

迈瑞医疗 (300760.SZ)

2022年04月30日

“医疗新基建+海外拓展”双轮驱动，国产器械龙头加速迈向新台阶

投资评级：买入（首次）

——公司首次覆盖报告

日期	2022/4/29
当前股价(元)	312.50
一年最高最低(元)	502.00/276.31
总市值(亿元)	3,788.88
流通市值(亿元)	3,788.88
总股本(亿股)	12.12
流通股本(亿股)	12.12
近3个月换手率(%)	19.23

蔡明子（分析师）

caimingzi@kysec.cn

证书编号：S0790520070001

● **医疗新基建和海外开拓带来确定性营收增量，首次覆盖，给予“买入”评级**
2020年以来，随着国内医疗新基建政策红利频繁显现，包括ICU病房建设、公立医院新改扩建、千县工程等一系列医疗新基建项目，有望为公司带来近500亿可及市场增量。同时，公司实现海外累计近2000家高端医院的突破，通过对营销体系优化和加大本地化合作，有望在新兴国家市场加速业绩增长。我们预计公司2022-2024年归母净利润为98.7/121.8/149.0亿元，EPS分别为8.14/10.05/12.29元，当前股价对应PE分别为38.4/31.1/25.4倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● **总结全球医疗器械巨头国际化之路，公司正在创新性践行全球化战略**

通过总结全球医疗器械巨头的国际化、本土化历程，如在经营布局方面，将重要生产、研发、采购等环节适时转移到目标市场；在经营管理方面，构建事宜赋权当地实体的组织架构，积极吸纳当地优秀人才进入核心管理层；在国际合作方面，与本土上下游企业开展广泛深度合作等。我们认为公司正在创新性践行全球化战略，在发达国家市场通过并购，实现全本地员工运营，品牌推广加速；在新兴国家市场，通过与当地企业合作或当地建厂，打通产业上下游，协同化发展。

● **传统业务稳中求进，高端市场不断突破，种子业务协同多元化发展**

公司秉持自身产品发展逻辑，围绕三大领域不断拓展壮大。（1）生命信息与支持领域。公司龙头地位稳固，监护仪、呼吸机等作为医疗新基建的最大受益业务板块，业务增量确定性强。（2）体外诊断领域。持续发力高端市场，三级医院市占率逐年提升。收购化学发光原料供应商海肽生物，实现核心原料自研自产。

（3）在医疗影像领域。公司进一步巩固中低端市场的竞争壁垒，在高端、超高端领域加速替代进口份额。（4）精心布局四大高潜业务。成长空间广阔，与传统业务高效协同，尤其动物医疗领域，未来收入有望贡献持续攀升。

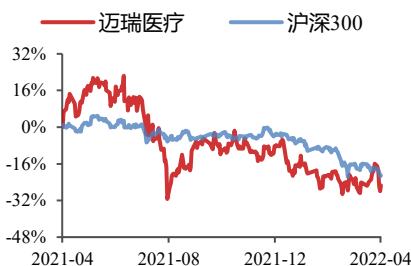
● **风险提示：**行业集采，产品推广不及预期，疫情带来的常规业务不及预期风险。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	21,026	25,270	30,926	38,112	46,262
YOY(%)	27.0	20.2	22.4	23.2	21.4
归母净利润(百万元)	6,658	8,002	9,868	12,182	14,898
YOY(%)	42.2	20.2	23.3	23.5	22.3
毛利率(%)	65.0	65.0	64.5	64.2	64.1
净利率(%)	31.7	31.7	31.9	32.0	32.2
ROE(%)	28.6	29.7	30.3	28.9	27.5
EPS(摊薄/元)	5.49	6.60	8.14	10.05	12.29
P/E(倍)	56.9	47.4	38.4	31.1	25.4
P/B(倍)	16.3	14.1	11.6	9.0	7.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源：聚源

目 录

1、三十载砥砺前行，全球医械前十指日可待	5
1.1、深耕细作，创新及国际化成就行业龙头	5
1.2、秉持自身产品逻辑，三大领域协同发展	7
1.2.1、生命信息与支持领域，致力覆盖围手术期需求	7
1.2.2、体外诊断领域，满足多样临床检测需求	8
1.2.3、医学影像领域，合理布局满足市场需求	10
1.3、股权结构稳定，核心员工充分激励	11
1.4、持续高研发投入，锻造强大产品力	12
1.5、新基建促进市场扩容，常规需求恢复带动业务增长	13
1.6、国际国内，双轮驱动业绩增长	14
1.7、经营效率持续提升，盈利能力稳步改善	14
2、医疗器械赛道景气依旧，政策利好国产龙头企业	15
2.1、全球医疗器械市场规模稳定增长，市场天花板较高	15
2.2、国内医械市场增速高于全球，成长空间较大	15
2.3、政策激励行业长期向好，助力优质国内企业挺立潮头	16
3、“医疗新基建+海外拓展”助力国产医械龙头腾飞	18
3.1、医疗新基建促进市场扩容，迈瑞医疗成最大受益厂家	18
3.2、公司在海外新兴市场积极布局，有望延续中国道路	26
3.2.1、公司销售网络遍布全球，国际新兴市场增速有望超越国内	26
3.2.2、国际巨头的启示：坚持本地化运营，不断渗透升级客户群体	29
4、以三大产线为根基，稳健拓展高潜新业务	32
4.1、生命信息与支持：龙头地位稳固，市场份额稳步提升	32
4.1.1、监护仪：国内第一，全球第三，有望维持全球领先	32
4.1.2、麻醉机：高端产品持续发力，市场份额持续提升	34
4.1.3、除颤仪：率先打破进口垄断，国内市场空间较大	36
4.1.4、呼吸机：疫情常态化，国内外销量快速提升	37
4.1.5、灯床塔：市占率稳步提升，全面布局加速突破	38
4.2、体外诊断：市占率稳步提升，有望成为业绩增长新星	40
4.2.1、血液细胞诊断：国内龙头，市占率有望提升	41
4.2.2、生化分析诊断：市场格局分散，持续发力高端产品	43
4.2.3、化学发光免疫诊断：并购上游企业降本增效，未来有望高速增长	44
4.3、医学影像：销售额突破，快速占领高端市场	45
4.3.1、超声诊断设备：彩超行业龙头，发力高端	46
4.3.2、X射线成像系统：中低端市场份额占据，有望高端化抢占市场	47
4.4、种子业务：提前布局公司新增长点	49
4.4.1、微创外科：聚焦硬镜，国内增长前景广阔	49
4.4.2、动物医疗：迁移技术优势，提前布局宠物医疗市场	50
4.4.3、AED：政策落实助力行业扩容，技术优势有望引领行业	51
4.4.4、骨科市场景气度高，业务布局谋求增长	53
5、盈利预测与投资建议	54
5.1、收入模型关键假设：	54
5.2、盈利预测和估值	55
6、风险提示	55

图表目录

图 1: 迈瑞医疗 30 载, 国内国际高速发展	5
图 2: 公司三十载逐步完善产品布局, 国内国际市场地位提升	7
图 3: 公司生命信息与支持领域产品线不断丰盈, 致力于覆盖围术期	7
图 4: 瑞智联系统实现设备间的互联互通和数据采集	8
图 5: 瑞智联构建设备全息数据库, 助力大数据科研	8
图 6: 公司体外诊断产品线覆盖常规检验项目	9
图 7: 迈瑞智检实验室提升效率、推进智能化学学科建设、促进创新化融合发展	10
图 8: 公司医学影像产品包括超声、XR, 并推出“瑞影云++”影像云服务平台	10
图 9: “瑞影云++”的 iSync 多路影音同步直播技术可实现高保真、高实时的超声影像采集与传输	11
图 10: “瑞影云++”的 u-Link 即时获取图像技术可一键快捷分享高清影像到终端设备	11
图 11: 公司股权集中, 董事与公司保持利益一致性	11
图 12: 公司设置有十大研发中心, 进行全球布局	12
图 13: 公司科研投入较大, 占营业收入比重维持在 10% 左右	13
图 14: 公司业务收入保持高速增长 (单位: 亿元)	13
图 15: 2021 年各业务稳步增长, 体外诊断和医学影像业务增速提升	13
图 16: 自 2019 年国际、国内市场双轮驱动业绩增长 (单位: 亿元)	14
图 17: 2019 年至 2020 年国际市场收入贡献攀升, 2021 年略有回落	14
图 18: 公司盈利能力稳步提升	15
图 19: 公司经营效率不断改善, 费用率呈下降趋势	15
图 20: 全球医疗器械市场有望保持稳定增长, 细分市场众多 (单位: 十亿美元)	15
图 21: 中国医疗器械市场增速高于全球, 市场成长空间较大	16
图 22: 公司海外市场规模稳步增长 (单位: 万元)	26
图 23: 海外各市场营收占比均衡	26
图 24: 2021 年亚太市场增速迅猛	27
图 25: 公司整体采取以经销模式为主导的销售模式	29
图 26: 2021 年公司生命信息与支持业务需求回落、增速略有放缓 (单位: 万元)	32
图 27: 公司生命信息与支持业务盈利能力不断改善	32
图 28: 2021 年监护仪生产量、销售量略有回落	33
图 29: 2017 年国内监护仪市场公司市占率达 64.80%	34
图 30: 2017 年全球监护仪市场公司市占率排名第三	34
图 31: 2017 年国内麻醉机市场公司市占率达 11%	35
图 32: 2019 年国内麻醉机市场公司市占率增至 29%	35
图 33: 近年间中国除颤仪市场增速均保持在 13% 以上	36
图 34: 公司目前推出了三款除颤监护仪产品及 PHEIS 远程数据传输系统	36
图 35: 公司除颤仪量带动收入高速增长	37
图 36: 中国呼吸机消费量快速增长	37
图 37: 我国百万人均呼吸机拥有量较欧美国家相比仍存在较大差距	37
图 38: 公司呼吸机推出 SV 系列和 NB 系列	38
图 39: 2019 年公司呼吸机在国内市场份额排名第二	38
图 40: 常规需求恢复带动灯床塔 2021 年销量增长	40
图 41: 2018 年国内灯床塔市场公司市场份额 12%	40
图 42: 全球体外诊断市场 2014-2019 年保持 4.87% 的复合增长率	41
图 43: 公司体外诊断业务 2016-2021 年复合增长率为 24.7% (单位: 万元)	41
图 44: 中国血液分析市场规模 2014-2019 年复合增长率为 11.94%	42

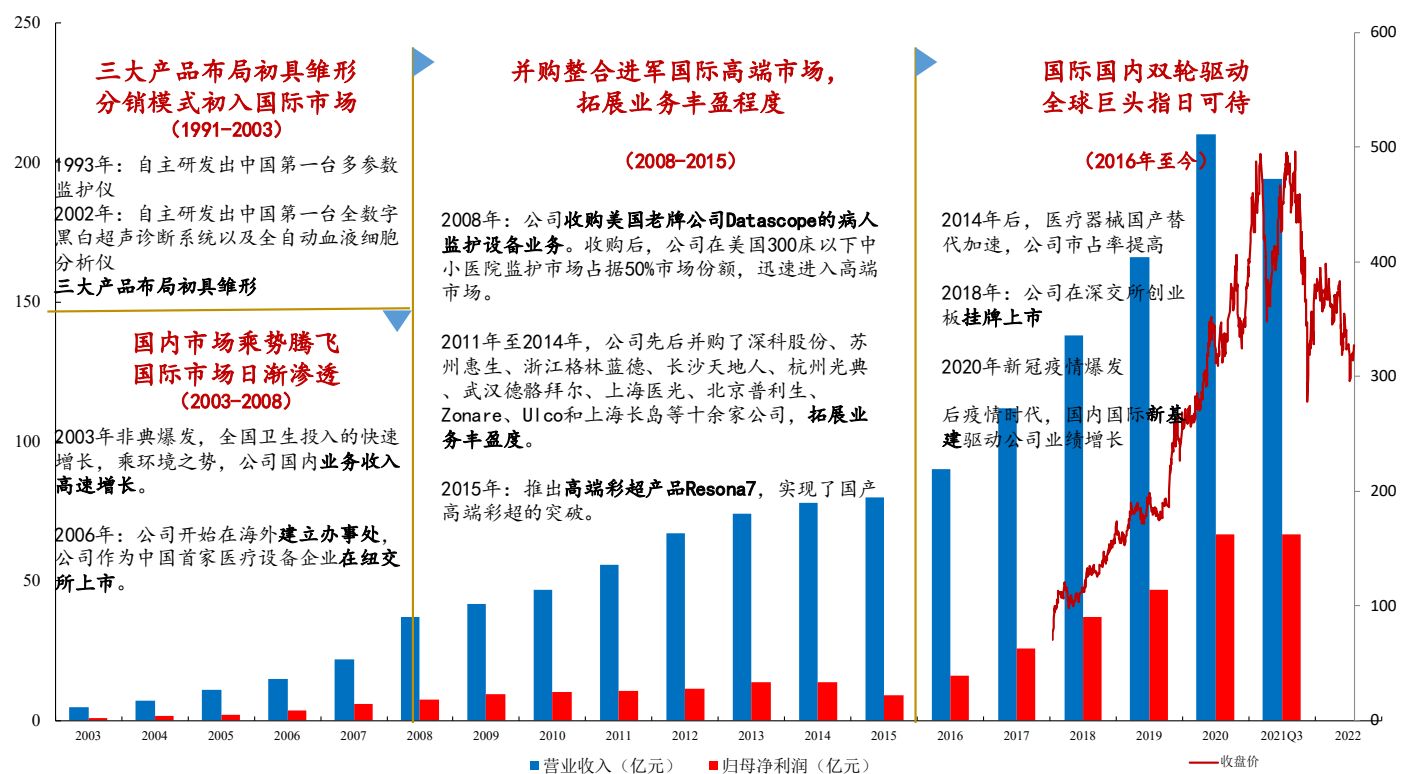
图 45: 2016 年公司在全球血液分析市场份额为 7%.....	42
图 46: 2016 年公司在全球血液分析市场份额排名第二.....	42
图 47: 公司在中国 2017 年生化分析仪市场占据 9%.....	44
图 48: 公司目前已推出多款全自动化学发光免疫分析仪.....	45
图 49: 中国化学发光市场国产率低, 公司 2018 年占据国内市场 3% 的市场份额.....	45
图 50: 公司彩超主导医学影像业务板块 (单位: 万元).....	46
图 51: 中国超声设备市场 2030 年预计将增长至 216.2 亿元, 复合增长率为 8.1%.....	46
图 52: 2021 年台式彩超公司销售数量居国内市场第一.....	47
图 53: 2021 年便携式彩超公司销售数量居国内市场第一.....	47
图 54: 2018 年国内公立医疗机构超声仪市场迈瑞医疗市占率第二.....	47
图 55: 迈瑞医疗在中低端市场占有率较 GE、飞利浦更胜一筹.....	47
图 56: 全球 XR 市场中亚太地区规模居首位.....	48
图 57: 中国 XR 市场增速高于全球.....	48
图 58: 公司在 2020 年常规 DR 中市占率为 5.3%.....	49
图 59: 公司在 2020 年移动 DR 中市占率排名第三.....	49
图 60: 中国宠物行业规模较大, 增速有望维持在 12% 左右.....	50
图 61: 中国每十万人 AED 配置数量远低于国际平均水平.....	52
图 62: 公司作为首个 AED 国产品牌, 目前已推出多款 AED 产品.....	52
图 63: 全球骨科耗材市场规模预计将达 650 亿美元.....	53
图 64: 中国骨科植入市场增速维持在 15% 左右.....	53
图 65: 2019 年我国创伤类市场行业较为分散.....	53
图 66: 2019 年我国脊柱类市场国产率 40.2%.....	53
表 1: DRG/DIP 作为两种按病种支付方式推动医保支付方式改革.....	17
表 2: 医保支付方式改革有序推进.....	17
表 3: 国家出台多项政策对医疗体系建设做出指示并给予财政支持.....	19
表 4: “十四五”优质高效医疗卫生服务体系建设利好医疗设备板块.....	20
表 5: 各省市加快推进医疗新基建.....	21
表 6: 公共卫生防控救治能力提升工程带来市场扩容.....	22
表 7: 重症监护病区建设带来医疗器械市场增量.....	23
表 8: 优质高效医疗卫生服务体系建设带来医疗器械市场扩容.....	23
表 9: 中医院建设提升对医疗设备需求增加.....	24
表 10: 中医院建设带来医疗器械市场扩容.....	25
表 11: 妇幼医院建设带来医疗器械市场扩容.....	25
表 12: 欧洲国家和地区纷纷加大医疗投入.....	27
表 13: 医疗公司国际化、本土化策略及启示.....	30
表 14: 公司监护产品种类齐全, 满足各种临床需求, 覆盖高中低全线市场.....	33
表 15: 公司麻醉机覆盖高端和中低端.....	35
表 16: 公司灯床塔布局全面, 产品性能好.....	39
表 17: 公司推出多款生化分析仪, 持续向高端发力.....	43
表 18: 公司在 XR 领域推出产品覆盖常规和移动数字 X 射线成像系统.....	48
表 19: 公司聚焦硬镜, 推出多款硬镜系统及瑞莱系列腹腔镜手术器械.....	50
表 20: 公司建立起围绕三大领域的较为完备的动物医疗线.....	51
表 21: 各省市部署 AED 配置计划.....	52
表 22: 公司营业收入预测.....	54
表 23: 可比公司估值情况 (截至 2022 年 4 月 29 日).....	55

1、三十载砥砺前行，全球医械前十指日可待

1.1、深耕细作，创新及国际化成就行业龙头

迈瑞医疗成立于1991年，主要从事医疗器械的研发、制造、营销及服务，公司的主营业务覆盖生命信息与支持、体外诊断、医学影像三大领域，通过前沿技术创新，提供更完善的产品解决方案，帮助世界改善医疗条件、提高诊疗效率。近年推出的“瑞智联”IT解决方案、“瑞影云++”影像云服务平台和“迈瑞智检”实验室IT解决方案合力构建“三瑞生态”，实现了公司从医疗器械产品供应商向智慧医疗方案商的蜕变。历经三十年，公司已经成为中国最大、全球领先的医疗器械以及解决方案供应商。

图1：迈瑞医疗30载，国内国际高速发展



资料来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

(1) 1991年至2002年：三大产品布局初具雏形，分销模式初入国际市场

公司由李西延先生、徐航先生、成明和先生等资深技术人士创立于1991年，成立第一年主要做监护产品代理，第二年即走上自主研发、自主品牌的道路。自1993年自主研发出中国第一台多参数监护仪，到2002年自主研发出中国第一台全数字黑白超声诊断系统以及全自动血液细胞分析仪，公司在生命信息与支持、体外诊断、医学影像三大领域产品布局初具雏形，也形成了以研究开发为核心竞争力的企业竞争优势。伴随国内市场日趋扩大，公司也极具前瞻性视野地开启全球化之旅，在国际市场采取分销模式，在欧美品牌不重视的中低端市场中不断提升渗透率。

(2) 2003年至2008年：国内市场乘势腾飞，国际市场日渐渗透

在2003年非典事件后，得益于国家对卫生事业建设重视程度的提升和全国卫生投入的快速增长，公司国内业务收入高速增长。同时，公司在国际市场的覆盖程度逐步加深，

2006 年开始在海外建立办事处，产品的高性价比和多赛道布局的规模效应使得公司国际市场渗透率不断加深、国际化水平日益提高。2006 年，公司作为中国首家医疗设备企业在纽交所上市。2007 年，公司海外收入首次超过国内且海外收入份额超国内的局面维持至 2015 年，国际化成功。

(3) 2008 年至 2015 年：并购整合进军国际高端市场，拓展业务丰盈程度

期间，公司采取并购整合作为成长战略之一。2008 年公司收购 Datascope，将其病人监护设备业务纳入旗下，这家老牌公司在美国监护仪市场份额仅次于 GE、飞利浦等巨头。收购后，公司在美国 300 床以下中小医院监护市场占据 50% 市场份额，迅速进入高端市场。2011 年至 2014 年，公司先后并购了深科股份、苏州惠生、浙江格林蓝德、长沙天地人、杭州光典、武汉德骼拜尔、上海医光、北京普利生、Zonare、Ulco 和上海长岛等十余家公司，在不断充盈三大产品线的同时也开始布局微创外科和骨科等种子业务。其中，公司在 2013 年收购美国超声诊断系统领先的 Zonare 公司，基于其先进技术，于 2015 年推出高端彩超产品 Resona7，实现了国产高端彩超的突破。

此阶段，公司在并购效率、标的数量、体量上均领先国内同行。并购战略，一方面实现了公司监护仪、超声等设备的高端化，以获取技术资源为主要目标，在壁垒较高、研发周期较长的中高端器械行业提升自身竞争力，并以此为契机成功突破国际高端市场；另一方面，公司产品线日渐充盈，全面覆盖三大领域，协同效应得以体现，提前布局的微创外科和骨科等业务也为公司提供了未来的新兴业务增长活力。

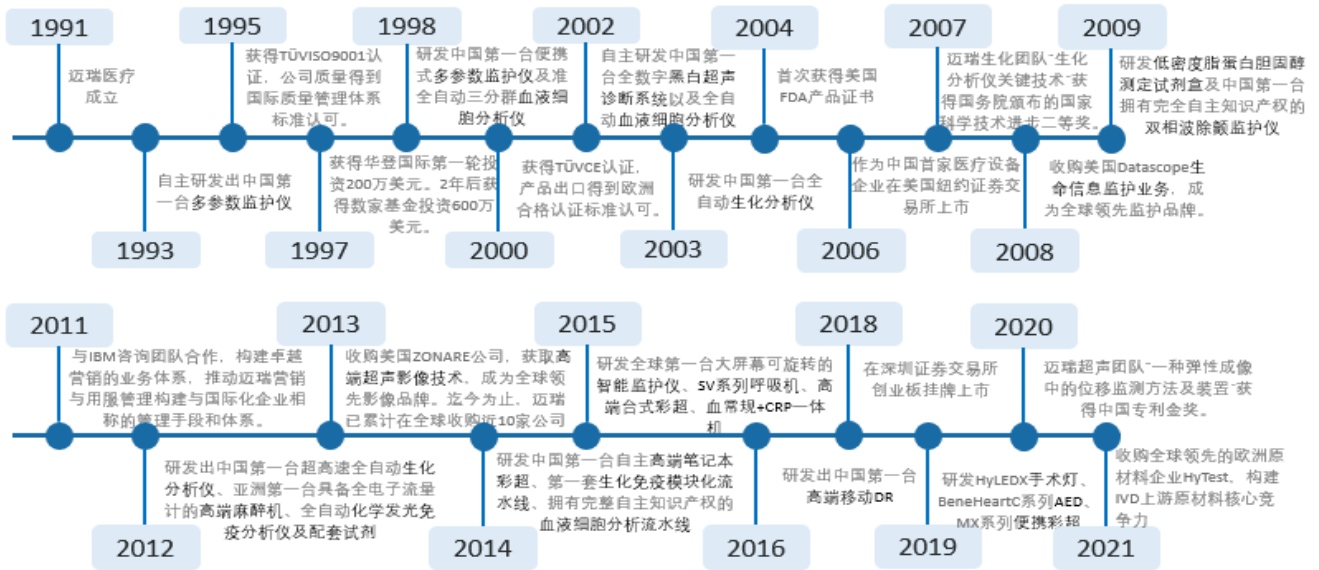
(4) 2016 年至今：国际国内双轮驱动，全球巨头指日可待

2016 年国务院发布的《“十三五”国家科技创新规划》中提出“加快推进数字诊疗装备国产化、高端化、品牌化”，国产替代逐渐加速，推动了国内业务的强势增长和公司在高端器械市场的占有率提升。2018 年，公司在深交所创业板挂牌上市，成为国内医疗器械行业龙头。

2020 年新冠疫情席卷全球，公司快速响应市场需求，基于事前原料战略储备迅速规模化复工复产，在国内市场和国际市场中快速提升。疫情暴露了国家的卫生领域短板，后疫情时代展开的医疗新基建进一步释放国际和国内市场需求。

在国际市场，得益于疫情提供的海外推广契机、成功的线上推广，凭借过硬的产品质量和专业的本地化售后支持，2021 年公司在国际市场完成了累计近 2000 家高端医院的突破，品牌推广提前了至少五年时间。公司预计未来三五年国际市场尤其是发展中国家整体增速还会继续保持，和中国市场并列成为公司增长双引擎。公司在海外市场中的成长空间广阔。2019 年公司收入体量为 24 亿美元，在全球医疗器械企业收入排名中为第 34 名。公司有望受“海外出口和国产替代”双轮驱动，增强其布局领域的全球领导力，短期目标成为全球医疗器械供应商前 20 名，长期进军前 10 名。

图2：公司三十载逐步完善产品布局，国内国际市场地位提升



资料来源：公司官网、开源证券研究所

1.2、秉持自身产品逻辑，三大领域协同发展

公司秉持自身产品发展逻辑，以客户需求为导向，综合考虑技术相关性和协同效应，围绕生命信息与支持、体外诊断以及医学影像三大领域不断拓展丰富，现已具备中国最全的产品线和满足医疗机构“一站式”临床需求的强大产品力。

1.2.1、生命信息与支持领域，致力覆盖围手术期需求

在生命信息与支持领域，公司自1993年推出自主研发的多参数监护仪，后相继推出的麻醉机、呼吸机、心电图机、手术床、手术灯、吊塔吊桥、输注泵、除颤仪、微创外科系列产品等，不断丰富产品线，致力于覆盖术前术中术后全过程，为手术室/重症监护室(OR/ICU)提供整体解决方案。

图3：公司生命信息与支持领域产品线不断丰盈，致力于覆盖围术期



资料来源：公司官网

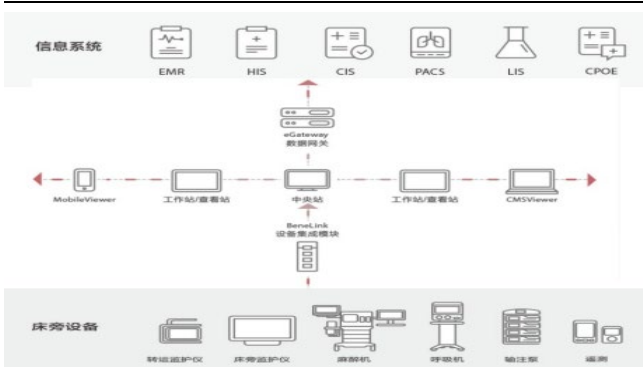
公司于2019年推出生命信息与支持业务板块的IT解决方案—瑞智联系统，通过信息化手段实现床旁设备互联、数据收集整理、设备全息数据库构建和数据查询与运用。

瑞智联系统实现互联设备，打破信息孤岛。通过物联网实现设备间的互联互通，通过统一的接头（BeneLink设备互联集成模块），将所有信息设备数据与医院设备管理系统对接，便利数据的收集整理。构建设备全息数据库，与医院已有的临床数据库互补并有机结合，进一步解决了设备信息孤岛的问题。

设备信息高效使用，改善临床工作与设备管理。瑞智联的管理中心可对患者床旁设备数据进行实时监控及报警，基于互联网移动端医生可随时查看病人数据，较大便利科室交接班和隔离病房查看，大大提升临床工作效率和病人监护安全性；数据系统性的收集整理和实时查询使得专家院外手机查看指导一线工作、跨院区远程会诊等更加便利；对设备基本信息的实时监控也有助于医院展开精细化设备管理，优化设备使用效率。

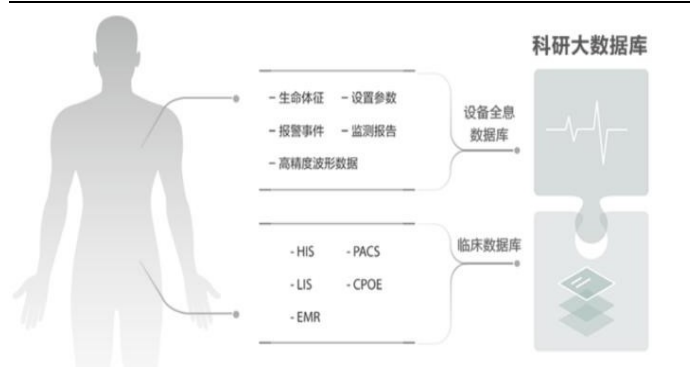
应用场景不断拓展，市场表现良好。依托公司产品线的全面布局优势，瑞智联不断拓展应用场景，目前已经推出包括全院、重症、围术期、急诊、心脏科、普护在内的多场景解决方案。该方案致力于通过信息化手段提升医疗机构管理和运营效率，被包括北京协和医院、天坛医院、上海中山医院、武汉同济医院等多家顶级医院采纳并装机完成。截至2021年底，方案实现签约医院数量累计超200家，2021年新增超150家。

图4：瑞智联系统实现设备间的互联互通和数据采集



资料来源：公司年报

图5：瑞智联构建设备全息数据库，助力大数据科研



资料来源：公司年报

1.2.2、体外诊断领域，满足多样临床检测需求

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仪器及相关试剂，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、微生物诊断系统等相关试剂覆盖常规八大检验项目。同时，依托完备的体外诊断仪器和试剂，公司还依据每一级医院不同的临床需求定制化打包解决方案，如迈瑞示范实验室、迈瑞标准实验室、迈瑞规范实验室。

图6：公司体外诊断产品线覆盖常规检验项目


资料来源：公司官网

基于公司五年间建立 20 家示范性实验室、200 家标准化实验室、200 家规范化实验室的实践经历，公司于 2021 年 3 月发布迈瑞智检实验室解决方案，在实现精益化效率提升——“检从容”的同时，推进智能化学科建设——“云智能”，促进创新融合发展——“瑞无界”。

迈瑞智检实验室实现“检从容”。医学实验室内人机料法环测等多项管理要素全流程物联网联动，基于此，推出质控管理系统，便于高效查验日常质控相关的仪器状态；推出试剂管理系统，实现了试剂管理从供应商到实验室库房、科室冰箱、检测系统的全流程数字化；推出智慧大屏，便利物联信息的智能实时分析和提醒、质控报告的智能汇总。

迈瑞智检实验室推动“云智能”、“瑞无界”。目前，公司正在血液细胞分析-推片机-阅片机流水线解决方案上构建云阅片和云智学系统，实现跨院区的云端专业交流社区和学习平台，推动“云智能”和“瑞无界”的发展完善。云阅片可促使总院和分院实验室、检验和临床的医师技师展开以疾病为中心的多学科融合交流，提升疑难阅片的报告能力，云智学可打破时空限制，使得医务工作人员动态自主安排学习。跨院区、跨学科，不断创新融合、拓展边界。

优化检测流程，市场认可度较高。迈瑞智检实验室解决方案较大优化了检测流程，提升管理质量，同时针对疑难阅片多学科融合交流，提升诊断水平。作为一套一体化检测系统+专业 IT 云的智慧诊疗整体方案，其优势显著，上市后获得了市场的认可，在全国实现近 60 家医院的装机，其中 60% 为三级医院，装机医院包括西安交大一附院附属长安医院、武汉科技大学附属天佑医院、四川省肿瘤医院、四川省人民医院东篱院区、深圳市妇幼保健院、深圳市第一人民医院等。

图7：迈瑞智检实验室提升效率、推进智能化学科建设、促进创新化融合发展



资料来源：公司年报

1.2.3、医学影像领域，合理布局满足市场需求

目前临床应用较广的医学影像设备包括 X 射线成像系统（XR）、计算机断层扫描（CT）、磁共振成像系统（MRI）和超声诊断系统四类。综合设备的应用领域、使用性质、成本和技术等，公司有所取舍、合理布局，聚焦超声诊断设备和 X 射线成像系统（XR），并推出“瑞影云++”影像云服务平台。

图8：公司医学影像产品包括超声、XR，并推出“瑞影云++”影像云服务平台

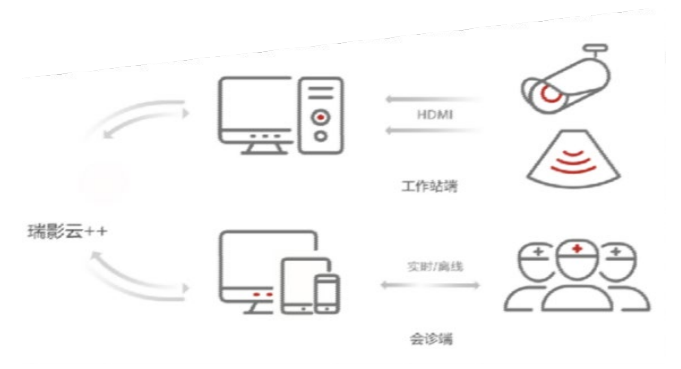


资料来源：公司官网

“瑞影云++”着力打造交互沟通平台。基于前期做好的相关远程产品的研发及布局，公司于2020年推出“瑞影云++”影像云服务平台，通过连接迈瑞影像设备和用户的云端生态应用平台，依托 iSync 多路影音同步直播技术和 u-Link 即时获取图像技术，实现“快、稳、真”的远程影像，为超声医疗工作者打造立体的交互沟通媒介。

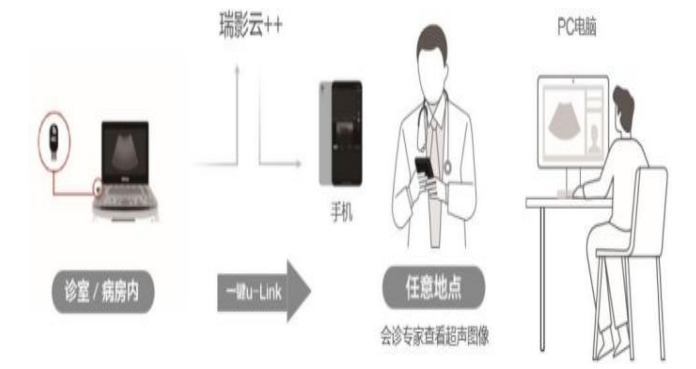
疫情加速平台优势凸显，远程交互提升诊疗水平。在疫情环境下，“瑞影云++”影像云服务平台的优势得以体现，普及得以加速推进，在医联体/连锁医疗机构超声远程质控、POC 科室与超声科业务整合的远程教学培训/会议、聚集病例讨论和云端课堂的研讨社区等多个应用场景中应用良好。此方案实现了超声医疗工作者基于病情的远程交互沟通，助力提升医共体/医联体整体诊疗水平，伴随着应用场景的扩展，在未来有利于进一步实现慢性病精细化管理、缓解医疗资源分布不均现状。

图9：“瑞影云++”的 iSync 多路影音同步直播技术可实现高保真、高实时的超声影像采集与传输



资料来源：公司年报

图10：“瑞影云++”的 u-Link 即时获取图像技术可一键快捷分享高清影像到终端设备



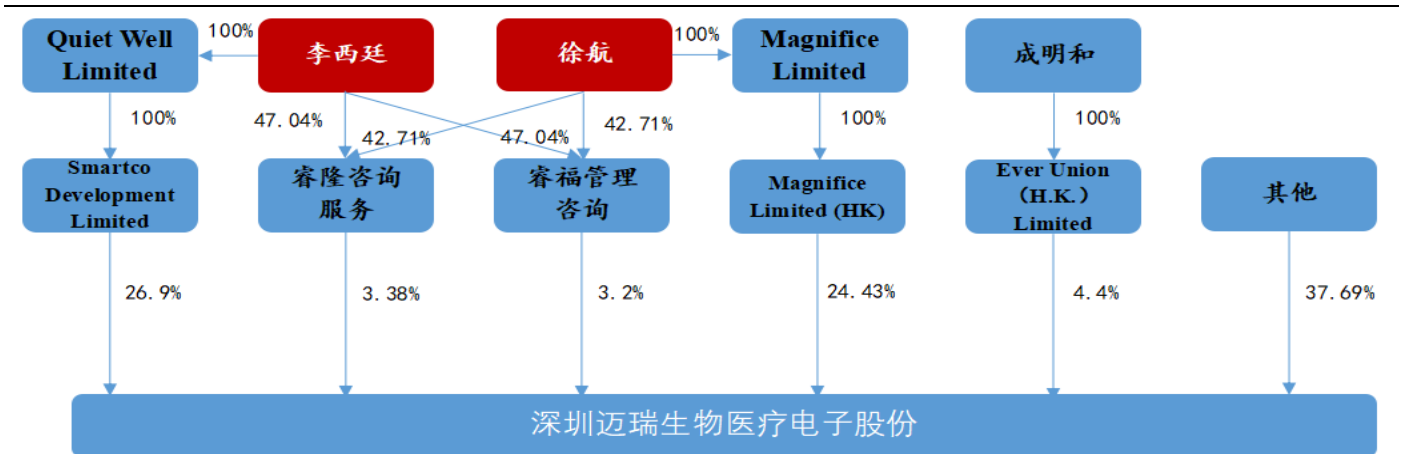
资料来源：公司年报

方案优越性获市场认可，装机增速迅猛。该方案一经推出也获得了市场的广泛认可。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，装机提速显著。装机医院包括深圳市宝安区人民医院、中山大学附属第一医院、华润武钢总医院等。2021 年，瑞影云++实现了 182%新增用户增长率，218%活跃用户增长率，落地项目已经覆盖了中国 20 多个省、市、自治区。

1.3、股权结构稳定，核心员工充分激励

公司股权集中，核心管理层及骨干员工激励充分。公司创始人李西廷先生、徐航先生、成明和先生均为技术出身，管理超三十年，经验丰富。高管团队在公司创立较早早期即加入，专业覆盖管理、电子科技、市场营销、应用信息与工程、生物医学工程、法学等，背景多元且交叉，从较为基础的业务部门不断向上提拔，兼具医械技术与管理经验。公司管理层结构较为稳定，有利于战略的一致和贯彻，为公司的持续增长奠定了良好的治理环境。截至 2022 年 1 月 12 日，李西廷先生通过 Smartco Development 间接持有公司 26.9%的股份，徐航先生通过 Magnifice (HK) Limited 间接持有公司 24.43%的股份，两人为一致行动人，此外还通过睿隆、睿福分别间接持有 3.38%和 3.2%的股份，合计持有公司约 57%的股份。成明和先生控制的 Ever Union 持有公司 4.4%的股份。三位公司创始人李西廷先生、徐航先生和成明和先生分别持有公司 30.00%、27.24%和 4.40%的股份，保证了其与公司利益的一致性。

图11：公司股权集中，董事与公司保持利益一致性



资料来源：Wind、开源证券研究所

与对象为核心人员和技术骨干，不超过 2700 人，占比 23%。截至 2021 年 9 月 1 日，公司以集中竞价交易方式累计回购公司股份 3,048,662 股，用于实施股权激励。其回购最高成交价为 335.00 元/股，最低成交价为 316.18 元/股，支付的总金额为 10 亿元（含交易费用）。

本次员工持股计划，有助于充分调动员工积极性、提高团队凝聚力。业绩考核目标，相比 2021 年，2022-2024 年归母净利润增长率分别不低于 20%、44%、73%，设置的高业绩增长目标也充分体现了公司对未来业绩增长和发展前景的信心。

1.4、持续高研发投入，锻造强大产品力

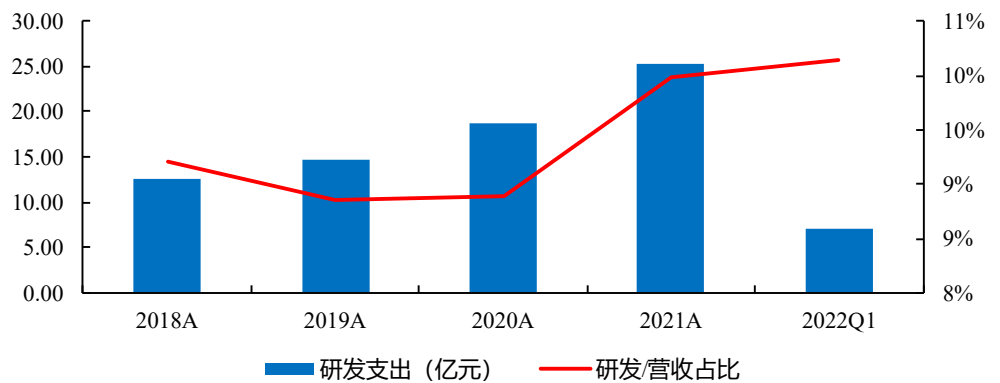
坚持自主创新研发，全球布局研发中心。公司自创立之初，始终坚持自主研发模式。公司坚持以“客户导向”和“并行工程”为研发体系的两大核心，响应市场需求，预先充分考虑原料采购成本、生产组装过程、产品运输和装配等诸多方面，显著提升研发效率。公司逐步构建起全面的开发创新体系—医疗产品创新 MPI（Medical Product Innovation），清晰定义各级跨职能治理团队职责，规范化开发管理流程，明确阶段性目标，促进高效的开发与创新。目前，公司设置有十大研发中心，进行全球布局，分布于深圳、武汉、南京、北京、西安、成都、美国硅谷、美国新泽西、美国西雅图和欧洲。

图12：公司设置有十大研发中心，进行全球布局



资料来源：公司官网

重视人才储备，坚持科研高投入。公司极其重视科研人才储备，截至 2021 年底共有 3492 名研发工程师，占总员工人数的 23.78%，居行业领先水平。同时坚持对科研环节的大力投入，2018 年至 2021 年，公司研发投入总金额为 14.2 亿、16.5 亿、21.0 亿、27.26 亿元，年复合增长率高达 24.28%，研发支出占营业收入比重维持在 10%左右。

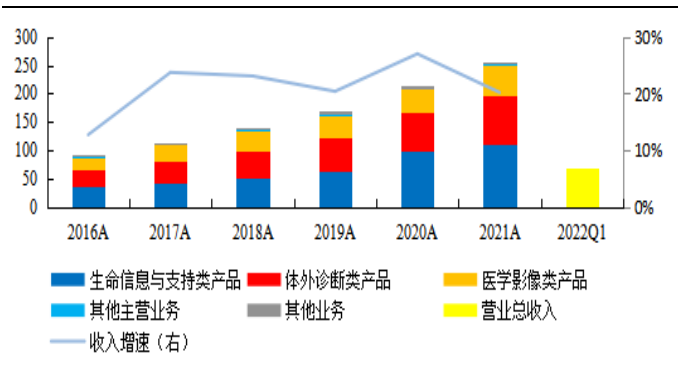
图13：公司科研投入较大，占营业收入比重维持在10%左右


数据来源：Wind、开源证券研究所

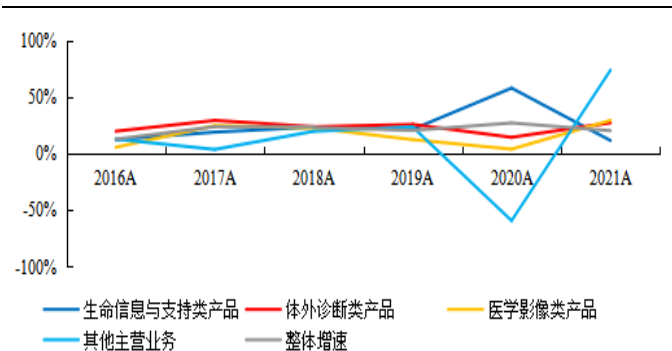
雄厚的科研实力收获累累专利硕果，锻造强大产品力。截至2022年3月31日，公司共申请专利7,631件，其中发明专利5,472件；共计授权专利3,555件，其中发明专利授权1,666件。同时，依托强大的科研实力和先进技术，公司围绕三大产品线领域持续推出一系列临床价值显著的创新产品和解决方案，使得产品线焕发生机。

1.5、新基建促进市场扩容，常规需求恢复带动业务增长

生命信息与支持类、体外诊断类、医学影像类依次为公司前三大收入来源。近年来，公司业务收入始终保持快速增长，2016年至2021年，收入复合增长率为22.85%。2016年至2017年增速攀升，后略微回落，2020年新冠疫情爆发，收入增速达到27.0%的峰值，2021年收入增速20.18%，保持稳健增长。

图14：公司业务收入保持高速增长（单位：亿元）


数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：2021年各业务稳步增长，体外诊断和医学影像业务增速提升


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司生命信息与支持业务2021年实现营业收入1,115,347.26万元，同比增长11.47%。该业务的良好增长主要得益于国内以大型公立医院扩容为主导的医疗新基建的逐步开展。除此以外，受到疫情抑制的非疫情相关业务需求逐步复苏，AED和微创外科这两类种子业务均实现了高速增长。

公司体外诊断业务2021年实现营业收入844,862.66万元，同比增长27.12%。一方面得益于常规诊断、体检、手术复苏带动的常规试剂消耗量恢复，另一方面得益于集高端荧光五分类、全自动末梢血进样、高速CRP联检为一体的BC-7500 CRP这一爆款新品的快速上量，公司体外诊断业务快速增长。2021年，公司的血球业务首次超越进口品牌成为国内第一。

公司医学影像业务 2021 年实现营业收入 542,552.15 万元，同比增长 29.29%。伴随着全球范围内常规诊疗、体检和超声采购活动逐渐恢复，医学影像业务实现了恢复性高增长。

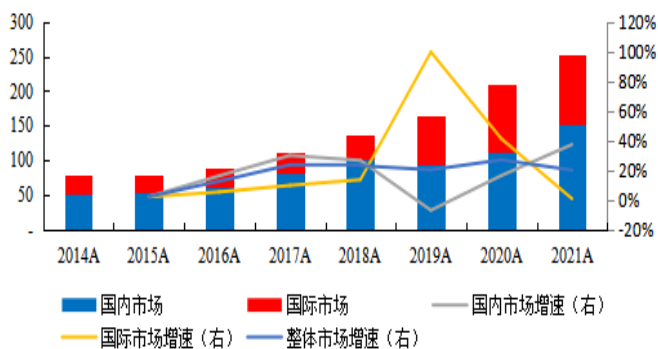
1.6、国际国内，双轮驱动业绩增长

从区域维度看，2014 年至 2018 年国内、国际两个市场均保持高速正增长，且国内复合增长率 18.33%，增速高于国际市场 7.70%，对收入的贡献不断增大，占总收入比重从 2014 年的 66.63% 增长至 2018 年 74.42%。此阶段国内市场成为拉动业务增长的核心市场。

2019 年至 2020 年，国际市场迅猛增长，对收入贡献不断增大，得益于疫情提供的推广契机，公司在国际上的品牌认可度不断提高，进一步打开了国际市场。2021 年收入贡献 39.61%，较 2020 年降低 7.55%，比重下滑主要由于 2021 年海外市场增速 0.96% 不及国内市场增速 37.34%。

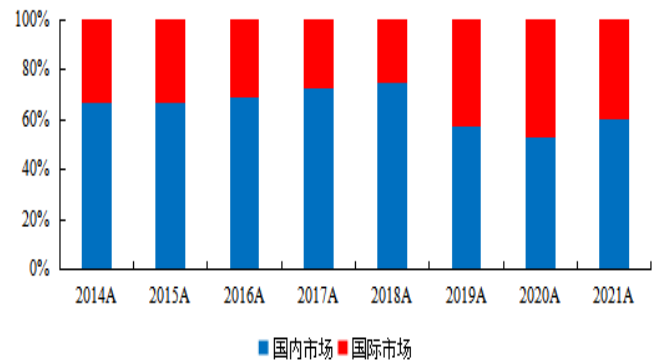
此次新冠疫情对世界各国医疗和疾控体系带来了较大的挑战，引起了各国对医疗投入重视程度的提升。在国内和国际上，局部地区偶发性疫情和业务恢复常态化后的新基建将刺激设备需求的进一步释放，国际市场与国内市场双轮驱动，共同推动公司业绩增长。

图16：自 2019 年国际、国内市场双轮驱动业绩增长（单位：亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

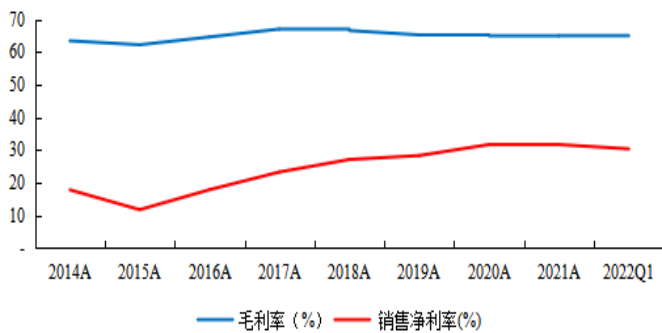
图17：2019 年至 2020 年国际市场收入贡献攀升，2021 年略有回落



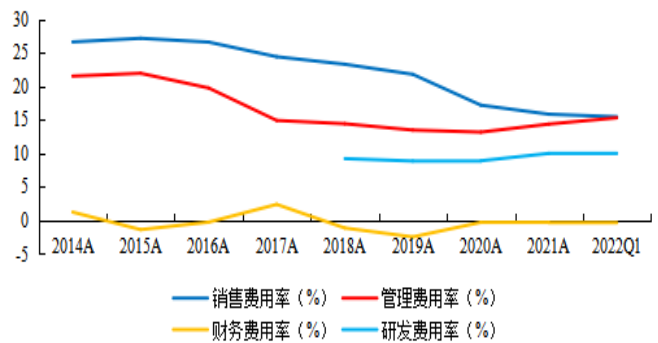
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.7、经营效率持续提升，盈利能力稳步改善

2014 年至 2022 年第一季度，公司毛利率基本维持在 65%，成本控制良好。伴随着业务收入增加和经营效率的提升，公司销售净利率稳步提升，2021 年达 31.67%，盈利能力不断改善。

图18：公司盈利能力稳步提升


数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：公司经营效率不断改善，费用率呈下降趋势


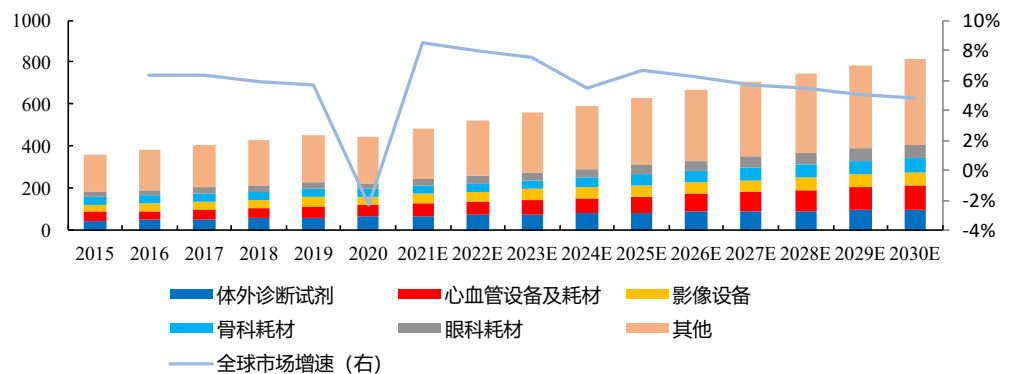
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、医疗器械赛道景气依旧，政策利好国产龙头企业

2.1、全球医疗器械市场规模稳定增长，市场天花板较高

根据灼识咨询数据统计及预测，2015年至2020年全球医疗器械市场复合增长率为4.3%，受疫情影响2020年市场规模4430亿美元较2019年略有下降，但在今后十年中有望保持5%以上年增长率，到2030年预计规模将突破8000亿美元。

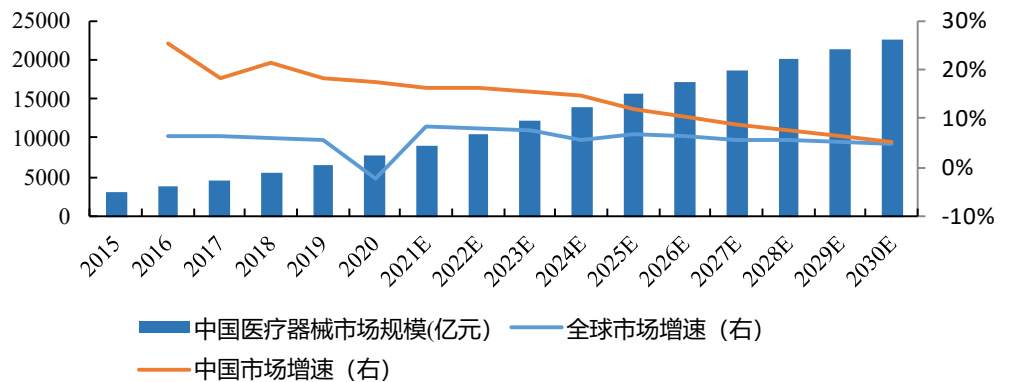
一方面，伴随着全球医疗需求的不断攀升，整体市场规模稳定增长；另一方面，医疗器械市场细分市场众多，医疗器械企业可通过不断拓展业务边界、丰富产品结构以扩展成长空间。整体而言，全球医疗器械市场天花板较高，极具成长性。

图20：全球医疗器械市场有望保持稳定增长，细分市场众多（单位：十亿美元）


数据来源：灼识咨询、开源证券研究所

2.2、国内医械市场增速高于全球，成长空间较大

中国医疗器械市场较全球市场起步晚，正处于高速增长阶段，根据灼识咨询数据统计及预测，2015-2020年和2020-2030年，中国医械市场规模复合增长率依次为20%、11.2%，远高于全球市场增速。2020年中国医械市场规模为7788.3亿元，到2030年有望达到22433.6亿元，市场成长空间较大。

图21：中国医疗器械市场增速高于全球，市场成长空间较大


数据来源：灼识咨询、开源证券研究所

2.3、政策激励行业长期向好，助力优质国内企业挺立潮头

(1) 分级诊疗政策落地利好高性价比国产医械设备

2015年9月8日国务院办公厅发布了《关于推进分级诊疗制度建设的指导意见》。分级诊疗是指按照疾病的轻重缓急及治疗的难易程度进行分级，不同级别的医疗机构承担不同疾病的治疗，逐步实现从全科到专业化的医疗过程，其核心目的在于合理配置医疗资源，促使医疗资源逐步下沉，便利患者在基层医疗机构就诊。我国基层医疗机构原医疗器械配置不足，分级诊疗制度的落实有利于市场需求的进一步释放。同时，基层医疗机构受限于预算，价格敏感，因此高性价比的国产医械设备是其首选。

(2) 国家鼓励使用国产器械，政策推动国产替代

早在2014年，中国医学装备协会就发布了《关于开展优秀国产医疗设备产品遴选的公告》，“开展优秀国产医疗设备产品遴选工作，制定优秀产品目录”，体现了国家对国产器械的重视和扶持。2016年，在国务院发布的《“十三五”国家科技创新规划》中提出“加快推进数字诊疗装备国产化、高端化、品牌化”，在2017年科技部办公厅发布的《“十三五”医疗器械科技创新专项规划》中明确指出“培育若干年产值超百亿元的领军企业和一批具备较强创新活力的创新型企业，大幅提高产业竞争力，扩大国产创新医疗器械产品的市场占有率”。为扭转国际品牌占据中国医疗器械市场的现有局面，近年来国家出台多项政策，在各省市相应具体政策的落地过程中，医疗器械市场国产替代进程不断加快，为优质的国产医疗器械企业发展助力。

(3) 政策鼓励医疗器械创新发展，技术实力强劲企业受益明显

2015年，国家发展和改革委员会就在《关于实施增强制造业核心竞争力重大工程包的通知》中强调“加快推动我国制造业转型升级，力争用较短时间率先在高端医疗器械、轨道交通等重点领域，突破一批重大关键技术实现产业化，形成一批具有国际影响力的领军企业，打造一批中国制造的知名品牌”，鼓励高端医疗领域的创新发展、实现技术突破。近年来也不断发布文件鼓励“发展高端医疗设备”，扶持科技创新型企业。2021年，新修订的《医疗器械管理条例》正式实施。新政鼓励医疗器械创新发展，将医疗器械创新纳入政策发展重点，优先审评审批创新医疗器械，加强医疗器械知识产权保护，优化备案和审批程序，缩短产品上市周期，加快推进医疗器械产品进口替代。政策对企业科研创新提供便利，技术实力强劲的企业获益明显，有利

于增强其市场竞争力。

(4) 支付改革加速进口替代，利好优质国产厂商

2017年6月，国务院办公厅在《关于进一步深化基本医疗保险支付方式改革的指导意见》提出2017年起全面推行以按病种付费为主的多元复合式医保支付方式。从按费用项目支付到按病种支付的支付方式改革，可以保障参保人员权益、控制医保基金不合理支出，还可以规范医疗服务行为、控制医疗费用不合理增长。

先后推行试点的按病种支付方式有DRG和DIP两种。

表1: DRG/DIP 作为两种按病种支付方式推动医保支付方式改革

按病种支付方式	试点政策公布时间	内容
DRG (Diagnosis Related Groups) 疾病诊断相关分组	2019年5月	根据病人年龄、性别、住院天数、主要诊断、病症、手术处置、疾病严重程度及合并症、并发症等因素，将临床特征与医疗资源消耗相近的病人分入同一组，以组为单位打包确定价格、收费、医保支付标准。
DIP (Diagnosis-Intervention Packet) 按病种分值付费	2020年10月	利用大数据优势所建立的完整管理体系，发掘“疾病诊断+治疗方式”的共性特征对病案数据进行客观分类。即基于先前的按病种付费，运用大数据技术进行分类组合后进行分值付费。

资料来源：中国医疗保险、公司年报、开源证券研究所

近年间，DRG/DIP作为两种按病种支付方式逐步推进试点，推动医保支付方式改革。改革的直接目的是规范医疗服务行为、控制医疗费用不合理增长，在此改革之下，医院将更加重视临床的诊疗效率和成本控制，在医院财政和医保资金压力加剧的情形之下，分配到医疗器械设备购置上的预算将进一步缩减，因此将加速高性价比的国产产品替代，利好优质国内医疗器械厂商。

表2: 医保支付方式改革有序推进

时间	支付方式改革相关政策内容
2017年6月	国务院办公厅在《关于进一步深化基本医疗保险支付方式改革的指导意见》提出了医保支付制度改革的主要目标：2017年起全面推行以按病种付费为主的多元复合式医保支付方式。这一改革的直接目的就是规范医疗服务行为、控制医疗费用不合理增长。
2018年12月	国家医疗保障局首次发布了决定组织开展按疾病诊断相关分组（DRGs）付费国家试点申报工作的通知。
2019年5月	国家医保局召开疾病诊断相关分组（DRG）付费国家试点工作视频会议，确定30个试点城市，正式启动DRG付费国家试点工作。
2020年3月	国务院发布了《关于深化医疗保障制度改革的意见》提出未来10年我国医疗改革重点。《意见》中提到，要持续推进以按病种付费为主的多元复合式医保支付方式改革。
2020年10月	医保局发布《国家医疗保障局办公室关于印发区域点数法总额预算和按病种分值付费试点工作方案的通知》，标志着基于大数据的病种分值付费（DIP）方法开启了迈向全国的步伐。通知明确要求用1-2年的时间，将统筹地区医保总额预算与点数法相结合，实现住院以按病种分值付费为主的多元复合支付方式。

资料来源：公司年报、开源证券研究所

(5) 集采政策有利国产龙头公司产品迅速扩大市占率，实现进口替代

2021年8月19日，安徽省公立医疗机构临床检验试剂集中带量采购谈判议价公告发布，宣布IVD领域的带量采购正式开始。安徽参与集采的项目包括，肿瘤相关抗原测定、感染性疾病实验检测、心肌疾病实验诊断、甲状腺6项、降钙素原，均为化学发光高值项目。2021年9月29日，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整体性价格谈判，其中包括了体外诊断试剂和部分骨科耗材这两大

类产品，整体降价幅度 35.51%。无论是 GRG/DIP 还是集采，主要目的是医保端控费降本，让政府能够负担 14 亿人口的医疗开支，给医院提供好优质产品，解决老百姓看病贵的问题。公司拥有国内领先的核心技术和产品力，凭借优质的产品、充足的产能、完善的客户覆盖以及高效的管理，通过集采，快速提升公司的市场占有率，实现了政府、医院、患者、厂家多方共赢。从已经实施的安徽省化学发光部分试剂项目的集采和南京市 IVD 试剂和骨科业务整体价格谈判来看，带来的结果是公司 IVD 仪器加速进院，国产化率进一步提升，高端机占比显著提升，公司在安徽和南京的增长将提速，无论是仪器装机还是试剂收入均将得到显著提升。根据体外诊断网调研数据，安徽发光试剂集采施行从 2021 年 11 月 11 日到 2022 年 3 月 28 日期间，市场一共新换 288 台化学发光检测平台，其中，迈瑞医疗取得的单子是 104 台，目前已经装机 83 台，占据了此间整个新换市场装机份额的 36.1%，超过市场总容量的 1/3，且 50% 新装机都装在三甲医院，基本上接替了罗氏掉标的临床检测项目，客户使用感受好。我们认为安徽集采顺应国家大方向，落地实施效果较好，对临床终端的应用几乎没有影响，可落地、可执行、可复制性较高。通过集采，有助于加速市场向头部公司集中，公司有机会更好的发挥综合竞争优势，加强业务渗透，争取市场份额和品牌影响力的提升。

(6) 《“十四五”医疗装备产业发展规划》全面利好公司三大产线

2021 年 12 月，工业和信息化部等 10 部委联合印发《“十四五”医疗装备产业发展规划》（以下简称《规划》）。《规划》提出了“7556”的推进思路，即围绕 7 个重点领域、部署 5 项重点任务、实施 5 个专项行动、采取 6 项保障措施，推进医疗装备产业发展目标的实现。《规划》围绕新技术、新设备、新应用，公司受益方向包括：（1）诊断检验及治疗装备，重点关注新一代医学影像设备，推进医学影像设备相关基础材料和零部件研发。治疗领域方面，肿瘤治疗设备、手术机器人和物理治疗装备将会被重点攻坚。（2）监护及生命支持装备，自主研发的生命体征监测传感器和零部件是未来重点推进方向。（3）妇幼健康及保健康复装备，受益于二胎、三胎生育鼓励政策背景下，未来针对妇幼特殊需求的疾病早期诊断、可穿戴设备等将获得政策性长期支持。康复设备将升级为智能化、系统化、科技含量高的设备，助力市场扩容。

3、“医疗新基建+海外拓展”助力国产医械龙头腾飞

3.1、医疗新基建促进市场扩容，迈瑞医疗成最大受益厂家

伴随后续疫情防控进入常态化，国家后续也陆续出台相关政策对医疗体系建设作出指示，同时给予财政支持，落实医疗新基建。

表3：国家出台多项政策对医疗体系建设做出指示并给予财政支持

时间	部门	政策文件/财政支持	相关内容
2020年5月20日	国家发改委、国家卫健委、国家中医药管理局	《公共卫生防控救治能力建设方案》	加强疾病预防控制体系现代化建设、全面提升县级医院救治能力、健全完善城市传染病救治网络、改造升级重大疫情救治基地、推进公共设施平战两用改造等建设任务。
2020年6月15日	国家财政	发行1万亿元的抗疫特别国债	用于支持各地政府对包括医疗新基建在内的基础设施投资
2020年6月28日	国家卫健委	《关于完善发热门诊和医疗机构感染防控工作的通知》	加强重症监护病区（ICU）、呼吸、感染等科室建设，配置床旁监护系统、呼吸机、体外膜肺氧合（ECMO）、聚合酶链式反应仪（PCR）等设备，进一步加强公共卫生建设，全面做好补短板、堵漏洞、强弱项等工作
2020年7月6日	国家发改委	456.6亿元的2020年卫生领域中央预算内投资	用于支持各地加强公共卫生防控救治能力建设
2020年7月23日	国务院	《深化医药卫生体制改革2020年下半年重点工作任务》	推进分级诊疗和医药卫生信息化建设，加快“互联网+医疗健康”发展，完善国家级全民健康信息平台，推进新一代信息技术在医药卫生领域的应用，促进医药卫生管理和服务模式的重塑；要健全公共卫生应急物资保障体系，提升核酸检测能力，加大疫苗、药物和快速检测技术的研发投入。
2020年7月30日	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》	预算指标总计为300亿元，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。
2020年11月24日	国家财政部	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	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。
2020年11月24日	国家财政部	提前下达2021年基本公共卫生服务补助资金预算约543亿元	旨在加强基层乃至县级医院的疾病防控能力

资料来源：公司年报、开源证券研究所

2021年6月21日，发改委印发了《“十四五”优质高效医疗卫生服务体系建设实施方案》。方案提出到2025年，在中央和地方共同努力下，基本建成体系完整、布局合理、分工明确、功能互补、密切协作、运行高效、富有韧性的优质高效整合型医疗卫生服务体系；重大疫情防控救治和突发公共卫生事件应对水平显著提升，国家医学中心、区域医疗中心等重大基地建设取得明显进展，全方位全周期健康服务与保障能力显著增强，中医药服务体系更加健全，努力让广大人民群众就近享有公平可及、系统连续的高质量医疗卫生服务。方案中提到的建设任务，包括进一步改造提升传染病防控救治设施，建设足量的负压病房、可转换重症监护病区、可转换院（病）区，加强传染病解剖室、临床教学用房、应急物资储备空间等设施建设，配备呼吸机、体外膜肺氧合（ECMO）、移动CT、传染病隔离转移装置等医学设备，有条件的可以配备移动生物安全三级水平实验室、移动核酸检测实验室。这将进一步提升我国医疗卫生机构对医疗器械的需求，利好行业发展。

表4：“十四五”优质高效医疗卫生服务体系建设和医疗装备板块

工程名称	建设内容	与规模、设备配置相关论述	资金预算
	现代化疾病预防控制体系建设	按照填平补齐原则，补齐各级疾病预防控制机构基础设施和实验室设备配置缺口。	省、市、县级疾病预防控制机构单个项目中央预算内投资补助额度最高分别不超过2亿元、5000万元和1000万元。承担区域公共卫生中心的省级疾控中心，单个项目补助额度最高不超过3亿元。
公共卫生防控救治能力提升工程	国家重大传染病防治基地建设	遴选呼吸、感染等专科能力突出，“医、教、研、防”水平领先的综合性医疗机构，按照平急结合原则，进一步改造提升传染病防控救治设施，建设足量的负压病房、可转换重症监护病区、可转换院（病）区，加强传染病解剖室、临床教学用房、应急物资储备空间等设施建设，配备呼吸机、体外膜肺氧合（ECMO）、移动CT、传染病隔离转移装置等医学设备，有条件的可以配备移动生物安全三级水平实验室、移动核酸检测实验室。	国家重大传染病防治基地中央预算内投资补助额度最高不超过3亿元。
	国家紧急医学救援基地建设	（1）强化创伤病房、重症监护病房、创伤复苏单元等设施建设，以及接受伤员通道、二次检伤分类区等院内场所改造提升。（2）针对海（水）上、陆地、航空、雪域等场景需求，加强救援物资储备配送能力和专业设施设备建设，结合实际配置信息联通和指挥设备、移动手术室、移动CT、直升机停机坪等。	国家紧急医学救援基地中央预算内投资补助额度最高不超过3亿元。
	国家医学中心建设	提升国家重点实验室等重大医学科研平台设施和装备水平，改善临床诊疗基础设施条件，适当超前配置大型医用设备。	国家医学中心中央预算内投资安排额度按照单个项目批复情况确定。
公立医院高质量发展工程	区域医疗中心建设	对纳入设置规划的国家区域医疗中心，重点加强业务用房建设、医学装备购置、信息化和科研平台建设，建立远程医疗和教育平台，加快诊疗装备智能化改造升级。	区域医疗中心中央预算内投资补助额度最高不超过5亿元。
	省域优质医疗资源扩容下沉建设	遴选建设120个左右省级区域医疗中心；提升大型设备配备水平，加强智慧医院建设；改善发热门诊、急诊部、住院部、医技科室等业务用房条件，完善医疗、信息化、医用车辆等设备配置和停车、医疗废弃物和污水处理等后勤保障设施。加强县域医共体建设，鼓励依托县级医院建设开放共享的影像、心电、病理诊断、医学检验等中心，加强远程医疗和信息化设备配备。	省级区域医疗中心项目、县级医院提标扩能项目单个项目中央预算内投资补助额度最高分别不超过2亿元和5000万元。
重点人群健康服务能力建设补短板工程	妇女儿童健康服务能力建设	（1）每省份支持1个省级妇产项目建设（可为省级妇幼保健机构、省级妇产专科医院或省级综合性医院妇产中心），每省份支持1个儿科项目建设（可为省级妇幼保健机构、省级儿童医院或省级综合性医院儿科病区）；（2）支持分娩量较大、人口较多的地市级妇幼保健机构项目建设；（3）加大对县级妇产科、儿科建设支持力度，实现省、市、县均有1个标准化的妇幼保健机构。	省级妇产科、儿科建设项目单个项目中央预算内投资补助额度最高不超过2亿元，地市级妇幼保健机构不超过5000万元。
	心理健康和精神卫生服务能力建设	支持每省建好1所省级精神专科医院或综合医院精神病区	
	国家中医药传承创新中心建设	（1）建设30个左右国家中医药传承创新中心；（2）加强中医药研究型门诊和病房、基础医学研究中心、生物信息资源库、循证研究中心、古籍挖掘应用信息库、中药特色制剂研发与中药研究中心、产业创新协作平台、人才培养基地等业务用房建设，加强研究和信息化设备等配	国家中医药传承创新中心单个项目中央预算内投资补助额度最高不超过1.5亿元

备，达到行业先进水平，攻克一批优势病种防治关键技术，转化一批中药新药和中医药特色装备，形成一批高级别专家共识、诊疗方案以及标准指南

促进中医药传承创新工程	国家中医药疫病防治基地建设	建设35个左右、覆盖所有省份的国家中医疫病防治基地。建设可转换传染病区、可转换ICU、生物安全二级及以上实验室、医疗废弃物处置设施等，配备呼吸机、体外膜肺氧合（ECMO）、移动CT、心肺复苏等重症急救抢救设备，做好必要的负压救护车、移动中药房等移动设备配置，做好医用防护物资和药品储备。	单个项目不超过1亿元
中西医协同“旗舰”医院建设		建设50个左右中西医协同“旗舰”医院，强化中医特色诊疗设备配置	单个项目不超过1亿元
中医特色重点医院建设		遴选130个左右中医特色突出、临床疗效显著、示范带动作用明显的地市级重点中医医院，围绕心脑血管、肿瘤、骨伤、妇科、儿科、康复等优势病种，打造名科、名医、名药，做优做强一批中医优势专科。强化设施设备配置，加强中医综合治疗区（室）、治未病和康复服务区建设，提供融预防、治疗、康复于一体、全链条的中医药服务	单个项目不超过1亿元
名医堂工程			名医堂工程另行制定工作方案明确中央预算内投资安排标准

资料来源：《“十四五”优质高效医疗卫生服务体系建设实施方案》、开源证券研究所

在宏观政策之下，各省也纷纷落实，加快推进地方医疗卫生体系的建设。各省市加快推进医疗新基建，给予财政支持。

表5：各省市加快推进医疗新基建

省/直辖市	医疗卫生项目
上海市	上海市发改委在公布的2021年上海市重大建设项目清单中，共安排正式项目166项，关于医疗卫生项目共14项，其中计划建成新虹桥国际医学中心、上海老年医学中心和国妇幼奉贤院区3项，计划新开工国家儿童医学中心1项。
河北省	河北省2021年省重点建设项目名单中，计划新开工医疗卫生项目5项，续建医疗卫生项目11项、医养结合项目2项。
四川省	四川省发改委在公布的2021年重点项目名单中，包含续建医疗卫生项目18项，新开工医疗卫生项目12项。
安徽省	安徽省计划在2021年布局建设4个省级区域医疗中心，全面完成5所省属医院疑难病症诊治能力提升工程。
福建省	福建省将扎实推进“健康福建”建设，在2021年加快建设3个重大疫情救治基地，以及福建省妇产医院、省立医院金山院区二期等项目建设。
云南省	云南省在2021年将实施在建类医疗卫生项目14项，新开工类医疗卫生项目12项，“补短板、增动力”省级重点医疗卫生项目10项。
湖南省	湖南省在2021年新开工项目里包含湖南省人民医院马王堆院区住院门诊医技综合楼、娄底市中心医院门急诊综合楼和医技住院综合楼建设项目及重大疫情救治基地建设项目等多项医疗项目，续建项目里包含常德第一中医医院扩建项目、中南大学湘雅二医院门急诊医技楼及老年医学综合楼改扩建等多项医疗、医养项目。
江西省	江西省发改委在发布的2021年第一批省重点建设项目计划中，包含2项医疗项目的建成投产，续建类医疗卫生及医养项目4项，新开工类医养结合项目2项。

资料来源：公司年报、开源证券研究所

由于国内的医疗新基建项目以大型公立医院扩容为主导，因此对于医疗器械的采购需求多以全院级大项目为主，公司三大业务线覆盖ICU、疾控中心、传染病医院等设备需求，同时依托完备的产品提供全科室的整体解决方案，较好地契合了新基建的市场需求。

(1) ICU 病房建设带来医疗器械行业增量空间达 232 亿元

新冠疫情后，为增加医疗卫生总量、调整医疗结构、提升传染病筛查和救治能力，同时防控疫情二次爆发，自 2020 年 3 月，国内市场加大对 ICU 病房、传染病医院、发热门诊等的建设。2020 年 5 月 20 日，国家发改委、国家卫健委、国家中医药管理局联合发布了《公共卫生防控救治能力建设方案》，文件指出，在未来国内外疫情风险严峻的情形之下，加强公立医疗卫生机构建设以切实提高我国重大疫情防控救治能力是一项紧迫任务。政策提出“疾病预防控制体系现代化建设”、“全面提升县级医院救治能力”、“健全完善城市传染病救治网络”、“改造升级重大疫情救治基地”、“推进公共设施平战两用改造”五大建设目标。其中，在针对县级医院“扩增重症监护病区（ICU）床位”、“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”、“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”、“完善检验检测仪器设备配置”等文件内容指示如下：

表6：公共卫生防控救治能力提升工程带来市场扩容

建设目标	相关内容	公司可及市场扩容机遇
全面提升县级医院救治能力	重点改善 1 所县级医院（含县中医院）基础设施条件	扩增重症监护病区（ICU）床位，一般按照编制床位的 2-5% 设置重症监护病床，配置呼吸机等必要医疗设备。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。
健全完善城市传染病救治网络	直辖市、省会城市、地级市要建有传染病医院或相对独立的综合性医院传染病区	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（市区人口，下同）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%。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。
改造升级重大疫情救治基地	每省份建设 1-3 所重大疫情救治基地	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。加强应急救治物资储备。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（包括监护仪、呼吸机、注射泵、除颤仪等设备）。
推进公共设施平战两用改造	提高大型体育场馆、展览馆（会展中心）等公共设施建设标准	-

资料来源：《公共卫生防控救治能力建设方案》、开源证券研究所

针对县级医院、城市医疗机构和省级重大疫情救治基地的重症监护病区（ICU）病床扩增和省级重大疫情救治基地的应急救治物资储备，据下表测算将为国内医疗器械市场带来 232 亿元规模的扩容。

表7：重症监护病区建设带来医疗器械市场增量

政策文件	具体举措	按人口划分区域	数量	假设改善医院数	平均床位数	最低ICU新建比例	最高ICU新建比例	最少新增ICU床位数	最多新增ICU床位数	每ICU单价(万元)	最少规模(亿元)	最大规模(亿元)
重症监护病区建设	重点改善1所县级医院(含县中医院)基础设施条件	不做划分	1495	1	170	0%	3%	0	7,116	75	78	229
	每个城市选择1-2所现有医疗机构进行改扩建	500万以上	105	2	600	3%	8%	3,528	9,828			
		100-500万	171	1	400	3%	8%	1,915	5,335			
		100万以下	20	1	200	3%	8%	112	312			
	每省份建设1-3所重大疫情救治基地	不做划分	31	2	1000	8%	13%	4,836	7936			
应急救治物资储备	每省份建设1-3所重大疫情救治基地					31个省份, 假设每个省建设两个						3
总计											232	

资料来源：《公共卫生防控救治能力建设方案》、开源证券研究所

(2) 公立医院高质量发展工程预计带来 57.2 亿元市场增量

《“十四五”优质高效医疗卫生服务体系建设实施方案》中指出：提升国家重点实验室等重大医学科研平台设施和装备水平，改善临床诊疗基础设施条件，适当超前配置大型医用设备。对纳入设置规划的国家区域医疗中心，重点加强业务用房建设、医学装备购置、信息化和科研平台建设，建立远程医疗和教育平台，加快诊疗装备智能化改造升级。省域优质医疗资源扩容下沉建设。遴选建设 120 个左右省级区域医疗中心，提升大型设备配备水平，加强智慧医院建设。

表8：优质高效医疗卫生服务体系建设带来医疗器械市场扩容

细分市场	补助标准	市场空间
国家医学中心建设	国家医学中心中央预算内投资安排额度按照单个项目批复情况确定。	假设建设 2 个国家医学中心，每个补助 8 亿元，总共 16 亿元。
区域医疗中心建设	区域医疗中心中央预算内投资补助额度最高不超过 5 亿元	假设建设 6 个区域医疗中心，每个补助 5 亿元，总共 30 亿元。
省域优质医疗资源扩容下沉建设	省级区域医疗中心提标扩能项目单个项目中央预算内投资补助额度最高分别不超过 2 亿	建设 120 个左右省级区域医疗中心，每个补助 2 亿元，总共 240 亿元。
总量		286 亿元
设备采购总量	假设设备采购占总补助比例为 20%	57.2 亿元

资料来源：《“十四五”优质高效医疗卫生服务体系建设实施方案》、开源证券研究所

(3) “千县工程”落实分级诊疗，释放商机达 100 亿元

2021 年 10 月 21 日，在国家卫健委新闻发布会上，相关领导人强调了“十四五”期间应进一步重视对国家医学中心、区域医疗中心的建设，“在已经布局 10 个国家医学中心、26 个区域医疗中心的基础上，扩大建设范围，到 2023 年区域医疗中心覆盖所有省份，‘十四五’期末基本完成建设工作”、“‘十四五’时期建设 120 个左右省级区域医疗中心”、“力争每个地市都有三甲医院”、“到 2025 年推动一批县级医院到达

三级医院水平”。

随后，国家卫健委于 2021 年 10 月 27 日发布《“千县工程”县医院综合能力提升工作方案（2021-2025 年）》，致力于“推动省市优质医疗资源向县域下沉，结合县医院提标扩能工程，补齐县医院医疗服务和管理能力短板，逐步实现县域内医疗资源整合共享”，提升县级医院的医疗服务能力，满足县域居民基本医疗服务需求，目标到 2025 年，全国至少 1000 家县医院达到三级医院医疗服务能力水平。

文件提出“依托县医院构建肿瘤防治、慢病管理、微创介入、麻醉疼痛诊疗、重症监护等临床服务五大中心”、“进一步强化胸痛、卒中、创伤、危重孕产妇救治、危重儿童和新生儿救治等急诊急救五大中心”、“持续改善硬件条件”、“以县域医共体为载体，依托县医院建设互联互通的医学检验、医学影像、心电诊断、病理、消毒供应等资源共享五大中心”，未来对县级及以下医院和医疗机构的建设和投入将进一步释放基层医疗器械市场需求。公司凭借全面覆盖的产品线和扎实的中低端市场渗透，有望受益于“千县计划”带来的市场扩容。根据《“十四五”优质高效医疗卫生服务体系建设实施方案》提供的县级医院补助标准 5000 万元/家，总补助标准为 500 亿元，假设用于采购的经费占比 20%，由此释放的商机将达 100 亿元。

（4）中医院、妇保保健院建设预计带来 84.7 亿元设备采购增量

2022 年 3 月 29 日国务院办公厅发布《“十四五”中医药发展规划》，到 2025 年，中医药健康服务能力明显增强，中医药高质量发展政策和体系进一步完善，中医药振兴发展取得积极成效，在健康中国建设中的独特优势得到充分发挥。着重提及进一步健全中医药服务体系。融预防保健、疾病治疗和康复于一体的中医药服务体系逐步健全，中医药基层服务能力持续提升，中西医结合服务水平不断提高，中医药参与新发突发传染病防治和公共卫生事件应急处置能力显著增强。

表9：中医院建设提升对医疗设备需求增加

主要指标	2020 年	2025 年	增量
中医医疗机构数（万个）	7.23	9.50	2.27
中医院数（个）	5482	6300	818
每千人口公立中医医院床位数（张）	0.68	0.85	0.17
县办中医医疗机构（医院、门诊部、诊所）覆盖率（%）	-	100.00	100.00
公立综合医院中医床位数（万张）	6.75	8.43	1.68
二级以上公立综合医院设置中医临床科室的比例（%）	86.75	90.00	3.25
二级妇幼保健院设置中医临床科室的比例（%）	43.56	70.00	26.44

资料来源：《“十四五”中医药发展规划》、开源证券研究所

注：中医医疗机构包括中医医院（含中西医结合医院、少数民族医医院）、中医门诊部（含中西医结合门诊部、少数民族医门诊部）、中医诊所（含中西医结合诊所、少数民族医诊所）。

《“十四五”中医药发展规划》涉及到中医院建设内容包括：（1）国家中医医学中心建设。依托综合实力强、管理水平高的中医医院建设国家中医医学中心，推动解决重大问题，引领国家中医学学术发展方向。（2）国家区域医疗中心建设。将优质医疗资源富集地区的全国高水平中医医院作为输出医院，实施国家区域医疗中心建设项目，促进优质中医医疗资源均衡布局。（3）中医特色重点医院建设。以地市级中医医院为重点，建设 130 个左右中医特色突出、临床疗效显著、示范带动作用明显的中医特色重点医院。（4）县级中医医院建设。加强县级中医医院能力建设。支持脱贫地区、“三区三州”、原中央苏区、易地扶贫搬迁安置地区县级中医医院基础设施

建设。同时强调中西医结合，（1）中西医协同“旗舰”医院、“旗舰”科室建设。支持建设 50 个左右中西医协同“旗舰”医院，建设一批中西医协同“旗舰”科室，加强基础设施建设和设备配置。（2）中西医临床协作能力建设。持续开展中西医临床协作，围绕重大疑难疾病、传染病和慢性病等进行中西医联合攻关，逐步建立中西医结合临床疗效评价标准，遴选形成优势病种目录，形成 100 个左右中西医结合诊疗方案或专家共识。

《“十四五”优质高效医疗卫生服务体系建设实施方案》提及促进中医药传承创新工程提及国家中医疫病防治基地建设，建设 35 个左右、覆盖所有省份的国家中医疫病防治基地，单个项目不超过 1 亿元；中西医协同“旗舰”医院建设，建设 50 个左右中西医协同“旗舰”医院，强化中医特色诊疗设备配置，单个项目不超过 1 亿元；中医特色重点医院建设，遴选 130 个左右中医特色突出、临床疗效显著、示范带动作用明显的地市级重点中医医院，单个项目不超过 1 亿元。由此，中医院建设预计为国内医疗器械市场带来的扩容空间为 43 亿元。

表10：中医院建设带来医疗器械市场扩容

细分市场	描述	补助标准	空间（亿元）
国家中医疫病防治基地建设	建设 35 个左右、覆盖所有省份的国家中医疫病防治基地	单个项目不超过 1 亿元	35
中西医协同“旗舰”医院建设	建设 50 个左右中西医协同“旗舰”医院，强化中医特色诊疗设备配置	单个项目不超过 1 亿元	50
中医特色重点医院建设	中医特色重点医院建设，遴选 130 个左右中医特色突出、临床疗效显著、示范带动作用明显的地市级重点中医医院	单个项目不超过 1 亿元	130
总量			215
设备采购总量	假设设备采购占总补助比例为 20%		43

资料来源：《“十四五”优质高效医疗卫生服务体系建设实施方案》、开源证券研究所

《“十四五”优质高效医疗卫生服务体系建设实施方案》提及每省份支持 1 个省级妇产项目建设，加大对县级妇产科、儿科建设支持力度，实现省、市、县均有 1 个标准化的妇幼保健机构。财政支持标准，省级妇产科、儿科建设项目单个项目中央预算内投资补助额度最高不超过 2 亿元，地市级妇幼保健机构不超过 5000 万元。由此，妇幼医院建设带来的市场扩容空间为 41.7 亿元。此外，2022 年 4 月 15 日，国家卫健委发布了《妇幼保健机构医用设备配备标准》，明确二级妇幼保健机构基本设备品目 193 种，三级妇幼保健机构在二级妇幼保健机构基本设备品目基础上增配 56 种，有条件的二级妇幼保健机构可参照三级妇幼保健机构标准选配。多层次政策的支持，为医疗器械市场扩容带来较强的确定性。

表11：妇幼医院建设带来医疗器械市场扩容

细分市场	补助标准	市场空间
省级妇产项目建设	每省份支持 1 个省级妇产项目建设，每省份支持 1 个儿科项目建设	每省份支持 1 个省级，全国 31 个省、直辖市（不含港澳台），共计 62 亿元
妇产科、儿科建设支持力度	支持分娩量较大、人口较多的地市级妇幼保健机构项目建设	省级妇产科、儿科建设项目单个项目中央预算内投资补助额度最高不超过 2 亿元 地市级妇幼保健机构不超过 5000 万元
总量		共计 293 个地级市，共计 146.5 亿元
设备采购总量	假设设备采购占总补助比例为 20%	208.5 亿元 41.7 亿元

资料来源：《“十四五”优质高效医疗卫生服务体系建设实施方案》、开源证券研究所

综上，包括 ICU 病房建设、医院新改扩建、千县工程、中医妇保医院建设等一系列医疗新基建项目，十四五期间有望为公司带来约 474 亿可及市场增量。

3.2、公司在海外新兴市场积极布局，有望延续中国道路

根据中国医保商会统计数据，2019 年我国医疗器械进出口总额为 554.87 亿美元，较 2018 年增长 21.16%。其中，进口额 267.85 亿美元，同比增长 20.84%；出口额 287.02 亿美元，同比增长 21.46%。现阶段，我国出口医疗器械仍以中低端产品为主，但近年来对外贸易结构持续优化，高端医疗器械产品所占比重有所增加，医用耗材产品的性价比增幅显著，质量效益持续改善。一些高端医学器械产品，如影像类、IVD 产品，进口替代步伐逐渐加快，国际市场认可度逐步提高，一些国产厂商在国际市场展露头角、在发达国家市场开拓初见成效。

伴随着新冠疫情的爆发、各国纷纷加大医疗投入，海外市场需求释放，前景广阔。公司精耕海外市场超二十年，有望借助拓展国际市场。

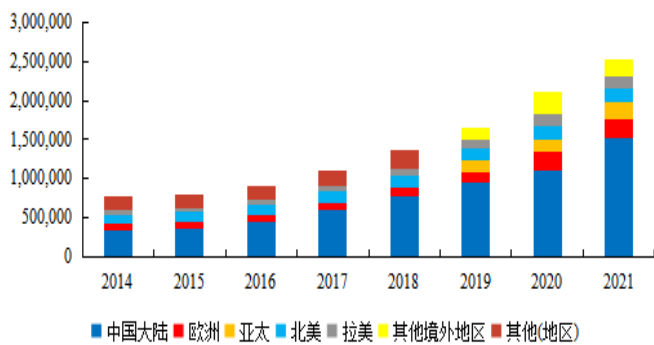
3.2.1、公司销售网络遍布全球，国际新兴市场增速有望超越国内

(1) 海外市场规模稳步增长，发展中国家市场主力驱动

公司在国际超过 30 个国家设置有子公司，产品远销 190 多个国家及地区，并与美国、英国、意大利、西班牙、德国、法国等国家的领先医疗机构达成长期合作关系。

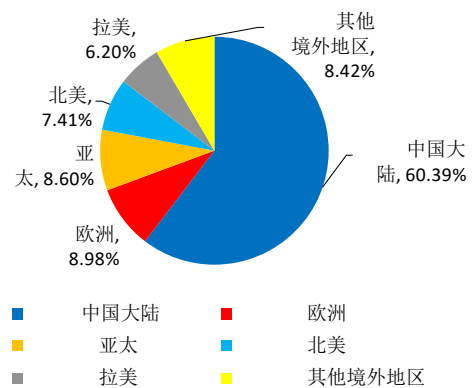
公司海外市场覆盖欧洲、北美、拉美、亚太和其他境外地区，细分市场基本保持稳步增长，拉美、亚太等发展中国家地区保持较高的市场增速，份额逐渐攀升。2021 年，亚太市场增速高达 40.43%，成为驱动海外市场的重要动力，份额逐步扩大至 8.6%。由于增速较低，欧洲市场和北美市场份额下滑至 9% 和 7.4%。未来，亚太、拉美等发展中国家市场有望主力驱动公司海外市场快速增长。

图22：公司海外市场规模稳步增长（单位：万元）

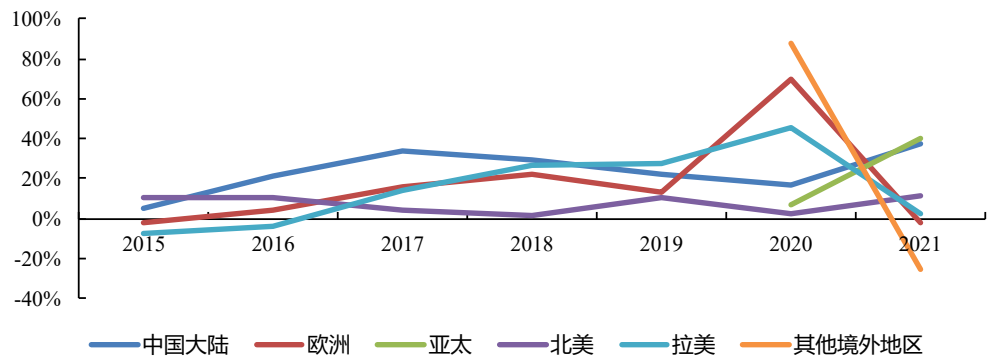


数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：海外各市场营收占比均衡



数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：2021年亚太市场增速迅猛


数据来源：公司年报、开源证券研究所

(2) 海外市场各处开花，因地制宜战略制定

欧洲高端客户得以突破，尖刀产品协同其他产品打开市场。

在欧洲市场，公司采取“直销+经销”的销售模式，公司产品持续进入欧洲高端医疗集团、综合医院以及专科医院。2021年，公司突破了约130家全新高端客户（含高端实验室），并推进约250家已有高端客户的业务横向突破。

进入后疫情时代，欧洲部分国家为完善疾控体系、弥补临床需求都纷纷加大医疗投入，公司在欧洲的可及市场进一步扩容。公司在欧洲市场逐渐全面引入三大业务领域产品，计划通过各产线成熟的尖刀产品打开市场，协同带动其他产品全面入院。同时，公司也进一步完善欧洲本地化布局，全面对标中国市场，建立更加细致的渠道管理体系和考核机制。市场扩容，加之公司进一步深耕，欧洲市场有望继续带来高速增长。

表12：欧洲国家和地区纷纷加大医疗投入

国家/地区	医疗卫生事业建设内容
欧盟	欧盟将启动 EU4HEALTH 计划，预计 7 年内（2021-2027）投入 94 亿欧元，以在欧盟内建立有韧性的卫生系统，其中 31 亿欧元用于医疗物资战略储备
西班牙	西班牙推出 360 亿欧元的纾困计划，其中分别向卫生部及地方卫生系统提供 14 亿欧元、28 亿欧元。同时西班牙可向欧盟申请 600 亿欧元以恢复经济，其中医疗投入至少 170 亿欧元，ICU 床位数有望在 2 年内翻倍
意大利	意大利通过了 250 亿欧元的紧急援助方案，计划投入 32 亿欧元支持医疗，部分资金将用于加强急诊/重症医院网络建设，ICU 床位数将增加 70% 至 3,500 张，并在半密集地区增加 4,225 张病床，其中大部分配备重症监护设备。
法国	法国政府公布了一系列针对公立医院的改革措施，包括减轻公立医院 10 亿欧元债务、提高医务人员的薪酬水平。此外，2021 年开始每年投入 1.5 亿欧元改善医院运营，其中急诊部门将从中受益。

资料来源：公司年报、开源证券研究所

潜心打磨产品，北美市场稳定增长。公司进驻北美市场已有超 20 年历史，建立起较为成熟的直销模式，目前公司已在美国建立超过 500 人的本地化团队，项目覆盖北美近万家终端医疗机构。凭借强大的产品力，公司的产品已经进入 2/3 的美国医院，公司监护仪、麻醉机和 POC 超声市占率均在美国名列前三。2021 年，公司在北美市场突破了包括华盛顿大学医疗中心、圣伯纳德医疗中心、钱伯斯纪念医院等在内的高端客户群。近年来，公司在北美市场增速放慢，但北美作为全球医疗器械市场的高地，公司规划继续打磨产品、输出成熟产品，未来有望保持稳定增长。

ROW 市场潜力较大，有望复刻中国营销经验实现高速增长。新冠疫情的爆发对世界各国医疗和疾控体系带来了较大的挑战，暴露了其医疗卫生体系的短板，引起了各国对医疗投入重视程度的提升，尤其是发展中国家。发展中国家的医疗建设水平类似于数年前的中国，从设备保有量和人均医疗支出看，较欧美市场更具有市场潜力释放空间。对此，公司加紧在产品和营销组织架构两方面的建设。一面，以发展中国家客户的临床需求为导向，加大研发投入，并全面引入公司产品线和整体解决方案；另一方面，公司在发展中国家全面复刻中国营销体系建设经验，构建起矩阵式组织架构，区域和产线各司其职、高效协同，同时在原有“直销+经销”销售模式的基础上强化本地化建设。依托市场扩容和品牌认可度提升，公司在发展中国家市场有望迎来高速增长。

血球流水线进军巴西大型实验室，实现高效可靠自动检测。CientíficaLab 是巴西大型诊断实验室之一，为巴西公共部门的 26 家医院和 883 个门诊部提供临床检测服务。CientíficaLab 总部每天血常规检测多达 9000 次，血常规样本在十几台分析仪和推片机上独立检测，面临着效率低下、设备故障率高、大量人工操作导致错误、员工工作量繁重等问题。公司针对其面临的问题，为其提供了量身定制的血液自动化解决方案—两套高性能的 CAL8000 血球流水线，配有 labXpert 数据分析软件，实现检测自动化，自动进行异样血液样本复测，并且能够实现检测结果信息快速获取、高效管理。定制化的 CAL 8000 流水线实现了工作流程的自动化、标准化、效率化和结果可靠化，节省了人力成本，为实验室日常检测带来较大便利。2021 年，公司在巴西最大的连锁实验室 DASA RJ 实现了血球的独家供应。

印度市场器械缺口大，有望依托基建高速拓展。公司深耕印度市场数十载，印度子公司自 2006 年就开始运营，在古尔冈、孟买、钦奈和加尔各答建立地区办事处，地区的销售和用服网络也逐步建立和完善。印度已成为公司在亚太市场业务体量最大、增长最快的国家之一。伴随疫情爆发，印度医疗体系承压，医疗资源严重短缺，医疗器械长期供不应求。2020 年 8 月疫情期间，公司为浦那工程学院的首个大型新冠治疗基地提供数百台患者监护仪。伴随着印度推进新的医疗基础设施建设，公司有望顺其供应缺口实现印度市场的高速拓展。

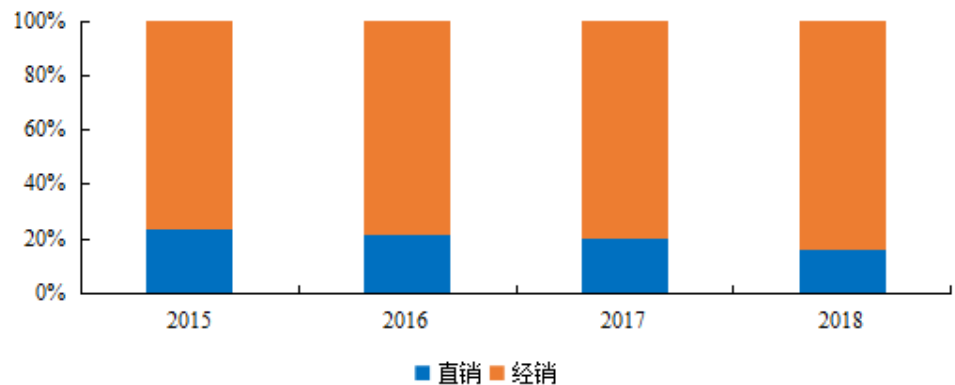
俄罗斯市场发力高端，逐步实现客户突破。公司于 2007 年在俄罗斯建立分公司，推进本地化建设，超 80% 的公司雇员为当地员工，为全国超 8000 家医疗机构提供医疗解决方案。疫情期间，公司为其疫情防控救治的医院提供监护仪、呼吸机、输液泵、超声仪等多款医疗设备。目前，公司已成功突破多家联邦医院和高端公立实验室。俄罗斯医疗器械市场与国内市场发展阶段类似，治疗能力的提升成为其目前需求演进趋势，对微创手术、高端产品、信息化整体解决方案的需求日益攀升。公司依托已实现突破的高端客户市场，且加强市场渗透，未来有望实现新的增长。

非洲市场潜力大，优质产品及售后实现快速渗透。公司在 2002 年即入驻非洲市场，已累计向 50 个国家提供医疗设备，已在埃及、摩洛哥、肯尼亚、南非、尼日利亚等 5 个国家设立办事处，拥有超过 40 名非洲本地员工，市场基本覆盖整个非洲大陆。2021 年，公司支援非洲医疗建设，捐赠或以优惠价格向埃及提供技术先进的彩超设备，并与当地顶尖大学及公立教学医院合作共建了 4 个培训中心与 13 家培训学校。非洲市场医疗器械市场潜力较大，欧美等国家的医疗器械制造商较早开拓非洲市场，但存在产品的价格偏高、售后服务跟不上等问题。公司凭借适宜的技术、高性价比的产品和良好的服务获得了非洲市场的认可。非洲市场目前人均设备保有量较低，市场成长空间大，需求快速释放，有望成为驱动公司业绩增长的重要市场之一。

(3) 销售模式因地制宜，拓展销售深度广度

公司销售模式包括直销和经销两种。整体而言，公司采取以经销模式为主导的销售模式，2015年至2018年公司经销收入占总收入比重均在75%以上，且比重逐年增加。经销模式，利用经销商下沉式的区域推广及快速响应的优势，提高公司产品所覆盖区域的广度及深度，在一定程度上带动了公司收入的迅猛增长。

图25：公司整体采取以经销模式为主导的销售模式



数据来源：公司年报、开源证券研究所

针对国内市场，公司采取经销为主、直销为辅的销售模式。而在海外推广过程中，公司更加强调因地制宜，在部分难以找到良好经销商资源的国家和地区主要采取直销模式，针对拥有良好经销商资源的地区和难以依靠直销团队全面覆盖的客户采取经销模式。在北美市场，公司采取直销模式，建立专业的直销团队，与美国四大集团采购组织合作，项目覆盖北美近万家终端医疗机构。在欧洲市场，公司采取“直销+经销”的销售模式，公司产品持续进入欧洲高端医疗集团、综合医院以及专科医院。在发展中国家，公司采用经销为主的销售模式，建立完善且覆盖广的营销体系。

(4) 海外推广效果极佳，国际市场步步渗透

在应对全球新冠疫情的过程中，公司通过搭建线上交流平台、携手全国超声专家，和全球分享了来自于中国的宝贵临床经验，助力全球医疗机构对抗新冠疫情，线上宣传效果极佳，公司品牌知名度显著提升。疫情给予了公司海外推广的契机，2021年，公司在国际市场实现了新增700多家高端客户的突破，将公司的品牌推广提前了至少五年的时间。

凭借雄厚的产品实力，受益于国际品牌声誉的不断提升，公司有望推动产品在国际市场的进一步渗透，驱动国际市场成为和国内同样高速增长的市场。国际国内双轮驱动，有望成为全球医疗器械领导者。

3.2.2、国际巨头的启示：坚持本地化运营，不断渗透升级客户群体

我们认为全球行业龙头的国际化扩张策略对公司具有借鉴意义。参考多家世界医疗巨头公司的国际化、本土化历程，我们总结了以下几条已被证实的策略：（1）经营布局方面，重视世界全产业链布局，将重要生产、研发、采购等环节适时转移到目标市场，以更好利用当地人才资源并更快速响应客户需求。（2）经营管理方面，构建事宜赋权当地实体的组织架构，积极吸纳当地优秀人才进入核心管理层，使得当地实体摆脱总部依赖，快速进行有效决策。（3）经营合规方面，重视知识产权、国

家安全审查等当地法律法规，并在合作中应采取谨慎性贸易策略和系统性评估。(4) 经营国际合作方面，与本土上下游企业开展广泛深度合作，从产品开始建立关系，深耕供应链，最后实现产业协同创新。(5) 经营品牌发展方面，在国际技术展会中加大宣传力度，从海外细分市场找到缺口和机会，开发出极具性价比的单品迅速切入，并协同其他产品的导入。通过为海外客户精心打造了适宜的爆款产品和本地服务，不断渗透升级进入海外高端客户，打造品牌形象。(6) 市场扩张方面，可通过合资方式连入合作伙伴在本地的供应商、客户和政府生态系统，扎根国际市场。此外还通过并购尚未布局赛道、上下游渠道等跨境并购资本市场测率提升企业抗风险能力，并为企业提供较高的竞争壁垒。

表13: 医疗公司国际化、本土化策略及启示

策略	GE 医疗	飞利浦医疗	西门子医疗	启示
经营本土化战略-通过将生产转移至更靠近终端市场的地方	GE 将其一些重要的研发中心转移到海外。现在，通用电气的全球研究地点包括纽约的全球研究总部、班加罗尔的约翰-F-韦尔奇技术中心、上海的中国技术中心、慕尼黑的全球研究和里约热内卢的巴西全球研究中心	2001 年，飞利浦在中国成立了飞利浦（中国）研究院，为其全球四大创新中心之一。2009 年，飞利浦斥资 3600 万欧元，在苏州设立集研发、生产、组装、采购于一体的医疗影像产业基地，整条产业链搬迁至中国。2010 年，飞利浦将优质生活事业部旗下的家居护理业务总部迁至中国目前，飞利浦 6 个业务部门的全球或区域总部都已经改设于中国。	2018 年，西门子将旗下医疗部门分拆上市。2021 年，西门子医疗与张江集团共同宣布，位于上海张江国际医学园区的全新开放式创新中心将于 2023 开业。这也是西门子医疗全球四大创新中心之一。	为了达到国际化目的，我国企业可以在目标设立分支机构以更好利用当地人才资源并更快速响应客户需求。
经营本土化战略-赋权当地实体		飞利浦医疗使用以区域为导向的管理架构，即区域各事业部负责人直接汇报给区域 CEO，区域 CEO 直接汇报全球 CEO。这种结构在大中华区用以应对中国目前国产替代、政策、法规变化以及业务线的连接整合。	西门子重视运营本地化策略，具体体现在聘用外籍员工、主动融入当地文化等行为上。	外企在中国取得成功的案例中，一个共同因素是不把区域分部管理层仅仅当成总部的代言人，而是把当地当成一个独立市场，根据当地实际情况进行有效决策。
经营国际化战略-与本体企业开启技术、金融等方面合作	2020 年，平安健康（检测）中心与 GE 医疗签署战略合作协议，助推健康服务业迎新发展。2021 年，GE 医疗与海南一龄签署合作协议，双方将依托 5G 技术，基于 GE 医疗的 Edison 数字医疗智能平台和精准影像设备，在未来三年共同搭建扫描设备远程控制和协议标准化技术平台。	飞利浦和腾讯共同推进电子阴道镜 AI 辅助诊断系统的研发；与阿里巴巴签订战略合作协议；与华润健康达成战略合作等。	2020 年 4 月，平安健康网旗下的平安电创租赁宣布将为西门子健康研究院提供涵盖租赁、保理和委托贷款的一站式金融解决方案。2021 年，泛生子与西门子医疗达成战略合作，携手推进肺癌精准诊疗。	我国企业可效仿外企与本土企业开展广泛合作，从产品开始，再到供应链的深耕，最后再到产业协同创新。
经营国际化-品牌定位于打造		2021 年 5 月，飞利浦与联合利华在达成战略合作。整合各自的国际资源和技术优势，在品牌跨界营销、创新孵化、创新渠道、营销推广等多个领域展开广泛深入的合作。双方携手打造“联合 U	西门子医疗是首批报名参加进博会的跨国企业。借助这一平台，西门子医疗将 5G 远程超声技术、Corindus 途灵的最新一代介入式机器人等众多前沿	我国企业可以从海外细分市场找到缺口和机会，开发出极具性价比的单品迅速切入，并协同其他产品的导入。通过为海外客户精心打造了适宜的爆款产品和本地

创 × 飞利浦健康生活 Lab”，依托飞利浦健康生活 Lab（Philips Healthy Living Lab），打造全新赛道，全场景赋能中国消费者拥有“健康”和“美”的生活。

科技和创新成果第一时间带到中国，加速在中国落地良机，使得其产品应用的广度和深度不断拓展。

服务，不断渗透升级进入海外高端客户，打造品牌形象。

资本市场 1991年GE在北京成立了GE的第一家合资企业--GE航卫

本土化战略-通过合资方式与本土企业合作 医疗系统有限公司。今天，GE在中国的业务包括在40多个城市的34家合资企业，30多个生产基地，60多个实验室，7个研发中心，以及20,000多名员工。

2016年，飞利浦与中国东软集团共同投资成立东软飞利浦医疗设备系统有限责任公司。

2016年，西门子医疗与美国大健康共同在上海设立与运营一家独立医学影像诊断中心。该中心利用影像诊断、体外诊断等先进设备以及其他医疗产品，从事影像诊断、健康检查与体外诊断等业务。

中国企业可通过合资方式进入合作伙伴在当地的供应商、客户和政府生态系统，扎根国际市场。为了提升合资企业的竞争力，我国企业应注意以下几点要素：（1）确保交易具有重要性；（2）找到合适的合作伙伴；（3）要花时间了解每个市场的具体情况 & 监管框架。

资本市场 2003年GE以57亿英镑收购了当地一家名为Amersham

国际化战略-通过跨境并购获得新技术、新产品、新市场 位于英国白金汉郡的Amersham村的生物科学公司后，GE的医疗保健业务成为该公司在美国以外管理的第一个大型部门。2009年GE医疗集团通过收购Vital Signs公司及其子公司Breas（博雅）医疗进军中国家用医疗市场。

2021年飞利浦医疗以28亿美元收购BioTelemetry（远程心脏诊断和监测）公司。2021年飞利浦签署协议收购法国Cardiologs公司，持续加码心脏诊断的布局。

2020年8月，西门子医疗以164亿美元价格收购美国放射肿瘤治疗和软件制造商瓦里安医疗系统公司，进军肿瘤放疗市场。

海外并购已成为企业加快国际化发展的重要方式之一我国医药企业可通过以下方式完成业务和地域的双重扩张：（1）并购原来尚未布局的赛道，由成熟赛道，进入新兴赛道，提升市场空间；（2）并购下游渠道，扩张区域市场。此外，平台型布局使得产品协同优势增强。相对全面的产品、渠道平台化布局，将在一定时期内提升企业抗风险能力，并为企业提供较高的竞争壁垒。

合规本土化战略-强化对所在国政策风险的分析

在国际合作中，我国企业应尽量避免在知识产权维护、项目核准（备案）、行业许可证获得，以及投诉工作机制、国家安全审查、投资对等原则、竞争中立原则等方面的常见纠纷点。尽管欧美日等发达国家和地区市场相对规范，但在其他国家或地区仍存在“三非”（非规模需求、非透明管理、非成熟市场）现象，因此，企业在国际合作中应采取谨慎性贸易策略和系统性评估。

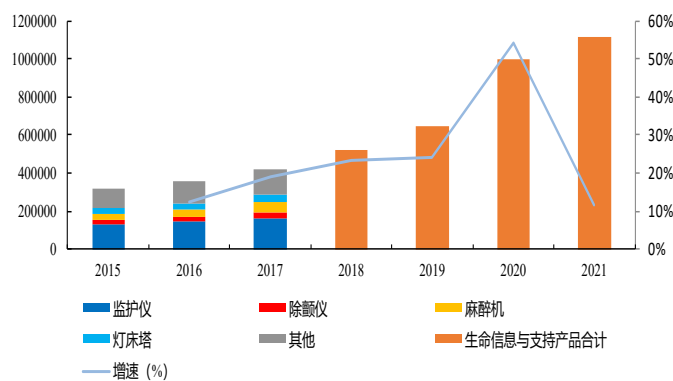
资料来源：各公司官网、开源证券研究所

4、以三大产线为根基，稳健拓展高潜新业务

4.1、生命信息与支持：龙头地位稳固，市场份额稳步提升

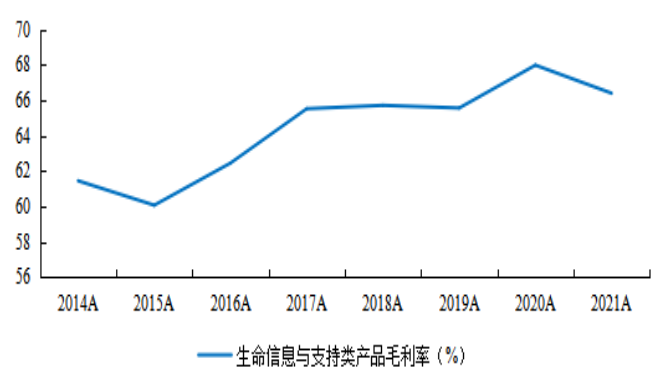
生命信息与支持类产品包括麻醉机、呼吸机、心电图机、手术床、手术灯、吊塔吊桥、输注泵、除颤仪等，致力于覆盖术前术中术后全过程，是公司的第一大业务收入来源。近年间，业务收入规模和盈利能力稳步增长，2020年受疫情需求刺激收入增速高达54.18%，2021年需求回落、增速放缓，增长主要受益于国内新基建下的市场扩容。毛利率水平持续上升，从2014年61.45%攀升至2021年的66.39%。监护仪、麻醉机、灯床塔、除颤仪和防疫新秀呼吸机是该业务板块下的主力产品。

图26：2021年公司生命信息与支持业务需求回落、增速略有放缓（单位：万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：公司生命信息与支持业务盈利能力不断改善



数据来源：Wind、开源证券研究所





4.1.1、监护仪：国内第一，全球第三，有望维持全球领先

(1) 监护产品种类齐全，量增带动收入增长

医用监护仪是一种通过测量病人生理参数，与可知设定值进行比较，若超标则报警的装置系统，同时它连续24小时监护病人生理参数，检出变化趋势，指出临危情况以供医生应急处理和提供救治。过去，监护仪主要用于危重病人的监护，后发展至普通病房的监护，伴随着经济发展水平的提升和医疗监护仪的普及率上升，监护仪的使用场景不断拓展，下沉至县乡级医疗机构。

公司监护产品种类丰富齐全，诸多系列产品全面覆盖高中低市场，适用于重症监护、亚重症监护、常规监护、查房/分诊监护等多种临床场景，推出的穿戴监护系统、转运监护系统、遥测监护系统、中央监护系统、手持式血氧仪等监护产品满足各种特殊化需求。

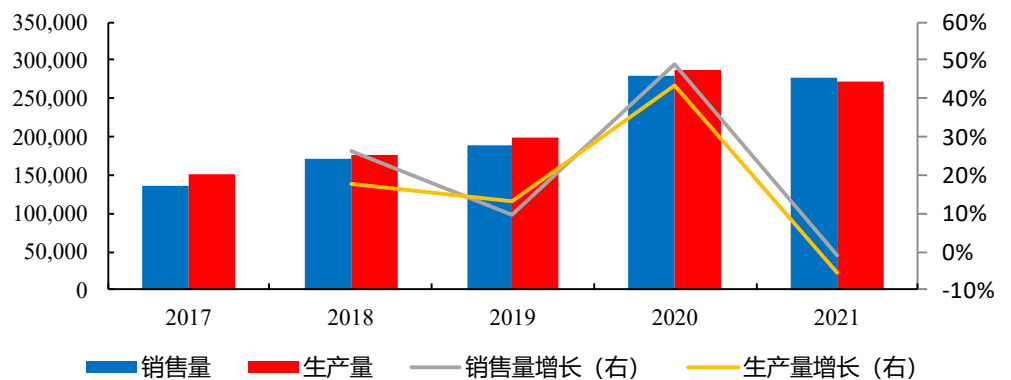
表14: 公司监护产品种类齐全, 满足各种临床需求, 覆盖高中低全线市场

分类	产品	分类	产品
穿戴监护系统		转运监护系统	
			
			
			
	ePM 10M/12M		ePM 10M/12M
			ePM 10/12/15
			Benivision N1
手持式血氧仪		中央监护系统	
			
			
	PM60		HYYPERVISOR X
			Hypervisor VI
			BeneVision 中心监护系统
遥测监护系统			
	TMS-6016		Benivision TMS60

资料来源: 公司官网、开源证券研究所

凭借齐全的产品种类, 公司监护产品销量持续增长, 从2017年的13.6万台增长至2020年的28万台, 复合增长率达27.1%, 以量驱动收入增长。

图28: 2021年监护仪生产量、销售量略有回落



数据来源: 公司招股说明书、公司年报、开源证券研究所

(2) 主导国内市场, 持续渗透国际市场

得益于 2008 年对美国老牌公司 Datascope 的病人监护设备业务的收购，公司快速打入监护仪高端市场，立足于此快速打开全球市场。根据公司官网数据，公司监护仪业务中国市场市占率第一，全球市场排名第三。国内市场，公司占据绝对主导地位，有望借助国产替代和医疗新基建进一步发挥国内行业龙头的优势。国际市场，公司计划凭借齐全的产品种类进一步向发展中国家市场进行渗透，继续维持全球占有率的领先水平。

图29：2017年国内监护仪市场公司市占率达64.80%

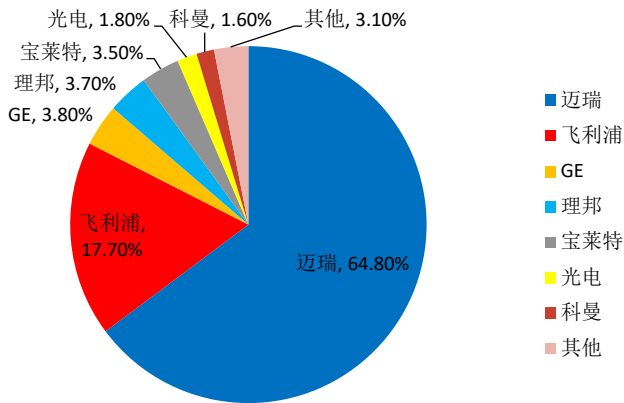
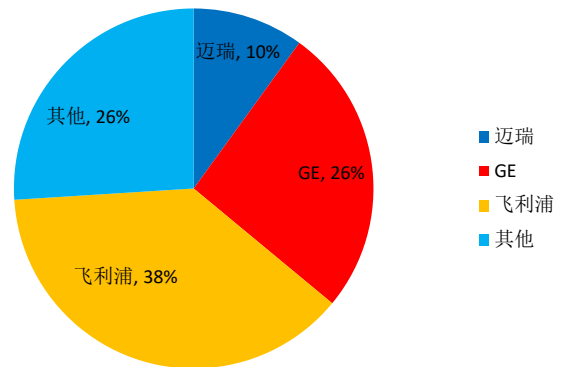


图30：2017年全球监护仪市场公司市占率排名第三



数据来源：中国医疗器械协会、开源证券研究所

数据来源：思宇研究院、开源证券研究所

4.1.2、麻醉机：高端产品持续发力，市场份额持续提升

(1) 产品性能良好，需求全面覆盖

麻醉机属于半开放式麻醉装置，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。

公司麻醉机产品包括高端 A 系列，中低端 WATO 系列及麻醉蒸发器 V60 系列。A 系列由北美国际研发团队创新研发，定位高端市场，进入国际市场后凭借良好的产品性能迅速成长为北美和全球麻醉机领域三大主流品牌之一。

表15: 公司麻醉机覆盖高端和中低端

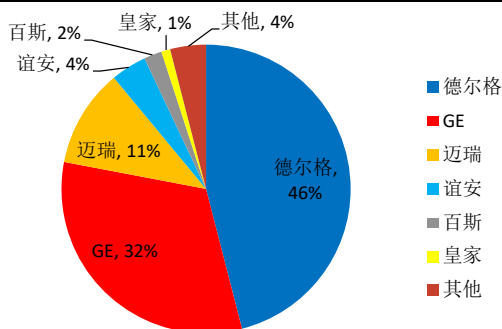
分类	产品			
A 系列				
	A9	A8	A7	A5
WATO 系列				
	WATO EX-75	WATO EX-65	WATO EX-55	WATO EX-35
麻醉蒸发器				
	V60			

资料来源: 公司官网、开源证券研究所

(2) 立足中低端市占率稳步提升, 突破高端进一步扩大份额

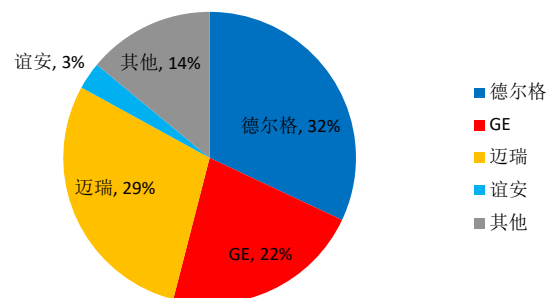
根据中国医疗装备统计数据, 公司在国内麻醉机市场从 2017 年的 11% 提升至 2019 年的 29%, 超越 GE 成为仅次于德尔格的国内第二麻醉机厂商。公司优势集中于中低端市场, 在高端市场有望替代国际品牌进一步扩大份额。根据公司官网信息, 目前公司麻醉机全球排名第三、美国排名第三, 国际市场开拓表现卓越, 但成长空间较大, 有望进一步渗透。

图31: 2017 年国内麻醉机市场公司市占率达 11%



数据来源: 中国医疗装备、开源证券研究所

图32: 2019 年国内麻醉机市场公司市占率增至 29%



数据来源: 中国医疗装备、开源证券研究所

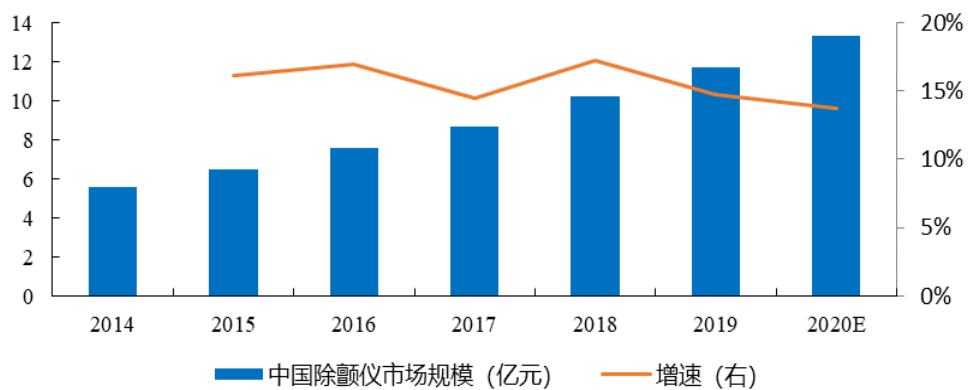
4.1.3、除颤仪：率先打破进口垄断，国内市场空间较大

(1) 市场需求扩大，行业规模高速增长

除颤仪是利用较强的脉冲电流通过心脏来消除心律失常，使之恢复窦性心律的一种医疗器械，是手术室必备的急救设备。

我国除颤仪发展起步较晚，始于2006年，发展至今仅十余年历史。2013年，公司发布了中国第一款双相波除颤仪产品，推动除颤仪行业开始进入普及发展阶段。同时，伴随着心血管病危险因素普遍暴露，心血管病死亡人数成为居民疾病死亡人数首位，占总体比重40%以上，除颤仪需求日益扩大。根据智研咨询数据，2020年我国除颤仪市场规模约13.3亿元，且近年间市场增速均保持在13%以上，增长迅速。

图33：近年间中国除颤仪市场增速均保持在13%以上



数据来源：智研咨询、开源证券研究所

(2) 自主创新研发打破垄断，技术优势抢占市场

作为发布中国第一款双相波除颤仪产品和国内首个自主研发出 AED 产品的公司，公司在国内厂商竞争中具备显著技术优势。目前，公司布局了除颤监护仪和 AED（自动体外除颤器），其中 AED 作为一项发展中的种子业务。公司推出三款除颤监护仪，采用双相波除颤技术，精于除颤，提高除颤成功率，且融汇监护，具备远程传输功能，支持数据诊疗，具备良好的产品性能。

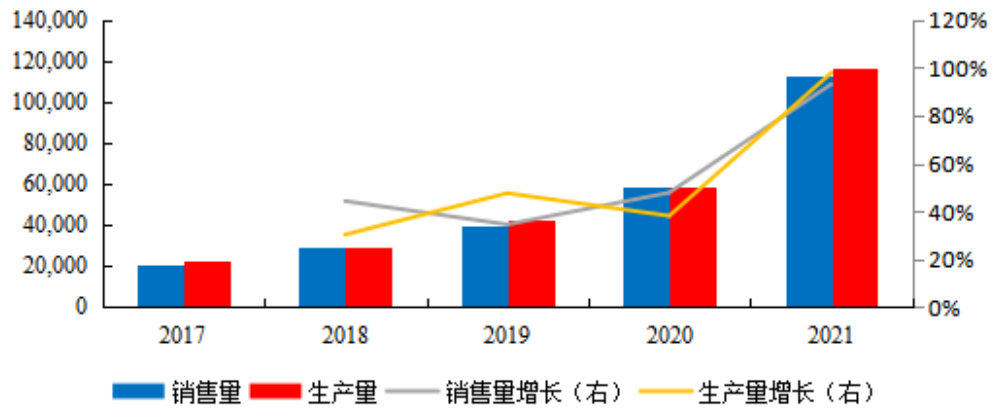
图34：公司目前推出了三款除颤监护仪产品及 PHEIS 远程数据传输系统



资料来源：公司年报

自 2017 年至 2021 年，公司除颤仪销量高速增长，年增长率均保持在 34% 以上，年均复合增长率高达 53.39%。在 2021 年，除颤仪销售增长率高达 93.1%，量带动收入增长。伴随着医用除颤仪的市场高速增长，各省市政策推进公共场所的 AED 配置，公司有望受益于市场扩容进一步抢占市场占有率。

图35：公司除颤仪量带动收入高速增长



数据来源：智研咨询、开源证券研究所

4.1.4、呼吸机：疫情常态化，国内外销量快速提升

(1) 呼吸机配置不足，市场有待扩容

呼吸机是现代临床医学中一项能人工替代自主通气功能的有效手段，普遍适用于呼吸衰竭、大手术期间的麻醉呼吸管理、呼吸支持治疗和急救复苏中。据美国呼吸病学会统计，呼吸机的普遍使用使得临床抢救的成功率大约提高了 55%。其在预防和治疗呼吸衰竭、减少并发症、挽救及延长病人生命中发挥着重要作用。

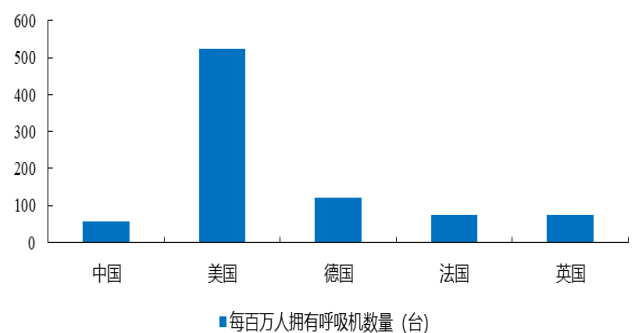
根据智研咨询数据统计，我国呼吸机消费量从 2012 年 7800 台增长至 2019 年的 18200 台，年均复合增长率为 12.9%，增长迅猛，但呼吸机仍配置不足，行业成长空间较大。在新冠疫情期间，我国的呼吸机存量 8 万台，对应每百万人拥有呼吸机 57 台。相比欧美国家，我国百万人均呼吸机拥有量仍存在较大差距。呼吸机作为抗疫明星，在抗疫过程中发挥重要救治作用，伴随着后续疫情常态化，中国乃至全球呼吸机市场有望进一步扩容。

图36：中国呼吸机消费量快速增长



数据来源：智研咨询、开源证券研究所

图37：我国百万人均呼吸机拥有量较欧美国家相比仍存在较大差距



数据来源：医疗器械创新网、开源证券研究所

(2) 呼吸机 SV 系列表现良好，国际国内销量突破

目前，公司呼吸机推出 SV 系列和 NB 系列。其中，SV300 是新冠疫情中主要使用的型号，于 2020 年 3 月获得 FDA 的紧急使用授权认证，此前已获得欧盟 CE 认证。SV300 作为国内第一款电动涡轮呼吸机，是中国、北欧、北美研发团队合作研究的结晶，突破核心技术，灵活易用，临床普适。

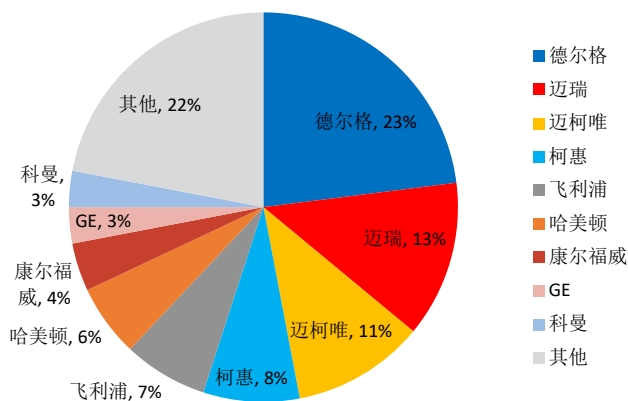
图38：公司呼吸机推出 SV 系列和 NB 系列



资料来源：公司官网

根据智研咨询数据，公司呼吸机在 2019 年国内市场份额为 13%，排名第二，仅次于德尔格。而在此次疫情之中，凭借优越的产品性能，公司的呼吸机在国内、国际抗疫过程中品牌认可度不断提升，有望在疫情常态化中实现国际、国内市场销量的进一步突破。

图39：2019 年公司呼吸机在国内市场份额排名第二



数据来源：智研咨询、开源证券研究所

4.1.5、灯床塔：市占率稳步提升，全面布局加速突破











(1) 灯床塔全面布局，疫情后有望回归量增

灯床塔是指手术室的一些基础硬件设备，包括手术灯、手术床、吊塔吊桥等。手术台能根据手术要求调整，使手术视野充分暴露。无影灯为手术提供充分、均匀、无影的照明，能长时间持续工作且不散发出过多热量。吊塔吊桥为手术室气电供给、装

备装载设备。

公司灯床塔全面布局,产品主要包括 HyLED 系列手术灯,HyBase 和 UniBase 系列手术床及 HyPort 系列吊塔吊桥。公司手术灯实现智能均匀光斑控制,保证光照强度,高性能低耗,提高手术照明体验。手术床具备精确、稳定的电动控制功能,让医护人员高效完成手术体位的定位。医用吊塔提供多屏幕安装解决方案,拥有触摸屏控制系统,可实现灯塔同轴配置,配置有病人转运系统,满足临床需求、提高工作效率。

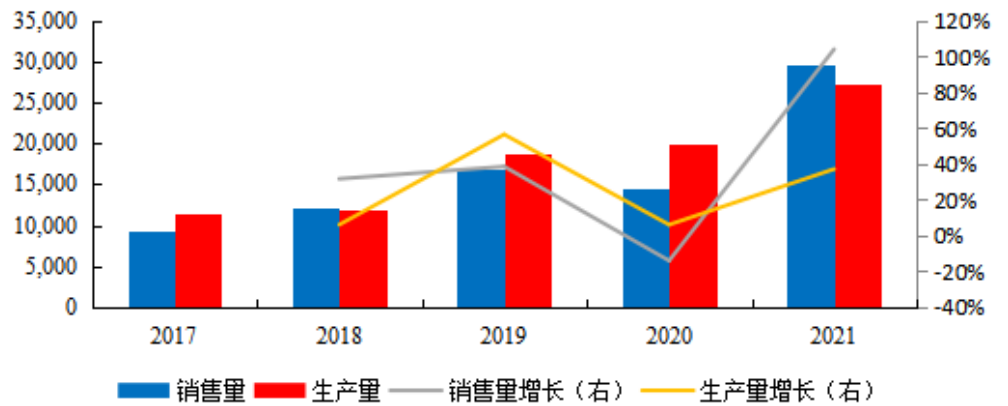
表16: 公司灯床塔布局全面,产品性能好

分类	产品			
手术床				
	UniBase 30	HyBase 8300/8500	HyBase 6300	HyBase 6100
手术灯				
	HyLED X系列	HyLED 8600	HyLED 7	
吊塔吊桥				
	HyPort 9000/6000/3000	HyPort B80 I	HyPort B80 II	

资料来源: 公司官网、开源证券研究所

公司灯床塔销量 2018 年至 2019 年保持高速正增长,均在 30%以上。2020 年受疫情影响销量下滑,2021 年,伴随着疫情逐步控制、手术常规化,销售增长达 104%,未来有望持续受益于需求回升、持续增长。

图40：常规需求恢复带动灯床塔 2021 年销量增长

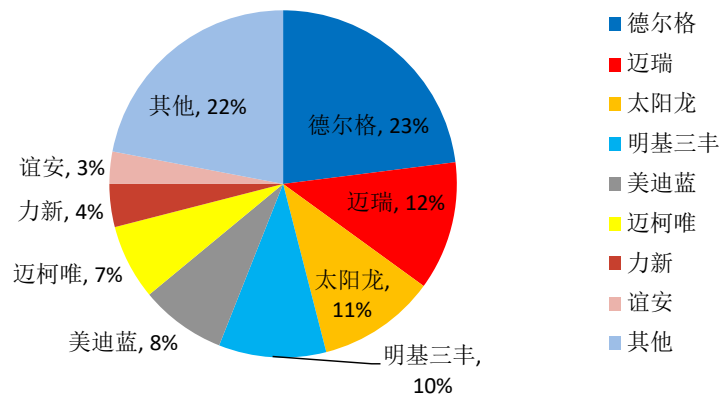


数据来源：公司年报、开源证券研究所

(2) 市占率稳步提升，市场协同进步突破

国内灯床塔市场参与者众多，国际厂商有全球手术室及 ICU 设备龙头德尔格、迈柯唯，国内厂商有太阳龙、明基三丰、美迪蓝等，在 2018 年国内市场中心份额与公司相近。根据公司官网数据，公司灯床塔排名中国第一、全球第七，市占率稳步提升，公司有望进一步凭借产品线全线布局优势和市场协同，实现突破。

图41：2018 年国内灯床塔市场公司市场份额 12%

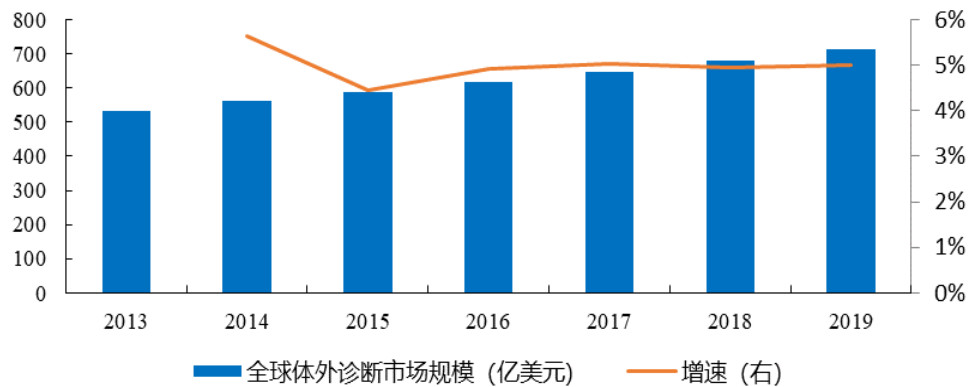


数据来源：中国医疗设备行业数据报告 2019、开源证券研究所

4.2、体外诊断：市占率稳步提升，有望成为业绩增长新星

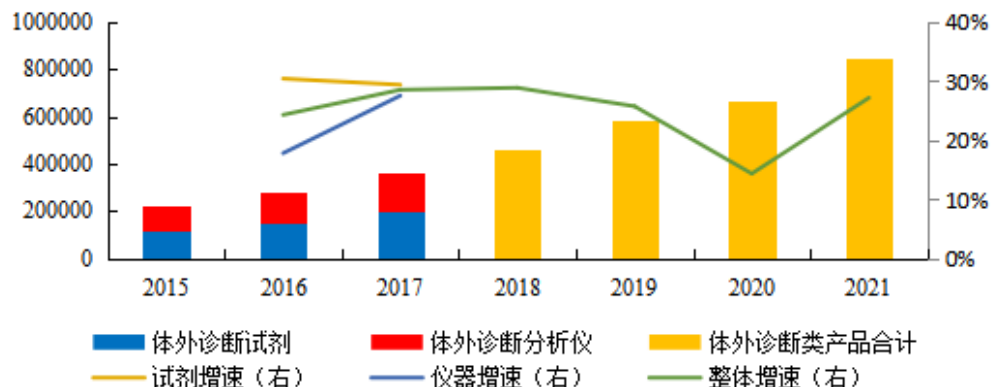
体外诊断，即 IVD，指在体外通过对人体体液、细胞和组织等样本进行检测而获取临床诊断信息，进而判断疾病或机体功能的诊断方法。目前约 80% 的临床诊断信息来自体外诊断，IVD 已成为疾病预防和诊断治疗不可缺少的医学手段。

2019 年全球体外诊断市场规模为 714 亿美元，2014-2019 年保持 4.87% 的复合增长率。预计未来随着医疗需求的增长和技术进步的推动，市场将进一步扩容，保持稳定增长。

图42：全球体外诊断市场 2014-2019 年保持 4.87% 的复合增长率


数据来源：Allied market research、开源证券研究所

公司体外诊断业务可划分为体外诊断试剂和体外诊断分析仪，其中试剂占比重略高于仪器，2017年占比为54.32%。公司体外诊断业务覆盖血液细胞检测、生化分析检测、化学发光免疫检测、凝血检测、尿液检测和微生物检测等，基本覆盖全部常规检测项目。2016年-2021年，公司体外诊断业务年均复合增长率为24.7%，保持高速增长，有望成为拉动公司业绩增长的第一大业务板块。

图43：公司体外诊断业务 2016-2021 年复合增长率为 24.7%（单位：万元）


数据来源：公司年报、开源证券研究所

4.2.1、血液细胞诊断：国内龙头，市占率有望提升

（1）细分覆盖需求，产品性能优异

血液细胞分析是通过检测血液样本，对血液中血细胞等有形成分进行的定量分析。血细胞分析仪是其检验分析仪器，在临床检验中应用广泛。

公司的血液细胞分析仪包括五分类血液细胞分析仪、三分群血液细胞分析仪、全自动细胞形态学分析仪和太行血液分析流水线。

三分群血液细胞分析仪将白细胞分为淋巴细胞、单核细胞、粒细胞，以阻抗和比色法为基础；五分类血液细胞分析仪将白细胞分为淋巴细胞、单核细胞、粒细胞（中性细胞、嗜酸性细胞、嗜碱性细胞），中低五分类分析仪以化学染色和流式细胞术为基础，高端五分类分析仪以特异性荧光染色、散射-荧光三分分析技术为基础。低端

的三分类产品和高端的五分类产品有助于覆盖市场需求，在此基础上，公司还推出了全自动细胞形态学分析仪和太行血液分析流水线。

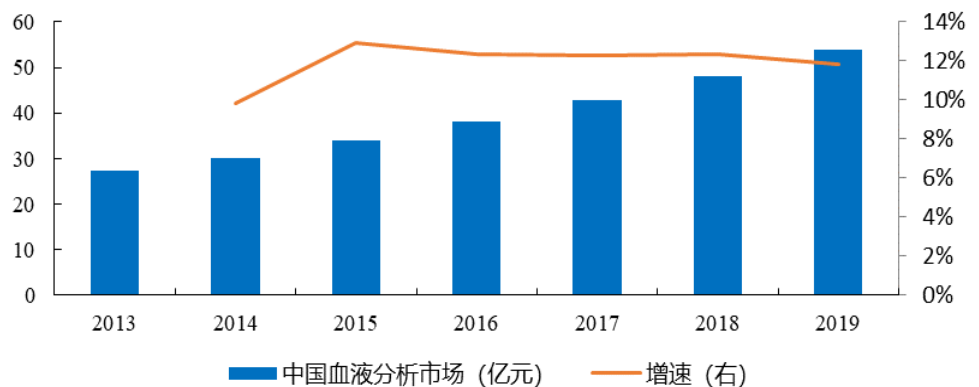
全自动细胞形态学分析仪开辟自动化镜检新纪元，能够实现精准捕捉病理特征、分类，助力筛查血液病，自动获取仪器结果，智能阅片。其中，公司的 BC-5390CRP 系列产品能够一分钟实现五分类+CRP 联合检测。CRP (C-反应蛋白) 是一种急性时相反应蛋白，在健康人血清中浓度很低 (<5mg/L)，而在细菌感染或组织损伤时浓度显著升高。五分类+CRP 联合检测已成为血液分析市场升级换代的主要趋势。

血液分析流水线由自动血涂片制备仪和全自动血液细胞分析仪组合构成，实现自动流水线分析，显著提升检验效率。

(2) 稳健增长叠加换代升级，市占率稳步提升

根据研观天下数据，中国血液分析市场规模从 2013 年的 27.4 亿增长至 2019 年的 53.9 亿，年均复合增长率为 11.94%，预计行业将稳健增长，同时叠加以五分类+CRP 联检为主要趋势的升级换代需求。

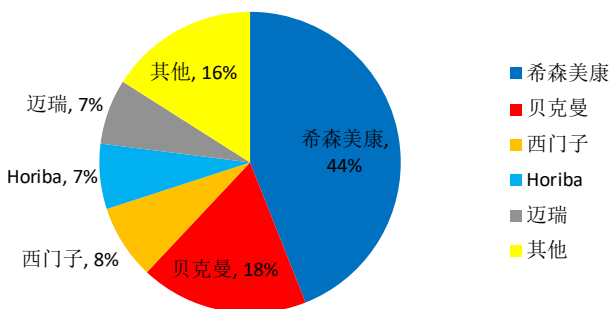
图44：中国血液分析市场规模 2014-2019 年复合增长率为 11.94%



数据来源：研观天下、开源证券研究所

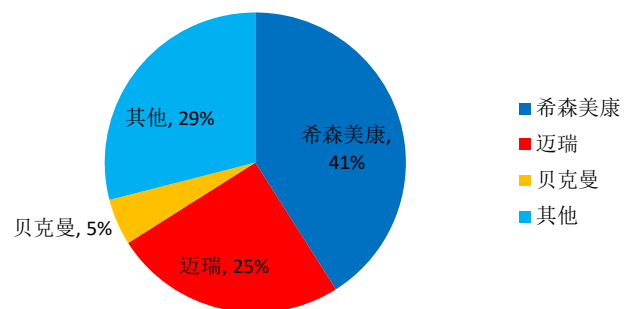
根据中国医学装备协会数据，公司在 2016 年全球和中国血液分析市场上市占率排名为第五和第二，根据公司官网最新数据显示，排名为中国第二、世界第三。公司凭借扎实的产品研发、品牌推广和渠道打通，收入高速增长，份额排名稳步提升。

图45：2016 年公司在全球血液分析市场份额为 7%



数据来源：中国医学装备协会、开源证券研究所

图46：2016 年公司在中国血液分析市场份额排名第二



数据来源：中国医学装备协会、开源证券研究所

4.2.2、生化分析诊断：市场格局分散，持续发力高端产品

(1) 生化诊断发展较为成熟，高端市场外商占据

生化诊断是指通过生化反应、免疫浊度法等体外测定无机元素、蛋白、血糖、血脂等生化指标，是基础诊断方法之一，是发展最早、最成熟的 IVD 细分领域。生化诊断在中国发展较早，早期占体外检测市场比重超过 50%，后伴随着免疫检测、分子诊断、POCT 的市场份额不断增长，生化的市场规模占比不断下降。根据中商情报网数据，到 2019 年，生化诊断作为 IVD 第二大领域占到总市场规模的 19%。

生化仪器经历从手动、半自动到全自动生化分析仪的技术进步，目前多家国内厂商已能够生产全自动生化仪。目前国产生化仪器主要集中于低端低速市场，进口生化仪仍占据主要高端高速市场，国产化率约为 50%。生化试剂基本实现进口替代，国产化率约 70%。

(2) 产品高端发力，突破竞争困境

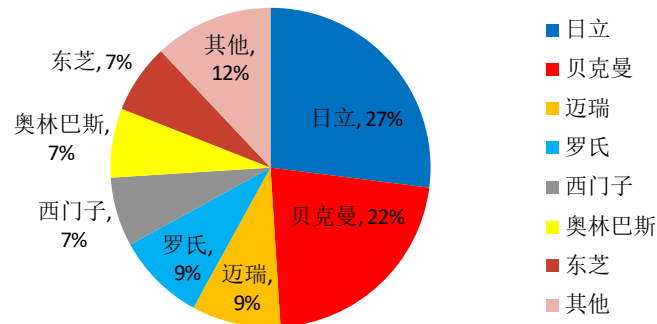
公司目前推出的生化分析仪有全自动生化分析仪、模块化生化检测系统和天河生化免疫分析流水线。其中，天河生化免疫分析流水线的 SAL9000 产品能够提供包括肝脏疾病、肾脏疾病、离子与酸碱代谢、心血管疾病、内分泌疾病、肿瘤疾病等在内的 11 个疾病类别“生化+免疫”检测套餐，共计 140 余个检测项目。

表17：公司推出多款生化分析仪，持续向高端发力

分类	产品
模块化生化检测系统	 BS-800M
	 BS-2000M
全自动生化分析仪	 BS-830
	 BS-600
	 BS-350E
	 BS-200
	 BS-180
天河生化免疫分析流水线	 SAL 9000
	 SAL 6000

资料来源：公司官网、开源证券研究所

根据中国医学装备协会数据，2017 年中国生化分析仪市场国际品牌日立和贝克曼分别占据 27%和 22%的市场份额，除去两位国际厂商，罗氏、西门子、奥林巴斯、东芝等玩家市占率接近，市场相对分散。公司占据 9%，是市占率最高的国产品牌，有望凭借高端突破竞争困局。

图47：公司在中国 2017 年生化分析仪市场占据 9%


数据来源：中国医学装备协会、开源证券研究所

4.2.3、化学发光免疫诊断：并购上游企业降本增效，未来有望高速增长

(1) 化学发光免疫市场较大，兼具成长性

免疫诊断是指应用免疫学的理论、技术和方法诊断各种疾病和测定免疫状态。免疫诊断是体外检测中最大的领域，根据中商情报网数据，2019 年免疫诊断占到总 IVD 市场的 38%。免疫诊断包括化学发光、酶联免疫、放射免疫等，酶联免疫成本低、可大规模操作，而化学发光具有灵敏、快速、稳定、选择性强、重现性好、易于操作、方法灵活多样的优点，凭借其高灵敏度等技术性能，化学发光逐渐占据主导。根据 Kalorama Information，化学发光占据中国免疫诊断市场比重逐年攀升，到 2019 年已占据 85%。国外化学发光占免疫诊断比例超过 90%，中国化学发光市场仍具有较大成长空间。

(2) 并购助力核心原料自研自产，未来有望高速增长

公司目前已推出多款全自动化学发光免疫分析仪。同时，公司在 2021 年收购了 Hytest Invest Oy（海肽生物）及其下属子公司。成立于 1994 年的海肽生物是全球顶尖的专业体外诊断上游原料供应商，拥有优质抗原抗体的创新、原研和自产能力，在心脏标志物、肿瘤标志物、传染病、炎症、凝血等优势领域建立了丰富的产品组合并具备技术积累。免疫原料的自研自产能力是试剂临床性能、质量和供应安全的重要保证。公司收购海肽生物，填补了国内在体外诊断上游顶尖原料领域的众多空白，增强了公司在核心原料领域的自研自产能力，助力解决体外诊断上游原料供应“卡脖子”问题。

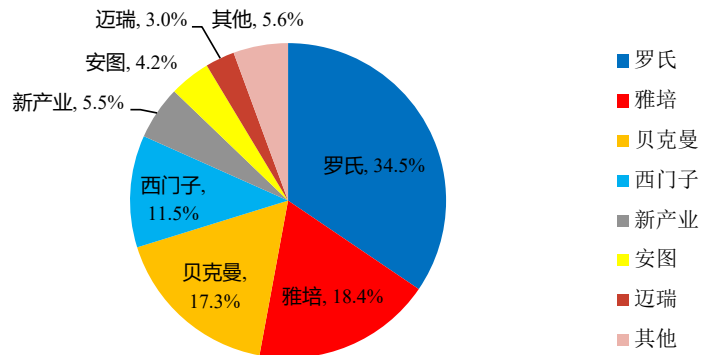
图48：公司目前已推出多款全自动化学发光免疫分析仪



资料来源：公司官网、开源证券研究所

相较生化诊断等其他体外检测细分行业，免疫诊断市场国产率最低。根据 Kalorama Information，2018 年国内化学发光市场被罗氏、雅培、贝克曼、西门子等国际厂商占据超 80% 的市场份额。公司较新产业、安图两家国内厂商起步晚，但收入规模迅速扩大，市场份额紧追两家国内厂商。未来有望进一步突破核心技术、完善产品线、扩大市占率。

图49：中国化学发光市场国产率低，公司 2018 年占据国内市场 3% 的市场份额

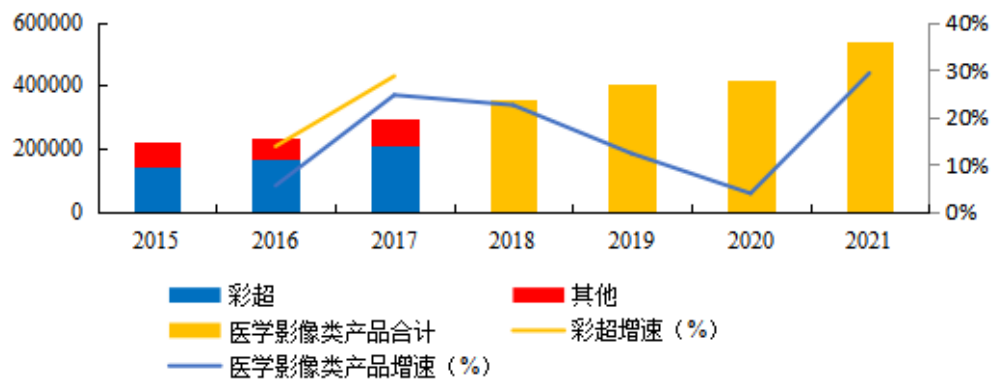


数据来源：Kalorama Information、开源证券研究所

4.3、医学影像：销售额突破，快速占领高端市场

医学影像设备指的是为实现诊断或治疗引导的目的，通过对人体施加包括可见光、X 射线、超声、强磁场等各种物理信号，记录人体反馈的信号强度分布，形成图像并使得医生可以从中判读人体结构、病变信息的技术手段的设备。

业务聚焦，彩超主导。目前临床应用较广的医学影像设备包括 X 射线成像系统（XR）、计算机断层扫描（CT）、磁共振成像系统（MRI）和超声诊断系统四类。综合设备的应用领域、使用性质、成本和技术等，公司有所取舍，聚焦超声诊断设备和 X 射线成像系统（XR）。其中，彩超是公司医学影像领域的主力，2016 年至 2017 年快速增长。受疫情常规体检量下降影响，台式超声销售放缓，医学影像业务板块增速放缓，疫情后有望恢复。

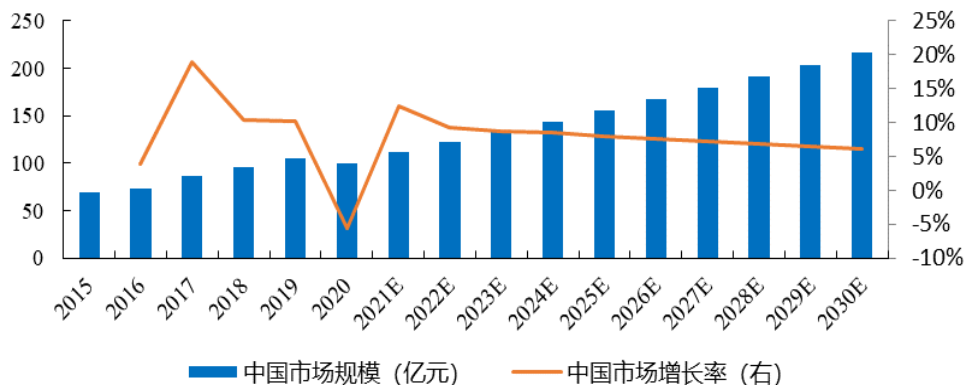
图50：公司彩超主导医学影像业务板块（单位：万元）


数据来源：Wind、开源证券研究所

4.3.1、超声诊断设备：彩超行业龙头，发力高端

(1) 超声市场增长可观，彩超销量行业龙头

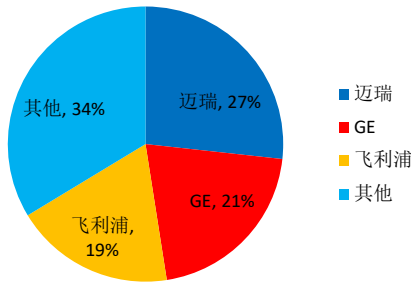
超声诊断设备是利用超声波的物理特性和人体器官组织声学性质的差异，以波形、曲线或图像等形式显示疾病生理状况，帮助疾病诊断的医疗设备。海外发达国家市场起步早，市场趋于饱和，增长放缓，而中国属于新兴增量市场，人口老龄化、健康意识提升带来需求增长，同时，超声技术应用场景拓展、技术革新等创新因素开辟出新的市场空间。2020年中国超声设备市场规模为99.2亿元，2030年预计将增长至216.2亿元，复合增长率为8.1%。

图51：中国超声设备市场 2030 年预计将增长至 216.2 亿元，复合增长率为 8.1%


数据来源：灼识咨询、开源证券研究所

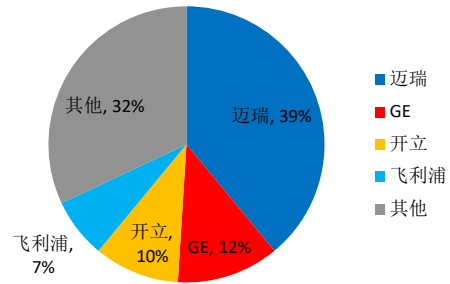
公司主营的彩超是利用超声多普勒技术和超声回波原理，同时进行采集血流运动、组织运动信息和人体器官组织成像的设备，较普通B超而言，彩超加伪彩，对二维黑白图像进行彩色处理，成像效果更好。在2013年，公司收购美国超声诊断系统领先的Zonare公司，基于其先进技术实现了国产高端彩超的突破。目前，公司的彩超围绕全身成像、女性健康、临床超声、基础医疗和肝纤设备等开发了系列产品，实现高中低市场的全线覆盖，市场份额稳步提升，2021年成为台式和便携式市场双第一，台式彩超市占率26.91%，便携式彩超市占率39%。

图52：2021年台式彩超公司销售数量居国内市场第一



数据来源：医招采、开源证券研究所

图53：2021年便携式彩超公司销售数量居国内市场第一

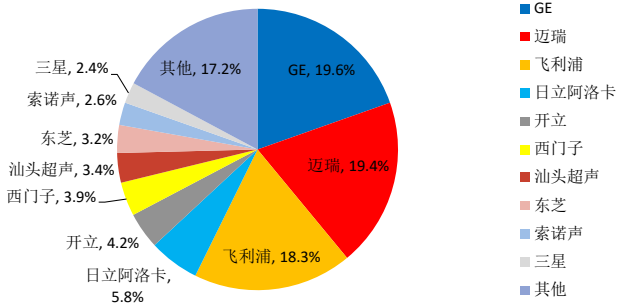


数据来源：医招采、开源证券研究所

(2) 中低端市场优势显著，高端突破扩大份额

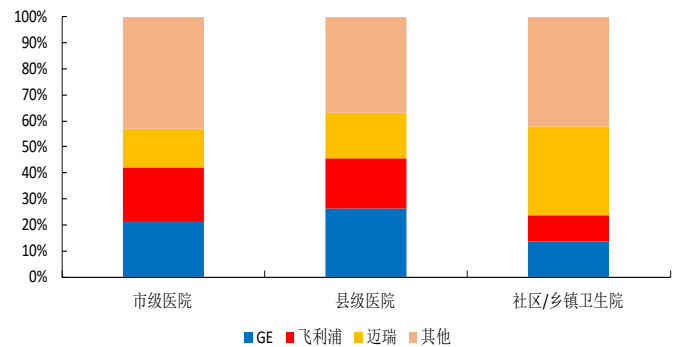
相较2018年公司在国内公立医疗机构超声仪市场占有率为19.4%，居第二，公司在近年间得益于国产替代，市场渗透率不断提升，国产品牌龙头优势得以彰显。公司凭借全面的产品线，立足中低端市场，根据医招采统计数据，2018年公司在国内公立医疗机构市级、县级、社区/乡镇卫生院中，社区/乡镇卫生院市场占有率高达34%，体现出公司坚实的下沉市场基础。伴随着分级诊疗政策的贯彻落实，市场的需求释放仍在持续，中低端市场优势显著。

图54：2018年国内公立医疗机构超声仪市场迈瑞医疗市占率第二



数据来源：医招采、开源证券研究所

图55：迈瑞医疗在中低端市场占有率较GE、飞利浦更胜一筹



数据来源：医招采、开源证券研究所

同时，公司持续向高端市场进行突破。根据2018年医招采数据显示，公司在市级医院和县级医院市占率分别为14.7%和17.8%，相较国际巨头GE的市占率21.7%和26.1%仍存在较大成长空间。

公司基于Zonare全球领先的区域成像技术(ZONE-Sonography™)，推出Resona7等高端彩超产品，打破高端彩超领域进口垄断。目前，公司最新推出的昆仑系列高端彩超在技术平台、图像质量、应用领域、人机工程设计方面具备卓越优势，目前已逐渐进入欧美高端市场。昆仑系列作为公司首个高端产品线，有望在国际和国内高端市场进一步放量，带动公司彩超在高端市场的持续突破。

4.3.2、X射线成像系统：中低端市场份额占据，有望高端化抢占市场

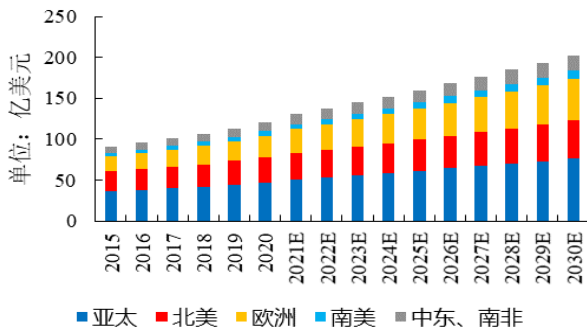
(1) 市场持续增长，公司业务聚焦

X射线成像系统是现代医疗基础性的诊断设备，可以广泛应用于胸部、骨关节、

乳腺疾病、胆系和泌尿系统疾病的临床诊断。

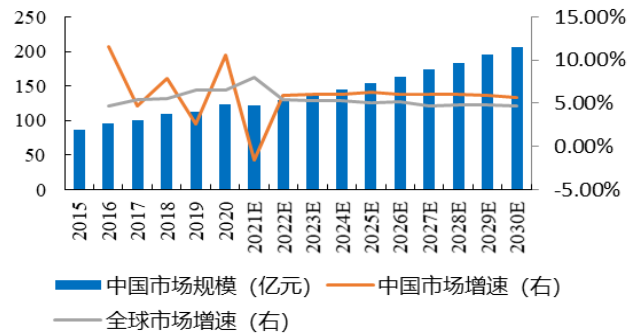
全球 XR 市场中，亚太地区市场规模居首位，根据灼识咨询数据，2015-2020 年、2021-2030E 年复合增长率分别为 5.2%、4.9%，略低于全球整体水平 5.8%、5.3%。2015-2020 年中国 XR 市场增长率波动较大，年复合增长率为 7.4%，高于全球水平。目前我国 XR 市场尚未饱和，2020 年市场规模约 123.8 亿元，根据灼识咨询数据，预计 2030 年市场规模将达到 206.0 亿元，年复合增长率达到 5.2%。

图56：全球 XR 市场中亚太地区规模居首位



数据来源：灼识咨询、开源证券研究所

图57：中国 XR 市场增速高于全球



数据来源：灼识咨询、开源证券研究所

XR 设备根据使用特性可分为通用 X 射线机 (GXR) 和介入 X 射线机 (IXR)，GXR 包含常规 DR、移动 DR、乳腺机及胃肠机，均通过 X 射线摄影进行诊断检查疾病；IXR 主要为 C 形臂 X 射线机，包括大 C 形臂、中 C 形臂、小 C 形臂，主要用于外科手术时进行监控式 X 射线透视和摄影。

公司目前推出的产品覆盖常规 DR 和移动 DR 领域。

表18：公司在 XR 领域推出产品覆盖常规和移动数字 X 射线成像系统

分类	产品
数字 X 射线成像系统	<p>DigEye 680 Digieye 280</p>
移动数字 X 射线成像系统	<p>MobiEye 700</p>

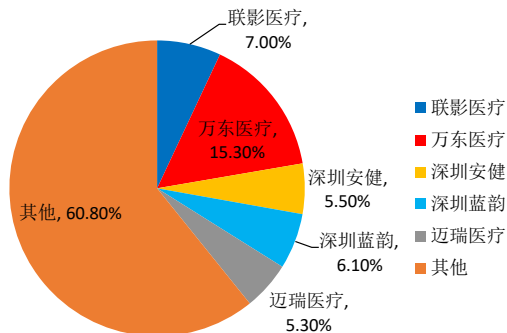
资料来源：灼识咨询、开源证券研究所

(2) 现有产品市占率良好，有望高端化实现突破

受国家政策扶持，国产设备经过近十年的发展市占率不断提高，基本在 DR 及移动 DR 设备领域实现了进口替代。公司凭借较早的布局和市场渗透，在 2020 年的常规 DR 和移动 DR 市场中分别取得了 5.3% 和 9.4% 的占有率。伴随着中低端市场国产

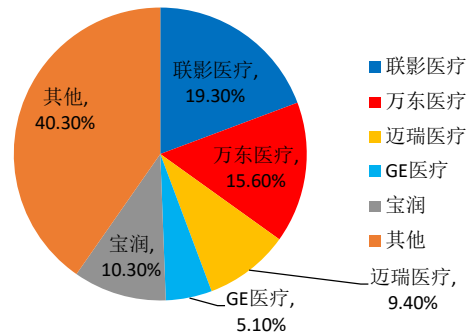
厂商的竞争日益加剧，公司持续研发投入、响应市场需求，推动 XR 设备向着移动化、动态多功能化和高端化方向发展，有望在高端市场实现更高的突破。

图58：公司在 2020 年常规 DR 中市占率为 5.3%



数据来源：灼识咨询、开源证券研究所

图59：公司在 2020 年移动 DR 中市占率排名第三



数据来源：灼识咨询、开源证券研究所

4.4、种子业务：提前布局公司新增长点

4.4.1、微创外科：聚焦硬镜，国内增长前景广阔

微创外科是指通过微小创伤或微小入路，将特殊器械、物理能量或化学药剂送入人体内部，完成对人体内病变、畸形、创伤的灭活、切除、修复或重建等外科手术操作的医学科学分支，其显著特点是对病人的创伤明显小于相应传统外科手术。微创化是现代外科手术演进的一大趋势，目前，普外科、妇产科、泌尿外科、胸外科、耳鼻喉科、儿科等科室的绝大多数普通外科手术均可以通过内窥镜微创手术完成。

内窥镜微创医疗器械分为医用内窥镜、内窥镜手术器械及摄像机、监视器等配套设施。医用内窥镜根据应用场景可分为腹腔镜、关节镜、耳镜、鼻咽喉镜、宫腔镜、膀胱镜、胃镜、肠镜等，其中可以通过人体自然腔道（食道、肠道等）随意弯曲的内窥镜称为软管式内窥镜（软镜）。与之对应，借助戳孔使腔镜进入人体腔内或潜在腔隙的不可弯曲的内窥镜称为硬管式内窥镜（硬镜），包括腹腔镜、关节镜等。

目前公司聚焦硬镜，推出了包括 HyPixel U1、HyPixel™R1、HD3、EC3 在内的多款硬镜系统及瑞莱系列腹腔镜手术器械。其中，硬镜系统还原真实色彩，图像清晰，具备优异成像性能。瑞莱系列腹腔镜手术器械采用进口高性能材质、高精度钳头设计、轻简易用的三折结构，安全、易用、耐久。公司始终以卓越的产品性能服务于临床需求。目前，公司的内窥镜微创医疗器械业务正处于起步阶段，产品种类有望进一步丰富，得益于手术微创化的大趋势，该业务有望在未来成为新的收入增长点。

表19: 公司聚焦硬镜, 推出多款硬镜系统及瑞莱系列腹腔镜手术器械

分类	产品			
硬镜系统				
	Hypixel U1	HyPixel™ R1	HD3	EC3
				
内窥镜手术器械				

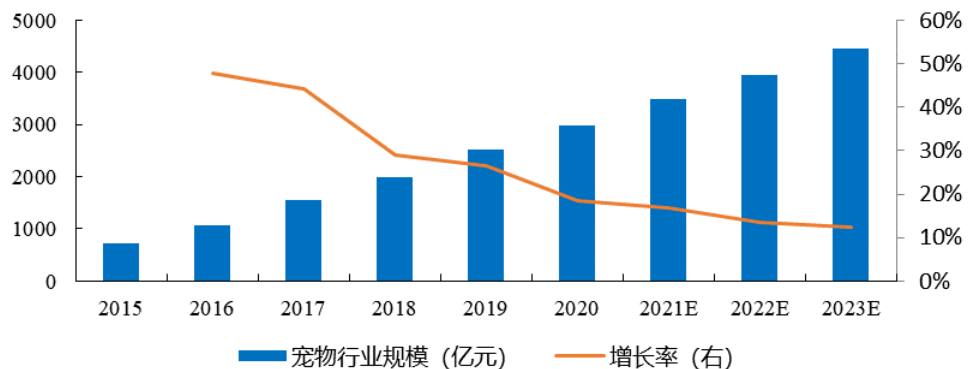
资料来源: 公司官网、开源证券研究所

4.4.2、动物医疗: 迁移技术优势, 提前布局宠物医疗市场

根据艾瑞咨询数据统计, 2015年至2020年, 中国宠物市场规模从725亿元增长至2988亿元, 复合增长率高达32.74%, 同时预计将以高于12%的年增长率持续增长。同时, 根据前瞻研究院数据显示, 2019年中国家庭宠物饲养率17%, 显著低于美国67%、澳大利亚62%、英国44%, 行业成长空间较大。

根据《2021年中国宠物消费趋势白皮书》, 九成宠物主均出于增添情趣、解压、缓解孤独等情感动机养宠物。伴随着居民生活水平的提升和对情感消费越来越重视, 宠物行业有望保持高速增长且不断规范化与成熟发展。根据《2019年中国宠物行业白皮书》, 宠物诊疗和药品分别占到宠物市场消费支出中的10%和9%。宠物医疗属于市场刚需, 且全部费用需消费者自行支付。

图60: 中国宠物行业规模较大, 增速有望维持在12%左右



数据来源: 艾瑞咨询、开源证券研究所

宠物医疗市场潜力较大,公司前瞻性布局,于2020年专门成立动物医疗子公司,基于技术的高度协同性,将人用产品和研发优势进行迁移,目前已建立起围绕三大产品领域的较为完备的动物医疗线,针对宠物医院、畜牧牧场、马场和珍稀动物四种场景提供相应的解决方案。未来有望进一步完善产品布局,拓宽应用场景,逐步增大该业务的收入贡献。

表20: 公司建立起围绕三大领域的较为完备的动物医疗线

领域	产品							
	麻醉机		监护仪		硬镜系统			
生命信息与支持	 WATO EX-35Vet	 WATO EX-20Vet	 Veta 5 / Veta 3	 ePM 12M Vet	 uMEC12 Vet/uMEC10 Vet	 Vetina CS7	 Vetina CS3	
	 Vetina E53		 HyLED 580 Vet		 HyLED 180 Vet		 BeneFusion VP3 Vet / SP3 Vet	 BeneFusion VP1 Vet / SP1 Vet
体外检测	 BC-5000 Vet		 BC-30 Vet	 BC-2800 Vet	 BS-240Vet	 Vetube 30	 Vetgenies 8	
	 Vetus 8			 Vetus 7	 Vetus 5	 M9Vet	 Vetus E7	 M6Vet

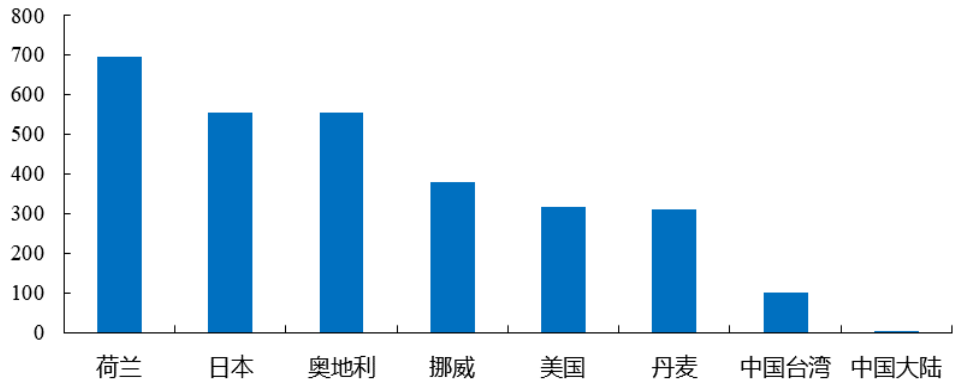
资料来源: 公司官网、开源证券研究所

4.4.3、AED: 政策落实助力行业扩容, 技术优势有望引领行业

AED, 自动体外除颤器, 是一种便携式医疗设备, 它可以诊断特定的心律失常, 并且给予电击除颤, 可在最佳抢救时间“黄金四分钟”内由非专业人员使用对心脏骤停患者进行抢救, 有效防止其猝死。

2019年, 中国卫健委在发布的《健康中国行动(2019—2030年)》文件中明确指出: “完善公共场所急救设施设备配备标准, 在学校、机关、企事业单位和机场、车站、港口客运站、大型商场、电影院等人员密集场所配备急救药品、器材和设施, 配备自动体外除颤器(AED)。”

图61：中国每十万人 AED 配置数量远低于国际平均水平



数据来源：华经情报网、开源证券研究所

截至 2019 年，中国大陆每十万人 AED 的配置数量仅 0.2 台，远低于国际上每十万人 100 台的国际平均水平，各省市纷纷出台相应政策，进一步完善公共场所 AED 的配置，AED 市场有望进一步扩容。

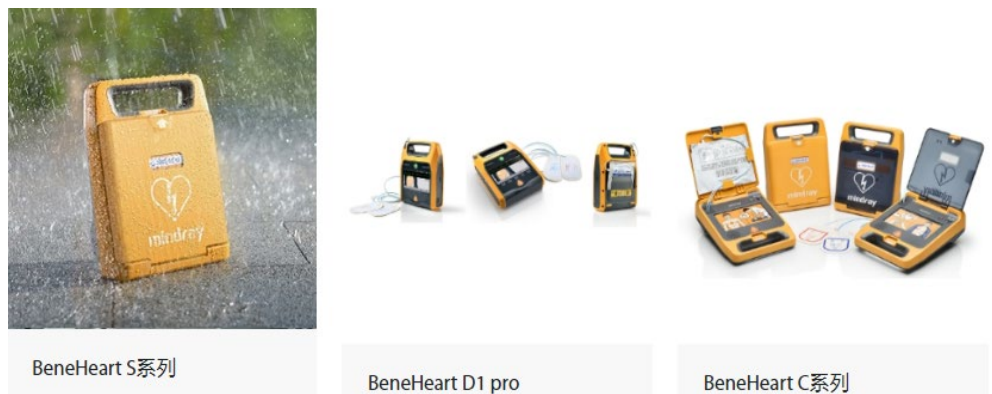
表21：各省市部署 AED 配置计划

省/市	AED 配置计划
深圳市	深圳市计划在未来 5-10 年达到每 10 万人配置 1300 台 AED 的水平，共计达到 6 万台。
北京市	北京市教委要求全市各级各类学校在 2021 年底前，每个学校至少配置 1 台 AED，预计带来的 AED 配置需求近 5000 台。
重庆市	重庆市要求全市学校有 500 名以上学生且医疗急救专业人员在 5 分钟内无法到达学校的，应分批配备 AED，预计带来的 AED 配置需求近万台。
四川省	四川省计划 2025 年底之前全省所有体育场馆全部配置 AED，预计配置的 AED 台数将超过 24 万台。

资料来源：公司年报、开源证券研究所

公司突破国外公司多项专利封锁，成为国内首个自主研发出 AED 产品的公司，打破了原有 AED 市场被 ZOLL、飞利浦、普美康等国际巨头垄断的局面，凭借性价比优势在国内市场渗透率不断提升。公司 AED 业务有望受益于行业扩容进一步扩展，实现迅猛增长。

图62：公司作为首个 AED 国产品牌，目前已推出多款 AED 产品

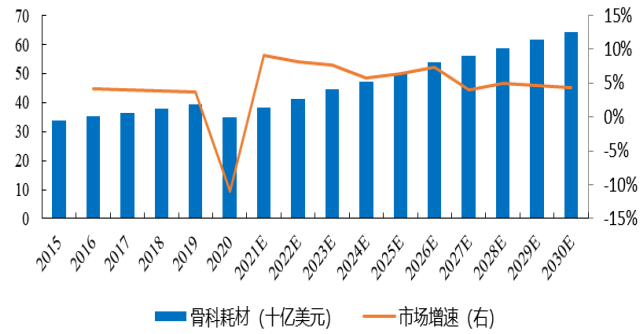


资料来源：公司官网

4.4.4、骨科市场景气度高，业务布局谋求增长

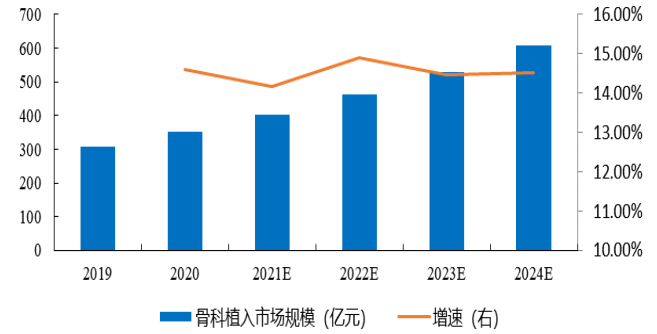
骨科耗材是医疗器械市场的前五大细分市场之一。根据灼识咨询数据统计及预测，全球骨科耗材市场 2020 年市场规模 350 亿美元，预计到 2030 年将达到 650 亿美元，复合增长率达 6.25%，市场空间大，且保持较为平稳的增长。而中国骨科市场目前正处于快速发展阶段，市场增速维持在 15% 左右，高于全球，行业景气度高。

图63：全球骨科耗材市场规模预计将达 650 亿美元



数据来源：灼识咨询、开源证券研究所

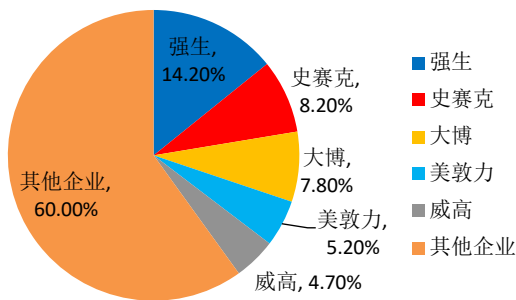
图64：中国骨科植入市场增速维持在 15% 左右



数据来源：中商产业研究院、开源证券研究所

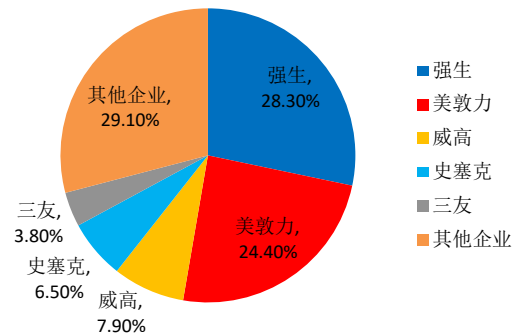
骨科植入耗材主要包括创伤类、脊柱类、关节类三大细分市场，规模相近，2019 年分别占据整体市场的 28.6%、29%、27.9%。整体而言，三个细分市场呈现出进口厂商占据市场较大份额的竞争局面，在技术门槛相对较高的脊柱类和关节类更甚。目前，得益于骨科耗材的集采政策和国产替代，骨科植入耗材行业有望不断提升行业集中度，国内龙头有望进一步扩大市场占有率。

图65：2019 年我国创伤类市场行业较为分散



数据来源：医械研究院、开源证券研究所

图66：2019 年我国脊柱类市场国产率 40.2%



数据来源：医械研究院、开源证券研究所

目前，公司在创伤类、脊柱类、关节类和生物材料四个市场均有布局，在创伤类已推出股骨髓内钉、组合式外固定架、一体式外架等产品 and 包括腕部、肩部、膝部、髌部等在内的诸多套解决方案，在脊柱类推出胸腰椎后路固定系统，在关节类推出初次置换系统、翻修系统等，在生物材料类推出人工骨等产品。目前，公司的骨科耗材仍处于初步培养发展阶段，有望凭借自身产品力及国产替代进一步抢占市场，成为公司业务的新兴增长点。

5、盈利预测与投资建议

5.1、收入模型关键假设：

受益于医疗新基建、海外市场积极开拓以及高端器械产品的渗透率提升，我们预计迈瑞医疗营业收入 2022-2024E CAGR 22.3%，同期归母净利润 CAGR 达 22.9%。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透和对新兴市场需求的不断开拓，预计板块收入 2022-2024E CAGR 17.1%，毛利率基本稳定在 66.0-66.5% 区间；

体外诊断类：公司在完成对 Hytest 的收购后，补强了 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-7500 CRP 的持续放量有望拉动板块收入增长，预计板块收入 2022-2024E CAGR 25.2%，毛利率预计维持在 62% 左右；

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 2022-2024E CAGR 20.5%，毛利率维持在 66.3% 左右。

四大高潜业务：（1）动物医疗（计入三大业务板块）：公司该板块业务在国内竞争优势显著，预计板块收入 2022-2024E CAGR 50%。（2）微创外科（计入生命信息与支持板块）：硬镜等产品受益于技术和渠道优势，预计板块收入 2022-2024E CAGR 75%。（3）AED（计入生命信息与支持）：国内 AED 人均配比仍与发达国家差距较大，公司产品在国内排名第一，预计板块收入 2022-2024E CAGR 50%。（4）骨科（计入其他主营业务）：随着公司智能化产线的投产，有效降低生产成本，预计板块收入 2022-24E CAGR 100%。

表22：公司营业收入预测

单位（百万元）	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	16555.99	21025.85	25269.58	30926.07	38112.27	46261.85
YoY		27.00%	20.18%	22.38%	23.24%	21.38%
生命信息与支持类产品	6340.88	10005.96	11153.47	13377.02	16146.36	18356.94
YoY		57.80%	11.47%	19.94%	20.70%	13.69%
体外诊断类产品	5813.93	6646.10	8448.63	10645.27	13306.59	16699.77
YoY		14.31%	27.12%	26.00%	25.00%	25.50%
医学影像类产品	4039.42	4196.33	5425.52	6429.24	7721.52	9343.04
YoY		3.88%	29.29%	18.50%	20.10%	21.00%
其他主营业务	325.32	132.57	230.23	460.46	920.91	1841.83
YoY		-59.25%	73.67%	100.00%	100.00%	100.00%
其他业务	36.43	44.89	11.73	14.08	16.89	20.27
YoY		23.22%	-73.87%	20.00%	20.00%	20.00%

数据来源：Wind、开源证券研究所

5.2、盈利预测和估值

基于以上假设以及可比公司估值分析，经模型测算得出公司 2022-2024 年净利润分别为 98.7 亿、121.8 亿和 149.0 亿元，同比增长 23.3%、23.5%和 22.3%，考虑到新基建订单和公司国际化、高端化、平台化均在加速，业绩有望持续较高增长，预测 2022-2024 年 EPS 值为 8.14、10.05 和 12.29 元/股，现价对应 PE 38.4/31.1/25.4 倍。我们选取 A 股具有代表性的医药龙头公司和部分医疗器械标的作为对比，公司估值合理。首次覆盖，给予“买入”评级。

表23：可比公司估值情况（截至 2022 年 4 月 29 日）

证券代码	公司	收盘价	每股收益 EPS (元)				PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
603259.SH	药明康德	103.23	1.72	2.79	3.36	4.31	68.76	37.04	30.75	23.97
600276.SH	恒瑞医药	29.48	0.71	0.80	0.91	0.97	71.60	36.97	32.40	30.47
300633.SZ	开立医疗	25.30	0.62	0.68	0.87	1.09	55.50	37.22	29.19	23.28
600055.SH	万东医疗	20.10	0.34	0.31	0.36		70.29	63.94	55.42	
300832.SZ	新产业	40.05	1.24	1.73	2.29	2.91	35.59	23.15	17.52	13.75
	可比公司平均值						60.35	39.66	33.06	22.87
300760.SZ	迈瑞医疗	312.50	6.60	8.14	10.05	12.29	47.35	38.40	31.10	25.43

数据来源：Wind、开源证券研究所（药明康德、恒瑞医药、开立医疗、万东医疗、新产业每股收益 EPS 和 PE 来自 Wind 一致预期）

6、风险提示

医疗器械集采降价幅度超预期；医疗新基建推进速度放缓；地缘政治风险；新产品上市放缓。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	21632	21335	27980	37782	49826
现金	15865	15361	18857	28585	36918
应收票据及应收账款	1539	1790	3455	2650	4405
其他应收款	295	126	522	279	673
预付账款	206	238	274	355	418
存货	3541	3565	4618	5658	7157
其他流动资产	186	254	254	254	254
非流动资产	11675	16768	15152	16231	17454
长期投资	26	26	37	43	51
固定资产	3199	3772	4546	5459	6416
无形资产	1319	2201	2150	2108	2068
其他非流动资产	7131	10769	8419	8621	8919
资产总计	33306	38103	43132	54013	67279
流动负债	8236	8629	8938	9852	11141
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1500	2281	2103	3263	3332
其他流动负债	6737	6348	6835	6589	7809
非流动负债	1780	2506	1605	1966	1964
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1780	2506	1605	1966	1964
负债合计	10016	11135	10543	11819	13105
少数股东权益	13	15	23	30	38
股本	1216	1216	1216	1216	1216
资本公积	8153	8153	8153	8153	8153
留存收益	14032	18994	24661	31353	39307
归属母公司股东权益	23278	26953	32565	42164	54137
负债和股东权益	33306	38103	43132	54013	67279

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	8870	8999	7520	13429	12859
净利润	6660	8004	9876	12189	14905
折旧摊销	483	633	683	825	959
财务费用	-61	-86	-249	-403	-568
投资损失	4	-1	0	0	0
营运资金变动	1376	328	-2755	840	-2422
其他经营现金流	409	120	-35	-23	-16
投资活动现金流	-5191	-4812	860	-1875	-2156
资本支出	1183	1402	-1347	1029	1186
长期投资	-20	0	-11	-7	-8
其他投资现金流	-4028	-3410	-497	-853	-978
筹资活动现金流	-1853	-4605	-4885	-1826	-2370
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-19	0	0	0	0
其他筹资现金流	-1834	-4605	-4885	-1826	-2370
现金净增加额	1628	-590	3496	9728	8333

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	21026	25270	30926	38112	46262
营业成本	7366	8843	10991	13638	16607
营业税金及附加	218	282	373	442	523
营业费用	3612	3999	4794	5907	7078
管理费用	897	1106	1299	1524	1804
研发费用	1869	2524	3089	3807	4621
财务费用	-61	-86	-249	-403	-568
资产减值损失	-110	-132	-87	-121	-113
其他收益	476	575	458	474	496
公允价值变动收益	0	10	31	10	13
投资净收益	-4	1	0	0	0
资产处置收益	-2	4	0	0	0
营业利润	7455	9066	11204	13802	16818
营业外收入	54	23	36	38	38
营业外支出	70	72	65	64	68
利润总额	7438	9017	11176	13775	16788
所得税	779	1013	1300	1587	1883
净利润	6660	8004	9876	12189	14905
少数股东损益	2	2	8	7	7
归母净利润	6658	8002	9868	12182	14898
EBITDA	7525	9266	11431	14007	16928
EPS(元)	5.49	6.60	8.14	10.05	12.29

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	27.0	20.2	22.4	23.2	21.4
营业利润(%)	38.6	21.6	23.6	23.2	21.9
归属于母公司净利润(%)	42.2	20.2	23.3	23.5	22.3
获利能力					
毛利率(%)	65.0	65.0	64.5	64.2	64.1
净利率(%)	31.7	31.7	31.9	32.0	32.2
ROE(%)	28.6	29.7	30.3	28.9	27.5
ROIC(%)	25.4	26.3	28.0	26.6	25.4
偿债能力					
资产负债率(%)	30.1	29.2	24.4	21.9	19.5
净负债比率(%)	-61.3	-48.8	-53.6	-63.7	-65.0
流动比率	2.6	2.5	3.1	3.8	4.5
速动比率	2.1	2.0	2.6	3.2	3.8
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	13.0	15.2	11.8	12.5	13.1
应付账款周转率	5.4	4.7	5.0	5.1	5.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	5.49	6.60	8.14	10.05	12.29
每股经营现金流(最新摊薄)	7.32	7.42	6.20	11.08	10.61
每股净资产(最新摊薄)	19.20	22.23	26.86	34.78	44.65
估值比率					
P/E	56.9	47.4	38.4	31.1	25.4
P/B	16.3	14.1	11.6	9.0	7.0
EV/EBITDA	48.6	39.6	31.7	25.2	20.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn