

医械龙头三十载，乘风破浪正当时

2024年09月12日

➤ **迈瑞医疗成立于 1991 年，目前已拥有国内同行业中最全的产品线，以安全、高效、易用的“一站式”产品和从中低端到高端、从科室到全院的一体化解决方案满足临床需求。** 1) 产品端，实现自研+外延双轮驱动；2) 市场端，公司在不同国家因地制宜，持续突破中高端客户；3) 需求端，人口老龄化+政策加码带动需求扩容。三重助力公司在 300 亿元收入体量下仍能维持高成长。

➤ **生命信息与支持业务：产品力和市占率均处于全球领先地位，持续开拓高端客户。** 截至 2023 年，公司生命信息与支持领域的大部分产品如监护仪、呼吸机、麻醉机、灯床塔、输注泵的市场占有率均为国内第一，其中，监护仪、麻醉机、呼吸机实现了全球市场前三的地位，整体产品竞争力全面达到全球一流水平，高端客户得以持续渗透，市场前景广阔。

➤ **体外诊断业务：国内集采政策推动市占率快速提升，同时进行产业链一体化布局。** 随着 IVD 试剂集采范围扩大，公司有望实现市占率的进一步扩大。从产业链角度，公司通过收购海肽实现上游核心原料自主可控，通过收购德赛，实现了海外供应链的完善，以进一步触达海外 400 亿元的市场空间。

➤ **医学影像业务：以中低端产品为基，逐步向高端市场迈进。** 中国超声市场规模预计将以 CAGR5.0% 在 2025 年增长至 238 亿元，2023 年迈瑞市占率约为 24%，仅次于通用电气。全球超声医学影像设备市场规模预计将以 CAGR7.2% 增长到 2030 年的 142.8 亿美元，2023 年迈瑞目前市占率约为 8%。迈瑞超声影像产品不断迭代，未来高端超声领域的突破将带领该产线持续增长。

➤ **新兴板块：聚沙成塔，潜龙在渊。** 自 2012 年起，迈瑞医疗即以硬镜为切入点，开始了在微创外科的布局，目前还培育了包括动物医疗、骨科、心血管等在内的种子业务，形成产品端新兴增量曲线。

➤ **估值分析：纵向回溯与横向对比，当下公司估值性价比凸显，具有投资价值。** 1) 纵向回溯：迈瑞医疗 PE 估值已处于历史低位，发展趋势向好。2) 横向对比：公司在国内的市场地位和平台完整度较高，有望获得更高的估值溢价。

➤ **投资建议：** 基于公司核心业务板块分析，我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 411.66/491.65/585.97 亿元，同比增速分别为 17.8%/19.4%/19.2%；归母净利润分别为 136.29/163.81/197.50 亿元，同比增速分别为 17.7%/20.2%/20.6%。首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：** 行业政策变化风险；产品研发风险；行业竞争加剧/产品价格下降风险；贸易政策超预期；经销商销售模式的风险；汇率波动风险。

推荐

首次评级

当前价格：

232.13 元



分析师 王班

执业证书：S0100523050002

邮箱：wangban@mszq.com

分析师 朱凤萍

执业证书：S0100524010001

邮箱：zhufengping@mszq.com

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	34,932	41,166	49,165	58,597
增长率 (%)	15.0	17.8	19.4	19.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	11,582	13,629	16,381	19,750
增长率 (%)	20.6	17.7	20.2	20.6
每股收益 (元)	9.55	11.24	13.51	16.29
PE	24	21	17	14
PB	8.5	6.8	5.6	4.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2024 年 9 月 12 日收盘价)

目录

1 三十余载磨一剑，迈向全球化.....	3
1.1 立足中国，面向全球.....	3
1.2 巨轮起航，产品、市场、政策三重助力扬帆.....	6
2 三大核心业务：稳健发展，塑造全球品牌.....	11
2.1 生命信息与支持：全球领先，持续扩大营收版图.....	11
2.2 体外诊断：加速供应链整合，国内外市场同步推进.....	13
2.3 医学影像产线：高端超声产品提升整体竞争力，已成为全球第三.....	16
3 新兴板块：聚沙成塔，潜龙在渊.....	19
3.1 微创外科：微创手术渗透率提升带动相应器械市场快速扩容.....	19
3.2 动物医疗：动物消费医疗市场前景广阔.....	21
3.3 骨科：借助集采快速提升市场份额.....	22
3.4 心血管：强势并购惠泰医疗，卡位电生理和血管介入.....	23
4 盈利预测与投资建议.....	26
4.1 收入及毛利预测.....	26
4.2 估值分析：纵向回溯与横向对比，当下公司估值性价比凸显.....	28
5 风险提示.....	31
插图目录.....	33
表格目录.....	34

1 三十余载磨一剑，迈向全球化

1.1 立足中国，面向全球

公司成立于 1991 年，以生命信息与支持类产品起家，当下公司基本确立了以生命信息与支持、体外诊断、医学影像为核心的三大业务领域，在过去数年中，微创外科、动物医疗等种子业务轮番涌现，成长渐入佳境，构筑起公司稳健发展的新增长极。目前，迈瑞已拥有国内同行业中最全的产品线，以安全、高效、易用的“一站式”产品和从中低端到高端、从科室到全院的集成化解决方案满足临床需求。

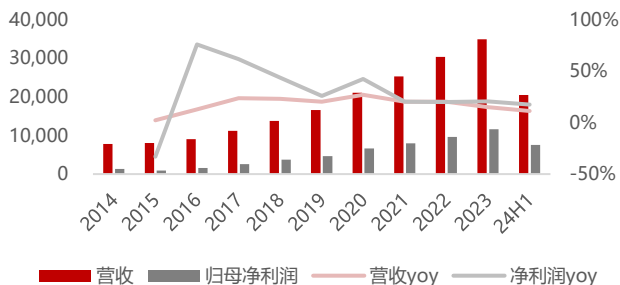
图1：迈瑞医疗产品分布图



资料来源：公司公告，民生证券研究院

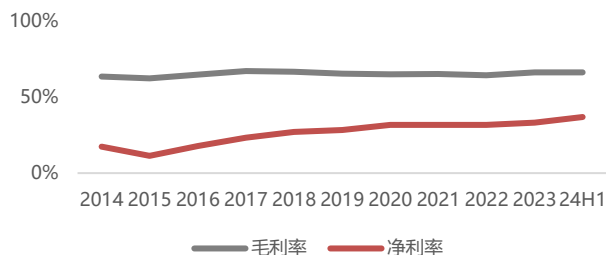
公司经营稳健，盈利能力持续提升。公司收入端 2014-2023 年从 78 亿元增至 349 亿元，CAGR 为 18%，利润端从 14 亿元增至 116 亿元，CAGR 为 27%，2024H1 由于医疗行业整顿和医疗设备更新项目导致了今年上半年招标采购活动持续推迟，使得公司收入和归母净利润增速均有所下滑，但需求仍存，有望于 2024H2 释放。从盈利能力来看，中高端产品的逐年推出使得产品收入结构得到进一步改善，带动毛利率处于相对稳定水平，且随着营收规模的持续扩大，各项费用率趋于稳定，因此净利率水平也呈现逐年改善的趋势，从不足 20%提升至超过 30%，2021-2023 年三年均稳定在 32%左右。

图2：2014~2024H1，公司营收与利润端呈现稳健增长(百万元)



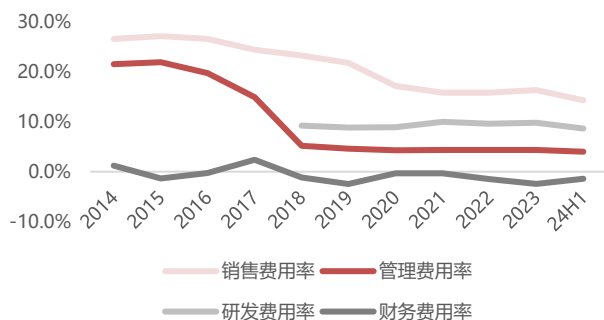
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：2014~2024H1，公司净利率水平稳步提升



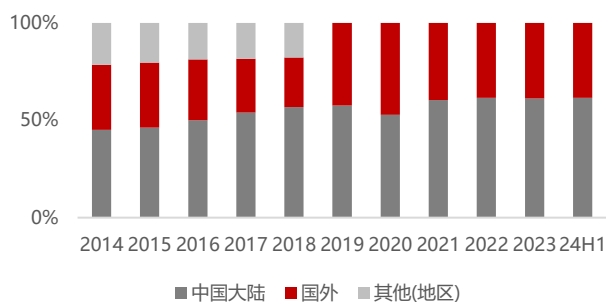
资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2014~2024H1，公司四项费用率水平趋于稳定



资料来源：wind，民生证券研究院注：2018年会计准则变化导致研发费用单列

图5：2014~2024H1，公司海外收入占比稳步提升



资料来源：wind，民生证券研究院

分产品线来看，公司在不同细分领域均实现了中高端客户的持续突破，带动产品收入的结构改善。1) 生命信息与支持业务：产线加速渗透高端客户群，在美国、英国、法国、西班牙、澳大利亚、巴西、墨西哥、土耳其等国家进入了更多高端医院；2) 体外诊断业务：2023年国内大样本量客户持续加速突破，生化免疫试剂年产出在500万元以上的医院家数达到了68家，医院家数增长超过一倍，海外成功突破了超过100家海外第三方连锁实验室；3) 医学影像业务：2023年国内行业第一，全球行业第三，此外海外超声高端型号增长超过了25%，加速了高端客户突破的进程。

图6: 2014~2024H1, 生命信息与支持业务营收和增速 (百万元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图7: 2014~2024H1, 体外诊断营收和增速 (百万元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图8: 2014~2024H1, 医学影像业务营收和增速 (百万元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

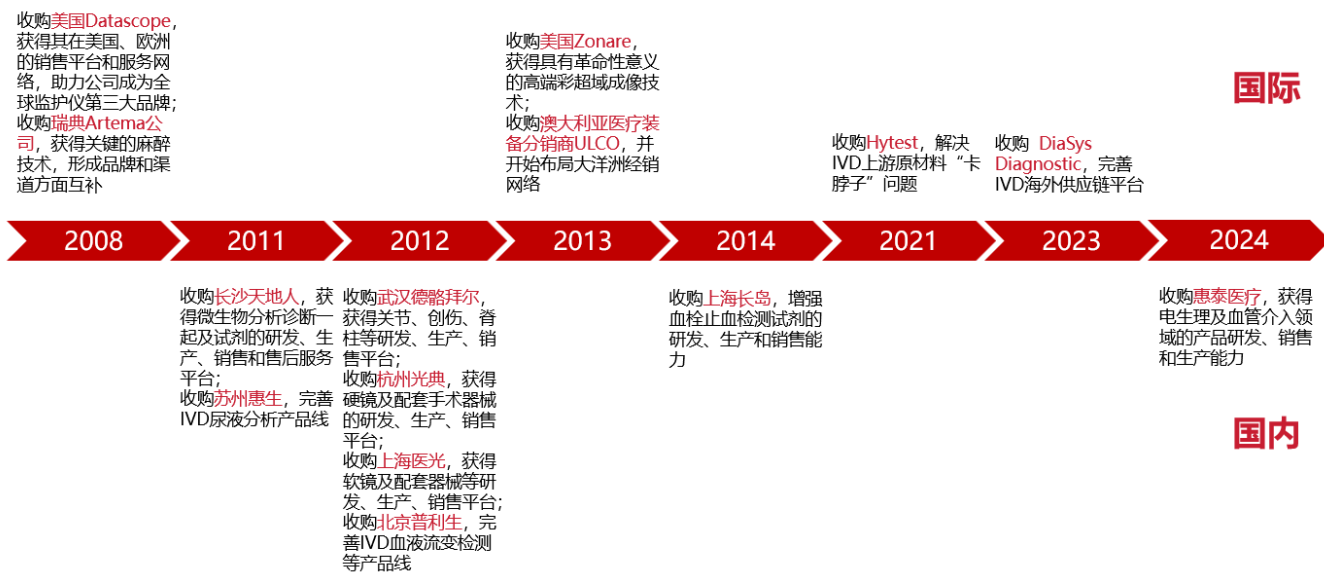
1.2 巨轮起航，产品、市场、政策三重助力扬帆

1.2.1 产品端：自研+外延双轮驱动

持续投入研发是技术型公司的成长底色。从创立之初，迈瑞就锚定了自主创新路线，每年坚持投入营收的 10%左右进行研发，帮助在产品端不断丰富、迭代以及在高端领域实现突破，其中，多款产品为国内首创甚至达到全球领先水平，为公司内生增长提供了强劲的动力。此外，迈瑞医疗已经形成了由“瑞智联”生态系统、“瑞影云++”影像云服务平台、“迈瑞智检”实验室解决方案组成的院内医疗设备的集成化管理体系（以下简称“三瑞”生态系统）。目前，无论是医疗机构的学科能力建设，还是急诊、手术室、ICU、检验科整体解决方案，甚至人才培养、科研攻关，都已融入迈瑞的“三瑞”生态系统中，从而为全球医疗机构带去更多的临床价值与管理价值。

外延并购构筑了公司成长的双引擎。此外，在外延并购方面，公司注重核心技术及渠道的获取，不断拓展医疗器械的创新边界。值得注意的是，公司于 2021-2023 年先后在 IVD 领域完成对海肽生物及德赛诊断的并购，加速推动了公司在 IVD 上游原材料以及海外供应链平台的布局，而 IVD 业务作为公司三大板块中成长最快的板块，未来有望在海肽生物和德赛诊断的帮助下，快速打开海外市场，构筑公司中长期发展的第二增长引擎。2024 年 1 月，迈瑞宣布收购惠泰医疗，战略重视电生理及血管介入方向的系统性成长机会，此次收购将成为迈瑞进入高耗领域的重要支点，双方将在销售及研发方向进行合作，协同效应明显。

图9：2008-2024 年，公司海内外收并购大事记



资料来源：公司公告，民生证券研究院

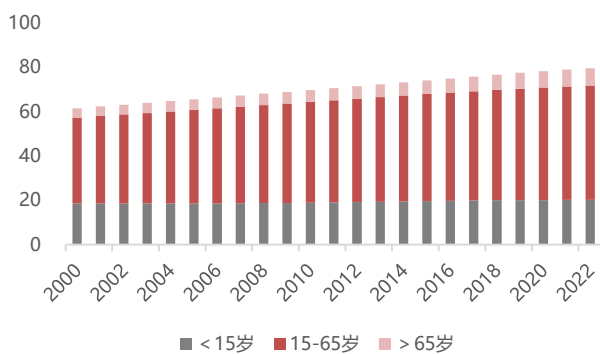
1.2.2 市场端：不同国家因地制宜

在不确定性中寻找确定性，在全球市场变化中笃定前行。当前，全球医疗器械市场规模超过 5,000 亿美元，迈瑞目前业务所对应的市场空间仅 5,500 亿元人民币；全球 TOP1 的百年医疗器械巨头年营收超过 300 亿美元，而迈瑞 2023 年全年的营收为 349 亿元，远未触及行业天花板。当下，公司在全球化征程上正处于蛰伏到开花结果的关键期，已在北美、欧洲、亚洲、非洲、拉美等地区设立了 50 余家境外子公司和 4 大海外研发中心，持续突破国际高端空白客户。2023 年国际业务收入达 135 亿元。

1.2.3 需求端：人口老龄化+政策加码带动需求扩容

随着全球人口自然增长和人口老龄化程度提高，医疗健康行业的需求持续提升。根据世界银行数据，2000-2022 年，全球人口数量 CAGR 为 1.2%，但 65 岁以上人口数量 CAGR 为 2.8%，远高于平均人口增速，全球范围内老龄化程度加剧，叠加健康意识提升，由此带动全球范围内医疗器械市场规模稳步上升。根据深圳市医疗器械行业协会整理的的数据，2023 年全球医疗器械市场规模为 5,952 亿美元，并将以 CAGR 约 5.71% 保持增长，至 2027 年全球医疗器械产业规模将达到 7,432 亿美元。

图10：2000-2023，65 岁以上人口占比逐年上升（亿人）



资料来源：wind，世界银行，民生证券研究院

图11：2016-2027E，全球医疗器械规模稳步增长



资料来源：Modor Intelligence、The Business Research Company、艾媒数据、深圳市医疗器械行业协会，民生证券研究院

政策端持续加码，促进公立医院高质量发展，推动医疗资源下沉扩容。随着“十四五”规划的实施，各项支持医疗机构高速发展的政策持续出台，全国各地医院建设势头迅猛，新、改、扩建需求不断增加，带动医疗器械行业发展。同时，国家鼓励推动优质医疗资源扩容下沉和区域均衡布局，医疗器械下沉市场需求迎来更大发展机遇。

表1：2021 年以来，政府持续发布文件促进医疗资源发展

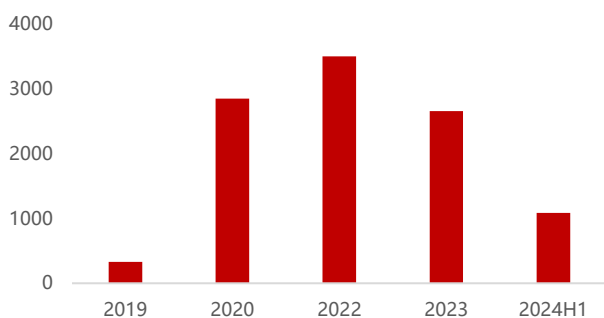
时间	发布单位	文件名称	重点内容
2021 年 11 月	国家医保局	《DRG/DIP 支付方式改革三年行动计划》	明确到 2024 年底全国所有统筹地区全部开展按疾病诊断相关分组 (DRG) / 病种分值 (DIP) 支付方式改革工作。
2021 年 12 月 28 日	工信部、国家卫健委等 10 部门	《“十四五”医疗装备产业发展规划》	聚焦诊断检验装备、治疗装备、监护与生命支持装备、中医诊疗装备、妇幼健康装备、保健康复装备、有源介入

			器械 7 个重点发展领域，提出到 2025 年，初步形成对公共卫生和医疗健康需求的全面支撑能力
2022 年 1 月 10 日	国家发改委等 21 部门	《“十四五”公共服务规划》	推进区域医疗中心建设和临床专科能力建设
2022 年 6 月 7 日	国家卫健委	《关于规范公立医院分院区管理的通知》	对公立医院分院区管理作出规范要求，对医疗信息化提出要求
2022 年 9 月 23 日	国家卫健委	关于印发使用阶段性财政贴息贷款购置设备相关建议和参考材料的通知	进一步明确使用财政贴息贷款更新改造医疗设备在医院端落地实施的政策
2023 年 3 月 1 日	国家医保局	《国家医疗保障局办公室关于做好 2023 年医药集中采购和价格管理工作的通知》	明确 2023 年要扎实推进医用耗材集中带量采购，继续探索体外诊断试剂集采，并将由安徽省牵头开展体外诊断试剂省际联盟采购
2024 年 3 月	国务院	《推动大规模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

资料来源：迈瑞医疗 2022 年报，国家医保局、国务院等政府官网，民生证券研究院

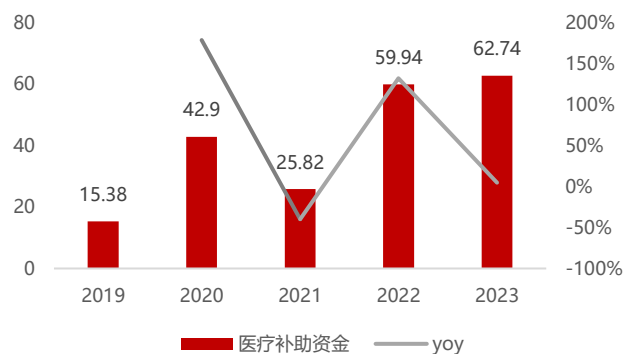
医疗新基建为医疗器械市场发展注入新活力。2020 年以来，全球各个国家意识到在重大传染病防控机制、公共卫生应急管理体系等方面存在短板和不足。在国内，为了提升传染病筛查和救治能力，国内市场从 2020 年 3 月份以来已经进入了加大建设 ICU 病房、传染病医院、发热门诊等方面的医疗新基建阶段。医疗新基建所需资金总量较大，主要来源包括地方政府专项债、医院自有资金和中央及地方的财政支持。自 2020 年以来，我国医疗专项债补助金额大幅增加，预计 2023 年为 3800 亿元，而 2019 年仅 330 亿元。

图12：2019-2024H1，医疗专项债发行规模（亿元）



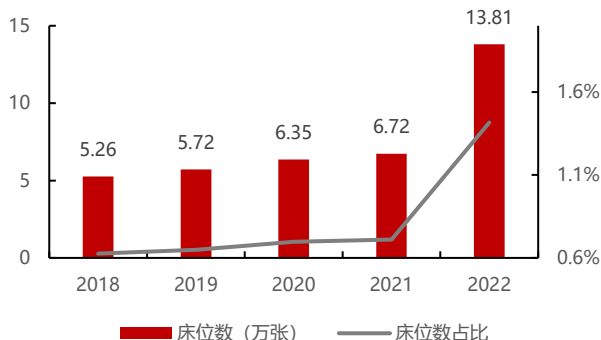
资料来源：迈瑞医疗 2023 年中报和 2024 年中报，民生证券研究院

图13：2019-2023，医疗服务与保障能力提升补助资金预算（亿元）

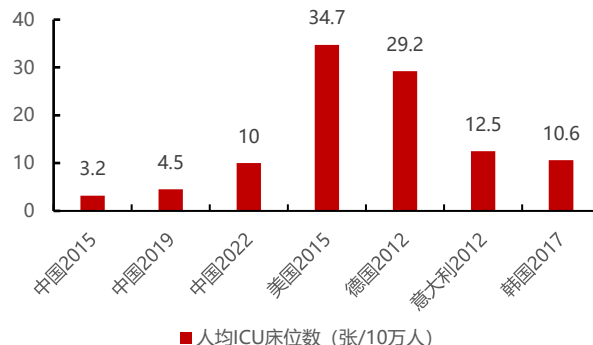


资料来源：中国财政部官网，民生证券研究院

ICU 建设成效显著，人均床位数显著提升。2018-2022 年，我国各级医疗卫生机构中的 ICU 总床位数由 5.72 万张增长到了 13.81 万张，增长了 141%，ICU 床位数的占比由 0.65% 提升到了约 1.46%。而在 2022 年末举行的国务院联防联控机制举办的新闻发布会上，国家卫健委提出了对于三级医疗机构重症资源扩容和改造的更高要求。最新要求为，三级医院综合 ICU 要达到床位总数 4% 的比例，再按照床位总数 4% 的比例改造可转换 ICU 床位，需要的时候，可以在 24 小时内迅速转换成重症 ICU 的资源，保证综合 ICU 和可转换 ICU 能够达到医院床位总数的 8%。另外，还有一部分专科 ICU 床位作为重要补充。

图14: 2018-2022, 中国床位数及占比


资料来源: 卫健委, 中国政府网, 民生证券研究院

图15: 中国人均 ICU 床位数与美国、德国的对比


资料来源: Statista, 中国政府网, 民生证券研究院

设备更新政策持续推进, 超长期国债发行如期而至。2024 年的政府工作报告提出, 从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债, 专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设, 今年先发行 1 万亿元。根据财政部公布的信息显示, 截至 8 月 9 日今年已累计发行超长期特别国债 4970 亿元, 并且截至目前, 每一期国债实际的发行节奏与财政部 5 月 13 日公布的《2024 年一般国债、超长期特别国债发行有关安排》完全吻合。

表2: 2024 年大规模设备更新和消费品以旧换新超长期国债发行进度

期限 (年)	招标日期	首发/续发	发行总额(亿元)	票面利率
20	5月24日	首发	400	2.49%
	6月19日	续发	450	2.39%
	7月19日	续发	550	2.44%
	8月14日	首发		
	9月20日	续发		
	10月18日	续发		
	11月8日	续发		
30	5月17日	首发	400	2.57%
	6月7日	续发	450	2.53%
	6月21日	续发	450	2.47%
	7月5日	续发	580	2.50%
	7月24日	首发	550	2.47%
	8月2日	续发	440	
	8月21日	续发		
	9月6日	续发		
	9月24日	首发		
	10月11日	续发		
	10月25日	续发		
11月15日	续发			
50	6月14日	首发	350	2.53%
	8月9日	续发	350	
	10月16日	续发		
	合计		4970	

资料来源: choice, 民生证券研究院 注: 数据截至 2024 年 8 月 9 日

各省市积极响应推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案。多地陆续发布设备更新项目可行性研究报告, 对政策实施做了进一步的明确与落实。如广

东省针对省内重点医院、县域医共体城市二级医院、公共卫生机构统一发起设备可行性方案，涉及总投资金额为 53.93 亿元，为截至 2024 年 7 月 30 日，单一省份金额最高，其中将申请中央投资 24.22 亿元，其余资金由使用单位自筹，省、市、县（市、区）财政及地方政府专项债券等解决。其余如北京、广西等省市县均在纷纷出台设备更新方案细则并进行项目申报、审批，超长期国债。我们预计伴随超长期国债如期落地，贴息等财政补贴政策持续加码，有望进一步提高地方区域的设备更新政策执行力度。

表3：自 2024 年 4 月底，各省市医疗设备更新方案推出时间及对应金额（部分）

地区	医疗设备更新方案	发布日期	金额（亿元）
北京市	关于公开推介北京和睦家中西医结合医院有限公司医疗设备采购项目等 11 个设备购与更新改造贷款贴息项目的通知	2024.7.12	18.81
河北省	8 个医疗设备更新项目	2024.7.4	8.00
重庆市	重庆市发展和改革委员会关于重庆市县域医共体设备更新项目可行性研究报告的批复	2024.6.19	6.25
福建省	福建省发展和改革委员会关于同意福建省省级高水平医院医疗设备更新项目可行性研究报告暨初步设计的函	2024.6.18	7.59
	福安市县域医共体设备更新项目	2024.6.12	0.24
	武平县县域医共体医疗设备更新项目	2024.6.11	0.15
	龙岩市永定区发展和改革局关于龙岩市永定区县域医共体设备更新项目可行性研究报告的批复	2024.6.5	1.13
广东省	广东省医疗卫生领域设备更新有关项目可行性研究报告审批前公示	2024.6.12	53.93
黑龙江省	2024 年黑龙江省医院医疗设备更新项目	2024.6.12	9.48
	哈尔滨二四二医院医疗设备迭代升级项目审批公示	2024.6	1.06
湖北省	武汉大学中南医院、武汉科技大学附属天佑医院、湖北中医院和湖北省妇幼保健院医疗设备更新项目	2024.6	4.60
	黄冈市省级区域医疗中心(黄冈市中医医院)医疗设备更新项目	2024.6	1.83
	关于通山县县域医共体设备更新升级工程可行性研究报告的批复	2024.6.13	2.27
广西省	广西壮族自治区 2024 年县域医共体设备更新项目	2024.6	7.05
安徽省	《中国科大附属第一医院(安徽省立医院)医疗设备改造及信息化设施迭代升级等 13 个项目可行性研究报告审批前公示》	2024.5.22	1.74
	池州市人民医院医疗设备迭代升级项目	2024.5.19	2.94
	灵璧县县域医疗集团设备迭代更新购置和信息化升级项目	2024.4.30	1.20
合计			128.26

资料来源：北京市、河北省等政府官网，民生证券研究院 注：数据截至 2024 年 7 月 30 日

2 三大核心业务：稳健发展，塑造全球品牌

2.1 生命信息与支持：全球领先，持续扩大营收版图

公司从监护仪起家，逐步扩大自己的产品版图，形成一整套较为完善的围手术期解决方案。公司的生命信息与支持业务包括监护仪、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。各主要产品的技术水平已逐渐步入全球引领行列，同时，该业务在过去几年实现了高端客户群的重大突破和品牌影响力的跨越式提升。

表4：公司生命与信息支持业务产品持续推出

时间	产品	产品型号	产品意义
1993	监护仪	MEC-509	中国第一台自主研发的多参数监护仪
1998	监护仪	PM9000	中国第一台便携式多参数监护仪
2006	监护仪	BeneViewT 系列	中国第一台插件式高端多参数监护仪
2010	除颤监护仪	BeneHeartD6	中国第一台拥有完全自主知识产权的双相波除颤监护仪
2013	麻醉机	A7 麻醉工作站	亚洲第一台具备全电子流量计的高端麻醉机
2015	监护仪	BeneVisionN 系列	全球第一台大屏幕可旋转的智能监护仪
	呼吸机	SV 系列	
2019	手术灯	HyLEDX	
	内窥镜	HyPixelU14K	
	麻醉机	A9 麻醉工作站	
	输注泵	BeneFusionn 系列	
2022	呼吸机	SV70	
	手术床	HyBaseV 系列	
	手术设备	超声高频集成手术设备	
2023	监护仪	BeneHeartDX	新一代麻醉系统
	呼吸机	TV80 转运呼吸机	
	内窥镜	UX5 系列	
	麻醉机	A7	

资料来源：公司官网，民生证券研究院

基于公司在监护仪、麻醉机、呼吸机、输注泵等多产品的布局和优势，目前已经推出包括全院、重症、围术期、急诊、心脏科、普护在内的多场景解决方案。公司加速拓展“瑞智联”生态系统的院内应用场景，致力于通过信息化手段全面升级医院管理水平，提升科室运营效率，助力临床工作者轻松应对各种挑战，以病人为中心，全面提升医疗服务质量。同时，通过集成床旁所有设备数据，构建设备全息数据库，与医院已有的临床数据库互补并结合，助力大数据科研，为人工智能打下基础，加速医院科研产出。截至 2023 年 12 月 31 日，“瑞智联”生态系统在国内实现装机医院数量累计接近 700 家，其中 2023 年新增超过

400 家，增长迅猛。

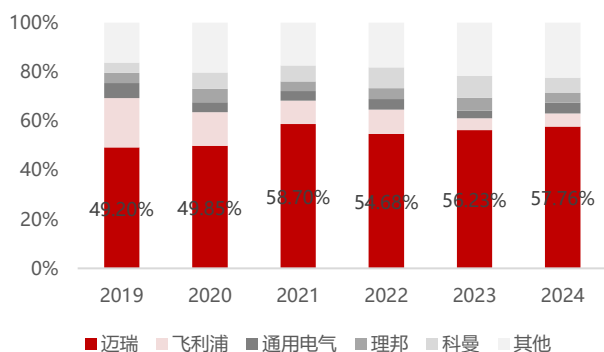
图16: 瑞智联系统介绍



资料来源：公司 2023 年报，民生证券研究院

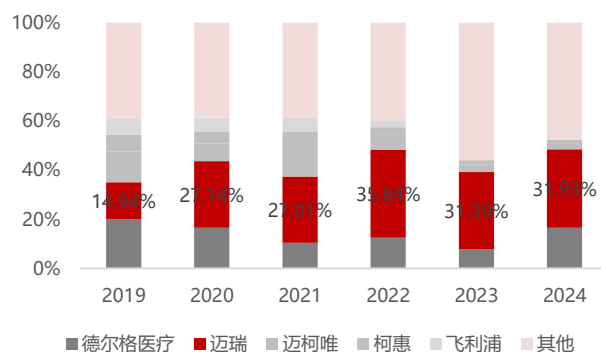
从竞争格局来看，公司凭借优越的产品性能以及推出的“瑞智联”生态系统，多款产品的市场份额得以提升。截至 2024 年 7 月底，公司生命信息与支持领域的大部分产品如监护仪、呼吸机、麻醉机、除颤仪的市场占有率均为国内第一，其中，监护仪、麻醉机、呼吸机实现了全球市场前三的地位。以监护仪为例，根据众成数科，迈瑞医疗在国内的市占率迅速从 2019 年的 49% 跃升至 2024 年的 58%。

图17: 2019-2024，中国监护仪市场竞争格局变化



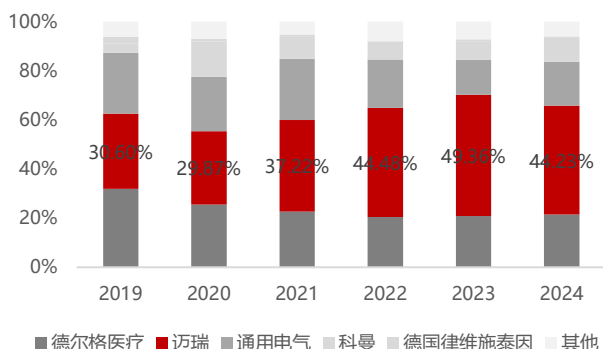
资料来源：众成数科，民生证券研究院 注：2024 年数据截至 7 月 31 日

图18: 2019-2024，中国医用呼吸机市场竞争格局变化



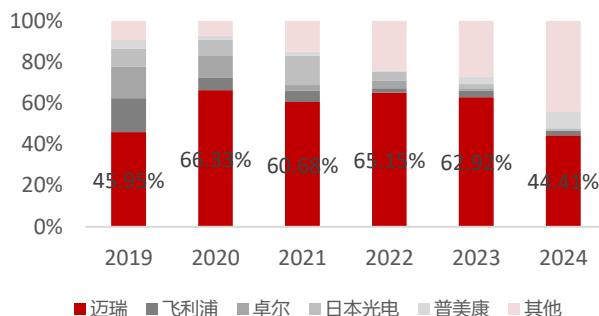
资料来源：众成数科，民生证券研究院 注：2024 年数据截至 7 月 31 日

图19：2019-2024，中国麻醉机市场竞争格局变化



资料来源：众成数科，民生证券研究院注：2024年数据截至7月31日

图20：2019-2024，中国体外除颤仪市场竞争格局变化

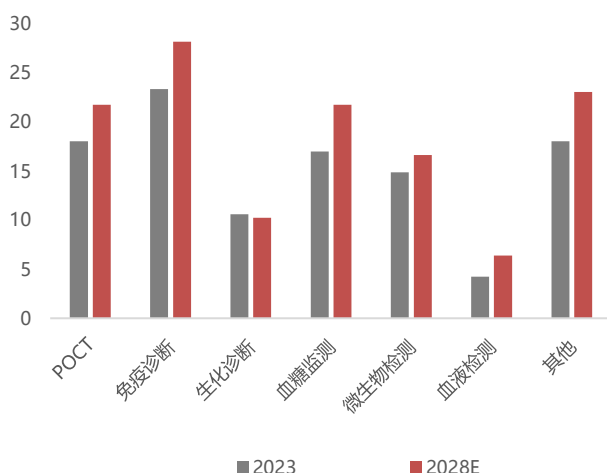


资料来源：众成数科，民生证券研究院注：2024年数据截至7月31日

2.2 体外诊断：加速供应链整合，国内外市场同步推进

IVD 市场景气度持续，免疫诊断仍为最大细分赛道。根据《The Worldwide Market for In Vitro Diagnostic Tests, 16th Edition》，2023 年全球 IVD 市场规模为 1062.6 亿美元，其中新冠市场约占 7.2%（76.6 亿美元），非新冠 IVD 市场规模约为 985.9 亿美元。预计 2028 年市场规模将达 1280 亿美元，其年复合增长率约为 3.8%。从细分应用领域上看，2023 年免疫诊断仍是最大的细分市场，占比 22%，其次分别为 POCT（17%）和血糖监测（16%）。

图21：2023-2028E，不同细分市场规模增速（十亿美元）



资料来源：Kalorama Information，民生证券研究院

化学发光：国内厂商排名第一，进口替代空间仍旧广阔。根据菲鹏生物招股

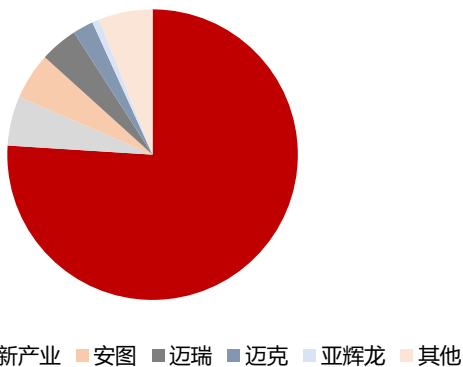
说明书，国内化学发光行业市场规模预期至 2025 年达到 632 亿元，约占 IVD 赛道的 23%。从竞争格局来看，2019 年，外资厂家占据了我国化学发光市场的 76%。而近年以来，随着国产企业的加速追赶，2021 年，国产企业市场占有率同比 2019 年有了 3 个百分点的提升，当前仍有 73% 的市场空间在外资品牌手中，国产替代的发展空间广阔。

图22：2015-2025E，中国化学发光市场规模及增速



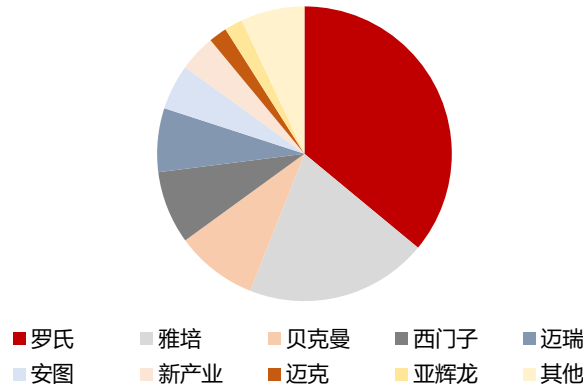
资料来源：菲鹏生物招股说明书，民生证券研究院

图23：化学发光市场竞争格局（2019）



资料来源：菲鹏生物招股说明书，民生证券研究院

图24：化学发光市场竞争格局（2021）



资料来源：德勤分析，民生证券研究院

国内集采加速进口替代，有利于头部企业扩容。2023 年公司国内化学发光新增装机超过了 2,000 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。

表5：迈瑞体外诊断产品参与集采的中标情况

时间	集采省市	项目	对迈瑞的意义
2021.08	安徽	肿瘤相关抗原测定 10 项、感染性疾病实验检测 5 项、心肌疾病实验诊断 2 项、激素测定 5 项、降钙素原检测	2022 年，公司在安徽省的化学发光业务实现了超过 85% 的增长，试剂收入增量超 1 亿元。公司该业务的市场占有率一跃提升至 20% 以上。
2021.09	江苏南京	体外诊断试剂、骨科耗材	迈瑞的设备和流水线全面进入了南京市 29 家顶尖

			大医院, 其中 60%为空白客户装机, 使得南京体外诊断业务实现翻倍以上增长, 试剂收入增量超过 1200 万元。
2022.07	福建宁德和南平	POCT、感染性疾病、血细胞分析、凝血检测等	宁德预计带来年试剂增量超过 1500 万元, 南平预计突破该地区 12 家高端医院的同时带来年试剂增量超过 1200 万元。
2022.08	江西	总蛋白、白蛋白、血氨、前白蛋白、铜蓝蛋白、总胆红素等 26 类检测试剂	迈瑞在江西的市场占有率有一倍左右的提升, 未来几年三级医院的收入占比将显著提升。
2022.11	安徽	凝血六项; 心梗三项 POCT 检测: 肌红蛋白、肌钙蛋白、肌酸激酶同工酶	迈瑞的凝血七项全线中标, 为凝血试剂在安徽的销售打下基础
2023.12	安徽等 25 省联盟	HPV-DNA 分型检测; HCG; 性激素六项; 传染病八项; 糖代谢两项	迈瑞传染病八项、性激素六项、糖代谢两项均实现了规则一中标, 这将对公司在集采省份加快三级医院渗透有着重要意义。预计 2023 年在国内化学发光市场的占有率将历史性地超过一家进口品牌, 首次实现市场第四的行业地位。

资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

收购海肽实现上游核心原料自主可控, IVD 全球化进程更进一步。2021 年, 迈瑞收购国外体外诊断试剂原料知名公司海肽 (HyTest) 生物 100% 的股权。一是补齐迈瑞医疗在体外诊断原料上的短板, 既能够获得其先进技术和专利, 加强核心原料自研自产能力, 又能够保证供应链的安全, 避免被“卡脖子”; 二是通过收购, 迈瑞医疗相当于获得了海肽生物的 2000 多家客户, 以及遍布全球的销售网络, 有利于进一步增强迈瑞医疗海外市场的拓展。

表6: 海肽生物主要产品

大类	细分产品
单克隆抗体	心脏标志物抗体、激素抗体、传染病抗体、凝血和贫血行业、肿瘤标志物抗体、兽用抗体、代谢综合征抗体、神经抗体、微生物和植物毒素抗体、肾病抗体、免疫学和血清学、生育和妊娠抗体、炎症抗体、甲状腺抗体、骨代谢抗体
抗原	心脏标志物抗体、传染病抗体、凝血和贫血行业、肿瘤标志物抗体、兽用抗体、代谢综合征抗体、神经抗体、肾病抗体、免疫学和血清学、生育和妊娠抗体、炎症抗体、甲状腺抗体
多克隆抗体	多克隆抗降钙素原、多克隆 cCRP、多克隆抗人心肌肌钙蛋白、多克隆抗 SARS-CoV-2 核蛋白
血清和血浆	EDTA、肌钙蛋白 I 游离血清、无 CRP 血清等

资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

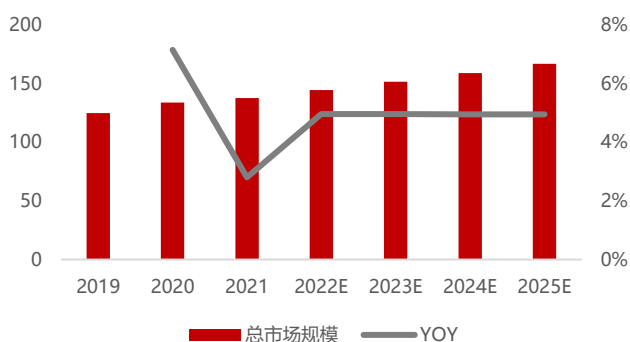
收购德赛完善 IVD 海外供应链, 加速 IVD 业务国际化的发展进程和量大客户全面突破。2023 年 7 月 31 日, 迈瑞收购德国著名 IVD 公司德赛诊断约 75% 股权, 从平台布局上, DiaSys 在欧洲、亚太和拉美地区都有本地生产基地, 能够为当地或区域客户提供及时交付和本地化服务。从技术上, DiaSys 拥有超过 30 年的产品研发积累, 能够与迈瑞的仪器业务产生显著的协同效应。未来公司将充分运用过往跨境并购整合和管理经验, 通过德赛逐步导入和完善化学发光等海外 IVD 业务的供应链平台, 加强海外本地化生产、仓储、物流、服务等能力建设, 为实现 IVD 业务的全面国际化奠定坚实的基础。

2.3 医学影像产线：高端超声产品提升整体竞争力，已成为全球第三

逐步突破高端超声领域，竞争力得到显著提升。2018年，迈瑞医疗研发推出了高帧率造影成像技术（HiFR-CEUS），并成功将其应用于 ResonaR9 超声仪，为超声医生带来更精准的诊断信息，2023年底在国内市场发布了国产首款超高端超声平台 Resona A20，标志着公司超声技术已经正式迈入国际一流水平。

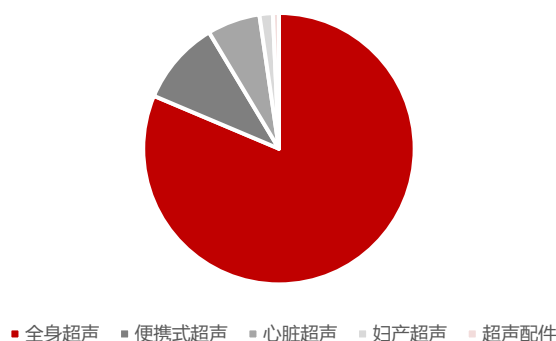
国内以高端超声产品为基，加速进行国产替代。2021年我国超声设备市场规模为138亿元，据医械数据云，预计将以5%的年复合增长率在2025年增长至167亿元。超声影像产品可以分为台式超声和便携式超声，台式超声按照终端售价又可以分为高端专科超声、全身超声等。整体来看，国产超声品牌以便携和全身超声产品为主。

图25：2019-2025E，中国超声影像诊断设备市场规模及增速（亿元，%）



资料来源：MDCLOUD，民生证券研究院

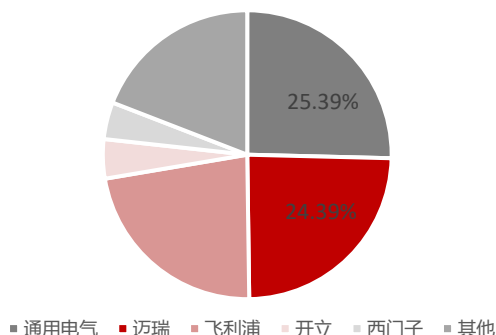
图26：2023年中国超声影像市场细分赛道分布



资料来源：众成数科，民生证券研究院

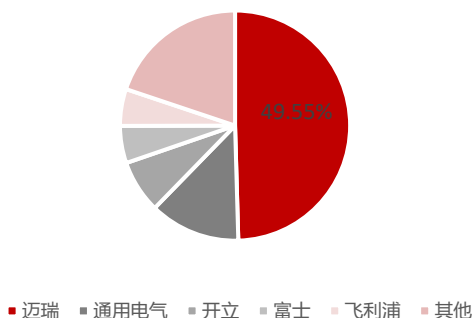
目前进口品牌占国内超声市场的比重合计仍达到近六成，通过在超高端领域的发力，公司将继续巩固国内市场第一的地位，加速超声国产化率的提升。2023年，迈瑞在国内超声影像市场以24%的市占率排名第二，与第一位GE仅差1%。分产品类型来看，便携式超声市场上，迈瑞占据绝对的龙头地位，市占率达50%，全身超声和妇产超声市占率分别为23%和22%，仅次于通用电气，心脏超声领域，鉴于公司的相关产品推出时间较晚，目前市占率仅3%，有较大提升空间。

图27: 2023 年中国超声影像市场竞争格局



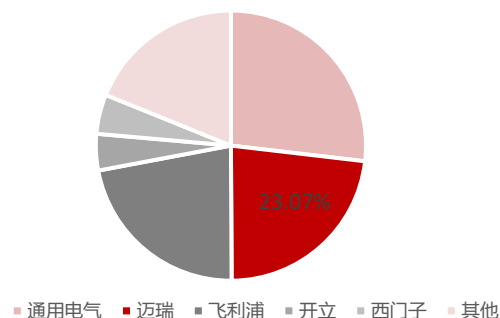
资料来源: 众成数科, 民生证券研究院

图28: 2023 年中国便携式超声影像市场竞争格局



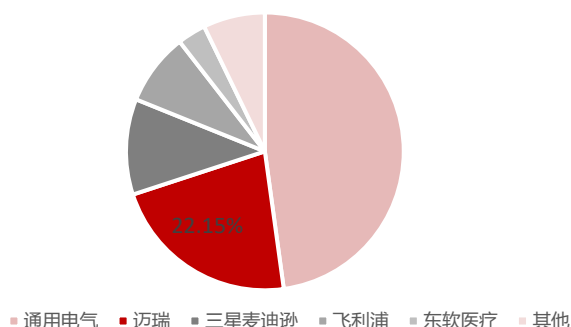
资料来源: 众成数科, 民生证券研究院

图29: 2023 年中国全身超声影像市场竞争格局



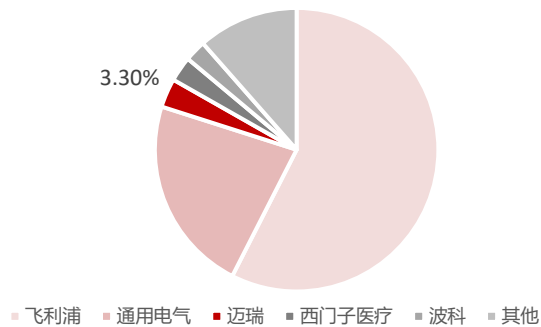
资料来源: 众成数科, 民生证券研究院

图30: 2023 年中国妇产超声影像市场竞争格局



资料来源: 众成数科, 民生证券研究院

图31: 2023 年中国心脏超声影像市场竞争格局

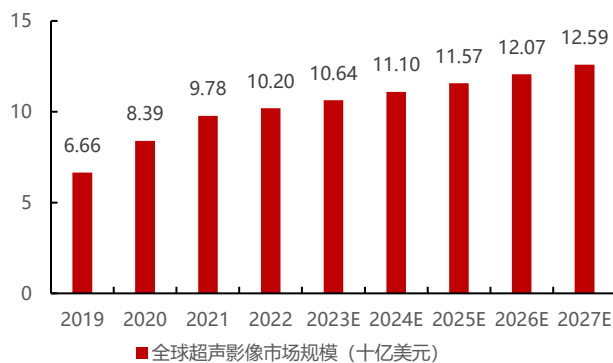


资料来源: 众成数科, 民生证券研究院

海外凭借超高端超声产品系列持续突破高端客户群。根据Skyquest, 全球超声医学影像设备市场规模在 2021 年是 97.8 亿美元, 预计从 2022 年的 102 亿美元以 CAGR 约 4.3% 增长到 2030 年的 142.8 亿美元。2022 年, 公司的超声产品突破了海外超过 80 家全新高端客户, 除此以外, 还在超过 80 家已有高端客户中

实现了更多产品的横向突破。2023 年虽然中低端超声采购需求的景气度持续受到整体宏观经济环境低迷的冲击，但公司迅速地对营销做了针对性调整，加大了海外高端市场的覆盖投入力度，包括积极举办国际学术研讨会议、组织国内外知名医院联动交流等，推动海外超声高端型号增长超过了 25%，加速了高端客户突破的进程，并助力超声业务首次实现了全球第三的行业地位。

图32：2019-2027E，全球超声影像市场规模



资料来源：skyquest，民生证券研究院

3 新兴板块：聚沙成塔，潜龙在渊

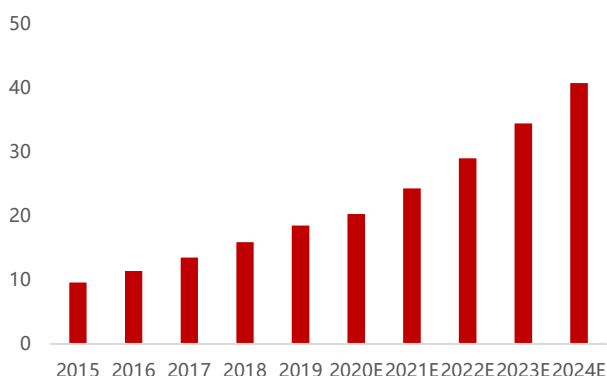
迈瑞医疗基于自己的商业版图规划，从以下三个基本原则选择新兴业务：一是有技术门槛，能够发挥公司在研发上的优势；二是可国际化拓展，有效利用全球业务平台优势的同时把研发费用效率最大化；三是可服务于公司着力打造的重症、急救、微创外科、检验、超声等生态圈。因此中长期来看，迈瑞医疗将重点培育包括微创外科、动物医疗、骨科等种子业务，以期实现更远期的增长目标。

3.1 微创外科：微创手术渗透率提升带动相应器械市场快速扩容

微创外科手术 (Minimally invasive surgery, MIS) 是指通过微小的创伤，即可完成对于人体内器官和组织的切除、修复或重建等外科手术操作。微创外科手术对病人的创伤明显小于相应的传统外科手术，能够最大限度地减少患者的痛苦。微创外科手术主要包括腹腔镜、胸腔镜手术，广泛应用于普通外科、胸外科、泌尿外科等外科科室。

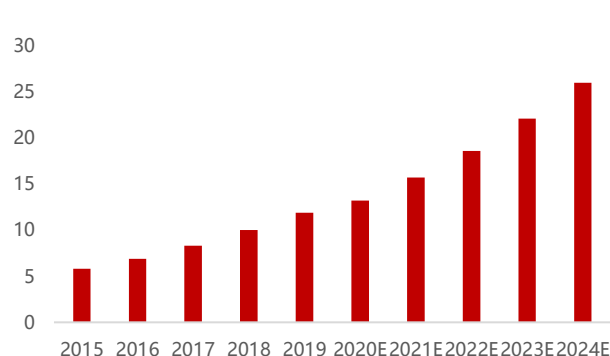
中国微创外科手术渗透率提升带动相关设备及耗材需求量稳步扩容。根据康基医疗招股说明书，中国 MISIA 市场规模从 2015 年的 96 亿元增长至 2019 年的 185 亿元 (以销售收入计)，CAGR 为 17.8%，预计到 2024 年将达到 408 亿元。从手术量及渗透率来看，根据灼识咨询，自 2015 到 2019 年，中国每百万人口接受微创外科手术的数量及其渗透率从 4,248 台及 28.5% 增长至 8,514 台及 38.1%，而美国在 2019 年，每百万人口接受微创外科手术的数量及其渗透率分别为 16,877 台及 80.1%。

图33：2015-2024E，中国 MISIA 市场规模（十亿元）



资料来源：康基医疗招股书，灼识咨询，民生证券研究院

图34：2015-2024E，中国微创外科手术数量（百万例）

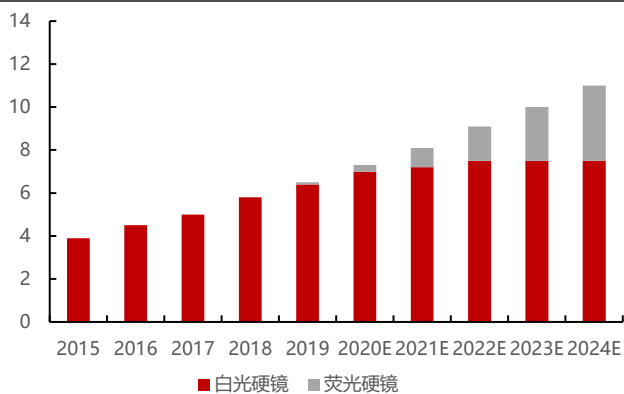


资料来源：康基医疗招股书，灼识咨询，民生证券研究院

中国硬镜市场发展迅速，近年来国产化率提升明显。我国硬镜的整体市场规模预计将从 2019 年的 65 亿元以 11% 的增速增长至 2024 年的 110 亿元。2019-2023 年，基于国产产品的高性价比，头部外企在中国硬镜市场的份额逐年下滑，2023 年卡尔史托斯、奥林巴斯、史赛克、德国狼牌合计市占率为 42%，相较

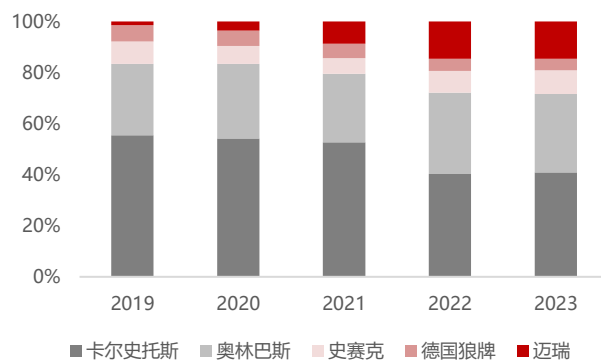
2019 年下滑 29pcts，而迈瑞医疗从 2019 年的 1%市占率跃升至 2023 年 7%，同时市场排名第三，仅次于卡尔史托斯和奥林巴斯。

图35：2015-2024E，中国硬镜市场规模（十亿元）



资料来源：海泰新光招股书，弗罗斯特沙利文，民生证券研究院

图36：2019-2023 年，中国硬镜市场竞争格局变化（出厂价）



资料来源：众成数科，民生证券研究院

3.2 动物医疗：动物消费医疗市场前景广阔

面向不同动物物种以及应用场景，建立体外诊断、生命信息与支持、医学影像技术研究平台。1) 医学影像领域，重点提升超声和 DR 产品的图像质量以及开展智能化功能研究，提高医生的工作效率；2) 生命信息与支持领域，重点开展围术期解决方案、病房/ICU 解决方案、大外科解决方案的研究；3) 体外诊断领域，重点开展院内市场产品线拓展，从血液分析拓展到更多实验室检测相关子业务，重点进行动物专用化的快检设备以及相关试剂的研究。

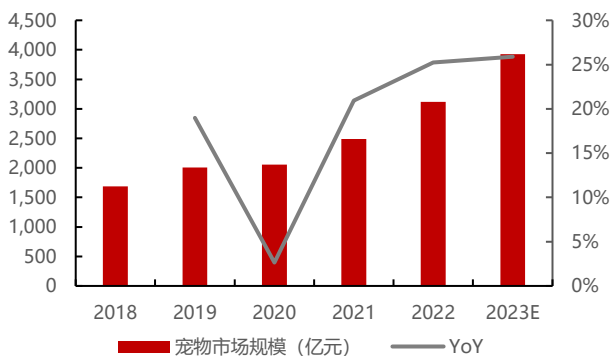
图37：公司动物医疗产品布局



资料来源：公司官网，民生证券研究院

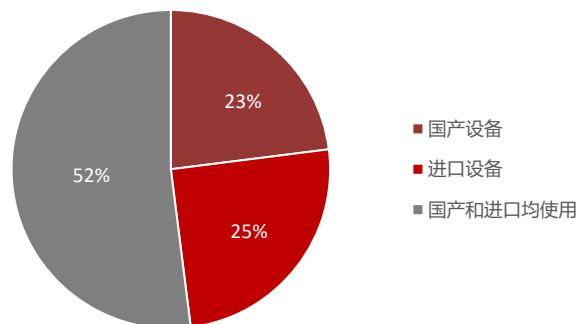
宠物消费市场发展蓬勃向上，且仍存在一定进口替代空间。据《2023 年中国宠物健康消费白皮书》，2020-2023E，宠物市场规模呈现高速增长趋势，期间 CAGR 高达 24%，2022 年同时使用进口和国产医疗器械的以及仅使用进口设备合计市场份额占比约 77%，伴随国内宠物医疗器械品类的逐步完善以及更为凸显的产品性价比优势，我们认为国产厂家有望取得更高的市场份额。

图38：2018-2023 年，中国宠物消费市场规模



资料来源：《2023 年中国宠物健康消费白皮书》艾瑞数智，民生证券研究院

图39：2022 年中国宠物医疗器械国产与进口设备比例

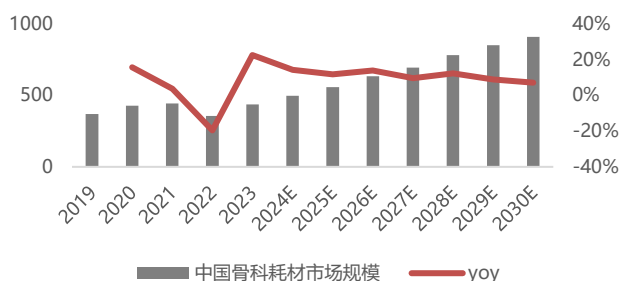


资料来源：《2022 年中国宠物健康消费白皮书》艾瑞数智，民生证券研究院

3.3 骨科：借助集采快速提升市场份额

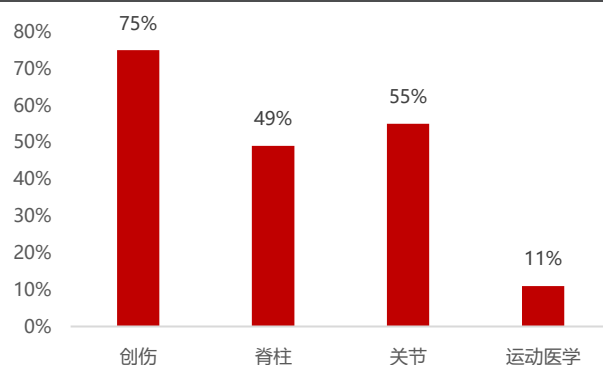
国内骨科耗材市场稳步发展，国产化提升空间仍存。据智研瞻相关数据，2023 年我国骨科耗材市场规模约 435 亿元，2019-2023 年基于行业集采因素，市场规模有所波动，但由于我人口基数大、人口老龄化程度不断加深，从长期趋势来看，骨科耗材规模仍将保持较高增速，预计 2023-2030E 期间的 CAGR 约为 11%，2030 年其市场规模将达约 910 亿元。此外，据观研天下数据，2022 年植入骨科中除创伤的国产化率较高（75%），其余三个细分赛道国产化率均在 60% 以内，仍存在一定的国产替代空间。

图40：2019-2030E，中国骨科耗材市场规模



资料来源：智研瞻，民生证券研究院

图41：2022 年我国植入骨科器械国产化率



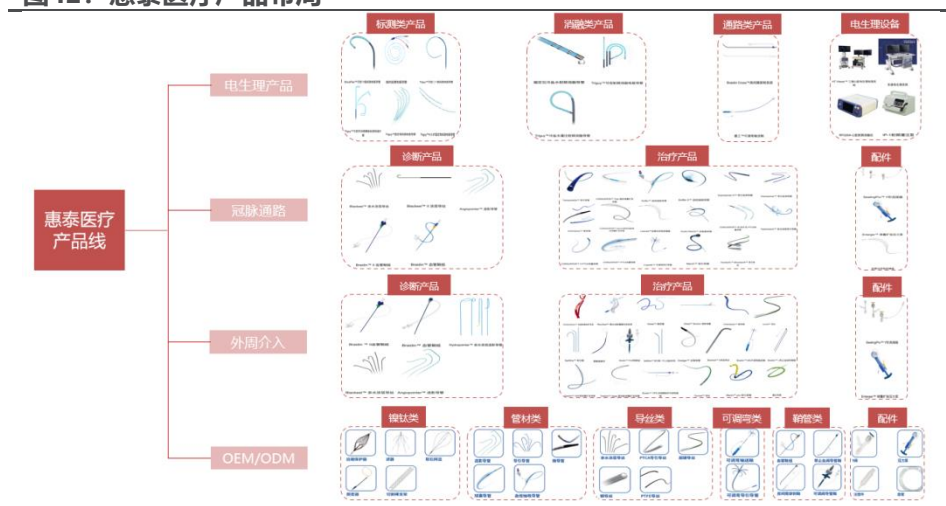
资料来源：观研天下，民生证券研究院

骨科领域，公司正迎来由带量采购引起行业巨变下的发展机遇。公司积极响应国家带量采购模式，参与了国家、省际联盟组织的集中带量采购，获得了快速扩大市场占有率的机会；同时，公司持续完善骨科领域产品布局，坚持研发创新高投入，完善了产品布局，提升了手术解决方案的能力。2022 年历经三次大规模集采，公司均取得佳绩，助力其产品进一步攻城略地：1) 2022 年 2 月 9 日，“京津冀 3+N”采购联盟中公司的三个采购包均以 A 组全部中标，行业报量占比有望达到 8%，进入骨科行业头部阵营；2) 2022 年 7 月 11 日，国家组织高值医用耗材联合采购办公室组织了骨科脊柱类耗材集中带量采购，公司在报名的三个采购包中全部以 A 组中标，且在同竞价单元内取得价格和医疗机构协议采购量优势；3) 2022 年 12 月 7 日，江苏省医保局组织了江苏骨科创伤类医用耗材集中带量采购，公司报名产品全部在第一轮中标，并在同竞价单元内中标价格相对较高，取得了较好的价格优势。

3.4 心血管：强势并购惠泰医疗，卡位电生理和血管介入

取得惠泰医疗 24.61%的控股权，快速进入电生理和血管介入等高值耗材领域。纵观迈瑞过去三十多年的发展史，持续扩充产品线、不断进入新的业务领域是公司快速发展的重要路径，从最初以监护仪起家，到逐步进入血球、超声等领域，构建起了以生命信息与支持、体外诊断、医学影像为主导的三大产线，并不断在这三大产线里横向拓展了更多的细分赛道，其中近十年布局的化学发光和微创外科都已成为了公司增长的重要驱动力。为了实现全球前十、甚至更高的行业地位，需要持续践行扩充产品线的发展路径。而惠泰医疗在心血管赛道深耕多年，在心脏电生理、冠脉通路、外周血管介入领域拥有国内领先的技术创新能力，以及覆盖全产业链的耗材研发、生产能力和工艺，并已在国内客户端取得了一定的认可度。因此 2024 年 1 月 28 日，公司宣布收购惠泰医疗，深迈控及其一致行动人珠海彤昇将合计持有惠泰医疗 24.61%股份。

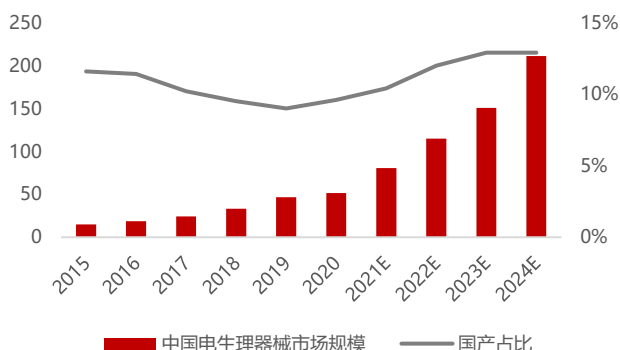
图42：惠泰医疗产品布局



资料来源：公司官网，民生证券研究院

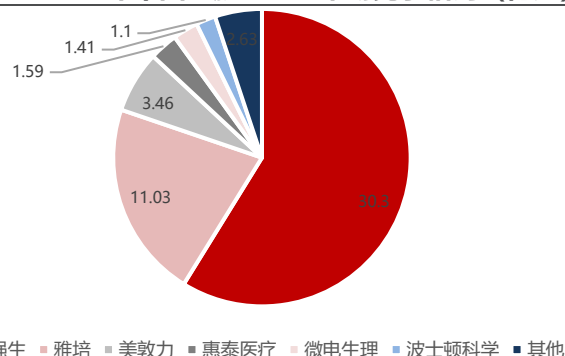
中国电生理市场长坡厚雪，且具备高技术壁垒。受人口老龄化加剧、心律失常患者人数增加以及消融手术普及和消融手术耗材产品升级等因素驱动，预计到 2024 年，我国电生理器械市场规模将达到 211.1 亿元，2020-2024 年 CAGR 为 42.3%。随着国内企业在技术研发及产业应用方面的不断突破，国产产品与进口产品的差距不断缩小，国产电生理医疗器械的市场规模也在稳步增长。未来随着各项利好国产替代政策的有序推进，国产电生理医疗器械的市场规模增速有望超过进口企业。预计 2020 年至 2024 年，国产电生理医疗器械市场的复合增速将达到 53.2%，高于同期进口 CAGR，预计到 2024 年，国产厂商有望占据 12.9% 的市场份额。

图43: 2015-2024E, 中国电生理市场规模 (亿元)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 民生证券研究院

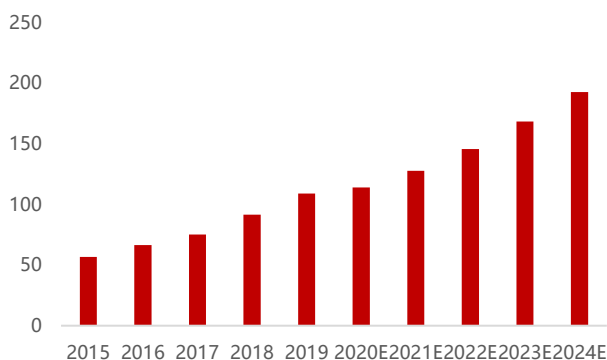
图44: 2020年中国心脏电生理市场竞争格局 (亿元)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 民生证券研究院

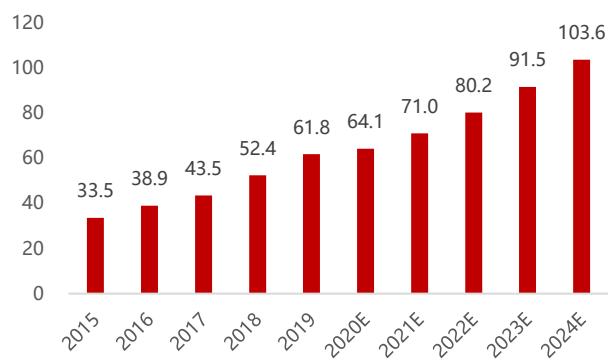
2019年, 中国冠脉介入手术量达到 108.9 万台, 约占所有血管介入手术量的 80%。随着我国冠心病患者数量不断攀升, 冠脉介入技术升级、国家医保更全面的覆盖以及基层医疗水平的不断提升, 预计未来冠脉介入手术的需求将继续得到释放, 在 2024 年总手术量将达到 192.7 万台, 驱动整体冠脉介入器械市场的快速增长, 预计到 2024 年, 中国冠脉介入器械市场规模将翻倍, 达到 103.6 亿, 2019-2024 年 CAGR 约 10.9%。

图45: 2015-2024E, 中国冠脉介入手术量 (万台)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 民生证券研究院

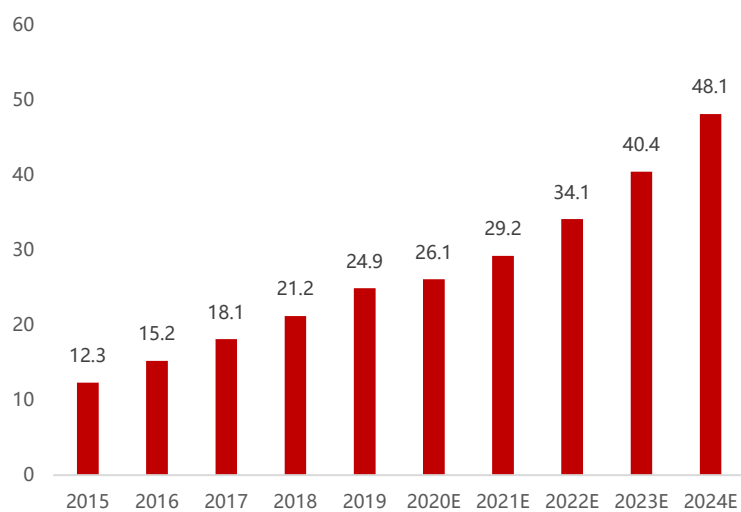
图46: 2015-2024E, 中国冠脉介入器械市场规模 (亿元)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 民生证券研究院

周围血管介入和神经介入类手术量目前仅占中国血管介入手术总量约 20%, 处于发展初期, 随着企业市场推广, 医生教育的加强和临床认可度的提高, 该领域产品的渗透率将不断增加, 并驱动血管介入器械总体市场的快速增长。我国周围血管介入器械市场规模由 2015 年的 12.3 亿元增长至 2019 年的 24.9 亿元, CAGR 达 19.3%。随着我国对血管类疾病的筛查技术不断发展、临床相关经验的持续积累以及人民健康意识的明显提升, 预计 2019-2024 年周围血管介入器械市场将会保持 14.1% 左右的增长态势, 并在 2024 年达到 48.1 亿元的市场规模。

图47: 2015-2024E, 中国周围血管介入器械市场规模 (亿元)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

4.1 收入及毛利预测

1) 生命信息与支持：迈瑞医疗的多款生命信息与支持产品市场地位高，为国内第一乃至全球领先，其次新兴业务如微创外科于 2024H1 增长超过了 90%，硬镜系统实现了翻倍增长，高值耗材业务如超声刀开始逐步放量，虽然由于医疗行业整顿和医疗设备更新项目导致了今年上半年招标采购活动持续推迟，使得该业务线承担了较大的压力，但需要明确的是，积压的采购需求总量并未受到影响，推迟的采购项目未来仍将全部释放。其中，据公司统计，截至 2024 年 6 月底，国内医疗新基建待释放的市场空间进一步提升至 240 亿元以上，因此我们预计 2024-2026 年公司生命信息与支持板块收入增速分别为 10%、15%、15%，毛利率水平将伴随营收规模的扩大以及产品的结构性变化而呈现略微提升趋势，预计 2024-2026 年毛利率将稳中有升，分别为 67.0%、67.2%、67.4%。

2) 体外诊断：公司作为化学发光国内龙头企业，将充分受益于集采政策，进一步提升市占率，因此我们预计 2024-2026 年体外诊断板块收入增速分别为 25%、24%、23%，由于试剂毛利率水平会伴随生产规模的变化有较大波动，且伴随原料自产率的逐步提升，我们预计毛利率水平将有较为快速的提升，预计 2024-2026 年毛利率分别为 65.0%、66.0%、67.0%。

3) 医学影像：迈瑞超声影像产品不断迭代，伴随高端产品系列的不断推出，有望带动板块增长，同时改善盈利水平，我们预计 2024-2026 年医学影像块板块收入增速分别为 20%、20%、20%，毛利率分别为 69.2%、69.3%、69.4%。

4) 其他主营：主要是围绕主营业务形成的产品收入，基础较小，短期有较大弹性，2024H1 同比增速达 59%，若假设下半年与上半年维持同等营收水平，则 2024 年同比增速约 100%，因此我们预计 2024-2026 年该板块收入增速分别为 100%、10%、10%，毛利率分别为 34.0%、34.2%、34.4%。

综上所述，我们预计 2024-2026 年公司营业总收入分别为 411.66 亿元、491.65 亿元、585.97 亿元，对应增速分别为 17.85%、19.43%、19.19%。公司综合毛利率平稳上升，分别为 66.37%、66.85%、67.35%。

表7: 迈瑞医疗 2024E-2026E 盈利预测

亿元	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	349.32	411.66	491.65	585.97
yoy	15.04%	17.85%	19.43%	19.19%
毛利率	66.16%	66.37%	66.85%	67.35%
生命信息与支持				
收入	152.52	167.77	192.94	221.88
yoy	13.81%	10.00%	15.00%	15.00%
毛利率	66.78%	67.00%	67.20%	67.40%
体外诊断				
收入	124.21	155.27	192.53	236.82
yoy	21.12%	25.00%	24.00%	23.00%
毛利率	64.30%	65.00%	66.00%	67.00%
医学影像				
收入	70.34	84.40	101.28	121.54
yoy	8.82%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	69.10%	69.20%	69.30%	69.40%
其他主营				
收入	1.68	3.37	3.71	4.08
yoy	-27.73%	100.00%	10.00%	10.00%
毛利率	33.37%	34.00%	34.20%	34.40%
其他收入				
收入	0.57	0.85	1.19	1.66
yoy	379%	50%	40%	40%
毛利率	39.89%	40.00%	40.20%	40.40%

资料来源: wind, 民生证券研究院预测

基于公司营收规模较大, 三费水平也较为稳定。2023 年公司销售、管理、研发费用率分别依次为 16.3%、4.4%、9.8%。未来三年, 我们认为公司各条业务产线的人效维稳, 且医疗设备产品销售仍需适当的研发和推广费用支出, 因而假定公司未来三年的三费水平基本维持稳定。

表8: 迈瑞医疗 2024E-2026E 费用率预测

百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
销售费用	5,703	6,587	7,866	9,376
销售费用率	16.3%	16.0%	16.0%	16.0%
管理费用	1,524	1,811	2,163	2,578
管理费用率	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%
研发费用	3,433	4,034	4,818	5,743
研发费用率	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%

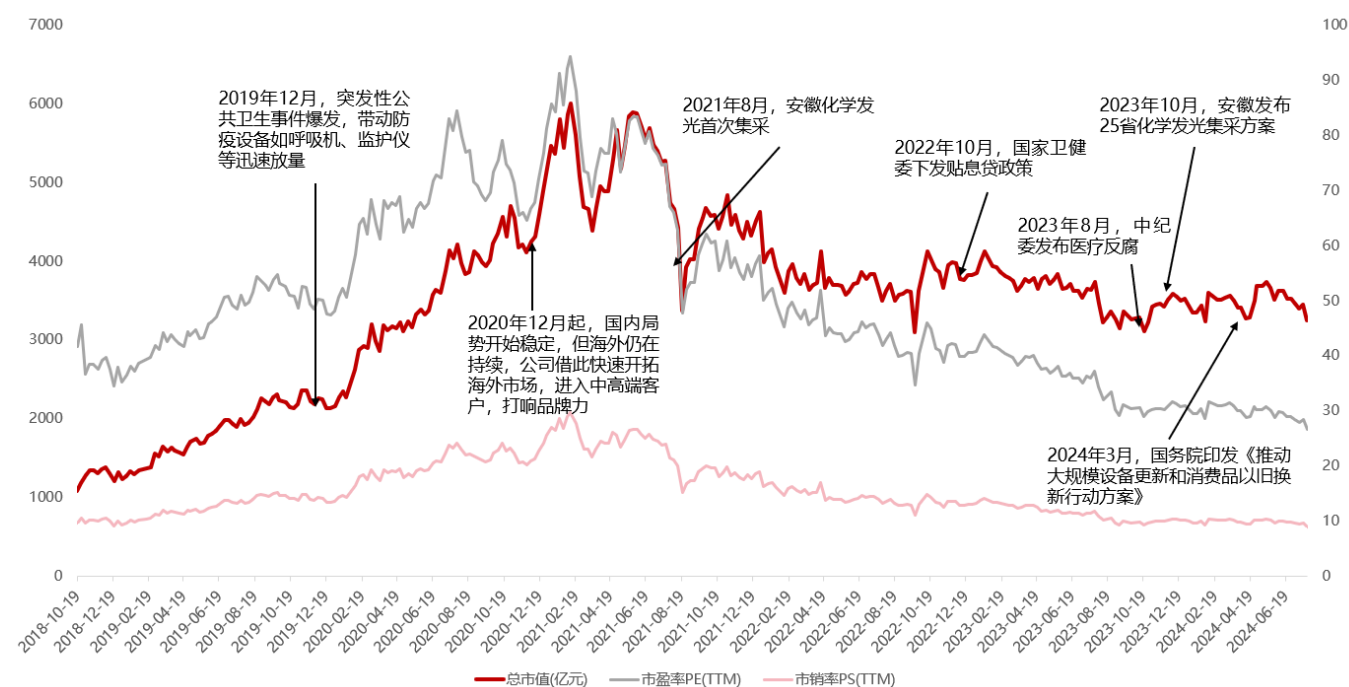
资料来源: wind, 民生证券研究院预测

4.2 估值分析：纵向回溯与横向对比，当下公司估值性价比凸显

4.2.1 纵向回溯：迈瑞医疗 PE 估值已处于历史低位，发展趋势向好

股价复盘：迈瑞医疗自 2018 年上市以来，经营面持续改善，股价受外部环境影响有所波动。外部影响因子可分为三大类，1) 突发性公共卫生安全事件：基本面来看短期较大的刺激了相关产品需求，并且从中长期维度大幅提升公司在海内外的品牌力以及渠道价值；2) 化学发光集采：基本面来看短期有利于头部厂商份额进一步集中，中长期有利于带动国产化率提升，进一步改善流通环节，强化企业管理能力；3) 医疗反腐：主要在于打击医疗器械流通环节的灰色利润，并不会影响公司正常经营业绩增长的长期逻辑。截至 2024 年 7 月底，迈瑞医疗的 PE (TTM) 值已达历史最低区间，短期来看，2024 年上半年，基本面业绩受终端需求不足有所承压，下半年以旧换新政策将逐步落地，提振监护仪、呼吸机、超声等设备的需求，促进基本面回暖，中长期来看，公司始终坚持全球化战略，叠加新业务线带来的第二成长曲线，有望进一步提升全球市占率。

图48：迈瑞医疗股价复盘（数据更新至 2024/7/31）



资料来源：wind，民生证券研究院

4.2.2 横向比较：相对高成长性与完整的平台赋能，凸显公司投资的性价比优势

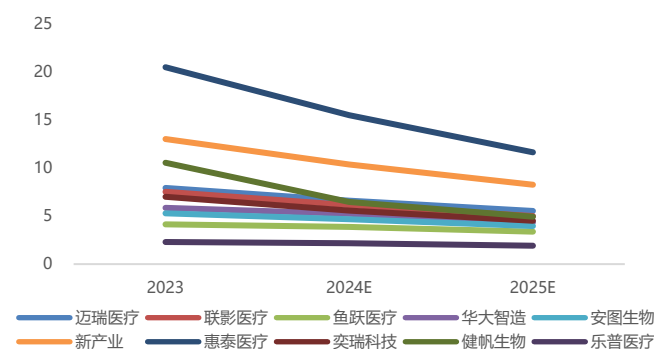
公司市场地位和平台完整度较高，有望获得更高的估值溢价。迈瑞医疗以全面的产品线和创新解决方案引领着中国医疗器械行业的发展。在生命信息与支持、体外诊断、医学影像三大业务领域，公司具备从中低端到高端、从科室到全院的整体化、集成化解决方案。2023年，迈瑞医疗以显著高于国内竞争公司的营收以及净利润完成对于国内市场的进一步抢占。目前，迈瑞医疗的估值与其利润增速相比具有较高投资性价比。

表9：国内 TOP10 医疗器械公司盈利能力对比

公司代码	公司名称	净利率			收入增速			利润增速		
		2021	2022	2023	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
300760.SZ	迈瑞医疗	32%	32%	27%	18%	20%	20%	21%	21%	20%
688271.SH	联影医疗	20%	18%	17%	24%	27%	24%	19%	25%	23%
002223.SZ	鱼跃医疗	22%	22%	26%	20%	11%	15%	55%	-9%	17%
688114.SH	华大智造	12%	48%	-21%	-31%	37%	28%	-129%	-108%	478%
603658.SH	安图生物	26%	26%	23%	4%	22%	21%	8%	24%	23%
300832.SZ	新产业	38%	44%	32%	29%	28%	27%	23%	29%	29%
688617.SH	惠泰医疗	25%	29%	32%	36%	34%	34%	49%	31%	35%
688301.SH	奕瑞科技	41%	41%	33%	22%	31%	25%	-4%	49%	26%
300529.SZ	健帆生物	45%	36%	22%	-17%	33%	22%	-31%	37%	25%
300003.SZ	乐普医疗	16%	21%	18%	-13%	17%	19%	-9%	20%	22%

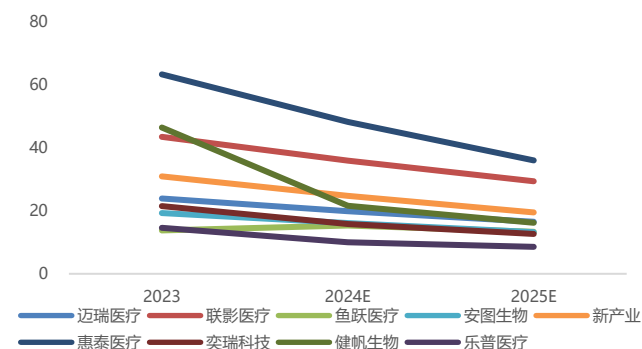
资料来源：wind，民生证券研究院 注：时间截至 2024/8/29

图49：2023-2025E，国内主要器械公司 PS 估值



资料来源：wind，民生证券研究院 注：时间截至 2024/8/29，可比公司采用 wind 一致预期

图50：2023-2025E，国内主要器械公司 PE 估值



资料来源：wind，民生证券研究院 注：剔除华大智造，时间截至 2024/8/29，可比公司采用 Wind 一致预期

在可比公司选择上，我们选取了主营业务更为相近的联影医疗、新产业、惠泰医疗作为可比公司，上述企业中联影医疗为国内大型医疗影像设备龙头，新产业属于国内化学发光第一梯队企业，惠泰医疗为国内心血管介入医疗设备领域头部企业。根据 wind 一致预期，可比公司股价对应 2024-2026 年平均 PE 分别为 36、28、22X，公司目前股价对应 2024-2026 年 PE 分别为 21、17、14X，低于可比公司均值，且从中长期来看，随着医疗新基建和设备以旧更新政策的推进及医疗器械领域集采的大范围执行，可为国产品牌带来结构性的成长机会，我们认为当下公司仍具备较高的投资性价比。

表10：迈瑞医疗与行业可比公司对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
688271.SH	联影医疗	96.36	2.40	2.77	3.37	4.13	40	35	29	23
300832.SZ	新产业	68.99	2.10	2.62	3.31	4.16	33	26	21	17
688617.SH	惠泰医疗	346.42	7.99	7.31	9.86	13.13	43	47	35	26
可比公司均值							39	36	28	22
300760.SZ	迈瑞医疗	232.13	9.55	11.24	13.51	16.29	24	21	17	14

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：可比公司采用 Wind 一致预期，收盘价为 2024 年 9 月 12 日)

基于公司核心业务板块分析，我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 411.66/491.65/585.97 亿元，同比增速分别为 17.8%/19.4%/19.2%；归母净利润分别为 136.29/163.81/197.50 亿元，同比增速分别为 17.7%/20.2%/20.6%。以迈瑞医疗当下的估值，无论与国内主要医疗器械企业相比，或与自身历史估值水平比较，均具有较高投资价值。首次覆盖，给予“推荐”评级。

表11：盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	34,932	41,166	49,165	58,597
增长率 (%)	15.0	17.8	19.4	19.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	11,582	13,629	16,381	19,750
增长率 (%)	20.6	17.7	20.2	20.6
每股收益 (元)	9.55	11.24	13.51	16.29
PE	24	21	17	14
PB	8.5	6.8	5.6	4.7

资料来源：wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2024 年 9 月 12 日收盘价)

5 风险提示

- 1) **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。
- 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。
- 3) **行业竞争加剧/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。
- 4) **贸易政策超预期风险**：受中美贸易政策影响，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，此外，在政治不确定性、法律监管等方面也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) **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，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。
- 6) **汇率波动风险**：公司 2024H1 海外收入为 79.06 亿元，占比达 38.5%，海外汇率波动可能对公司利润形成一定影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	34,932	41,166	49,165	58,597
营业成本	11,821	13,844	16,299	19,134
营业税金及附加	366	412	492	586
销售费用	5,703	6,587	7,866	9,376
管理费用	1,524	1,811	2,163	2,578
研发费用	3,433	4,034	4,818	5,743
EBIT	12,418	14,986	18,133	21,904
财务费用	-855	-818	-756	-861
资产减值损失	-530	-318	-274	-322
投资收益	-10	0	0	0
营业利润	13,070	15,487	18,615	22,443
营业外收支	-59	0	0	0
利润总额	13,011	15,487	18,615	22,443
所得税	1,433	1,858	2,234	2,693
净利润	11,578	13,629	16,381	19,750
归属于母公司净利润	11,582	13,629	16,381	19,750
EBITDA	13,457	16,127	19,479	23,301

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	18,787	21,723	30,433	40,967
应收账款及票据	3,297	3,652	4,362	5,199
预付款项	268	314	369	433
存货	3,979	4,427	5,212	6,118
其他流动资产	545	649	652	705
流动资产合计	26,875	30,764	41,028	53,422
长期股权投资	67	147	147	147
固定资产	5,490	6,556	6,982	7,421
无形资产	2,225	2,550	2,558	2,575
非流动资产合计	21,065	26,971	26,765	26,714
资产合计	47,940	57,735	67,793	80,136
短期借款	8	8	8	8
应付账款及票据	2,690	3,151	3,710	4,355
其他流动负债	7,404	8,642	10,007	11,719
流动负债合计	10,103	11,801	13,724	16,082
长期借款	1	0	0	0
其他长期负债	4,490	4,015	3,946	4,010
非流动负债合计	4,491	4,015	3,946	4,010
负债合计	14,594	15,816	17,670	20,092
股本	1,212	1,212	1,212	1,212
少数股东权益	261	261	261	261
股东权益合计	33,346	41,919	50,123	60,044
负债和股东权益合计	47,940	57,735	67,793	80,136

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	15.04	17.85	19.43	19.19
EBIT 增长率	17.59	20.68	21.00	20.80
净利润增长率	20.56	17.67	20.20	20.56
盈利能力 (%)				
毛利率	66.16	66.37	66.85	67.35
净利润率	33.16	33.11	33.32	33.70
总资产收益率 ROA	24.16	23.61	24.16	24.65
净资产收益率 ROE	35.01	32.71	32.85	33.04
偿债能力				
流动比率	2.66	2.61	2.99	3.32
速动比率	2.21	2.17	2.56	2.89
现金比率	1.86	1.84	2.22	2.55
资产负债率 (%)	30.44	27.39	26.06	25.07
经营效率				
应收账款周转天数	34.43	34.43	34.43	34.43
存货周转天数	122.85	122.85	122.85	122.85
总资产周转率	0.74	0.78	0.78	0.79
每股指标 (元)				
每股收益	9.55	11.24	13.51	16.29
每股净资产	27.29	34.36	41.13	49.31
每股经营现金流	9.12	13.46	14.99	17.86
每股股利	5.80	6.74	8.11	9.77
估值分析				
PE	24	21	17	14
PB	8.5	6.8	5.6	4.7
EV/EBITDA	19.41	16.19	13.41	11.21
股息收益率 (%)	2.50	2.91	3.49	4.21

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	11,578	13,629	16,381	19,750
折旧和摊销	1,039	1,140	1,346	1,397
营运资金变动	-1,398	273	-114	-156
经营活动现金流	11,062	16,325	18,170	21,648
资本开支	-2,667	-8,077	-976	-1,113
投资	-2,182	-80	0	0
投资活动现金流	-693	-7,050	-935	-1,113
股权募资	79	0	0	0
债务募资	-19	-1,128	-110	0
筹资活动现金流	-10,776	-6,340	-8,525	-10,002
现金净流量	-305	2,936	8,710	10,534

插图目录

图 1: 迈瑞医疗产品分布图.....	3
图 2: 2014~2024H1, 公司营收与利润端呈现稳健增长 (百万元)	4
图 3: 2014~2024H1, 公司净利率水平稳步提升	4
图 4: 2014~2024H1, 公司四项费用率水平趋于稳定	4
图 5: 2014~2024H1, 公司海外收入占比稳步提升	4
图 6: 2014~2024H1, 生命信息与支持业务营收和增速 (百万元)	5
图 7: 2014~2024H1, 体外诊断营收和增速 (百万元)	5
图 8: 2014~2024H1, 医学影像业务营收和增速 (百万元)	5
图 9: 2008-2024 年, 公司海内外收并购大事记	6
图 10: 2000-2023, 65 岁以上人口占比逐年上升 (亿人)	7
图 11: 2016-2027E, 全球医疗器械规模稳步增长	7
图 12: 2019-2024H1, 医疗专项债发行规模 (亿元)	8
图 13: 2019-2023, 医疗服务与保障能力提升补助资金预算 (亿元)	8
图 14: 2018-2022, 中国床位数及占比	9
图 15: 中国人均 ICU 床位数与美国、德国的对比	9
图 16: 瑞智联系统介绍	12
图 17: 2019-2024, 中国监护仪市场竞争格局变化	12
图 18: 2019-2024, 中国医用呼吸机市场竞争格局变化	12
图 19: 2019-2024, 中国麻醉机市场竞争格局变化	13
图 20: 2019-2024, 中国体外除颤仪市场竞争格局变化	13
图 21: 2023-2028E, 不同细分市场增速 (十亿美元)	13
图 22: 2015-2025E, 中国化学发光市场规模及增速	14
图 23: 化学发光市场竞争格局 (2019)	14
图 24: 化学发光市场竞争格局 (2021)	14
图 25: 2019-2025E, 中国超声影像诊断设备市场规模及增速 (亿元, %)	16
图 26: 2023 年中国超声影像市场细分赛道分布	16
图 27: 2023 年中国超声影像市场竞争格局	17
图 28: 2023 年中国便携式超声影像市场竞争格局	17
图 29: 2023 年中国全身超声影像市场竞争格局	17
图 30: 2023 年中国妇产超声影像市场竞争格局	17
图 31: 2023 年中国心脏超声影像市场竞争格局	17
图 32: 2019-2027E, 全球超声影像市场规模	18
图 33: 2015-2024E, 中国 MISIA 市场规模 (十亿元)	19
图 34: 2015-2024E, 中国微创外科手术数量 (百万例)	19
图 35: 2015-2024E, 中国内镜市场规模 (十亿元)	20
图 36: 2019-2023 年, 中国内镜市场竞争格局变化 (出厂价)	20
图 37: 公司动物医疗产品布局	21
图 38: 2018-2023 年, 中国宠物消费市场规模	21
图 39: 2022 年中国宠物医疗器械国产与进口设备比例	21
图 40: 2019-2030E, 中国骨科耗材市场规模	22
图 41: 2022 年我国植入骨科器械国产化率	22
图 42: 惠泰医疗产品布局	23
图 43: 2015-2024E, 中国电生理市场规模 (亿元)	24
图 44: 2020 年中国心脏电生理市场竞争格局 (亿元)	24
图 45: 2015-2024E, 中国冠脉介入手术量 (万台)	24
图 46: 2015-2024E, 中国冠脉介入器械市场规模 (亿元)	24
图 47: 2015-2024E, 中国周围血管介入器械市场规模 (亿元)	25
图 48: 迈瑞医疗股价复盘 (数据更新至 2024/7/31)	28
图 49: 2023-2025E, 国内主要器械公司 PS 估值	29
图 50: 2023-2025E, 国内主要器械公司 PE 估值	29

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 2021 年以来, 政府持续发布文件促进医疗资源发展.....	7
表 2: 2024 年大规模设备更新和消费品以旧换新超长期国债发行进度.....	9
表 3: 自 2024 年 4 月底, 各省市医疗设备更新方案推出时间及对应金额 (部分)	10
表 4: 公司生命与信息支持业务产品持续推出.....	11
表 5: 迈瑞体外诊断产品参与集采的中标情况.....	14
表 6: 海肽生物主要产品	15
表 7: 迈瑞医疗 2024E-2026E 盈利预测	27
表 8: 迈瑞医疗 2024E-2026E 费用率预测	27
表 9: 国内 TOP10 医疗器械公司盈利能力对比	29
表 10: 迈瑞医疗与行业可比公司对比.....	30
表 11: 盈利预测与财务指标.....	30
公司财务报表数据预测汇总.....	32

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026