦银国际整理

图表 103: 迈瑞主要医学影像产品终端售价

产品线	型号	价格 (人民币)	采购时间及项目
台式彩超	Resona R9	2,020,000 元	2021 年 8 月, 南方医科大学第五附属医院采购
	Resona I9	1,500,000 元	2021 年 9 月, 松江中心医院超声设备采购
	Resona 7	1,480,000 元	2021 年 9 月, 松江中心医院超声设备采购
	DC-90	1,042,800 元	2021 年 6 月, 日照海关采购
	DC-80	779,000 元	2021 年 10 月, 甘谷县人民医院采购
	DC-75	1,076,000 元	2021 年 2 月, 四川会理太平中心卫生院医疗设备采购
	DC-65	726,500 元	2020 年 10 月, 商城金刚台卫生院采购
	DC-50	598,000 元	2020 年 12 月, 成都红阳社区卫生服务中心采购
便携彩超	Z6	174,000 元	2020 年 11 月, 眉山万胜中心卫生院疫情采购
	Z5	105,000 元	2021 年 6 月, 马鞍山采石街道社区卫生服务中心采购
	M9	887,000 元	2021 年 8 月, 鄂尔多斯蒙医研究所采购
	TE7	294,000 元	2021 年 8 月, 滁州中西医结合医院采购
	M7Super	477,000 元	2021 年 6 月, 成都第四人民医院采购
黑白超声	DP-5T	NA	NA
	DP-7T	NA	NA
	DP-30	NA	NA
	DP-2200	NA	NA
	DP-10	24,900 元	2021 年 2 月, 临泉县精神病医院采购
	DP-20	47,000 元	2021 年 7 月, 孝感市妇幼保健院采购
	DP-50	78,300 元	2019 年 5 月, 德兴绕二中心卫生院采购
X 射线	DigiEye 680	1,494,930 元	2021 年 1 月, 深圳大学平湖医院采购
	DigiEye 280	393,000 元	2021 年 3 月, 重庆市公安局医疗设备采购
	MobiEye 700	1,190,000 元	2021 年 9 月, 新疆医科大学第一附属医院采购

资料来源: 浦银国际整理

图表 104: 迈瑞彩超产品 - Resona R9



资料来源: 公司官网、浦银国际

图表 105: 迈瑞黑白超声产品 - DP-5T



资料来源: 公司官网、浦银国际

图表 106: 迈瑞 X 射线成像产品 - DigiEye 680



资料来源: 公司官网、浦银国际

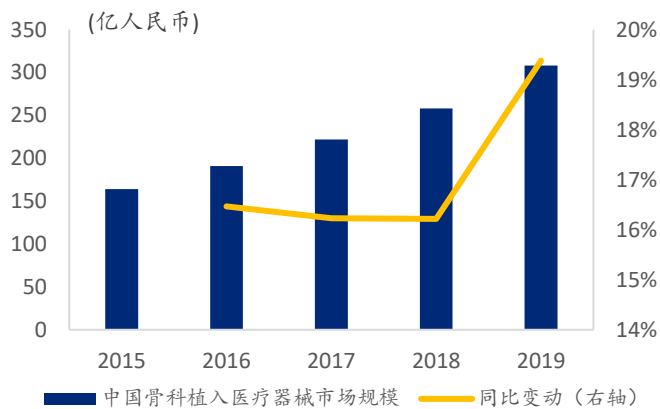
● 新兴业务：拓宽业务边界，布局收入新增长点

骨科植入稳健增长，集采助力迈瑞打开市场。2019 年我国骨科植入医疗器械市场规模约 308 亿人民币，2015-2019 年均复合增速约 17%。由于我人口基数大、人口老龄化程度不断加深，骨科手术量仍将保持较高增速。

我国每千人关节产品植入手术量仅为美国 12%，德国 8%（见图表 108），即使对标发达国家中关节手术量较低的英国，我国每千人关节产品植入手术量仍有 3 倍的增长空间，市场增长前景广阔。此外，我国部分骨科植入产品的国产化率仍较低，后续有望享受进口替代逻辑。

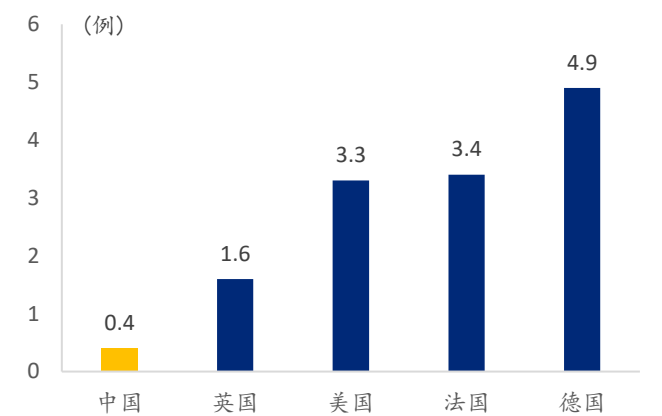
目前迈瑞的骨科耗材产品占收入比例仍较低，后续骨科器械集采逐步扩围至更多细分品类，有望令迈瑞迅速打开骨科耗材市场。如 2021 年 9 月，南京市医保局组织南京地区医疗机构联盟与迈瑞医疗开展的部分骨科耗材和 IVD 产品的价格谈判，整体降价幅度为 35.5%，降价相对温和，而此前，迈瑞骨科产品在南京地区市占率相对较低，此次南京地区的集采有望通过以价换量，帮助迈瑞迅速打开当地市场。

图表 107：我国骨科植入医疗器械市场规模



资料来源：米内网、浦银国际

图表 108：各国每千人关节产品植入手术量



注：数据截至 2016 年 资料来源：爱康医疗数据、浦银国际

图表 109: 迈瑞骨科产品 - 股骨近端微创锁定板 (创伤类产品)



资料来源: 公司官网、浦银国际

图表 110: 迈瑞骨科产品 - 颈椎前路接骨板 I 型 (脊椎类产品)



资料来源: 公司官网、浦银国际

图表 111: 迈瑞骨科产品 - 股骨髁假体 II 型 (膝关节类产品)



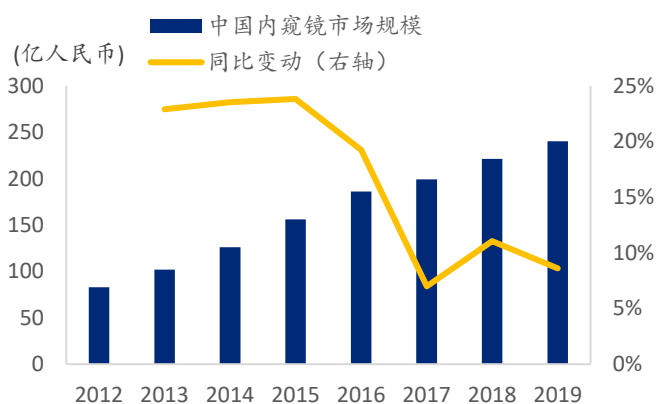
资料来源: 公司官网、浦银国际

内窥镜赛道处于发展初期，国产化率不足 10%。我国内窥镜市场相对国外发达国家的发展时间较短，根据《中国医疗器械行业发展报告》，2018 年国内 90%内窥镜市场为外资所占有，国产品牌不足 10%。

内窥镜微创外科手术相比传统外科手术优势明显：1) 手术创口面积小，减少感染风险；2) 借助摄像系统，手术视野更清晰；3) 患者恢复快，缩短住院时间，提高医院周转速度；4) 患者可较短时间内承受多次微创手术。

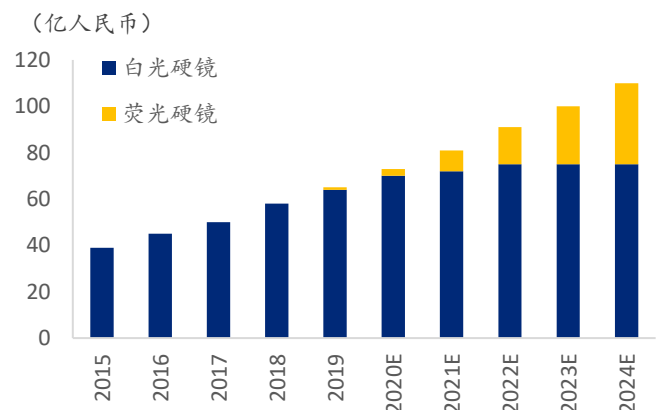
从趋势看，微创外科手术在全球范围内快速推，目前已推广至普外科、妇产科、泌尿外科、胸外科、耳鼻喉科、儿科等科室，绝大部分传统普通外科手术都可通过内窥镜微创手术完成，我国内窥镜产品后续仍有较大发展空间，迈瑞入局有望享受行业增长以及进口替代的行业红利。

图表 112: 我国内窥镜市场规模



资料来源: 药械研究院、浦银国际

图表 113: 我国硬镜市场规模



E=Frost & Sullivan 预测
资料来源: Frost & Sullivan、浦银国际

动物医疗具备一定刚需属性，行业仍处于发展初期。宠物犬和猫为我国宠物主要类型，2019年分别占我国宠物数量54%和43%。根据《2020年宠物行业白皮书数据》，2020年全国城镇宠物犬、猫数量超过1亿只，但我国宠物饲养率偏低，2019年约17%，远低于美国（约67%）、澳大利亚（约62%）、英国（约44%）等发达国家，后续仍有增长空间。

动物医疗具有一定刚需属性，相比人用药物及医疗器械市场存在集采和医保控费等政策，由于宠物医疗均为自费，不涉及医保等资源支付，因此宠物医疗的政策风险相对较低。此外，目前国内兽用器械市场竞争较分散，迈瑞作为器械板块龙头进入，在研发实力、销售、资金和运营等众多领域有更强竞争力，或可迅速打开动物医疗市场。

图表 114: 迈瑞动物医疗产品 - 兽用彩色多普勒超声系统 Vetus 8



资料来源：公司官网、浦银国际

图表 115: 迈瑞动物医疗产品 - 兽用全自动血液细胞分析仪 BC-5000Vet



资料来源：公司官网、浦银国际

图表 116: 迈瑞动物医疗产品 - 动物麻醉机 WATO EX-35 Vet



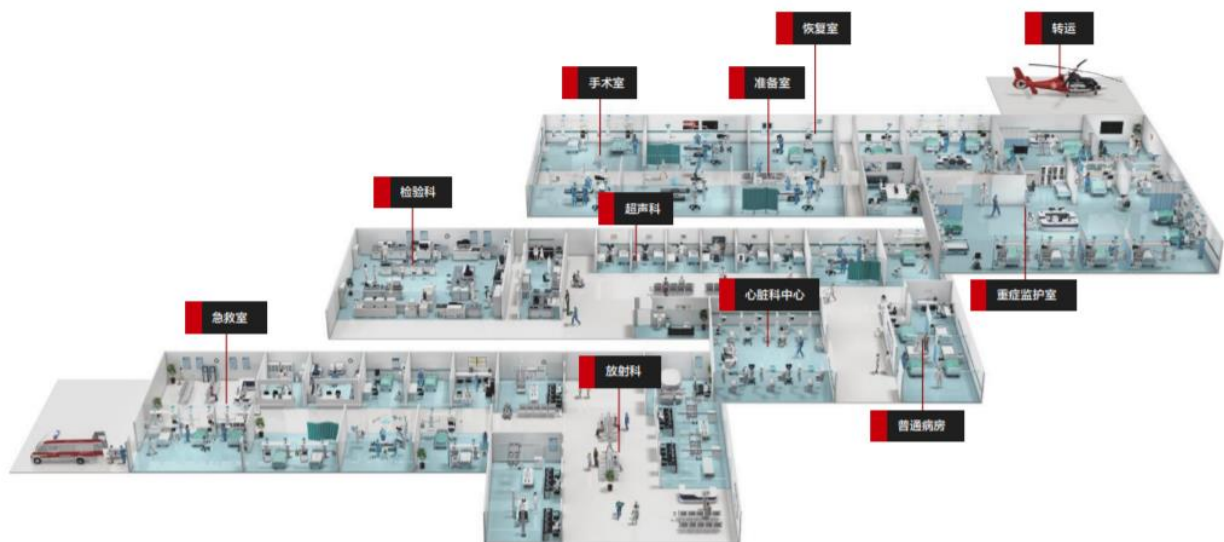
资料来源：公司官网、浦银国际

● “三瑞”系统：由硬件拓展至信息互联及数据领域

公司过往以销售硬件设备为主，但在智慧医院建设及医疗新基建的大背景下，公司推出瑞智联（针对生命信息支持，2019年推出）、瑞影云（针对医学影像，2019年推出）和瑞智检（针对IVD，2021年推出）的“三瑞”IT系统。医院在采购时，可根据需求选择单独采购硬件或是硬件及相关三瑞IT系统的组合。“三瑞”系统是迈瑞在原本硬件销售基础上提供的信息及数据增值服务，可满足医院对于信息互联及管理的需求。目前“三瑞”系统在加速入院的过程中，后续或成为新的一个收入增长点：

- **瑞智联：**针对生命信息监测设备，可实现设备的信息互联，解决床旁设备信息孤岛、跨院区远程会诊、隔离病房查看、专家院外手机查看等临床上痛点，并可完成医疗数据自动采集，管理及分析。截至2021年底，瑞智联IT方案实现接单医院数量累计超过200家，其中2021年新增超过150家，装机医院包括北京协和、武汉同济、郑州大学第一附属医院等龙头医院；
- **瑞影云：**针对医学影像设备，可用于远程会诊、远程教学，病例讨论等场景。新冠疫情期间瑞影云协助多家医院实现远程会诊。截至2021年底，瑞影云实现累计装机超过1300套，2021年新增装机超过1100套；
- **瑞智检：**针对IVD检测仪器及试剂，可实现试剂管理从供应商到实验室库房、科室冰箱的全流程数字化管理，完成检测仪器状态、试剂准确性监测。截至2021年底已实现近60家医院装机，其中60%为三级医院。

图表 117: 迈瑞完整的硬件设备产线+“三瑞”IT系统可协助医院构建全院级别的医疗信息化平台



资料来源：公司资料、浦银国际

财务预测与估值

迈瑞已有较稳定的盈利能力，我们采用 PE 进行估值。参考迈瑞历史 PE 和可类比企业 PE，我们认为 **45x 2022E PE** 为较合理的估值系数，对应目标价 **390.0 元人民币**：

- 该目标估值倍数较迈瑞医疗过去 3 年平均估值水平低 0.4 个标准差（见 **图表 118**）；
- 该目标估值倍数相较 A 股医疗设备块过去 3 年平均 PE 估值倍数 40x 存在一定溢价（见 **图表 119**），主要反映迈瑞作为行业龙头享更确定的增长前景、更强的研发能力、更大的规模效应以及更加的出海能力；
- 目前海外龙头 PEG 中位数为 2.1x，迈瑞目标 PE 估值倍数对应约 1.9x PEG，综合考虑 A 股整体与欧美股市估值水平差异以及国产医疗器械可能面对的政策风险，我们认为该估值系数合理。

图表 118：迈瑞医疗 12 个月前瞻市盈率



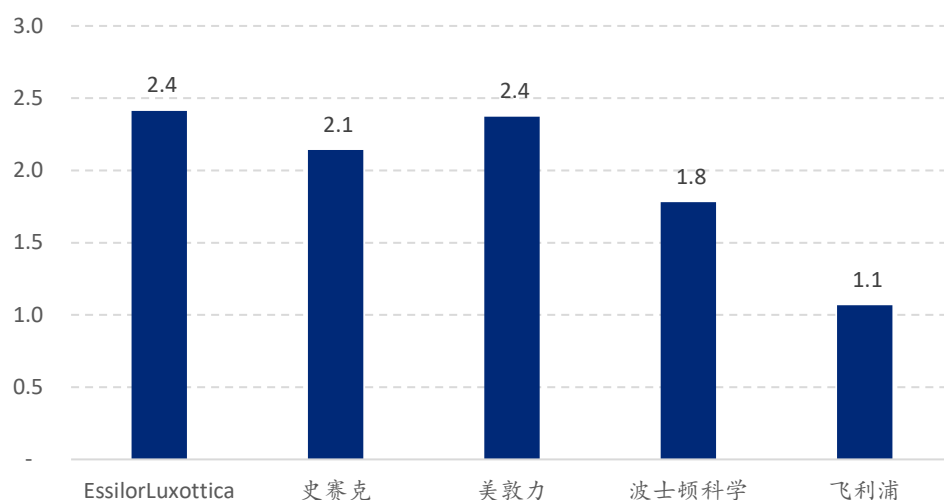
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 119: A 股医疗器械企业估值表

股票代码	公司名称	股价 (人民币)	市值 (人民币百 万)	过去 1 个 月股价变 动 (%)	年初至今 股价变动 (%)	12 个月滚动远期 市盈率		市盈率			EPS 同比变动				
						现值	3 年均 值	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E		
大型&家用设备															
300760 CH	迈瑞医疗	321.0	390,237	(6.2)	(15.7)	38.0	49.5	47.5	39.1	32.2	23.5	21.3	21.5		
002223 CH	鱼跃医疗	30.2	30,275	(5.4)	(20.1)	17.5	23.8	20.0	17.9	15.2	-13.9	11.8	18.2		
688301 CH	奕瑞科技	382.7	27,764	(2.9)	(23.0)	45.7	60.4	64.2	48.2	34.6	58.1	33.1	39.4		
300869 CH	康泰医学	41.0	16,458	16.1	1.0	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA		
301087 CH	可孚医疗	71.0	11,354	(7.8)	(10.1)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA		
300633 CH	开立医疗	29.7	12,781	4.8	(6.9)	40.8	45.8	55.4	42.3	33.8	547.5	30.9	25.2		
600055 CH	万东医疗	31.6	17,063	39.5	32.5	75.4	33.1	90.1	77.0	67.1	-15.0	17.1	14.6		
300206 CH	理邦仪器	12.2	7,074	2.2	(13.6)	NA	18.7	NA	NA	NA	NA	NA	NA		
300246 CH	宝莱特	19.1	3,330	(5.2)	(12.8)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA		
市值加权平均						38.5	47.8	48.4	39.8	32.6					
市值加权平均 (不含迈瑞)						41.0	40.4	52.7	42.5	34.1					
高值耗材															
300003 CH	乐普医疗	21.6	39,033	(10.5)	(4.4)	13.5	22.0	16.1	13.9	11.3	32.4	15.6	23.1		
688161 CH	威高骨科	57.1	22,852	(5.5)	(10.3)	NA	43.3	NA	NA	NA	NA	NA	NA		
688198 CH	佰仁医疗	173.7	16,751	(10.0)	(31.7)	126.9	169.4	294.4	135.7	90.9	0.0	116.9	49.2		
688617 CH	惠泰医疗	192.0	12,801	(11.2)	(31.4)	39.7	88.0	60.5	41.9	30.2	42.9	44.6	38.7		
002901 CH	大博医疗	47.6	19,264	(2.5)	(6.1)	20.9	36.3	26.8	21.6	17.4	17.4	24.4	23.7		
688016 CH	心脉医疗	193.6	13,935	(3.7)	(22.2)	31.7	65.6	45.4	33.3	24.7	43.2	36.4	34.9		
002382 CH	蓝帆医疗	14.0	14,058	(12.6)	(14.3)	7.6	12.4	3.1	7.6	8.0	151.1	-59.7	-4.9		
688108 CH	赛诺医疗	7.2	2,964	(8.7)	(11.9)	NA	191.3	NA	NA	NA	NA	NA	NA		
市值加权平均						39.3	63.2	73.5	41.6	29.8					
低值耗材															
300529 CH	健帆生物	46.9	37,762	(5.6)	(12.0)	22.4	43.3	31.7	23.5	17.4	34.4	34.7	35.5		
688029 CH	南微医学	149.6	20,009	(11.4)	(29.7)	35.2	63.1	55.5	37.1	27.0	37.8	49.6	37.3		
300677 CH	英科医疗	53.0	29,117	(10.2)	(8.4)	11.5	15.7	3.9	12.1	9.0	-6.6	-67.9	34.0		
605369 CH	拱东医疗	141.2	15,908	2.4	(1.4)	33.1	33.4	50.4	34.4	26.9	12.6	46.5	28.0		
市值加权平均						23.5	37.8	31.4	24.6	18.4					
IVD															
603392 CH	万泰生物	244.3	148,312	4.2	10.3	56.9	90.6	91.1	60.3	42.4	131.8	51.2	42.1		
300832 CH	新产业	37.8	29,751	(12.8)	(14.1)	20.1	39.4	29.0	20.9	16.2	4.3	38.6	29.2		
603658 CH	安图生物	48.9	28,680	(5.8)	(11.2)	20.8	41.3	28.1	21.6	17.0	30.2	30.2	27.0		
002030 CH	达安基因	18.4	25,767	(4.1)	(8.5)	NA	37.2	NA	NA	NA	NA	NA	NA		
688289 CH	圣湘生物	51.0	20,396	(8.0)	(13.6)	NA	17.2	NA	NA	NA	NA	NA	NA		
688298 CH	东方生物	232.1	27,847	(3.3)	0.7	4.8	8.4	5.4	4.5	7.7	200.7	18.8	-41.2		
300685 CH	艾德生物	56.6	12,545	(9.7)	(25.1)	36.1	56.9	50.7	37.6	29.2	36.2	34.8	28.8		
300463 CH	迈克生物	27.3	16,702	(4.2)	(6.6)	12.2	24.0	15.2	12.6	10.2	25.5	20.3	24.1		
300482 CH	万孚生物	38.3	17,037	(6.2)	(2.8)	16.7	32.1	21.6	17.4	13.7	23.3	24.2	27.1		
300298 CH	三诺生物	23.6	13,329	(10.1)	(21.1)	27.9	32.1	37.8	28.8	23.4	87.1	31.2	23.2		
688575 CH	亚辉龙	44.1	17,848	27.4	27.6	46.6	34.8	72.2	49.5	34.4	NA	45.9	43.8		
市值加权平均						38.1	60.0	58.9	40.2	29.4					
A 股医疗器械市值加权平均						36.9	52.2	52.5	38.5	29.8					

*E=Bloomberg 一致预期; 数据截至 2022 年 2 月 21 日; 资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 120: 医疗器械海外龙头 PEG



资料来源: Bloomberg、浦银国际

财务预测核心假设

受益于医疗新基建、进口替代、海外市场驱动以及高端器械品类渗透率提升,我们预计迈瑞营业收入 2020-23E CAGR 22%, 同期归母净利润 CAGR 达 25%。分业务板块看:

- **生命信息与支持类:** 预计板块国内收入将持续受益于医疗新基建带动的 ICU 相关产品订单增加, 海外收入则受益于对高端市场的不断渗入以及对新兴市场需求的不断覆盖, 预计板块收入 2020-23E CAGR18%, 毛利率基本稳定在 67-68% 区间;
- **体外诊断类:** 在完成对 Hytest 的收购后有望补强 IVD 上游核心原料自研自产能力, 支撑高端产品研发, 逐渐缩小与海外龙头的技术差距, 爆款产品如 BC-7500CRP 的持续放量有望拉动板块收入增长, 预计板块收入 2020-23E CAGR 26%, 毛利率预计维持在 60-62% 区间;
- **医学影像类:** 预计彩超业务将继续补充高端及超高端产品线, 预计板块收入 2020-23E CAGR 24%, 毛利率维持在 66-68% 区间。

图表 121: 迈瑞医疗核心财务预测

(人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
各业务板块收入预测					
生命信息与支持类收入	6,340.9	10,006.0	11,287.7	13,526.0	16,296.6
YoY	21.4%	57.8%	12.8%	19.8%	20.5%
占总收入比例	38.3%	47.6%	44.4%	43.4%	42.8%
COGS	(2,184.0)	(3,204.1)	(3,665.4)	(4,414.7)	(5,286.3)
毛利	4,156.9	6,801.9	7,622.3	9,111.2	11,010.3
GPM	65.6%	68.0%	67.5%	67.4%	67.6%
体外诊断类收入					
体外诊断类收入	5,813.9	6,646.1	8,396.9	10,507.1	13,288.2
YoY	25.7%	14.3%	26.3%	25.1%	26.5%
占总收入比例	35.1%	31.6%	33.0%	33.7%	34.9%
COGS	(2,178.6)	(2,676.6)	(3,357.5)	(4,108.2)	(5,076.6)
毛利	3,635.4	3,969.5	5,039.4	6,398.9	8,211.5
GPM	62.5%	59.7%	60.0%	60.9%	61.8%
医学影像类收入					
医学影像类收入	4,039.4	4,196.3	5,477.5	6,790.6	8,065.2
YoY	12.3%	3.9%	30.5%	24.0%	18.8%
占总收入比例	24.4%	20.0%	21.5%	21.8%	21.2%
COGS	(1,275.7)	(1,419.1)	(1,794.9)	(2,187.0)	(2,579.0)
毛利	2,763.7	2,777.3	3,682.6	4,603.6	5,486.2
GPM	68.4%	66.2%	67.2%	67.8%	68.0%
其他主营业务收入					
其他主营业务收入	325.3	132.6	271.8	353.3	423.9
YoY	23.5%	-59.3%	105.0%	30.0%	20.0%
COGS	(105.8)	(50.1)	(100.6)	(130.7)	(156.9)
毛利	219.5	82.5	171.2	222.6	267.1
GPM	67.5%	62.2%	63.0%	63.0%	63.0%
核心财务预测					
营业收入	16,556.0	21,025.8	25,442.0	31,185.9	38,083.8
同比变动	20.4%	27.0%	21.0%	22.6%	22.1%
毛利润	10,800.9	13,659.8	16,520.7	20,342.1	24,981.4
毛利率	65.2%	65.0%	64.9%	65.2%	65.6%
营业利润	5,378.8	7,455.2	9,633.8	12,031.2	14,834.2
营业利润率	32.5%	35.5%	37.9%	38.6%	39.0%
同比变动	25.7%	38.6%	29.2%	24.9%	23.3%
归母净利润	4,680.6	6,657.7	8,415.1	10,509.5	12,958.0
归母净利率	28.3%	31.7%	33.1%	33.7%	34.0%
同比变动	25.8%	42.2%	26.4%	24.9%	23.3%

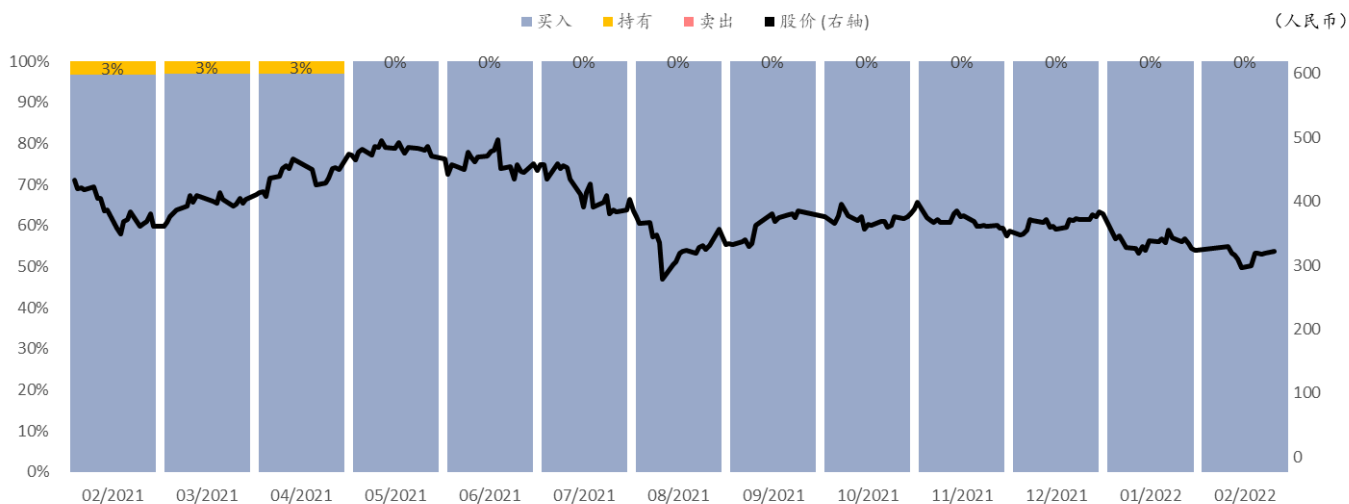
资料来源: 公司数据、浦银国际

投资风险

- **医疗器械集采降价幅度超出预期。**集采为 2022 年器械板块面对的最大不确定性，若后续器械集采降价幅度偏大，且涉及迈瑞核心销售品类，则可能对迈瑞收入增速产生影响。
- **医疗新基建推进速度放缓。**疫情期间税收减少，或对短期政府投入产生一定影响，若政府投入放缓，医疗新基建推进速度将受到负面影响，影响对医疗器械产品需求。
- **地缘政治风险。**海外市场为迈瑞重点发展方向之一，若地缘政治风险加剧，海外监管机构出台不利于中国医疗器械企业海外运营的政策，或对迈瑞产生一定影响。
- **研发放缓，产品竞争力未如预期提升。**若迈瑞未如预期持续对研发进行投入并完善高端产品线布局，则后续或对迈瑞国内外收入增速均产生负面影响。

SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 122: 迈瑞医疗市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 123: 迈瑞医疗 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 470.0 人民币

概率: 30%

- 2020-23E 收入复合增速 >25%;
- 毛利率提升至 67%;
- 2020-23E 归母净利润复合增速 >30%;

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 270.0 人民币

概率: 20%

- 2020-23E 收入复合增速 <16%;
- 毛利率降低至 64%;
- 2020-23E 归母净利润复合增速 <20%;

资料来源: 浦银国际

图表 124: SPDBI 目标价: 迈瑞医疗



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 125: SPDBI 医疗行业覆盖公司

股票代码	公司	现价(LC)	评级	目标价(LC)	评级及目标价发布日期	行业
2359 HK Equity	药明康德	106.0	买入	224.0	2022年2月16日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	98.2	买入	198.0	2022年2月16日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	92.8	买入	202.6	2021年8月30日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	115.6	买入	208.5	2021年8月30日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	62.5	买入	155.0	2021年8月24日	CRO/CDMO
241 HK Equity	阿里健康	5.9	持有	7.7	2021年12月22日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安健康	24.8	持有	28.5	2022年1月27日	互联网医疗
1952 HK Equity	云顶新耀	24.8	买入	84.4	2021年12月17日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	56.0	买入	135.0	2022年2月21日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	455.0	买入	974.0	2021年12月10日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	4.9	买入	25.2	2021年6月28日	生物科技
1177 HK Equity	中国生物制药	5.6	买入	9.1	2021年12月30日	制药
300760 CH Equity	迈瑞医疗	321.0	买入	390.0	2022年2月22日	医疗器械

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 2022 年 2 月 21 日收盘价

公司背景

● 公司介绍

迈瑞总部位于深圳，为我国医疗器械生产的龙头企业。公司主营业务覆盖生命信息与支持、体外诊断、医学影像三大医疗器械领域，并逐步拓展至动物医疗、微创外科、骨科耗材等领域。迈瑞于 1991 年建立，并于 2006 年作为中国首家医疗设备企业在美国纽约证券交易所成功上市。公司于 2016 年完成私有化于纽交所退市，并于 2018 年 10 月成功登陆深交所创业板。

目前迈瑞在中国有超过 30 个省市自治区设有分公司，境外拥有 39 家子公司，在全球设有 9 个研发中心。全球员工过万人，其中研发人员占比近 26%，外籍员工超过 12%，来自全球 30 多个国家及地区，形成了庞大的全球研发、营销和服务网络。

在**生命信息与支持领域**，公司产品包括监护仪、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、以及手术室/重症监护室（OR/ICU）整体解决方案等一系列用于生命信息监测与支持的仪器和解决方案的组合，以及包括外科腔镜摄像系统、冷光源、气腹机、光学内窥镜、微创手术器械及手术耗材等产品在内的微创外科系列产品。

在**体外诊断领域**，公司为实验室、诊所和医院提供一系列全自动及半自动的体外诊断产品，主要包括血液细胞分析仪、生化分析仪、化学发光免疫分析仪、凝血分析仪、尿液分析仪、微生物诊断系统等及相关试剂，通过人体的样本（如血液、体液、组织等）的检测而获取临床诊断信息。针对 2020 年突然爆发的新冠疫情，公司推出了灵敏度高特异性好的新冠 IgG/IgM 抗体检测试剂产品。

在**医学影像领域**，公司产品包括超声诊断系统、数字 X 射线成像系统和 PACS。在超声诊断系统领域，为医院、诊所、影像中心等提供从高端覆盖到低端的全系列超声诊断系统，以及逐步细分应用于放射、妇产、介入、急诊、麻醉、重症、肝纤等不同临床专业的专用解决方案。在数字 X 射线成像领域，公司为放射科、ICU、急诊科提供包括移动式、双立柱式和悬吊式在内的多种数字化成像解决方案。

● 前十大股东

图表 126: 迈瑞医疗主要股东

	主要股东	占比(%)
1	SMARTCO DEVELOP LTD	26.9
2	MAGNIFICE HK LTD	24.4
3	香港中央结算有限公司	8.8
4	EVER UNION HK LTD	4.4
5	SZ RUILONG CONS SERV PAR	3.4
6	SZ RUIFU MGMT CONS PAR ENT	3.2
7	景顺有限公司	2.2
8	摩根大通	1.3
9	SZ RUIJIA MGMT CONS PAR	1.3
10	汇添富	1.2

注: 数据截至 2022 年 2 月 21 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

● 公司历史

图表 127: 迈瑞医疗发展里程碑

时间	里程碑
1991 年	武汉中科技技术条件服务中心与香港长润企业有限公司合资成立迈瑞电子
1992 年	推出了公司的第一款自研产品, 也是中国第一台血氧饱和度监护仪
1998 年	推出中国第一台三分类准全自动血液细胞分析仪, 产品逐步向体外诊断领域扩展
2001 年	推出中国第一台全数字黑白超声, 进一步进入医学影像领域
2006 年	作为中国首家医疗设备企业在美国纽约证券交易所成功上市
2008 年	收购美国 Datascope 生命信息监护业务, 跻身全球监护领域第三大品牌
2013 年	收购 Zonare
2016 年	完成私有化, 从美国纽约证券交易所退市
2018 年	2018 年 10 月 16 日, 于深交所创业板上市
2021 年	以 5.45 亿欧元收购芬兰 Hytest Invest Oy 及其下属子公司

资料来源: 公司公告、浦银国际

● 公司管理层

图表 128: 迈瑞医疗管理层

姓名	职位	履历
李西廷	公司创始人、董事长	1951 年出生，新加坡国籍。毕业于中国科技大学物理系低温物理专业。现任迈瑞医疗董事长，主持创办迈瑞医疗。1976 年至 1981 年任职于武汉物理研究所从事物理研究工作，1981 年至 1984 年任职于法国科学研究中心担任访问学者，1984 年至 1987 年任职于武汉物理研究所从事物理研究工作，1987 年至 1991 年任职于深圳安科高技术有限公司。于 1991 年主持创办迈瑞电子，于 1999 年主持创办迈瑞有限，自 1999 年起历任迈瑞医疗董事、总经理，迈瑞国际董事、总裁及联席首席执行官、执行董事会主席。
徐航	公司创始人、董事	1962 年出生，中国（香港）国籍。先后获得清华大学计算机学士学位、清华大学电机工程系硕士学位、中欧商学院 EMBA 学位。现任迈瑞医疗董事，为迈瑞医疗创始人之一。1987 年至 1991 年任职于深圳安科高技术有限公司。于 1991 年共同发起创办迈瑞电子，于 1999 年共同发起创办迈瑞有限，自 1999 年起历任迈瑞医疗董事、迈瑞国际董事会主席。
成明和	副董事长	1961 年出生，中国（香港）国籍。毕业于上海交通大学，获得生物医学工程专业学士及硕士学位。现任迈瑞医疗副董事长，为迈瑞医疗创始人之一。1988 年至 1991 年任职于深圳安科高技术有限公司。1991 年至 1997 年于迈瑞电子担任副总裁，1998 年至 2000 年于深圳市雷杜仪器有限公司担任副总裁，自 2000 年起历任迈瑞国际营销副总裁、战略发展执行副总裁、首席战略官、联席首席执行官，2016 年 3 月至 2020 年 11 月任迈瑞医疗总经理，2016 年 3 月起任迈瑞医疗董事。
吴昊	董事、总经理	1972 年出生，中国国籍，无境外永久居留权。毕业于北京大学光华管理学院，高级管理人员工商管理硕士。现任迈瑞医疗董事、总经理。1995 年至 1999 年任职于迈瑞电子，自 1999 年起历任迈瑞医疗大区副经理、国内营销系统销售总监、副总经理、常务副总经理，迈瑞国际副总裁、高级副总裁、常务副总经理。
郭艳美	董事、常务副总经理	1963 年出生，中国国籍，无境外永久居留权。毕业于西安电子科技大学，学士。现任迈瑞医疗董事、常务副总经理。1986 年至 1996 年任职于电子部第四十三研究所从事科研工作，1996 年至 1999 年任职于迈瑞电子从事技术和管理的工作，自 1999 年起历任迈瑞医疗项目经理、部门经理、研发总监、研发副总经理、副总经理，迈瑞国际高级副总裁、生命信息与支持事业部总经理、副总经理。
李在文	高级副总经理	1974 年出生，中国国籍，无境外永久居留权。毕业于重庆工商大学，国际市场营销专业、经济学学士。现任迈瑞医疗高级副总经理，负责国内营销系统与国际营销系统的管理。自 1999 年起历任迈瑞医疗销售工程师、成都办事处主任、西南地区经理、国内检验销售总监；迈瑞医疗副总裁、高级副总裁、国内营销系统总经理等职务。
李文楣	董事会秘书兼董事会办公室主任、资本市场总经理	1980 年出生，中国（香港）国籍。毕业于北京大学，社会学系学士。现任迈瑞医疗董事会秘书兼董事会办公室主任、资本市场总经理。自 2007 年起历任迈瑞国际投资者关系经理、投资者关系总监、财务管理部总监、副首席财务官、首席投资官兼战略发展部副总经理、战略发展部总经理等职务。

资料来源：公司资料、浦银国际

● 财务报表

图表 129: 迈瑞医疗利润表

(百万人民币)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	16,556	21,026	25,442	31,186	38,084
营业成本	-5,755	-7,366	-8,921	-10,844	-13,102
毛利润	10,801	13,660	16,521	20,342	24,981
税金及附加	-212	-218	-280	-343	-419
销售费用	-3,606	-3,612	-3,816	-4,569	-5,579
管理费用	-765	-897	-1,145	-1,497	-1,828
研发费用	-1,466	-1,869	-2,163	-2,776	-3,466
财务费用	408	61	82	207	304
其他收益	385	476	560	805	983
投资净收益	0	-4	-3	-3	-3
公允价值变动净收益	0	0	-7	-14	-15
资产减值损失	-157	-110	-80	-75	-77
信用减值损失	-9	-30	-40	-49	-50
资产处置收益	-1	-2	5	3	3
营业利润	5,379	7,455	9,634	12,031	14,834
营业外收入	39	54	25	31	38
营业外支出	-50	-70	-38	-47	-57
利润总额	5,368	7,438	9,621	12,016	14,815
所得税	-683	-779	-1,203	-1,502	-1,852
净利润	4,685	6,660	8,418	10,514	12,963
减: 少数股东损益	4	2	3	4	5
归属于母公司所有者的净利润	4,681	6,658	8,415	10,509	12,958

E=浦银国际预测

资料来源: 公司年报、浦银国际

图表 130: 迈瑞医疗资产负债表

(百万人民币)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	14,273	15,865	13,717	18,705	26,238
现金及等价物	14,094	15,723	13,575	18,562	26,096
其他	179	142	142	142	142
应收票据及应收账款	1,695	1,539	2,161	2,649	3,235
存货	2,265	3,541	3,515	4,273	5,163
其他流动资产	491	687	859	915	982
流动资产合计	18,724	21,632	20,252	26,541	35,618
固定资产	2,684	3,199	3,525	3,668	3,796
在建工程	975	930	1,200	1,200	1,200
无形资产	953	1,145	2,079	2,059	2,043
商誉	1,301	1,225	4,400	4,400	4,400
其他非流动资产	996	5,176	5,749	5,748	5,747
非流动资产合计	6,910	11,675	16,953	17,075	17,186
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1,244	1,500	1,882	2,288	2,764
合同负债	0	3,293	2,000	2,000	2,000
应付职工薪酬	1,311	1,517	2,163	2,651	3,237
应交税费	291	347	530	530	530
其他应付款	1,038	1,239	1,239	1,239	1,239
其他流动负债	1,159	340	380	300	300
流动负债合计	5,043	8,236	8,193	9,007	10,070
长期借款	0	0	0	0	0
长期应付职工薪酬	1,424	1,389	1,272	1,559	1,904
其他非流动负债	550	391	750	750	750
非流动负债合计	1,974	1,780	2,022	2,309	2,654
实收资本(或股本)	1,216	1,216	1,216	1,213	1,213
资本公积金	8,171	8,153	7,153	6,155	6,155
其它综合收益	-1	-123	-223	-223	-223
盈余公积金	608	608	608	608	608
未分配利润	8,600	13,424	18,221	24,526	32,301
少数股东权益	24	13	16	20	26
所有者权益合计	18,617	23,290	26,990	32,300	40,080

E=浦银国际预测

资料来源: 公司年报、浦银国际

图表 131: 迈瑞医疗现金流量表

(百万人民币)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	4,685	6,660	8,418	10,514	12,963
固定资产折旧	254	299	331	362	376
无形资产摊销	140	173	176	320	317
财务费用	-7	205	-82	-207	-304
存货的减少	-707	-1,448	25	-758	-890
经营性应收项目的减少	-312	-3	-857	-546	-655
经营性应付项目的增加	554	2,827	910	1,181	1,408
其他	115	158	-1,240	-80	0
经营活动产生的现金流量净额	4,722	8,870	7,682	10,785	13,215
资本开支	-777	-1,183	-950	-800	-800
其他	-1	-4,008	-4,243	-1	-1
投资活动产生的现金流量净额	-778	-5,191	-5,193	-801	-801
取得借款收到的现金	0	0	0	0	0
偿还债务支付的现金	0	0	0	0	0
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-1,216	-1,824	-3,536	-3,996	-4,880
其他	-26	-30	-1,101	-1,000	0
筹资活动产生的现金流量净额	-1,242	-1,853	-4,637	-4,996	-4,880
现金及现金等价物净增加额	2,726	1,628	-2,148	4,988	7,534
期初现金及现金等价物余额	11,368	14,094	15,723	13,575	18,562
期末现金及现金等价物余额	14,094	15,723	13,575	18,562	26,096

E=浦银国际预测

资料来源: 公司年报、浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团 - 浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此，浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(兆科眼科 6622.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”：未来 12 个月，预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”：未来 12 个月，预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”：未来 12 个月，预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义（相对于 MSCI 中国指数）：

“超配”：未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”：未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”：未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明：(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关；(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第 571 章））内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com

852-28086467

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com

852-28086474

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-28086475

浦银国际证券有限公司

SPDBInternationalSecuritiesLimited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

