

# 迈瑞医疗（300760.SZ）

## “创新+全球化” 医械龙头，引领产业数智化转型

公司研究 · 深度报告

医药生物 · 医疗器械

投资评级：优于大市（维持评级）

证券分析师：张佳博

021-60375487

[zhangjiabo@guosen.com.cn](mailto:zhangjiabo@guosen.com.cn)

S0980523050001

证券分析师：张超

0755-81982940

[zhangchao4@guosen.com.cn](mailto:zhangchao4@guosen.com.cn)

S0980522080001

## ■ 迈瑞医疗已成为全球领先的医疗器械及解决方案供应商

迈瑞医疗是全球领先的医疗器械及解决方案供应商，产品远销190多个国家及地区。公司主要产品覆盖三大领域：生命信息与支持、体外诊断以及医学影像，拥有国内同行业中最全的产品线。公司全面加强产品研发创新、国内国际营销拓展和本地化建设等综合能力，持续向数智化生态方案商转型升级。

## ■ 核心逻辑一：医疗新基建和加速进口替代

随着相关政策的持续加码和配套资金的落地支持，医疗新基建和大规模设备更新将驱动医疗器械市场扩容。迈瑞医疗于国内的可及市场空间超过千亿，公司已通过强大的工程化和系统集成能力所带来的质量和成本优势，以及多维度的技术创新逐步实现领先。公司设备类产品市占率较高，部分成熟产品进入技术无人区，部分前沿产品实现技术突破打破增量市场。公司持续扩大耗材业务领域的布局，当前在国内体外诊断的市占率仅10-15%，微创外科的市占率为2%，仍有广阔成长空间。

## ■ 核心逻辑二：产品升级下的海外高端客户突破

迈瑞已布局的业务对应国际可及市场空间超过4500亿人民币，当前市占率为低个位数，其中与中国体量相近的发展中国家市场的占有率不到9%。公司在国际市场借助国内成功经验，细分客户群体，吃透目标市场，积极推动本土化运营，并将多个产线协同发展，降低运营成本。公司通过Datascope和德赛等重大并购加强了营销和供应链平台，叠加产品竞争力提升将持续促进中高端客户成批量突破。迈瑞医疗于全球医疗器械公司100强排行榜中排名逐年提升，将力争在2025年跻身全球前二十。

## ■ 核心逻辑三：孵化种子业务打造新增长引擎

从2008年完成首次跨境收购至今，公司已成功完成10余起合并与收购项目。围绕战略发展方向加速并购步伐，迈瑞主要从主营业务补强、全新业务探索、海外市场拓展等方向着手，通过并购的方式快速整合全球范围内的全产业链前沿技术，提升现有业务在高端市场的综合竞争力，加快成长型业务的发展速度。公司通过自研和并购开拓微创外科、心血管、动物医疗、体外诊断等高景气赛道，利用迈瑞在设备领域的技术优势，深化耗材业务布局，提升可及市场空间，培育新的业绩增长极。

## ■ 投资建议：“创新+全球化”医械龙头，引领产业数智化转型，维持“优于大市”评级

公司持续推动产品升级和技术突破，在国内受益于医疗新基建、设备更新及进口替代，在海外加快高端客户拓展，微创外科、心血管、动物医疗等种子业务高速放量，“三瑞”数智化方案引领转型升级。维持盈利预测，预计2024-26年营收为415.61/504.80/597.43亿，同比增速19.0%/21.5%/18.4%；归母净利润为139.79/168.85/203.01亿元，同比增速20.7%/20.8%/20.2%，当前股价对应PE约24/20/17x。公司作为国产医疗器械领袖，研发销售实力强劲，国际化布局成果显著，将快速成长为全球医械龙头，维持“优于大市”评级。

## ■ 风险提示：行业政策变化风险、汇率波动风险、产品研发风险、价格下降风险、经销商销售模式风险、中美贸易摩擦相关风险。

- [ 01 ] 全球领先的医疗器械及解决方案供应商
- [ 02 ] 核心逻辑一：医疗新基建和加速进口替代
- [ 03 ] 核心逻辑二：产品升级下的海外高端客户突破
- [ 04 ] 核心逻辑三：孵化种子业务打造新增长引擎
- [ 05 ] 盈利预测、投资建议和风险提示

# 1.1、公司发展历程：从代理到自研，从国内到海外

## ■ 迈瑞医疗跨过而立之年，持续拓宽自身能力边界：

- ✓ **第一个十年（1990s-2000s）从代理走向自研，建立自主研发能力：**1991年公司以代理海外监护仪起家；1992年公司开始自研，陆续推出中国第一台自主研发的多参数监护仪MEC-509、中国第一台便携式多参数监护仪PM 9000，并积极拓展体外诊断产品线，产品亦获得欧盟CE认证。
- ✓ **第二个十年（2000s-2010s）从国内走向海外，通过优质并购建设海外法规市场销售渠道：**2006年公司作为中国首家医疗设备企业在美国纽约证券交易所上市；2008年公司收购美国Datascope生命信息监护业务，成为全球创新监护品牌；2013年公司收购美国ZONARE，吸收高端超声影像技术，成为全球创新影像品牌。
- ✓ **第三个十年（2010s-至今）产品升级换代，突破高端客户：**依靠长期积累的技术研发实力，公司陆续推出血球BC-7500系列、化学发光CL-8000i、TLA流水线MT8000、Resona A20超高端彩超等一系列高端产品。另外，公司积极找寻优质并购机会，2021年收购Hytest完善IVD产业链上游，2023年收购德赛诊断获得IVD海外本土化生产和销售能力，2024年收购惠泰医疗控股权进军心血管器械领域。

图：迈瑞医疗发展历程



资料来源：公司公告、公司官网，国信证券经济研究所整理

# 1.1、业务进阶之路：产品-科室解决方案-全院解决方案

- 迈瑞医疗已成为全球领先的医疗器械以及解决方案供应商，总部设在中国深圳，在北美、欧洲、亚洲、非洲、拉美等地区的超过40个国家设有62家境外子公司。迈瑞主营业务涉及三大类产品：
  - ✓ 生命信息与支持业务（监护线）：监护仪、呼吸机、除颤仪、麻醉机、手术床、手术灯、吊塔吊桥、输注泵、心电图机，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，以及包括外科腹腔镜摄像系统、冷光源、气腹机、光学内窥镜、超声刀、能量平台、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。
  - ✓ 体外诊断业务（IVD线）：基本涵盖主要的IVD类别，如化学发光、血细胞分析、生化、凝血、尿液、微生物、糖化血红蛋白、流式细胞等。
  - ✓ 医学影像业务（影像线）：超声诊断系统、数字X射线成像系统和PACS(影像归档和通信系统)等。

图：迈瑞医疗主营业务布局



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图：迈瑞医疗主要产品

监护系统	麻醉机	呼吸机	输液泵/注射泵	AED
除颤监护仪	心电图机	体外诊断仪器	化学发光免疫检测系统	生化分析检测系统
血液细胞检测系统	超声影像	医用X射线成像系统	外科产品	手术床
手术灯	吊塔吊桥	骨科产品	动物医疗	其他产品

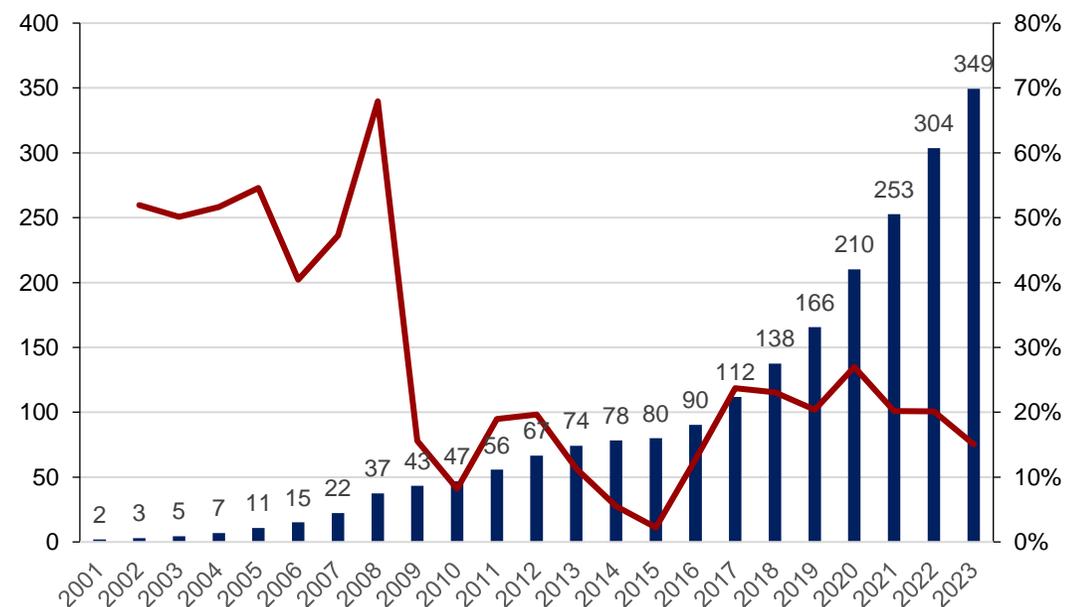
资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

## 1.2、业绩表现：01-23年营业收入复合增长26%，净利润复合增长29%

■ 迈瑞医疗的历史业绩表现可分为多个发展阶段，一定程度上与全球经济周期相关：

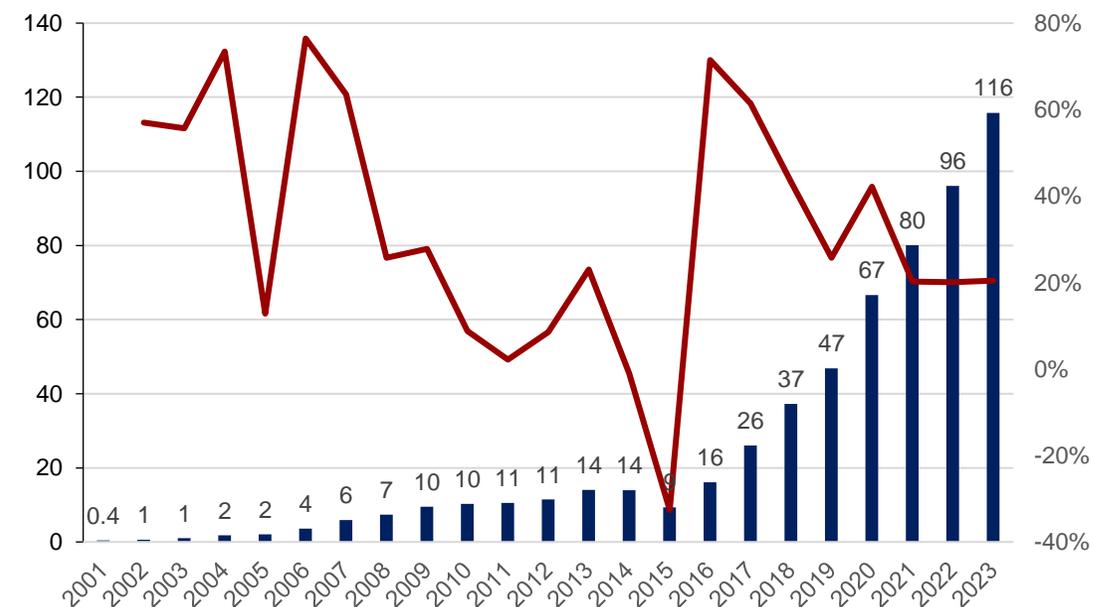
- ✓ 2001-2008年：公司收入保持高速增长，复合增速大于50%；
- ✓ 2009-2010年：美国次贷危机引发经济衰退，公司收入增长有所放缓；
- ✓ 2011-2013年：公司三大产线布局齐全，IVD业务开始成为增长动力，拉动收入和利润增速回升；
- ✓ 2014-2015年：部分海外新兴市场货币贬值、政局动荡以及人民币升值等因素部分影响海外销售，且国内医院采购有所延迟，多因素共同导致利润增速持续下降；
- ✓ 2016-至今：公司进入稳健增长阶段，2020年受益于疫情相关产品需求拉动，收入增速超过20%。规模效应不断显现，净利润增速普遍高于收入。

图：迈瑞医疗2001-2023年营业收入（亿元）和同比增长（%）



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

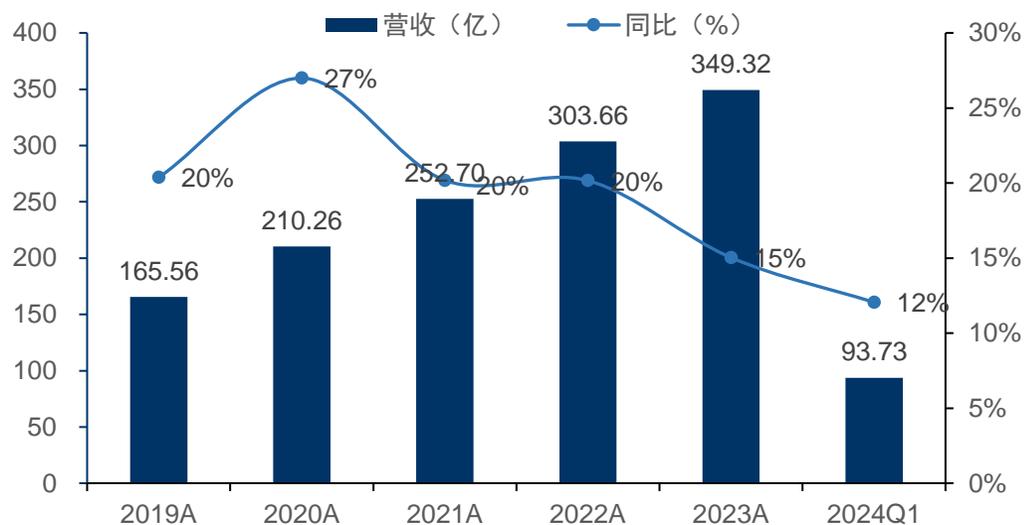
图：迈瑞医疗2001-2023年净利润（亿元）和同比增长（%）



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

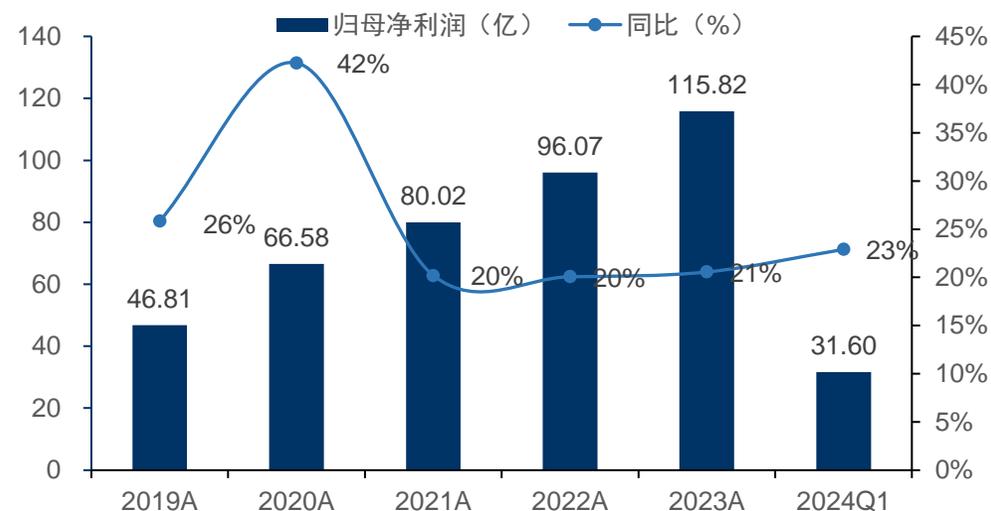
# 1.2、业绩表现：收入增长稳健，盈利能力不断提升

图：迈瑞医疗2019-2024年一季度营收情况



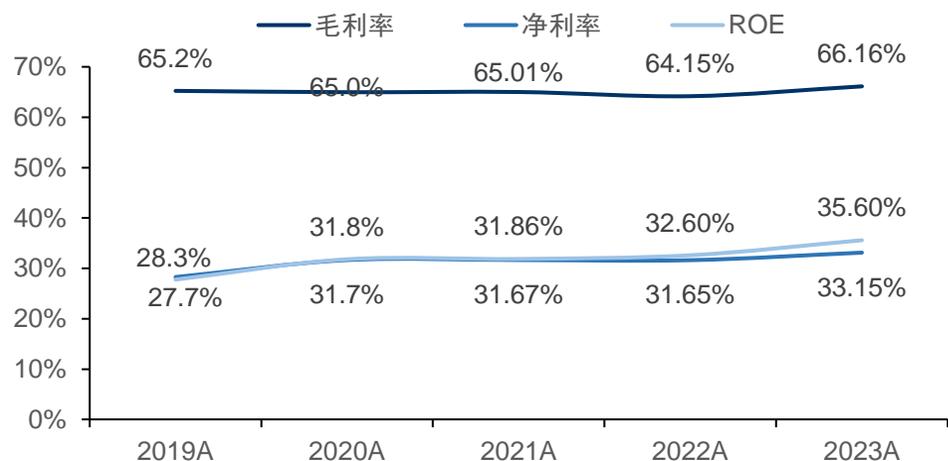
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：迈瑞医疗2019-2024年一季度归母净利润情况



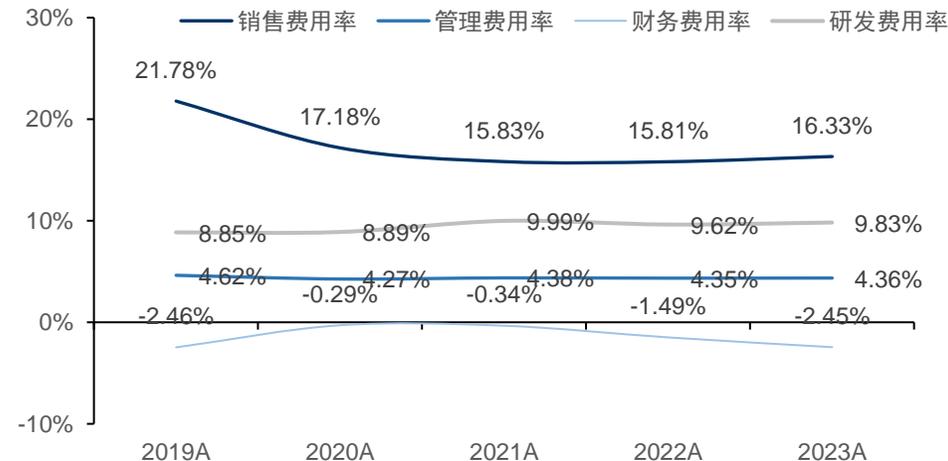
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：迈瑞医疗2019-2023年毛净利率和ROE



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：迈瑞医疗2019-2023年四项费用率情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

# 1.3、产线拆分：监护线营收体量最大，IVD线快速成长，影像线稳中有升

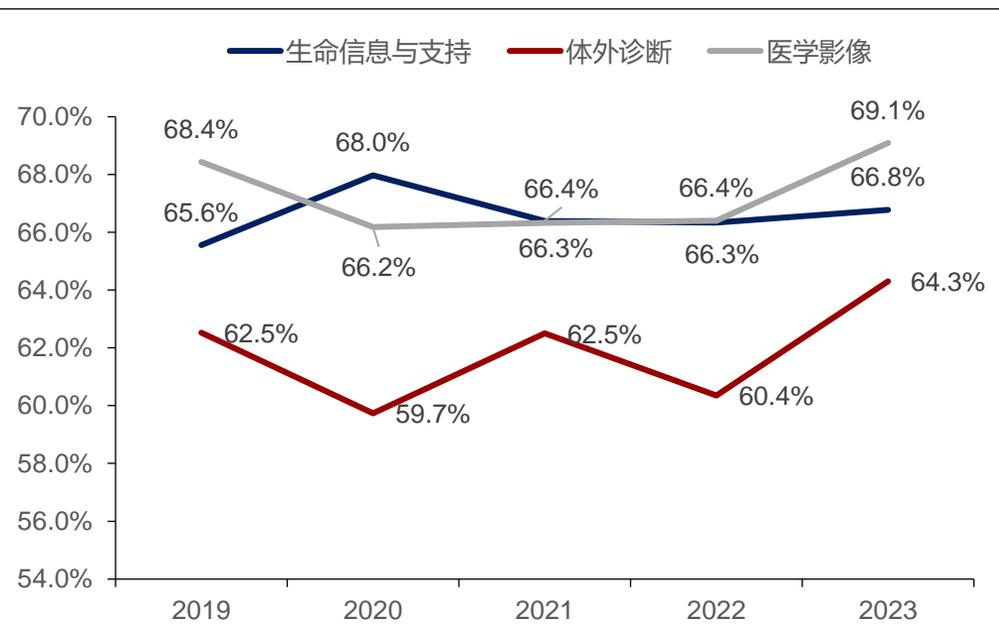
- 2019-23年公司生命信息与支持和体外诊断业务线维持大于20%的高速增长，影像线CAGR为15%。各业务线毛利率稳定，监护线和影像线毛利率较高，IVD线毛利率受到试剂和仪器的收入比例变化影响。
- ✓ **生命信息与支持业务**：2023年实现营收152.52亿元（+13.8%）。截至23年末，国内医疗新基建待释放的市场空间仍超过200亿；国内医疗新基建的推进和国际市场需求的复苏带来正面贡献，但自23年8月以来的行业整顿使得国内设备招标采购出现大面积延迟，导致该产线23年下半年增长有所放缓。国际市场的采购需求已基本复苏，使得国际生命信息与支持业务23年下半年增长超过20%。
- ✓ **体外诊断业务**：2023年实现营收124.21亿元（+21.1%）。国内化学发光新增装机超过2000台，其中高速机占比达到近六成，在国内市场份额首次超过一家进口品牌并位列第四。国际体外诊断两年复合增速超过30%，海外中大样本量客户的渗透速度持续加快，公司全年成功突破超过100家海外第三方连锁实验室。
- ✓ **医学影像业务**：2023年实现营收70.34亿元（+8.8%）。行业整顿行动同样使得超声于2023年下半年的招标采购活动出现推迟，但公司凭借强大的产品竞争力和高标准的合规体系，首次成为国内超声市场行业第一的厂家。国际市场中低端超声的需求景气度持续受到宏观经济低迷的影响，但公司加速高端客户突破，海外超声高端型号增长超过25%，助力超声业务首次实现全球第三的行业地位。

表：迈瑞医疗各业务线占主营业务的收入和毛利比例

业务类型	2023年收入 (亿)	收入同比 (%)	2019-23年 收入CAGR	收入占比 (%)	毛利占比 (%)
生命信息与 支持 (监护线)	152.52	13.8%	24.5%	43.7%	44.1%
体外诊断 (IVD线)	124.21	21.1%	20.9%	35.6%	34.6%
医学影像 (影像线)	70.34	8.8%	14.9%	20.2%	21.0%

资料来源：公司公告、公司年报、国信证券经济研究所整理

图：迈瑞医疗各业务线毛利率

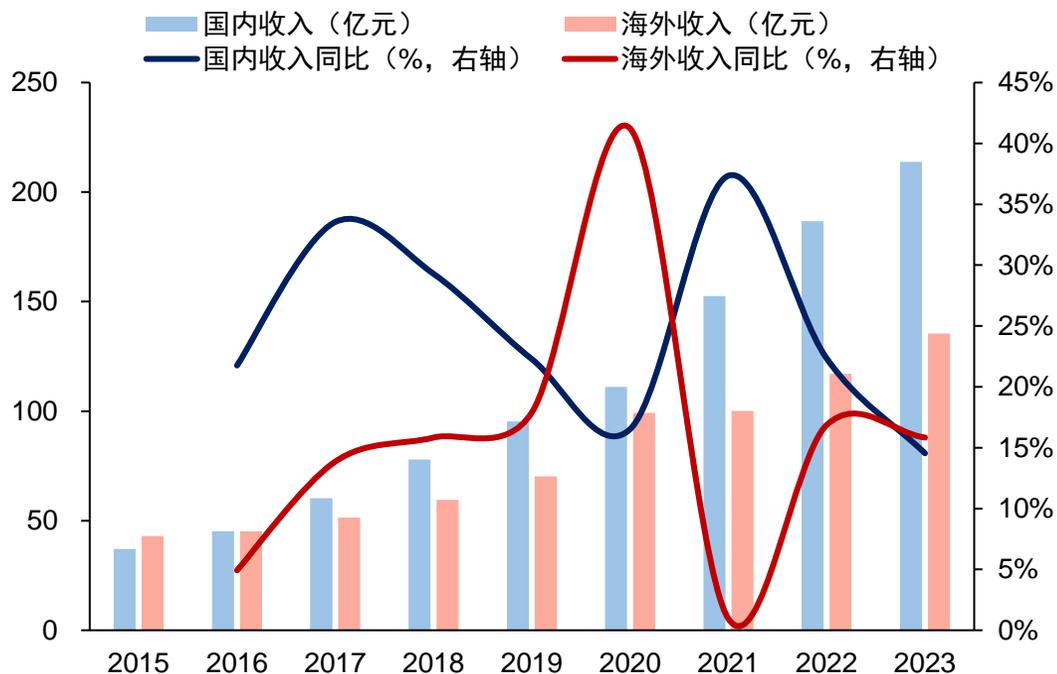


资料来源：公司年报、Wind、国信证券经济研究所整理

# 1.3、区域拆分：国内和国际业务齐头并进，成长性优异

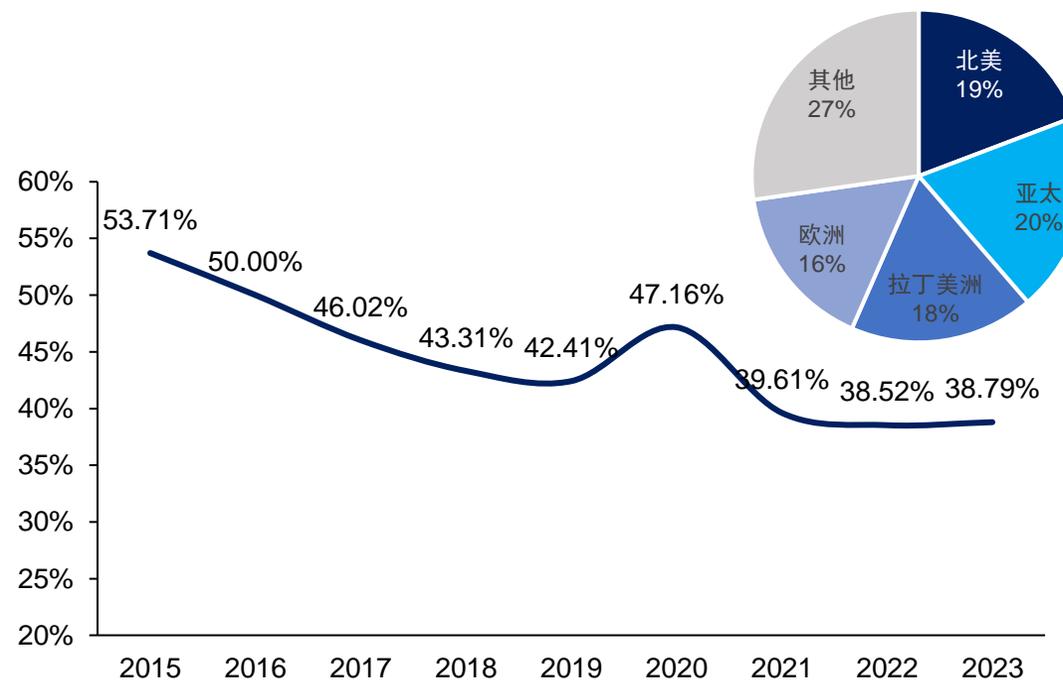
- 国内收入近几年受益于医疗新基建维持高速增长。2023年国内收入213.82亿元（+14.54%），体外诊断试剂消耗和超声采购等常规业务在疫情后恢复增长。海外业务2023年实现收入135.50亿元（+15.83%），占总收入比例38.79%（+0.27pp），公司着重推动中高端超声业务的海外发展，但海外市场受经济低迷和美元强势的影响，设备采购需求有所疲软。
- 从2023年海外各区域收入占比来看，亚太占比最高，达到20%，其次为北美（占比19%）、拉丁美洲（18%）、欧洲（16%），其他区域占比27%。发展中国家（ROW）地区展现了良好的成长性，未来收入占比有望持续提升。

图：迈瑞医疗国内和国际业务收入增长情况



资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

图：迈瑞医疗海外收入占比 (%) 和2023年海外收入区域拆分 (%)

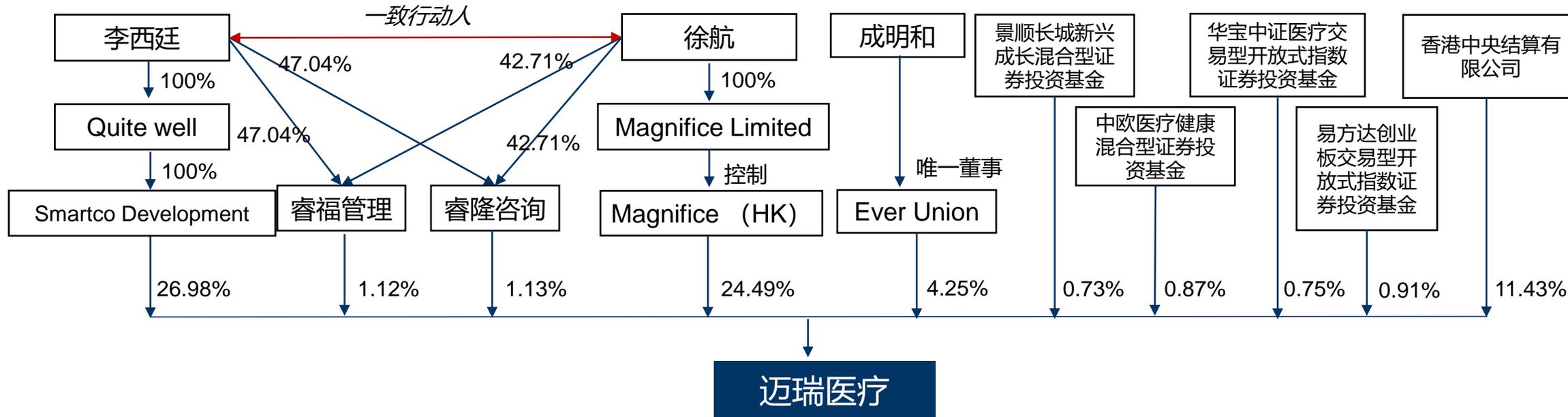


资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

# 1.4、股权结构：两位创始人合计控制公司约54%股权

- 两位创始人为实控人，合计控制公司53.7%的股权。创始人李西廷和徐航作为一致行动人合计控制公司53.7%的股权，实现绝对控制。

图：迈瑞医疗股权结构（截至2024年一季度）



资料来源：公司年报、公司公告、国信证券经济研究所整理

## 1.4、核心管理层：具备深厚专业背景和丰富行业经验

- **核心管理层均具备深厚专业背景和丰富行业从业经验。**董事长李西廷1951年出生，毕业于安徽砀山中学，1969年成为湖北神农架林区的工程兵，1973年国内大学开放招收工农兵学员，李西廷抓住难得的机遇考入中科大物理系学习低温物理专业，毕业后被分配至中科院武汉物理研究所负责低温工程。1981-84年在法国巴黎做访问学者。1986年中科院在深圳与Analogic成立医疗器械领域中国首家合资公司：深圳安科，第二年李西廷被“调干”成为安科的技术骨干。李西廷的军旅背景磨炼了意志，铸就了不怕苦累的精神品质，安科的从业经历让李西廷熟悉医疗器械行业并认识到和进口器械的差距。1991年，40岁的李西廷找到两位生物医学领域的好友徐航、成明和合作成立迈瑞医疗。
- **核心管理层通过员工持股平台持股。**迈瑞医疗的员工激励主要采用高工资和现金激励方式，人均薪酬在头部器械企业中位居前列。2022年公司发布员工持股计划，参与总人数不超过2700人，合计不超过304.87万股，占总股本的0.25%，受让股份价格为50元/股，核心管理层均有相应持股。**员工持股计划业绩考核要求2024年归母净利润相比2021年增长率不低于73%（复合增长率为20%）。**

表：迈瑞医疗核心管理层

姓名	职务	性别	学历	年龄	教育背景	从业经历
李西廷	董事长	男	本科	72	中国科学技术大学低温物理专业	于武汉物理研究所从事物理研究工作（其中81-84年在法国科学研究中心访问），1987年开始任职于深圳安科
徐航	董事	男	硕士	61	清华大学计算机学士学位、电机工程系硕士学位、中欧商学院EMBA学位	1987-1991年任职于深圳安科
成明和	副董事长	男	硕士	62	上海交通大学生物医学工程专业	1988-1991年任职于深圳安科，1991-97年于迈瑞电子担任副总，1998-2000年于深圳市雷杜仪器担任副总裁，2000年起回归迈瑞
吴昊	董事、总经理	男	硕士	51	北京大学光华管理学院EMBA	1995-99年任职于迈瑞电子
郭艳美	董事、常务副总经理	女	本科	60	西安电子科技大学	电子部第四十三研究所从事科研工作，1996-99年任职于迈瑞电子从事技术和管理工作
李在文	高级副总经理	男	本科	49	重庆工商大学国际市场营销专业	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、国内检验销售总监等
刘来平	副总经理	男	博士	53	华东政法大学国际法	深圳市龙岗区人民法院、中级人民法院（位至庭长、审判委员会委员）。自2014年起担任迈瑞中国区法律事务部总经理等职务
李新胜	副总经理	男	博士	51	清华大学生物医学工程专业	自2002年起历任迈瑞医疗项目经理、部门经理、研发总监、生命信息与支持事业部总经理等职务
赵云	财务负责人	女	硕士	40	厦门大学企业管理系	曾任毕马威审计师和高级经理、华润有限公司会计主任，自2017年4月起历任迈瑞医疗集团财务部副总监、总监等职务
李文楣	董事会秘书	女	本科	43	北京大学社会学系	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：公司年报、公司公告、国信证券经济研究所整理

## 1.4、组织架构：践行愿景使命，组织架构清晰高效

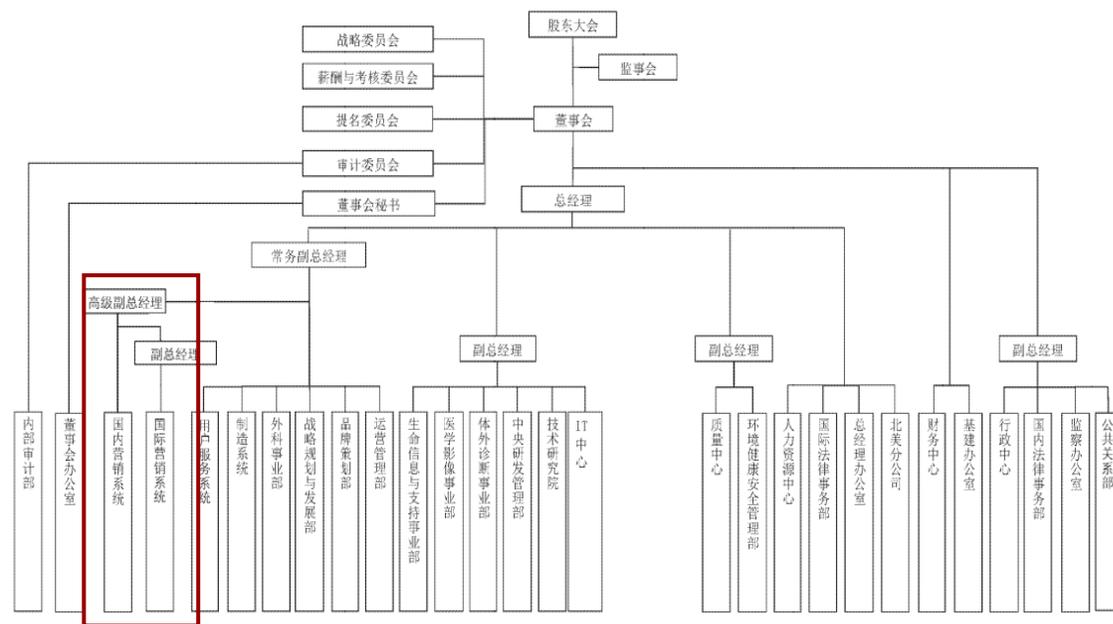
- 迈瑞有独特的企业文化，充分发挥职业经理人的制度优势。李西廷在接受媒体采访时曾表示：创始人和高级管理人员的亲属不能够在公司工作。他提到：“我们是想把迈瑞打造成一个国际化的公司、一个公众的公司，所以它的接班人一定是要从社会上选、从公司选，而不是从亲属中间选”，“接班人我们时刻都在关注，时刻都在培养，也做了一些铺垫。现在我们基本上是70后这一批相对比较年轻的人，在给我们做管理。他们都负有很大的责任，担子非常重。”
- 管理组织架构设置清晰。根据迈瑞医疗招股书，公司的组织架构在业务层面采用了产品事业部（生命信息与支持、医学影像、体外诊断等）及通用事业部平行的架构，在各产品事业部之外，将制造、战略规划、品牌、运营、用户等职能单列。营销系统设置高级副总经理统管国内和国际营销，并单独设置了副总经理管理国际营销系统。

图：迈瑞医疗企业文化：愿景、使命、核心价值观



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图：迈瑞医疗组织架构



资料来源：迈瑞医疗招股书、国信证券经济研究所整理

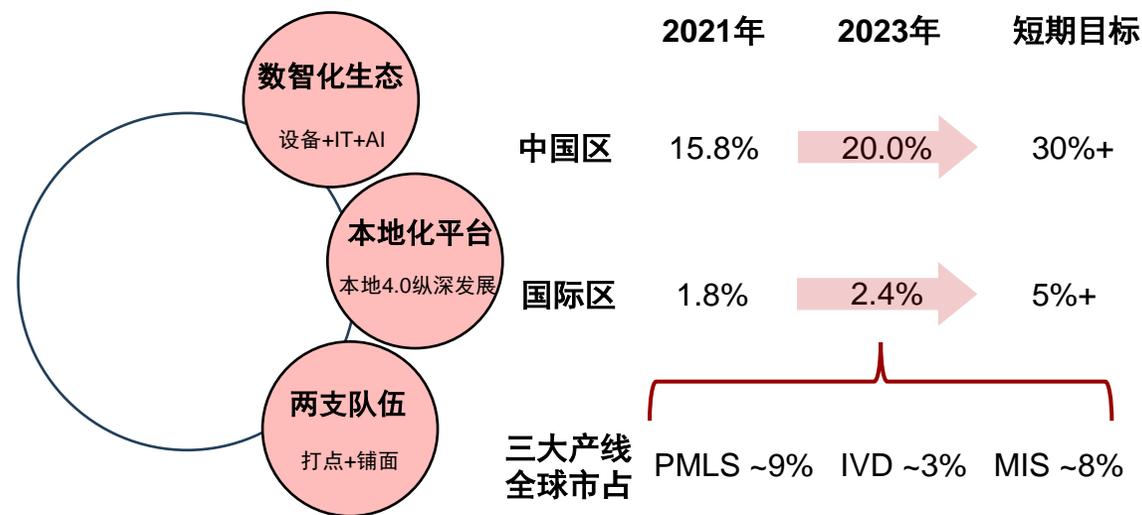
# 1.5、战略：方向坚定，在千亿级的可及市场中持续提升市占率

- 迈瑞的核心竞争力来源于前瞻准确的战略制定以及组织的高效执行力。李西廷在接受采访时曾提及对企业战略的看法：“制胜的法宝有四点：一是自始至终是做企业，而不是做生意，不看一时一事，更多着眼长远发展大势；二是自始至终产品要掌握核心技术，没有核心技术，光有价格优势走不长远，更不可能在国际市场上真正占领市场；三是自始至终牢记合法合规经营是企业长期发展的基础，到谁的地盘就要遵守当地的法律法规；四是要有现代化的管理手段，大到合同签订、财务管理，小到食堂菜品、电路系统，都要有细致清晰的现代化管理体系”。
- 深挖客户需求共性，打造数智化生态+本地化平台+优秀的营销队伍。基于完善的运营平台（营销渠道、技术支持、售后服务、仓储物流）和强大的多科室设备保有率，迈瑞大力推动耗材（通用/封闭）等流水型业务的发展。据公司统计，迈瑞已布局的业务对应国内的可及市场空间超过1000亿元，而公司在2023年的国内收入约214亿，对应的市场占有率仅20%。迈瑞已布局的业务对应国际的可及市场空间超过4500亿人民币，而公司在2023年的国际收入约为135亿元，对应的市场占有率仅为低个位数，国内及海外的市占率提升空间仍然广阔。

图：迈瑞医疗国内可及市场情况（亿人民币）



图：迈瑞医疗全球可及市场占有率持续提升



资料来源：公司公告、IQVIA、《中国体外诊断产业发展蓝皮书》、灼识咨询、中研普华、智研咨询，国信证券经济研究所整理

资料来源：迈瑞医疗投资者开放日、国信证券经济研究所整理

## 1.5、研发：将营收10%投入研发，以MPI医疗产品创新体系作为基石

- 迈瑞医疗已建立起基于全球资源配置的研发创新平台，在全球设有十二大研发中心，共有4425名研发工程师，分布在深圳、武汉、南京、北京、西安、成都、杭州、美国硅谷、美国新泽西、美国明尼苏达、芬兰海肽和德国德赛。
- 迈瑞医疗每年将营收的10%投入研发，以MPI医疗产品创新体系作为公司研发的基石，客户导向、并行工程这两个核心思想在研发活动中不断延伸与纵深发展。公司产品不断丰富，持续推陈出新，尤其在高端产品不断实现突破。

图：迈瑞医疗研发人员和研发投入情况



资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

表：部分处于开发中或即将上市的在研项目情况（截至2023年年报）

项目	项目简介
下一代心电图机	推出更具竞争力、更完整的心电图机产品组合
经济型麻醉机A3/A1	提升经济型产品竞争力，扩大基层细分市场占有率
新高端重症呼吸机SV900/SV700	以智能化的诊疗工具和生态融合的功能实现机械通气的精准治疗和肺保护，夯实高端呼吸机领域的领导地位
腔镜吻合器	手动、电动腔镜吻合器，切入微创外科市场容量更大的高值耗材领域
新一代硬镜系统（4K+3D）	补充硬镜系统高端产品种类，进入更多顶级三甲教学医院
可溶性白细胞分化抗原 14 亚型（sCD14-ST）	自研创新标记物，协同 IL-6和PCT，应用于细菌性感染和脓毒症全程管理
ToRCH	补齐试剂套餐
激素标志物：孕酮（PROG），睾酮（TESTO）	提高激素小分子检测的灵敏度和精密度，扩大激素套餐的市场占有率
生长因子：人生长激素（hGH），胰岛素样生长因子-1（IGF-1）	覆盖更多的内分泌临床使用场景，扩大免疫产品在妇幼儿童医院的市场占有率
骨代谢标志物：25-羟基维生素D	溯源至质谱参考方法，进一步提升迈瑞在国际市场上的竞争力
M980全自动生化免疫流水线	国内强化中端优势地位，国际中高端突破
BS-1000M 全自动生化分析仪	扩大在中小型实验室的市场占有率
CL-2600i 化学发光免疫分析仪	扩大在中小型实验室的市场占有率
中端台式彩超 Resona/Nuewa I8	更新换代，提升中端台式彩超竞争力，完善细分应用的产品布局，扩大市场占有率

资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

# 1.5、销售：体系完善，销售投入不断加大

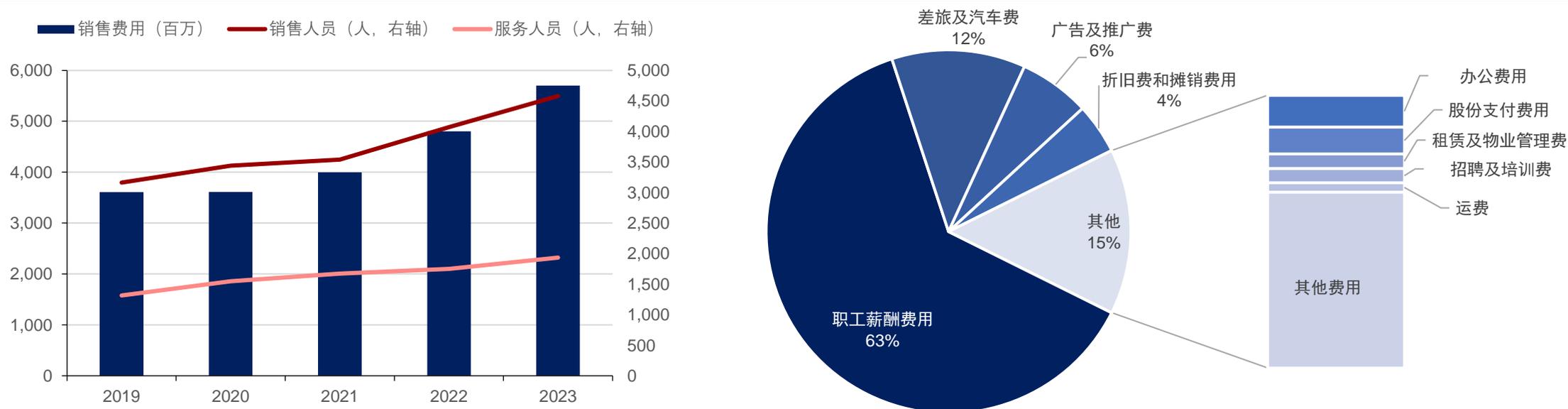
- **销售体系完善。**根据不同国家的具体情况采取不同的销售模式，在国内以经销为主、直销为辅；在美国以直销为主；在欧洲则直销和经销共存；在其他国家和地区以经销为主、直销为辅。
- **销售人员和费用投入持续加大。**2019-2023年销售人员自3163人快速增长至4578人，销售费用由36.1亿增长至57.0亿。职工薪酬费用占销售费用的比例高达63%，其次为差旅、广告、折旧摊销等费用。

表：全球各区域销售模式

区域	销售模式	终端覆盖情况
中国	经销为主、直销为辅	绝大部分产品通过公司遍布全国的经销网络进行销售，少部分产品向窗口医院、民营集团、战略客户及政府部门等终端客户直接销售。
美国	直销为主	在美国拥有自己的销售团队，直接从终端客户获取市场信息，通过投标、商业谈判等方式获取订单，并与客户签订销售合同销售商品。直销产品覆盖各个级别的医疗机构。
欧洲	直销和经销共存	根据不同国家的行业特点，部分国家以直销为主，部分国家以经销为主。
其他国家和地区	经销为主、直销为辅	-

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图：迈瑞医疗销售人员和销售费用情况



资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

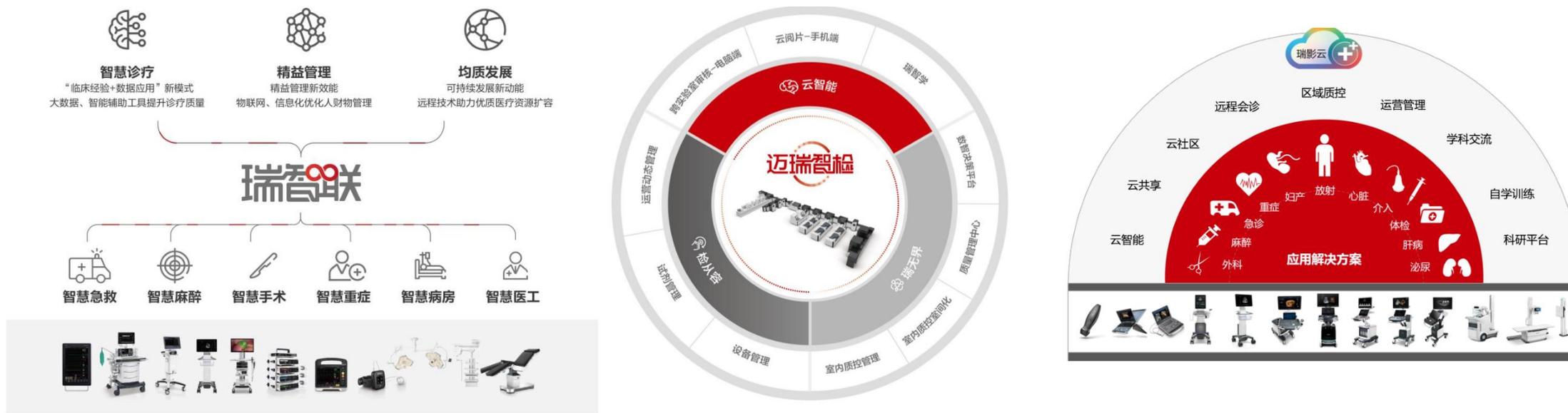
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容



# 1.6、数智化转型：引领中国医疗器械产业实现跨越

- 全球医疗行业正在面临AI+的奇点时刻，而以迈瑞为代表的医疗器械龙头企业已先行开启了从数字化向数智化的转型。中国“医疗器械数智化”需要将医疗器械企业自身的研发体系与全球顶尖的科研体系相结合，通过AI算法和算力赋能，形成不断自我进化的智能生态系统。“数智化”通过对临床的深度理解，生成能够辅助临床决策的智能化生态系统，且有希望加快医疗资源的自由流转，赋能分级诊疗、均质医疗、价值医疗。
- 迈瑞医疗已构建了开放的、可生长的“三瑞”生态系统。“瑞智联”的作用在于医疗设备的互联互通，通过各项智能硬件连接，实现设备物联和数据互联，临床自动化、智能决策支持、医疗设备管理等智能应用，提升监护和诊疗质量。“迈瑞智检”实验室立足于迈瑞丰富的医学检验产品体系，实现实验室精益化运营和全流程管理。“瑞影云++”则专注影像互联，支持跨科室、跨院区、跨地域的远程指导、线上会诊、分院教学、多中心研究等工作，并满足检查结果互认、精益化设备管理等迫切需要。

图：迈瑞医疗“三瑞方案”（瑞智联、迈瑞智检、瑞影云）

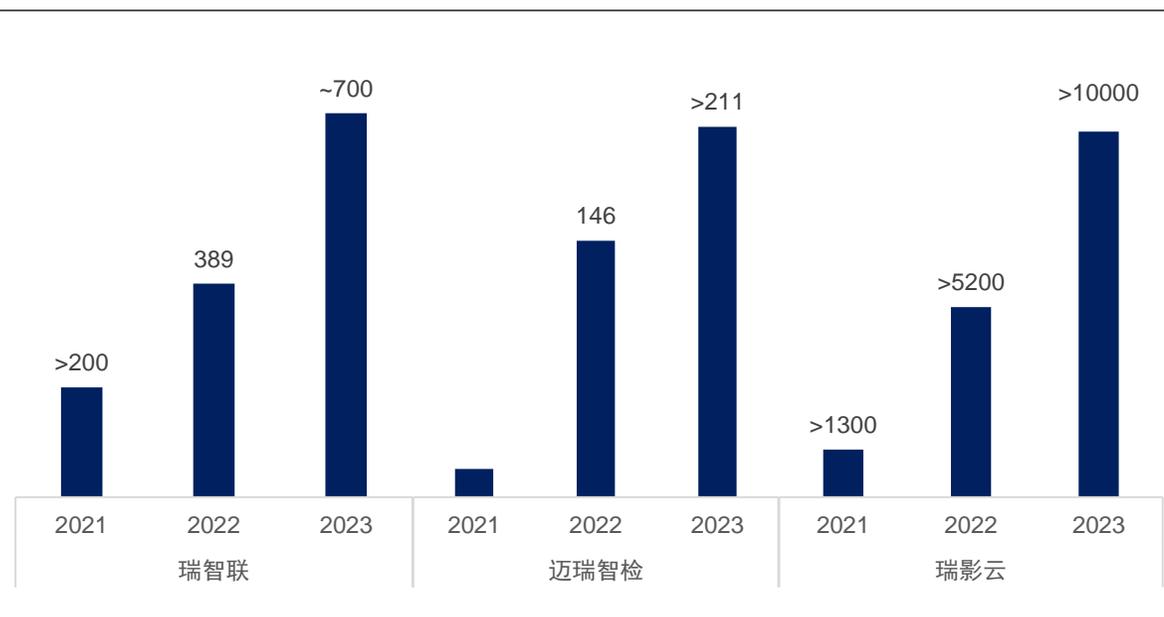


资料来源：公司公告、公司年报、国信证券经济研究所整理

## 1.6、数智化转型：全面赋能临床，提升高端客户的使用粘性

- 公司已具备全院级数智化整体解决方案定制能力。早在2015年，公司就开始合作探索AI与医疗器械的结合，并在一众产品领域中尝试应用AI技术，推出的多款高端产品都已率先实现了智慧化的辅助诊断功能。目前，基于海量的医疗设备装机基础，迈瑞已经初步完成了“设备+IT+AI”的智能医疗生态系统的搭建，打通了设备与设备之间的数据孤岛，持续丰富和升级医疗大模型在临床场景中的智能化应用，提高公司在全球高端客户群的渗透率和品牌粘性。
- 全面赋能临床，打造智慧医院。过去几年医疗新基建浪潮中涉及新院区的改扩建，以及三级公立医院绩效考核、数字/智慧医院、信息化网络建设，“三瑞”智慧生态系统良好满足了医院的临床需求，并助力公司获取顶级医疗机构的院级大订单，同时有效提升高等级医院的设备使用效率、多维度病患数据整合能力、ICU病房报警效率，辅助智能决策支持、临床自动化、远程医疗等功能，有力支撑医院的高质量发展。

图：迈瑞医疗“三瑞”智慧生态系统2021-2023年累计装机/签单量



资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

表：迈瑞医疗数智化解决方案举例

医院客户	数智化解决方案
上海交通大学医学院附属仁济医院	打造了从手术室、重症、普护到智慧医院指挥中心的业内领先的数智化整体解决方案；指挥中心部署了手术室数字化和生命支持设备智慧物联平台，集成了互联网医院、医院运营数据等平台；数字化手术室采用了业界领先的4K光纤流媒体技术架构
四川大学华西天府医院重症医学科	搭建了以融合中央监护系统为核心的数智化整体解决方案，床旁监护仪、呼吸机、输注泵的实时数据、界面和报警都“融合”接入到中央监护系统，系统界面上可体现患者完整的床旁设备信息，避免漏掉呼吸机和输注泵等治疗设备的信息和报警
深汕中心医院	搭建了全院级“瑞智联”智慧平台生态系统，打造了从院前、急诊、重症、普通护理到全院指挥中心的完整数智化解决方案
浙江大学医学院附属第一医院	“瑞智联”方案通过打通院前救护车、院内急诊科及重症医学科的数据信息，极大地提高了急危重症患者的院前信息传递和患者救治效率；院内将多个院区，乃至区域医疗中心的重症医学科系统互联，并提供远程会诊支持

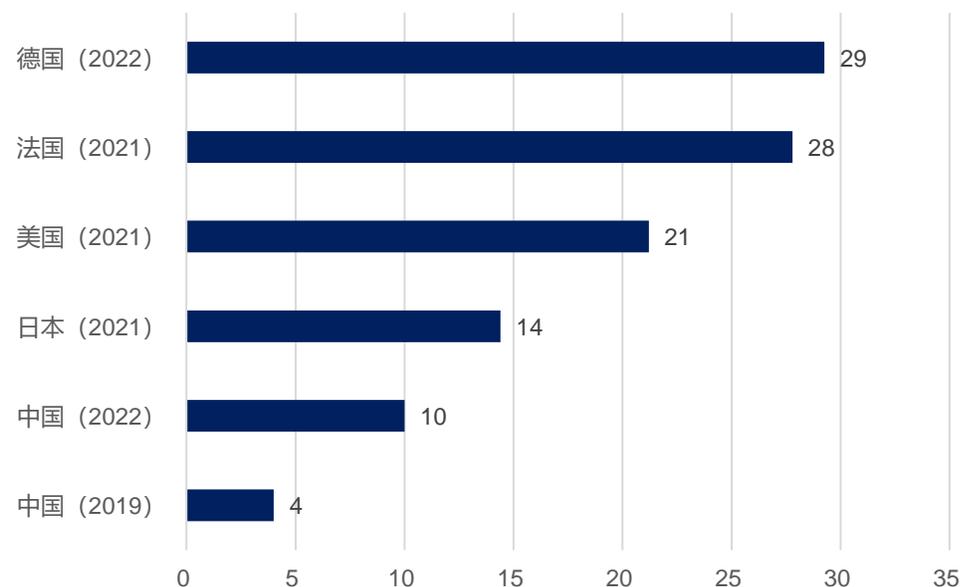
资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

- [ 01 ] 全球领先的医疗器械及解决方案供应商
- [ 02 ] 核心逻辑一：医疗新基建和加速进口替代
- [ 03 ] 核心逻辑二：产品升级下的海外高端客户突破
- [ 04 ] 核心逻辑三：孵化种子业务打造新增长引擎
- [ 05 ] 盈利预测、投资建议和风险提示

## 2.1、医疗新基建：加速国内医疗器械市场扩容

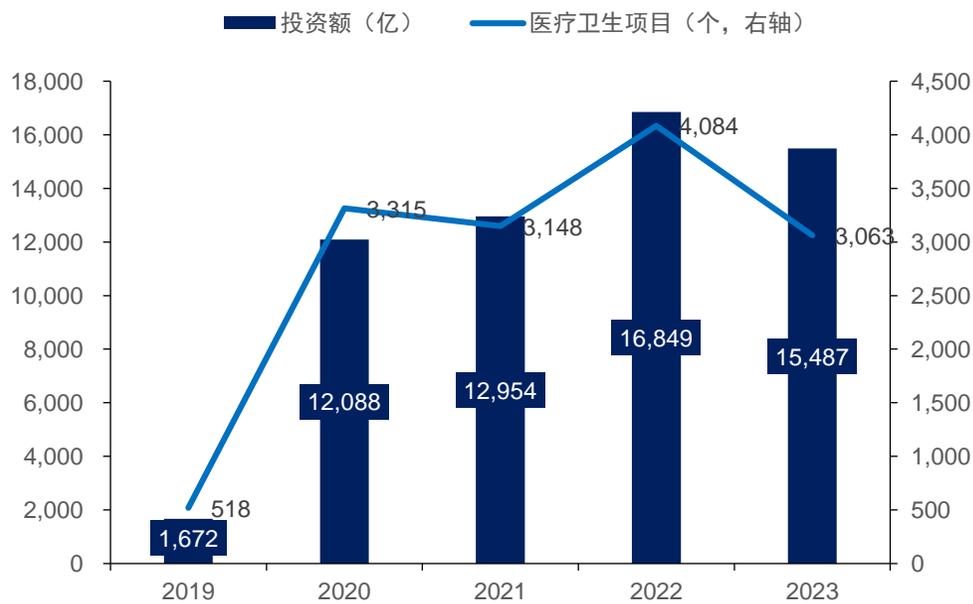
- 以大型公立医院扩容为主导的医疗新基建加速医疗器械市场扩容。“医疗新基建”对公司的三大业务均有不同程度的拉动作用，其中对生命信息与支持业务的拉动尤为显著。新冠疫情暴发以来，国内加快医疗基础设施补短板的工作，加大建设ICU病房、发热门诊、传染病防治体系。同时，国家积极推动国家医学中心和国家区域医疗中心建设，以大型公立医院扩容为主方向的医疗新基建预计持续到2025-26年；此外，在“千县工程”促进医疗资源下沉的引导下，提升县医院医疗服务和管理能力，也将带来医疗器械新增采购需求。
- 专科ICU病房建设方兴未艾，市场发展潜力巨大。2024年4月，国家卫健委发布《关于加强重症医学医疗服务能力建设的意见》，国内人均ICU床位数与欧美发达国家相比存在明显差距，迈瑞能够提供相对完整的产品解决方案，且拥有“瑞智联”IT解决方案实现设备的互联互通。

图：中国人均ICU床位数（张/每10万人）与日美法德的对比



资料来源：卫健委、OECD Statistics，国信证券经济研究所整理

图：2019-2023年国内医疗卫生项目和投资额

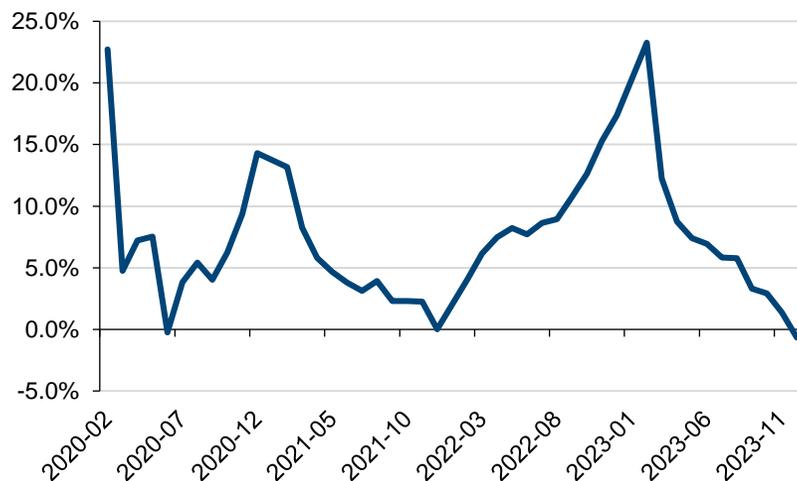


资料来源：企业预警通、国信证券经济研究所整理

## 2.1、医疗新基建：2023年医疗卫生投入维持高位

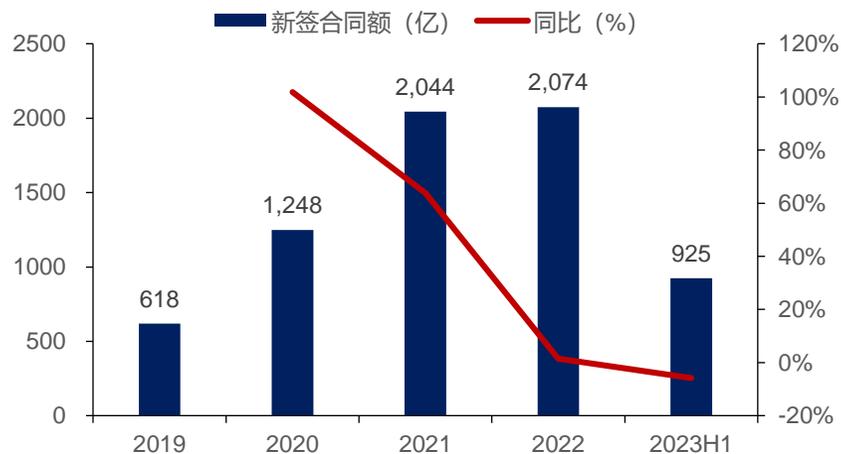
- 医疗卫生投入在2023年仍维持高位。根据卫生健康公共财政支出和医疗专项债发行情况，2022年为医疗卫生投入的高峰，2023年同比略有下滑但绝对体量仍远超2019年。
- 医疗新基建带来设备采购商机。伴随着2023年初医院建设竣工潮的到来，相应的医疗设备采购已提上日程。根据迈瑞医疗公告，2023年底国内医疗新基建待执行商机仍超过200亿元，预计未来两年将持续为生命信息与支持业务的增长贡献动力。

图：卫生健康公共财政支出累计同比（%）



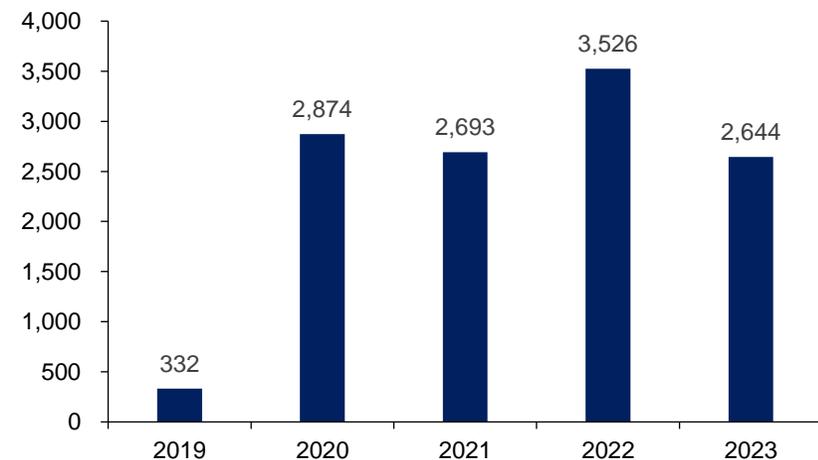
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：“中国建筑”医疗设施新签合同额



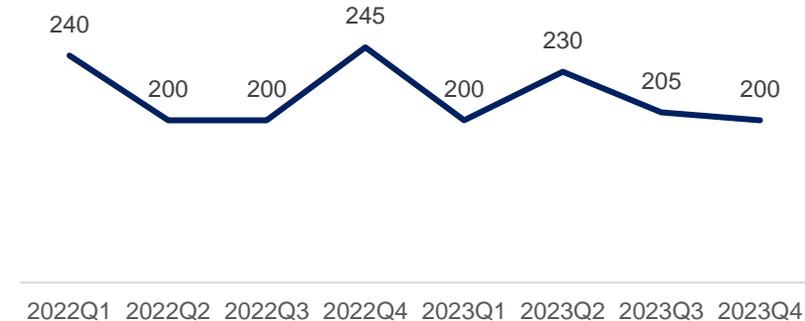
资料来源：中国建筑年报、国信证券经济研究所整理

图：2019-2023年医疗专项债发行规模（亿）



资料来源：企业预警通、国信证券经济研究所整理

图：迈瑞医疗国内医疗新基建待执行商机（亿）



资料来源：公司公告、公司年报、国信证券经济研究所整理

## 2.2、设备更新：为24-25年业绩稳健增长提供保障

- 国务院推行设备更新政策，有望带动医疗设备需求增长。2024年3月13日，国务院发布《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，其中提到了加强优质高效医疗卫生服务体系建设，推进医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级，鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备更新改造；推动医疗机构病房改造提升，补齐病房环境与设施短板。其中指出，到2027年，工业、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗等领域设备投资规模较2023年增长25%以上。各省份关于医疗设备更新需求量的摸排工作预计已经基本完成，预计在配套资金到位后招标采购也将随之启动，有望对公司下半年的业绩带来积极影响。

表：部分省市大规模设备更新和消费品以旧换新政策文件梳理

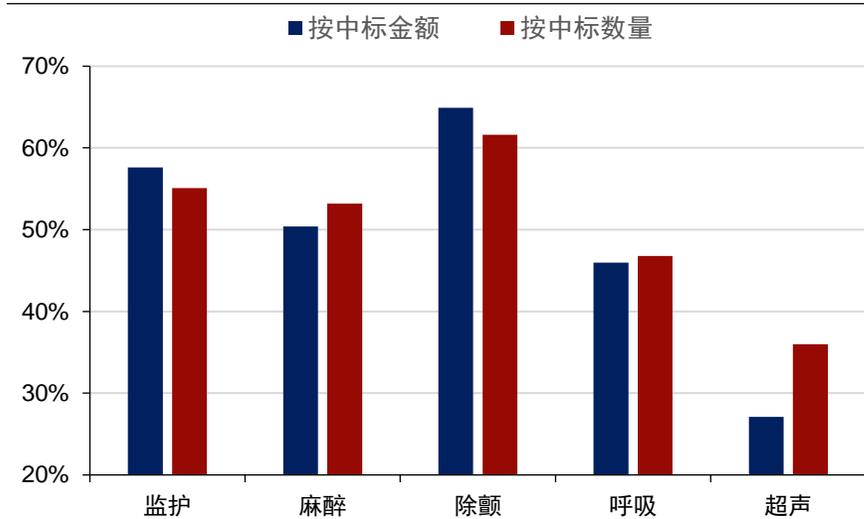
发文时间	文件名称	医疗相关内容
4月28日	《北京市积极推动设备更新和消费品以旧换新行动方案》	推进医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级，鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备更新改造。推动病房改造提升，补齐病房环境与设施短板。
4月28日	《海南省大规模设备更新和消费品以旧换新实施方案》	2024年底，设备投资规模较2023年增长6%以上；到2027年底，设备投资规模较2023年增长25%以上。医疗方面，鼓励具备条件的医疗卫生机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人及实验室检验检测等医疗装备更新改造。建立健康医疗业务网络， <b>推进数字医院建设，推动县域卫生健康数字化升级</b> ，加强网络和数据安全防护。改造医疗机构病房空间，优化病房环境，合理增设病房卫生间，推动供水、供电、消防、老旧污水管网等基础设施改造升级。
4月24日	《天津市推动大规模设备更新和消费品以旧换新实施方案的通知》	1.加强优质高效医疗卫生服务体系建设，鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备和服务器、终端、网络设备、安全设备等 <b>信息化设施更新改造</b> ，推进医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级。2.推动医疗机构病房改造提升， <b>支持医院将部分四人间及以上病房改造为二人间或三人间病房</b> ，并根据实际条件加装电梯、坡道、连廊、卫生间等，补齐病房环境与设施短板。
4月22日	《甘肃省推动大规模设备更新和消费品以旧换新实施方案》	鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、手术机器人等医疗装备更新改造，探索前沿医疗装备技术科研与应用。推进医疗机构补齐病房环境与设备短板，加强病房适老化、便利化改造，逐步提高医院病房设备配置标准。加快智能、新型医疗装备应用推广和信息化设备迭代升级，拓展医疗健康数字化应用场景。 <b>到2027年，县级以下医疗卫生机构装备配置达标率达到100%</b> 。
4月22日	《宁夏回族自治区推动大规模设备更新和消费品以旧换新实施方案》	分三个阶段实施：2024年为启动提升阶段，年底投资规模较2023年增长7%以上；2025-2026年为攻坚突破阶段，2026年底投资规模较2023年增长20%以上；2027年为巩固提高阶段，投资规模较2023年增长25%以上。医疗领域要求有序推动医疗机构医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备更新和病房改造提升， <b>推进医疗机构信息化能力提档升级</b> 。
4月19日	《黑龙江省推动大规模设备更新和消费品以旧换新实施方案》	鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗及实验室检验检测等医疗装备更新改造，加大手术机器人推广使用力度。加快医疗卫生机构服务器设备、终端设备、网络设备、安全设备等 <b>信息化设施更新迭代升级</b> 。推动医疗机构病房改造提升， <b>优先支持公立医院将部分四人间及以上病房改造为二人间或三人间病房</b> ，适当增加单人间比例，开展无障碍环境建设，合理增设卫生间，补齐病房环境与设施短板。

资料来源：各政府网站、国信证券经济研究所整理

## 2.3、进口替代：设备类产品市占率较高，保有率仍有较大提升空间

- 国内可及市场占有率约20%，短期目标为30%。迈瑞医疗于生命信息与支持产线的大部分产品如监护仪、呼吸机、除颤仪、麻醉机、输注泵、灯床塔，以及医学影像产线的超声业务等市场占有率均为国内第一。据公司统计，迈瑞已布局的业务于国内的市场占有率仅为20%，远低于部分成熟业务的水平。
- ✓ 成熟产品进入技术无人区，开始开发和指导临床需求。迈瑞监护仪、除颤仪的国内中标市占率超过50%，且医院保有率较高。公司监护仪产品开始逐渐引领全球技术突破，并升级临床需求，如已推出能够提前4-6小时诊断和干预脓毒症等多项智能化功能的N系列监护仪。
- ✓ 持续受益进口替代和市场集中度提升。除监护外的其他设备尽管迈瑞市占率排名领先，但在医院保有率仍低，凭借迈瑞的产品和渠道优势，市占率还有进一步提升空间。
- ✓ 超声开始进入超高端领域打开增量市场。迈瑞超声产品于2023年成为国内超声市场行业第一的厂家，但目前进口品牌的销售额占比仍约六成。未来通过在超高端领域的发力，迈瑞有望巩固国内市场第一的地位，加速超声国产化率的提升。

图：迈瑞医疗2023年中标市占率



资料来源：医招采、MDCLOUD，国信证券经济研究所整理  
注：除颤为体外除颤设备，呼吸为通用有创呼吸机，超声为彩色超声

表：2017-2023年生命信息与支持类、超声影像类、检验类设备的市场保有率情况

	超声影像类设备			监护类设备			呼吸类设备			输注泵类设备			麻醉类设备			检验类设备		
	2017	2020	2022	2017	2020	2022	2017	2020	2022	2017	2020	2022	2017	2020	2022	2017	2020	2022
迈瑞医疗	7.2%	9.6%	14.4%	64.8%	71.4%	71.9%	1.5%	8.7%	18.2%	2.2%	14.5%	16.1%	11.2%	19.0%	21.3%	15.3%	18.9%	25.3%
头部进口	85.7%	82.1%	75.0%	23.3%	19.3%	16.9%	84.1%	83.1%	74.9%	65.9%	45.4%	34.7%	79.7%	73.2%	66.1%	68.6%	65.7%	63.4%
其他品牌	7.1%	8.3%	10.5%	11.9%	9.4%	11.2%	14.4%	8.3%	6.9%	31.9%	40.2%	49.2%	9.1%	7.8%	12.6%	16.1%	15.4%	11.4%
迈瑞保有率排名	4	3	3	1	1	1	6	5	2	7	3	3	3	3	3	3	2	2

资料来源：医疗器械蓝皮书，国信证券经济研究所整理

注：设备保有率定义为“医院在用设备中各品牌设备数量所占比例”。超声影像类头部进口主要为GPS、日立、佳能、三星等品牌；监护类头部进口主要为飞利浦、GE、日本光电等；呼吸类头部进口主要为德尔格、迈柯唯、飞利浦、美敦力等；输注泵类的头部进口主要为史密斯、贝朗等；麻醉类的头部进口主要为德尔格、GE、飞利浦等；检验类设备的头部希森美康、贝克曼、赛默飞、罗氏、雅培、日立等。

## 2.3、进口替代：耗材类业务市占率较低，成长空间广阔

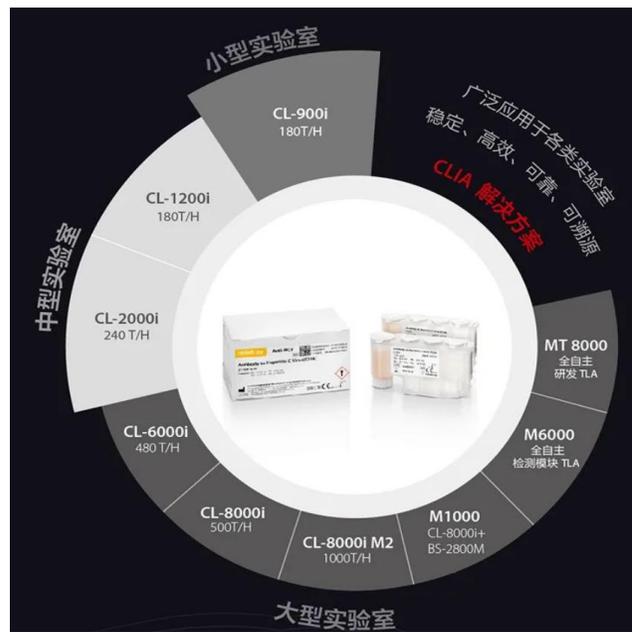
- 公司在国内体外诊断和微创外科市场的占有率分别约为10%和2%，这两块业务于国内市场在的容量均为数百亿级别。迈瑞医疗在IVD领域耕耘近三十年，已经在血球、生化、免疫、凝血等八大领域实现了产品技术优势，其中生化已连续4年居中国市场装机第一，免疫连续3年居中国市场国产装机第一，三级医院占国内体外诊断收入的比重从2019年的15%提升至2022年的30%。以化学发光为代表的产品竞争力将在未来两年进入到全球一流水平，并逐渐开拓分子诊断、临床质谱等新的业务领域，保障IVD产线长期的快速成长。
- ✓ **血球**：迈瑞BC-7500系列2023年装机超过2000台，进一步巩固了公司国内血球市场第一的行业地位。同时，该系列带来的全年收入贡献超过10亿元，成为首款在上市第三年就实现收入突破10亿元的产品。
- ✓ **化学发光**：迈瑞高速化学发光仪已应用于超过3500家三级医院，2023年国内化学发光新增装机超过2000台，其中高速机占比达到近六成。更重要的是大样本量客户持续加速突破，生化免疫试剂年产出在500万以上的医院家数达到了68家，医院家数增长超过一倍，助力公司的化学发光业务在国内市场份额超过一家进口品牌并首次位列第四。公司将争取2024年再超过一家进口品牌，实现市场第三的行业地位。

表：迈瑞医疗体外诊断和微创外科业务布局情况

业务线	行业地位	室间质评结果	财务/市场表现
血球	国内第一	全血细胞计数项目中，迈瑞血液分析仪用户数量占据室间质评参评数量的半壁江山	<ul style="list-style-type: none"> <li>• BC-7500系列2021-23年全年装机分别为1100台，近2000台和超过2000台，2023年全年收入贡献超过10亿元（BC-7500CRP 21年收入超过2.5亿）</li> </ul>
化学发光	国内第四	迈瑞免疫套餐项目EQA实验室参评数量：肿瘤、甲功、心肌等主流套餐均已跻身化学发光品牌行业前三，国产第一	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2022年公司国内化学发光收入约26亿元，增长超过25%（市占率不到8%）；</li> <li>• 2023年新增装机超过2000台，其中高速机占比近六成。生化免疫试剂年产出在500万以上的医院家数从29家增长至68家，医院家数增长超过一倍</li> </ul>
生化	国内第一	常规化学室间质评28个项目：迈瑞参评数及合格率增幅在7个主流厂家中排名第一，参评实验室数量与通过率均位列国产参评厂家第一名	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 市场份额大于10%</li> </ul>
微创外科	硬镜系统国内第三	-	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 微创外科2023年增速超过30%</li> </ul>

资料来源：公司公告、公司年报、公司官网、国信证券经济研究所整理

图：迈瑞医疗化学发光仪器系列

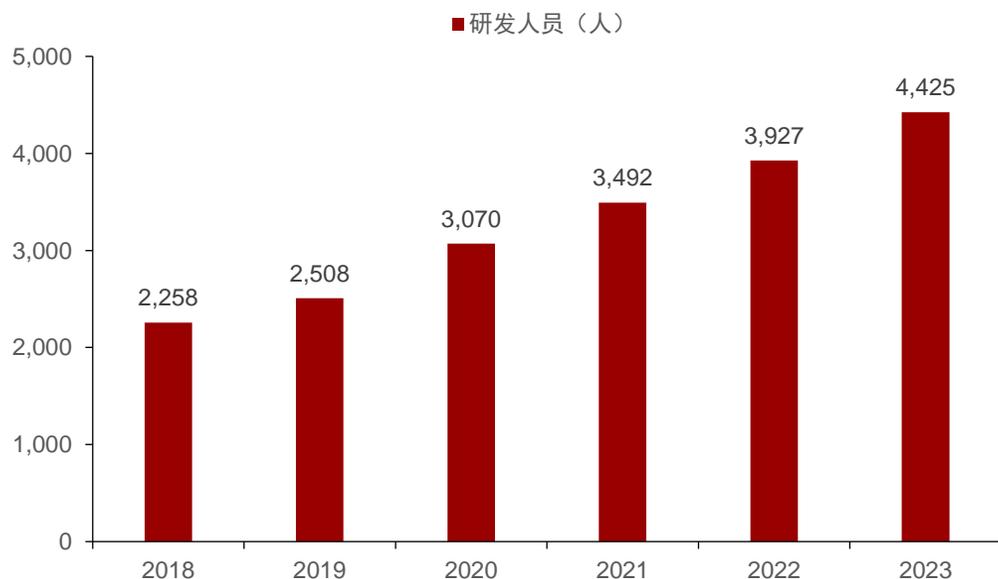


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

## 2.3、进口替代核心（1）：工程师红利+适应本土的竞争策略

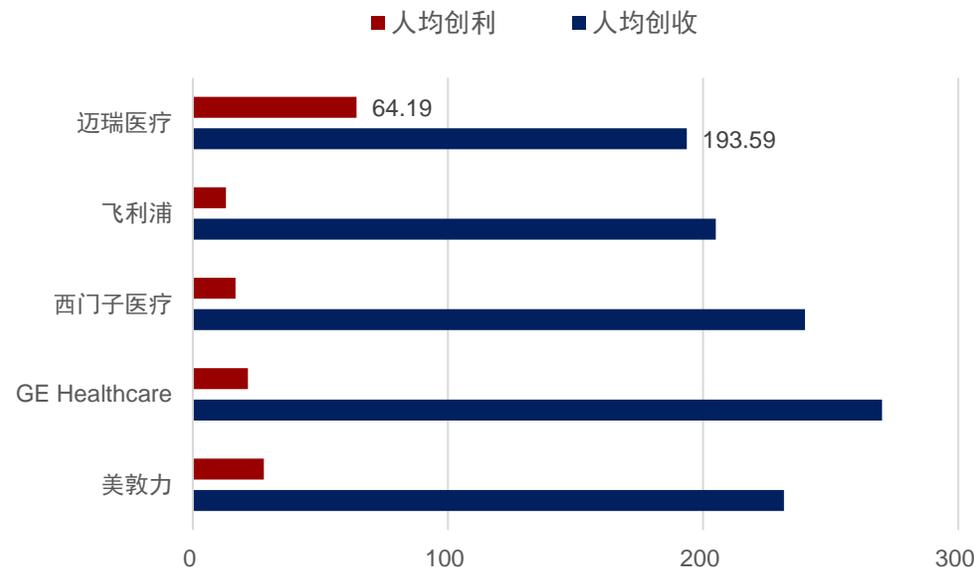
- 迈瑞受益中国强大的工程化和系统集成能力所带来的质量和成本优势，并通过多维度的技术创新在满足临床需求上逐步实现领先：
- ✓ 中国工程师红利下的高研发和生产效率。医疗器械行业的底层技术革命性迭代缓慢，但临床应用技术持续进步，和客户使用习惯的养成、品牌效应的积累是密切相关联的，所以产品功能的更新迭代、依据临床需求的“1-N”式革新在快速变化的国内市场十分重要。迈瑞的研发迭代速度是国际同行的三倍甚至更快，每年推出10余款新产品，平均每款新产品至少运用10项专利技术。高研发效率的背后是迈瑞所吸引的大批高端科技人才和国内的上下游供应链优势，迈瑞医疗2023年拥有研发人员4425人，研发投入高达37.79亿元，占营收比例近11%。
- ✓ 战略上选择合适的研发策略和竞争策略。完善成熟产品的临床痛点，谨慎投入高风险项目（研发和销售费用效率低），因此迈瑞的人均创利高。以临床需求为导向的高效跟随式研发，更好地利用迈瑞工程化能力，以更快的速度将临床上的痛点需求转化为产品的功能，医工结合满足差异化临床痛点。例如：推出转运监护仪、血球CRP这类在当时人无我有的爆款的产品；推出全球首创的监护仪脓毒症预警功能；在医学影像领域推出麻醉用平板超声，精准进行穿刺定位。多项全球首创的产品或差异化功能助力迈瑞医疗逐步从行业的追随者转变为引领者。

图：迈瑞医疗研发人员数量



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图：迈瑞医疗与国际医疗器械龙头的人均产出对比（百万人民币）

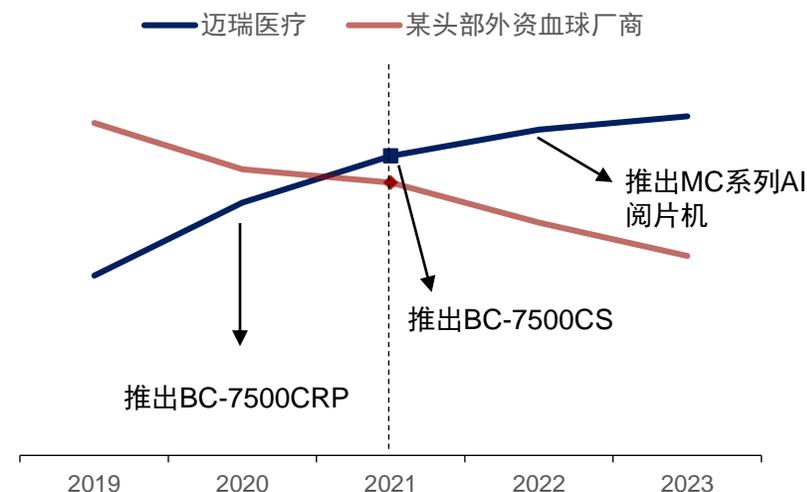


资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理 注：以各公司2023财年数据计算，美元和欧元分别以1:7.0467和1:7.8592汇率换算为人民币，飞利浦利润为经调整后的可持续运营归母净利润

## 2.3、进口替代核心（2）：工程师红利+适应本土的竞争策略

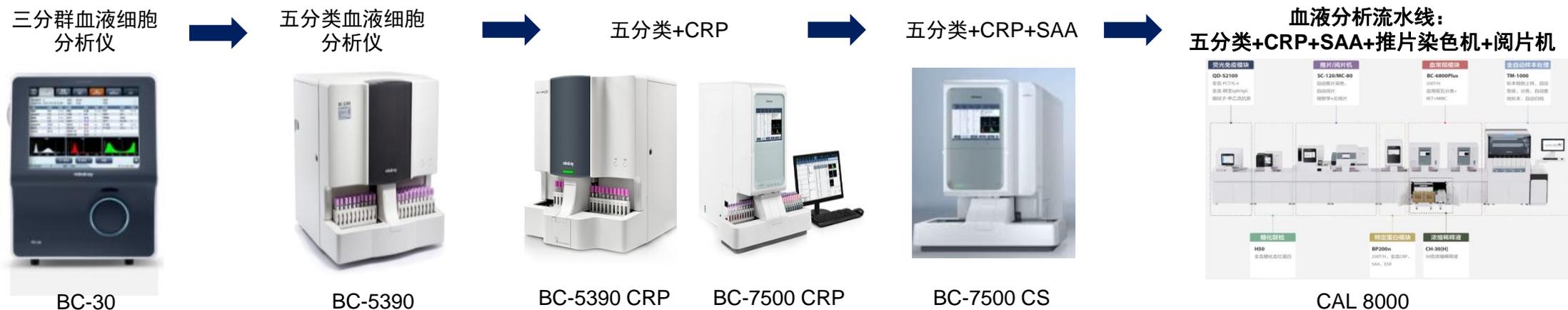
- “吃得透”临床需求，开发突破性产品赢得客户认可。迈瑞深入临床一线，发现检验科的血常规检测通常与CRP检测联合开展，但过往通常需要在血球仪和CRP分析仪上分别检测，耗时费力。于是迈瑞在2015年研发血常规+CRP联合检测一体机（BC-5390CRP系列），通过一次吸样同时检测血常规和CRP，极大简化检验科操作流程。在BC-5390CRP系列的基础上，考虑临床实际需求，于2020年推出以三维荧光、全自动末梢血、高速CRP检测一体机为标志技术的BC-7500CRP，成为迈瑞过去三十年来首个在上市首年销售额破亿的新品。在新冠疫情暴发后，血清淀粉样蛋白A（SAA）的检测必要性得到临床认可，血常规、CRP、SAA联检对于感染类别的鉴别诊断、疾病预后等有良好的联合诊断价值，由此迈瑞在2021年推出升级款产品BC-7500CS。以BC-7500系列这样人无我有的重磅产品作为敲门砖，迈瑞迅速打开原本被进口品牌牢牢占据的三级医院血球市场，2021年装机超千台，并助力迈瑞首次超越进口品牌成为国内第一，且开始带动化学发光、生化等其他产品的协同入院。
- 开发应用AI算法的阅片机，数智引领血球市场。迈瑞与腾讯进行联合研发应用于阅片机的AI算法，该产品成为国内体外诊断行业首个进入三类创新医疗器械特别审查程序的AI类产品，也打破了阅片机市场仅有一家进口品牌“独大”的局面。AI阅片机采用深度学习方法的卷积神经网络CNN，可对血细胞图像进行高精度识别，通过多级、多通道的卷积模板自动化提取图像的特征。通过应用大规模的AI阅片，可以将医生的平均阅片时间从25-30分钟大幅缩短至半分钟，能够有效解决过去检验科血液样本镜检率不高的问题。迈瑞阅片机自2022年上市以来，至2023年第三季度的销量已经超过竞争对手过去十年累计的销量。

图：国内血球市场头部厂商份额变迁



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图：迈瑞医疗血细胞分析产品线迭代历程

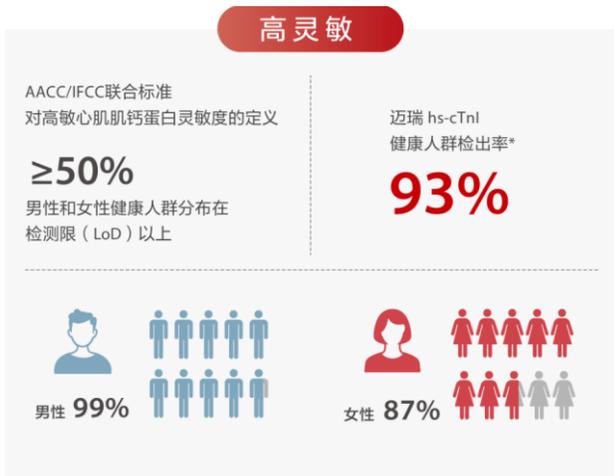


资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

## 2.4、进口替代高潜力细分领域之一：体外诊断

- **迈瑞推出新一代心肌标志物试剂。**2023年第三季度，迈瑞医疗与海肽技术融合后开发的hs-cTnI和NT-proBNP检测试剂推出上市，且已经过武汉亚洲心脏病医院和美国Hennepin Healthcare Research Institute验证，具有优异的试剂性能。研究表明，**50%以上的试剂质量问题是由原料导致，新开发的高敏肌钙蛋白结合了海肽高亲和力异源单抗和迈瑞新的试剂开发技术。**
- ✓ 利用抗体上的后发优势，迈瑞医疗打造的hs-cTnI在表现健康人群中检出率达到93%，远超AACC/IFCC最新标准50%的指标。迈瑞医疗成功将hs-cTnI抗干扰能力提升20倍，干扰概率从行业现状0.3-0.5%降低至0.015%，实现了干扰概率从原来每周2-3例降低至每年2-3例，大幅减少检测结果与临床不符的情况。
- ✓ 7000多例样本临床研究数据表明，迈瑞NT-proBNP检测试剂在指南推荐的各诊断阈值处具有良好临床诊断效能。
- ✓ 此外，迈瑞协同全球顶级医疗机构针对标记物在ACS的优化应用上不断开展深入研究，完善了标志物在特殊人群和疾病的浓度分布、全龄人群参考范围的研究，以及0-2小时快速分诊流程的研究，满足了临床诊疗过程中安全排除无风险、并精准聚焦医疗资源的核心诉求。
- **化学发光原料升级，助力迈瑞试剂竞争力大幅提升。**基于海肽在原料方面的强大技术积累，预计后续将有更多升级迭代的产品，有望助力迈瑞化学发光试剂的原料替换升级，同时在原料大批量自产后将显著降低生产成本。

图：迈瑞医疗hs-cTnI产品特点：理想的心肌损伤标志物

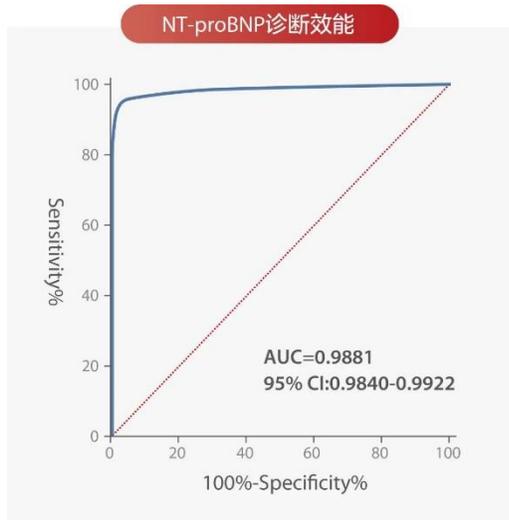


资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图：迈瑞医疗NT-proBNP产品特点：理想的心衰标志物



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理





## 2.4、进口替代高潜力细分领域之一：体外诊断

- **生化免疫试剂集采全面覆盖大势所趋。**江西省已牵头完成肝功生化的省际联盟集采，2023年也公布并实施了肾功和心肌酶生化试剂的集采，预计2024年将开始逐步落地执行。此外，2024年江西省召开关于生化试剂集采的座谈会，其中拟进一步纳入超过70个项目进入集采，加上过去两轮的集采，江西省牵头的集采范围将基本囊括整个生化试剂市场。随着生化试剂价格的下降，作为极少数掌握高端生化仪核心技术的迈瑞将进一步凸显竞争优势。2023年安徽省组织二十五省联盟集采化学发光试剂，随着这一集采于2024年逐渐落地执行，叠加公司今年预计上市的近20个更具竞争力的新项目，迈瑞国内化学发光业务全年的高速增长和高端医院突破的确定性将进一步提升。
- **集采大浪淘沙，加速进口替代。**国内IVD市场竞争格局较为分散，集采是大浪淘沙的过程。作为生产企业需要不断加大研发投入力度，同时持续优化成本结构，并从学科建设、人才培养、学术科研、运营管理等多个维度给医院提供更高附加值的服务。在新的成本收益结构和渠道体系下，国产龙头的竞争优势有望进一步放大，推动化学发光领域的进口替代和生化市场的集中度提升。

表：体外诊断集采政策下迈瑞医疗相关业务的变化情况

集采项目	对公司的影响
2021年安徽化学发光试剂集采	<ul style="list-style-type: none"><li>• 2022年，公司在安徽省的化学发光业务增长超过85%，市场份额提升至20%以上，实现安徽市场第一的目标，并突破35家空白三级医院；</li><li>• 2023年，安徽省的化学发光业务继续实现近40%的高速增长，其中中心标及炎症增长64%，甲功增长42%，传染病增长34%，肿标增长32%。</li></ul>
2022-23年江西省肝功生化试剂联盟集采	<ul style="list-style-type: none"><li>• 在已执行集采的省份中，公司集采相关项目收入同比增长超过20%。于集采联盟省份中，新一代BS-2800M产品装机330多台，同比增长72%，其中三级医院装机接近200台，占比57%。</li><li>• 据公司统计，2021年公司在全国生化试剂的市场份额约为10%。通过此次22省联盟集采的落地实施，未来三年总体份额将大幅提升，其中<b>22省联盟集采涉及的试剂项目收入有望实现翻倍的增长。</b></li></ul>
2023年二十五省联盟集采化学发光试剂	<ul style="list-style-type: none"><li>• 根据公司估计，2022年国内化学发光市场空间约为330亿元，本次参与联盟的25个省份市场容量约占全国市场容量的60%，集采涉及的项目约占化学发光市场容量的30%，因此本次集采对应的市场空间约为59亿元。</li><li>• 公司参与的项目均位列A组。按照公司对应的意向采购量除以市场总意向采购量计算，公司的传染病八项占比16%、性激素六项占比10%、糖代谢两项占比13%，<b>相比报量前的市场份额有显著提升。</b></li></ul>

资料来源：公司年报、公司官网、国信证券经济研究所整理

## 2.4、进口替代高潜力细分领域之二：高端超声

- 过往国产鲜少涉足超高端超声市场，迈瑞超高端超声的推出打开新的成长空间。通过超声产品持续的技术高端化和应用临床化，公司在院内传统超声科室和新兴临床科室加速实现高端突破，三级医院占国内超声收入的比重于2022年已经超过了40%，高端超声占国内超声收入的比重于2022年已超过一半。
- 高端超声市场原先几乎被进口企业垄断。据医招采数据，2017-2019H1中国高端超声市场中进口占比高达92%-96%；2022年中国中端台式彩超以及基础台式彩超前十名供应商中，本土企业分别占据57.1%、81.5%的市场份额；在高端台式彩超领域，前十名供应商中外资品牌占据8家，市场份额累计86.7%；高端便携彩超领域的前五名供应商中，外资品牌占据3家，市场份额合计66.3%。迈瑞医疗在高端和超高端超声中积极布局，2023年推出超高端超声A20、高端心血管超声Recho R9，打开新成长空间。

表：迈瑞医疗高端和超高端超声研发布局

超声产品	开发状态	产品价值
超高端全身台式彩超 昆仑 Resona A20	2023年11月上市	围绕腹部、浅表、介入三大核心应用场景，提供最高效的终极诊断、最精准的介入治疗以及最强大的科研平台全面突破超高端全身应用市场，实现高端/超高端台式业务新的增长，进一步提升迈瑞的行业地位和品牌形象
高端心血管超声 鲲鹏Recho系列	2023年11月上市	国产首台心血管超声设备，实现国内行业零的突破提升迈瑞品牌科技感，进一步扩大传统超声市场占有率
高端彩超肝纤机 Hepatus 9	2023年上市	推动肝纤产品在超声和体检科室的普及，提供综合全面的肝病超声诊断方案，进一步提升肝病在早期的筛查及精确诊断
高端多参数超声 Resona R9 铂金版	2022年底上市	提升高端产品在放射、全身应用的综合实力；提升高端产品在临床诊断和科研方面的竞争力
高端妇产超声 Nuewa R9 铂金版	2022年上市	提升妇产超声产品的综合性能，在妇产、生殖、盆底等多细分领域，满足妇产专业客户从临床到科研的多层次需求

资料来源：公司公告、公司年报、国信证券经济研究所整理

图：中国高端超声市场国产和进口品牌的比例（%）



资料来源：医招采、国信证券经济研究所整理

## 2.4、进口替代高潜力细分领域之二：高端超声

- 超高端A20从预研到上市经过8年的时间，是迈瑞医疗研发团队基于多年自主创新的沉淀和积累、紧密结合临床需求推出的超高端超声系统，从系统架构、成像算法到成像技术的多个核心技术环节都取得了“超高端”的突破。Resona A20搭载了业内首发的全新超声技术平台——“无极”声学智慧平台，在声电数据、成像算法、系统算力三个方面实现业内创新突破，采用了全新“AFM矩能探头”、突破性的“FreeBeam 自适应波束合成技术”，和巨幅提升的“超并行运算架构”等，实现了超声成像在组织结构、血流灌注和生物学特征多方面升维，助力精准诊断和临床学术的无极探索。通过显微造影，A20可以发现直径<5mm的肝脏肿瘤，检测到更多的肿瘤结构与细节；借助多参数联合诊断，还可以了解结构表面背后是否有其他病变。

图：迈瑞医疗超高端超声系统昆仑Resona A20



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

表：迈瑞医疗、GE、飞利浦超高端超声性能对比

品牌	迈瑞医疗Resona A20	GE医疗LOGIQ E11/E20	飞利浦Epiq 7/Elite
产品定位	超高端全身台式彩超	第五代超高端全身超声	高端旗舰彩色超声诊断系统
产品参数	“无极”声学智慧平台：AFM矩能探头；FreeBeam 自适应波束合成技术；超并行运算架构	cSound+全“芯”空间像素平台、冰晶探头技术、TCI动态空间像素聚焦技术、ACE智能像素优化技术	nSIGHT专利技术、PureWave单晶体纯净波探头、xMATRIX矩阵超声探头技术
呈现效果	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 睿瞳成像：鉴别囊/实性组织，增强显示病变钙化点或结石</li> <li>• UMA超微纯净血流：可以看到IV级血管，常规彩色多普勒只可以看到III级血管</li> <li>• 显微造影：在微米级空间尺度呈现组织及病灶微循环的形态特征</li> <li>• 粘弹性成像：作为剪切波弹性成像的补充，可助力临床更全面探索肝脏、乳腺以及其他脏器相关疾病的影像诊断和量化分析</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 配备5大探头，诊疗范围涵盖心血管、腹部、乳腺、甲状腺、妇科、关节等多领域</li> <li>• 搭配B-Flow™类造影血流和MVI超微细血流成像，对血流显示能力大幅提升，可捕捉到组织及病灶的细小血管</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 支持矩阵探头：包括所有成像模式：二维、三维、实时xPlane、实时MPR、MPR、频谱多普勒、彩色多普勒和CPA</li> <li>• nSIGHT成像在整个场深度内构建发射波束，实现了高性能水平</li> <li>• 全新MicroCPA功能，可以对低速的微小血管进行显示，提升评估器官和占位内的血流灌注能力</li> </ul>

资料来源：各公司官网、国信证券经济研究所整理

## 2.4、进口替代高潜力细分领域之二：高端超声

- 超高端超声的推出背后是关键技术和零部件的积累和突破。国家药监局牵头的“中国医疗器械关键核心技术”课题共调研了中国超声影像类设备市场中的5家关键核心技术相关企业，包含2家内资企业、2家外商独资企业、1家合资企业。不管是核心技术清单还是关键零配件清单，迈瑞入选的项目数量均远超同行，背后体现了迈瑞在超声领域的深厚技术积累和强大护城河。
- 迈瑞推出国产首台高端心血管超声设备，实现国内行业零的突破。实时三维心脏超声涉及的技术远比常规的超声成像复杂，不仅要呈现心脏二维结构，还需要获悉实时且高帧频的三维心脏结构与血流信息，还需解决核心配件的材料困局（单晶面阵探头，所需的阵元数是普通探头的近百倍）、散热问题（结构设计、技术融合）。

图：超声影像类专家组评审入选“中国医疗器械关键核心技术”清单

编号	技术名称	申报企业
1	剪切波弹性成像技术	深圳迈瑞生物医疗电子股份有限公司
2	CPS(对比脉冲序列)超声造影成像技术	西门子医疗系统有限公司
3	超宽带非线性(UWN)造影成像技术	深圳迈瑞生物医疗电子股份有限公司
4	超声 AI 技术	深圳开立生物医疗科技股份有限公司
5	融合成像技术	深圳迈瑞生物医疗电子股份有限公司
6	全息血管硬度分析 R-VQS	深圳迈瑞生物医疗电子股份有限公司
7	基于射频数据的全息 IMT	深圳迈瑞生物医疗电子股份有限公司
8	Smart Echovue	深圳迈瑞生物医疗电子股份有限公司
9	Smart B-line	深圳迈瑞生物医疗电子股份有限公司
10	Smart VTI	深圳迈瑞生物医疗电子股份有限公司
11	CoTI 造影成像	百胜(深圳)医疗设备有限公司
12	Smart IVC	深圳迈瑞生物医疗电子股份有限公司
13	3D4D 成像	深圳迈瑞生物医疗电子股份有限公司
14	微血管“珊瑚”成像	百胜(深圳)医疗设备有限公司
15	虚拟融合导航	百胜(深圳)医疗设备有限公司
16	AMAS 动脉僵硬自动测量系统	飞依诺科技股份有限公司
17	VFlash 空化成像技术	飞依诺科技股份有限公司
18	基于原始 RF 射频信号的血管内中膜厚度及血管弹性测量技术	百胜(深圳)医疗设备有限公司

资料来源：国家药品监督管理局重点课题、国信证券经济研究所整理

图：超声影像类专家组评审入选“中国医疗器械关键零配件”清单

编号	零配件名称	申报企业
1	超高频线阵探头(L20-5a)	深圳迈瑞生物医疗电子股份有限公司
2	线阵高频探头(10L4)	西门子医疗系统有限公司
3	超高频线阵探头(L20-5U)	深圳迈瑞生物医疗电子股份有限公司
4	单晶腹部容积探头(SD8-1U)	深圳迈瑞生物医疗电子股份有限公司
5	超高频线阵探头(L8-24)	百胜(深圳)医疗设备有限公司
6	单晶腹部容积探头(SD8-1a)	深圳迈瑞生物医疗电子股份有限公司
7	一线一凸双平面探头(ELC13-4U)	深圳迈瑞生物医疗电子股份有限公司
8	术中探头(LAP13-4Cs)	深圳迈瑞生物医疗电子股份有限公司
9	经直肠双平面探头(TLC3-13)	百胜(深圳)医疗设备有限公司
10	TEE 探头(P8-2Ts、P8-3Ts)	深圳迈瑞生物医疗电子股份有限公司
11	高尔夫探头(SI2C41)	百胜(深圳)医疗设备有限公司
12	无线相控阵探头(i3P)	深圳迈瑞生物医疗电子股份有限公司
13	单晶探头(C1-6A、S1-5)	深圳开立生物医疗科技股份有限公司
14	单晶声学放大超声探头(S1-6P)	飞依诺科技股份有限公司

资料来源：国家药品监督管理局重点课题、国信证券经济研究所整理

## 2.4、进口替代高潜力细分领域之三：微创外科

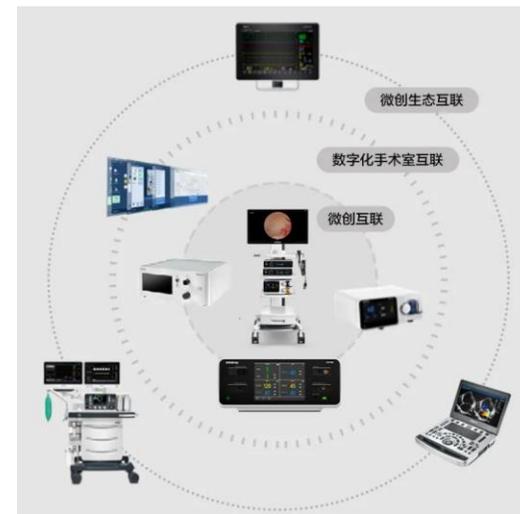
- **微创外科：完善设备+器械+耗材布局，构建微创生态圈。**由UX5系列为基础展开迈瑞微创生态圈，公司仍在持续研发靶向荧光、量化荧光等升级功能：
- ✓ **全新一代4K荧光内窥镜摄像系统：**产品功能及图像性能全面升级，达到行业一流水平。白光图像方面，全视野亮度均衡管理算法技术可对图像局部过曝及远景过暗进行有效抑制，以保持腔镜视野整体的明亮。荧光图像方面，实现全链路的荧光光学性能、硬件性能和荧光信号处理算法等技术升级，保持荧光图像对距离、角度变化的稳定性，保证显影区域在术中始终清晰可辨，辅助医生实现精准治疗。
- ✓ **3D荧光摄像系统：**产品功能及图像性能对标业界顶尖产品，实现国内引领。白光图像方面，双目3D模组创新光学设计与布局，集合4K图像传感器与业内最大的基线距离，带来了超高清4K清晰度与沉浸式立体感。荧光图像方面，集成全链路荧光效率分析与创新荧光图像采集与处理算法，同时实现了荧光成像叠加3D成像技术，提升医生手术效率。
- ✓ **超声刀：**突破了超声刀声学建模与仿真技术，解决了临床精细解剖的需求痛点，成为国产首款精细刀头。与国际一流品牌主打超声刀产品相比，该超声刀刀头更为轻薄，在厚度与宽度上均有20%左右的缩减，但刀头的精细程度却提升20%。基于迈瑞强大的算法和算力，该款超声刀同时也是智能化的“信号收集器”，能够实现组织切割状态信号的每秒千万次收集和每秒两千次能量调控，确保刀刀干净利落。同时，通过STS智慧组织感应技术，在组织离断的瞬间，自动降低输出功率并发出声音提示，从而有效降低由于过激发带来的额外热量，并减少意外烫伤风险。
- ✓ **吻合器：**国内首创预压榨辅助成钉技术（定轴旋转&套管闭合）和ASFT（Adaptive Smart Firing Technology）自适应智能击发控制算法。“预压榨辅助成钉技术”极大提高了吻合钉对位精度，有效降低了组织滑移对成钉的影响。“ASFT”在整个击发过程中可根据钳口组织厚薄自动调整击发速度、压榨时间，提升临床应用中厚组织及不均匀组织成钉质量。

图：迈瑞医疗微创外科业务线：腔镜系统+能量平台+超声刀/吻合器



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图：迈瑞医疗微创生态圈



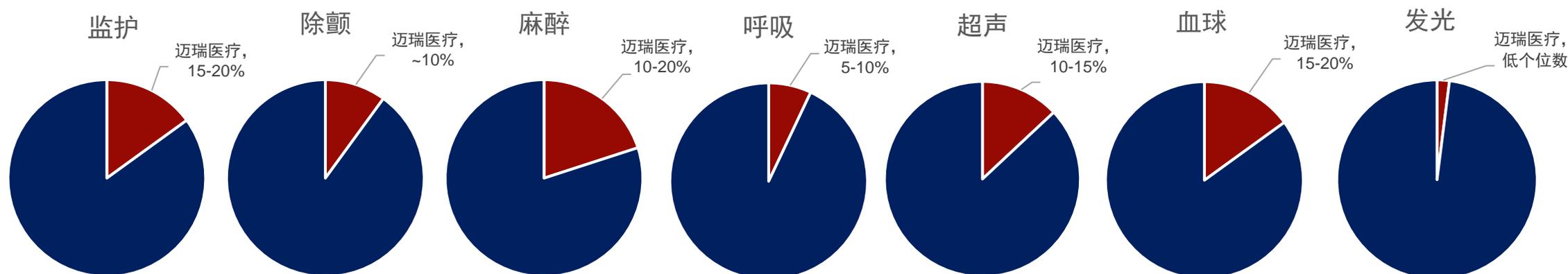
资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

- [ 01 ] 全球领先的医疗器械及解决方案供应商
- [ 02 ] 核心逻辑一：医疗新基建和加速进口替代
- [ 03 ] 核心逻辑二：产品升级下的海外高端客户突破
- [ 04 ] 核心逻辑三：孵化种子业务打造新增长引擎
- [ 05 ] 盈利预测、投资建议和风险提示

### 3.1、国际可及市场空间超过4500亿元，公司市占率近3%

- 迈瑞已布局的业务对应国际的可及市场空间超过4500亿元。公司在2023年的国际收入约为135亿元，对应的市场占有率仅为低个位数。其中，公司预计当前海外发展中国家的可及市场空间和中国类似，均超过1000亿元，而公司2023年在发展中国家的收入仅约为88亿元，对应的市占率仅不到9%。
- 进军心血管业务提升业务可及市场空间。公司通过收购科创板上市公司惠泰医疗，将进入心血管领域相关赛道。全球心血管领域的市场规模达到560亿美元，其中国内心血管领域的市场规模超过500亿人民币，在全球和国内医疗器械市场规模中均排名第二，仅次于体外诊断领域。公司收购惠泰医疗（电生理、冠脉通路及外周血管介入）将新增300亿美金的全球可及市场和250亿人民币的国内可及市场。
- 从产线维度来看，三大产线在海外市场的占有率水平仍远远低于国内。据公司统计，监护仪、麻醉机、呼吸机、除颤仪、血球、超声在全球的份额已实现市场前三的地位，但市场份额的绝对值仍然较低。如迈瑞的监护、血球在中国市占率预计过半，超声在中国市占率约30%，但全球市占率预计均在10-20%的水平，单看海外市场的份额潜在可提升空间将会更大。

图：迈瑞医疗各核心业务线全球市场份额情况



资料来源：公司年报、公司公告，国信证券经济研究所整理

## 3.2、复盘国际化发展历程：历经四个阶段，不断取得突破

图：迈瑞医疗的国际化视野

■ 公司在国际市场借助国内成功经验，细分客户群体，吃透目标市场，并将多个产线协同发展，降低运营成本；积极推动本土化运营，建立子公司或办事处，在29个国家100%聘用当地员工。2020年公司在海外市场因疫情实现了700家空白高端客户的突破，超过了历年高端客户突破数之和，这种突破对公司的影响是深远且永久的，海外市场的品牌推广因此提前了至少五年时间。



图：迈瑞医疗的国际化发展历程

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告、公司官网，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

## 3.2、区域维度：稳扎稳打，因地制宜

### ■ 各区域按照市场特点有针对性的策略和打法：

- ✓ **北美市场：**美国业务借助并购发展，2008年通过收购Datascope获得本土营销运营平台，2013年收购Zonare获取先进超声技术。目前公司在美国监护和麻醉排名第3，全美TOP20医院中19家使用迈瑞超声，产品解决方案应用于全美TOP 10心脏医院中的9家。北美市场的营销保持较强独立性，研发和供应链保持较好整合。以Zonare为例，在收购整合后应用功能上升了30%，故障率下降30%，成本下降50%。中美团队形成了互相学习、资源互补的良性互动，美国并购案列被经济学杂志评选为全球并购整合优秀案例。
- ✓ **欧洲市场：**英国坚持从总经理到员工的完全本地化的原则；产品上基于专业化而非多元化的原则，将产品领先的业务首先注入到发达国家，到达新的规模以后再引进新的产品，在英国只做监护仪，市场份额达到20%，排名第二，最顶级的教学医院也在使用迈瑞的产品，目前正打算引进超声POC产品。
- ✓ **ROW地区：**印度借鉴中国的业务发展经验，细分市场不断多元化，实现客户群突破。现在在印度有4个办事处，雇佣120名本地员工，产品应用到70%左右的医疗机构。

表：迈瑞医疗各区域海外高端客户突破情况

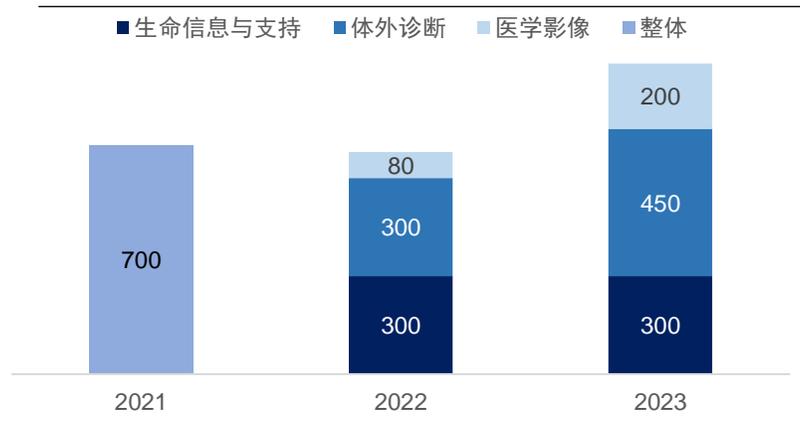
区域	销售模式和渠道打法	海外市场开拓成果
北美	<ul style="list-style-type: none"><li>• 2003年进入美国市场，在收购Datascope后，已经建立起600人的本地化团队，有一套完整的营销、用服、IT、后台等各个职能团队</li><li>• 以直销为主，直接从终端客户获取市场信息，通过投标、商业谈判等方式获取订单，并与客户签订销售合同销售商品</li><li>• 在技术领域最前沿的市场布局，打造高度贴合临床需求的爆款产品</li><li>• 在美国已覆盖超过八成的IDN医联体，已经实现了以高端IDN医联体为主的收入结构</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• 22H1与两家IDN医联体分别签订了未来9年和10年的监护仪独家供应协议，还与一家IDN医联体签订了未来5年的独家麻醉机供应协议；A8/A9超高端麻醉机在美国的上市，公司成功拿下了北美有史以来最大的单笔数百万美元的麻醉机订单</li><li>• 23年赢得了美国某集团医院近3000万美元的监护设备订单，这是公司在美国市场迄今为止最大的单笔监护订单；另与北美两家大型医联体签订协议，预计未来两年将为公司带来数量较大的监护设备装机项目</li></ul>
欧洲	<ul style="list-style-type: none"><li>• 根据不同国家的行业特点，采取直销和经销共存的销售模式。在欧洲市场已布局含营销、用服、IT、人力、财务等职能合计超过500人的团队，并购而来的海肽生物和DiaSys带来超过400人的研发和生产队伍</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• 2019年监护仪在英国超越GE实现市占率第二</li></ul>
发展中国家（ROW地区）	<ul style="list-style-type: none"><li>• 以经销为主、直销为辅</li><li>• 2018年以来对营销体系和管理架构进行深远变革：1.逐步上线全球统一和高效的报价系统、费用管理评价体系和经销商自主下单系统，全面优化迭代商机管理系统，将营销人员从过去繁琐的日常工作中释放出来；2.复制国内市场“切得细、吃得透、绑得紧”的成功营销理念，建立多维度、矩阵式的营销队伍</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• 2023年迈瑞在发展中国家的平均市占率仅不到9%</li><li>• 印度：呼吸机、监护仪、血球、麻醉机和超声均排名前二。据公司统计，公司在印度的可及市场空间超过15亿美元，2021年公司在印度的占有率仅为个位数</li><li>• 拉美：巴西、哥伦比亚、阿根廷、秘鲁、厄瓜多尔等国监护仪排名第一；哥伦比亚、阿根廷、秘鲁等国MIS产线排名第一</li><li>• 亚太：监护仪、麻醉机、血球、超声排名前三</li><li>• 非洲：摩洛哥监护仪排名第一</li></ul>

资料来源：公司公告、公司官网、国信证券经济研究所整理

## 3.2、产线维度：产品力+渠道力，促进中高端客户成批量突破

- **生命信息与支持**：产品竞争力已经全面达到世界一流水平，新冠疫情期间以呼吸机为代表的抗疫产品有突出表现，疫情后继续给公司带来大量的非抗疫订单。
- **体外诊断**：从2019年开始，公司为IVD国际化之路、特别是试剂业务拓展做了一系列的铺垫工作。以往公司的国际IVD业务停留在以卖仪器为主的模式，客户层级停留在小样本量实验室。通过搭建海外IVD运营平台，建设包括物流、仓储、本地化团队、试剂销售的渠道网络和售后服务等，国际IVD业务将逐步加强试剂业务的推广，主流客户向中样本量实验室转变。结合海肽、德赛的并购融合，进一步加强海外本土供应链能力，体外诊断业务海外高端连锁实验室成批量突破的势头依然在持续。
- **超声**：国际市场受益于全新中高端台式超声I系列以及多款全新POC超声等爆款新品的重磅推出，公司的超声业务将全面开启从中低端客户向高端客户突破的征程，中高端台式超声I系列上市第一年占海外超声比重已接近10%，专业无线掌上超声TE Air、POC超高端平板彩超TEX20持续突破欧美高端教学医院。

图：迈瑞医疗各产线海外高端客户突破数量



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表：迈瑞医疗各产线海外高端客户突破情况

产线	高端客户突破的打法	高端客户突破成果
<b>生命信息与支持： 高举高打， 数智引领</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>产品竞争力已经全面达到世界一流水平，“M-Connect” IT 解决方案助力迈瑞实现单产品到全院监护方案替换的突破</li> <li>在海外新冠疫情期间以呼吸机为代表的抗疫产品有突出表现，海外营销平台经过深度变革后日趋成熟，继续给公司带来大量的非抗疫订单</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>监护仪全球前二、麻醉机全球前三</li> <li>监护仪、麻醉机在欧美最顶尖医院已经实现大规模装机</li> <li>国际生命信息与支持业务于2023年下半年增长超过20%</li> </ul>
<b>体外诊断： 血球为基， 循序渐进</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>营销、物流供应、生产制造、临床支持、IT服务等平台化能力的建设</li> <li>1) 通过加大特价机、战略机等仪器的投放力度，使血球业务逐渐进入中高样本量医院和第三方连锁实验室，并且积极布局海外本土化代工，保障试剂稳定供应并提升性价比优势；2) 通过血球业务建立的品牌影响力，加速生化、化学发光从低样本量医院向中样本量医院的转变，加大仪器的投放力度，逐步提升试剂的收入占比；3) 带动凝血等其他IVD子业务协同入院的同时，生化、化学发光开始向高样本量客户突破，公司实现从单产品供应到IVD整体解决方案供应的转变</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>血球全球前二，巴西血球市场排名第一；生化全球第7</li> <li>2022年是海外第三方连锁实验室成批量突破的元年，成功突破近70家，国际体外诊断业务2022年同比增长超过35%，其中欧洲区和发展中地区IVD产线增速分别超过25%和40%</li> <li>2023年进一步突破106家海外第三方连锁实验室</li> <li>在阿联酋一家全球级连锁实验室，成为其在沙特阿拉伯、卡塔尔、巴林和阿曼地区的独家血球供应商；拉美第一大实验室DASA的独家血球供应商</li> </ul>
<b>医学影像： 自下至上， 待时而飞</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>TE系列麻醉超声等POC领域拥有领先的产品竞争力</li> <li>高端和超高端超声上的技术突破</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>POC超声在欧美等顶尖国际市场实现大规模装机；在美国POC超声领域实现第三的市场地位（2021）</li> <li>2023年海外超声高端型号增长超过25%，加速高端客户突破的进程，并助力超声业务首次实现全球第三的行业地位</li> <li>2023年在拉美排名第一的私立医院集团实现装机，成为高端装机示范点</li> </ul>

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

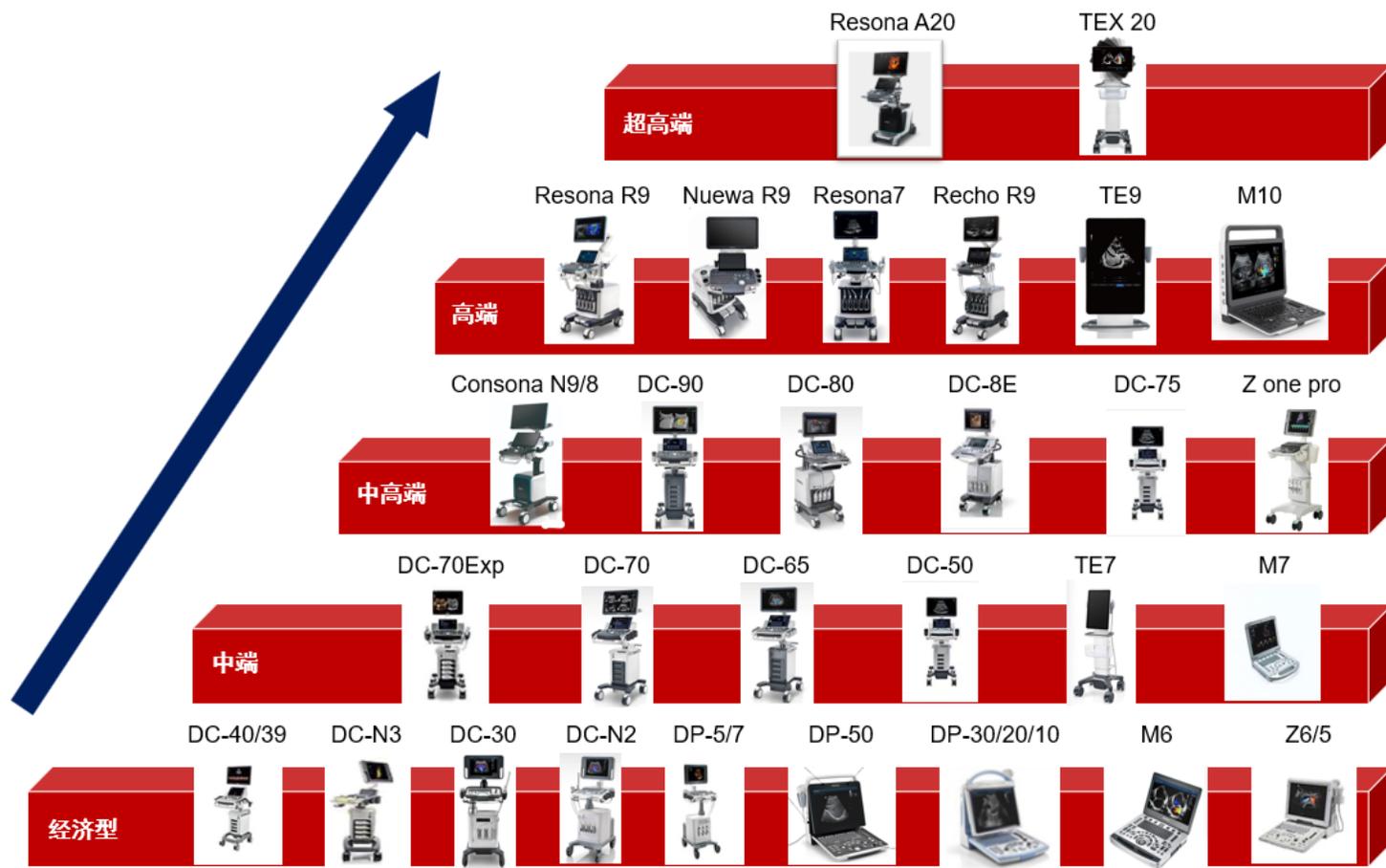
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

### 3.3、海外制胜关键因素：自研+并购提升技术实力

■ 迈瑞超声用十几年走完海外60年的发展历程，快速追赶海外龙头：

- ✓ 全球1954年发明二维切面成像技术，灰阶超声显像仪（B型超）问世；80年代后期计算机技术的飞速发展实现了三维超声成像技术；1982年生产出第一台彩色多普勒血流显像仪（D超/彩超）；1997年世界首台四维超声诊断系统推向市场。自此超声行业的革命性突破基本停滞，更多是基于临床科室的垂直细分或功能性开发，或不同价格梯度的型号开发。
- ✓ 迈瑞在2006年推出第一台彩超DC-6后，仅花了十几年时间从品牌、份额、数量都已位居国产第一。公司陆续升级DC系列、便携超M系列、平板彩超TE系列等，并推出基层彩超解决方案Consona，并细化产品线至临床科室超声，如妇产超声Nuewa、眼科彩超决明、肝超飞蓟Hepatus。2023年底推出重磅的高端心超Recho R9和超高端全身彩超Resona A20，补齐产品线短板。
- ✓ 在国际市场，受益于全新中高端台式超声I系列（基于全息数据的ZST+域光平台，并搭载极速处理硬件架构）以及多款全新POC超声等爆款新品的重磅推出，公司的超声业务将全面开启从中低端客户向高端客户突破的征程。

图：迈瑞超声产品矩阵



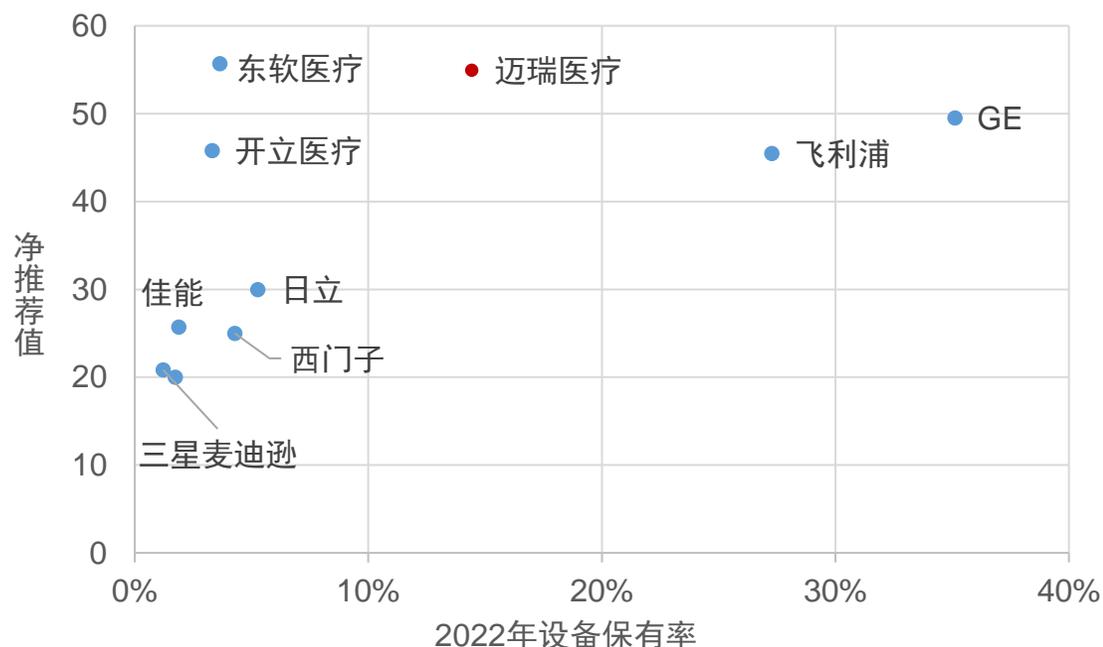
资料来源：公司官网、公司公告国信证券经济研究所整理

### 3.3、海外制胜关键因素：关键并购提升渠道和生产能力

- 北美医疗设备销售渠道以直营为主，粘性强、壁垒高，迈瑞通过收购Datascope跨出关键一步。迈瑞进入美国市场的时候遇到困难，原因是美国的医院市场格局是品牌直营系统为主，迈瑞在美国主流市场找不到代理商，一时难以构建针对主流医院市场销售网络，只能通过代理商在院外小诊所进行销售。2005年公司向高盛融资4000万美元，2006年9月赴美上市，成为登陆美国股市的中国第一家医疗企业，主要目的都是在海外构筑品牌效应，敲开发达国家市场的大门。但真正的突破是在2008年收购美国Datascope监护业务之后，通过吸收Datascope的技术，升级监护仪产品线，获得了一支销售和售后服务团队，三年后逐步将品牌替换成迈瑞，迅速将全球监护市场份额拉升到10%，这是迈瑞全球品牌塑造里程碑性的关键一步。如果没有Datascope的并购，迈瑞很难以自主品牌进入美国市场，竞争对手也是先买一家家有历史装机的公司，通过3-5年新产品迭代升级换成自有品牌，并在原有客户群上拓展。
- 德赛（DiaSys）的并购将为公司海外体外诊断领域的高端客户突破塑造下一个里程碑。德赛拥有完善覆盖海外超过140个国家的供应链平台；并购后公司将协同提升研发和生产能力，在德赛原有超过90种试剂基础上，通过质量控制，校准品改进，提升产品临床表现力，高效服务大样本量客户。公司预计2024年底之前有至少10个海外本地化生产将启动，这对于加快迈瑞在海外公立市场和中大样本量客户的突破有着重要意义。

图：超声影像类设备的主要品牌保有率与净推荐值呈正相关

图：迈瑞医疗全球研发中心和子公司布局



资料来源：《中国医疗设备》、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

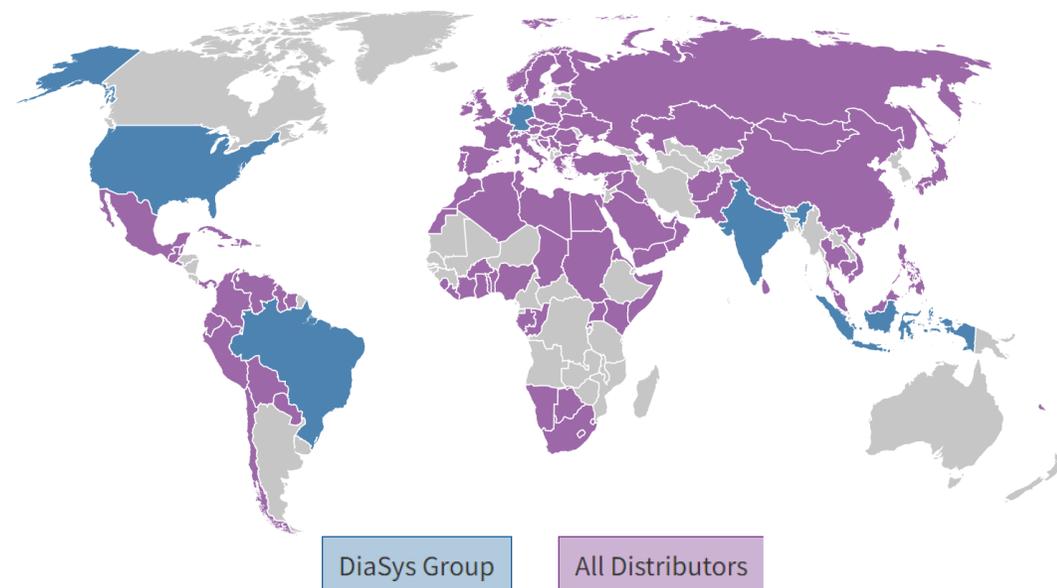
### 3.3、海外制胜关键因素：关键并购全面强化供应链能力

- **海肽的并购实现了迈瑞在化学发光原材料领域核心技术的自主可控。**2021年5月，迈瑞以约5.45亿欧元收购全球知名的IVD原料领域的海肽（HyTest）生物，实现了在化学发光原材料领域核心技术的自主可控。公司与海肽生物研发团队的整合进展顺利，海肽生物的所有研发项目均已纳入公司体外诊断业务的统筹管理，迈瑞医疗的体外诊断业务试剂研发团队与海肽生物的原材料研发团队已经能够高效、协同地开展工作，同时也在积极开始布局新项目的研发和成果转化。
- **德赛的并购将助力迈瑞建立全球本地化供应能力。**海外供应链平台的缺失成为制约公司体外诊断国际化发展、尤其是对中大样本量客户突破的瓶颈。2023年7月，迈瑞以约1.15亿欧元收购DiaSys Diagnostic 75%股权，交割完成后，迈瑞荷兰与另一股东Gorka Holding向德赛按各自持股比例增资合计4000万欧元。DiaSys在欧洲、亚太及拉美地区的三个本地化生产、交付平台已纳入公司的全球供应交付规划，同时DiaSys的体外诊断试剂及质控校准研发团队与产品也已经纳入迈瑞体外诊断的中长期发展规划中。考虑到海外生产基地的扩容、本地化生产前所需的产品质量验证、变更生产场地所需的产品变更注册均需要一定的时间，公司预计将用3-5年时间实现对DiaSys相关资源的全面整合，从而实现IVD业务国际化的战略发展目标。

表：海肽（Hytest）生物的技术优势

领域	海肽技术优势
从科研的角度引领标志物认知	<ul style="list-style-type: none"> <li>海肽围绕肌钙蛋白在血液循环中的存在形式、演变、影响因素等多方面展开探索，使得海肽生物成为唯一一个对肌钙蛋白产品“知其然且知其所以然”的供应商</li> <li>将科研成果发表在国际顶级期刊上，与产业界和科学界分享研究成果，推动国际对肌钙蛋白的认知和共识</li> <li>作为唯一获邀的企业成员进入IFCC（国际临床化学联合会）肌钙蛋白标准化委员会，和Fred Apple博士等国际顶尖专家持续对肌钙蛋白进行更深入的临床研究</li> </ul>
从工业的角度满足客户需求	<ul style="list-style-type: none"> <li>增值：海肽对标志物knowhow的先进性为客户获得认知上的竞争优势，以SES-BNP（单抗原决定簇夹心检测系统-脑钠肽）为例，通过独特的产品设计帮助客户绕开专利限制，打开因专利限制而无法进入的BNP市场，且SES-BNP还证明了比传统BNP更好的检测结果</li> <li>保障&amp;降本：通过优化技术路径为客户解决后顾之忧。将传统的小鼠抗体转化为嵌合抗体可以有效地减少非特异性结合，从而减少甚至免除辅助原料如阻断剂的使用，进而简化试剂配方，不但节约直接和间接成本，更重要的是输出更稳定可靠的检测结果。同时，重组的生产方式为抗体的产能提供保障，显著降低供应风险</li> </ul>
广泛的技术池积累	<ul style="list-style-type: none"> <li>在蛋白质化学领域保持国际领先水平，在面对极具挑战性的标志物时仍然具备开发高质量抗原的能力</li> <li>实现了小鼠和其他9个物种的抗体开发能力，为更高灵敏度要求的标志物打造坚实技术平台</li> </ul>

图：德赛（DiaSys）业务全球布局情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

### 3.4、他山之石：“国际化”和“多元化”贯穿希森美康的发展之路

■ “国际化”和“多元化”贯穿希森美康的发展之路。1963-1980年，日本国家医保覆盖提升和医疗需求增长，Sysmex将血球检测自动化，开发设备和试剂并不断提升产品品质。1980s-1990s，为医院检验科提供除检测外的其他价值（全球首个血球样本传输系统），并拓展至尿液、凝血和免疫领域。1990s-2010s，伴随数字化革命加速全球化，Sysmex拓展直销架构，将业务扩张至超过190个国家和地区，开始使用IT技术提供专有服务支持。2010s-至今，公司基于个性化用药和其他领域的挑战进一步扩张业务领域（基因检测、AD诊断、手术机器人等）。希森美康在超过190个国家和地区开展业务，在全球设立了24个研发中心、8个仪器生产工厂、14个试剂生产基地、62个销售服务中心，除日本本土市场以外的海外收入占比高达85.4%。

图：希森美康发展历史和营收结构变化（1963-2023财年）



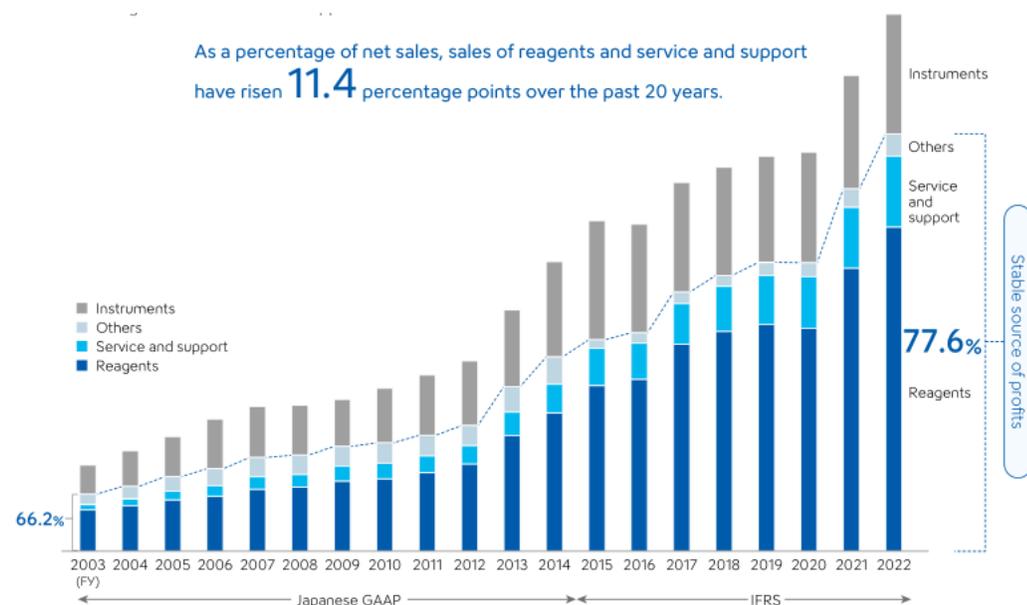
资料来源：希森美康官网、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

### 3.4、他山之石：将血球打造为利基产品，提高试剂和服务的收入占比

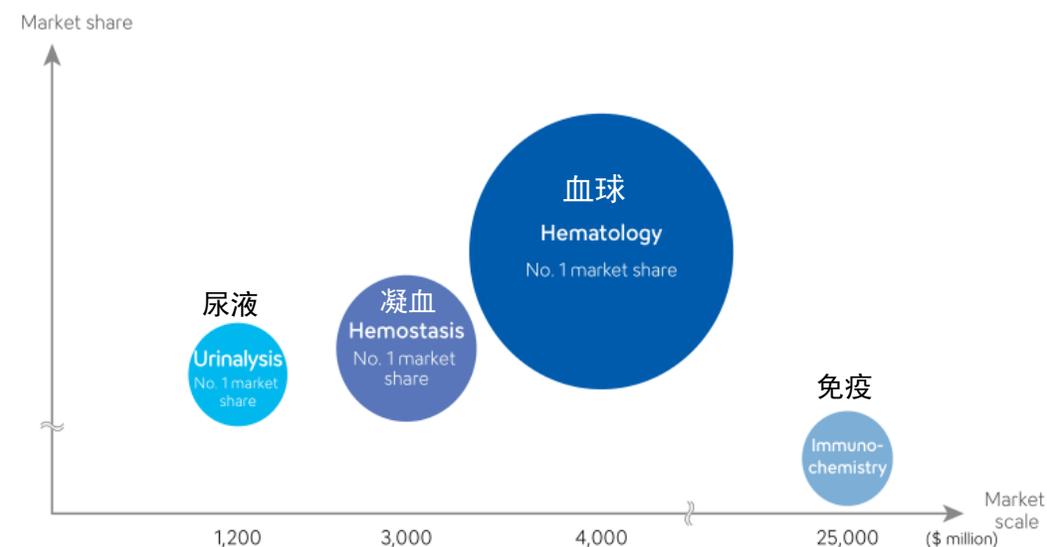
■ 流水型业务是支撑希森美康实现长期增长的核心动力，血球产品已成为公司的利基市场。过去20年试剂和支持服务的收入占比提升11.4个百分点至77.6%，为公司提供了稳定的盈利来源。IVD全球市场规模预计达800亿美金，受全球突发事件和经济趋势影响相对较小，该市场主要被欧洲和美国企业占据主导地位。希森美康是全球前十大IVD企业中唯一的亚洲公司，在血球领域构筑了强大的市场地位，获得超过50%的全球市场份额。在尿液和凝血分析领域，希森美康通过扩充了产品组合及战略合作加强竞争力，也同样在全球获得了市场第一的份额。希森美康在免疫领域也在开发独特的试剂以实现业务增长。

图：希森美康过去20年试剂及服务的收入占比持续提升



资料来源：希森美康官网、国信证券经济研究所整理

图：希森美康各业务板块的全球竞争力

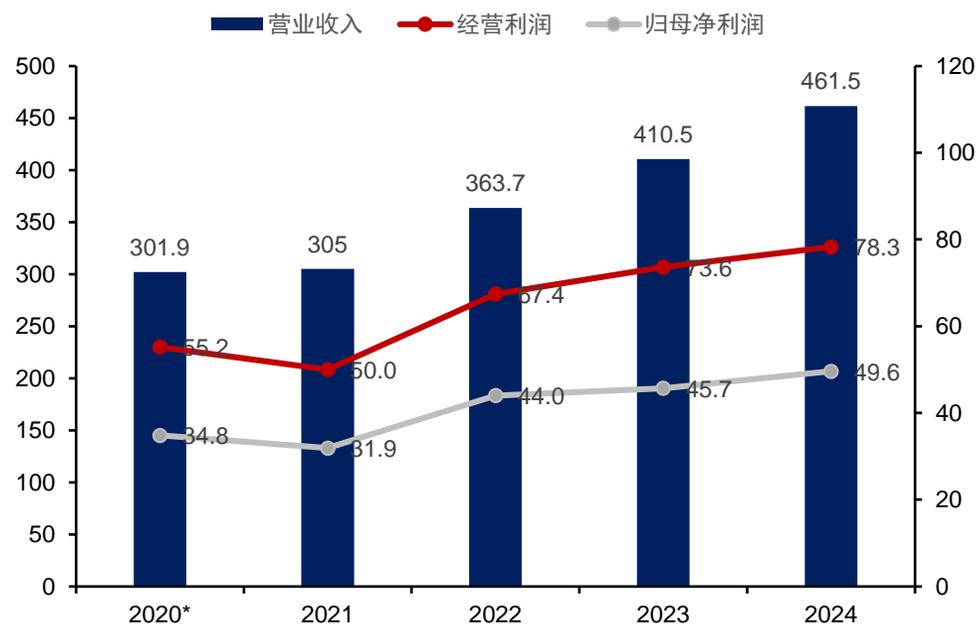


资料来源：希森美康官网、国信证券经济研究所整理

### 3.4、他山之石：希森美康预期2025财年保持10%以上增长

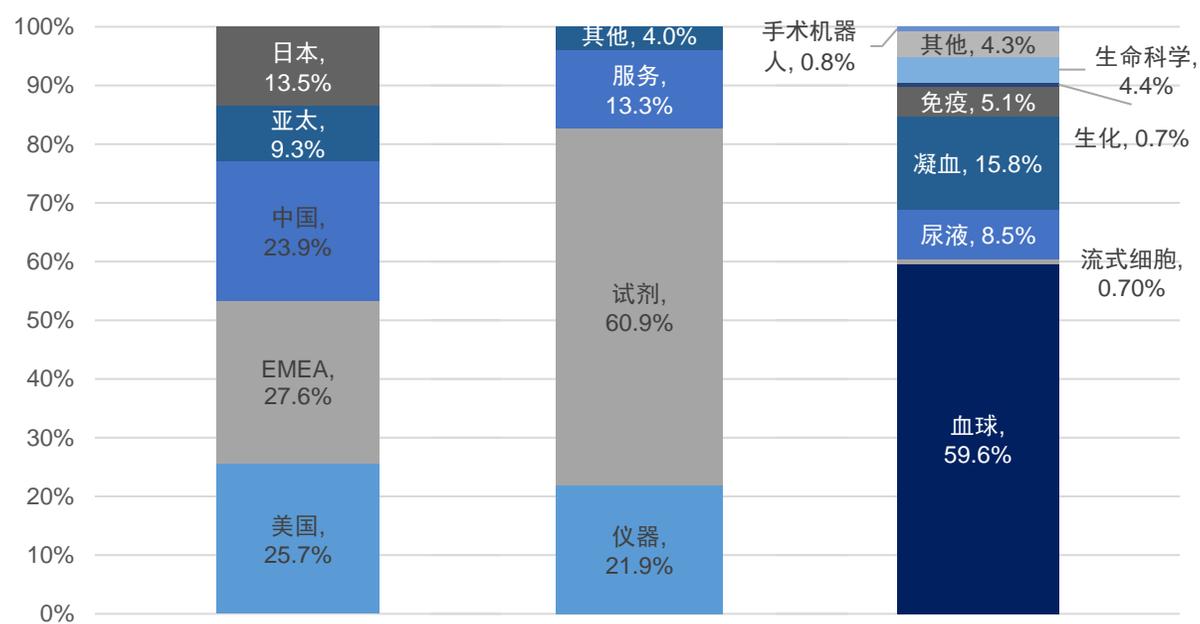
- **稳健增长的业绩指引：**2024财年（截至2024年3月31日）希森美康营业收入4615亿日元（日元兑人民币汇率为20.1:1），同比增长12.4%，其中中国和亚太地区增长10%以上（剔除汇率影响）；经营利润为783亿日元，同比增长6.4%，经营利润率为17.0%；归母净利润为496亿元，同比增长8.4%，归母净利率为10.8%。2025财年（截至2025年3月31日的前12个月）的业绩指引保持较快增长预期：营收增长10.5%（5100亿日元，血球和凝血引领增长），归母净利润增长10.8%（550亿日元），资本开支为500亿日元，分红率保持在30%以上。
- **血球业务是增长基石：**从业务拆分来看，血球为核心收入来源，占比59.6%，受益于新兴市场的增长和中国本土化仪器生产的带动，同比增长13.9%。其次为营收占比15.8%的凝血业务，同比增长9.0%。尿液、流式细胞、手术机器人等新兴业务增长较快。

图：希森美康2020-2024财年业绩表现（单位：十亿日元）



资料来源：希森美康年报、国信证券经济研究所整理 \*2020年未变更会计准则

图：希森美康2024财年多维度营收拆分

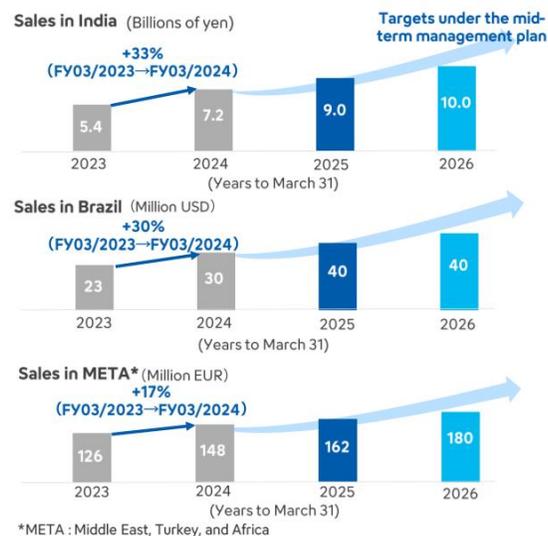


资料来源：希森美康年报、国信证券经济研究所整理

### 3.4、他山之石：大力开拓新兴市场和凝血业务，重点关注ROIC指标

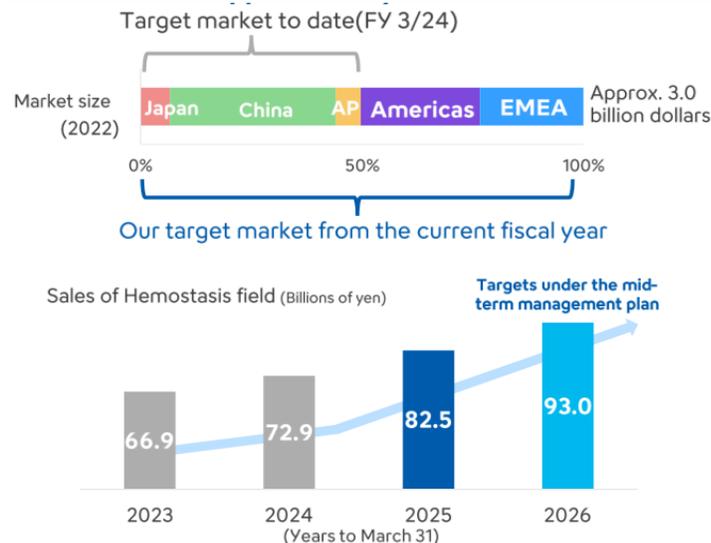
- **新兴市场成为主要增长驱动力。**印度、巴西、META（中东、土耳其和非洲）24财年同比增长分别达到33%，30%和17%，远高于希森美康整体增长。希森美康积极投入新兴市场并加强本地化建设，在印度新建生产基地，并在巴西和土耳其设立培训中心。
- **凝血业务有望成为下一个“血球”利基。**希森美康的凝血业务已完成美国和欧洲的架构准备，并在24年4月开始销售，过往希森美康仅提供仪器销售，未来将增加高毛利的试剂产品和服务支持。凝血业务的可及市场将大幅扩充，翻倍至30亿美金的规模，25-26财年预期凝血业务收入加速放量。另外，希森美康将借助血球业务的渠道网络、人员团队等既有优势交叉销售凝血产品。
- **重点关注投入资本回报率（ROIC）指标，引入“ROIC敏感性管理”的经营思路。**除2021财年受新冠疫情影响外，过去5年希森美康ROIC持续保持在13-16%的高水平，资本投入复合增长率为13.3%。希森美康将把各项业务指标拆解至ROIC的敏感性分析，并监测、选取核心驱动因素持续提升ROIC指标。根据希森美康测算，血球业务是公司ROI最高的业务，可达20-30%，其次为凝血、尿液、免疫等。

图：希森美康发力新兴市场（印度、巴西、中东等）



资料来源：希森美康年报、国信证券经济研究所整理

图：希森美康扩大凝血业务可及市场



资料来源：希森美康年报、国信证券经济研究所整理

图：希森美康各业务板块ROIC



资料来源：希森美康年报、国信证券经济研究所整理

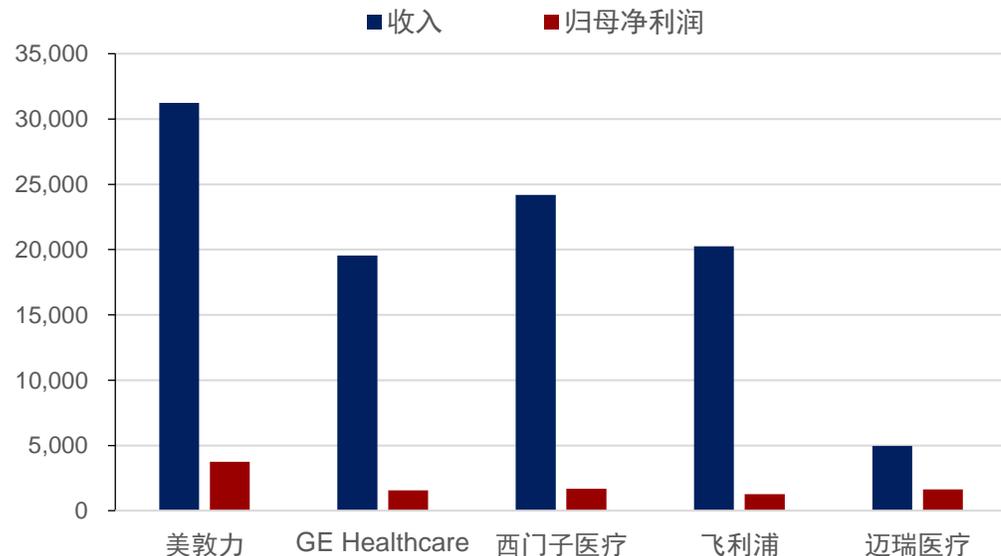
### 3.5、短期目标：2025年跻身医疗器械全球前二十强

- 迈瑞医疗在国际医疗器械领域中行业地位持续提升，但收入体量与国际巨头仍有差距。根据医疗器械行业网站Medical Design & Outsourcing历年发布的全球医疗器械公司100强排行榜，公司在2020-2023年的排名分别为第43、36、32和27位，名次逐年提升。公司将争取在2025年跻身全球前二十医疗器械榜单，但与全球排名前十的国际医疗器械巨头相比，迈瑞的营收依然存在很大的发展空间。
- 迈瑞走出了与全球TOP 20欧美日公司不一样的成长之路。从区域分布来看，这些公司的总部和绝大部分收入均在发达国家，并且未来的主力市场将仍然维持在发达国家，增长机遇来自于拓展全新的临床方案路径，同时逐步向发展中国家渗透。从产品布局来看，现有前二十的公司大部分是以某个科室为核心，通过单产品从院中向院前及院后服务拓展。除非通过外延式并购的方式，现有前二十公司的产品布局极少横跨设备、IVD、耗材三大细分领域。根据2020-23年排名，TOP20的医疗器械公司收入均大于66亿美金（约460-480亿人民币），以2025年跻身TOP20计算，2023-25年营收复合增长需达到15-17%。

图：全球医疗器械公司100强排行榜（前三十名）

RANK	COMPANY	REVENUE (\$USD)	EMPLOYEES
1	Medtronic	\$31,227,000,000	99,000
2	Johnson & Johnson MedTech	\$27,400,000,000	not available
3	Siemens Healthineers	\$22,799,700,000	69,500
4	Medline Industries	\$21,200,000,000	35,000
5	Royal Philips	\$18,718,350,000	77,233
6	Stryker	\$18,449,000,000	51,000
7	GE HealthCare	\$18,341,000,000	50,000
8	Cardinal Health (medical segment)	\$15,887,000,000	not available
9	Baxter	\$15,113,000,000	60,000
10	Abbott (medical device segment)	\$14,687,000,000	not available
11	BD (medical and interventional segments)	\$13,305,000,000	not available
12	Boston Scientific	\$12,682,000,000	45,000
13	Henry Schein	\$12,647,000,000	22,000
14	Owens & Minor	\$9,955,475,000	20,000
15	B. Braun Melsungen	\$8,924,898,000	65,000
16	Alcon	\$8,717,000,000	25,178
17	3M Co. (healthcare segment)	\$8,421,000,000	not available
18	Fujifilm Holdings (healthcare only)	\$6,982,410,472	not available
19	Zimmer Biomet	\$6,939,900,000	18,000
20	Olympus (medical business)	\$6,618,266,241	22,756
21	Terumo	\$6,239,280,870	30,207
22	Intuitive Surgical	\$6,222,200,000	12,120
23	Edwards Lifesciences	\$5,382,400,000	18,300
24	Smith+Nephew	\$5,215,000,000	19,012
25	Steris	\$4,957,839,000	17,100
26	Hologic	\$4,862,800,000	6,944
27	Mindray	\$4,513,300,639	16,099
28	Fresenius Medical Care (healthcare products)	\$4,179,000,000	not available
29	Dentsply Sirona	\$3,922,000,000	15,000
30	Sonova	\$3,914,136,126	17,608

图：迈瑞医疗与国际医疗器械龙头的收入和归母净利润（百万美元）



资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理 注：以各公司2023财年数据计算，美元和欧元分别以1:7.0467和1:7.8592汇率换算为人民币，飞利浦利润为经调整后的可持续运营归母净利润

资料来源：Medical Design & Outsourcing、国信证券经济研究所整理

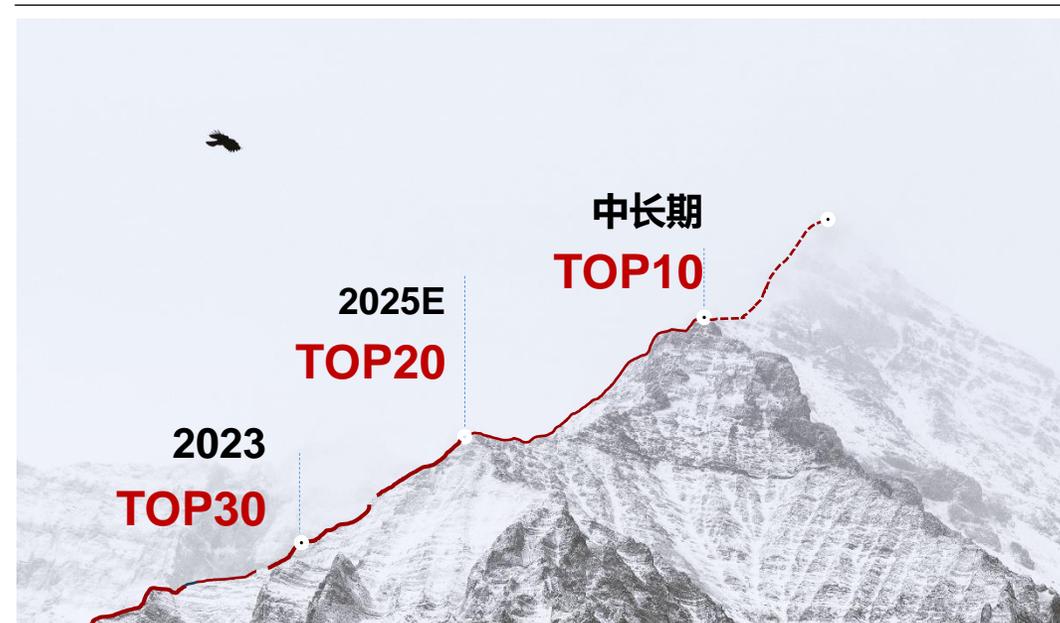
### 3.5、中长期目标：进入全球医疗器械行业TOP10

图：迈瑞医疗业务转型战略：设备+IT+AI、设备+高值耗材

科室	设备	高值耗材	IT+AI
OR/ICU/ER	监护、麻醉、灯床塔、除颤、呼吸、心电、输注泵、培养箱	监护、除颤耗材	瑞智联 CIS
影像科	超声、DR	心脏内/血管内超声探头	瑞影云/PACS/专科软件
检验科	血球、发光、糖化、生化、尿液、微生物、凝血、流式、TLA	原料、试剂	瑞智检 LIS
外科	硬镜系统、能量平台、手术机器人	一次性/重复性手术器械 超声刀、电刀、吻合器	数字化手术室
骨科	动态DR	骨科植入物	术前规划/术中导航
心内科	电生理系统、DSA	标测和消融电极/导管	数字化电生理系统
院外	AED	除颤电极片	AED管理系统
.....			

- 提升“高耗业务”和“方案营销”销售占比，支撑公司进入医疗器械行业全球TOP10：
  - ✓ 高值耗材业务占比提升：在原有优势业务（PMLS、MIS）基础上，发力IVD业务、微创外科、心血管等；
  - ✓ 设备业务向“数智化”转型：打造三瑞生态+数字化手术室，构建CIS/PACS/LIS等；
  - ✓ 根据2020-23年Medical Design & Outsourcing排名，全球TOP10的营收门槛约130-140亿美金。假设2025年位列TOP20，以8-10%的营收复合增速计算，进入全球TOP10需8-10年时间。

图：迈瑞医疗于全球医疗器械行业中的排名



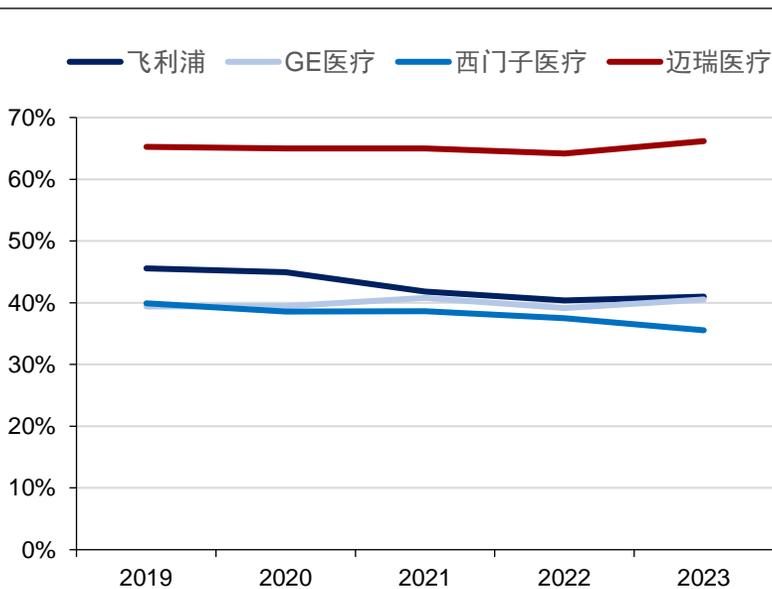
资料来源：公司官网、公司年报，国信证券经济研究所整理

资料来源：Medical Design & Outsourcing、公司年报，国信证券经济研究所整理

### 3.5、横向对比MNC：盈利能力和盈利稳定性优于竞争对手

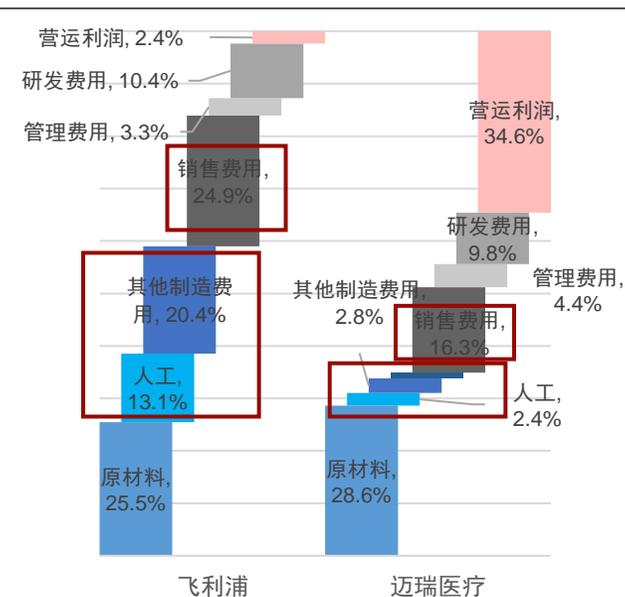
- 拆分迈瑞医疗与国际设备龙头（以飞利浦为例）的运营利润结构：毛利率的优势集中在人工成本和其他制造费用（折旧摊销、生产设施的维修保养、运费等），费用端的优势集中于销售费用率（研发费用率和管理费用率接近）。
- GPS净利率稳定在高个位数，远低于迈瑞30%左右的净利率。我们预期迈瑞盈利能力正从第一阶段向第二阶段演变：
  - ✓ 第一阶段：中国企业的稳态净利率普遍高于外企，随着中国企业在全球份额的提升，行业利润率提升，此阶段的超额利润来源于中国医疗器械行业生产人效的提升和中国本土的制造业/供应链优势；
  - ✓ 第二阶段：中国企业开始在国际市场上参与全面且充分的竞争，在人效无法继续提升的背景下，普通产品可能面临价格竞争压力（与欧美企业的竞争、中国企业之间的竞争、其他发展中国家的本土竞争），因此需要通过高端产品和高端客户的突破来稳定盈利能力。

图：迈瑞医疗与GPS的毛利率对比



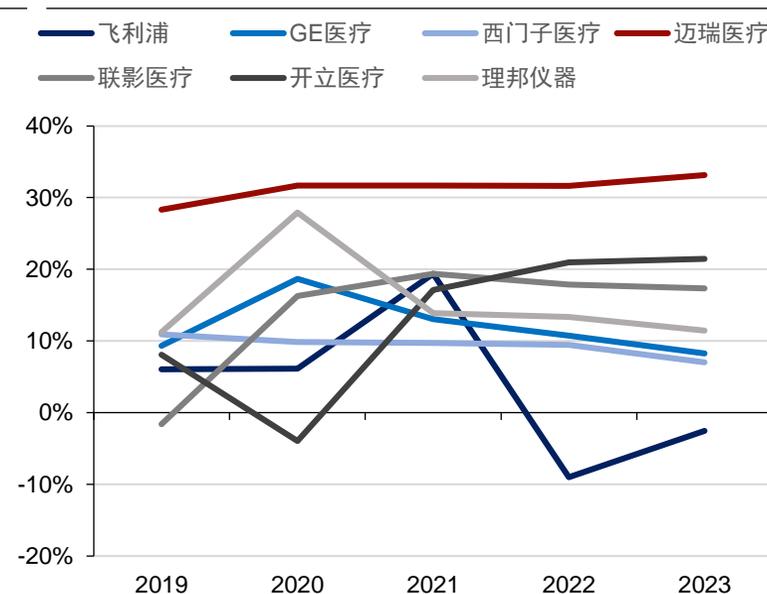
资料来源：Wind、公司年报，国信证券经济研究所整理

图：迈瑞医疗与飞利浦的营运利润拆分（2023）



资料来源：Wind、公司年报，国信证券经济研究所整理  
注：此处营运利润计算未包含财务费用、投资收益、其他收益、资产减值、营业外收支等

图：迈瑞与其他医疗器械企业的净利率对比



资料来源：Wind、公司年报，国信证券经济研究所整理  
注：GE Healthcare 2020年净利率计算剔除剥离业务所带来的收益，仅计算持续经营业务的净利率

- [ **01** ] 全球领先的医疗器械及解决方案供应商
- [ **02** ] 核心逻辑一：医疗新基建和加速进口替代
- [ **03** ] 核心逻辑二：产品升级下的海外高端客户突破
- [ **04** ] 核心逻辑三：孵化种子业务打造新增长引擎
- [ **05** ] 盈利预测、投资建议和风险提示

## 4.1、心血管：收购惠泰医疗，切入心血管赛道

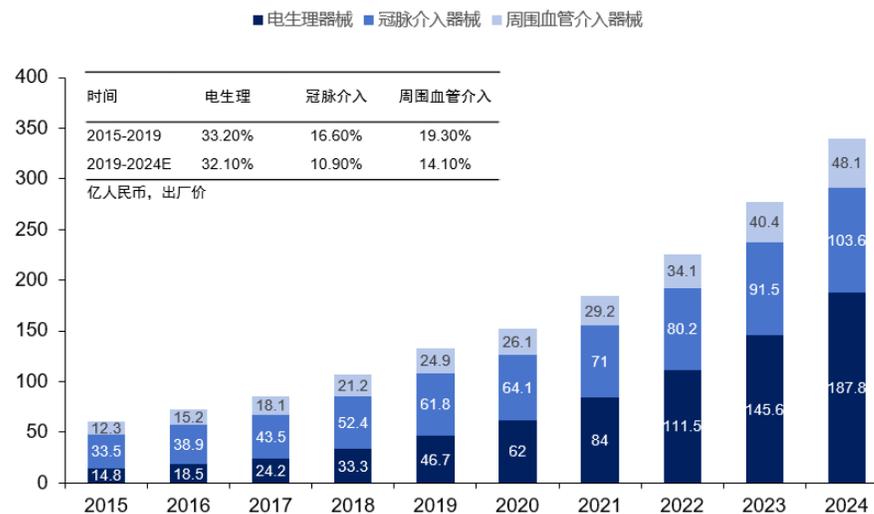
- 迈瑞医疗出资66.5亿实现对惠泰医疗的控股权并购。2024年1月，公司公告通过收购惠泰医疗控股股东和其他股东合计持有约1412万股股份，占惠泰总股本的21.12%，转让金额约66.5亿元。交易完成后，迈瑞医疗将合计持有24.61%的惠泰医疗股权，控股股东将变更为迈瑞医疗子公司深迈控。基于收购后的股权结构、董事会和监事会结构方面的安排，迈瑞医疗能够对惠泰医疗实施控制，并实现并表。
- 此次控股权并购有望实现“1+1>2”的协同效应。国内每百万人电生理手术量约为130台，而美国则达到1300台。国内电生理市场仍以进口品牌为主，进口的市场份额合计接近90%。据公司测算，电生理全球可及市场空间超过100亿美元，其中国内超过100亿人民币；冠脉通路和外周血管介入产品全球可及市场超过200亿美元，其中国内超过150亿元人民币。在迈瑞研发体系的助力下，惠泰的三维标测系统、射频消融仪等原有基础相对薄弱的设备领域有望得到显著补强，且有望借助于迈瑞在研发和营销体系等各方面优势，不断提升产品在全球市场的竞争力，拉动电生理、冠脉通路及外周血管介入产品的全球销售。对于迈瑞医疗而言，惠泰医疗将为其扩充新的心血管业务线，新增300亿美金的全球可及市场和250亿人民币的国内可及市场，对于帮助迈瑞实现长期业绩的快速增长有着重要意义。

图：惠泰医疗产品线布局



资料来源：公司官网、公司公告，国信证券经济研究所整理

图：国内电生理、冠脉介入和周围血管介入市场规模及增速

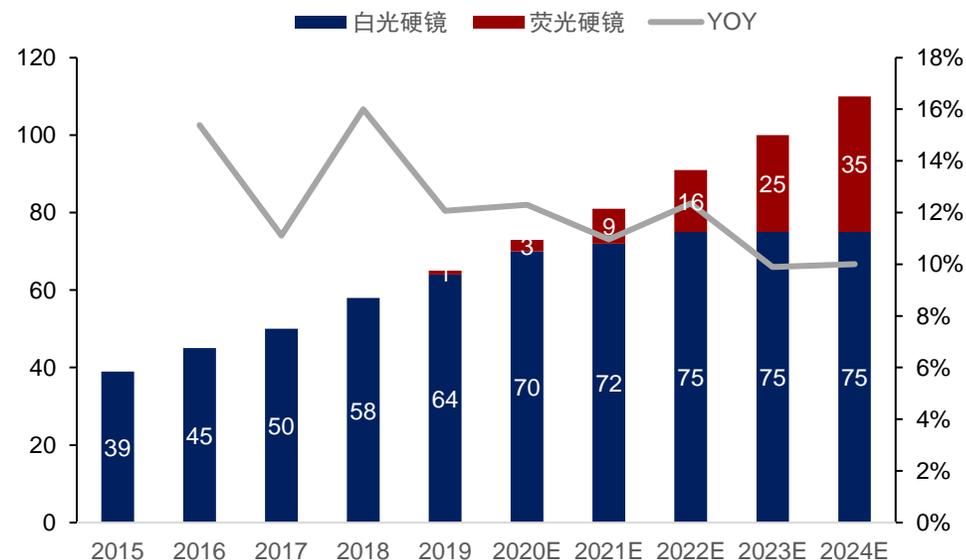


资料来源：公司招股书、公司公告，国信证券经济研究所整理

## 4.2、微创外科：基于领先的腔镜平台，加速提升耗材市场份额

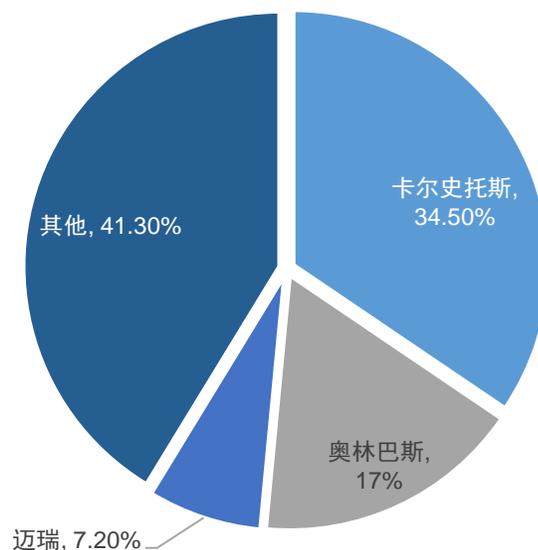
- 据公司统计，公司定义的微创外科领域在国内和全球分别拥有超过200亿元人民币和200亿美元的市场空间，而国内微创外科手术的渗透率还很低。公司在微创外科领域中的核心布局硬镜系统在国内和全球已分别有50亿元人民币和50亿美元的可及市场规模。公司主要有 HyPixel R1 HyPixel U1、HD3、EC3等硬镜产品，以及瑞莱系列腹腔镜手术器械。2021年，中国硬镜市场测算规模80亿元左右，在国内医疗机构硬镜招标总额中，卡尔史托斯以中标总额10.3亿元，占整个市场份额的34.5%。排名第二和第三的分别为奥林巴斯和迈瑞，分别占17%和7.2%的市场份额。预计到2024年，中国硬镜的市场规模将以11%的年复合增长率，增长至110亿人民币。
- 迈瑞在“设备+耗材”的品类有较强的优势和研发基因。公司于2012年开始布局微创外科，并在发展过程中以硬镜系统为切入点，不断完善微创外科的版图，陆续上线能量平台、超声刀、吻合器，并不断迭代硬镜系统（4K白光-4K荧光-4K+3D+荧光）。在迈瑞医疗微创外科近5年的发展历程中，公司的硬镜系统已实现1600台的装机，2021-2022连续两年中标排名全国第三，4K白光产品中标排名全国第一，已在TOP100中的近60家医院实现上百套装机。公司将持续加大微创外科领域的研发投入，不断推出更多完全自主研发的新产品，包括4K荧光3D硬镜系统，泌尿、妇科、耳鼻喉等专科设备与耗材，腔镜吻合器等一系列微创外科产品。

图：2015-2024E中国硬镜市场规模（亿元）和增速预测



资料来源：海泰新光招股书、国信证券经济研究所整理

图：2021年国内医疗机构硬镜招标份额



资料来源：众成数科、国信证券经济研究所整理

## 4.3、动物医疗：潜在空间广阔，迈瑞前瞻布局

- 据公司统计，全球宠物医疗器械市场空间大概有70亿美元，目前主要集中在欧美国家，中国市场处在高速发展阶段。迈瑞于2020年专门成立动物医疗子公司，显示了对这块业务的重视程度。由于产品技术的高度协同，公司在人用方面积累的多产品、多产线的研发优势得以在动物医疗领域发挥地淋漓尽致，加快了动物领域新产品的推出速度。
- 动物医疗器械在商业模式上没有集采等政策影响，是一门有兽医高粘性同时与宠物保有量等消费属性挂钩的好生意：
  - ✓ 公司在兽用市场具有先发优势。兽用超声和麻醉机等亦有学术需求，公司数年前便和医院有学术上的密切交流，也一直坚持在线上/线下开展兽医培训，2020年9月份和山东畜牧兽医职业学院（山东牧院）正式签约挂牌成立“迈瑞兽医学院培训基地”。
  - ✓ 兽用业务充分利用公司三大领域的技术储备和产品布局，推出了兽用麻醉机、兽用超声、兽用血液细胞分析仪等产品。兽用医疗设备的需求随着兽类医疗服务的发展不断增加。尤其是兽用超声设备的出现，提供了更为及时、准确、高效的诊疗方式。迈瑞动物医疗收入主要集中在监护、超声、血球、麻醉等产品上，预计动物医疗相关产品都会陆续上市，尤其是潜力更大的动物IVD产品。

图：中国宠物医疗市场规模



资料来源：Frost&Sullivan、国信证券经济研究所整理

图：迈瑞动物医疗业务线的布局情况



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

## 4.4、自研+并购相结合，不断扩大业务版图

- 十余起并购从不同维度提升公司竞争力。从2008年完成首次跨境收购至今，公司已成功完成10余起合并与收购项目。公司围绕战略发展方向加速并购步伐，其中主要从主营业务补强、全新业务探索、海外市场拓展等方向着手，通过并购的方式快速整合全球范围内的全产业链前沿技术，提升现有业务在高端市场的综合竞争力，加快成长型业务的发展速度。
- 在手现金充裕，产业资本迎来战略布局黄金期。截至2024年一季度，公司货币资金账面余额212亿。当前医药板块估值较低且融资渠道有所受限，部分领域的标的出售意愿加大，是产业资本布局的黄金时期。我们认为迈瑞医疗为首的龙头企业可能会择机加大并购力度，为下一个五年（26-30年）积极布局增长点。

表：迈瑞医疗2008-2024年的主要并购项目

时间	领域	并购标的	目的
2008	监护	Datascope	搭建海外直销渠道（销售）
2008	监护	瑞典Artema	麻醉气体检测技术，拓展海外生命监护业务市场
2011	监护	深圳深科	补充三款产品：输注泵、注射泵和输液监护
2011	IVD	苏州惠生	IVD尿液分析
2011	信息化	浙江格林蓝德	PACS（放射科图像信息管理）
2011	IVD	天地人生物	微生物分析仪器及试剂
2012	微创外科	杭州光典医疗	硬管内窥镜及配套手术设备
2012	骨科	武汉德略拜尔	进军骨科领域（创伤、脊柱、关节、骨生物材料）
2012	IVD	北京普利生	IVD凝血分析
2012	微创外科	上海医光仪器	软性内窥镜及配套器械
2013	超声	Zonare	获取域成像技术，推出高端超声产品
2013	渠道	澳大利亚Unico	拓展澳洲市场
2014	IVD	上海长岛	IVD凝血分析（血栓止血试剂）
2021	IVD	Hytest	增强IVD原料研发和保供能力
2023	IVD	DiaSys Diagnostic	完善欧洲供应链，加快中大型客户突破
2024	心血管	惠泰医疗	进军心血管领域（电生理、冠脉通路、周围血管介入）

资料来源：公司公告、公司招股书、公司官网，国信证券经济研究所整理

- [ 01 ] 公司情况
- [ 02 ] 核心逻辑一：医疗新基建和加速进口替代
- [ 03 ] 核心逻辑二：产品升级下的海外高端客户突破
- [ 04 ] 核心逻辑三：数智化转型和耗材业务开启成长飞轮
- [ 05 ] 盈利预测、投资建议和风险提示

## 5.1、盈利预测

### ■ 假设前提

- ✓ 生命信息与支持：国内受益于医疗新基建和设备更新，海外通过领先产品实现高端客户突破；微创外科保持高速增长；
- ✓ 体外诊断：国内受益于集采所推动的进口替代和市场集中度提升，持续扩大生化和化学发光领域的市场份额，海外通过对DiaSys的整合逐步拓展中大样本的高端客户；
- ✓ 医学影像：超高端全身超声和高端心超的推出打开增量市场，海外全面开启从中低端客户向高端客户突破的征程；
- ✓ 其他主营业务：2024年4月29日，惠泰医疗第二届董事会、监事会改组工作已完成，迈瑞公告取得惠泰医疗控制权，将对惠泰医疗实现并表。

表：迈瑞医疗营收拆分

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	30,366	34,932	41,561	50,480	59,743
YOY	20.2%	15.0%	19.0%	21.5%	18.4%
营业成本	10,885	11,821	13,881	16,669	19,556
毛利率	64.15%	66.16%	66.60%	66.98%	67.27%
<b>一、生命信息与支持类产品</b>	13,401	15,252	17,197	19,797	22,644
YOY	20.15%	13.81%	12.75%	15.12%	14.38%
营业成本	4,512	5,067	5,749	6,644	7,635
毛利率	66.33%	66.78%	66.57%	66.44%	66.28%
<b>二、体外诊断类产品</b>	10,256	12,421	15,007	17,928	21,538
YOY	21.39%	21.12%	20.81%	19.46%	20.14%
营业成本	4,066	4,434	5,231	6,142	7,243
毛利率	60.35%	64.30%	65.14%	65.74%	66.37%
<b>三、医学影像类产品</b>	6,464	7,034	7,680	9,458	11,452
YOY	19.14%	8.82%	9.19%	23.15%	21.09%
营业成本	2,172	2,174	2,331	2,842	3,425
毛利率	66.40%	69.10%	69.65%	69.95%	70.09%
<b>四、其他主营业务 (含惠泰医疗收购并表)</b>	233	168	1,617	3,234	4,043
YOY	1.25%	-27.73%	860%	100%	25%
毛利率	45.30%	33.37%	67.00%	69.00%	70.00%
<b>五、其他业务</b>	12	57	59	62	66
YOY	0.82%	378.66%	5%	5%	5%
毛利率	26.92%	39.89%	40.00%	40.00%	40.00%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

## 5.2、盈利预测及情景分析

■ 按上述假设条件，公司2024-26年收入分别为415.61、504.80、597.43亿元，归属母公司净利润139.79/168.85/203.01亿元，增速分别为20.7%/20.8%/20.2%。每股收益分别为11.53/13.93/16.74元。

■ 盈利预测情景分析：

表：未来3年盈利预测表

单位：百万元	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	34932	41561	50480	59743
营业成本	5703	6691	8077	9499
销售费用	1524	1876	2290	2676
管理费用	3433	4073	4997	5873
研发费用	(855)	(748)	(757)	(836)
财务费用	5703	6691	8077	9499
营业利润	13070	15815	19132	22986
利润总额	13011	15754	19072	22932
归属于母公司净利润	11582	13979	16885	20301
EPS	9.55	11.53	13.93	16.74
ROE	35%	36%	38%	40%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

表：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
乐观预测					
营业收入(百万元)	30,366	34,932	41,892	51,332	61,223
(+/-%)	20.2%	15.0%	19.9%	22.5%	19.3%
净利润(百万元)	9607	11582	15382	18737	22652
(+/-%)	20.1%	20.6%	32.8%	21.8%	20.9%
摊薄EPS	7.92	9.55	12.69	15.45	18.68
中性预测					
营业收入(百万元)	30,366	34,932	41,561	50,480	59,743
(+/-%)	20.2%	15.0%	19.0%	21.5%	18.4%
净利润(百万元)	9607	11582	13979	16885	20301
(+/-%)	20.1%	20.6%	20.7%	20.8%	20.2%
摊薄EPS(元)	7.92	9.55	11.53	13.93	16.74
悲观预测					
营业收入(百万元)	30,366	34,932	41,229	49,635	58,288
(+/-%)	20.2%	15.0%	18.0%	20.4%	17.4%
净利润(百万元)	9607	11582	12611	15105	18069
(+/-%)	20.1%	20.6%	8.9%	19.8%	19.6%
摊薄EPS	7.92	9.55	10.40	12.46	14.90
总股本（百万股）	1,212	1,212	1,212	1,212	1,212

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

## 5.3、绝对估值：334.76-376.73元

- 基于公司的业务布局、强大的研发和销售竞争力，体外诊断业务引领增长，生命信息与支持业务助力医疗新基建，医学影像业务进军高端市场，“三瑞”数智化方案赋能医疗机构，未来五年估值假设条件见下表：
- 通过FCFF法及敏感性分析计算得到公司的合理估值在**334.76-376.73元/股**，对应市值为**4057~4566亿**。

表：公司盈利预测假设条件（%）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
营业收入增长率	20.2%	15.0%	19.0%	21.5%	18.4%	17.4%	16.4%
营业成本/营业收入	35.8%	33.8%	33.4%	33.0%	32.7%	32.7%	32.7%
管理费用/营业收入	3.2%	3.3%	4.3%	4.4%	4.3%	4.3%	4.3%
研发费用/营业收入	9.6%	9.8%	9.8%	9.9%	9.8%	9.8%	9.8%
销售费用/营业收入	15.8%	16.3%	16.1%	16.0%	15.9%	15.9%	15.9%
所得税税率	12.3%	11.0%	11.3%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%
股利分配比率	44.1%	92.1%	58.1%	64.7%	71.6%	64.8%	67.1%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

表：绝对估值法主要假设

指标	合理值	指标	合理值
无杠杆Beta	1.08	Kd	5.30%
无风险利率	2.31%	T	11.30%
股票风险溢价	6.80%	Ka	9.65%
公司股价	281	有杠杆Beta	1.08
发行在外股数	1212	Ke	9.66%
股票市值(E)（百万）	340696	E/(D+E)	99.96%
债务总额(D)（百万）	151	D/(D+E)	0.04%
<b>WACC</b>	<b>9.65%</b>	<b>永续增长率</b>	<b>2.0%</b>

资料来源：Wind、国信证券经济研究所假设

表：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析

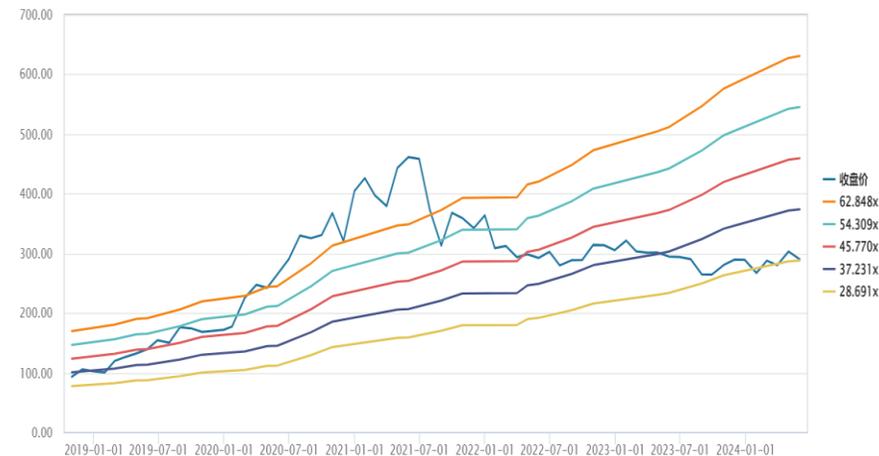
354.41	折现率变化值（%）				
	9.2%	9.4%	9.7%	9.9%	10.2%
2.8%	412.90	395.27	378.96	363.82	349.73
2.5%	402.32	385.66	370.20	355.82	342.41
2.3%	392.51	376.73	362.04	348.34	335.54
<b>2.0%</b>	383.39	368.39	<b>354.41</b>	341.34	329.10
1.8%	374.88	360.60	347.26	334.76	323.04
1.5%	366.93	353.30	340.55	328.58	317.34
1.3%	359.48	346.45	334.23	322.75	311.95

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

## 5.4、相对估值：345.90-392.02元

- **可比公司选取：**联影医疗（国产医学影像设备龙头）、新产业（化学发光国产龙头，海外布局领先）和开立医疗（超声业务国产领先，软镜领域国产龙头）是医疗器械领域的可比公司。迈瑞医疗是横跨“设备+IVD+耗材”的医疗器械龙头企业，国内受益于医疗新基建和进口替代，海外在产品升级下加速高端客户突破，并前瞻布局多个种子业务拉动中长期增长。
- 考虑到公司的行业地位，所处赛道的高景气、优异的运营管理能力和业务持续扩张的发展潜力，给予2024年30-34X PE，对应目标股价345.90-392.02元，公司合理市值为4194-4753亿。

图：迈瑞医疗PE/PB Band



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表：可比公司估值表

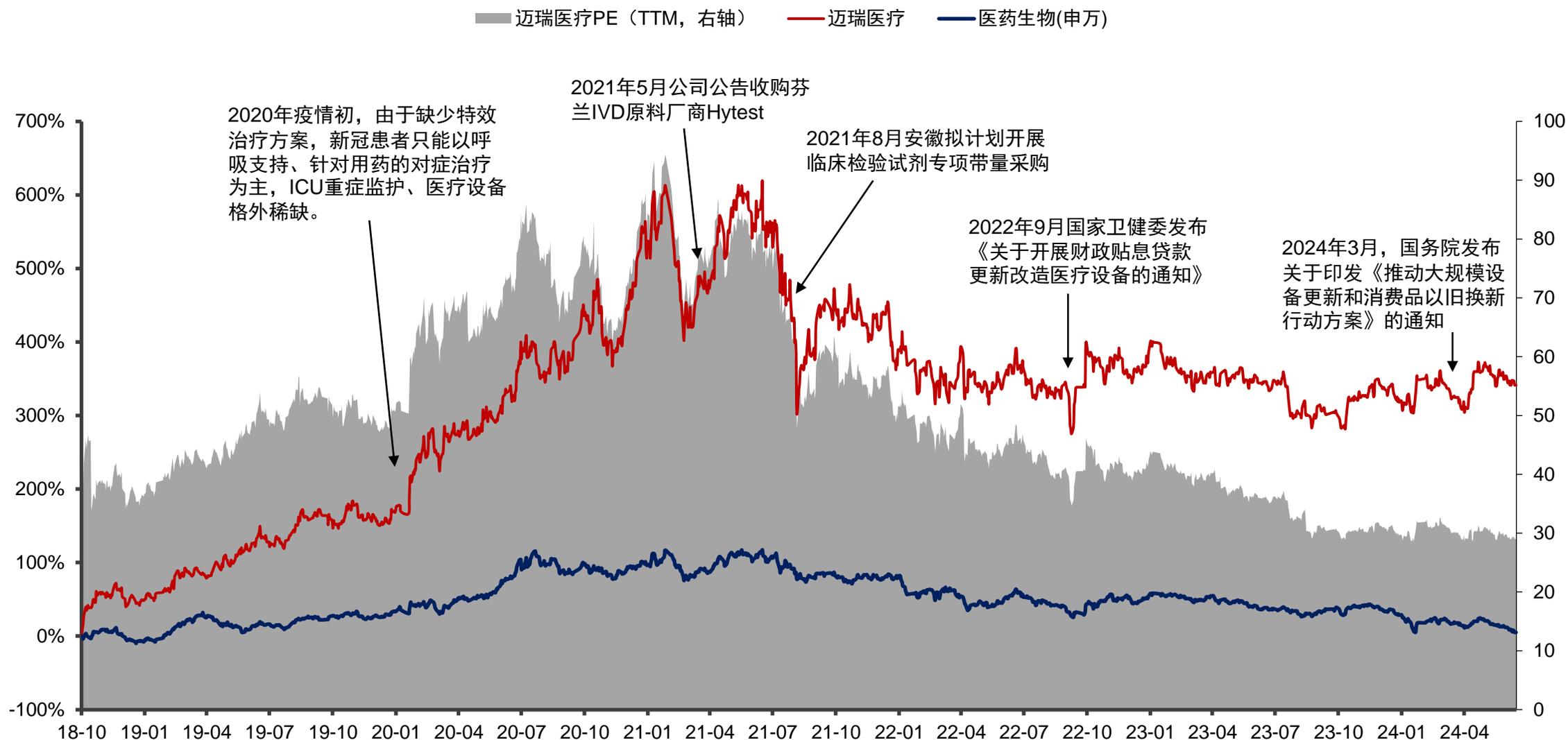
代码	公司简称	股价		EPS				PE				ROE		PEG		投资建议
		2024/7/12	总市值 亿元/港币	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	23A	24E			
300760	迈瑞医疗	281.00	3407	9.55	11.53	13.93	16.74	29.4	24.4	20.2	16.8	35%	1.2	优于大市		
688271	联影医疗	106.66	879	2.40	2.91	3.60	4.37	44.5	36.6	29.6	24.4	9%	1.7	优于大市		
300832	新产业	60.92	479	2.10	2.63	3.32	4.11	28.9	23.2	18.4	14.8	22%	0.7	优于大市		
300633	开立医疗	33.68	146	1.06	1.34	1.71	2.17	31.9	25.2	19.7	15.5	15%	0.9	无评级		

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

注：除迈瑞医疗、新产业、联影医疗外，其余为Wind一致预测

## 5.5、迈瑞医疗A股上市以来股价和估值复盘

图：迈瑞医疗A股上市以来股价和估值情况



资料来源：Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

## 5.6、投资建议

### ■ 迈瑞医疗已成为全球领先的医疗器械及解决方案供应商

迈瑞医疗是全球领先的医疗器械及解决方案供应商，产品远销190多个国家及地区。公司主要产品覆盖三大领域：生命信息与支持、体外诊断以及医学影像，拥有国内同行业中最全的产品线。公司全面加强产品研发创新、国内国际营销拓展和本地化建设等综合能力，持续向数智化生态方案商转型升级。

### ■ 核心逻辑一：医疗新基建和加速进口替代

随着相关政策的持续加码和配套资金的落地支持，医疗新基建和大规模设备更新将驱动医疗器械市场扩容。迈瑞医疗于国内的可及市场空间超过千亿，公司已通过强大的工程化和系统集成能力所带来的质量和成本优势，以及多维度的技术创新逐步实现领先。公司设备类产品市占率较高，部分成熟产品进入技术无人区，部分前沿产品实现技术突破打破增量市场。公司持续扩大耗材业务领域的布局，当前在国内体外诊断的市占率仅10-15%，微创外科的市占率为2%，仍有广阔成长空间。

### ■ 核心逻辑二：产品升级下的海外高端客户突破

迈瑞已布局的业务对应国际可及市场空间超过4500亿人民币，当前市占率为低个位数，其中与中国体量相近的发展中国家市场的占有率不到9%。公司在国际市场借助国内成功经验，细分客户群体，吃透目标市场，积极推动本土化运营，并将多个产线协同发展，降低运营成本。公司通过Datascope和德赛等重大并购加强了营销和供应链平台，叠加产品竞争力提升将持续促进中高端客户成批量突破。迈瑞医疗于全球医疗器械公司100强排行榜中排名逐年提升，将力争在2025年跻身全球前二十。

### ■ 核心逻辑三：孵化种子业务打造新增长引擎

从2008年完成首次跨境收购至今，公司已成功完成10余起合并与收购项目。围绕战略发展方向加速并购步伐，迈瑞主要从主营业务补强、全新业务探索、海外市场拓展等方向着手，通过并购的方式快速整合全球范围内的全产业链前沿技术，提升现有业务在高端市场的综合竞争力，加快成长型业务的发展速度。公司通过自研和并购开拓微创外科、心血管、动物医疗、体外诊断等高景气赛道，利用迈瑞在设备领域的技术优势，深化耗材业务布局，提升可及市场空间，培育新的业绩增长极。

### ■ 投资建议：“创新+全球化”医械龙头，引领产业数智化转型，维持“优于大市”评级

公司持续推动产品升级和技术突破，在国内受益于医疗新基建、设备更新及进口替代，在海外加快高端客户拓展，微创外科、心血管、动物医疗等种子业务高速放量，“三瑞”数智化方案引领转型升级。维持盈利预测，预计2024-26年营收为415.61/504.80/597.43亿，同比增速19.0%/21.5%/18.4%；归母净利润为139.79/168.85/203.01亿元，同比增速20.7%/20.8%/20.2%，当前股价对应PE约24/20/17x。公司作为国产医疗器械领袖，研发销售实力强劲，国际化布局成果显著，将快速成长为全球医械龙头，维持“优于大市”评级。

### ■ 风险提示：行业政策变化风险、汇率波动风险、产品研发风险、价格下降风险、经销商销售模式风险、中美贸易摩擦相关风险。

## 5.7、风险提示（1）

### ■ 估值的风险

- ✓ 我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在345.90-376.73元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：
- ✓ 可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来10年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- ✓ 加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算WACC时假设无风险利率为2.3%、风险溢价6.8%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致WACC计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；
- ✓ 我们假定未来10年后公司TV增长率为2%，公司所处行业可能在未来10年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- ✓ 相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的国产化学发光龙头公司比如联影医疗、开立医疗等的相对估值指标进行比较，选取了可比公司2024年动态PE做为相对估值的参考，同时考虑公司的龙头地位和成长性，在行业平均动态PE的基础上给予溢价，最终给予公司24年30-34倍PE估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

### ■ 盈利预测的风险

- ✓ 我们假设公司未来3年收入增长19.0%/21.5%/18.4%，可能存在对公司设备和耗材销售预计偏乐观、进而高估未来3年业绩的风险。
- ✓ 我们预计公司未来3年毛利率分别为66.60%/66.98%/67.27%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来3年盈利预测值高于实际值的风险。
- ✓ 我们预计公司2024年开始受益设备更新政策以及行业合规整顿影响减弱，如若出现新的扰动因素，存在2024-25年业绩预期高估的风险。
- ✓ 我们预计公司随着德赛并购和高端产品的突破，未来一段时间将维持设备的放量销售，耗材和试剂消耗也将同步提升，若由于国际形势变化，海外业务拓展低于我们的预期，存在高估未来3年业绩的风险。

■ **行业竞争加剧的风险：**从竞争环境来看，国际跨国公司如飞利浦、GE医疗、西门子医疗在医疗设备领域具备强竞争力，罗氏、西门子、贝克曼、雅培等企业在国内体外诊断的高端市场中占据相对垄断地位，尤其在国内三级以上医院拥有较高的市场份额。医疗器械行业由于较高的利润率水平、广阔的市场发展空间，将吸引更多企业进入，市场竞争将进一步加剧。如果未来公司不能在成本、技术、品牌等方面继续保持竞争优势，或者上述国际龙头企业改变市场战略，采取降价、收购等手段抢占市场，则会对公司的市场份额、毛利率产生不利影响。

■ **新产品研发及注册的风险：**医疗设备和体外诊断行业是技术密集型产业，对技术创新和产品研发能力要求较高、研发周期较长。在新产品研发的过程中可能面临因研发技术路线出现偏差、研发投入成本过高、研发进程缓慢而导致研发失败的风险。为保持公司在行业内持续竞争力，公司需要不断研发新技术及新产品，若公司未来不能很好解决新产品研发和注册中存在的风险，将会对公司经营发展产生不利影响。

■ **中美贸易摩擦相关风险：**受中美贸易摩擦影响，自2018年7月6日起，公司对美国出口的监护仪、彩超、麻醉机、体外诊断产品以及相关配件等产品被加征25%的关税，如果公司无法将相关成本转移至下游客户，将对公司净利润造成一定不利影响。此外，中美贸易摩擦在政治不确定性、法律监管等方面给中国企业的赴美并购带来了诸多风险，或将对公司未来在海外技术引进、人才引进、跨境并购等方面带来不确定性风险。

## 5.7、风险提示（2）

- **行业政策变化风险：**公司产品及解决方案已经应用于全球190多个国家和地区，公司销售易受到境内、北美、欧洲、拉丁美洲等各地医疗行业政策的影响。若公司在经营策略上未能根据我国以及出口国相关政策的变化进行相应调整，将对公司经营产生不利影响。
- **产品集采风险：**2018年以来，国家医保局持续推进药品和高值医用耗材集中带量采购改革，已经形成常态化运行。若集中带量采购在体外诊断领域全面施行，一方面将有利于国产品牌提升市场份额，同时可能存在销量提升无法弥补价格下降带来的不利影响。如果公司在经营策略上未能根据国家有关医疗改革、监管政策方面的变化进行相应调整，将对公司经营产生不利影响。
- **产品价格下降的风险：**随着医疗体制改革的深入推进，部分省份或地区招标降价、分级诊疗、医联体、阳光采购、两票制等一系列政策出台，使医疗器械行业面临一定降价压力及趋势。同时，随着国内乃至全球医保支付压力的逐渐增大，终端客户在采购产品时会加重产品性价比的权重考虑，市场竞争格局日益激烈，对公司持续提升市场竞争力提出新的挑战。如果公司产品价格的降低幅度较大，将可能影响公司未来的盈利能力。
- **汇率波动风险：**公司2023年境外销售收入占比近40%，主要以美元和欧元结算。人民币兑美元、欧元的汇率波动，会对公司经营业绩造成一定影响，主要体现在以下几个方面：第一，公司境外销售收入占比较高，而公司生产环节主要在国内，且主要原材料来自于境内，人民币汇率波动会对营业收入、毛利率等造成一定影响；第二，公司境外销售产品结算货币主要为美元、欧元，人民币汇率波动将直接影响产品的价格竞争力，从而对经营业绩造成影响；第三，人民币汇率波动将直接影响公司汇兑损益。
- **经营管理风险：**公司经营规模的不断扩大，新兴业务领域的快速发展，对公司的管理机制、人才储备、市场开拓、合规经营等多方面提出更高的要求，如果公司在经营管理过程中不能解决管理能力及效率、人才储备、市场开拓等方面的挑战，组织模式和管理制度未能随着公司规模扩大而及时调整和完善，将对公司的有效运营和业务发展带来一定风险。
- **经销商销售模式的风险：**随着公司经营规模不断扩大、营销网络不断丰富，对公司在经销商管理、销售政策制定、技术支持等方面的要求不断提升，而公司对经销商的组织管理、培训管理以及风险管理的难度亦不断加大。由于经销商面对终端客户，若公司不能及时提高对经销商的管理能力，一旦经销商出现管理混乱、违法违规等情形，将导致经销商无法为终端客户提供优质服务，由此可能对公司的品牌及声誉造成负面影响，亦可能导致公司产品销售出现区域性下滑。
- **技术风险：**
  - ✓ **技术被赶超或替代的风险：**医疗器械行业是快速发展变化的行业，若公司产品研发水平提升缓慢，无法准确预测产品的市场发展趋势，导致无法及时研究开发新技术、新工艺及新产品，则公司目前所掌握的专有技术可能被同行业更先进的技术所替代，从而对公司未来经营发展产生重大不利影响。
  - ✓ **核心技术泄密风险：**经过多年积累，公司自主研发积累了一系列核心技术，这些核心技术是公司的核心竞争力和核心机密。如果未来关键技术人员流失或在生产经营过程中相关技术、数据、工艺、保密信息泄露进而导致核心技术泄露，将会在一定程度上影响公司的技术研发创新能力和市场竞争力，对公司的生产经营和发展产生不利影响。
  - ✓ **关键技术人才流失风险：**关键技术人才的培养和管理是公司竞争优势的主要来源之一。截止2023年底，公司拥有研发技术人员4425人。随着行业竞争格局的变化，对行业技术人才的争夺将日趋激烈。若公司未来不能在薪酬、待遇等方面持续提供有效的奖励机制，将缺乏对技术人才的吸引力，可能导致现有核心技术人员流失，这将对公司的生产经营造成重大不利影响。

# 财务预测与估值（附表）

资产负债表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	23186	18787	24472	29647	35787	营业收入	30366	34932	41561	50480	59743
应收款项	2810	3492	4327	5394	6547	营业成本	10885	11821	13881	16669	19556
存货净额	4025	3979	4665	5738	6840	营业税金及附加	348	366	457	581	687
其他流动资产	553	576	748	909	1075	销售费用	4802	5703	6691	8077	9499
<b>流动资产合计</b>	<b>30606</b>	<b>26875</b>	<b>34263</b>	<b>41747</b>	<b>50319</b>	管理费用	1320	1524	1876	2290	2676
固定资产	6064	7951	8881	9469	9763	研发费用	2923	3433	4073	4997	5873
无形资产及其他	1977	2225	2137	2049	1961	财务费用	(451)	(855)	(748)	(757)	(836)
投资性房地产	8038	10822	12446	13690	14375	投资收益	(5)	(10)	(10)	(10)	(10)
长期股权投资	61	67	72	77	82	资产减值及公允价值变动	(92)	(450)	(300)	(300)	(100)
<b>资产总计</b>	<b>46745</b>	<b>47940</b>	<b>57798</b>	<b>67032</b>	<b>76500</b>	其他收入	(2373)	(2844)	(3279)	(4179)	(5066)
短期借款及交易性金融负债	97	112	150	200	200	营业利润	10991	13070	15815	19132	22986
应付款项	2291	2690	2986	3496	4051	营业外净收支	(37)	(59)	(60)	(60)	(54)
其他流动负债	9382	7300	10463	12787	15645	<b>利润总额</b>	<b>10954</b>	<b>13011</b>	<b>15754</b>	<b>19072</b>	<b>22932</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>11770</b>	<b>10103</b>	<b>13599</b>	<b>16483</b>	<b>19896</b>	所得税费用	1343	1433	1780	2193	2637
长期借款及应付债券	0	1	1	1	1	少数股东损益	4	(4)	(5)	(6)	(7)
其他长期负债	2976	4490	4990	5390	5690	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>9607</b>	<b>11582</b>	<b>13979</b>	<b>16885</b>	<b>20301</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>2976</b>	<b>4491</b>	<b>4991</b>	<b>5391</b>	<b>5691</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债合计</b>	<b>14746</b>	<b>14594</b>	<b>18590</b>	<b>21875</b>	<b>25587</b>	净利润	9607	11582	13979	16885	20301
少数股东权益	18	261	259	257	255	资产减值准备	(18)	666	205	160	115
股东权益	31981	33085	38949	44901	50658	折旧摊销	779	896	805	977	1128
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>46745</b>	<b>47940</b>	<b>57798</b>	<b>67032</b>	<b>76500</b>	公允价值变动损失	92	450	300	300	100
						财务费用	(451)	(855)	(748)	(757)	(836)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营运资本变动	3884	(2945)	847	(150)	721
每股收益	7.92	9.55	11.53	13.93	16.74	其它	20	(666)	(207)	(162)	(117)
每股红利	3.49	8.80	6.69	9.02	12.00	<b>经营活动现金流</b>	<b>14365</b>	<b>9983</b>	<b>15929</b>	<b>18009</b>	<b>22249</b>
每股净资产	26.38	27.29	32.12	37.03	41.78	资本开支	0	(2615)	(2152)	(1937)	(1550)
ROIC	32%	36%	43%	55%	65%	其它投资现金流	(5)	(10)	(8)	(10)	(10)
ROE	30%	35%	36%	38%	40%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(40)</b>	<b>(2631)</b>	<b>(2165)</b>	<b>(1952)</b>	<b>(1565)</b>
毛利率	64%	66%	67%	67%	67%	权益性融资	114	79	0	0	0
EBIT Margin	33%	35%	35%	36%	36%	负债净变化	0	1	0	0	0
EBITDA Margin	36%	37%	37%	38%	38%	支付股利、利息	(4233)	(10670)	(8116)	(10932)	(14544)
收入增长	20%	15%	19%	21%	18%	其它融资现金流	1852	9507	38	50	0
净利润增长率	20%	21%	21%	21%	20%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(6501)</b>	<b>(11751)</b>	<b>(8078)</b>	<b>(10882)</b>	<b>(14544)</b>
资产负债率	32%	31%	33%	33%	34%	现金净变动	7825	(4398)	5685	5175	6140
股息率	1.2%	3.1%	2.4%	3.2%	4.3%	货币资金的期初余额	15361	23186	18787	24472	29647
P/E	35.5	29.4	24.4	20.2	16.8	货币资金的期末余额	23186	18787	24472	29647	35787
P/B	10.7	10.3	8.7	7.6	6.7	企业自由现金流	-	6091	12513	14780	19364
EV/EBITDA	32.7	27.4	23.2	19.2	16.2	权益自由现金流	-	15599	13025	15422	20080

资料来源：公司资料和国信证券预测

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业投资评级	无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
		优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
	弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上	

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032