

公司深度

迈瑞医疗 (300760.SZ)

医药生物 | 医疗器械

三问三答，从出海角度看迈瑞医疗

2024年07月11日

评级 买入

评级变动 维持

交易数据

当前价格(元)	282.11
52周价格区间(元)	256.80-313.16
总市值(百万)	342041.85
流通市值(百万)	342041.57
总股本(万股)	121244.20
流通股(万股)	121244.10

涨跌幅比较



龙靖宁 分析师

执业证书编号:S0530523120001
longjingning@hncatching.com

相关报告

1 迈瑞医疗 (300760.SZ) 2023 年报及 2024 一季报点评: 业绩稳健增长, 海外高端客户持续突破
2024-04-30

预测指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入(亿元)	303.66	349.32	424.97	505.68	593.81
归母净利润(亿元)	96.07	115.82	139.19	165.67	193.55
每股收益(元)	7.92	9.55	11.48	13.66	15.96
每股净资产(元)	26.38	27.29	32.25	38.15	45.05
P/E	35.60	29.53	24.57	20.65	17.67
P/B	10.70	10.34	8.75	7.39	6.26

资料来源: iFinD, 财信证券

投资要点:

- **为何国内企业要出海?** 医保控费和集中采购政策的背景下, 为应对国内市场的价格压力和政策变动, 通过拓展海外市场, 可有效分散政策风险, 同时利用不同国家和地区的市场特性, 实现了产品定价的多元化, 增强了盈利能力和市场竞争力。出海战略不仅缓解了国内政策变化带来的冲击, 也为器械公司的长期发展提供了新的增长动力和更为广阔的市场空间。
- **迈瑞医疗海外业务发展如何?** 公司出海业务发展迅速, 表现亮眼。通过“走出去、走进去、走上去”三步走战略, 公司不仅成功打开了海外市场, 更在发展中国家及欧美高端市场均取得显著突破。2023年, 其海外营收同比增长 15.83% 至 135.50 亿元, 营收占比达 38.79%。公司在超过 40 个国家设立子公司, 构建全球研发、营销及服务体系, 品牌力显著提升, 产品市场占有率稳居前列, 公司监护仪、超声等核心产品在全球市场占有率进入前三, 成功进入全球多家顶级医疗机构, 彰显了其国际竞争力。
- **为何迈瑞医疗出海业务能成功?** 公司全球化成功得益于其明确的国际化战略和并购外延、本地化等一系列战略举措的有效执行。公司通过外延并购, 如对美国 Datascope 生命信息与支持业务的收购, 不仅获得了关键技术, 同时拓展了海外市场, 特别是在中小医院的直销优势, 为公司其他产品提供了交叉销售的机会。同时, 公司坚持本土化发展策略, 通过在全球范围内建立子公司和研发中心, 实现了业务的协同和全球资源的优化配置。公司的研发创新体系也不断实现技术突破, 如在超声技术和血细胞形态分析系统上的创新, 显著提升了产品的市场竞争力。这些战略举措共同推动了迈瑞医疗在全球医疗器械市场的成功布局, 增强了公司的市场地位和品牌影响力。
- **投资建议:** 公司作为国产医疗器械龙头, 持续以客户需求为导向, 通过自主研发和技术创新, 不断强化公司的核心竞争力及盈利能力, 考虑到公司主营业务发展态势良好, 三大主线业务稳健增长, 公司可凭借较强的创新力、较高的性价比, 快速抢占市场, 业绩有望迎来新一

轮增长；我们预计 2024-2026 年公司营收分别为 424.97、505.68、593.81 亿元，归母净利润分别为 139.19、165.67、193.55 亿元，对应 EPS 分别为 11.48、13.66、15.96 元，给予公司 2024 年 30-35 倍 PE，目标股价为 344.40-401.80 元，维持“买入”评级。

- 风险提示：行业政策变化风险，产品研发风险，产品价格下降风险，国际贸易摩擦风险等。

内容目录

1 为何要出海：多因素作用下，医疗器械出海必要性提升	5
2 海外业务发展如何：国际业务表现亮眼，未来可及空间广阔	10
3 迈瑞医疗做对了什么？	15
3.1 外延并购：助力产业做大做强	15
3.2 市场策略：扎根于本土化发展，业务协同面向全球	18
3.2.1 本地化策略是跨国公司出海的必经之路	18
3.2.2 全球化协同供应链	18
3.3 自主创新：坚持以市场为核心，以临床需求为导向	22
4 盈利预测	25
5 风险提示	25

图表目录

图 1：全球市场膝关节置换手术成本（美元）	6
图 2：2018-2027E 全球医疗器械市场规模（千亿元）	7
图 3：2018-2027E 中国医疗器械市场规模（千亿元）	7
图 4：全球医疗器械市场规模占比	7
图 5：2023 年中国医械进出口洲际贸易概况（亿元）	8
图 6：2023 年中国医械出口贸易各地区占比	8
图 7：部分跨国医疗器械公司 2023 年国际业务营收占比	8
图 8：2006 财年至今美敦力海外营收及占比（亿美元）	9
图 9：迈瑞医疗成功出海之路	10
图 10：迈瑞医疗全球子公司及研发中心布局	11
图 11：2023 年国内医疗器械公司海外收入占比情况	12
图 12：2023 年部分医疗器械公司海外毛利率	12
图 13：部分医疗器械 2023 年海外业务营收占比（%）	13
图 14：2014-2023 年迈瑞医疗海外营收及占比（亿元）	13
图 15：2014-2023 年迈瑞医疗海外营收构成（亿元）	14
图 16：2015-2023 年迈瑞医疗海外各地区营收增速	14
图 17：2023 年迈瑞医疗海内外可及市场规模（亿元）	14
图 18：2023 年迈瑞医疗海内外可及市场市占率	14
图 19：迈瑞医疗收购历史	15
图 20：迈瑞 hs-cTnI 产品具有高灵敏、高精密特点	17
图 21：2014-2024Q1 迈瑞医疗商誉及总资产占比（亿元）	17
图 22：全球化的供应商体系	19
图 23：海内外医疗器械销售模式示意图	21
图 24：MPI 医疗产品创新体系	22
图 25：2018-2024Q1 迈瑞医疗研发投入（亿元）	23
图 26：2023 年迈瑞医疗研发人员年龄构成	23
图 27：2023 年迈瑞医疗研发人员学历构成	23
图 28：迈瑞致力于推出更智能、使用更方便、设计更简洁的产品	24
表 1：器械集采范围不断扩大	5

表 2: 迈瑞医疗产品已进入部分全球顶尖医院.....	12
表 3: 公司部分 CE 认证中产品.....	20

1 为何要出海：多因素作用下，医疗器械出海必要性提升

集采向更大范围、更高频次、常态化的方向发展。适龄劳动人口减少趋势下，职工医疗保险缴纳人数不断减少，医保收入压力持续；但人口老龄化下医疗需求必然增长，且十八大后我国医疗卫生服务水平不断升高，二十大后人民健康保障水平要求进一步提升，医疗支出仍将保持增长态势。在此情景下，为保障人民医疗服务水平，降低医保压力，集采将成为未来一段时间内医疗器械行业的新常态。目前高值耗材集采范围从较成熟的骨科器械、冠脉支架拓展至快速导入期的电生理、药物球囊等，同时角膜塑形镜、种植牙、正畸等消费类器械也纷纷吹响集采号角；区域联盟集采与国家集采交相辉映，医疗器械与药品类似，已形成从国家到跨省联盟、省级与市级集中带量采购相互配合、协同推进的工作格局。

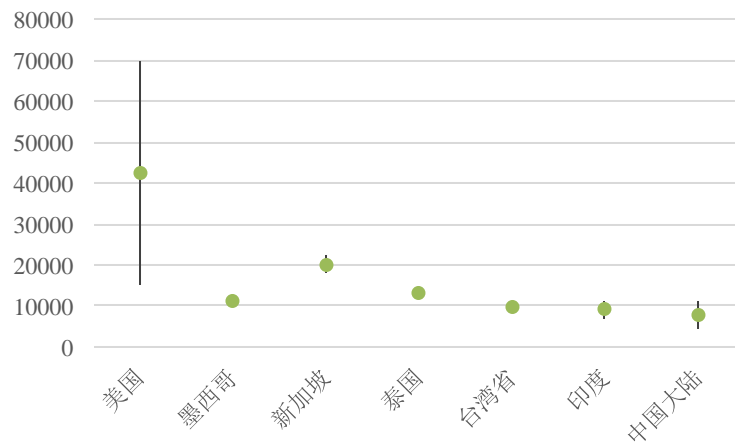
表 1：器械集采范围不断扩大

颁布日期	颁发部门	文件名称	集采器械
2022 年 10 月 14 日	心脏介入电生理省际联盟集中带量采购工作领导小组办公室	心脏介入电生理类医用耗材省际联盟集中带量采购公告（第 1 号）	房间隔穿刺鞘、电生理导管鞘、房间隔穿刺针、体表定位参考电极、灌注管路、电定位诊断导管、磁定位诊断导管、心内超声导管、电定位治疗导管、磁定位治疗导管、冷冻治疗导管等心脏介入电生理类
2022 年 10 月 19 日	陕西省公共资源交易中心	省际联盟（区、兵团）口腔正畸托槽集中带量采购公告	普通金属托槽、普通陶瓷托槽、自锁金属托槽、自锁陶瓷托槽、无托槽矫治器、颊面管
2022 年 10 月 26 日	河北省医用药品器械集中采购中心	关于开展 20 种集采医用耗材产品信息填报工作的通知	人工骨填充材料、一次性使用输尿管导引鞘、一次性使用无菌外周血管内药物涂层球囊、一次性使用造影导管、Y 接头、缝合线、心脏稳定器、一次性温度传感器、一次性血氧饱和度传感器、医用干式胶片、血管鞘、一次性活检针、一次性使用压力延长管、一次性使用高压造影注射器及附件、一次性取石网篮、可吸收性血管结扎夹、角膜塑形用硬性透气接触镜、房间隔缺损封堵器、颅内支架、动脉瘤夹等 20 个品种
2022 年 11 月 14 日	江西省药品医用耗材集中采购联席会议办公室	肝功生化类检测试剂省际联盟集中带量采购公告（第 1 号）	肝脏生化类单品种液体生化诊断试剂
2023 年 5 月 20 日	京津冀“3+N”医药联盟采购办公室	《京津冀“3+N”联盟关节骨水泥类医用耗材集中带量采购公告》	关节骨水泥类医用耗材
2023 年 9 月 14 日	国家组织高值医用耗材联合采购办公室	《国家组织人工晶体类及运动医学类医用耗材集中带量采购公告（第 1 号）》	人工晶体（含推注器）、粘弹剂；运动医学包括耗材品种带线锚钉、修复用缝线等 7 个耗材品种
2023 年 11 月 21 日	浙江省药械采购平台	省际联盟集中带量采购文件（征求意见稿）	冠脉血管内超声诊断导管，输注泵

资料来源：国家医保局，各地方医保局，财信证券

医保控费带来价格压力，海外市场产品定价相对较高。为了降低医疗成本、减轻患者负担以及优化医疗资源配置，医保控费措施持续推进。集中采购、议价和确定采购量等举措，有效地降低了医疗器械采购价格，促进了市场竞争。同时，DRG/DIP模式的推广也在进一步加剧医疗器械价格下行的压力，这种付费方式下，医保局更加注重医疗服务的效率和效果，医院和医生对医疗器械的选择和使用也提出了更高的要求，医生倾向于选择性价比更高的医疗器械，从而进一步压缩了医疗器械的采购价格空间。海外市场的经济发展水平、消费能力、医疗保障制度以及市场竞争格局等多方面因素下，海外发达国家医疗器械市场定价普遍较高，美国骨科膝关节植入手术成本均价为 42500 美元，新加坡成本均价为 20250 美元，国内膝关节植入收入费用在 11111 美元以内。同时，海外创新器械价格体系相对稳定，爱德华的 Sapien 系列从 2011 年上市以来，单价基本维持在 3.25 万美元左右。

图 1：全球市场膝关节置换手术成本（美元）



资料来源：Knee Replacement Cost, 杏林普康, 财信证券

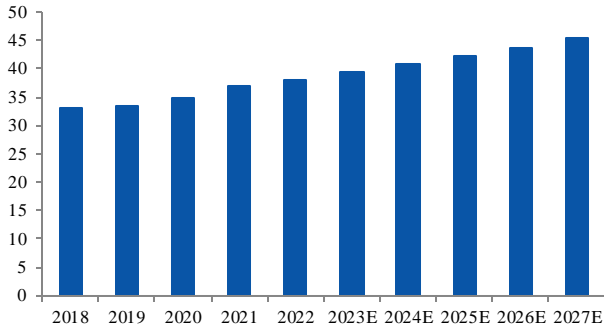
注：中美汇率以 7.2 计算

国际医疗市场空间广阔。中国医疗器械市场规模从 2018 年的 5300 亿元增至 2022 年的 9500 亿元，已跃升成为除美国外的全球第二大市场，尽管中国医疗器械市场增长迅速，但与全球市场相比仍存在较大差距。随着全球经济发展和人口老龄化加剧，海外医疗市场呈现出巨大的增长潜力。从市场规模来看，发达国家由于其先进的医疗体系和较高的健康意识，形成了庞大的消费市场，预计 2027 年全球医疗器械市场规模将达 45300 亿元；同时，新兴市场国家随着经济的增长和医疗水平的提高，对医疗器械的需求也在不断增加，为全球医疗器械市场提供了持续增长的动力。

欧美市场占据需求主体地位，新兴市场潜力较大。发达国家得益于其先进的医疗体系和较高的个人健康意识，人均医疗器械费用远超 100 美元，形成了庞大的消费市场，欧洲和美国市场约占全球医疗器械市场的 70%。当前，全球医疗器械市场需求主要由美国、欧洲贡献。据《2024 年中国创新药械出海趋势与策略白皮书》统计，美国凭借先进技术占据 43.5% 的份额，而欧洲凭借其产业基础和科研实力占据 27.3% 的份额。对应的，欧美也是我国主要的医疗器械贸易伙伴，2023 年中国医械进出口贸易主要集中在欧洲、

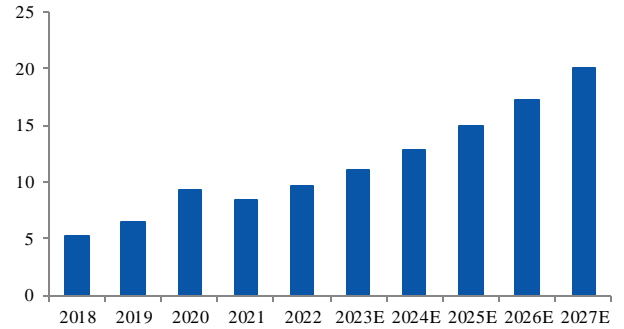
北美洲，进出口额占比分别达 26.06%、27.92%。从市场空间来看，欧美总人口不足 10 亿，亚太及拉美、中东、非洲等发展中国家市场整体占比约 30%，但人口超过 70 亿，人口基数较大，随着这些地区经济的发展和医疗水平的提高，预计后续市场空间增速将快于发达国家市场。2023 年国内医疗器械对亚洲地区出口金额已达 858.36 亿元，占比增至 34.45%。

图 2：2018-2027E 全球医疗器械市场规模（千亿元）



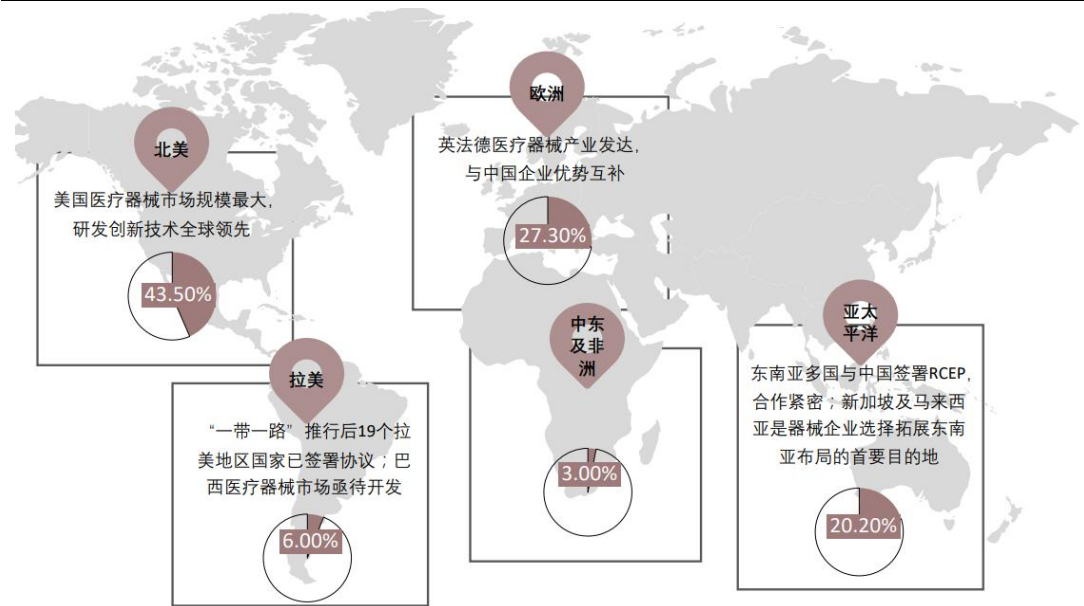
资料来源：罗兰贝格，弗若斯特沙利文，头豹研究院，财信证券

图 3：2018-2027E 中国医疗器械市场规模（千亿元）



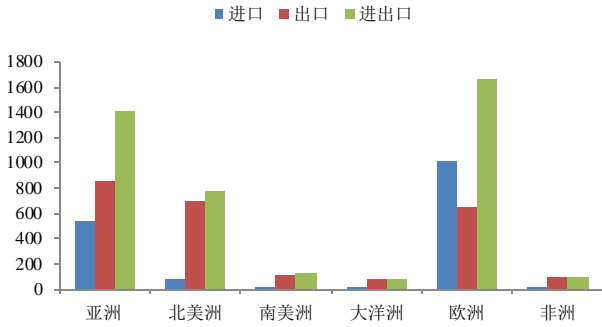
资料来源：罗兰贝格，弗若斯特沙利文，头豹研究院，财信证券

图 4：全球医疗器械市场规模占比



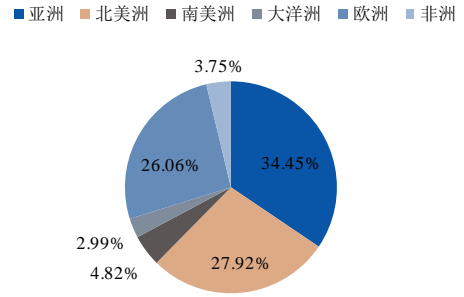
资料来源：《2024 年中国创新药械出海趋势与策略白皮书》，财信证券

图 5：2023 年中国医械进出口洲际贸易概况（亿元）



资料来源：中国海关总署，药智医械数据，财信证券

图 6：2023 年中国医械出口贸易各地区占比

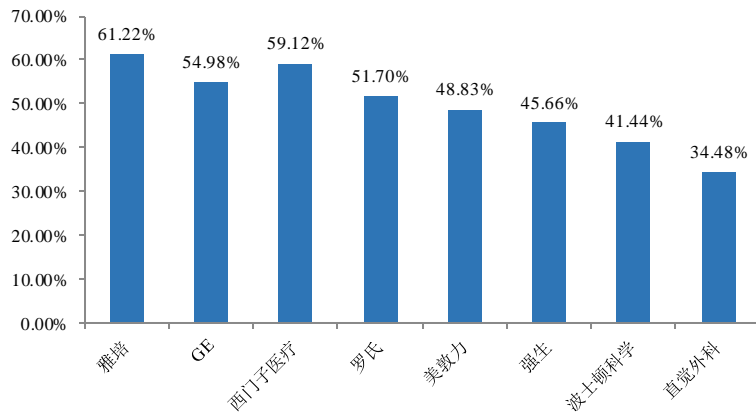


资料来源：中国海关总署，药智医械数据，财信证券

国际化是海外医疗公司共同的成长路径，海外业务营收贡献普遍较高。

复盘美敦力、雅培、强生等全球医疗器械巨头发展史，可以发现海外业务在公司整体发展中起到了至关重要的作用。新兴市场如中国、印度等，由于医疗基础设施的不断完善和医疗需求的不断增长，为跨国公司提供了巨大的增长潜力。通过广泛的地区布局、创新研发、本土化战略等多种手段，跨国企业不仅实现了营收的稳步增长，多元化布局也有助于平滑地区业绩波动。当某一地区经济出现下滑时，其他地区的增长可以为公司提供一定的缓冲。2023 年全球医疗器械跨国巨头海外营收占比普遍在 40-60% 区间。

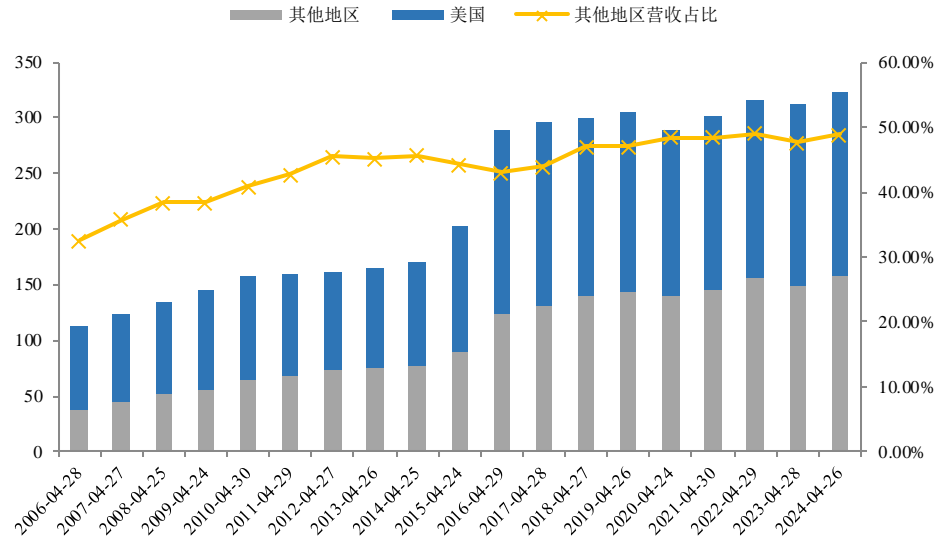
图 7：部分跨国医疗器械公司 2023 年国际业务营收占比



资料来源：iFind，财信证券

以美敦力为例，其业务遍布全球多个地区，包括美国、欧洲、亚洲等。广泛的地区布局不仅为公司带来了多元化的市场机会，还有助于平衡地区间的经济波动。美敦力海外市场收入由 2006 财年的 32.47% 逐渐提升到 2024 财年的 48.83%，营收达 158.02 亿美元。2006-2024 财年，美国地区业务 CAGR 仅 4.68%，而海外业务 CAGR 高达 8.46%，海外业务贡献绝大部分营收增长。

图 8：2006 财年至今美敦力海外营收及占比（亿美元）



资料来源：Wind，美敦力年报，财信证券

整体而言，在多重因素影响下，迈瑞医疗选择了出海战略：

(1) **国内支付环境下，行业竞争激烈**：老龄化趋势下，医保控费压力增大，国内市场行业竞争日益激烈，产品同质化程度提高，价格竞争压力增大。为了寻求新的增长点，公司将目光投向定价更高的海外市场。

(2) **海外市场规模广阔**：全球医疗器械市场规模持续扩大，尤其是在欧美等发达国家市场，对高质量医疗器械的需求持续增长。除了发达国家市场外，新兴市场如东南亚、南美洲、非洲等地区也呈现出巨大的市场潜力。这些地区对医疗基础设施的投入不断增加，为迈瑞医疗等国内医疗器械企业提供了广阔的发展空间。

(3) **时代背景提供出海机遇**：2000年后，伴随着GE、西门子等国际巨头强势收购挤压，大批国际二流医疗设备公司相继出局。同时，2001年中国加入WTO，为迈瑞医疗等国内企业提供了更多进入国际市场的机会。

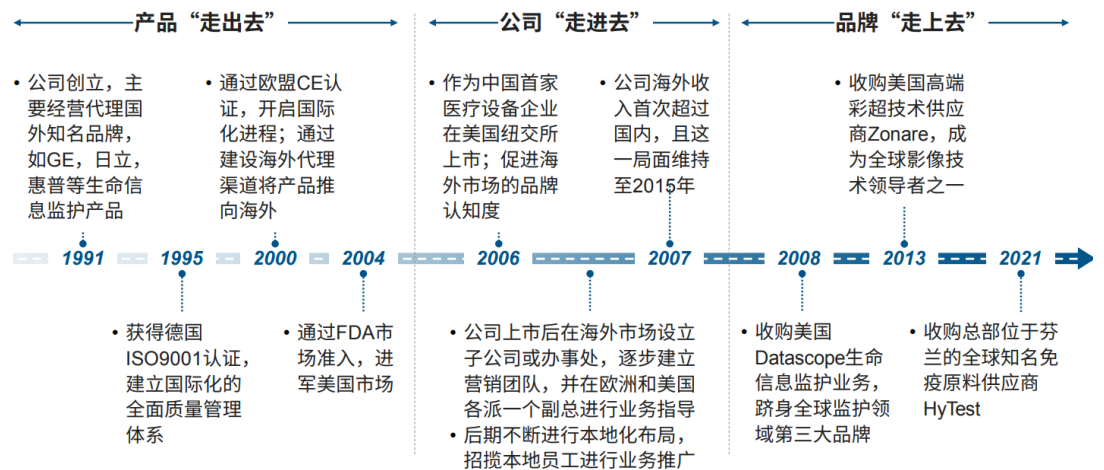
(4) **公司自身实力支持国际化战略**：迈瑞医疗的产品线齐全，包括生命信息与支持、体外诊断、医学影像等多个领域。其产品和解决方案能够满足不同市场的多样化需求，并具备与国际一线医疗器械企业同台竞技的实力。公司凭借其高性价比的医疗设备，可满足发达国家因福利压力加大而对高性价比设备的需求。

综上，迈瑞医疗选择出海是出于市场需求、竞争格局、政策环境以及具体的出海契机等多方面因素的考虑。通过出海，迈瑞医疗能够在全球范围内拓展其业务版图，提升品牌知名度和影响力，进一步巩固其市场地位。

2 海外业务发展如何：国际业务表现亮眼，未来可及空间广阔

迈瑞医疗通过“走出去”、“走进去”、“走上去”三步走策略，实现企业的成功出海。在海外市场拓展初期，公司主要通过建设海外代理渠道、将国内十年时间迭代优化的高性价比产品推向海外发展中国家基层及发达国家基础临床市场，从而迅速打开海外成长空间，实现产品“走出去”。拓展中期，公司在海外市场设立子公司或办事处，并逐步建立营销团队，同时成功实现公司纽交所上市，让海外主流市场对公司及其产品的接受度进一步提高，实现公司“走进去”。拓展后期，公司在欧美国家开展了一系列高端市场标的的并购整合，以获取技术资源为主要目标，成功实现了公司监护仪、超声等重要产品的高端化，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，

图 9：迈瑞医疗成功出海之路



资料来源：罗兰贝格，公司官网，财信证券

海外业务布局广泛。历经多年的发展，公司已经成为全球领先的医疗器械以及解决方案供应商。公司总部设在中国深圳，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；在国内设有26家子公司、30余家分支机构；已建立起基于全球资源配置的研发创新平台，设有十二大研发中心，分布在深圳、武汉、南京、北京、西安、成都、杭州、美国硅谷、新泽西、明尼苏达、芬兰海肽、德国德赛，形成了庞大的全球化研发、营销及服务网络。

图 10：迈瑞医疗全球子公司及研发中心布局



资料来源：公司公告，财信证券

品牌力不断提升，高端客户持续突破。

通过在全球市场提供高质量的产品和服务，迈瑞医疗逐渐树立了品牌形象，成为国际市场上值得信赖的医疗器械供应商。迈瑞医疗入选 Interbrand《2023 中国最佳品牌排行榜》，位列榜单第 40 位，品牌价值 97.74 亿元，在医疗器械行业中排名第一。在产品质量方面，公司荣获 2023 年度第十四届中国医疗设备行业调研中国医疗设备“优秀民族品牌金奖”及“产品线第一名”。从全球市场排名来看，公司排名持续提升，2020 年、2021 年公司全球医疗器械行业排名分别为第 36 位、第 31 位，2023 年提升至第 27 位。

凭借优质的质量和完善的服务，公司持续加快在各国公立市场及高端客户群的突破，2023 年获取了大量的订单，监护、检验、超声产品和整体解决方案进入了更多的高端医院、集团医院和大型连锁实验室，成长空间进一步打开。分业务来看，2023 年公司在生命信息与支持领域突破了近 300 家全新高端客户，并有超过 500 家已有高端客户实现了更多产品的横向突破。其中，公司已经成为拉美第一大实验室 DASA 的独家血球供应商。在 IVD 领域，已突破了超过 450 家全新高端客户，其中包括超过 100 家第三方连锁实验室，并有超过 110 家已有高端客户实现了更多产品的横向突破；在医学影像领域，公司突破了超过 200 家全新高端客户，除此以外，还有超过 120 家已有高端客户实现了更多产品的横向突破。据公司统计，公司监护仪、麻醉机、呼吸机、除颤仪、血球、超声报告期内在全球的市场占有率已实现市场前三的地位，其中超声首次实现全球前三。

在持续突破空白高端客户群的同时，客户层级也在持续提升，在 2023 年 Newsweek 评选的全球 TOP100 家医院中，迈瑞已覆盖 80 家。在医疗门槛高、技术法规要求严苛的美国，迈瑞已进入 2/3 的医院，总数近万家医疗机构，如麻省总医院、杜克大学附属医院、约翰霍普金斯医院、克利夫兰医学中心、梅奥诊所等头部医疗机构均使用迈瑞的产品。此外，迈瑞与美国主要大型集体采购组织和医疗管理与服务组织保持长期、良好的合作关系。

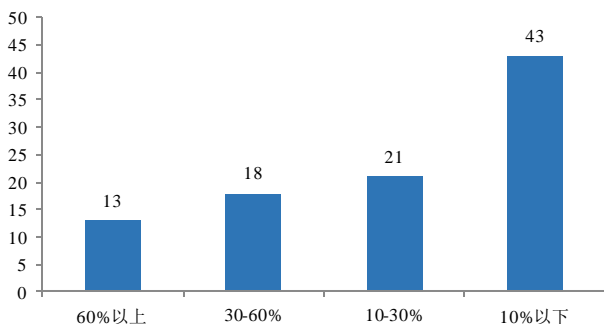
表 2：迈瑞医疗产品已进入部分全球顶尖医院

医院名称	全球排名	简介
梅奥诊所	1	梅奥诊所是一家非营利性医疗集团，以患者为中心，提供综合医疗服务。在多个医疗专业领域中享有卓越声誉，如心脏外科、神经学、肿瘤学等。连续多年位居全球最佳医院年度排名的榜首。
克利夫兰医学中心	2	克利夫兰医学中心融合了医疗、研究和教育，提供广泛的医疗服务和创新治疗方案。其心脏外科和泌尿外科为全美排名第一。
约翰霍普金斯医院	4	约翰霍普金斯医院是约翰霍普金斯大学医学院的附属医院，是美国现代医学的创办机构之一。在多个医疗专业领域中均获得了高度认可和排名，如心脏外科、神经学、肿瘤学等。在美国医院排名中位列前列，并多次获得最佳医院荣誉。
麻省总医院	5	哈佛大学医学院下属的教学医院，创建于1811年，拥有全球知名的五大多学科医疗中心，包括癌症中心、心脏中心、消化中心等。其医生也是哈佛医学院的教授和各自领域的专家。

资料来源：公司公告，Newsweek，财信证券

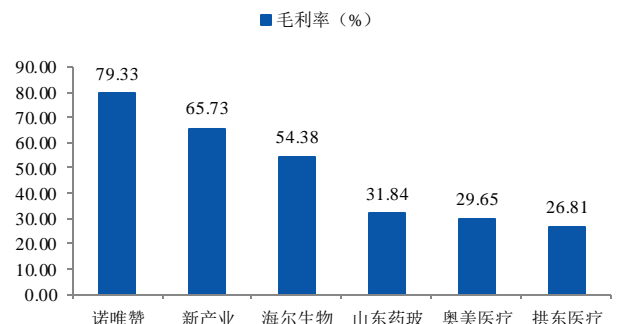
海外收入稳步增长，2023 年海外营收占比达 38.79%。对标全球医疗器械代表企业，其国际市场平均收入占比过半，国内企业的国际化水平仍有待提高。从量上看，全球医疗器械代表企业的国际市场收入占比普遍高于 40%，而中国医疗器械厂商的海外收入比例则相对较低，绝大部分企业海外收入占比低于 10%，低值耗材、OEM 等代工类企业国际业务收入相对较高；从质上看，海外业务毛利率高于国内的公司仅有 22 家，出海业务仍有较大的提升空间和潜力。相较大部分国内企业，迈瑞医疗海外业务表现优异。作为全球前五十医疗器械榜单中唯一一家总部位于发展中国家的公司，较早的海外布局，使得近年来迈瑞的营收实现了地域的多元化，国际业务也成为迈瑞营收的重要组成部分。2023 年，迈瑞医疗海外营收同比增长 15.83% 至 135.50 亿元，占总营收比例达 38.79%。在海外高端客户群突破持续加快的助力下，2024Q1 国际业务整体增长近 30%，远超 12.06% 的整体营收增速，其中发展中国家业务增长超 30%，国际三大业务线均实现了快速增长，海外业务表现亮眼。2014-2023 海外营收 CAGR 达 13.59%。

图 11：2023 年国内医疗器械公司海外收入占比情况



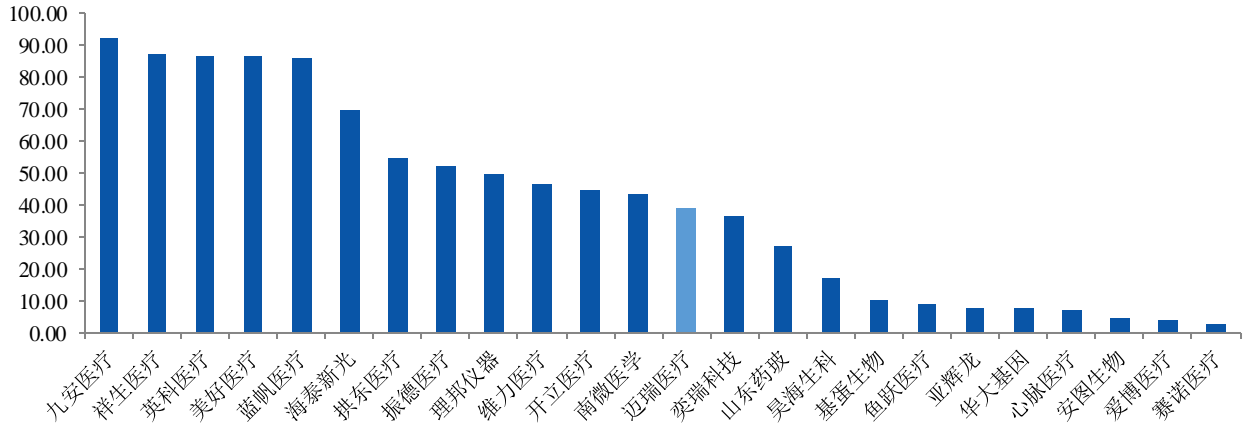
资料来源：iFind，财信证券

图 12：2023 年部分医疗器械公司海外毛利率



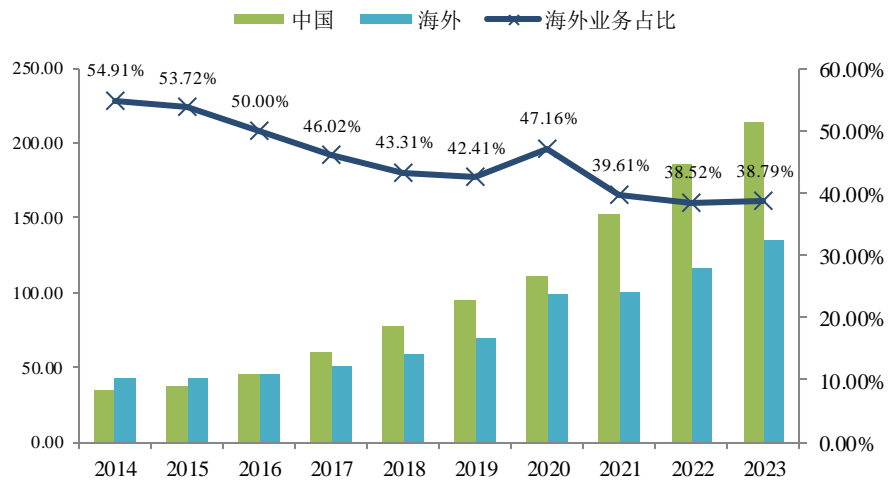
资料来源：iFind，财信证券

图 13：部分医疗器械 2023 年海外业务营收占比 (%)



资料来源：iFind，财信证券

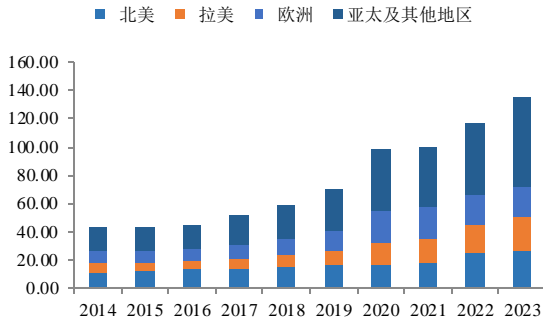
图 14：2014-2023 年迈瑞医疗海外营收及占比 (亿元)



资料来源：iFind，财信证券

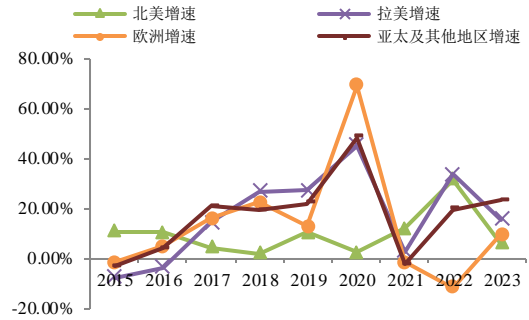
分地区看，欧美市场增长稳定，拉美等发展中国家表现突出。在北美地区，公司营收从 2014 年的 11.42 亿元增长到 2023 年的 26.03 亿元，2014-2023 年 CAGR 为 9.59%，增长趋势平稳。欧洲市场在 2020 年受疫情影响出现高速增长，但在 2021 年由于高基数的影响增速有所下降，整体而言，欧洲市场的增速仍然较为稳定，2014-2023 年营收 CAGR 为 11.37%。与此同时，发展中国家市场增速较快，表现突出。拉美地区营收 2014-2023 年 CAGR 达 15.90%，亚太及其他地区达 15.83%，凸显了发展中国家市场的潜力。总体来看，迈瑞医疗在欧美市场的稳定增长与发展中国家市场的快速扩张共同推动了其海外业务的全面发展。

图 15：2014-2023 年迈瑞医疗海外营收构成（亿元）



资料来源：iFind，财信证券

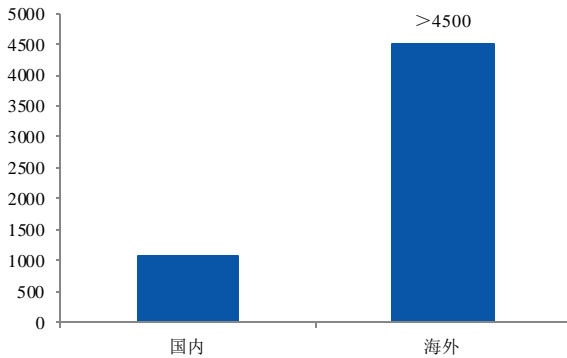
图 16：2015-2023 年迈瑞医疗海外各地区营收增速



资料来源：iFind，财信证券

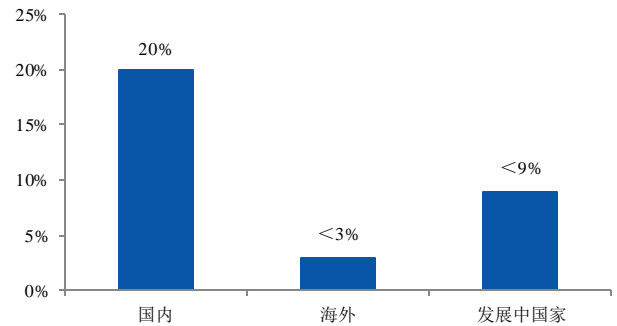
公司海外业务仍有巨大的增长潜力。据公司统计，迈瑞已布局的业务对应国内的可及市场空间超过 1,000 亿元，对应国际的可及市场空间超过 4,500 亿元，以 2023 年公司海外营收 135 亿元计算，对应的市场占有率不足 3%，远低于公司在国内市场约 20% 的市占率。长远来看公司更大的市场空间和更多的增长机遇都来自于海外市场，尤其是新兴市场，而根据公司统计，2023 年公司在发展中国家的平均市占率仅不到 9%，如果再加上因进入心血管业务而带来的可及市场空间，市占率水平将更低。行业持续快速扩容的趋势下，公司已布局的业务在全球市场、特别是中国以外的发展中国家仍存在着巨大的增长空间。

图 17：2023 年迈瑞医疗海内外可及市场规模（亿元）



资料来源：公司公告，财信证券

图 18：2023 年迈瑞医疗海内外可及市场市占率



资料来源：公司公告，财信证券

3 迈瑞医疗做对了什么？

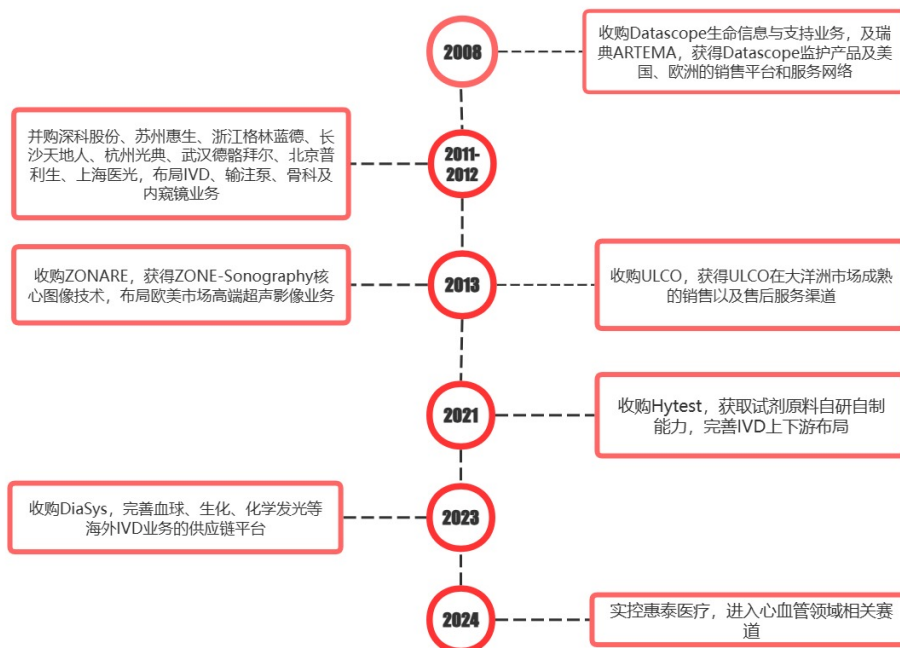
迈瑞医疗的全球化路径，是自主创新与并购拓展并行。自主创新是立身之本，是迈瑞医疗不断突破海外高端客户的底气。并购拓展也必不可少，既可以实现不同国家和地区市场的横向拓展，还可以纵向延伸产品线或产业链，为客户提供更加丰富的产品。

3.1 外延并购：助力产业做大做强

行业特征决定并购是完善产业链、保持核心竞争力的重要途径。由于细分赛道众多，医疗器械领域不同赛道之间的技术和渠道协同性有限，因此通过并购的手段进入新赛道是龙头企业十分重要的发展策略，更是企业快速做大做强的必经之路。从产品特性上看，医疗器械行业具有碎片化和离散制造属性，不仅各个细分领域之间差异较大，而且产品技术更迭速度也较快，新技术对于旧技术的影响往往具有颠覆性。从市场角度来看，医疗器械细分领域天花板明显，若无法进一步扩大自身市场份额，激烈的外部竞争将迅速拉低市场份额，而只有通过并购才能突破单一产品的天花板。在医疗器械行业，外延并购是打造产业链实力、强化核心竞争力的重要方式。

迈瑞不断进行外延式并购，夯实核心技术、营销平台和供应链平台。自 2008 年启航全球并购之路以来，国内外的多笔并购让迈瑞在核心技术、营销平台和供应链平台的加强，以及新业务拓展上获得极大提升，同时，公司结合海外市场的需求和特点，加快海外市场的本地化运营平台建设。公司由此不断构建及夯实全球研发、营销和供应链平台，同时积累了丰富的并购经验，在并购效率、标的数量特别是整合深度上均领先国内同行业，获得了超越同行的产业并购整合经验和能力。

图 19：迈瑞医疗收购历史



资料来源：公司公告，财信证券

此报告仅供内部客户参考

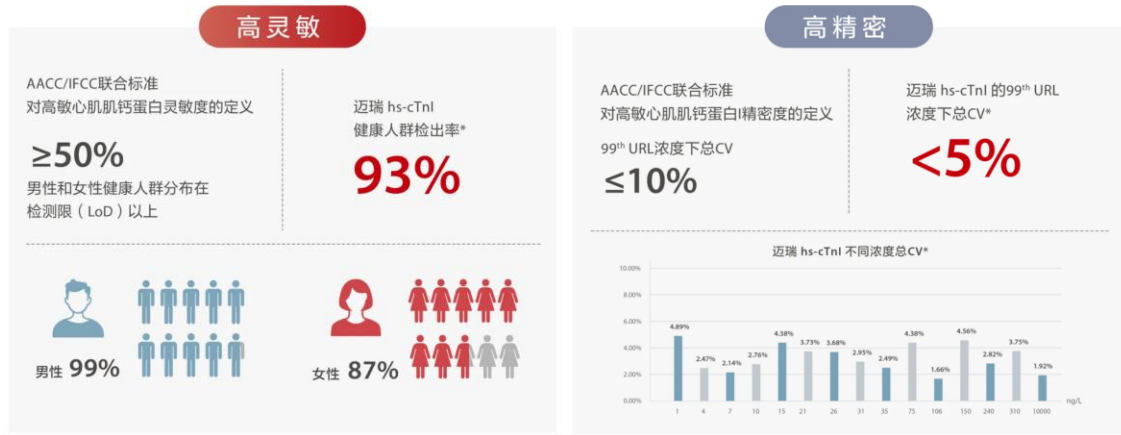
-15-

请务必阅读正文之后的免责条款部分

- a) 2008 年，收购美国 Datascope 生命信息与支持业务，以及瑞典呼吸气体监测领域知名品牌 ARTEMA，拓展了海外生命监护业务市场，并获得部分关键技术。收购后，迈瑞获得 Datascope 监护产品及美国、欧洲的销售平台和服务网络，向国际化方向转型，成为全球监护仪第三大品牌。Datascope 在美国 300 病床以下的中小医院具备直销优势，为迈瑞其他产品提供交叉销售的机会，协同效应显著。
- b) 2011-2012 年，密集布局了 IVD、输注泵、骨科及内窥镜业务，包括并购深科医疗（输注泵）、惠生科技（尿液分析）、浙江格林蓝德（PACS/RIS 系统）、长沙天地人（微生物分析）、杭州光典（硬镜）、武汉德骼拜尔（骨科耗材）、北京普利生（血栓止血）、上海医光等诸多公司，不断扩充产品管线布局。
- c) 2013 年，公司以 1.05 亿美元（6.23 亿人民币）价格收购 ZONARE，布局欧美市场高端超声影像业务。美国 ZONARE 公司独有的 ZONE-Sonography 核心图像技术，多年来在世界高端放射领域处于领先地位，由于其出色的图像质量和较好的销售网络，使得 ZONARE 公司长期排在美国高端放射超声领域前五位。收购 ZONARE 后，公司获得 ZONARE 的技术及渠道。基于先进的 ZST+域光平台，公司昆仑系列高端彩超，图像质量显著提高，实现了对超声成像域扫描，全域动态聚焦，智能声速匹配，全息域技术四大创新。
- d) 2013 年，迈瑞收购 ULCO，布局大洋洲经销网络。2007 年至收购之前，ULCO 一直是迈瑞生命信息与支持产品的分销商。收购后，迈瑞将获得 ULCO 在大洋洲市场成熟的销售以及售后服务渠道。
- e) 2021 年，收购 Hytest 完善 IVD 产业链上游。在 IVD 领域，免疫原料自主能力至关重要，试剂原料自研自制，是试剂创新的基础和质量的重要保证。Hytest 在 1994 年就推出了第一代高性能肌钙单抗，是全球最早进行肌钙蛋白研究和开发的商业公司之一，并且是唯一获邀进入 IFCC 肌钙蛋白标准化委员会的企业成员，拥有全面的抗体设计、研究、工程化平台。Hytest 近 30 年来为行业提供了大量高质量、原创性的科学研究成果，发表 50 余篇 SCI 论文，是包括心肌肌钙蛋白在内一系列心脏标志物以及对应抗体研究的行业引领者。公司收购 HyTest 后，实现了在化学发光原材料领域核心技术的自主可控。目前公司与 Hytest 研发团队的整合进展顺利。2023 年 11 月，通过结合 Hytest 在原材料上的技术优势，公司推出性能达到行业领先水平的三项心肌及炎症标志物试剂产品，其中高敏肌钙蛋白 hs-cTnl 及 NT-proBNP 具有高灵敏、高特异的检测性能，抗干扰能力提升了 20 倍，达到行业新高度。
- f) 2023 年，收购 DiaSys Diagnostic Systems GmbH（简称“DiaSys”）75% 股权，进一步加强 IVD 全球产业链布局。公司通过 DiaSys 逐步导入和完善血球、生化、化学发光等海外 IVD 业务的供应链平台，加强海外本地化生产、仓储、物流、服务等能力建设，全面提升国际 IVD 业务的综合竞争力。目前公司与 DiaSys

整合进展顺利，DiaSys 在欧洲、亚太及拉美地区三个本地化生产、交付平台已纳入公司全球供应交付规划。未来，DiaSys 在欧洲、亚太及拉美地区的供应链和研发平台，可支持公司海外中大样本量客户群突破，完善体外诊断产品研发、质控校准品配套供应，加速公司 IVD 业务国际化布局和提升产品竞争力，实现客户群突破。

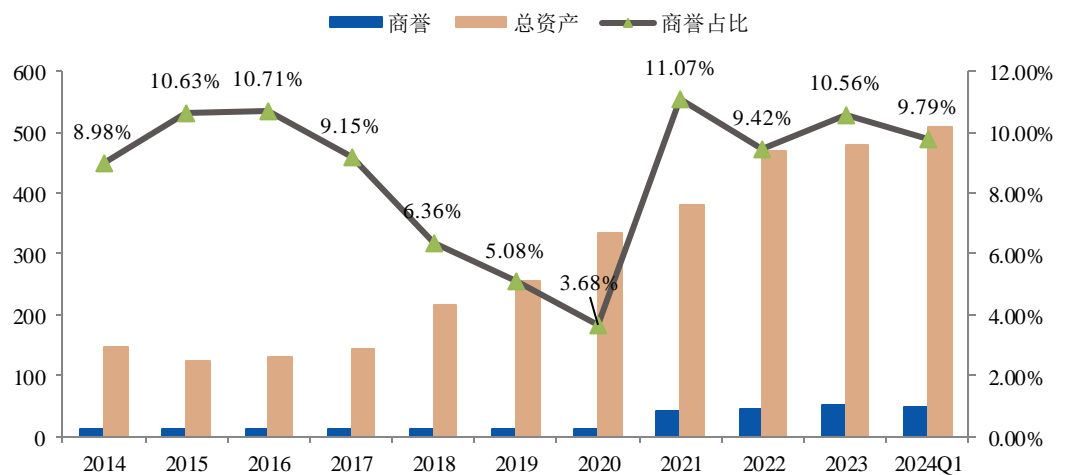
图 20：迈瑞 hs-cTnI 产品具有高灵敏、高精密特点



资料来源：公司官网，财信证券

并购产生的商誉处于安全水平。2014 年至 2020 年期间，公司商誉保持在 13 亿左右，随着公司不断发展，占总资产比例逐年降低，到 2020 年底，公司商誉占总资产比重已降至 3.68%，资产负债表安全系数较高。2024 年完成 60 亿现金对惠泰医疗控股并购后，商誉占比采上升到 9.76%，但公司账面依然具有 211.94 亿货币资金，足以继续支撑公司在全球市场通过并购完成新的市场、新的管线和新的技术布局。

图 21：2014-2024Q1 迈瑞医疗商誉及总资产占比（亿元）



资料来源：iFind，财信证券

3.2 市场策略：扎根于本土化发展，业务协同面向全球

3.2.1 本地化策略是跨国公司出海的必经之路

跨国公司进行本地化发展是出于多方面的考虑，包括：（1）**满足消费者需求**：消费者需求的压力是跨国公司进行本地化的重要驱动力。由于不同国家和地区的消费者具有不同的需求、消费习惯和文化背景，跨国公司需要实施当地化策略来确保产品和服务能够满足目标市场的特定需求。（2）**适应当地市场环境**：不同国家和地区的市场环境存在显著的差异，包括消费观、法律制度、原材料的供应等。本地化策略使跨国公司能够更好地了解当地市场的特点和需求，制定更加有效的市场策略。（3）**提升运营效率**：通过本地化策略，跨国公司可以利用当地的资源、技术和人才，降低生产成本，提高运营效率。本地化采购和供应链管理可以优化物流和库存，提高交付效率，减少成本。

以美敦力为例：美敦力最早于 1989 年在中国内地设立办事处，1996 年在上海建立工厂。如今，中国已经成为美敦力全球范围内唯一拥有两个创新中心的市場，至今已在中国布局 5 大生产基地。

（1）**生产端**：在四川成都，美敦力拥有除美国以外，美敦力全球最大胰岛素泵生产工厂和便携式血液透析仪器厂，是最早落地成都的跨国医学器械企业制造项目之一。在江苏常州，有聚焦骨科与神外领域的美敦力康辉常州科技园。在上海，有开发心脏植入电子设备的美敦力临港医疗科技产业基地等。

（2）**研发端**：2012 年，美敦力中国研发中心落户上海，目前已成为除美敦力美国本土外规模最大的研发中心——拥有 14 个研发实验室、团队近 300 人规模、累计研发出 65 款产品，其中 23 款实现了全球销售，同时也是中国医疗科技行业规模最大的研发中心之一。2005 年，美敦力上海创新中心创建。2021 年，美敦力成都创新中心正式启用，作为辐射广大中西部地区基层医疗专业人士的专业平台，两年来，累计培训临床医学专家约 1 万人次。

3.2.2 全球化协同供应链

迈瑞医疗在海外业务发展的基础之上，不断加强全球化生产供应系统的构建。同时，通过并购和业务整合，从原材料到成品，全面为客户提供产品和方案。

生产端：全球供应，本地化生产。公司加速拓展全球本地化布局，加速构建全球仓储与生产网络。在欧洲、北美等区域设立仓储中心，保障市场供给；同时，业务核心市场配备国家仓储中心，提升响应速度。公司注重海外本地化能力建设，通过并购与自建，强化生产制造、物流等本地平台化能力。特别地，DiaSys 平台已在全球多地建立本地化生产与交付体系。此外，公司合格供应商体系中，海外供应商占比达到 17%，进一步证明了其全球化的采购与生产布局。公司计划至 2024 年底前启动至少 10 个海外本地化生产项目，这不仅强化了全球供应体系，也为公司深入开拓海外市场，特别是公立医疗领域及中大样本量客户市场，提供了强有力的支撑。

图 22：全球化的供应商体系

指标	单位	2023 年数据
按地区划分的合格供应商比例		
中国境内	%	83
中国境外	%	17

资料来源：公司公告，财信证券

研发端：全球配置。公司不仅在国内设立了多个研发中心，还在海外设立了研发中心，以更好地满足全球市场的需求。公司目前已建立起基于全球资源配置的研发创新平台，设有十二大研发中心，共有 4,425 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。国际化的研发布局，有助于公司吸收全球范围内的先进技术和管理经验，提升公司的全球竞争力。

产品注册：全球化认证。公司不仅在超声产品上获得了中国首张欧盟 MDR CE 证书，还在试剂产品上成为中国首批获得欧盟 VDR CE 证书的企业。2022 年，迈瑞获得了中国第一张欧盟 MDR III 类高风险 CE 证书。至今，迈瑞的三大业务线多款产品已经通过欧盟 MDR 和 IVDR CE 认证审核，并获得相应证书。同时，公司的各子业务产品也持续获得欧盟 CE 新法规注册，并通过美国 FDA 的注册，显示了其产品的全球认可度和市场竞争力。特别是，迈瑞 IVD 产线的多个新项目以及新推出的微创、除颤、呼吸机等产品也陆续获得了欧盟 CE 证书，进一步巩固了其在医疗器械领域的领先地位。

表 3：公司部分 CE 认证中产品

产品名称	注册分类	临床用途
高流量呼吸湿化治疗仪	Class IIb	用于治疗有自主呼吸的患者，这些患者可从接受大流量加温和加湿的呼吸气 体中获益
麻醉系统		
(A1/A3/A5/A7)	Class Iib	用于输送新鲜气体，连续或间歇性给予患者全身吸入麻醉剂，并通过机械或 手动通气维持患者通气
远程控制系统	Class IIb	用于远程控制医疗设备和查看数据
体内除颤电极板		
(MR6501, MR6502, MR6503)	Class IIb	预期用于开胸术中的开胸胸内除颤
D-二聚体测定试剂盒(免 疫比浊法)		
D-二聚体校准品		
D-二聚体质控品	Class C	用于检测人血浆样本中 D-二聚体的含量，临床上主要用于排除静脉血栓形成、 弥散性血管内凝血的辅助诊断以及溶栓治疗的监测
CD3-FITC/CD8-PE/CD4 5-PerCP/CD4-APC 检测 试剂盒	Class C	用于通过流式细胞术对人外周血 T 淋巴细胞 (CD3 阳性)、辅助性/诱导性 T 细胞 (CD3 阳性)、抑制性/细胞毒性 T 细胞 (CD3 阳性) 群以及 CD4/CD8 比值等淋巴细胞的可靠鉴定
凝血质控品	Class C	用于迈瑞全自动凝血分析仪对检测项目凝血酶原时间 (PT)、活化部分凝血活 酶时间 (APTT)、纤维蛋白原 (FIB) 和凝血酶时间 (TT) 进行质量控制

资料来源：公司公告，财信证券

销售端：优秀筹划，全球服务。

海内外销售模式迥异。国内及部分海外发展中国家，传统经销模式占据主导，企业依赖经销商构建渠道、维护客户关系，并借助其资金流转保障回款效率。然而，在进军海外市场，尤其是发达国家时，此模式易受阻于地域、法规、文化壁垒及经销商网络局限，加大市场渗透难度。相较之下，以美国为代表的发达国家多采用 GPO (Group purchasing organizations, 药品集中采购组织) 直销模式，GPO 模式通过集中采购优化医院成本，要求企业具备深厚的学术支持、医生服务及手术配套能力。

因地制宜，直销与经销相结合。公司销售模式包括直销与经销。经销模式下，产品先售予经销商，再由其转售终端客户；直销则直接面向终端客户。公司在海外布局时，审慎评估不同销售模式的适用性，结合目标市场特性，选择既能发挥自身优势，又能有效应对市场挑战的销售策略。在部分区域，因行业习惯及资源限制，公司倾向直销；而在经销商资源丰富或直销难以全面覆盖的地区，则采用经销模式，以扩大市场覆盖、提升客户满意度，进而增强市场影响力和销售规模。公司灵活布局全球销售模式，进而实现稳健的国际化发展。

(1) 中国：以经销为主、直销为辅，绝大部分产品均通过公司遍布全国的经销网络进行销售，少部分产品由公司向窗口医院、民营集团、战略客户及政府部门等终端客户直接销售。

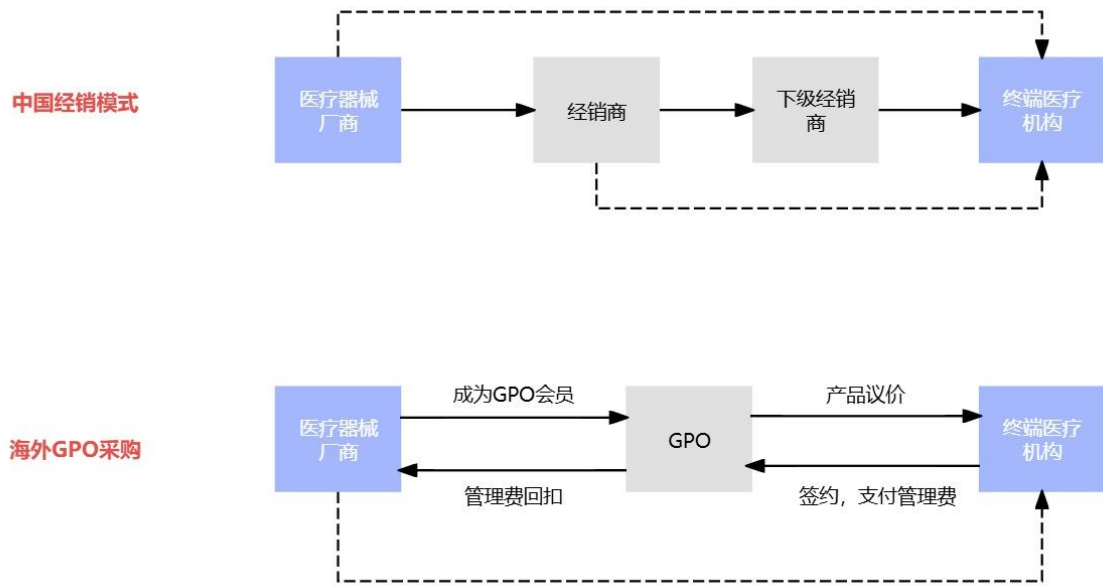
(2) 美国：以直销为主。公司拥有专业直销团队，直接从终端客户获取市场信息，通过投标、商业谈判等方式获取订单，并与客户签订销售合同销售商品，已与美国四大

集团采购组织 Vizient、Premier、Intalere 和 HPG 合作，项目覆盖北美近万家终端医疗机构；除此之外，公司在美国还服务于超过八成的 IDN 医联体客户，并与多家大型 IDN 医联体建立了长期合作关系，其中包括 HCA Healthcare、Kaiser Permanente、Tenet Healthcare、Christus Health 等。

(3) 欧洲地区：根据不同国家的行业特点，采用了“直销+经销”的销售模式，公司产品已进入欧洲高端医疗集团、综合医院以及专科医院。

(4) 发展中国家：如拉美地区，公司采用了经销为主的销售模式，建立了完善且覆盖度广的经销体系，产品进入了多家综合性和专科类医院。

图 23：海内外医疗器械销售模式示意图



资料来源：头豹研究院，财信证券

销售网络遍布全球。截至 2023 年 12 月 31 日，公司营销人员有 4,578 人。公司在国内超过 30 个省市自治区均设有分公司，在境外约 40 个国家拥有子公司，产品远销 190 多个国家及地区。公司已成为美国、英国、意大利、西班牙、德国、法国等国家的领先医疗机构的长期合作伙伴。同时，公司不断加强本地化队伍建设，负责海外业务的员工中，外籍员工占比 81.68%，在 29 个国家中，团队均为本地员工。

售后：建立和发展直属服务+渠道服务的服务网络，全球服务可及。截至 2024 年一季度，公司拥有超过 100 个直属服务站点，并在 190 多个国家和地区发展 2,000 多家服务渠道商，培养超过 10,000 名渠道商服务人员获得迈瑞认证的服务资质。迈瑞不断建设全球服务交互中心，同时，在海外持续建设区域和国家备件中心，提升备件供应能力；建立培训中心，为客户和渠道商提供便捷服务。

3.3 自主创新：坚持以市场为核心，以临床需求为导向

医疗器械行业作为多学科交叉、技术密集型的典范，其创新和产品力是立足之本。该行业融合高分子材料、生命科学、临床医学等多领域知识，技术要求复杂且高度集成，涵盖了医药、机械、材料等多方面的技术运用。由于医疗器械产品的知识产权涵盖硬件、软件及操作系统，其复杂性和长期性显著，无明显的专利悬崖，这要求企业必须具备强大的研发能力和持续的创新动力。迈瑞医疗始终将研发创新置于核心地位，通过不断的技术突破和产品优化，提升产品竞争力，其丰富的产品线覆盖多个医疗领域，为全球医疗机构提供高质量的产品和技术解决方案。

MPI 体系为研发核心，确保产品的可靠性、可预测性。MPI 体系（Medical Product Innovation，医疗产品创新体系）作为公司研发创新的核心引擎，深度融合客户导向与市场洞察，旨在打造高可靠性、强可预测性的医疗产品。该体系通过精细化的需求管理、前瞻性的产品规划及高效的组合管理，确保每一款产品的研发都精准对接市场需求，避免资源浪费，加速产品上市进程。在 MPI 体系下，研发与生产紧密协作，以产品生命周期管理为核心，从设计之初即考虑生产便捷性，优化产品结构，不仅提升了生产效率，更确保了产品质量的卓越。同时，该体系强化了战略规划、营销、研发等多部门间的协作效能，通过商业逻辑驱动的阶段决策机制与结构化流程，确保“做正确的事”并“一次性把事情做对”。

此外，MPI 体系还前瞻性地布局技术研究，提前开发产品平台，持续改进产品成本、质量和扩展性，实现了研发活动的更高效与前瞻性。这一整套体系不仅提升了公司产品的市场竞争力，还加速了新产品的推出速度，确保了公司在快速变化的医疗市场中保持领先地位。

图 24：MPI 医疗产品创新体系



资料来源：公司公告，财信证券

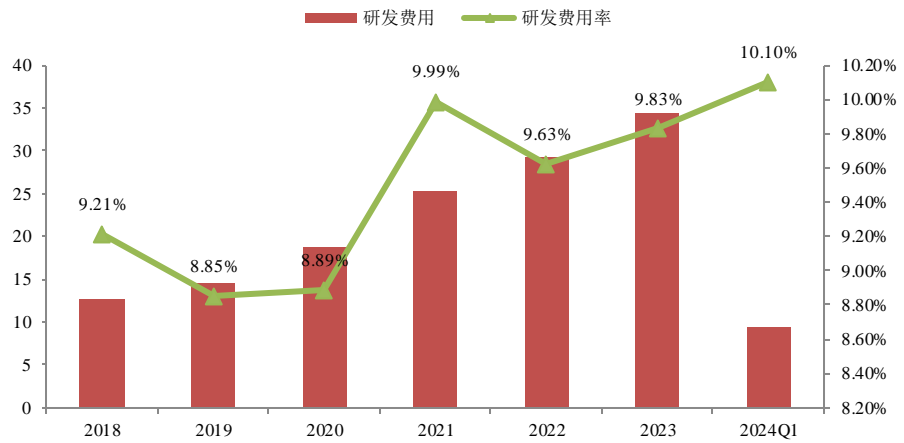
重视创新，研发投入不断增加。自成立以来，公司高度重视研发体系建设，一直保持对研发创新的高投入，坚持自主创新掌握核心技术。公司研发投入保持持续增长的态

势。2023 年公司的研发投入达到 37.79 亿元，同比增长 18.43%，2024Q1 研发投入占营业收入的比重达 10.10%。

研发团队高素质且年轻化。截至 2023 年 12 月 31 日，公司拥有研发工程师 4,425 名，占集团员工总数的 24.52%。其中拥有硕士及以上学历的研发人员占 70.42%，40 岁及以下的研发人员占 89.79%，高素质且年轻化的研发团队为公司提供了强大的创新动力和研发实力保障。

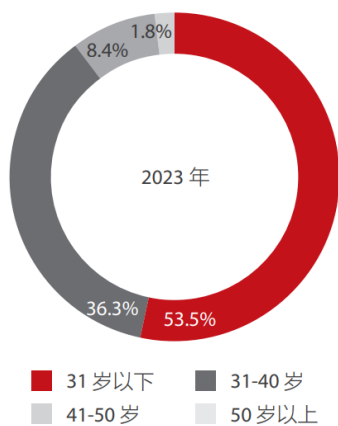
公司建有多个国际领先的研发专业实验室，比如可靠性、标准化、电源、参数、气体、探头、热力学等专项技术实验室，其中可靠性实验室和标准化实验室获得了中国合格评定国家认可委员会（CNAS）认可，可靠性检测实验室还通过了 Intertek、SGS、TÜV 南德等国际第三方机构的认可。

图 25：2018-2024Q1 迈瑞医疗研发投入（亿元）



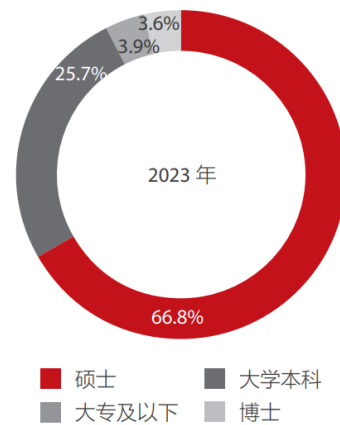
资料来源：iFind，财信证券

图 26：2023 年迈瑞医疗研发人员年龄构成



资料来源：公司公告，财信证券

图 27：2023 年迈瑞医疗研发人员学历构成



资料来源：公司公告，财信证券

研发驱动创新，技术行业领先。公司以持续的研发创新为驱动力，截止 2024 年 3 月 31 日，公司累计申请专利 10,407 件，其中发明专利申请量 7,494 件；共计授权专利 4,945

件，其中发明专利授权 2,346 件。技术层面，公司在超声技术上融合“声学增压”、“宽带扩频”及“矩阵飞刃”等前沿技术，显著提升图像质量，其中 Resona A20 超高端超声平台的问世，标志着迈瑞超声技术已跻身国际顶尖行列，开启国产超声新纪元；在血细胞形态分析领域，通过深度学习算法与自动特质学习技术的创新应用，公司产品实现了对血细胞的精准识别，填补了国内高端医疗技术的多项空白，BC-700 系列实现了常规分析模式下，零成本检测光学血小板，且用量不足传统魏氏法的 10%。

以临床需求作为研发核心，大幅降低客户额外成本。当前，医疗质量和效率的提升成为了一种普遍需求。公司始终以客户需求为导向，紧贴临床需求，通过技术创新和融合创新，在各个产品线中推出更智能、使用更方便、设计更简洁的产品，以满足客户的需求，最大程度地降低客户的额外成本。其中，TE Air 掌上超声仅有巴掌大小，备更易携带、易操作，更方便进入临床科室并下沉到基层医疗；TV50 和 TV80 急救转运呼吸机，无需外接高压空气气源，续航时间长，可在多种场景下使用，让转运过程化繁为简，提升转运效率和安全；平彩超 TEX20 集成全身智能化切面识别和定量化测量工具，可减少医生约 80% 以上的操作步骤和时间，极大提升临床效能；BP 200n 特定蛋白分析仪，支持共管血常规样本检测“CRP+SAA+ESR”等炎症指标，1 管通联检，大幅提升检验科效率。

图 28：迈瑞致力于推出更智能、使用更方便、设计更简洁的产品

产品名称及型号	产品说明	产品效果图
高端除颤监护仪	产品采用新技术的可充电电池以及整机系统设计，可以有效支持到零下 20℃ 的低温工作。同时，在实现极致轻巧（体积和重量下降 40%）的基础上，我们通过对设备的集成以及 5G 模块的内置，大大提高了设备的易用性与便携性，同时实现远程会诊、远程急救指引，有效提升院前急救诊疗质量和效率。	
BP 200n 特定蛋白分析仪	BP 200n 为迈瑞医疗的血液细胞分析流水线上全新升级的炎症联检模块，支持共管血常规样本检测“CRP（C-反应蛋白）+SAA（血清淀粉样蛋白 A）+ESR（红细胞沉降率）”等炎症指标。助力血常规 + 炎症筛查，改善 workflow，形成全新 1 管通联检，大幅提升检验科效率。	
数字化摄影 X 射线系统 DigiEye 330/350 系列	基于迈瑞医疗主导的大数据图像信息特征指标 (Image Feature Index, IFI) 研究，使得产品在图像质量和辐射剂量上达到最佳平衡。同时全系产品标配迈瑞医疗全影像链和自主研发电离室，确保优质图像的同时减少辐射剂量。产品融合瑞影云 ++，助力区域影像产品统筹联动，支持检查结果均质化落地，助力基层医疗。	
POC 超高端平板彩超 TEX20	TEX20 是一款为 POC 临床科室打造的专业超声设备。它集成了全身一系列智能化切面识别和定量化测量工具，减少医生约 80% 以上的操作步骤和时间，快速准确地将影像信息参数化、趋势化，极大提升临床效能。其独有的 X-Link 功能首次实现了超声和监护、呼吸等设备的数据融合，监护仪、呼吸机等设备的生理信号可同屏同步显示在超声界面上，并集成影像信息和生理信息，无线传输至中央站进行全程趋势融合查看，减少了手动记录的人为误差，为全面评估病情，精准决策提供有力支持。	
TE Air 掌上超声	传承于迈瑞医疗的高端 POC 超声技术，将超声设备高度集成于巴掌大小的设备上，开拓了更多新的超声应用场景。掌超设备更易携带、易操作，降低了使用门槛，更方便进入临床科室并下沉到基层医疗。	

资料来源：公司公告，财信证券

4 盈利预测

公司作为国内医疗器械领军企业，产品覆盖生命信息与支持、体外诊断以及医学影像三大领域，通过自主研发及并购整合，不断丰富三大业务领域的产品组合，目前公司拥有国内同行业中最全的产品线，其产品在安全性、高效性和易用性方面表现出色，监护、麻醉、呼吸、除颤、血球、超声等领域已处于全球前列。公司拥有国际化的市场布局 and 强大的销售网络，国内外均衡布局，业务已扩展至全球 190 多个国家和地区，并在多个地区设有子公司和分支机构。我们认为未来公司业绩增长主要来自于：

(1) 海外市场：未来海外市场将是医疗器械快速发展的风口。在发达国家，公司产品成功打入市场，品牌力和影响力不断增强，高端客户持续突破，渗透率逐步提升；在新兴市场国家，迈瑞已建立起广泛的营销网络覆盖，通过复制在中国积累起来的管理和营销经验，结合本地化平台能力建设，市场占有率和品牌地位有望快速攀升，新兴市场国家有望接棒国内拉动业绩增长。

(2) 种子业务：从中长期来看，公司将重点培育包括微创外科、心血管、动物医疗等种子业务，同时积极探索分子诊断、临床质谱、手术机器人等新兴赛道，这些突破将会持续拓展公司的可及市场；

(3) 设备更新等政策带来行业增量：根据国务院印发的《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，到 2027 年，医疗等领域设备投资规模较 2023 年增长 25% 以上；国内多个省市自治区发布的医疗设备更新政策要求县级以下医疗卫生机构设备配置率达到一定标准，随着医疗设备更新政策的实施，国产医疗器械企业有望迎来加速发展的机遇。公司作为国产器械龙头，有望凭借在研发、技术、制造、质量、产品、市场、渠道、服务等多方面的经营优势，实现业绩的增长。

投资建议：公司作为国产医疗器械龙头，持续以客户需求为导向，通过自主研发和技术创新，不断强化公司的核心竞争力及盈利能力，考虑到公司主营业务发展态势良好，三大主线业务稳健增长，未来公司可凭借较强的创新力、较高的性价比，快速抢占市场，业绩有望迎来新一轮增长；我们预计 2024-2026 年公司营收分别为 424.97、505.68、593.81 亿元，归母净利润分别为 139.19、165.67、193.55 亿元，对应 EPS 分别为 11.48、13.66、15.96 元，给予公司 2024 年 30-35 倍 PE，目标股价为 344.40-401.80 元，维持“买入”评级。

5 风险提示

(1) **行业政策变化风险：**医疗器械行业景气度与政策环境具有较高的相关性，易受到医疗卫生政策的影响。公司产品已经应用于全球多个国家和地区，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。

(2) **产品研发风险：**医疗器械行业属于技术密集型行业，对技术创新和产品研发能力要求较高、研发周期较长。因此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。若公司未来不能很好应对新产品研发中存在的风险，则将对公司新产品的研发进程造成不利影响，甚至导致新产品研发的失败。

(3) 产品价格下降风险：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。

(4) 国际贸易摩擦风险：国际贸易摩擦在政治不确定性、法律监管等方面给中国企业的出海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。

报表预测(单位: 亿元)						财务和估值数据摘要					
利润表						主要指标					
营业收入	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	营业收入	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	303.66	349.32	424.97	505.68	593.81	营业收入	303.66	349.32	424.97	505.68	593.81
减: 营业成本	108.85	118.21	143.22	171.40	202.06	增长率(%)	20.17	15.04	21.66	18.99	17.43
营业税金及附加	3.48	3.66	4.45	5.30	6.22	归属母公司股东净利润	96.07	115.82	139.19	165.67	193.55
营业费用	48.02	57.03	66.30	78.38	92.04	增长率(%)	20.07	20.56	20.17	19.03	16.83
管理费用	13.20	15.24	18.27	20.73	23.75	每股收益(EPS)	7.92	9.55	11.48	13.66	15.96
研发费用	29.23	34.33	41.70	49.62	58.27	每股股利(DPS)	4.50	5.80	6.52	7.76	9.07
财务费用	-4.51	-8.55	-0.75	-1.10	-1.48	每股经营现金流	9.93	9.03	14.47	15.52	17.89
减值损失	-1.08	-7.74	-1.70	-1.52	-1.78	销售毛利率	0.64	0.66	0.66	0.66	0.66
加: 投资收益	-0.05	-0.10	0.00	0.00	0.00	销售净利率	0.32	0.33	0.33	0.33	0.33
公允价值变动损益	-0.21	0.79	0.00	0.00	0.00	净资产收益率(ROE)	0.30	0.35	0.36	0.36	0.35
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投入资本回报率(ROIC)	0.65	0.90	0.82	1.18	1.54
营业利润	109.91	130.70	156.73	186.49	217.82	市盈率(P/E)	35.60	29.53	24.57	20.65	17.67
加: 其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	市净率(P/B)	10.70	10.34	8.75	7.39	6.26
利润总额	109.54	130.11	156.43	186.19	217.52	股息率(分红/股价)	0.02	0.02	0.02	0.03	0.03
减: 所得税	13.43	14.33	17.22	20.50	23.95	主要财务指标					
净利润	96.11	115.78	139.20	165.69	193.57	收益率					
减: 少数股东损益	0.04	-0.04	0.02	0.02	0.02	毛利率	64.15%	66.16%	66.30%	66.11%	65.97%
归属母公司股东净利润	96.07	115.82	139.19	165.67	193.55	三费/销售收入	21.65%	23.14%	20.08%	19.82%	19.75%
资产负债表						EBIT/销售收入					
货币资金	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	EBIT/销售收入	34.59%	34.80%	36.63%	36.60%	36.38%
货币资金	231.86	187.87	283.77	377.86	485.14	EBITDA/销售收入	37.24%	37.45%	39.90%	39.50%	38.91%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	销售净利率	31.65%	33.15%	32.76%	32.77%	32.60%
应收和预付款项	29.50	35.65	38.85	46.23	54.29	资产获利率					
其他应收款(合计)	1.49	1.95	2.19	2.61	3.06	ROE	30.04%	35.01%	35.60%	35.82%	35.44%
存货	40.25	39.79	52.97	63.39	74.73	ROA	20.55%	24.16%	24.05%	24.46%	24.49%
其他流动资产	2.96	3.50	4.17	4.96	5.82	ROIC	64.91%	90.06%	82.48%	118.23%	154.48%
长期股权投资	0.61	0.67	0.67	0.67	0.67	资本结构					
金融资产投资	0.00	14.13	14.13	14.13	14.13	资产负债率	31.55%	30.44%	31.99%	31.31%	30.55%
投资性房地产	0.43	0.41	0.36	0.30	0.25	投资资本/总资产	25.65%	35.10%	24.11%	18.40%	13.84%
固定资产和在建工程	62.90	82.21	72.55	62.24	51.28	带息债务/总负债	0.94%	1.30%	0.72%	0.41%	0.17%
无形资产和开发支出	66.77	76.29	72.49	68.59	64.59	流动比率	2.60	2.66	2.71	2.95	3.15
其他非流动资产	30.69	36.93	36.63	36.25	36.25	速动比率	2.21	2.21	2.28	2.51	2.71
资产总计	467.45	479.40	578.78	677.24	790.24	股利支付率	56.79%	60.72%	56.80%	56.80%	56.80%
短期借款	0.00	0.08	0.00	0.00	0.00	收益留存率	43.21%	39.28%	43.20%	43.20%	43.20%
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产管理效率					
应付和预收款项	69.28	76.52	92.79	111.05	130.91	总资产周转率	0.65	0.73	0.73	0.75	0.75
长期借款	1.39	1.82	1.33	0.86	0.41	固定资产周转率	6.77	6.06	8.17	11.03	15.23
其他负债	76.79	67.51	91.05	100.14	110.09	应收账款周转率	11.42	10.60	12.12	12.12	12.12
负债合计	147.46	145.94	185.18	212.05	241.42	存货周转率	2.70	2.97	2.70	2.70	2.70
股本	12.12	12.12	12.12	12.12	12.12	估值指标					
资本公积	75.09	70.91	70.91	70.91	70.91	EBIT	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
留存收益	232.59	247.82	307.95	379.51	463.12	EBIT	105.03	121.56	155.68	185.08	216.04
归属母公司股东权益	319.81	330.85	390.98	462.55	546.15	EBITDA	113.08	130.81	169.58	199.72	231.04
少数股东权益	0.18	2.61	2.62	2.64	2.66	NOPLAT	92.67	107.97	138.80	164.97	192.51
股东权益合计	319.99	333.46	393.60	465.19	548.82	归母净利润	96.07	115.82	139.19	165.67	193.55
负债和股东权益合计	467.45	479.40	578.78	677.24	790.24	EPS	7.92	9.55	11.48	13.66	15.96
现金流量表						BPS	26.38	27.29	32.25	38.15	45.05
经营性现金净流量	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	PE	35.60	29.53	24.57	20.65	17.67
经营性现金净流量	120.35	109.48	175.44	188.22	216.85	PEG	1.77	1.44	1.22	1.09	1.05
投资性现金净流量	-32.20	-6.93	-0.66	-0.66	-0.66	PB	10.70	10.34	8.75	7.39	6.26
筹资性现金净流量	-51.94	-107.76	-78.88	-93.47	-108.91	PS	11.26	9.79	8.05	6.76	5.76
现金流量净额	37.35	-4.19	95.90	94.09	107.28	PCF	28.42	31.24	19.50	18.17	15.77

资料来源: 财信证券, iFinD

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指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。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438