

迈瑞医疗（300760.SZ）

全球化战略再升级，数智化转型驱动全球竞争力

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	34,932	36,726	40,794	45,743	51,422
增长率 yoy（%）	15.0	5.1	11.1	12.1	12.4
归母净利润（百万元）	11,582	11,668	12,806	14,288	16,500
增长率 yoy（%）	20.6	0.7	9.7	11.6	15.5
ROE（%）	34.7	28.8	24.2	22.3	21.2
EPS 最新摊薄（元）	9.55	9.62	10.56	11.78	13.61
P/E（倍）	24.7	24.5	22.3	20.0	17.3
P/B（倍）	8.6	8.0	6.0	4.8	3.9

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

全球化战略深化，三大核心业务构筑增长基石。迈瑞医疗作为全球医疗器械领军企业，凭借全球化战略深化，持续巩固行业地位。公司 2024 年国际业务收入占比达 45%，同比增速超 21.28%，业务覆盖全球 190 余个国家和地区，进入 80% 的全球 TOP100 医院，监护仪、麻醉机稳居全球前三，超声业务首次跻身全球前三，高端市场突破显著。生命信息与支持类产品营收超 135 亿元，毛利率提升至 66% 以上；体外诊断业务同比增长 10.82%，化学发光、血球分析仪加速国产替代，海外中大样本量实验室突破超百家，收入体量首次超过生命信息与支持业务；医学影像业务国内市占率首超 30%，巩固了市占率第一的行业地位，超高端超声 Resona A20 打开全球市场。

公司前瞻布局数智化与新兴赛道，打开第二成长曲线。“瑞智联”“瑞影云++”“迈瑞智检”三大智慧医疗解决方案构建全院级数智化生态，AI+医疗深度融合，启元重症大模型实现病情智能分析，超声 AI 质控、血细胞形态 AI 识别等技术临床落地，诊疗效率提升 30% 以上。新兴业务爆发式增长，微创外科硬镜系统市占率跃居国内第三，2024 年上半年增速超 90%，超声刀、能量平台协同放量；收购惠泰医疗切入心血管蓝海市场，电生理业务毛利率达 68.8%，冠脉通路与外周介入国产替代加速，“设备+耗材”协同效应显著，有望重塑行业格局。

研发与并购双轮驱动，护城河持续深化。公司 2024 年研发投入 40.1 亿元，占营收 10.9%，累计申请专利超 1 万项，12 大全球研发中心支撑技术迭代。通过并购惠泰医疗、HyTest 等企业，补强心血管耗材、IVD 上游原料短板，全球化供应链与本地化生产能力优势凸显。政策支持与医疗需求刚性背景下，公司龙头地位稳固。

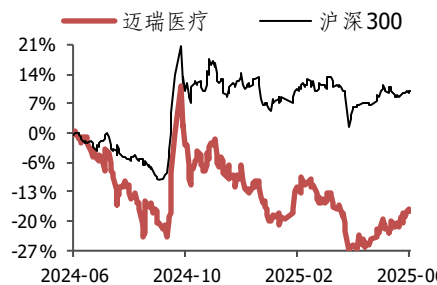
投资建议：公司作为全球医疗器械领军企业，依托全球化战略深化与数智化转型构筑核心竞争力，三大核心业务（生命信息与支持、体外诊断、医学影像）稳居全球前三，高端市场突破显著。公司通过“瑞智联”“瑞影云++”“迈瑞智检”三大智慧医疗解决方案构建全院级数智化生态，AI+医疗深度融合提升诊疗效率，显著增强客户粘性。短期看，医疗新基建需求释放与设备更新政策落地将支撑业绩修复；长期看，全球化渗透、高端化升级及新兴赛道（微创外科、心血管介入）布局将驱动增长动能延续。我们预计 2025-2027

买入（首次评级）

股票信息

行业	医药
2025 年 6 月 12 日收盘价（元）	236.60
总市值（百万元）	286,863.63
流通市值（百万元）	286,858.38
总股本（百万股）	1,212.44
流通股本（百万股）	1,212.42
近 3 月日均成交额（百万元）	1,342.17

股价走势



作者

分析师 吴明华

执业证书编号：S1070525010002

邮箱：wuminghua@cgws.com

分析师 陈玥桦

执业证书编号：S1070524090003

邮箱：chenyuehua@cgws.com

相关研究

年公司归母净利润为 128.06/142.88/165.00 亿元，对应当前股价的预测 PE 为 22.3/20.0/17.3 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：行业政策变化风险、经营管理风险、产品研发的风险、产品价格下降的风险、中美贸易摩擦相关风险、汇率波动风险

内容目录

1. 三十载征程：从本土龙头到全球医疗器械挑战者	5
1.1 多维创新之路，铸就中国医械标杆	5
1.2 业绩持续增长，全球排名持续攀升	6
1.3 并购驱动全球布局，多维举措应对行业变局与机遇	8
2. 核心产品线进展	16
2.1 生命信息与支持：全球前三的基石业务	16
2.2 体外诊断（IVD）：高速增长的第二曲线	20
2.3 医学影像：超声业务 2023 年首次跻身全球前三	23
3. 新兴种子业务	27
3.1 微创外科：以硬镜为切入点，发挥协同优势	27
3.2 电生理及心血管：收购惠泰医疗引领国产器械崛起	29
4. 盈利预测与估值	34
4.1 收入预测与关键假设	34
4.2 投资建议	35
风险提示	36

图表目录

图表 1：迈瑞医疗产品分布	5
图表 2：公司发展历程	6
图表 3：迈瑞医疗近年营业收入及同比增速	6
图表 4：迈瑞医疗近年归母净利润及同比增速	6
图表 5：迈瑞医疗分业务收入同比增速	7
图表 6：迈瑞医疗分业务营收（单位：亿元）	7
图表 7：迈瑞医疗分业务毛利率	7
图表 8：公司境内外营收占比	9
图表 9：公司境内外营收（亿元）以及同比增速	9
图表 10：公司研发费用及同比增速	10
图表 11：公司累计申请专利数	10
图表 12：全球人工智能市场规模及预测	10
图表 13：中国医疗器械设备市场规模及预测	10
图表 14：迈瑞医疗启元重症大模型	11
图表 15：2000-2023 年我国人口结构	12
图表 16：2018-2024 年中央卫生健康支出	12
图表 17：中国平均每每家县医院万元以上设备总值和设备数情况	13
图表 18：2015 年中西方每 10 万人 ICU 床位数差异（张/十万人）	13
图表 19：2024 年地方政府专项债月度发行规模与同比增长	13
图表 20：国家支持医疗器械市场的政策	14
图表 21：公司生命信息与支持类产品营收（亿元）	16
图表 22：公司各生命支持类细分品类发展情况	16
图表 23：公司监护仪销售量和同比增速	17
图表 24：公司监护仪毛利率高于国内同行	17
图表 25：中国监护仪市场规模	17
图表 26：2013-2021 年中国医疗卫生机构床位数量变化情况	17

图表 27:	2022 年中国监护仪市场竞争格局	18
图表 28:	监护仪产业链	18
图表 29:	全球和中国的半导体市场规模及预测	18
图表 30:	公司麻醉机销量	19
图表 31:	2023 年国内麻醉仪市场竞争格局	19
图表 32:	公司除颤仪销售量以及同比增速	19
图表 33:	2023 年 10 月体外除颤仪设备中标情况占比	19
图表 34:	中国体外诊断行业市场规模以及同比	20
图表 35:	2023 年中国 IVD 行业细分市场格局	20
图表 36:	2023 年中国免疫市场竞争格局	20
图表 37:	公司体外诊断营业收入以及同比增速	21
图表 38:	公司体外诊断试剂销售量	21
图表 39:	公司体外诊断分析仪销售量	21
图表 40:	2021 年国内化学发光市场竞争格局	22
图表 41:	公司医学影像类产品营业收入	23
图表 42:	2023 年 H1 国内各品牌超声影像诊断设备市场份额（按销售额）	24
图表 43:	2024 年 H1 国内各品牌超声影像诊断设备市场份额（按销售额）	24
图表 44:	全球超声设备市场规模（十亿美元）与中国超声影像市场规模（十亿人民币）	24
图表 45:	公司“瑞影云++”影像云服务平台	25
图表 46:	中国微创外科手术量变化及预测（万台）	27
图表 47:	内窥镜手术分类	27
图表 48:	全球硬镜市场规模以及同比增速	27
图表 49:	2019 年中国硬镜市场竞争格局	28
图表 50:	2021 年中国硬镜中标品牌市场份额	28
图表 51:	中国一次性超声刀市场规模及预测（百万个）	29
图表 52:	2021 年中国农村居民疾病死亡构成情况	29
图表 53:	2021 年中国城市居民疾病死亡构成情况	29
图表 54:	惠泰医疗公司产品	30
图表 55:	2017-2025Q1 惠泰医疗营业收入以及增速	30
图表 56:	2017-2025Q1 惠泰医疗归母净利润以及增速	30
图表 57:	中国电生理手术量	31
图表 58:	中国电生理器械市场规模及预测	31
图表 59:	2022 年中国电生理医疗器械市场竞争格局	31
图表 60:	2009-2023 年中国冠心病病例数以及同比增长	32
图表 61:	公司 2024 年各类产品毛利率	33
图表 62:	收入拆分及预测明细（单位：亿元）	35

1. 三十载征程：从本土龙头到全球医疗器械挑战者

1.1 多维创新之路，铸就中国医械标杆

迈瑞医疗在医疗器械领域展现出强劲的发展势头，品牌影响力持续提升。公司自 1991 年在深圳创立以来，始终以技术创新为核心驱动力，逐步成长为全球领先的医疗科技企业。成立初期，公司聚焦于医疗电子设备的自主研发，致力于打破进口垄断，并于 1993 年成功推出中国首台多参数监护仪，奠定了其在生命信息与支持领域的行业地位。进入 21 世纪后，迈瑞加速全球化步伐，2005 年设立英国分公司，2006 年登陆纽约证券交易所，成为中国首家海外上市的医疗设备企业，国际化战略初显成效。随着技术积累与市场拓展，2018 年公司成功登陆深交所创业板，并借助募集资金持续深化产品线布局，现已形成覆盖生命信息与支持、医学影像、体外诊断三大核心领域的多元化产品矩阵。截至 2024 年，迈瑞医疗凭借超 24% 的研发人员占比及年营收约 11% 的研发投入，推出高端超声设备、5G 远程监护系统等创新成果，产品进入全球 190 多个国家和地区，成为全球领先的医疗器械以及解决方案供应商。

图表 1: 迈瑞医疗产品分布

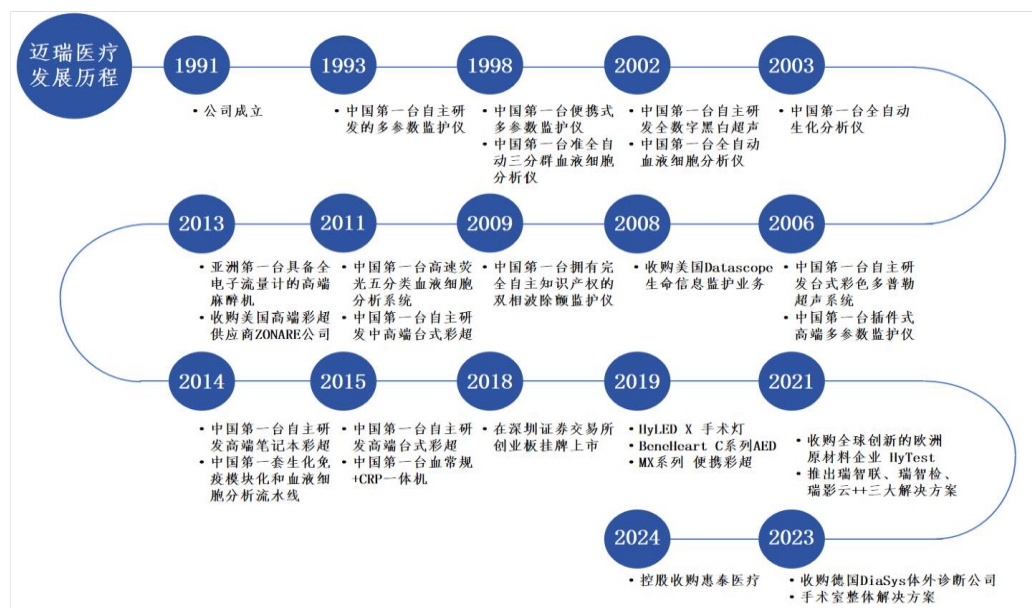


资料来源：公司官网，长城证券产业金融研究院

迈瑞医疗的发展历程可划分为三大战略阶段，完整展现了其从本土初创企业蜕变为全球医疗器械龙头的进化轨迹。公司发轫于 1991 年 3 月成立的深圳迈瑞电子，经过四次股权结构调整完成原始积累，在 2005 年通过设立开曼群岛注册主体迈瑞国际搭建海外上市架构，于 2006 年 9 月成功登陆纽交所。这一阶段不仅实现了资本国际化，更通过持续研发投入建立了监护仪、超声诊断等核心产品的技术优势；在全球化扩张阶段，迈瑞于 2008 年战略性并购美国 Datascope 公司监护业务，这桩具有里程碑意义的交易不仅使其监护产品线跻身全球前三，更建立了覆盖欧美高端市场的直销网络。配合在荷兰、德国等地设立的多家境外子公司，公司构建起全球化运营体系。随着国内医疗改革深化带来的市场机遇，创始团队李西廷、徐航、成明和于 2016 年主导完成私有化退市，随后通过 2016 年资产重组将境外核心资产注入境内主体，为回归 A 股铺平道路；2018 年 10 月深交所创业板上市成为公司发展分水岭，近 60 亿元募资规模创下创业板纪录。借助资本优势持续加码研发投入，其产品矩阵从三大产线扩展至微创外科、兽用设备等新领域，营业收入从 2018 年的 137.53 亿元增长至 2024 年的 367.26 亿元，年均复合增长率超过 20%。通过深度参与分级诊疗、国产替代等政策红利，迈瑞医疗多项产品市占率

均为国内第一，包括生命信息与支持领域的监护仪、呼吸机、除颤仪、麻醉机、输注泵、灯床塔，体外诊断领域的血球业务及医学影像领域的超声业务等，展现出龙头企业强大的技术转化能力和市场整合能力，持续引领中国医疗器械产业升级。

图表2: 公司发展历程

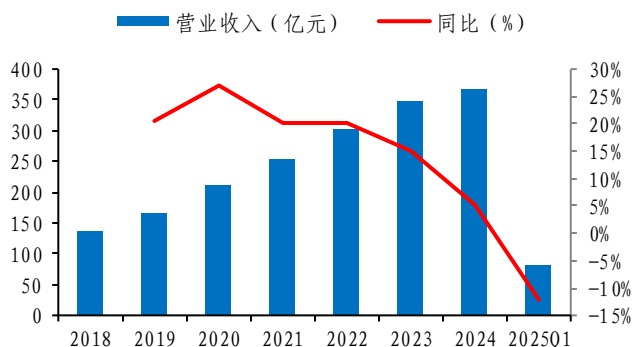


资料来源: 公司官网, 长城证券产业金融研究院

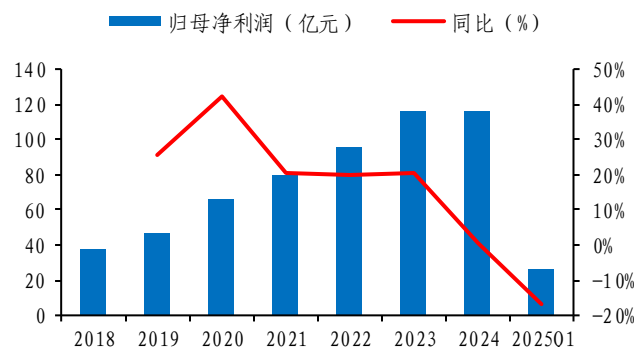
1.2 业绩持续增长，全球排名持续攀升

公司业绩持续增长，营收超过**300**亿。公司2024年营收达到367.3亿元，同比增长5.4%，2019-2024年CAGR为17.27%，归母净利润116.7亿元，同比增长0.74%，2019-2024年CAGR为20.0%。根据企业预警通的数据，2025年第一季度，地方专项债、尤其是用于支持医院新改扩建和设备采购的医疗专项债，其发行规模实现同比较快增长。国家也明确提出了要一次性增加较大规模债务限额、置换地方政府存量隐性债务，加大力度支持地方化解债务风险。根据众成医械的数据，不同品类医疗设备的月度招标情况自2024年12月以来均在持续复苏，虽然从招标到收入确认需要一定时间，但对于2025年公司国内业务的复苏有重要意义。同时，医疗行业整顿已经基本步入常态化阶段，更加合规、透明的采购环境也能帮助公司进一步提升招标的赢单率。未来，凭借数字化转型、全球化布局、技术创新与研发投入以及市场拓展等增长策略，公司有望持续增长。

图表3: 迈瑞医疗近年营业收入及同比增速



图表4: 迈瑞医疗近年归母净利润及同比增速



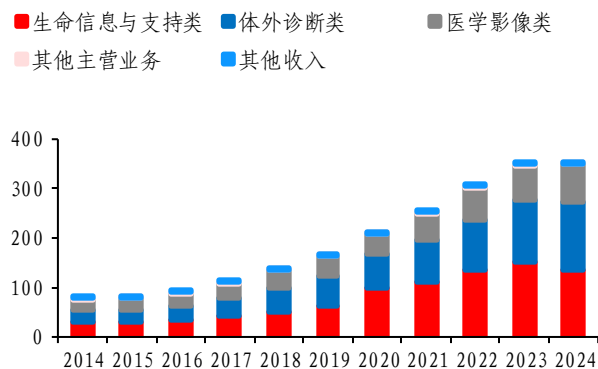
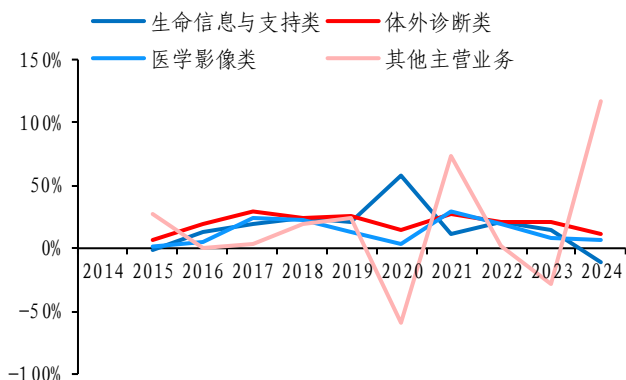
资料来源: 公司 2018-2024 年年报, 2025Q1 季报, 长城证券产业金融研

资料来源: 公司 2018-2024 年年报, 2025Q1 季报, 长城证券产业金融研

分产线来看，三大产品线持续贡献营收，细分业务在国内和海外市场表现分化。2020年疫情之前，公司生命信息与支持/体外诊断/医学影像三大产线发展相对均衡，受疫情影响三大产线营收增速出现分化，三大主营业务收入保持正向增长，但在增速方面，2020年生命信息与支持类业务受疫情对监护仪、呼吸机等品类的需求的增加而高增（+57.8%），远超增速受损的体外诊断（+14.3%）及医学影像业务（+3.9%），随着疫情的逐渐平稳，三大业务增速逐渐平稳复苏。2024年，体外诊断收入体量首次超过生命信息与支持业务，其中国际体外诊断业务同比增长超过30%；医学影像受益于2023年年底上市的全身应用超高端超声 Resona A20 放量，以及行业集中度的进一步提升，公司国内超声业务在艰难的市场环境下实现了持平，市场占有率首次超过30%。

图表5: 迈瑞医疗分业务收入同比增速

图表6: 迈瑞医疗分业务营收（单位：亿元）

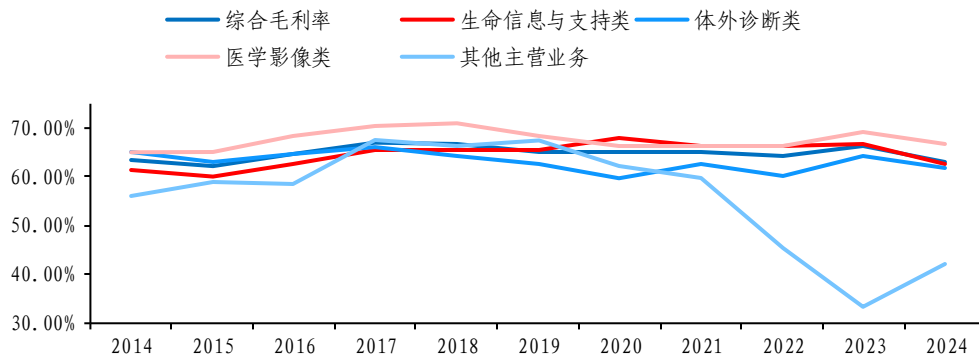


资料来源：公司 2014-2024 年年报，长城证券产业金融研究院

资料来源：公司 2014-2024 年年报，长城证券产业金融研究院

海外高端客户突破提升整体毛利率。整体来看，三大主营业务毛利率呈现稳步上升的态势，2024 年综合毛利率达到 63.1%；分产线来看，生命支持类产品毛利率稳步增长，得益于整体产品和数智化解决方案的优势不断扩大，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；得益于全新智能化流水线和创新试剂产品的上市、以及安徽化学发光试剂联盟集采的逐步落地，2024 年公司化学发光业务的市场排名首次实现国内第三，生化业务的市场占有率首次超过 15%，并仍在持续提升。根据 IVD 研究社统计的数据，从 2023 年到 2025 年，中国 IVD 企业数量从 2320 家锐减至 1530 家，行业集中度加速提升，未来这种趋势还将持续。更重要的是，公司体外诊断仪器的装机速度仍维持了较高水平，MT 8000 全实验室智能化流水线全年装机近 190 套，化学发光仪器装机达 1800 台，其中近六成成为高速机，这为后续国内体外诊断业务的复苏奠定了基础，近四年整体产线毛利率呈上升趋势；医学影像毛利率长年保持高位，中低端超声采购需求低迷冲击板块毛利，但超高端超声的放量带动整体毛利率上行；随着公司发挥研发创新、数智化解决方案提质增效、海外市场进一步扩大的优势，预计未来公司毛利率将维持高位。

图表7: 迈瑞医疗分业务毛利率



资料来源：公司 2014-2024 年年报，长城证券产业金融研究院

迈瑞医疗在全球医疗器械市场中地位显著，品牌影响力持续增强。自 2000 年迈瑞医疗开启全球化布局以来，公司已在超过 40 个国家设立了 63 家境外子公司，构建了覆盖全球的研发、营销及服务网络。公司制定了明确的全球化目标，即“五至十年进入全球市场前 20 名，用更长的时间进入前 10 名”。在国际市场拓展策略上，公司初期通过建设海外代理渠道，将高性价比产品推向发达国家基础临床市场及发展中国家基层市场，迅速打开海外成长空间。中期则在海外设立子公司或办事处，逐步建立营销团队，提高产品在主流市场的接受度。后期则通过并购整合获取技术资源，提升自身竞争力，成功突破国际高端市场。2024 年，迈瑞医疗在国际市场实现了高端客户的突破，三大业务线均进一步实现高端客户突破，已覆盖全球 TOP100 家医院中的 80 家。从全球市场排名来看，根据 Wind 取用全球医疗器械行业各上市公司截至 2023 年底的最新财年收入数据（涉及多元化业务的大型集团公司，只取用其医疗器械业务收入参与排名），公司在 2020 年、2021 年、2022 年和 2023 年的排名分别为第 36 位、第 31 位、第 27 位和第 23 位，名次逐年提升，不断向着全球医疗器械前 20 名的目标前进。

1.3 并购驱动全球布局，多维举措应对行业变局与机遇

并购构建全球布局，破局高端国际化。自 2008 年启航全球并购之路以来，公司通过并购实现全球化布局，进一步促进高端国际化破壁。2008 年收购美国 Datascope 公司，获得其在美国、欧洲的销售平台和服务网络，助力公司成为全球监护仪第三大品牌；2013 年收购澳大利亚医疗装备分销商 ULCO，并开始布局大洋洲经销网络；2013 年收购美国 Zonare，获得具有革命性意义的高端彩超区域成像技术；2021 年收购 HyTest，解决 IVD 上游原材料“卡脖子”问题；2023 年收购 DiaSys Diagnostic，完善 IVD 海外供应链平台。这些并购让迈瑞医疗在核心技术、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。未来，迈瑞将继续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、海外发展支持等方向着手。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，同时在全新业务领域不断进行探索，寻找长期更大且可持续的增长空间，并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。

公司多层次市场加速推进全球化。截至 2024 年年底，公司在北美、欧洲、亚洲、非洲、拉美等地区的约 40 个国家设有 63 家境外子公司，并在国内设有 36 家子公司、30 余家分支机构，形成了庞大的全球化研发、营销及服务网络。2024 年公司海外营收达到 164.3 亿，海外占比 44.7%，海外市场成为公司重要的收入来源，公司全球化布局策略成果显著。

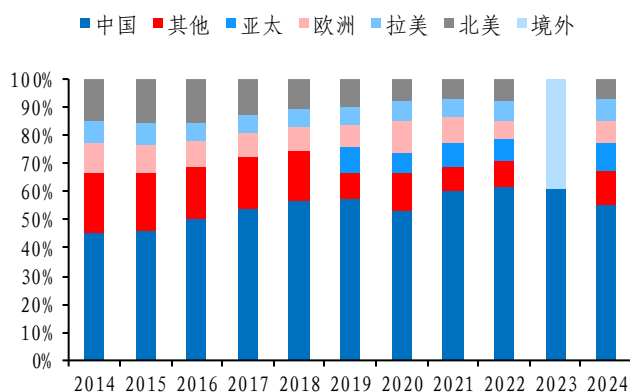
（1）北美市场：在北美，公司拥有专业直销团队，已与美国四大集团采购组织 Vizient、

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，根据公司 2024 年年度报告，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。2024 年，公司赢过某巨头品牌，分别与 IDN 排名前十的医疗机构、美国最大的外科中心运营机构签订独家供应协议，预计未来三年将持续交付数量较大的设备订单。凭借领先的人工智能工具、无线探头、无线充电、图像和 workflows，公司成功获得在美国 31 个州拥有 60 家社区急症护理医院的 IDN 医疗机构其中 21 家医院的超声替换项目，也是公司在美国市场迄今最大的直销订单，并为后续更多产品的横向突破打下基础。

（2）欧洲市场：在英、德、法等欧洲国家，迈瑞为顶尖教学医院的核心科室提供高品质整体和信息解决方案。2023 年，公司在欧洲市场持续突破，如在西班牙多家重点医院完成麻醉机、新生儿 ICU 科室设备等产品的装机；在争取比利时荷兰语区 TOP5 非大学医院项目时，凭借优质服务和产品性能脱颖而出；在挪威拿下当地排名前三大学医院的全院监护项目；在德国通过推广“M-Connect”IT 解决方案，实现汉诺威某公立医院从单产品到全院监护方案的替换；在法国某医院，以整体方案实现各类型设备的全面突破。

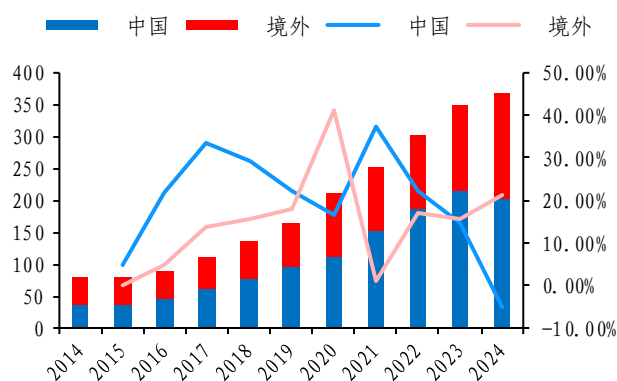
（3）新兴市场国家：在新兴市场国家，公司的监护、检验、超声产品和解决方案不断拓展市场。2023 年，公司在马来西亚新建高端公立教学医院、安哥拉高端医院新建项目、哥伦比亚重要私立医院项目、格鲁吉亚医疗综合体、墨西哥新建医院等都实现了产品和解决方案的突破。公司还在印度尼西亚、巴西、哥伦比亚、墨西哥、秘鲁等重点战略客户开拓方面取得重要进展，在亚洲、拉丁美洲多国政府集采项目中持续突破。例如，公司成为拉美第一大实验室 DASA 的独家血球供应商，并借此横向拓展更多业务；在巴西排名第五的大型私立实验室集团，夺得该集团旗下所有 43 家医院的需求项目，并成为巴西血球市场排名第一的品牌。公司加速本地化平台建设，结合当地市场需求，优化产品和服务。以印度尼西亚为例，公司通过“瑞影云++”为当地打造“远程培训+质量控制”方案模式，提升了当地医疗人才的专业水平和医疗服务质量，同时也提高了公司产品在当地的品牌知名度和市场认可度。

图表 8: 公司境内外营收占比



资料来源：公司 2014-2024 年年报，长城证券产业金融研究院

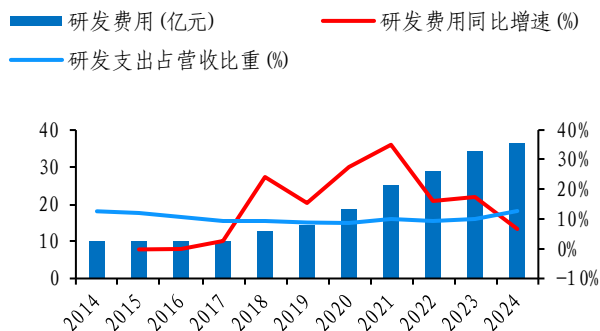
图表 9: 公司境内外营收（亿元）以及同比增速



资料来源：公司 2014-2024 年年报，长城证券产业金融研究院

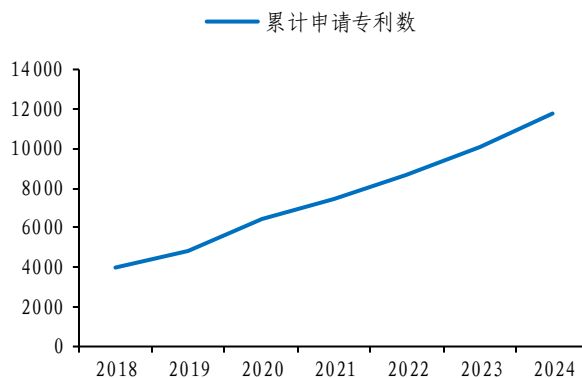
研发投入持续增长，全球研发中心布局广泛。在过去五年中，迈瑞医疗保持了较高的研发投入，2024 年公司研发投入达到 40.08 亿元，同比增长 18.43%，占营收比重达 10.91%。公司在研发方面的投入持续增加，显示出对技术创新和产品升级的重视。截至 2024 年底，迈瑞在全球设有 12 大研发中心，超过 5200 名研发工程师分布在深圳、武汉、南京、北京、西安、成都、杭州、美国硅谷、美国新泽西、美国明尼苏达、芬兰海肽和德国德赛，支持其在体外诊断、医学影像等领域的研发创新。通过持续的研发投入，迈瑞不断增厚自身的技术储备，使得产品不断丰富，技术持续迭代，尤其高端产品不断实现突破。公司注重通过专利来保护自主知识产权，截至 2024 年 12 月 31 日，共计申请专利 11773 件，其中发明专利 8435 件；共计授权专利 5786 件，其中发明专利授权 2850 件。

图表10: 公司研发费用及同比增速



资料来源: 公司 2014-2024 年年报, 长城证券产业金融研究院

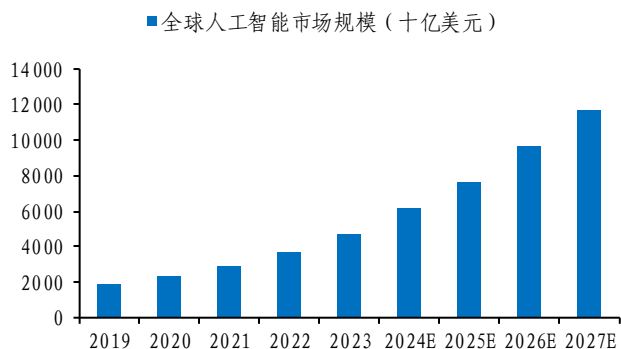
图表11: 公司累计申请专利数



资料来源: 公司 2018-2024 年年报, 长城证券产业金融研究院

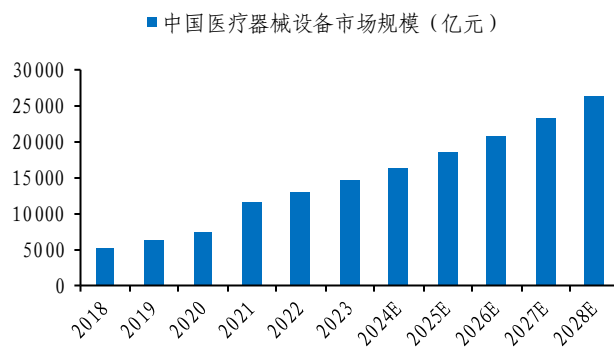
在各行业需求增加的推动下,“AI+医疗”行业正在快速发展。根据弗若斯特沙利文预测,全球 AI 市场规模预计以 28.6% 的年复合增长率从 2019 年的 1.9 万亿美元扩张至 2027 年的 11 万亿美元,其中中国市场的贡献度有望提升至 39%-45%。在“AI+医疗”领域,智能医疗器械,如可穿戴监测器、远程医疗设备及 AI 影像诊断系统,利用传感器、网络与数据分析实现实时健康监控与个性化管理。此外,AI 技术在医疗器械领域的应用正在迅速发展,例如 AI 驱动的医疗设备可帮助临床医生检测和测量异常情况、提升手术技能等。同时,该系列创新极大地提升医疗系统的整体效率,拓宽医疗服务的覆盖范围。中国医疗器械市场规模有望从 2023 年的 1.46 万亿元增长至 2028 年的 2.64 万亿元 (CAGR=12.5%),中国医疗器械设备市场的快速增长表明对智能医疗器械的需求有望迅速上升,展现出巨大的增长潜力和商业机会,未来,具备“诊疗一体化”能力的平台型企业将主导行业格局。

图表12: 全球人工智能市场规模及预测



资料来源: Frost & Sullivan, 长城证券产业金融研究院

图表13: 中国医疗器械设备市场规模及预测



资料来源: Frost & Sullivan, 长城证券产业金融研究院

数智化转型: 构建全球竞争壁垒。随着 ChatGPT 等人工智能的横空出世,全球医疗行业也迎来了 AI+ 的奇点时刻,以迈瑞为代表的医疗器龙头企业已先行开启了从数字化向数智化的转型。公司推出“瑞智联”、“瑞影云++”、“瑞智检”三大智慧医疗解决方案和全院级数智化整体解决方案,帮助医护人员进行跨院区患者的均质化监护、检验、超声检查,通过“设备+IT+AI”的数智化医疗生态系统,辅助医生提升诊疗能力,显著增加客户粘性的同时,串联起丰富的医疗大数据资源。在国际市场,随着公司整体解决方案的优势不断扩大,在很多高端客户上实现了监护仪、麻醉机等医疗设备协同数智化方案的全面入院,极大地提升了迈瑞在海外高端市场的品牌影响力和市场地位。

(1) 瑞智联: 基于公司在监护仪、麻醉机、呼吸机、输注泵等多产品的布局 and 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,致力于通过信息化手段全面升维医院管理水平,提升科室运营效率,打造患者数字孪生

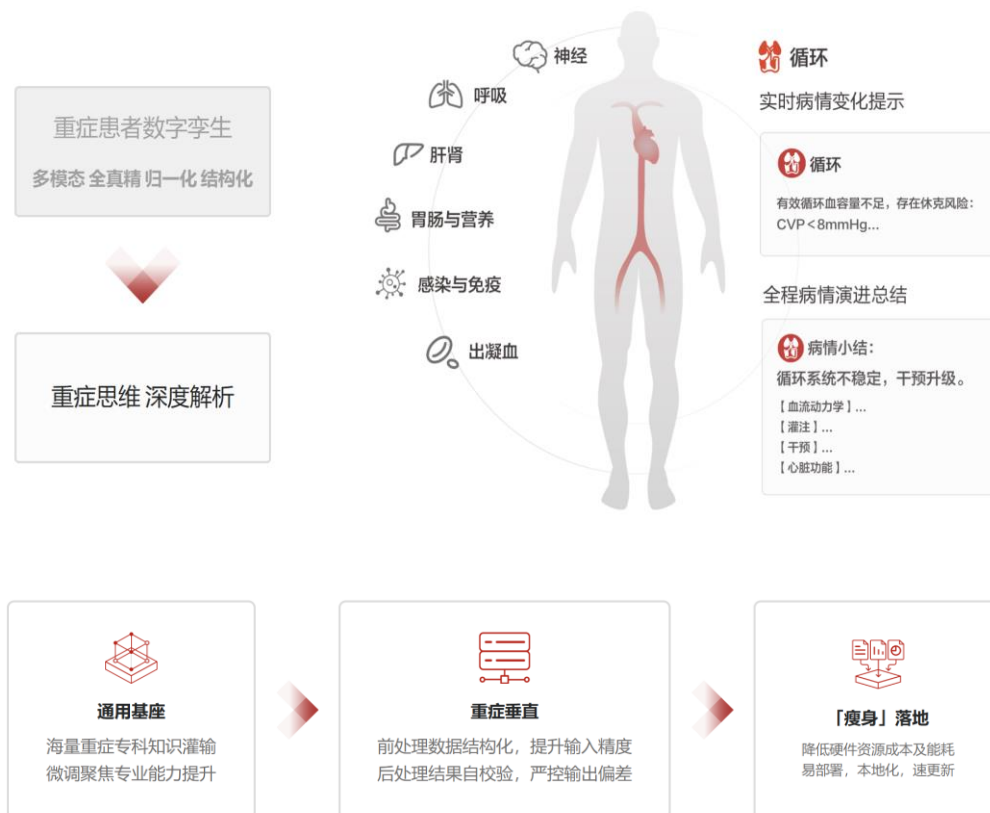
模型，助力临床工作者轻松应对各种挑战，全面提升医疗服务质量。同时，通过集成床旁设备数据，构建设备全息数据库，与医院已有的临床数据库互补并有机结合，加速医院科研高效产出。“瑞智联”生态系统●智监护+，创新开发 iStatus 状态监测及评估功能和 iAlarm 智能报警链，不仅能让医院对原始生理数据进行更好地整合、分析与利用，还能为临床医护提供更精准的患者状态监测、评估与报警。截至 2024 年 12 月 31 日，“瑞智联”生态系统在国内实现装机医院数量累计超千家，2024 年新增项目超过 600 个，其中新增三甲医院超过 350 家，增长迅猛。

（2）瑞影云++：通过连接迈瑞影像设备和用户的云端生态应用平台，提供了可供用户自主创建和运营的云社区以及多种云端应用，致力于为医学影像工作者打造立体的交互沟通媒介。2024 年，“瑞影云++”基于医学影像临床场景的持续洞察，深度结合人工智能、设备物联网、5G 和云计算等新技术应用，推出了全新的云端 AI 质控解决方案、多中心科研数据管理解决方案、云作业培训考核方案等应用，丰富了已成熟应用的远程互联、教学培训、运营管理等解决方案，进一步满足了不同医疗机构和用户全场景的智慧影像互联应用需求。截至 2024 年 12 月 31 日，“瑞影云++”项目已经覆盖了全国 31 个省、市、自治区，实现累计装机超过 15600 套，其中 2024 年新增装机接近 5000 套。

（3）迈瑞智检：以设备互联为基础，深度融合设备信息，围绕“人、机、料、法、环”五大要素，与检验流程深度融合，一站式解决医学实验室复杂管理要素和信息孤岛带来的管理多头对接、低效和质量难以标准化、智能化的难题。“迈瑞智检”实验室解决方案和硬件作为整体解决方案，在带动设备试剂区域级销售方面发挥了巨大的价值，为检验结果互认打造了良好的质量基础。通过创新性的区域整合，减轻人民群众就医负担，提高医疗资源利用率。截至 2024 年 12 月 31 日，“迈瑞智检”实验室解决方案在全国实现了近 590 家医院的装机，其中约 80%为三级医院，2024 年新增装机 380 家。

乘人工智能之东风，穿透数据迷雾，公司推出启元重症大模型，辅助医疗人员精准把握病情走势。通过设备物联与数据互联，迈瑞整合源自床旁设备、医护评估和各类信息系统的多模态数据，打造重症患者数字孪生。并依托迈瑞瑞智重症决策辅助系统，将患者实时病情变化和患者病情概览总结等临床精炼总结后的专业信息一并纳入，为大模型奠定坚实的患者数据和重症思维基础。启元可以针对患者当下病情与治疗状态提问，回溯病情完整发展历程，精准、自动抓取相应指标参数，分析整理后即刻呈现。通过三大核心智能应用：个体化查询、病历撰写和重症知识查询，全面提升诊疗效率与质量，优化医疗资源配置，让医护人员回归更本质的医疗工作，重塑更高效与温情的医疗环境。在实际的重症医疗场景中，患者数据来源广泛且复杂，各种监测设备时刻产生着海量信息。通过物联网技术，这些分散的数据得以汇聚整合，为后续的分析提供基础。云计算则提供了强大的算力支持，保障数据处理的高效性。大数据技术能够对海量数据进行深度挖掘和分析，提炼出有价值的信息。而人工智能技术在此基础上，运用先进的算法，基于还原的患者数字画像，以重症思维去深度剖析，进而让大模型实现了这四大核心功能，它们紧密围绕临床痛点，成为医护人员的得力助手，助力临床工作更加精准、高效地开展。

图表 14: 迈瑞医疗启元重症大模型



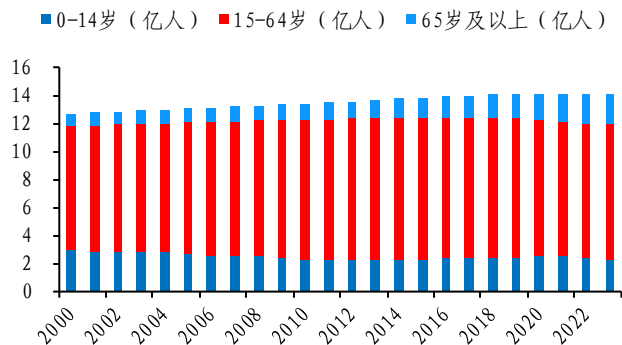
资料来源: 公司官网, 长城证券产业金融研究院

迈瑞基于临床场景, 从设备到 IT 再到 AI, 逐步构建起数智医疗生态系统。公司以更核心的“医疗+AI”, 赋能医疗全价值链: SV900 呼吸机将临床智慧和科技相结合, 以全新的平台搭载了大数据模型、信息可视化、生态互联技术, 用智能全面的辅助决策工具帮助医生进行个体化精准治疗; 迈瑞 MC 系列人工智能血细胞形态分析系统, 拥有百万级数据库, 并拥有深度学习算法。此外还能进行自动特质学习, 采用卷积的方式逐步挖掘图像中的浅层、中层和深层特征, 并能实现血细胞预分类, 对白细胞、红细胞和血小板进行精准识别, 是人工智能在临床检验中应用的重大突破; 迈瑞超声全栈式智能解决方案, 在设备端, 聚焦妇产、心血管、放射、POC 等多个重要临床场景, 通过智能化技术赋能成像、工作流、定量分析与诊断决策等关键环节。在互联应用方面, AI 加持下的瑞影云++远程影像平台可实现智能质控管理, 有效提升诊疗质量、效率与服务水平。

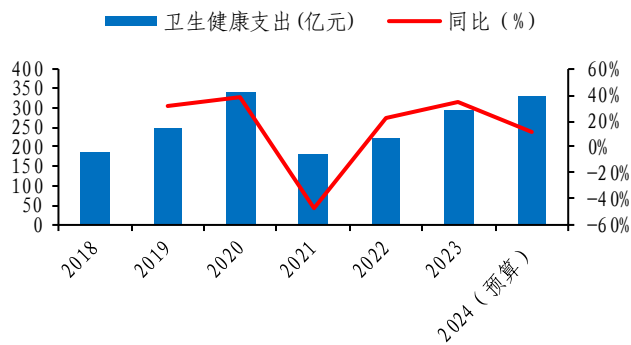
我国医疗器械行业未来仍会持续较快成长, 行业底层增长逻辑并未动摇。人口老龄化加速 (65 岁以上人口占比已达 15.4%) 与医疗技术迭代形成的刚性需求, 叠加财政医疗卫生支出持续增长的政策导向, 表明我国对医疗投入的重视程度仍然很高, 我国的医疗器械市场有望长期高质量增长。

图表 15: 2000-2023 年我国人口结构

图表 16: 2018-2024 年中央卫生健康支出



资料来源：国家统计局，ifind，长城证券产业金融研究院

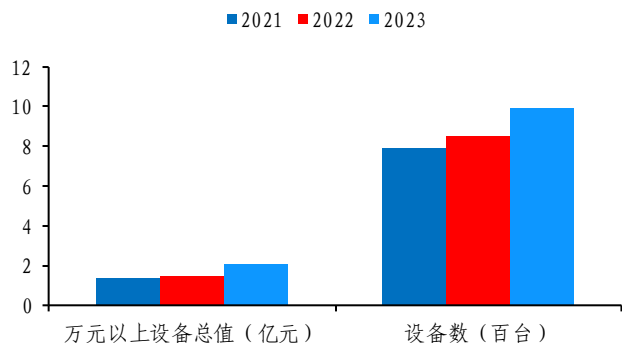


资料来源：财政部，长城证券产业金融研究院

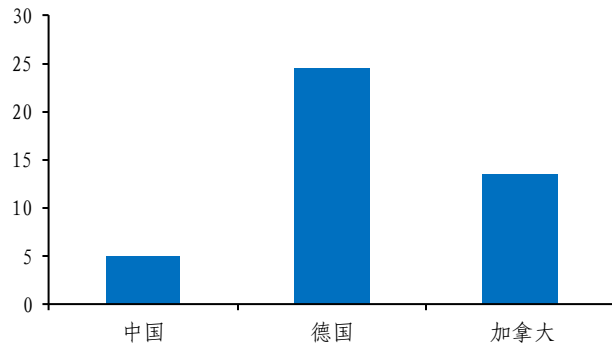
医疗设备市场需求持续释放。从市场维度进行拆解可分为三大原因：其一，“采购犹豫”并没有消除医院的需求，只是延迟了需求，因而总会找到释放的时机。截至 2023 年，我国 2,062 家县医院设备配置率偏低，设备配置与临床需要尚不匹配，对照基本标准，平均每家县医院专科设备配置率为 69.70%；对照推荐标准，平均每家县医院专科设备配置率为 54.65%。涉及血液内科、胸外科、麻醉科等 17 个专科的 29 项设备，每项设备的配置率均低于 30%。286 家县医院尚未配置血液透析机，缺口明显。其二，虽然疫情期间的设备过量采购效应随时间推移而逐渐消失，但相比美国等发达国家，中国的 ICU 床位数以及人均医疗资源仍存在一定差距，国内中高端设备的配置量又远低于发达国家，需求尚未得到满足。两个要素重叠下，医疗设备仍将在中期内围绕低中高端三类设备全面释放需求。其三，现阶段医院很多 CT、MR、DSA、PET 已经超期服役，需要淘汰过期、失效和落后的设备，购置新的、更高质量的设备。

图表 17：中国平均每家县医院万元以上设备总值和设备数情况

图表 18：2015 年中西方每 10 万人 ICU 床位数差异（张/十万人）



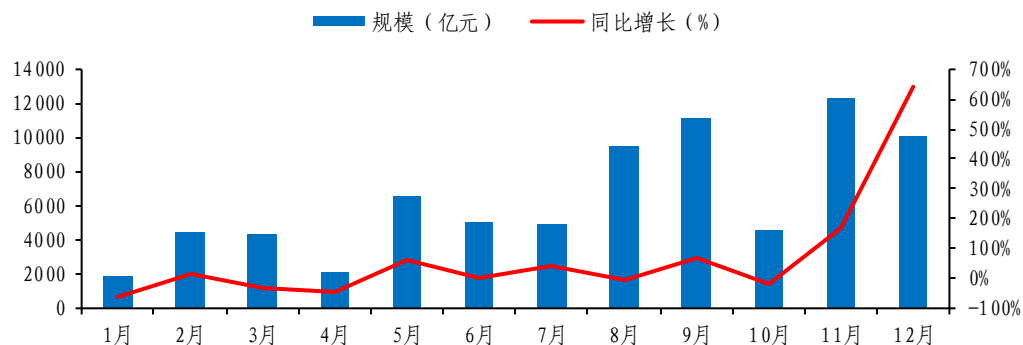
资料来源：国家卫健委，长城证券产业金融研究院



资料来源：世界重症与危重病医学会联盟数据，《重症医学：华东地区现状调查(2015 年第三次 ICU 普查)》，长城证券产业金融研究院

政策环境边际改善有望促进行业复苏。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。根据企业预警通数据，2024 年医疗专项债 1-9 月发行规模为 1987 亿元，同比下滑了 23%，但单 9 月发行规模为 449 亿元，同比增长 67%，环比增长 20%；地方专项债 1-9 月发行规模为 50069 亿元，同比增长不到 4%，但单 9 月发行规模为 11169 亿元，同比增长 70%，环比增长 18%，9 月份发债进度显著加快，预计 2024Q4-2025 年医疗新基建项目重启将释放压抑需求。

图表 19：2024 年地方政府专项债月度发行规模与同比增长



资料来源：财政部，ifind，长城证券产业金融研究院

2023 年 3 月，国家卫健委对《大型医疗器械配置许可管理目录》进行罕见更新：2023 年放宽医疗器械配置许可，任何医疗机构均可直接采购目录外医疗器械，无需办理须向省政府提交。全市申请注册，使得一些因配置证书而无法满足中高端医疗设备配置需求的二三级医院，在政策发布后可以重新采购，这本质上使得医疗器械市场基本面得到极大改善。2024 年 5 月，国家发展改革委《关于印发推动医疗卫生领域设备更新实施方案的通知》，把县中心和三级医院医疗设备的被动更新变为主动更新，不仅能提高医疗质量，还有利于重振医疗器械市场。2024 年 7 月，国家发改委、财政部印发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》，直接向医院“发钱”。在国务院 2024 年 10 月 12 日举行的新闻发布会上，财政部明确提出了拟一次性增加较大规模债务限额，置换地方政府存量隐性债务，加大力度支持地方化解债务风险。截至 2024 年三季度末，国内医疗新基建待执行商机仍然超过 230 亿元，随着专项债和财政资金的到位，预计 2025 年医疗新基建带来的收入贡献有望得到复苏。

图表 20：国家支持医疗器械市场的政策

时间	发布单位	文件名称	重点内容
2021 年 12 月	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、有源植介入器械 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
2023 年 3 月	国家卫健委	《大型医疗器械配置许可管理目录》	逐步放宽了大型医用设备的审批管理。例如，2023 版目录将 64 排及以上 CT、1.5T 及以上 MR 调出管理目录，医疗机构购买此类设备不再需要卫健委审批
2024 年 5 月	国家发改委	《关于印发推动医疗卫生领域设备更新实施方案的通知》	支持多镇卫生院合理配置 CT、提升县域医学影像中心设备配置水平，促进远程医疗延伸到乡村，以及推进城市医疗设备更新升级和数字化转型等
2024 年 7 月	国家发改委、财政部	《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》	统筹安排约 3000 亿元超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新，助力高质量发展
2025 年 1 月	国家发改委、财政部	《关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以	加大重点领域设备更新项目支持力度，增加超长期特别国债支持重点领域设备更新的资金规模

时间	发布单位	文件名称	重点内容
		旧换新政策的 通知》	

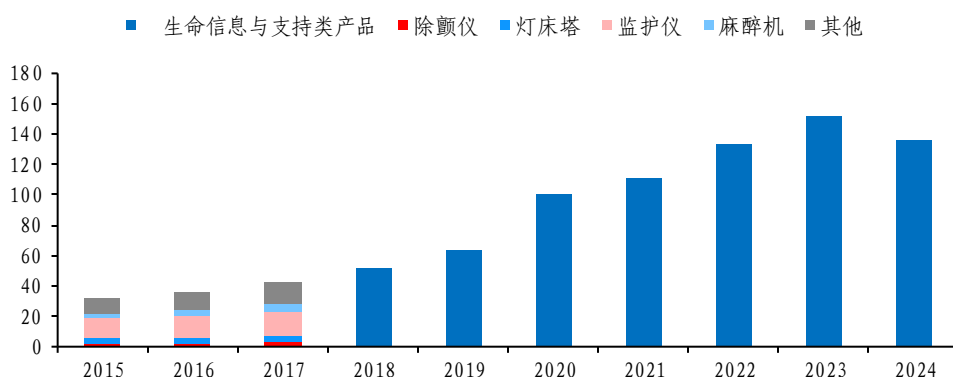
资料来源：国家发改委、国务院等政府官网，长城证券产业金融研究院

2. 核心产品线进展

2.1 生命信息与支持：全球前三的基石业务

全面的产品线和市场覆盖，迈瑞医疗在生命信息与支持领域保持领先地位。公司产品包括监护仪、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。2024 年公司生命信息与支持产线营收超过 135 亿元，占总营收 36.9%，2018-2024 年 CAGR 为 17.2%。各细分产品的毛利率保持上行趋势，其中监护仪毛利率最高。根据 2024 年年度报告，公司各细分产品在国内市占率保持第一位，在全球维持前三的市场占有率。

图表21：公司生命信息与支持类产品营收（亿元）



资料来源：公司 2015-2024 年年报，长城证券产业金融研究院

图表22：公司各生命支持类细分品类发展情况

类别	全球排名	国内排名	主要竞争对手
监护仪	前三	第一	飞利浦，通用电气
麻醉机	前三	第一	通用电气、德尔格
除颤仪	前三	第一	美敦力

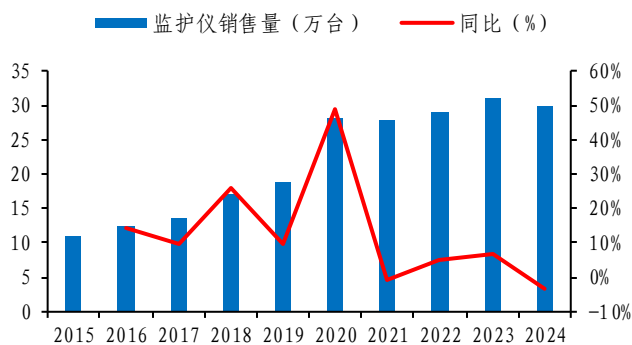
资料来源：公司 2024 年年报，长城证券产业金融研究院

国内医疗设备需求延迟释放，国际业务双位数增长打开长期空间。受地方财政资金紧张、医疗专项债发行规模大幅减少，以及医疗设备更新项目使得常规招标延误等因素影响，监护仪、除颤仪、呼吸机、输液泵等相关产品的市场规模在 2024 年内出现了大幅度下滑。但得益于招标采购流程的日益合规化和集中化，以及公司数智化整体解决方案带来的独特竞争优势，在上述这些品类中，迈瑞进一步巩固了国内市场占有率第一的行业地位，并持续拉大和竞争对手之间的距离。随着地方专项债、尤其是用于支持医院新改扩建和设备采购的医疗专项债的发行规模同比增加，因资金不足而导致 2024 年被推迟的医疗新基建项目也有望得到复苏，截至 2024 年年底，待释放的市场空间仍有超过 200 亿元。海外方面，得益于产品竞争力已经全面达到世界一流水平，公司生命信息与支持业务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、沙特阿拉伯等国家进入了更多高端医院，产品和数智化解决方案的优势均在不断扩大，拉动国际生命信息与支持业务 2024 年全年实现了同比双位数增长。同时鉴于公司生命信息与支持产品在海外市场的占有率仍然较低，未来国际生命信息与支持业务有望长期保持平稳快速增长。

2.1.1 监护仪

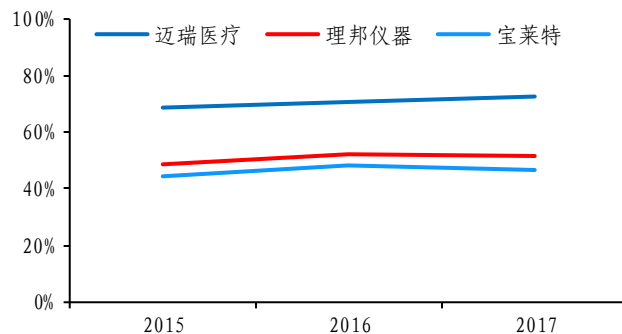
监护仪是公司的王牌产品，近年来销量持续增长。2024 年销量 30 万台，2015-2024 年 CAGR11.89%，近年由于受招标采购影响增速有所放缓。公司以监护仪产品起家，在监护设备领域深耕多年，2015-2017 年平均毛利率达到 70.71%，毛利率高于国内同行，是同时期迈瑞整个生命信息与支持产品中营收占比最大，毛利率最高的产品。

图表23: 公司监护仪销售量和同比增速



资料来源: 公司 2015-2024 年年报, 长城证券产业金融研究院

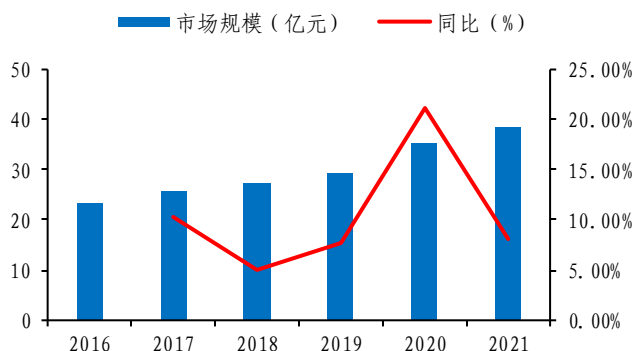
图表24: 公司监护仪毛利率高于国内同行



资料来源: 迈瑞医疗、理邦仪器、宝莱特公司 2015-2017 年年报, 长城证券产业金融研究院

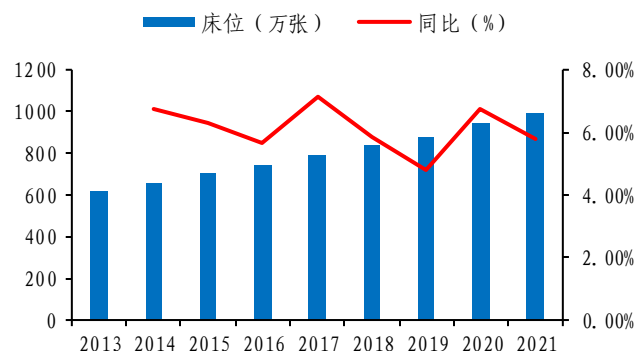
需求端拉动监护仪市场规模持续增长。中国监护仪行业市场规模呈现逐年上涨态势，从 2016 年的 23.5 亿元上涨至 2021 年的 38.4 亿元，2016-2021 年 CAGR10.32%。伴随老龄化的加剧，中国医疗卫生机构床位逐年上涨，对监护仪的需求也随之增加，中国医疗卫生机构床位呈现稳定上涨态势，从 2013 年的 618.2 床位万张上涨至 2021 年的 994.8 万张，2013-2021 年 CAGR6.13%。监护仪下游需求将会持续增加，预计未来中国监护仪市场规模还会持续增长。

图表25: 中国监护仪市场规模



资料来源: 华经产业研究所, 长城证券产业金融研究院

图表26: 2013-2021 年中国医疗卫生机构床位数量变化情况

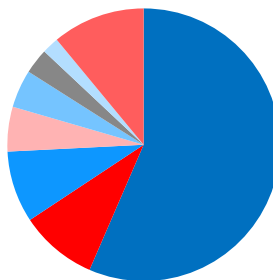


资料来源: 华经产业研究所, 长城证券产业金融研究院

国产替代加速推动海外市场突破。公司的监护仪是中高端医疗器械中唯一能够完全替代进口产品的品类，临床参数性能、智能化临床辅助决策等功能已经可以与 GE，飞利浦等国际领先品牌相媲美。2022 年，在国内市场中，公司以 56.5% 的市占率占据领先优势，海外市场也在不断突破高端客户，追赶 GE 医疗和飞利浦医疗两大巨头，未来有望成为世界第一。

图表27: 2022年中国监护仪市场竞争格局

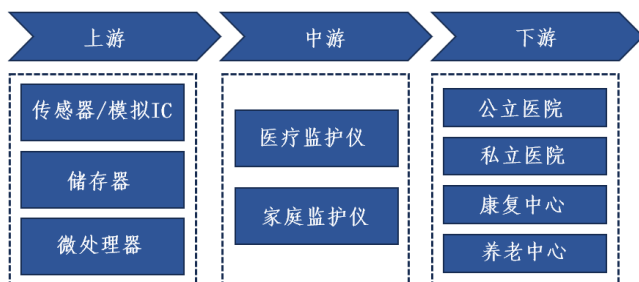
■迈瑞 ■飞利浦 ■科曼 ■理邦 ■GE ■宝莱特 ■日本光电 ■其他



资料来源: MDCLLOUD, 华经产业研究院, 长城证券产业金融研究院

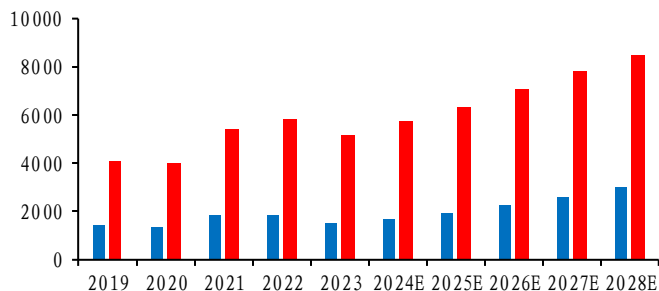
上游零部件国产替代加速,降低下游医疗器械成本。大到ICU设备如监护仪、呼吸机、麻醉机,小到除颤器都离不开半导体。监护仪上游零部件主要是半导体中的模拟器件、存储器和微处理器,其中,中国医疗高端半导体芯片如MPU、存储器等对进口依赖度高,虽然我国监护仪技术逐渐成熟,基本摆脱进口,但上游零部件如半导体芯片对进口依赖度高。中国半导体市场规模整体呈增长趋势,相较于全球半导体市场规模具有较大的提升空间,根据国际半导体产业协会(SEMI)数据,在国际形势、经济情况下行的影响下,2022年中国晶圆厂商半导体设备国产化率较2021年明显提升,中低端半导体产品如连接器、放大器等国产化率提高,有望进一步提高监护仪产品毛利率。

图表28: 监护仪产业链



图表29: 全球和中国的半导体市场规模及预测

■中国(亿美元) ■全球(亿美元)



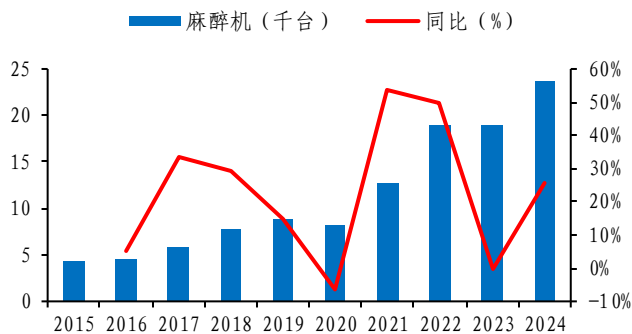
资料来源: 华经产业研究所, 长城证券产业金融研究院

资料来源: Choice, 弗若斯特沙利文, 长城证券产业金融研究院

2.1.2 麻醉机

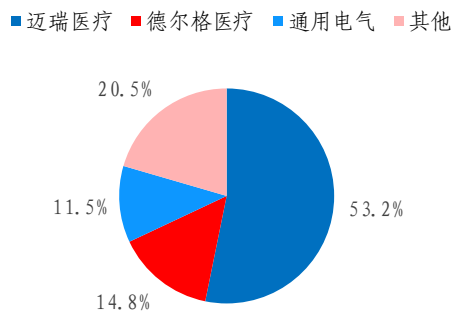
公司麻醉机销量持续增长,聚焦性价比优势。作为国内医疗器械行业绝对龙头,迈瑞医疗不断用创新科技探索麻醉新样态,让麻醉从经验走向精准,产品覆盖低中高端。麻醉机销量稳健增长,2015-2019年销量CAGR达16.81%。2023年麻醉机因采购延迟受损,随着采购需求的释放,麻醉机有望恢复高速增长态势。从2023年中标品牌来看,本土企业迈瑞医疗占据主要市场份额,占比53.2%。德国德尔格医疗排名第二,中标数量占比为14.8%,美国通用电气排名第三,占比11.5%。其余企业占比均不足10%。与德尔格主攻高端手术室,GE侧重综合医院解决方案相比,迈瑞聚焦性价比和基层覆盖,相比进口品牌,价格较低,在中国“国产替代”政策下,迈瑞在公立医院集采中价格优势显著。但在高端麻醉机领域,GE、德尔格等国际品牌竞争力较强,迈瑞也通过技术升级向高端渗透。全新推出的A7/A5麻醉系统,打破了麻醉机、监护仪、输注泵无线互联传输壁垒,打造AnaeSight™静吸复合麻醉解决方案,实现生命体征、静脉麻药与吸入麻药的同屏幕显示与同界面调节,简化临床 workflow,辅助麻醉医生整合评估患者麻醉状态。

图表30: 公司麻醉机销量



资料来源: 公司 2015-2024 年年报, 长城证券产业金融研究院

图表31: 2023 年国内麻醉机市场竞争格局



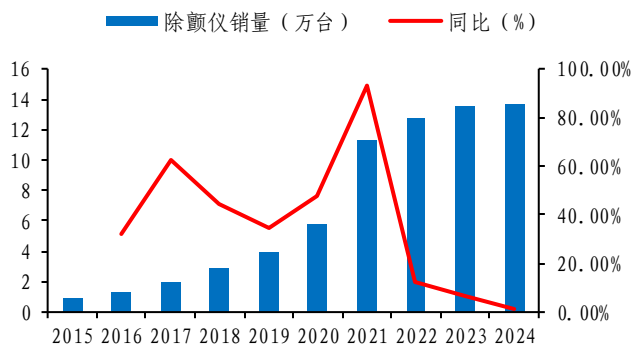
资料来源: MDCLOUD, 长城证券产业金融研究院

产业链韧性提升有望提高麻醉机国际竞争力。麻醉机的核心零配件,如管路、计量仪表、软件开发、显示系统等,基本可以实现进口替代,在国内可以采购到较为优质的产品,但部分关键元器件,如气路管理的减压阀等仍需依赖进口。随着产业链上游企业不断加强核心零部件研发,填补产业链空白,产业生态将日益完善,有助于降低公司采购零配件成本,提升产品性能和性价比,增加国际竞争力。

2.1.3 除颤仪

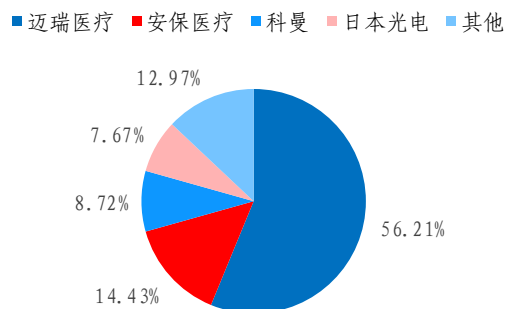
国产替代领跑者: AED 技术突破与全球市占率跃升。迈瑞是国内第一家自主生产 AED 的厂家,在除颤技术上具有多年的积累,随着技术的进一步提升,双相波技术、AI 分析已接近国际水平。2015-2024 年公司除颤仪销量 CAGR 达到 34.5%,是公司的种子业务。国内 AED 市场以医疗机构和政府采购为主,国产品牌具有较大优势,据 2023 年 10 月的中标数据,迈瑞医疗在国内 AED 的市场份额达到 56.21%,得益于丰富的产品管线以及与进口产品相比极高的性价比,迈瑞医疗将在政府采购占主导的除颤仪市场继续提升市场份额。在海外市场,迈瑞医疗凭借高性价比和急救整体解决方案等优势,保持全球前三市场占有率。

图表32: 公司除颤仪销售量以及同比增速



资料来源: 公司 2015-2024 年年报, 长城证券产业金融研究院

图表33: 2023 年 10 月体外除颤仪设备中标情况占比



资料来源: MDCLOUD, 长城证券产业金融研究院

急救培训打造品牌效应。公司致力于向公众普及急救知识,通过捐赠 AED 设备,组织急救培训,提升公共急救技能。2024 年上半年,公司直接或间接推动 30 万人次参与急救培训,组织急救培训 165 场,培训 6000 人。这样市场教育的模式,成本较高,但经过培训,具备使用 AED 设备意识的客户,则会偏向配置这些龙头公司的 AED 产品,有利于迈瑞进一步抢占国内市场。

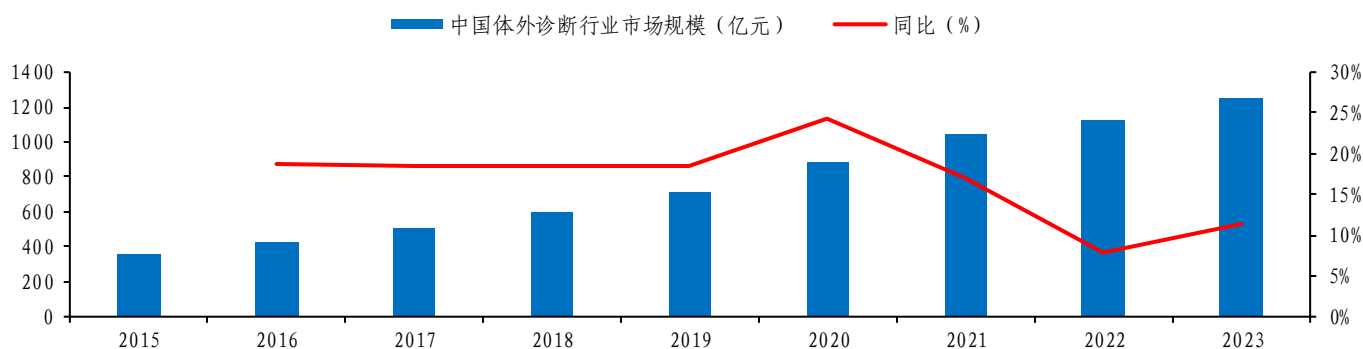
供应链垂直整合降低制造成本。AED 设备成本主要包含治疗放电模块、主控模块、机械组件及耗材等,公司能够自主生产核心部件如电极片,实现核心部件的自主生产,通过自主开发双向波技术实现关键技术的内部研发,从而进一步降低了成本,提高了国际竞

争力。

2.2 体外诊断（IVD）：高速增长的第二曲线

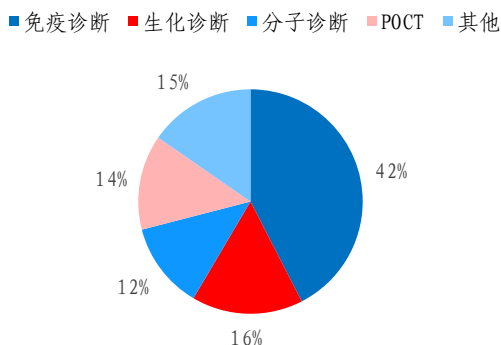
免疫诊断外资领航，国产替代破局在望。我国 2023 年体外诊断市场规模 1253 亿元，2015-2023 年 CAGR 为 16.8%，免疫诊断仍为最大细分领域。从市场份额来看，2023 年我国免疫诊断市场超过半数份额被国外企业所占据，其中，罗氏市场份额超过四分之一，达到 25.4%。其次是雅培，占据了我国 13.5% 的免疫诊断市场份额，西门子、贝克曼两家企业分别占据 5.3%、5.2% 的份额。国内企业市场份额占比较小，迈瑞医疗作为国产免疫诊断行业龙头企业，市场份额也仅有 7.5% 左右。总体来看，我国免疫诊断行业的国产替代空间相当广阔。

图表 34：中国体外诊断行业市场规模以及同比



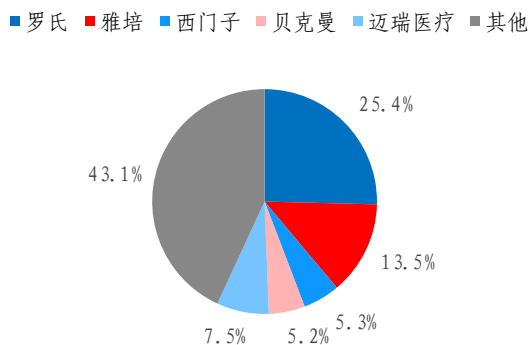
资料来源：ifind，《中国医疗器械蓝皮书》，长城证券产业金融研究院

图表 35：2023 年中国 IVD 行业细分市场格局



资料来源：前瞻产业研究院，长城证券产业金融研究院

图表 36：2023 年中国免疫市场竞争格局

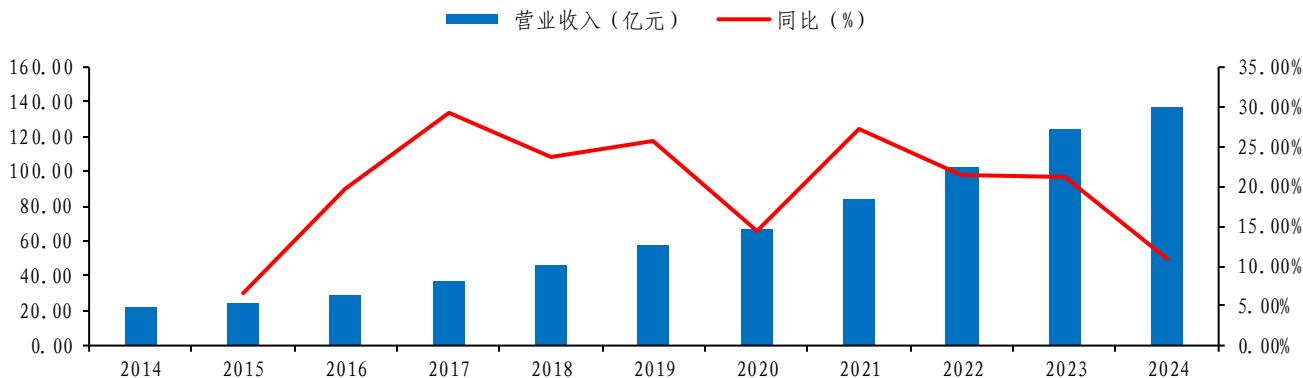


资料来源：前瞻产业研究院，长城证券产业金融研究院

公司全产业链布局显效，全球化推进持续增长。2024 年公司体外诊断业务实现营业收入 138 亿元，同比增长 10.82%，收入体量首次超过生命信息与支持业务，其中国际体外诊断业务同比增长超过 30%。根据公司统计，公司化学发光业务的市场排名首次实现国内第三，生化业务的市场占有率首次超过 15%，并仍在持续提升。公司体外诊断仪器的装机速度仍维持了较高水平，MT 8000 全实验室智能化流水线全年装机近 190 套，化学发光仪器装机达 1,800 台，其中近六成均为高速机，这为后续国内体外诊断业务的复苏奠定了基础。国际市场，通过结合并购、自建和对外合作等方式，公司仍在持续对海外体外诊断业务的生产制造、物流配送、临床支持、IT 服务等本地平台化能力加大建设力度。同时，DiaSys 原有工厂的产品导入进展顺利。受益于此，海外中大样本量客户的渗透速度仍在持续加快，2024 年内成功突破了 115 家海外第三方连锁实验室，并完成了 2 套

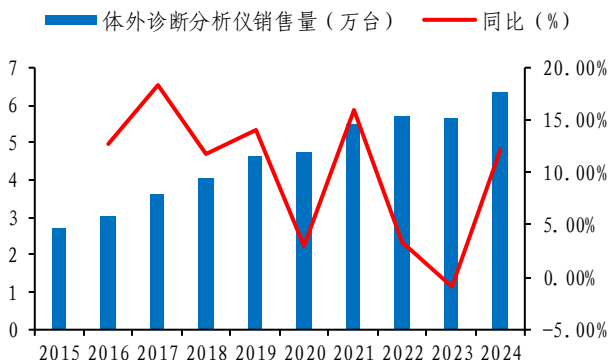
MT 8000 全实验室智能化流水线的装机。预计 2025 年 MT 8000 全实验室智能化流水线在海外的装机将开始逐步放量，国际体外诊断业务有望继续维持高速增长的趋势。得益于国内常规门急诊、体检、手术等诊疗活动的迅速恢复，国内体外诊断试剂消耗也随之显著复苏，销售量持续增加，试剂增速高于仪器，2021 年收购 IVD 上游原料供应商 HyTest 后，解决了上游原料卡脖子问题，进一步优化成本，使得体外诊断试剂在 2021 年后增速持续走高。

图表 37: 公司体外诊断营业收入以及同比增速



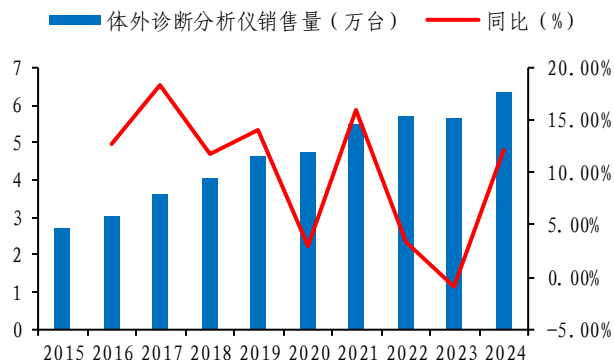
资料来源: 公司 2014-2024 年年报, 长城证券产业金融研究院

图表 38: 公司体外诊断试剂销售量



资料来源: 公司 2015-2024 年年报, 长城证券产业金融研究院

图表 39: 公司体外诊断分析仪销售量



资料来源: 公司 2015-2024 年年报, 长城证券产业金融研究院

2.2.1 血球

血球国产替代制胜，技术+全产业链布局铸就龙头护城河。2021 年迈瑞整体市场占有率首次超越希森美康成为国内第一，24H1 显示国内血球业务上半年增长超 30%，进一步巩固了国内血球市场第一的地位，持续拉开与竞争对手之间的份额差距。主要竞争对手是日企希森美康，长期占据 top 级医院份额。迈瑞医疗凭借技术自主、全产业链布局及高性价比优势，在血液诊断领域持续缩小与国际巨头的差距，并通过全球化战略加速国产替代进程。其产品性能已逐步达到国际一流水准，成为国内医疗机构及新兴市场的优选品牌，行业优势将进一步积累。

公司按照市场分层布局血球行业。早期以三分类血液分析仪切入基层医疗市场，凭借高性价比快速占领下沉份额，筑牢中低端市场根基。通过五分类血液分析仪（如 BC-6800、BC-7500）及全自动流水线（如 CAL8000、CAL7000）直面国际巨头希森美康，攻坚高端市场，抢占三级医院市场。

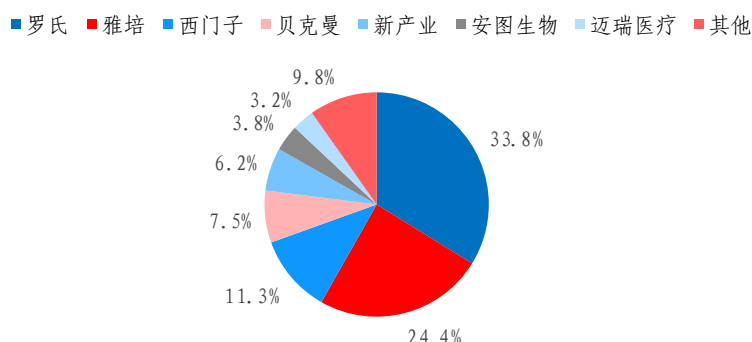
公司坚持技术迭代与临床痛点适配。2011 年推出首台高端五分类血液分析仪 BC-6800，打破外企垄断，提升异常细胞检测精度。后又推出支持末梢血/静脉血双模式检测的

BC-7500 系列，并集成高速 CRP 检测以满足急诊高效需求，通过联检一体化设计，单机解决多项需求，减少操作步骤。2023 年，BC-7500 系列装机超过 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，该系列带来的收入贡献超过 10 亿元，成为了首款在上市第三年就实现收入突破 10 亿元的产品。公司于 2014 年推出国内首条全自动血液分析流水线 CAL8000（整合血常规、CRP、糖化检测），全球仅迈瑞与希森美康掌握该技术。2021 年上市的 CAL7000 流水线搭载 BC-7500，实现一次吸样完成血常规+CRP+SAA 联检，减少样本周转时间，大大提升整体检测效率，以性价比优势持续提升三级医院市场份额。未来，搭载“迈瑞智检”云平台，支持数据互联、远程维护及 AI 辅助诊断的智能化生态将进一步提高公司国际竞争力。

2.2.2 化学发光

进口品牌主导下的中国化学发光市场：国产替代存在空间与增长潜力。化学发光以其特异性强、灵敏度高、快速、可定量、检测范围广、自动化程度高的优势，替代酶联免疫检验成为免疫诊断的主流技术。近年来我国化学发光免疫诊断市场不断扩大，但由于国内企业起步较晚，在技术积累和市场开拓方面与海外品牌差距较大，国产化率仍处于较低水平，我国化学发光免疫诊断市场仍由进口主导，罗氏、雅培、西门子等跨国龙头占据主要市场。在 2021 年国内化学发光市场中，罗氏竞争优势明显，占有率遥遥领先，占有 34% 的市场份额，迈瑞仅占 3.2%，未来，我国化学发光免疫诊断市场仍有很大的增长空间。

图表 40: 2021 年国内化学发光市场竞争格局



资料来源: IVD Daily, 长城证券产业金融研究院

原料自主+国际布局：化学发光国产化的破局之路。上游原材料显著影响化学发光厂商试剂质量，原材料自主可控为发光厂商核心竞争力。化学发光行业上游主要为试剂原材料供应商以及发光仪电子元器件供应商。对于发光试剂来说，抗体的来源、制备工艺以及稳定性直接决定试剂的性能好坏。罗氏、雅培、贝克曼以及西门子（简称为罗雅贝西）等国际巨头自研或并购原料厂商来保障试剂原料的供应，导致国内厂商面临部分原料外购困难、原料质量不稳定的困境。迈瑞通过收购全球知名 IVD 原材料领域公司海肽（HyTest）生物，立志于实现化学发光原材料领域核心技术的自主可控，保障供应链安全，降低实际成本，并力争在 2025 年实现化学发光业务的产品竞争力全面追上国际一线品牌。在海外市场，公司通过收购 DiaSys Diagnostic Systems 75% 的股权，逐步导入和完善化学发光等海外体外诊断业务的供应链平台，加强海外本地化生产、仓储、物流、服务等能力建设，为实现体外诊断业务的全面国际化奠定坚实的基础。

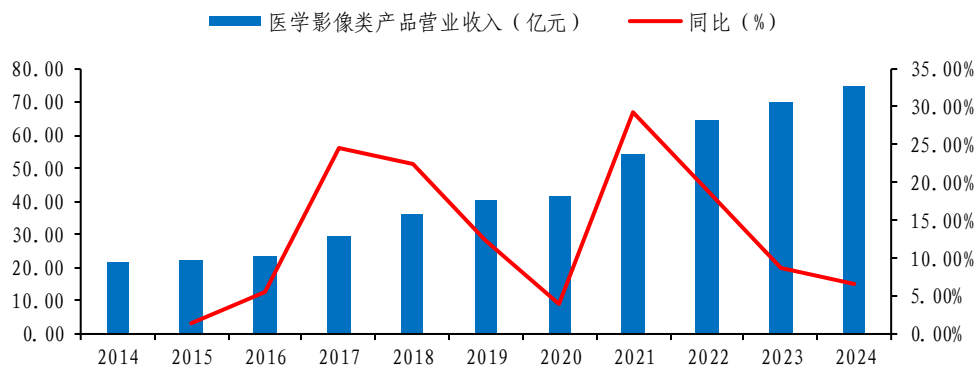
高速机持续放量，匹配国内高等级医院检测需求。化学发光行业中发光仪根据检测速度可大致分为低、中、高速机。为满足国内与国际化学发光免疫中端市场需求，提升产品竞争力，实现免疫发光业务在全球中高端市场的突破，公司针对二级及以上医疗机构的

高通量检测需求推出高速发光仪（CL-8000i、CL-9000i）。2023 年公司的国内化学发光新增装机超过了 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突破持续加速，助力公司的化学发光业务在国内市场份额首次超过一家进口品牌并位列第四。

2.3 医学影像：超声业务 2023 年首次跻身全球前三

医学影像产线营收持续增长。公司产品包括超声诊断系统、数字 X 射线成像系统和 PACS。在超声诊断系统领域，为医院、诊所、影像中心等提供覆盖从超高端到低端的全系列超声诊断系统，以及逐步细分应用于放射、妇产、介入、急诊、麻醉、重症、肝纤等不同临床专业的专用解决方案。在数字 X 射线成像领域，公司为放射科、ICU、急诊科提供包括移动式、双立柱式和悬吊式在内的多种数字化成像解决方案。医学影像产线营业收入持续增长，2024 年公司医学影像业务实现营业收入超过 74 亿元，同比增长 6.60%，其中国际医学影像业务同比增长超过 15%，超高端超声系统 Resona A20 上市首年实现超 4 亿元收入。

图表 41：公司医学影像类产品营业收入

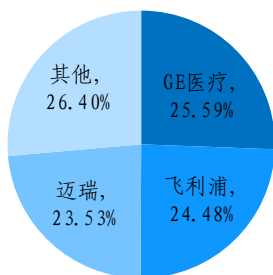


资料来源：公司 2014-2024 年年报，长城证券产业金融研究院

国内超声设备市场发展态势：政策助力，高端替代与中低端拓展共进。在国内，经过几十年的发展，我国超声产品的普及率较高，国内超声设备市场已发展至成熟期，处于增速较为稳定的阶段，未来市场在高端领域主要是国产企业通过研发投入产品迭代逐步实现高端进口替代，中低端市场主要是以分级诊疗、医疗新基建等政策带来的新医院或新科室扩建带来的需求，另外近期国家在推设备以旧换新的政策也能带来相当的增量。

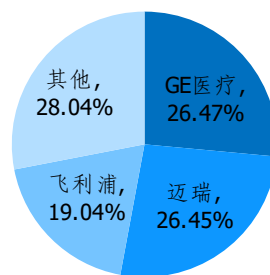
进口替代进程提速，国产率不断提升。虽然目前欧美跨国企业在超声影像技术上依然领跑全球，但近年本土企业不断追赶，与跨国企业的差距逐渐缩小，国产率不断提升。根据《中国超声医学影像行业现状深度与发展前景报告（2024-2031 年）》，从 2023 年中标量来看，我国超声影像诊断设备国产化率达到 57.11%，同比增长 4.09%。从中标金额来看，我国超声影像诊断设备国产化率达到 36.95%，同比增长 4.37%。在超声国内和出口总销售金额方面，国际巨头公司的总销售额共占据约超过 1/3 的市场份额，国产品牌正处于上升及扩张阶段。我国医学影像市场中占据前三份额的分别为飞利浦、迈瑞和通用电气，2021 年公司的超声业务首次超越进口品牌成为国内第二。2023 年，凭借强大的产品竞争力和高标准的合规体系，公司抓住了当前环境下市场份额提升的机会，首次超越原市场第一的进口品牌，成为国内超声市场行业第一的厂家。2024 年上半年，受益于 2023 年底推出的国产首款超高端超声平台 Resona A20 放量，公司进一步巩固了超声业务国内市场第一的行业地位。随着 2024 年底妇产应用超高端超声的上市，长期被进口品牌占据的超高端市场未来也将有迈瑞的一席之地。

图表42: 2023年H1国内各品牌超声影像诊断设备市场份额（按销售额）



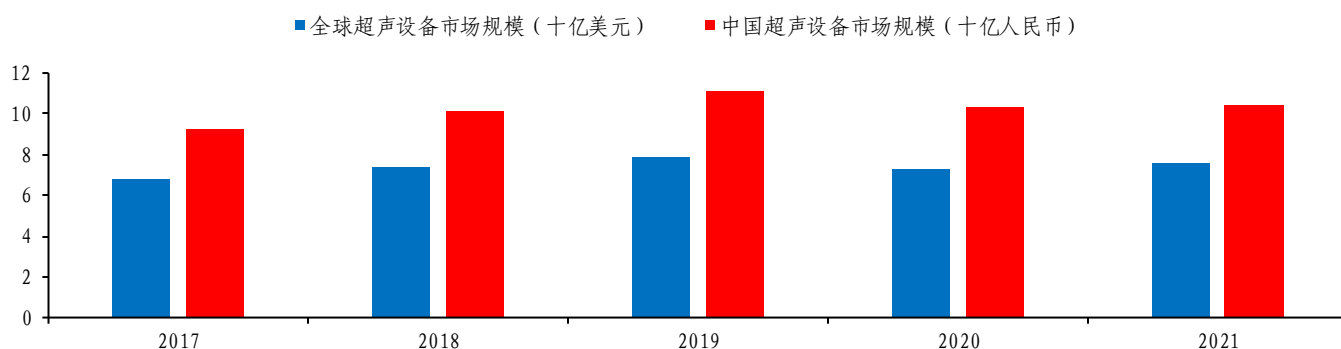
资料来源: 医装数胜, 长城证券产业金融研究院

图表43: 2024年H1国内各品牌超声影像诊断设备市场份额（按销售额）



资料来源: 医装数胜, 长城证券产业金融研究院

图表44: 全球超声设备市场规模（十亿美元）与中国超声影像市场规模（十亿人民币）



资料来源: 弗若斯特沙利文, 长城证券产业金融研究院

高端彩超的关键技术是进入高端超声市场的敲门砖。目前国产超声在性能方面已经和国外高端产品较为接近, 硬件方面并没有太多差别, 国产设备可以满足除心脏科以外临床科室的使用需求, 比如超声科、妇产科。但国内的心脏超声设备市场和妇产超声设备市场国产设备的市场占有率较低, 尤其是心脏超声设备市场。国产设备和国外高端超声的差距主要体现在软件和一些复杂功能上, 如剪切波弹性成像、造影等, 能为用户提供更多的定量诊断信息, 主要应用在心脏科。高端超声、核磁共振、CT 机等设备的部分核心部件技术仍依赖国外, 以 CT 机为例, 其核心的探测器技术、球管技术等, 国外企业掌握着更先进的制造工艺和更高的技术水准。国外的探测器在灵敏度、分辨率等关键性能指标上表现更优, 能够实现更精准的成像效果。公司虽然在不断加大研发投入, 但在这些核心部件技术上, 与海外顶尖企业相比仍有差距, 尚未实现完全的自主替代。在核磁共振设备中, 超导磁体技术、梯度线圈技术等也是制约国内企业发展的关键因素。这些技术不仅决定了设备的成像质量, 还影响着设备的稳定性和使用寿命。海外企业在长期的研发和实践中, 积累了丰富的技术经验和专利, 形成了较高的技术壁垒, 使得国内企业在相关技术的突破上面临挑战。

公司在基础研究领域投入大量研发力量, 处在追赶阶段。公司在 2006 年推出了 DC-6, 填补彩超国产空白, 使得在彩超这个品类的本土品牌第一次可以和进口品牌同台竞技。2013 年公司收购美国超声品牌 ZONARE, 由此推动了 2015 年发布的旗舰机型 RESONA 7 向全球高端超声阵营发起了全新挑战。2018 年, 公司研发推出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。Resona 系列域光平台是国产最高端的技术平台, Resona 7 以域扫描、全域动态聚焦及全息域技术三大创新定义了优异超声图像的新标准, Resona 9 基于 ZST + 域光平

台技术和全面的弹性成像定义了专业的高阶诊断功能，实现精准超声的新飞跃。2020 年发布的女娲 **Nuewa** 系列首先实现了国产品牌对于高端妇产科超声市场的突破。2022 年，公司开发出迈瑞面阵探头 **ASIC** 专用芯片，并攻克原材料困局和散热难关，最终打破了心脏超声领域被进口垄断的僵局，填补国内该项技术空白，实现全链自主可控。公司于 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，同年推出国产首台心血管超声设备 **Recho R9**，进军心脏超声市场，实现国内行业零的突破。在国内市场，通过超声产品技术的持续高端化和应用临床化，迈瑞在院内传统超声科室和新兴临床科室加速实现高端突破，二、三级医院占国内超声收入的比重连年提升，未来，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。

在国际市场，超高端超声 **Resona A20** 虽然短期内尚未对海外收入带来较大贡献，但随着该型号在海外各个主要国家陆续发布上市，高端客户逐渐意识到公司在超声领域积累的技术水平和创新能力已经不输欧美日品牌，甚至在部分应用领域和智能化功能上开始成为引领者，这对于进一步提升迈瑞超声的品牌形象、全面打开海外高端市场有着重要意义。当前，公司超声业务在海外市场的占有率仅有个位数，并且收入主要来自于中端和入门级型号。未来，公司将持续加大海外高端市场的覆盖力度，全面开启超声业务海外高端突破的征程，以此实现国际医学影像业务长期可持续的快速增长。

“AI+医疗影像”细分领域存在爆发式增长机会。AI 影像行业，是人工智能在医疗领域里面探索最久的赛道之一，近年来人工智能辅助诊断三类证的获批数量持续增长。参考亿欧智库发布的《2023 年中国人工智能医学影像产品生态路线研究报告》，2023 年我国 AI 医学影像市场规模为 24 亿元，2030 年将达到 137.4 亿元，年复合增长率为 33.8%。AI+影像领域主要为已建立 AI 平台的成熟医疗影像企业，在数据、技术、市场和资金方面具有显著优势，因此成熟的医疗影像公司较容易切入 AI 并占据主导地位。在“AI+医疗影像”领域，国外巨头有较早的布局：**GE Healthcare** 提供端到端的解决方案，其 AI 影像平台支持放射、病理和心脏病等领域；**Siemens Healthineers** 是西门子旗下的医疗业务部门，提供医学影像设备和 AI 驱动的影像分析解决方案，**AI-Rad Companion** 平台支持放射学、心脏病学和肿瘤学等领域。在此行业迈瑞医疗前瞻性布局数智化解决方案，公司旗下“迈瑞智检”和“瑞影云++”实现云阅片、云智审、云智学等多种基于临床洞察的智能应用解决方案，使得检测流程更加均质化、标准化，为血液疾病相关的疑难病例实施诊疗建立了高效专业的在线平台，助力医联体会诊，真正帮助医院提升诊疗能力和效率，实现医疗均质化和控费降本，也显著提升了公司的市场份额和客户粘性。

智能生态赋能全球医疗，瑞影云++领航影像互联新纪元。2023 年，“瑞影云++”结合人工智能、设备物联网、5G 和云计算等新技术应用，提供了全新的 5G 智能生态接入终端、产科云 AI 质控解决方案、云 AI 辅助教学解决方案，持续拓展超声设备的应用边界，满足不同用户全场景的影像互联应用需求。截至 2024 年 12 月 31 日，“瑞影云++”项目已经覆盖了全国 31 个省、市、自治区，实现累计装机超过 15600 套，其中 2024 年新增装机接近 5000 套，装机持续提速。在国际上，“瑞影云++”已经在印度尼西亚、沙特阿拉伯等国家发挥作用，通过专业的医学影像远程培训方案，为当地基层医生提供高效、经济的创新培训模式，促进专家资源辐射中外学术交流。

图表 45: 公司“瑞影云++”影像云服务平台



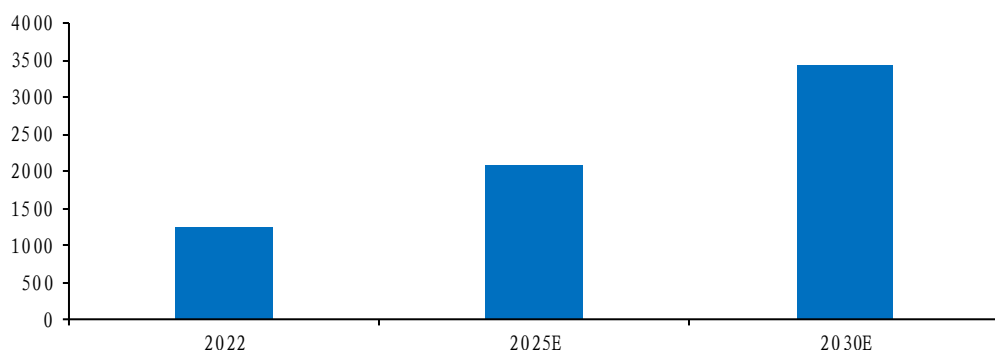
资料来源：公司 2023 年年度报告，长城证券产业金融研究院

3. 新兴种子业务

3.1 微创外科：以硬镜为切入点，发挥协同优势

全球微创外科市场高增长与中国手术量激增双轨驱动。微创外科手术通过较小切口或自然腔道建立手术通道，借助硬性医用内窥镜，操作手术器械，对病变部位实施手术治疗。MIS 包括腹腔镜、胸腔镜、宫腔镜和关节镜手术并广泛用于普外科、妇科、泌尿外科、胸外科和骨科五个手术科室。随着人民健康意识的增强，人们对降低治疗创伤、实现精准治疗提出了更高要求，微创手术的认知度和接受度不断提高，微创外科手术量日益增加。根据动脉橙产业智库的统计数据显示，2023 年全球微创外科市场（包括硬镜、微创外科手术设备以及耗材（MISIA））的规模大约为 298.7 亿美元。预计到 2025 年，这一数字有望攀升至 348.4 亿美元，年复合增长率达到 8%，是全球医疗器械市场中增长强劲的细分领域。根据弗若斯特沙利文数据，中国微创外科手术量 2022 年达到 1253 万台，预计 2025 年中国微创外科手术量达到约 2095 万台，并在 2030 年进一步增长至约 3423 万台，2025 年至 2030 年的年复合增长率为 10.3%，市场规模将进一步扩大。

图表 46：中国微创外科手术量变化及预测（万台）

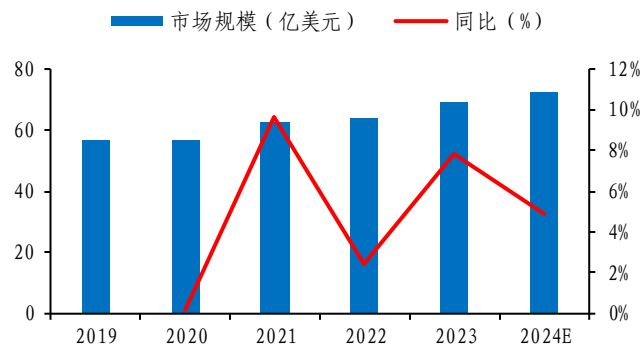
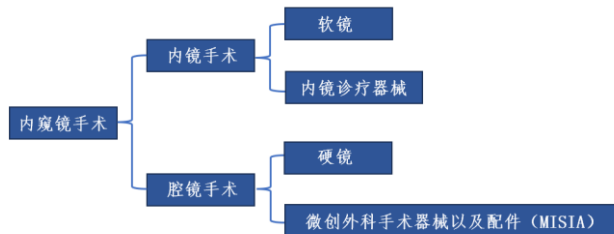


资料来源：弗若斯特沙利文，动脉橙产业智库，长城证券产业金融研究院

全球硬镜技术发展，中国市场本土化突围。内窥镜技术主要分为内镜技术和腔镜技术，内镜一般通过人体自然腔道大完成检查、诊断和治疗，如肠胃镜检查、超声内镜、内镜下粘膜切除术等，腔镜技术主要通过无菌环境或外科切口进入人体无菌腔室，如腹腔镜、胸腔镜、关节镜技术等。从产品来看，内窥镜可以分为软镜、硬镜、内镜诊疗器械、微创外科手术器械及配件。其中硬镜临床应用广泛，主要用于人体浅表及浅层部位自然腔道和通过穿刺开口腔道的病灶诊断和治疗。近年来全球硬镜市场趋于成熟，增速保持稳定。根据观研天下数据中心的统计数据显示，2019 年全球硬镜市场规模达到 56.9 亿美元，预计将以 4.9% 的年复合增长率于 2024 年达到 72.4 亿美元。中国微创外科设备硬镜市场也显示出强劲的增长势头。动脉橙产业智库统计，2023 年，国内硬镜市场的规模约为 91 亿元，预计 2026 年有望达到 135 亿元。2019 年中国硬镜以卡尔史托斯、奥林巴斯、史赛克、狼牌四家外资企业为主，国产化率不到 15%。近年来，国产企业逐步发力，扩大市场份额，2021 年，迈瑞医疗的市占率跃升至全国第三，国产率进一步提升。

图表 47：内窥镜手术分类

图表 48：全球硬镜市场规模以及同比增速

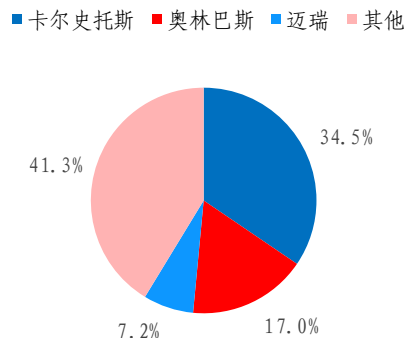
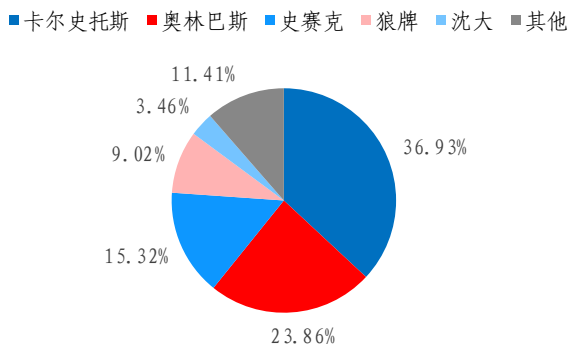


资料来源：华经情报网，长城证券产业金融研究院

资料来源：观研天下数据中心，长城证券产业金融研究院

图表 49: 2019 年中国硬镜市场竞争格局

图表 50: 2021 年中国硬镜中标品牌市场份额



资料来源：华经产业研究院，中国医疗器械行业协会统计数据，长城证券产业金融研究院

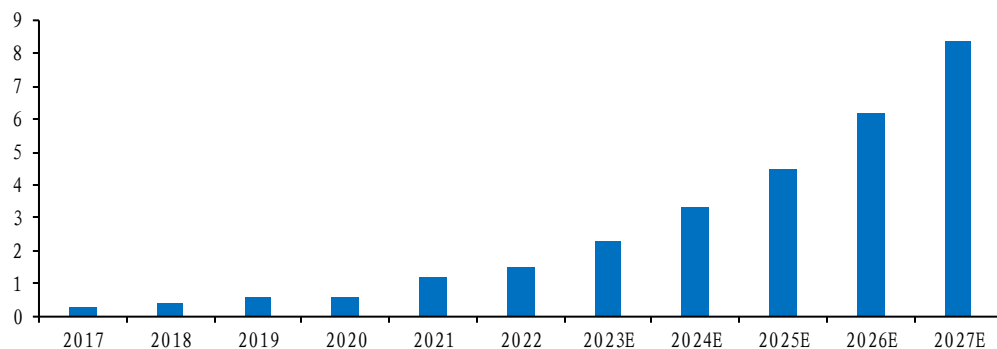
资料来源：共研产业咨询，长城证券产业金融研究院

打破内镜生产工艺技术壁垒，以硬镜为切入点加速微创外科布局。目前，硬镜发展已经进入技术变革期，正朝着提高图像质量、集成多功能以及扩展更多应用场景方向发展，4K、3D、荧光技术等多种前沿科技日益成熟，并逐渐应用于内镜领域，为内镜的创新奠定了技术基础。据《中国医疗器械蓝皮书 2023》数据，卡尔史托斯等进口品牌占据国内约 71% 的市场份额。但近年来受益于技术创新及政策扶持，以迈瑞为代表的企业持续发力，打破海外垄断，助力国产替代加速。数据显示，基于国内医生的临床需求，公司每年会推出 1-2 款新产品，迅速搭建微创外科整体解决方案，为医生开展手术提供便利。截至 2023 年 3 月，迈瑞医疗微创外科研发团队有 250 多人致力于腔镜研发，其中近 90% 的硕博比例。在腔镜领域，迈瑞医疗拥有 200 多个发明专利以及 30 多个国际专利。在布局微创外科的发展历程中，迈瑞医疗的内窥镜系统已实现近 2000 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，TOP100 医院已装机过半。目前，迈瑞医疗已经突破国产内窥镜系统的技术瓶颈，实现了由全高清到 4K、荧光以及 3D 产品的推出，形成从低到高逐渐提升的硬镜系统，打破了国产高清硬镜被外资品牌垄断的局面。而随着即将面世的 UX 系列硬镜的到来，迈瑞医疗在硬镜系统的产品组合将再次得以扩充，其在国产硬镜领域的地位将更加夯实。2023 年公司微创外科增长超过了 30%，硬镜系统的市场占有率提升至国内第三，2024 年上半年微创外科增长超过了 90%，硬镜系统实现翻倍增长。

不断完善微创外科布局，超声刀开始放量。超声刀应用范围很广，开放手术、腔镜手术均可使用；在科室方面，适用于普外科、妇科、泌尿外科、胸外科、头颈外科等科室的多种术式。随着全面集采带量，超声刀价格大幅降低，超声刀在三甲和其他医院的渗透率将被推动提升。根据灼识咨询统计数据显示，2017-2022 年中国超声刀市场规模 CAGR 达到 38.9%，预计未来超声刀市场规模将持续增长。公司突破国产超声刀自研空白，推

出了全新超声高频集成手术设备，以更精细超声刀头、更精准智能算法等方式，辅助医生精确、高效、便捷地完成手术。而面对多台能量设备高成本的购买和维护这一手术室管理痛点，公司充分发挥整合创新力，通过高度集成，实现一台能量主机同时连接超声刀、双极电刀、单极电刀等，全新超声高频集成手术设备能够为手术医护带去更为灵便的手术体验、舒适的手术环境、高效的手术管理，还能够降低使用成本。

图表51：中国一次性超声刀市场规模及预测（百万个）



资料来源：灼识咨询，长城证券产业金融研究院

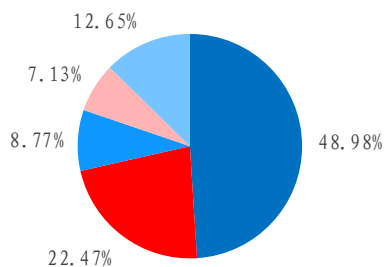
3.2 电生理及心血管：收购惠泰医疗引领国产器械崛起

我国城乡居民心血管疾病高发，心血管领域市场前景广阔。我国心血管病患病率持续攀升，已成为一个严峻的健康挑战。根据《中国心血管健康与疾病报告 2023 概要》统计数据，截至 2023 年中国心血管病现患人数已高达 3.3 亿。在城乡居民的疾病死亡构成比中，心血管病稳居首位，凸显了其作为公共卫生问题的紧迫性。2021 年的数据显示，心血管病在农村和城市地区的死因占比分别高达 48.98% 和 47.35%，进一步表明了其广泛的危害性和高致死率。而过速性心律失常是心血管疾病的常见病症，其中心房颤动（房颤）、室上性心动过速（室上速）、室性心动过速（室速）是临床中常见的过速性心律失常病症。根据弗若斯特沙利文预测，2025 年中国房颤患者将超过 2266 万人，室上速患者将超过 355 万人，室速患者将超过 274 万人，数量庞大、相关治疗需求旺盛。近年来，心脏电生理手术的有效性与安全性不断提升，临床应用效果明显优于药物治疗，能够有效改善患者的生活质量，但国内心脏电生理手术渗透率仍较低。在相关市场需求及政策的推动下，国内心血管介入医疗器械行业的发展势头强劲，根据公司 2023 年报披露数据，2023 年全球心血管领域市场规模已达到 560 亿美元，中国市场规模也超过 500 亿元人民币，在全球和国内医疗器械市场规模中均排名第二，同时，当前心血管手术渗透率低、手术技术仍在持续迭代升级，心血管领域的市场增速显著高于其他领域，国内的行业增速甚至将更高，具有广阔的市场前景。

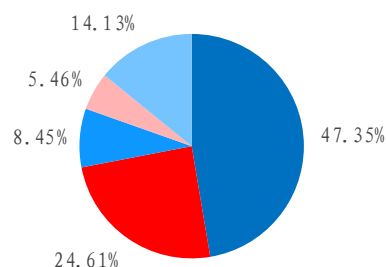
图表52：2021 年中国农村居民疾病死亡构成情况

图表53：2021 年中国城市居民疾病死亡构成情况

■ 心血管病 ■ 恶性肿瘤 ■ 呼吸系统疾病 ■ 损伤/中毒 ■ 其他



■ 心血管病 ■ 恶性肿瘤 ■ 呼吸系统疾病 ■ 损伤/中毒 ■ 其他

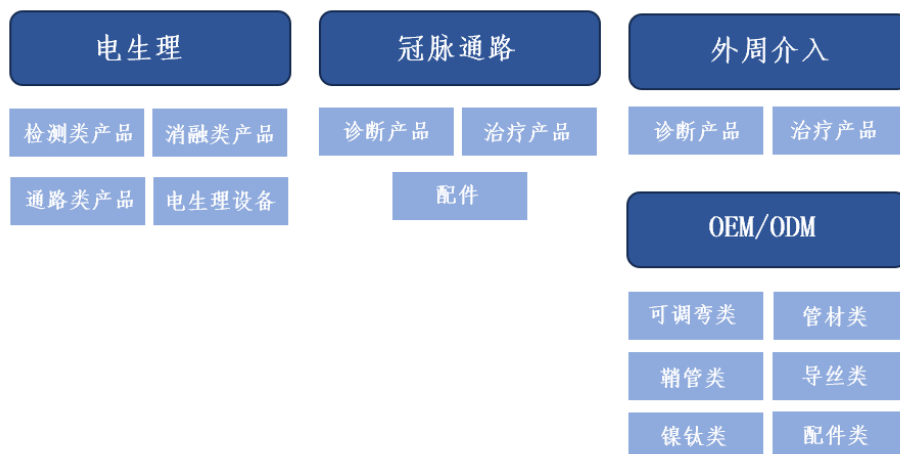


资料来源:《中国心血管健康与疾病报告 2023》, 长城证券产业金融研究院

资料来源:《中国心血管健康与疾病报告 2023》, 长城证券产业金融研究院

收购心血管领域国产先锋, 快速布局心血管领域。2024 年 1 月, 迈瑞医疗公告拟通过“协议转让+表决权”的方式, 使用 66.52 亿元自有资金实现对科创板上市公司惠泰医疗控制权的收购, 快速布局心血管领域细分赛道。惠泰医疗是我国电生理和血管介入耗材领域的领先企业, 在心血管赛道深耕多年, 在心脏电生理、冠脉通路和外周血管介入领域均有布局, 并且拥有国内领先的技术创新能力, 以及从原材料到产品的耗材研发、生产能力和工艺。在电生理领域, 惠泰医疗旗下电生理电极导管和可控射频消融导管, 以及于 2020 年获批上市的漂浮临时起搏电极导管, 均为国内首个获得相关注册证的国产产品, 并被国家科技部认定为国家重点新产品。血管介入领域中, 惠泰医疗在冠脉通路、外周血管介入两大细分赛道均有涉及, 多项研发产品填补国产临床空白。进口厂商研发布局早, 在中国三维心脏电生理领域深耕二十余年, 在电生理手术解决方案成熟度、三级医院临床接受度、品牌影响力及创新产品推出速度上具备优势, 并且已围绕三维电生理标测系统建立起导管产品矩阵, 可满足各类心律失常治疗需求。

图表 54: 惠泰医疗公司产品

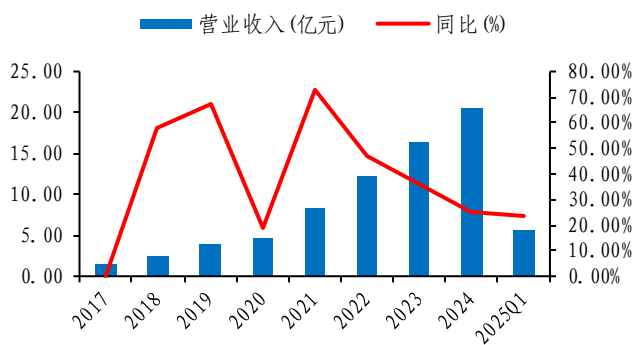


资料来源: 惠泰医疗官网, 长城证券产业金融研究院

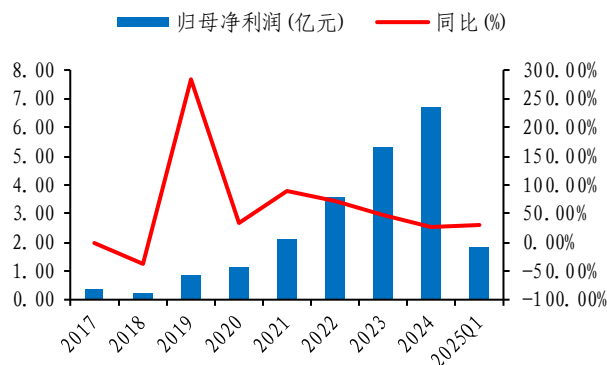
惠泰医疗营业收入及归母净利润持续增长。2024 年营业收入为 20.6 亿元, 同比增长 25.18%, 2025 年第一季度营业收入为 5.64 亿元, 同比增长 23.87%。公司 2024 年归母净利润达到 6.73 亿元, 同比增长 26.06%。

图表 55: 2017-2025Q1 惠泰医疗营业收入以及增速

图表 56: 2017-2025Q1 惠泰医疗归母净利润以及增速



资料来源: 惠泰医疗公司 2017-2024 年年报, 2025Q1 季报, 招股书, 长城证券产业金融研究院



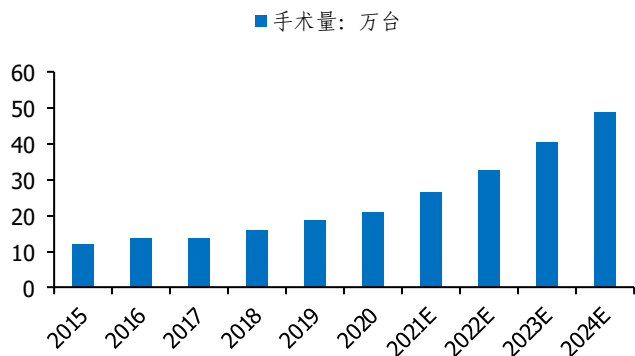
资料来源: 惠泰医疗公司 2017-2024 年年报, 2025Q1 季报, 招股书, 长城证券产业金融研究院

3.2.1 电生理业务: 行业进入发展期, 市场前景广阔

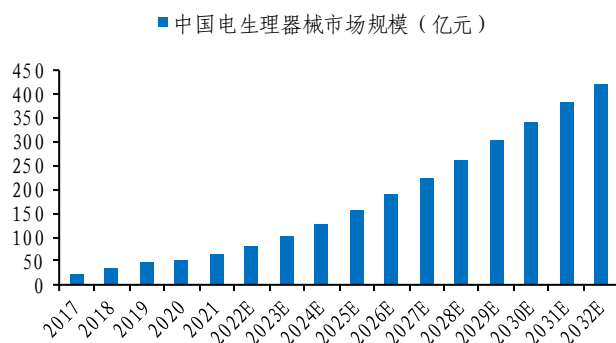
中国电生理市场规模逐年提升。随着人口老龄化程度加剧、房颤及室上速等疾病患者数量不断增加, 患者早筛率不断提升、电生理术式不断成熟, 并且随着 PFA 脉冲电场消融等新兴消融技术在临床中逐步推广应用, 中国心脏电生理手术量有望实现持续快速增长。根据弗若斯特沙利文统计及预测, 2015 年中国电生理手术量为 11.8 万例, 到 2020 年达 21.2 万例, 期间复合年增长率达 12.5%。预计之后将以 23.3% 的复合年增长率增加到 2024 年的 48.9 万例。根据弗若斯特沙利文, 国内心脏电生理器械市场规模由 2017 年的 24.24 亿元增长至 2021 年的 65.8 亿元, 2017-2021 年复合年增长率为 28.36%。根据弗若斯特沙利文, 中国拥有庞大的快速性心律失常患者基数, 随着电生理手术治疗的逐步渗透, 预计中国心脏电生理器械市场规模有望在 2032 年达到 419.73 亿元, 2025 年到 2032 年的年复合增长率为 15.06%。

图表 57: 中国电生理手术量

图表 58: 中国电生理器械市场规模及预测



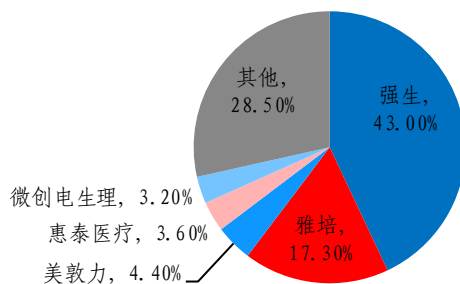
资料来源: 弗若斯特沙利文。长城证券产业金融研究院



资料来源: 弗若斯特沙利文, 长城证券产业金融研究院

中国电生理市场中进口厂商优势明显, 国产化率较低。国内电生理市场由于国产品牌上市晚于外资品牌, 且国产厂家在技术上与进口厂家有一定差距, 导致国内市场高端产品仍以外资品牌为主。但近些年国产厂商技术实力发展较快, 正逐渐缩小与外资厂商的差距。国内电生理器械市场一直以来由强生、雅培等占据领先地位。以销售收入计算, 2022 年中国电生理器械市场的前三名均为进口厂商, 其中强生市占率达到 43%, 排名第一; 其次是雅培和美敦力, 分别占比 17.3% 和 4.4%, 三者合计市场份额超过 60%, 国产化率较低。

图表 59: 2022 年中国电生理医疗器械市场竞争格局



资料来源：前瞻产业研究院，弗若斯沙利文，长城证券产业金融研究院

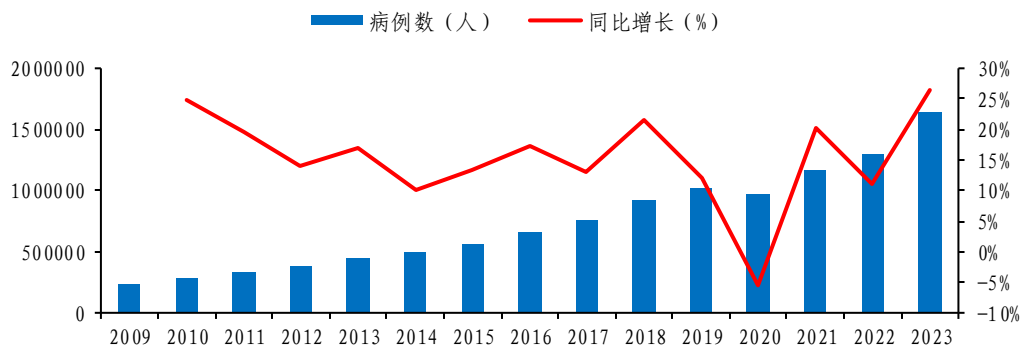
惠泰医疗电生理产品具有较强的市场竞争力。惠泰医疗的电生理电极导管和射频消融电极导管均为国内首个获批上市的国产产品，先发优势助力惠泰医疗成为国内电生理市场中国生产厂商的龙头企业。2022 年福建省医保局牵头的 27 省带量采购项目医疗机构预报量填报中，惠泰医疗公司产品固定弯二极、可调弯四极、可调弯十极和环肺电极在所在竞价单元需求量名列前茅；三维磁盐水消融导管在上市 18 个月后，预报量在该竞价单元全部品牌中取得较好成绩。在 2023 年度，惠泰医疗公司三维冷盐水消融导管在 2023 年度实现了手术量当年超过 10000 例，在 2024 年上半年完成约 7500 例手术，在非房颤治疗领域充分证实了产品的安全性和有效性，得到市场的广泛认可。

3.2.2 冠脉通路业务：国产替代加速

冠脉介入治疗开创了心脑血管疾病的新纪元。针对心血管疾病，如冠心病、急性冠脉综合征等，临床上主要采用药物治疗、开放式外科手术和介入治疗等手段缓解症状、改善预后并致力于减少并发症的产生。冠脉介入治疗具有创伤小、住院时间短、疗效明显等优势，开创了心脑血管疾病治疗的新纪元，目前已成为与传统的内科、外科并列的临床第三大支柱性学科。

冠脉介入治疗手术需求量持续释放，前景较为广阔。中国冠脉介入治疗患者数量持续增加，2023 年 PCI 病例数增长率为 26.44%，为历年最高，冠脉介入手术需求有望继续释放。随着中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。

图表 60：2009-2023 年中国冠心病病例数以及同比增长



资料来源：省级质控中心核实数据，长城证券产业金融研究院

冠脉通路类市场长期由外资主导（如泰尔茂、美敦力等），但国产厂商如惠泰医疗等通过技术突破和集采优势加速替代。冠脉通路器械国内市场格局已逐步实现由外资品牌主导向国产品牌崛起的转变，整体市场虽然还有部分差距，但在细分产品领域，部分国产

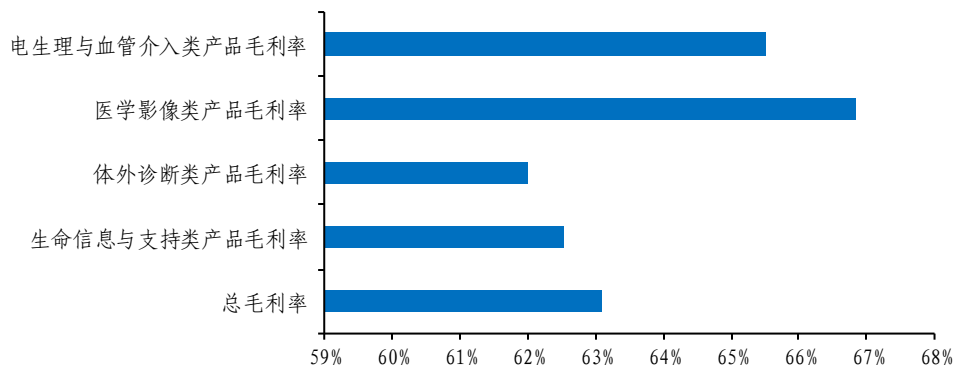
器械已取得领先地位，如惠泰医疗公司的微导管、造影套件等现已占据较为明显的领先地位，其他如导引导管、导引导丝、球囊导管等产品也迅速崛起，市场份额不断扩大。同时，随着国产器械研发和生产技术水平提升，国产器械品牌临床认可度也不断提升，临床医生对于国产器械接纳程度逐步攀高。另外，随着国家及各级省市带量采购工作的开展，国产品牌的机遇越来越多，特别是占据先发优势且具备规模化生产能力的国产医疗器械厂商，可借助于集采实现较为快速的医院覆盖，提升市场地位。同时，受采购周期及价格影响，后来者进入通路器械市场越来越困难，行业壁垒逐步加强。

3.2.3 布局外周介入产品线

外周介入可分为外周肿瘤介入和外周血管介入。与冠脉介入相比，外周血管介入治疗在我国仍处于发展早期。目前，外周血管介入市场无论动脉或者静脉均是外资品牌为主，国产产品线尚处在产品完善、补全阶段。目前，惠泰医疗已形成下肢介入手术通路完整解决方案。惠泰医疗可调阀导管鞘为国内第一个取得国内注册证书的同类产品，可有效防止大尺寸器械更换时的漏血问题，在市场上获得了广泛的认可。在肿瘤介入领域，当下国产替代进步明显。惠泰医疗的微导管、造影套件等拥有明显竞争优势，同时产品覆盖应用范围由主要的肝脏肿瘤栓塞拓展至呼吸介入领域。另外，惠泰医疗拥有国产首个拿证的造影球囊，可以用于封堵血管，在防止栓塞剂回流，并在压力测定、出血封堵等领域都有重要应用，后期随肿瘤介入治疗理念的提升有望得到进一步的普及和推广应用。未来，随着惠泰医疗在研产品的上市，与外资品牌差距将进一步缩短。在血管介入治疗类产品领域，惠泰医疗多个产品处于注册进程中，产品上市后将会进一步丰富惠泰医疗外周介入产品线。

强强联手铸就协同效应，心血管领域或成新的增长点。2024 年年报显示，收购惠泰医疗后公司电生理与血管介入类产品毛利率为 65.52%，是除医学影像类产品外毛利率最高的产线，未来，基于迈瑞医疗和惠泰医疗在医疗设备与耗材领域积累的丰富经验，“迈瑞医疗设备+惠泰医疗耗材”的崭新格局正呼之欲出。迈瑞强大的产品工程化和系统集成能力，也有望为惠泰医疗产品性能带来进一步提升。而基于迈瑞医疗深度搭建的海外市场销售服务体系和不同层级客户资源，惠泰医疗前沿创新产品也能够销往更为广阔的国际市场。强强联手所带来的组合竞争优势和性价比优势，正化为两家公司产品突破全球市场的直接利器。资源互补的产业整合，也有望催生出行业新龙头，从心血管赛道出发为国产医疗器械打开新的出口市场。

图表 61: 公司 2024 年各类产品毛利率



资料来源：公司 2024 年年报，长城证券产业金融研究院

4. 盈利预测与估值

4.1 收入预测与关键假设

1. 生命信息与支持业务：该业务核心产品为监护仪、麻醉机、除颤仪。短期内，由于医疗行业整顿和医疗设备更新项目导致了 2024 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，国内医疗新基建待释放商机超 240 亿元，ICU 床位配置缺口支撑长期需求。海外方面，市场的采购需求已经基本复苏，得益于产品竞争力已经全面达到世界一流水平，公司生命信息与支持业务加速渗透高端客户群，整体产品和数智化解决方案的优势不断扩大，同时鉴于公司海外市场占有率仍然较低，未来国际生命信息与支持业务有望长期保持平稳快速增长。我们预计 2025-2027 年生命信息与支持产品收入增速分别为 3.1%/4.9%/6.0%。

2. 体外诊断（IVD）业务：该业务核心产品为血球分析仪、化学发光、生化试剂。与设备类业务受行业整顿和更新项目影响而导致招标推迟不同的是，试剂等耗材类业务并未受到这些因素的影响，反而是在门诊、手术等诊疗需求的持续增长下，试剂等耗材类业务增长迅猛且确定性高。随着国产替代加速，2023 年血球分析仪超越希森美康居国内第一，化学发光首次进入市场前四；2024 年公司化学发光业务的市场排名首次实现国内第三，生化业务的市场占有率首次超过 15%，并仍在持续提升。长期来看，在行业整顿、试剂集采等政策的影响推动下，国内体外诊断行业竞争格局的集中度在加速提升，未来公司的市占率水平有望站上新台阶，并加速国产化率提升。海外方面，通过收购 DiaSys 完善供应链，2023 年海外 IVD 收入增速超 30%，突破超 100 家第三方连锁实验室，海外本地化突破加速。收购 HyTest 解决核心原料“卡脖子”问题，化学发光试剂成本下降，实现上游自主可控。我们预计 2025-2027 年收入增速分别为 9.9%/12.7%/14.6%。

3. 医学影像业务：该业务核心产品为 Resona A20 超高端超声（国产首款）、心血管超声 Recho R9。在国内市场，受益于 2023 年底推出的国产首款超高端超声平台 Resona A20 放量，公司进一步巩固了超声业务国内市场第一的行业地位。但是，超声市场整体表现因行业整顿和医疗设备更新项目的影响，2024 年招标采购的活跃度依然不容乐观，各主要进口品牌 2024 年在国内均出现下滑。在此环境下，公司的重磅产品 Resona A20 依然获得了亮眼的表现，并且随着 2024 年底妇产应用超高端超声的上市，长期被进口品牌占据的超高端市场未来也将有迈瑞的一席之地。AI+影像赋能场景，“瑞影云++”累计装机超 1 万套，远程质控、AI 辅助诊断提升临床效率。医疗设备以旧换新政策推动基层超声换代，预计未来国内超声招标修复弹性显著。我们预计 2025-2027 年收入增速分别为 5.0%/6.0%/5.7%。

4. 心血管业务：2024 年 1 月，迈瑞医疗公告拟通过“协议转让+表决权”的方式，使用 66.52 亿元自有资金实现对科创板上市公司惠泰医疗控制权的收购，快速布局心血管领域细分赛道。收购后，公司将整合惠泰在心血管高值耗材领域的技术优势与自身渠道资源，推出新一代国产高端介入器械平台，加速打破进口品牌在电生理和复杂 PCI 手术耗材的垄断地位。尽管 2024 年心血管集采政策深化（如冠脉支架续约、电生理省级联盟集采扩围）对行业价格体系形成压制，但惠泰医疗公司凭借全产业链成本管控能力及产品迭代优势（如可降解支架、AI 辅助手术规划系统），市场份额有望逆势提升。我们预计 2025-2027 年收入增速分别为 95.3%/25.1%/21.5%。

基于各业务板块的拆分预测，迈瑞医疗未来三年收入增长整体稳健，体外诊断与心血管业务有望保持较高增速。我们预计公司 2025-2027 年营业总收入增速分别为

11.1%/12.1%/12.4%，整体收入结构持续向高壁垒、高毛利的创新业务与全球化布局优化。

5. 费用率与净利润：销售费用率预计将保持动态下行趋势，主要得益于公司全球化渠道协同效应及数字化营销效率提升。管理费用率有望保持稳定。财务费用率预计维持低位，公司现金流充沛且收购惠泰医疗主要使用自有资金，但需关注汇率波动对海外业务汇兑损益的潜在扰动。综合来看，费用率整体可控，预计 2025-2027 年归母净利润增速分别为 9.8%/11.6%/15.5%。

图表 62：收入拆分及预测明细（单位：亿元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	367.26	407.94	457.43	514.22
YoY	5.2%	11.1%	12.1%	12.4%
归母净利润	116.68	128.06	142.88	165.00
YoY	0.7%	9.8%	11.6%	15.5%
毛利率	63.1%	62.5%	61.9%	61.4%
净利率	32.0%	31.4%	31.3%	32.2%
主营业务收入-分业务				
生命信息与支持类产品	135.57	139.75	146.54	155.28
YoY	-11.1%	3.1%	4.9%	6.0%
体外诊断类产品	137.65	151.25	170.43	195.27
YoY	10.8%	9.9%	12.7%	14.6%
医学影像类产品	74.98	78.75	83.51	88.26
YoY	6.6%	5.0%	6.0%	5.7%
心血管产品	14.39	28.09	35.14	42.70
YoY		95.3%	25.1%	21.5%
其他类产品	4.67	10.09	21.81	32.72
YoY	116.1%	116.1%	116.1%	50.0%

资料来源：公司 2024 年报，长城证券产业金融研究院

4.2 投资建议

公司作为全球医疗器械领军企业，依托全球化战略深化与数智化转型构筑核心竞争力，三大核心业务（生命信息与支持、体外诊断、医学影像）稳居全球前三，高端市场突破显著。公司通过“瑞智联”“瑞影云++”“迈瑞智检”三大智慧医疗解决方案构建全院级数智化生态，AI+医疗深度融合提升诊疗效率，显著增强客户粘性。短期看，医疗新基建需求释放与设备更新政策落地将支撑业绩修复；长期看，全球化渗透、高端化升级及新兴赛道（微创外科、心血管介入）布局将驱动增长动能延续。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润为 128.06/142.88/165.00 亿元，对应当前股价的预测 PE 为 22.3/20.0/17.3 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

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. 经营管理风险

随着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的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。

3. 产品研发的风险

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。为持续保持公司在行业内的核心竞争力，公司需要精确评估与掌握市场需求及技术发展趋势，不断研发新技术及新产品。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。

4. 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。

5. 中美贸易摩擦相关风险

受中美贸易摩擦影响，2025 年 4 月 3 日，美国政府宣布对美国的全球贸易伙伴征收“对等关税”，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 34% 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。

6. 汇率波动风险

公司合并报表以人民币列报。作为国际化医疗器械公司，公司 2023 年度境外销售收入占比约 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。因此，汇率波动可能会对公司盈利状况造成一定的影响。

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	26875	25647	41158	50650	65137
现金	18787	16644	31285	39515	52476
应收票据及应收账款	3297	3226	3817	3946	4855
其他应收款	195	206	239	260	301
预付账款	268	297	330	374	418
存货	3979	4757	5100	6137	6646
其他流动资产	350	517	387	418	441
非流动资产	21065	30997	28405	30122	31738
长期股权投资	67	197	248	304	379
固定资产	5490	7086	7885	8605	9247
无形资产	2567	7076	7423	7707	8117
其他非流动资产	12941	16638	12849	13506	13995
资产总计	47940	56644	69563	80772	96875
流动负债	10103	10427	12349	11848	14075
短期借款	8	5	3	4	5
应付票据及应付账款	2690	2793	3712	3549	5071
其他流动负债	7404	7629	8634	8296	9000
非流动负债	4491	5458	4308	4752	4839
长期借款	1	0	0	0	0
其他非流动负债	4490	5458	4308	4752	4839
负债合计	14594	15885	16657	16601	18915
少数股东权益	261	4902	4922	4950	4989
股本	1212	1212	1212	1212	1212
资本公积	7091	6752	6752	6752	6752
留存收益	25288	28229	36839	47175	60316
归属母公司股东权益	33085	35856	47983	59222	72971
负债和股东权益	47940	56644	69563	80772	96875

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	11062	12432	15638	14136	19088
净利润	11578	11740	12826	14316	16539
折旧摊销	925	1373	1712	2025	2388
财务费用	-855	-400	-22	-264	-493
投资损失	10	-69	-14	-17	-23
营运资金变动	-1652	-727	1025	-1942	455
其他经营现金流	1055	515	111	18	222
投资活动现金流	-693	-7383	505	-3497	-3862
资本支出	2689	1959	-1054	3544	4064
长期投资	-1312	212	-51	-56	-75
其他投资现金流	3307	-5635	-499	103	277
筹资活动现金流	-10776	-8882	-1502	-2408	-2265
短期借款	8	-2	-2	1	1
长期借款	1	-1	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-418	-339	0	0	0
其他筹资现金流	-10367	-8539	-1500	-2409	-2266
现金净增加额	-305	-3761	14641	8231	12961

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	34932	36726	40794	45743	51422
营业成本	12513	13548	15286	17426	19825
营业税金及附加	366	401	449	502	557
销售费用	5010	5283	5426	6072	6582
管理费用	1524	1600	1776	1982	2102
研发费用	3433	3666	4020	4503	4883
财务费用	-855	-400	-22	-264	-493
资产和信用减值损失	-774	-537	-143	-180	-245
其他收益	831	820	701	733	771
公允价值变动收益	79	126	48	58	78
投资净收益	-10	69	14	17	23
资产处置收益	2	4	4	4	4
营业利润	13070	13112	14484	16155	18597
营业外收入	56	37	38	42	43
营业外支出	115	129	97	103	111
利润总额	13011	13020	14425	16093	18529
所得税	1433	1280	1599	1778	1990
净利润	11578	11740	12826	14316	16539
少数股东损益	-4	71	21	28	38
归属母公司净利润	11582	11668	12806	14288	16500
EBITDA	13127	13855	15896	17701	20345
EPS (元/股)	9.55	9.62	10.56	11.78	13.61

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	15.0	5.1	11.1	12.1	12.4
营业利润 (%)	18.9	0.3	10.5	11.5	15.1
归属母公司净利润 (%)	20.6	0.7	9.7	11.6	15.5
获利能力					
毛利率 (%)	64.2	63.1	62.5	61.9	61.4
净利率 (%)	33.1	32.0	31.4	31.3	32.2
ROE (%)	34.7	28.8	24.2	22.3	21.2
ROIC (%)	29.5	28.2	24.6	22.2	20.9
偿债能力					
资产负债率 (%)	30.4	28.0	23.9	20.6	19.5
净负债比率 (%)	-45.1	-30.8	-52.8	-55.9	-62.6
流动比率	2.7	2.5	3.3	4.3	4.6
速动比率	2.2	1.9	2.9	3.7	4.1
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	11.7	11.3	11.6	11.8	11.7
应付账款周转率	5.0	4.9	4.7	4.8	4.6
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	9.55	9.62	10.56	11.78	13.61
每股经营现金流 (最新摊薄)	9.12	10.25	12.90	11.66	15.74
每股净资产 (最新摊薄)	27.29	29.57	39.58	48.85	60.19
估值比率					
P/E	24.7	24.5	22.3	20.0	17.3
P/B	8.6	8.0	6.0	4.8	3.9
EV/EBITDA	20.6	20.1	16.5	14.4	11.9

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
 邮编：518033

传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
 邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市宣武门西大街 129 号金隅大厦 B 座 27 层
 邮编：100031

传真：86-10-88366686