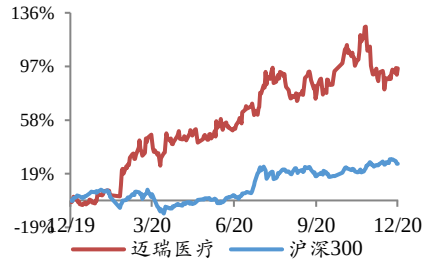
全面进军海外市场，产业版图再扩张

投资评级：买入（首次）

报告日期： 2020-12-10

收盘价（元）	351.53
近 12 个月最高/最低（元）	406.01/173.57
总股本（百万股）	1,216
流通股本（百万股）	499
流通股比例（%）	41.03
总市值（亿元）	4,274
流通市值（亿元）	1,755

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：李华云

执业证书号：S0010520110001

邮箱：lihy@hazq.com

联系人：黎一江

执业证书号：S0010120110007

邮箱：liyj@hazq.com

相关报告

主要观点：

- **医疗器械龙头迈瑞医疗，产业版图再扩张**

迈瑞医疗作为国内医疗器械行业龙头，业绩表现亮眼，2020 年前三季度营业收入高达 160.64 亿元，同比增长 29.76%，归母净利润为 53.63 亿元，同比增长 46.09%。三大产业线稳步增长，市场份额不断扩大。

- **国内市场广阔政策利好，牢牢把握核心竞争优势**

中国医疗器械市场广阔，规模增速远超全球市场，处于高速发展阶段。在医疗新基建逐步推进的大背景下，迈瑞医疗牢牢把握核心竞争力，通过政策优势、技术优势、成本优势，有望进一步实现进口替代，扩大市场份额。

- **疫情加速新版图开拓步伐，海外市场取得重大突破**

疫情推动生命信息与支持产线需求量急速增长，呼吸机、监护仪等医疗抗疫设备供不应求，新兴国家市场新冠抗体检测需求量大，化学发光领域业绩增速快。截至 2020 年第三季度，公司已进入了海外 600 余家顶尖医院，实现了海外高端客户群开拓的巨大突破，并将以此为基础全面进军海外市场。

- **成长性业务重点培育，布局潜在业绩增长点**

公司不断延伸产业链，重点培育硬镜业务、兽用医疗器械等前景广阔的成长性业务。AED、超高端彩超等业务或成为公司未来几年业绩增长点。

- **投资建议**

预计 2020-2022 年公司营业总收入为 206.95 亿元、248.34 亿元、298.01 亿元，同比增长 25%、20%、20%。对应归母净利润为 68.45 亿、79.33 亿、95.75 亿，同比增长 46.23%、15.89%、20.70%。EPS 为 5.63 元、6.53 元、7.88 元，对应当前股价 PE 分别为 61 倍、52 倍、43 倍。公司是我国医疗器械龙头企业，综合公司经营情况及盈利能力，给予公司“买入（首次）”评级。

- **风险提示**

市场环境风险；产品研发不及预期风险。

- **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	16556	20695	24834	29801
收入同比（%）	20.4%	25.0%	20.0%	20.0%
归属母公司净利润	4681	6845	7933	9575
净利润同比（%）	25.8%	46.2%	15.9%	20.7%
毛利率（%）	65.2%	66.8%	65.7%	66.1%
ROE（%）	25.2%	26.9%	23.8%	22.3%
每股收益（元）	3.85	5.63	6.53	7.88
P/E	47.24	60.14	51.89	42.99
P/B	11.89	16.18	12.34	9.59
EV/EBITDA	40.11	51.41	44.24	35.60

资料来源： wind，华安证券研究所

正文目录

1 医疗器械龙头迈瑞医疗，产业版图持续扩张 6
1.1 迈瑞医疗发展历程 6
1.2 股权结构及子公司情况 7
1.3 核心管理层行业经验丰富 7
1.4 公司主要财务数据 8
1.5 稳步拓展产业链，多头并进齐发展 9
1.5.1 生命信息与支持产线 10
1.5.2 体外诊断产线 14
1.5.3 医学影像产线 16
2 医疗器械市场广阔、兼有进口替代可期 19
2.1 全球医疗器械市场规模超 4000 亿美元，医疗设备占据半壁江山 19
2.2 中国医疗器械市场增速较高，进口替代前景广阔 20
3 掌握核心竞争优势，筑牢行业护城河 22
3.1 卓越的体系化研发创新能力，研发投入远高同侪 22
3.2 全球深度覆盖的专业销售体系，并具有前瞻性的政策视野 24
3.3 全时空的售后服务体系，多年获得行业满意度第一 24
3.4 主营业务价格稳定，带量采购影响较小 25
3.5 政策技术双双利好，进口替代优势扩大 25
3.5.1 政策优势，国家鼓励医疗器械进口替代 26
3.5.2 技术优势，多年技术积累助力创新研发 26
3.5.3 成本优势，规模效应逐步形成 27
4 深耕强势业务，业绩持续高增长态势 27
4.1 新冠促进呼吸机订单大量增长 27
4.2 化学发光领域增速远超同业 30
4.3 彩超业务持续发力 32
5 市场释放复苏信号，重点布局潜在业绩增长点 33
5.1 国内市场增长确定，海外市场复苏在即 33
5.1.1 医疗新基建逐步落地，国内市场预计高增长 33
5.1.2 海外市场复苏在即，后续增长动力强劲 34
5.1.2.1 政治局势相对稳定，综合来看体现正面影响 34
5.1.2.2 疫情助力进军海外市场，高端客户群加速拓展 35
5.2 强协同效应助力硬镜业务 35
5.3 兽用医疗器械板块逐步推进中 37
5.4 政策法规利好，AED 市场有望迎来大机遇 37
6 盈利预测及相对估值 40
6.1 盈利预测 40
6.2 可比公司估值 45

风险提示 46
财务报表与盈利预测 47

图表目录

图表 1 迈瑞医疗发展历程 7
图表 2 迈瑞医疗前十大股东 7
图表 3 迈瑞医疗核心管理层部分人员介绍 8
图表 4 迈瑞医疗营业收入及增速 9
图表 5 迈瑞医疗归母净利润及增速 9
图表 6 迈瑞医疗毛利率 9
图表 7 迈瑞医疗经营活动现金净流量（单位：亿元） 9
图表 8 迈瑞医疗主要产品及用途介绍 9
图表 9 生命信息与支持产线营业收入及增速 11
图表 10 生命信息与支持产线毛利率 11
图表 11 国内外监护仪价格对比 11
图表 12 国内外麻醉机价格对比 12
图表 13 国内外除颤监护仪价格对比 12
图表 14 国内外 AED 价格对比 13
图表 15 国内外呼吸机价格对比 13
图表 16 体外诊断产线营业收入及增速 14
图表 17 体外诊断产线毛利率 14
图表 18 国内外全自动血液分析仪价格对比 15
图表 19 国内外全自动凝血分析仪价格对比 15
图表 20 国内外全自动生化分析仪价格对比 16
图表 21 国内外全自动化学发光免疫分析仪价格对比 16
图表 22 医学影像产线营业收入及增速 17
图表 23 医学影像产线毛利率 17
图表 24 国内外彩色多勒普超声波诊断仪（台式）价格对比 18
图表 25 国内外彩色多勒普超声波诊断仪（便携式）价格对比 18
图表 26 全球医疗器械市场规模及增速 19
图表 27 全球医疗器械细分市场规模（亿美元） 20
图表 28 全球医疗器械细分市场份额 20
图表 29 全国医疗器械行业市场规模（亿元） 21
图表 30 中国医疗器械细分子行业市场规模（亿元） 21
图表 31 2018 年中国医疗设备市场占有情况 22
图表 32 迈瑞医疗研发支出（亿元） 23
图表 33 研发支出占营业收入比例 23
图表 34 公司主要研发技术及所获奖项 23
图表 35 鼓励进口替代的医疗器械政策一览表 26
图表 36 公司已实现进口替代/具备进口替代能力的产品 27
图表 37 2019 年中国呼吸机销售额 TOP10 品牌 28
图表 38 全球新冠肺炎每日新增确诊病例 29
图表 39 迈瑞医疗主要呼吸机产品 30

图表 40 中国免疫诊断市场规模 30
图表 41 IVD 细分领域市场规模及增速 30
图表 42 迈瑞医疗主要模块化级联流水线 32
图表 43 中国超声设备市场规模（亿元） 32
图表 44 方案下附重大疫情救治基地应急救治物资参考储备清单（暂定，按单个基地计算） 33
图表 45 中国内窥镜市场规模（亿元） 36
图表 46 内窥镜市场结构 36
图表 47 迈瑞医疗硬镜主要产品 36
图表 48 世界各国 AED 立法及配置情况 38
图表 49 中国推广普及公共场所 AED 配置及使用的主要政策与法规 39
图表 50 中国除颤仪行业市场规模 39
图表 51 迈瑞医疗主要 AED 产品 40
图表 52 基于业务条线数据展示 41
图表 53 基于地区数据展示 44
图表 54 上市医疗器械可比公司估值对照表 45

1 医疗器械龙头迈瑞医疗，产业版图持续扩张

1.1 迈瑞医疗发展历程

迈瑞医疗成立于 1991 年，至今已深耕医疗器械行业 30 余年。深入剖析迈瑞医疗 30 年的发展历程，可将其分为五个阶段，每个阶段的决策都助力迈瑞医疗逐步成为中国最大、全球领先的医疗器械以及解决方案供应商。

第一阶段：迈瑞电子设立。1991 年 6 月，深圳迈瑞电子有限公司成立，注册资本为 200 万元港币。1994 年 4 月至 2000 年 4 月进行了四次股权变更后，开曼迈瑞持有迈瑞电子 100%股权，迈瑞电子变更为外资企业。2008 年 1 月，迈瑞电子注销登记。

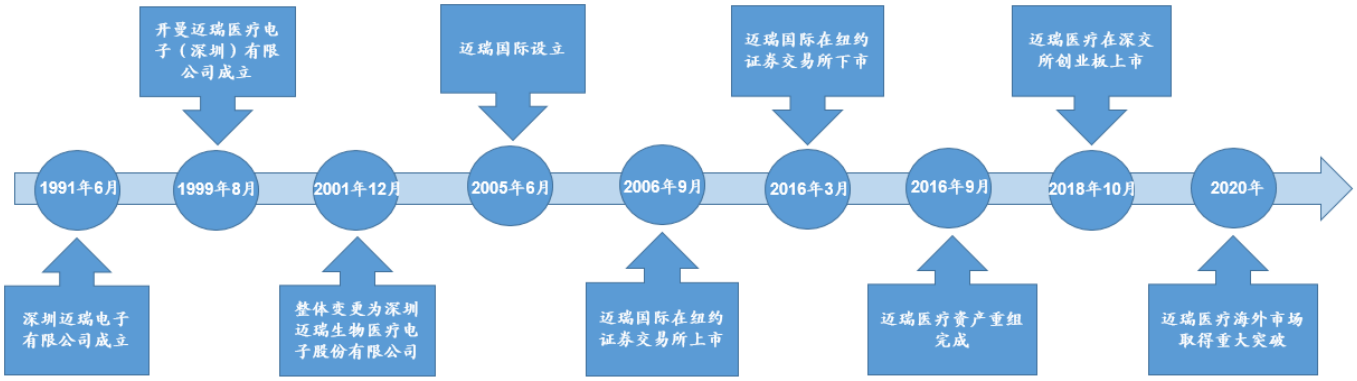
第二阶段：迈瑞有限设立及股份有限公司改制。1999 年 8 月，开曼迈瑞医疗电子（深圳）有限公司成立于广东省深圳市，注册资本 200 万美元。2001 年 12 月，迈瑞有限以发起设立方式将迈瑞有限截止至 2001 年 7 月 31 日经审计的净资产 86,265,839.55 元中的 86,000,000 元折为迈瑞医疗 86,000,000 股（每股面值为人民币 1 元），差额 265,839.55 元计入资本公积，迈瑞有限整体变更为深圳迈瑞生物医疗电子股份有限公司。

第三阶段：迈瑞医疗境外上市架构建立及拆除。随着业务的逐步扩大完善，为扩大公司在全球范围内的品牌影响力，筹集资金投入用于进一步扩大生产研发规模，2005 年 6 月迈瑞国际设立，2006 年 9 月在纽约证券交易所上市，上市时，迈瑞国际间接持有迈瑞医疗 99.9998%的股权。2016 年 3 月，迈瑞国际从纽约证券交易所下市后，为完成股权下翻并搭建境内上市架构，迈瑞医疗进行了增资与股权转让。2016 年 7 月 20 日，通过分红增资方式，迈瑞医疗注册资本从 35,000 万元增加至 109,409.1266 万元。2016 年 7 月-12 月，香港投资和香港控股（迈瑞国际全资子公司）将其持有的迈瑞医疗股权全部转让给新增股东。至此，迈瑞国际不再直接或间接控股迈瑞医疗，迈瑞医疗境外上市架构拆除完毕。

第四阶段：迈瑞医疗资产重组。为理顺股权关系，保持业务链完整性，有效整合发展相关业务，完成公司境内上市架构的搭建，迈瑞医疗及其全资子公司香港全球于 2016 年收购了迈瑞全球（迈瑞国际全资子公司）100%的股权以及迈瑞全球、香港投资、香港控股下医疗器械业务相关的其他子公司 100%的股权。由于此时迈瑞国际、香港投资、香港控股仍直接或间接持有迈瑞医疗部分股权，为避免交叉持股导致股权结构不清晰及避免迈瑞间接承担等值于 20.5 亿美元的私有化境外贷款业务，迈瑞医疗对于迈瑞国际、香港投资、香港控股拥有的与医疗器械经营相关的业务、资产与负债均采用资产收购而非股权转让方式收购。

第五阶段：2018 年 10 月 16 日，迈瑞医疗在深交所创业板上市，进入了迈瑞医疗高速发展的新篇章。通过医疗器械全产业链布局，增强创新研发能力，铺开覆盖全球的销售系统，提升售后服务质量，迈瑞医疗不断提升自身品牌影响力，成为国内医疗器械领域产品及业务最庞大的龙头企业。凭借多年的海外业务布局，迈瑞医疗作为中国医疗器械行业的领航者，正在逐步走向全球市场。迈瑞医疗被波士顿咨询公司评选为 2018 全球挑战者。根据公司官网报道，综合 Qmed, S&P Capital IQ, Factset, XE.com 数据资料，迈瑞医疗在 2019 全球医疗器械供应商排行榜中排名 42。

图表 1 迈瑞医疗发展历程



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

1.2 股权结构及子公司情况

公司股权结构清晰稳定，李西廷、徐航为公司共同控制人，自上市之日起持股情况未发生重大变化。李西廷作为有限合伙人持有睿隆咨询、睿福管理咨询份额，并通过 Quiet Well 间接持有 Smartco Development Limited 的股权；徐航作为有限合伙人持有睿隆咨询、睿福管理咨询的份额，并通过 Magnifice Limited 间接持有 Magnifice （HK）Limited 的股权。李西廷和徐航共同控制迈瑞医疗，已签署一致行动人协议，在对公司未来发展方向等重大事项的决策上均事先充分沟通、达成一致。

图表 2 迈瑞医疗前十大股东

排序	主要股东	控股比例
1	Smartco Development Limited	26.90%
2	Magnifice （HK）Limited	24.43%
3	香港中央结算有限公司	5.34%
4	Ever Union（H.K.) Limited	5.10%
5	深圳睿隆咨询服务合伙企业（有限合伙）	3.89%
6	深圳睿福管理咨询合伙企业（有限合伙）	3.72%
7	深圳睿嘉管理咨询合伙企业（有限合伙）	1.67%
8	深圳睿享投资咨询合伙企业（有限合伙）	1.56%
9	国寿成达（上海）健康产业股权投资中心（有限合伙）	0.99%
10	深圳睿和投资咨询合伙企业（有限合伙）	0.92%
合计		74.52%

资料来源：Wind，华安证券研究所

目前，迈瑞在国内设有 17 家子公司，在超过 30 个省市自治区设有分公司，在境外超过 30 个国家和地区设有 39 家子公司，产品覆盖 190 多个国家和地区。分公司与子公司的全面铺开更好地实现了产品与信息的互联互通，为下一阶段迈瑞医疗进一步巩固国内市场、大力开拓海外市场打下了良好的基础。

1.3 核心管理层行业经验丰富

迈瑞拥有经验丰富的专业核心管理层团队，人员结构合理，多人在迈瑞多个岗位平均历练十年以上，对公司以及行业发展均有自己独到的见解。从创业初期到迈瑞发展壮大，他们在中国医疗器械行业萌芽时便坚定不移地看好，在每一个发展契机勇敢做出变革与创新，与时俱进，共同协商做出了迈瑞高速发展背后的每一个关键决策，脚踏实地，一步一个脚印地推动迈瑞医疗稳步前行，将继续带领公司朝着全球前二十大医疗器械公司的目标迈进。

图表 3 迈瑞医疗核心管理层部分人员介绍

姓名	任职	教育背景及工作经历
李西廷	董事长，董事	毕业于中国科技大学物理系低温物理专业，主持创办迈瑞医疗。曾任职于武汉物理研究所、法国科学研究中心、深圳安科高技术有限公司。自 1999 年起历任迈瑞医疗董事，总经理，迈瑞国际董事，总裁及联席首席执行官，执行董事会主席等职务。获评 2017 年健康中国总评榜年度人物。
成明和	副董事长，董事	毕业于上海交通大学生物医学工程专业，迈瑞医疗创始人之一。曾任职于深圳安科高技术有限公司，迈瑞电子，深圳市雷杜仪器有限公司。自 2000 年起历任迈瑞国际营销副总裁，战略发展执行副总裁，首席战略官等职务。
徐航	董事	毕业于清华大学电机工程系，迈瑞医疗创始人之一。曾任职于深圳安科高技术有限公司，自 1999 年起历任迈瑞医疗董事，迈瑞国际董事会主席等职务。
吴昊	总经理，董事	毕业于北京大学光华管理学院，曾任职于迈瑞电子，自 1999 年起历任迈瑞医疗大区副经理，国内营销系统销售总监，副总经理，迈瑞国际副总裁，高级副总裁，常务副总裁等职务。
郭艳美	副总经理，董事	毕业于西安电子科技大学，曾任职于电子部第四十三研究所，迈瑞电子从事研发及技术管理工作。自 1999 年起历任迈瑞医疗项目经理，部门经理，研发总监，研发副总经理，迈瑞国际高级副总裁，生命信息与支持事业部总经理等职务。
黄海涛	副总经理	毕业于东南大学生物医学工程专业，自 2002 年起历任迈瑞医疗部门经理，研发总监，高级研发总监，生命信息与支持事业部副总经理等职务。

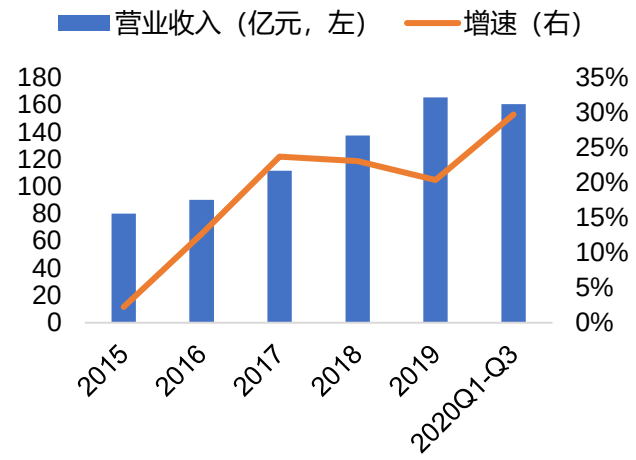
资料来源：Wind，华安证券研究所

1.4 公司主要财务数据

近五年来，随着迈瑞医疗国内国际市场份额的不断扩大，**公司营业收入、归母净利润、经营活动现金净流量持续增加中。2020 年前三季度营业总收入达 160.64 亿元，归母净利润高达 53.63 亿元，三季度已超过 2019 年全年归母净利润。**

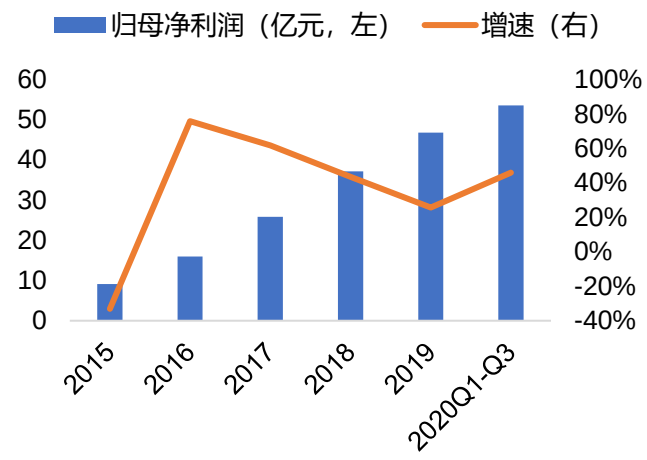
从毛利率上来说，由于长期来看医疗器械产品的价格趋势是下降，所以毛利率保持相对稳定、细微波动是常态。2018 年之前，受益于人民币贬值以及高端新产品的推出上量，产品收入结构改变，公司毛利率持续上升。2018、2019 年毛利润小幅下降系北美关税以及人民币兑美元、欧元的汇率波动引起，属于正常波动。今年前三季度毛利率又有所提升，主要原因是产品价格稳定，加之高端监护仪、呼吸机等高毛利产品销量增加、三季度试剂业务复苏均对毛利率的提升有很大贡献。

图表 4 迈瑞医疗营业收入及增速



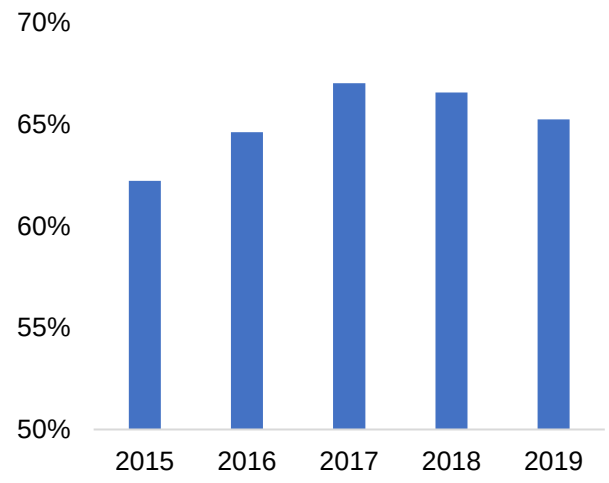
资料来源：Wiind，华安证券研究所

图表 5 迈瑞医疗归母净利润及增速



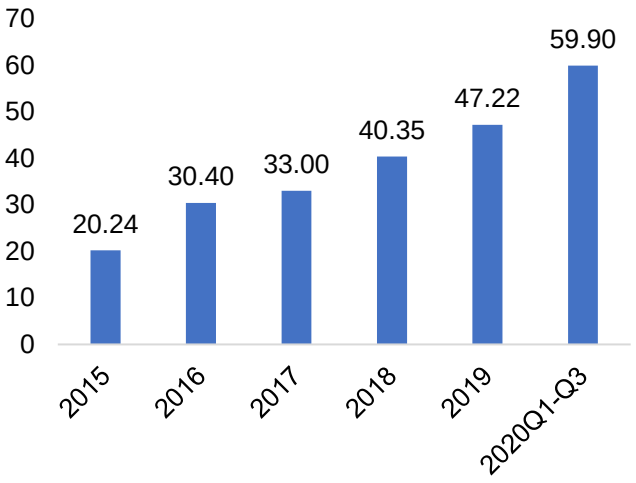
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 6 迈瑞医疗毛利率



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 7 迈瑞医疗经营活动现金净流量（单位：亿元）



资料来源：Wind，华安证券研究所

1.5 稳步拓展产业链，多头并进齐发展

作为国内医疗器械行业首屈一指的生物医疗电子科技公司，迈瑞医疗具有高端产品技术研发能力、质量管理能力和强大的销售体系，推行内涵式和外延式发展并重的发展策略，深耕优势产线的同时不断扩大产业链布局，积极发挥各产品线强协同作用。目前，公司主要有生命信息与支持、体外诊断、医学影像三大产线。

图表 8 迈瑞医疗主要产品及用途介绍

产品细分领域	产品类别	产品用途
生命信息与支持	监护仪	监护仪是一种监测病人生理参数，可与已知设定值进行比较，并对出现的超标情况发出警报的装置或系统。可用于临床各个科室长时间地检测病人的重要生命体征参数，降低危重病人的死亡率。

	除颤仪	除颤仪是一种通过电极将电脉冲施加于患者的皮肤或者暴露的心脏，用来对心脏进行除颤的医用电器设备。院内除颤仪主要应用于急诊室、ICU、手术室等；院外除颤仪又称自动体外除颤仪，可放置于公共场所，非专业人士均操作，是抢救心源性猝死的重要医疗器械。
	麻醉机	麻醉机是用于对患者实施全身麻醉、供氧及进行辅助或控制呼吸的医疗设备。主要用于手术室，辅助医生进行临床操作。
	手术灯手术床吊塔吊桥	灯床塔是主要用于围术期外科手术的设备，包括手术床、手术灯和吊塔吊桥、数字化手术室等，是手术室的基础配备设备。
体外诊断	血液细胞分析仪	血液细胞分析仪是指用于检测血液标本，能对血液中血细胞等有形成分进行定量分析，并提供相关信息的设备。主要用于医院检验科，检测血液当中各项血细胞等成分并进行分析。主要用于检验科，并为医院其他科室的治疗诊断提供依据。
	生化分析仪	生化分析仪是采用光电比色原理来测量体液中某种特定化学成分的仪器，主要进行酶类、脂类、蛋白和非蛋白氮类等几大类检测项目。主要用于检验科，并为医院其他科室的治疗诊断提供依据。
	化学发光免疫分析仪	化学发光免疫分析仪是结合化学发光技术与高特异性的免疫反应，对体液中各种微量活性物质进行精确定量分析的仪器，为临床医生对疾病的准确诊断提供重要依据。主要用于医院检验科，并为医院其他科室的治疗诊断提供依据。
	凝血分析仪	凝血分析仪是对血栓和止血形成因子及标志物进行实验室检测的仪器，为临床出血风险判断及血栓监测治疗提供重要依据。主要用于检验科，并为医院其他科室的治疗诊断提供依据。
	体外诊断试剂	可单独使用或于仪器、器具、设备或系统组合使用，在疾病的防控、诊断、治疗监测、愈后观察、健康状态评价以及遗传性疾病的预测过程中，用于对人体样本进行体外检测的试剂、试剂盒、校准品（物）、质控品（物）等。主要用于检验科，并为医院其他科室的治疗诊断提供依据。
医学影像	台式/便携式彩超	彩超（台式/便携式）是利用超声多普勒技术和超声回波原理，同时具备采集血流运动、组织运动信息和人体器官组织特性，提供包括二维、三维灰阶及动态血流信息的医学影像诊断仪器。彩超通常应用于腹部、妇产科、小器官、心脏、血管、泌尿、介入治疗、急诊、麻醉、重症、肌骨运动医学等领域。主要应用于医院妇产科、心脏科、肝病科等科室。

资料来源：迈瑞医疗招股说明书，华安证券研究所

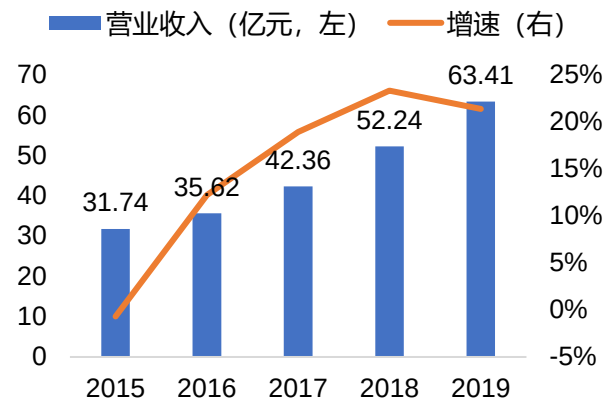
1.5.1 生命信息与支持产线

生命信息与支持产线是迈瑞医疗强势产品线，发展势头迅猛。产线下主要包括急救解决方案、围术期解决方案、危重症解决方案三大方案，以及监护仪、呼吸机、麻醉机、除颤仪、手术灯、吊塔吊桥、手术床、输液泵/注射泵等生命支持相关产品。迈瑞医疗深耕生命信息与支持产线多年，创新技术积累支撑公司产品性能质量不断提升，多项产品技术全球领先，已达到甚至超越同期进口产品水平。依托高性价比以及卓越的产品质量和功能，生命信息与支持产线部分产品正在逐步实现进口替代。

生命信息与支持产线的营业收入在公司营收中占比最大，2019 年占比为 38.30%，受疫情影响预计今年比重还将上升，营业收入呈现初年增长的趋势，毛利

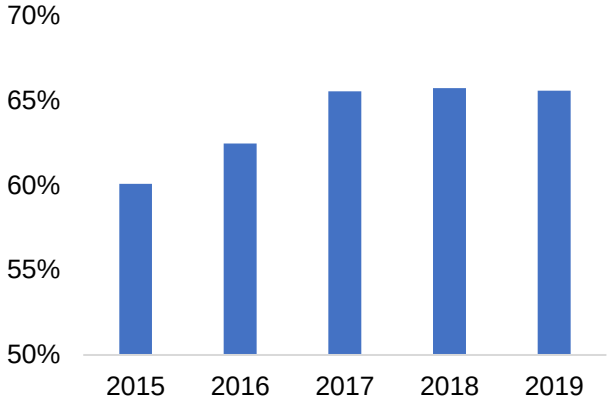
率近三年来保持稳定。

图表 9 生命信息与支持产线营业收入及增速



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 10 生命信息与支持产线毛利率



资料来源：Wind，华安证券研究所

根据公司官网，监护仪市场规模在全球范围内排名第三，在中国市占率已成功登顶，排名第一；手术灯、床、吊塔在全球范围内市占率为第七，国内实现市占率第一，已实现进口替代。麻醉机市场规模在全球以及全国范围内均排名第三，且仍在不断进步中，正在逐步实现进口替代。

迈瑞医疗监护仪产品是国内监护仪市场上的绝对龙头，市占率超过 60%。紧随其后的是覆盖低中高端产品的飞利浦、GE 等国外品牌以及主要覆盖中低端产品的宝莱特、理邦等企业。公司监护仪有低端的 Vital Sign 系列、MEC 系列，中端有 ePM、iPM 系列，公司主打高端市场，推出了 BeneVision N 系列产品，满足客户的多样化需求。

图表 11 国内外监护仪价格对比

品牌	型号	价格(万)
迈瑞	uMEC10	1~2
	Umec12	3
	iMEC10	2.3
	iMEC12	3.5
	iPM 8	1.75
	ipm10	2.8
	ePM 10	2.85
	ePM 10M	3.2
	BeneVision N1	2~3
	BeneVision N12	6~10
	BeneVision N15	8~20
飞利浦	M3002A	4.8
	CM10	4.48
	866060	6.75
飞利浦金科威	GS20	1.23~1.5

GE	B105	2.55~4.5
	B125	7~10
宝莱特	S7	0.83
	Q5	2~3
	anyview A5	5.86

资料来源：中国政府采购网，华安证券研究所

注：金科威已于 2008 年被飞利浦收购

在国内麻醉机市场上，德尔格、GE、迈瑞市场份额分占前三位，进口替代持续推进中。中高端市场上，迈瑞医疗拥有 WATO 系列麻醉工作站，能够满足普通用户对于麻醉机功能的多样化需求。同时在高端市场上，迈瑞医疗推出 A 系列麻醉工作站。其中 A7 麻醉工作站是 A 系列的旗舰产品，以其全触摸无菜单的用户界面、气体混合技术和媲美 ICU 呼吸机的通气模式成为了全球高端麻醉机中的明星产品。

图表 12 国内外麻醉机价格对比

品牌	型号	价格（万）
迈瑞	WATO-EX-20	6~10
	WATO EX-55	28~32
	WATO EX-55pro	30
	WATO-EX-65	28~36
	A7	61.7
GE	Aelite NXT	40~50
	Carestation 620	50~60
	Carestation 650	60~85
德尔格	Fabius Plus XL	35
	Primus	43~55

资料来源：中国政府采购网，华安证券研究所

在除颤监护仪市场上，迈瑞医疗已接近完成进口替代。公司拥有的 BeneHeart D 系列除颤监护仪，倍受客户青睐。该系列有 BeneHeart D6 和 BeneHeart D3 两种产品，产品采用双向波除颤技术，从而大大减小除颤时通过心脏的电流量，有效减少心肌组织的损伤。同时开机速度快，开机仅 2s、充电至 200J 仅 3s，大大减少 CPR 到除颤的时间间隔，进而提高患者生存率。

图表 13 国内外除颤监护仪价格对比

品牌	型号	价格（万）
迈瑞	BeneHeart D3	3~9
	BeneHeart D6	7~10
飞利浦金科威	Efficia DFM100	8~10
卓尔医学	M-Series	4.5~15
	X Series	21.9

资料来源：中国政府采购网，华安证券研究所

注：金科威已于 2008 年被飞利浦收购

AED 市场上，飞利浦、卓尔医学、光电等进口品牌一直以来占据较大的市场份

额，随着我国急救意识的提高，国内医疗器械企业也纷纷开始布局 AED 产品线，抢占 AED 市场。迈瑞医疗布局较早，早在 2009 年就推出了中国第一台拥有完全自主知识产权双相波 AED 产品 BeneHeart D1，目前产品已成系列，形成了自己的独特优势。此外，久心等国产品牌也以 AED 产品为主要业务，是 AED 市场竞争的主要参与者。

图表 14 国内外 AED 价格对比

品牌	型号	价格（万）
迈瑞	BeneHeart D1	2~2.8
	BeneHeart C2	2~3.2
飞利浦	HS1（M5066A）	3.15
卓尔医学	AED PLUS	1.3~4
日本光电	AED2100K	3.2
久心	iAED-s1	1.5~4
康德	LIFEPAKCRPLUS	6

资料来源：中国政府采购网，华安证券研究所

2020 年新冠疫情的爆发极大促进了呼吸机市场的增长。在呼吸机市场上，德尔格、迈柯唯、飞利浦等国外品牌占据主导地位。迈瑞作为国内医疗器械龙头企业，在呼吸机赛道上奋起直追，主要型号有 SV300、SV600/800 以及 SynoVent E 系列等。疫情期间公司紧急扩大产能，向国内疫情严重地区以及海外疫情出口了大量呼吸机，市场份额进一步扩大。

图表 15 国内外呼吸机价格对比

品牌	型号	价格（万）
迈瑞	SV200	12
	SV300	15.5~35
	SV350	13.5~18
	SV600	26~40
	SV650	26.4
	SV800	39.8
	Syonvent E5	27.9
德尔格	Savina 300	34~43
迈柯唯	Servo-s	23~38
	Servo-i	49.3
飞利浦	V60	14~26
GE	CARESCAPE R860	33.5

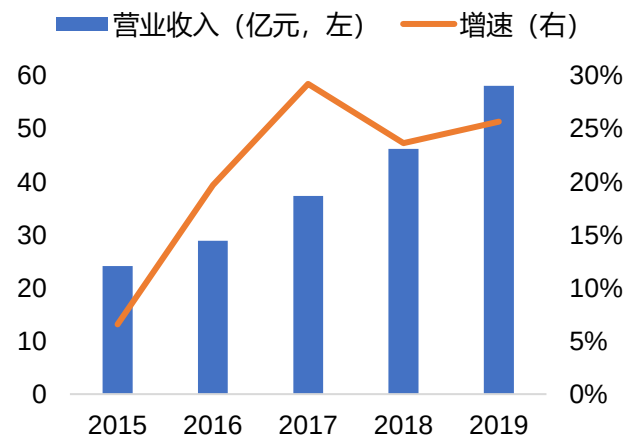
资料来源：中国政府采购网，华安证券研究所

1.5.2 体外诊断产线

从全球医疗器械行业看，体外诊断是发展最快的细分领域。对标全球体外诊断行业市场，国内体外诊断行业发展潜力巨大，也是迈瑞医疗正在着力发展的领域之一。目前，迈瑞医疗体外诊断产线的主要产品有血液细胞检测系统、化学发光免疫检测系统、生化分析检测系统、凝血检测系统、尿液检测系统、糖化血红蛋白分析仪、流式细胞仪、微生物诊断系统及其相关试剂。

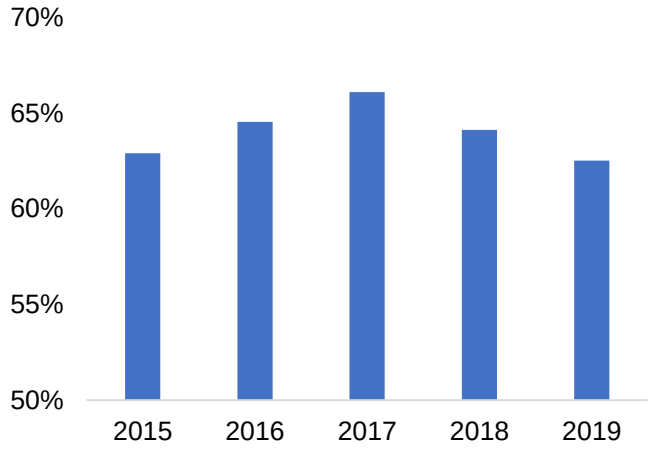
近年来体外诊断产线营业收入逐年增长，2019 年占公司总营收的 35.12%。毛利率在 2018、2019 年的小幅下降主要系公司为进一步增加仪器装机进、扩大市占率而在设备价格上的主动让步引起，价格下降使得毛利率有小幅下滑。

图表 16 体外诊断产线营业收入及增速



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 17 体外诊断产线毛利率



资料来源：Wind，华安证券研究所

血液细胞检测系统以及生化分析系统是公司体外诊断系列明星产品，凭借多年研发技术积累和产品迭代，目前均已在市场上占据主导地位。**根据公司官网，血液细胞分析仪在全球市场上排名第三，在中国已实现第二的市场份额，上海前 10 名医院中，7 家在使用迈瑞医疗高端检验产品。在生化分析方面，已实现全球第八，中国第三的市场份额。**

在血液分析仪市场上，公司先后推出三分群血液细胞分析仪、五分类全自动血液细胞分析仪，客户可按需组建成不同的血液分析流水线，进一步提高样本处理效率。目前，公司的全自动血液细胞分析仪正在逐步缩小与市占率第一的希森美康的差距，未来有望实现进口替代。

图表 18 国内外全自动血液分析仪价格对比

品牌	型号	价格（万）
迈瑞	Bc-5000	6.5
	BC-5130	4.1~10
	BC5390	29.1
	BC-6100	49.75
	BC-6800	40
	BC-5180 CRP	25~54
	BC-5390 CRP	23.5~59
	BC-7500[NR]CRP	45~59
希森美康	XP-100	15
	XS-500i	24.8
	XS-900i	26~35
	XN-550	40~59
	XN1800(XN-10X+PA-990por）	22.5
	XN-10[B4]	30~57
	XN-10[B4]+SP-50	49.9
埃克森	EH8500	20.292
雷杜	Hemaray 86	15.85

资料来源：中国政府采购网，华安证券研究所

在全自动凝血分析仪市场上，美国国家仪器实验室、希森美康、法国思塔高三大品牌占据主导地位。迈瑞医疗是国内凝血分析仪品牌佼佼者，凭借公司在血液分析仪上已积累的先发技术优势，未来将进一步扩大优势。

图表 19 国内外全自动凝血分析仪价格对比

品牌	型号	价格（万）
迈瑞	C3100	13.5~19.58
	ExC810	29.8
希森美康	CA620	14~23
	CS-2500	55
	CS-2000i	29.9
	CS-2400	39.6~45
	CS-5100	49.3
思塔高	STA Compact Max	45

资料来源：中国政府采购网，华安证券研究所

生化分析仪市场活跃的进口品牌主要有贝克曼、日立、罗氏，市占率较高的国内品牌有迈瑞、迪瑞等。在生化分析仪产品上，公司先后推出 BS 系列全自动生化分析仪、模块化检测系统。其中模块化检测系统中的高速生化分析仪 BS-2000M 可与高速化学发光分析仪 CL-6000i 拓展为 SAL 9000 生化免疫分析流水线，大大增强了公司生化分析仪的装机量，市占率持续扩大中。

图表 20 国内外全自动生化分析仪价格对比

品牌	型号	价格（万）
迈瑞	BS-430	18~59
	BS-450	27.685
	BS-830	47~53
	BS-800M	70~83
	BS-860	76~118.6
	BS-2000M	100~182.9
迪瑞	CS-1300B	44.4
贝克曼	AU680	75.96
日立	7180	116.7
	LABOSPECT008AS	188

资料来源：中国政府采购网，华安证券研究所

化学发光是免疫诊断赛道目前发展最快的子领域，目前化学发光领域以进口品牌为主，国产品牌市占率仍然很低，进口替代空间广阔。随着国内迈瑞、安图、新产业等各医疗器械企业在化学发光领域持续发力，国内化学发光发展速度极快。公司在化学发光免疫检测系统 CL 系列方面持续迭代，目前已推出高速全自动化学发光免疫系统 CL-6000i，单机检测速度高达 480T/h，它可以与生化级联成生化免疫流水线，也可以双模块级联形成 CL-6000i M2，速度高达 960T/H，应用场景丰富。

图表 21 国内外全自动化学发光免疫分析仪价格对比

品牌	型号	价格（万）
迈瑞	CL-1000i	8
	CL-2000i	25~43
	CL-6000i	50~103
迈克	i 1000	18
安图	A2000PLUS	9.3
	AutoLumo A2000 Plus	10~28.6
新产业	Maglumi 4000 Plus	29~43
	MAGLUMI X8	44~70

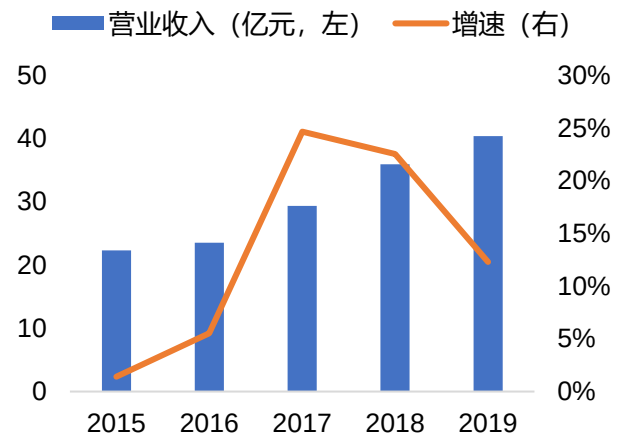
资料来源：中国政府采购网，华安证券研究所

1.5.3 医学影像产线

医学影像线是迈瑞另一强势产业。目前公司在台式彩超、便携彩超、黑白超声、数字 X 射线成像系统已经取得了强大的技术突破。

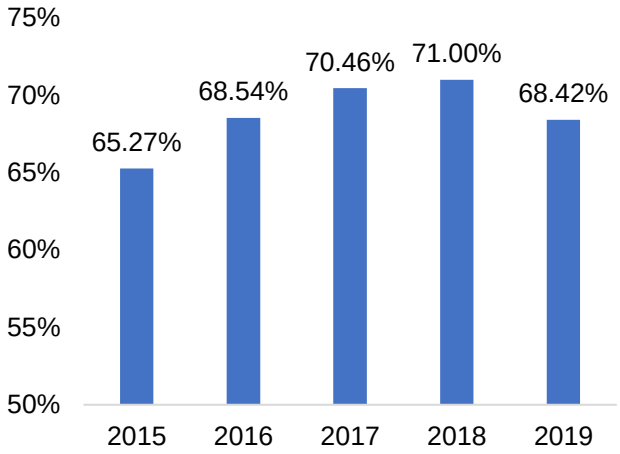
2019 年医学影像产线营收占公司总营收 24.40%，产线营业收入逐年上扬，毛利率在 2018 年之前也持续增加。由于出口美国的产品中超声占据了较大份额，因此北美关税增加成为了导致 2019 年毛利率下滑的主要原因。

图表 22 医学影像产线营业收入及增速



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 23 医学影像产线毛利率



资料来源：Wind，华安证券研究所

公司超声类产品市场规模已实现全球第五、美国 POC 市场第三、国内市场份额第三。在高端彩超部分，公司推出了 Resona7、Resona8 系列产品，打破了进口品牌在高端彩超市场的垄断，然而目前国内在超高端彩超市场仍是空白。依托现有高端彩超技术积累，公司将在超高端彩超市场发力，进一步扩大市场份额。

图表 24 国内外彩色多勒普超声波诊断仪（台式）价格对比

品牌	型号	价格（万）
迈瑞	DC-33	41.5
	DC-40	39.5~74.86
	DC-40S	59.8
	DC-65	85
	DC-65S	54.8
	DC-70	58.6~119.8
	DC-75	65~149.8
	DC-85	175.6
	Resona 7T	95
	Resona7EXP	149.98
	Resona7	196.5~235
	Resona 8T	179.8
	Resona 8	209~291.5
开立医疗	P15	41
	S60	139
GE	LOGIQ P9	142.8
	LOGIQS8	199.5
	Voluson E10	328.98
飞利浦	Affiniti 70	197.22
	EPIQ5	233~295
	EPIQ 7	248~300
	EPIQ7C	249~339.9
日立	Noblus	148.8
	ALOKA ARIETTA 850	359.9

资料来源：中国政府采购网，华安证券研究所

图表 25 国内外彩色多勒普超声波诊断仪（便携式）价格对比

品牌	型号	价格（万）
迈瑞	Z5T	14.9
	Z6	19.9
	M58	34
	M7 Expert	48~74.3
	M7 Super	44.5
	M8	64.5~97.34
	M8 Super	44.9
	M9	53.75
	M9 super	49~145
开立	E2	14
佳世达	InnoSPight	49.88

GE	LOGIQ e	54.4
飞利浦	CX50	149.36

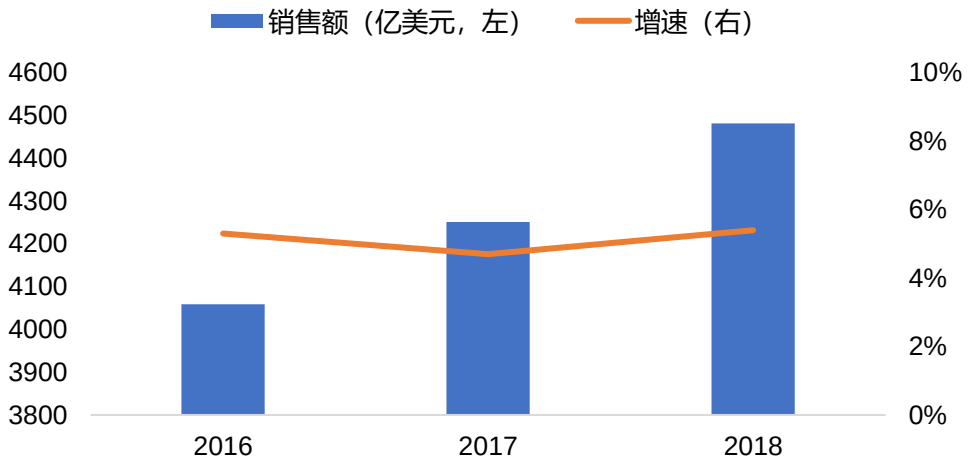
资料来源：中国政府采购网，华安证券研究所

2 医疗器械市场广阔、兼有进口替代可期

2.1 全球医疗器械市场规模超 4000 亿美元，医疗设备占据半壁江山

全球医疗器械市场规模广阔，目前已进入稳定增长阶段。基于光学、电子、材料、生物技术、医药等相关基础学科技术成果的长期积累，全球医疗器械行业发展较早，且主要集中在美欧日等发达国家，其他国家医疗器械水平普遍较低。中国作为最大的发展中国家，虽然行业起步较晚但追赶势头迅猛，医疗器械行业正以较快的增速飞速发展中。**2018 年，全球医疗器械市场规模高达 4482 亿美元，按照平均增长率约为 5%测算，预计 2024 年全球市场规模可达 6000 亿美元。**

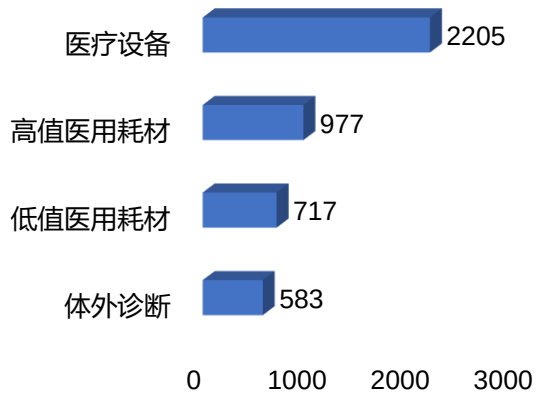
图表 26 全球医疗器械市场规模及增速



资料来源：赛迪顾问，华安证券研究所

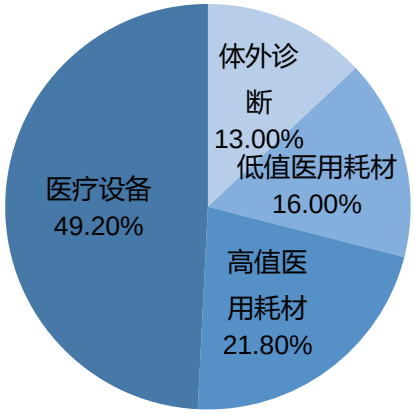
在全球医疗器械市场上，细分市场有医疗设备、高值医用耗材、低值医用耗材、体外诊断四大类。医疗设备子市场规模最大，达到 2205 亿美元，在整个医疗器械行业中占据了近一半份额，占比 49.2%。紧随其后的是高值医用耗材大类，市场规模为 977 亿美元，占据份额 21.8%。低值医用耗材，市场规模 717 亿美元，占据 16%的市场份额，位居第三。规模最小的体外诊断行业市场规模为 583 亿美元，份额为 13%。

图表 27 全球医疗器械细分市场规模（亿美元）



资料来源：赛迪顾问，华安证券研究所

图表 28 全球医疗器械细分市场份额



资料来源：赛迪顾问，华安证券研究所

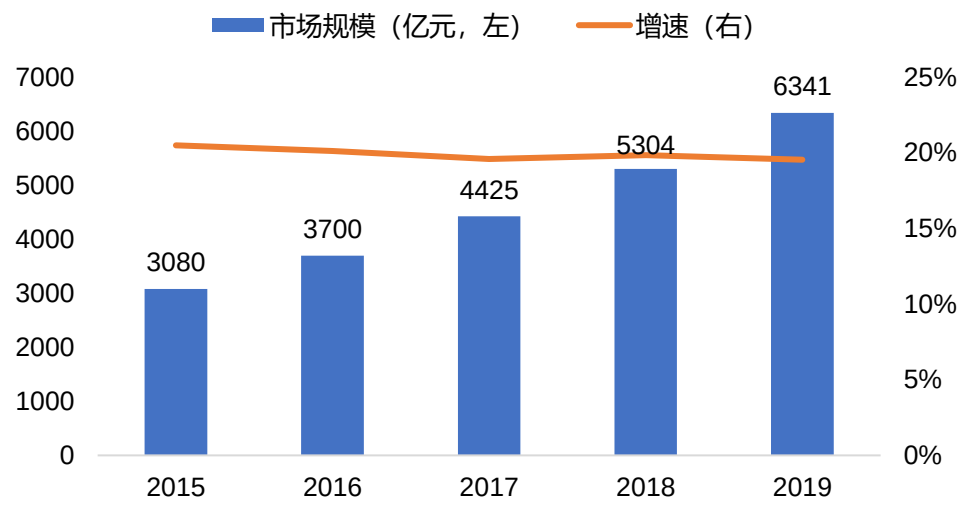
医疗设备子行业各项技术已经比较成熟，稳稳占据龙头地位。高值医用耗材、低值医用耗材通过长时间的市场发展和积累，市场份额也相对较大。而体外诊断行业由于发展时间较晚，目前占据市场份额最小，但发展势头迅猛，增速最快。尤其今年初新型冠状肺炎病毒疫情爆发带来的新冠病毒检测需求量暴涨，体外诊断技术在新冠检测中发挥了巨大作用，催生了许多体外诊断相关公司的涌现，各大医疗器械公司也顺势开辟体外诊断赛道，体外诊断行业得到迅速发展，预计未来市场份额将会进一步上升。

目前，全球公认的医疗器械领域龙头企业主要有美敦力（Medtronic，美国）、雅培（ABBOTT，美国）、赛默飞世尔（Thermo Fisher Scientific，美国）、费森尤斯(Fresenius,德国)、BD（Becton, Dickinson and Company，美国）、史赛克（Stryker，美国）、波士顿科学（Boston Scientific，美国）、强生（Johnson & Johnson，美国）、罗氏（Roche，瑞士）、贝迪医疗（Brady，美国）、通用电气 GE（General Electric，美国）、飞利浦（Philips，荷兰）、西门子（Siemens，德国）、希森美康（SYSMEX，日本）等。

2.2 中国医疗器械市场增速较高，进口替代前景广阔

我国医疗器械行业较之于欧美等国起步晚，在全球市场中无论是体量还是市场份额都小于欧美日等发达国家和地区，正处于不断缩小差距的进程中。进入 21 世纪以来，随着我国医疗卫生条件的不断提高，人均寿命延长，人口老龄化趋势凸显，医疗需求迅速增加。同时，在中国经济高速发展的大背景下，我国居民的人均可支配收入的不断增加，人均卫生费用逐年提高。新医改相关举措及医疗器械利好政策的持续推出，也使得医药卫生行业得到快速发展。2020 年初突如其来的新冠疫情爆发，更是加大了国家及公众对于医疗以及医疗器械行业的关注。疫情爆发在短时间内快速催生了大量需求，极大促进了医疗器械行业的发展，2020 年医疗器械行业整体业绩再创新高。总体上看，我国医疗器械行业正在蓬勃发展，市场规模稳步增长中。

图表 29 全国医疗器械行业市场规模（亿元）

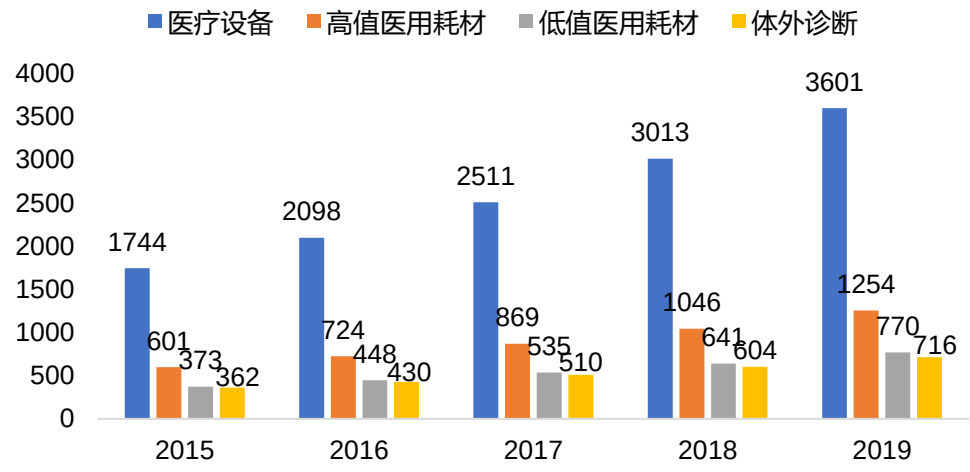


资料来源：医械汇，华安证券研究所

2014-2019 年，我国医疗器械市场规模持续扩大，5 年时间内已实现近 4000 亿元的增长。从增速上看，年增速平均维持在 20%左右，远超全球市场 5%左右的增速，预计未来我国与全球医疗器械市场规模的差距将会逐步缩小。但从绝对量上看，我国与全球市场规模仍有较大差距，我国医疗器械行业必须从提高现金技术的研发能力以及公司管理规模的创新等方面切入，不断扩大产品竞争力及品牌影响力，逐步实现从跟跑到并跑再到领跑。

国内医疗器械各子行业市场占比情况与全球市场大体类似。2019 年，医疗设备子行业拥有过半的市场份额，占比为 56.79%；其次是高值医用耗材子行业，市场份额为 19.78%；紧接着是低值医用耗材，市场份额为 12.14%；占比最小的是体外诊断子行业，占据 11.39%的市场份额。

图表 30 中国医疗器械细分子行业市场规模（亿元）



资料来源：医械汇，华安证券研究所

我国医疗器械行业国产化率仍然较低。欧美日等发达国家相关基础学科实力雄厚，基础研究产业化开发经验丰富，已在医疗器械领域积累了一批先进的技术经验。且国外医疗器械行业发展历程较长，部分龙头企业已在业内积累了良好的口碑，品牌优势明显。从 2018 年中国医疗设备市场占有情况来看，除监护仪类产品已基本实现进口替代之外，目前我国医疗设备线国产保有率较低，尤其在高端市场仍是以进口产品为主，进口替代市场广阔。

图表 31 2018 年中国医疗设备市场占有情况

影像设备			急救与生命支持			手术设备		
	公司	保有率		公司	保有率		公司	保有率
CT	GE	29.80%	监护类	迈瑞	63.30%	麻醉类	德尔格	44.00%
	西门子	26.80%		飞利浦	19.50%		GE	27.90%
	飞利浦	26.80%	呼吸类	德尔格	37.70%		迈瑞	14.60%
MRI	西门子	37.20%		迈柯唯	23.10%	医用刀	美敦力	25.20%
	飞利浦	31.60%		飞利浦	10.00%		爱尔博	24.00%
	GE	18.50%	输注泵	史密斯	43.90%		强生	14.90%
DSA	飞利浦	35.40%	血液净化	费森尤斯	48.60%		上海沪通	14.40%
	西门子	31.40%		贝朗	19.00%	灯床塔	德尔格	23.90%
	GE	26.20%		百特	15.40%		迈瑞	12.10%
X 线	西门子	21.20%	软式内窥镜	奥林巴斯	82.20%		太阳龙医疗	11.10%
	飞利浦	17.40%		富士胶片	10.80%		明基三丰	10.10%
	GE	15.50%	硬式内窥镜	卡尔史托斯	36.00%	激光	科医人	37.80%
	锐珂医疗	10.30%		奥林巴斯	26.30%	供应室及消毒	新华医疗	56.50%
超声	GE	34.20%		史赛克	18.00%	手术显微镜	蔡司	38.20%
	飞利浦	31.40%					徕卡	27.90%
直线加速器	瓦里安	38.90%	实验室设备				奥林巴斯	17.70%
	医科达	36.40%	检验设备	希森美康	23.50%			
	西门子	13.00%		迈瑞	13.20%			
核医学	GE	52.10%		罗氏	11.90%			
	西门子	34.00%		贝克曼库尔特	11.50%			

资料来源：《2019 中国医疗器械行业与投融资报告》，华安证券研究所

3 掌握核心竞争优势，筑牢行业护城河

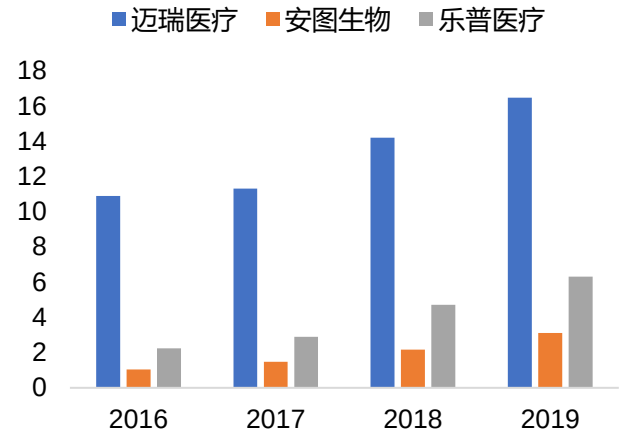
3.1 卓越的体系化研发创新能力，研发投入远高同侪

作为国家战略性高新技术产业之一的医疗器械行业，技术研发创新能力直接决定了产品性能和质量，能直接反应出一个国家的科技创新实力。创新是迈瑞的基因，迈瑞医疗作为中国医疗器械行业龙头公司，专注于创新研发和技术的积累迭代，注重核心技术的掌握，通过不断提高研发能力进一步提升产品质量，在技术上追赶甚

至达到国外领先水平。

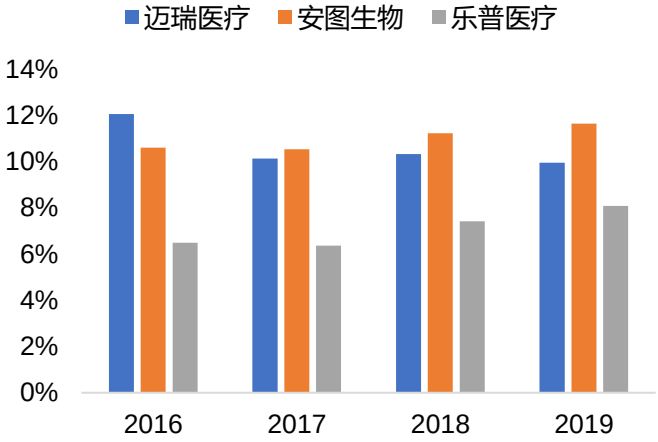
公司重视研发投入，研发投入远高于国内其他医疗器械企业，2019 年研发投入为 16.49 亿元，近五年平均研发支出 12.5 亿元，占营业收入之比平均约为 11%。

图表 32 迈瑞医疗研发支出（亿元）



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 33 研发支出占营业收入比例



资料来源：Wind，华安证券研究所

为确保关键技术的自主独立性，公司采取自主研发模式，建立了基于全球资源配置的研发创新平台，快速转化研发成果，在深圳、南京、北京、西安、成都、美国硅谷、美国新泽西和美国西雅图设立了八大研发中心，第九个研发中心设立于武汉，目前正在顺利建设中。公司拥有近 2500+研发工程师，其中 60%拥有硕士及以上学历。

公司通过医疗产品创新体系（MPI）的建设，从结合用户需求的产品构思、业务和产品的开发生产流程规划，到产品开发流程技术研究、全面质量管理、产品平台建设和产品生命周期管理电子平台系统（PLM）的落实，保证了创新研发过程的顺利推进。经过长久的积累，公司在创新研发上优势凸显，截止至 2020 年 6 月底，迈瑞共申请专利 5714 件，授权 2939 件，专利数高居中国医疗器械企业的榜首。

图表 34 公司主要研发技术及所获奖项

时间	研发技术	所获奖项
2013	专利：一种流式细胞检测装置及其实现的流式细胞检测方法	中国专利金奖（医疗设备行业在中国发明专利金奖上的零突破）
2016	-	公司获得“国家企业技术中心”称号
2017	参与项目：超声剪切波弹性成像关键技术及应用	2017 年度国家技术发明奖二等奖
2018	-	公司获得第 20 届中国专利优秀奖、2018 年中国优秀工业设计奖 2 项、Red Dot 和 iF 设计大奖 4 项
2019	专利：一种弹性成像中的位移检测方法及装置	第 21 届“中国专利金奖”（本届唯一一家获得中国专利金奖的医疗器械企业）
	专利：一种超声成像的方法和装置	第六届广东专利金奖

	专利：监护设备及其生理参数处理方法与系统	2019 年度深圳市科学技术奖-专利奖
	项目：血液细胞分析流水线系统的研制及产业化	2019 年度深圳市科学技术奖-科技进步一等奖
	Resona 7 彩色超声多普勒系统	第二届深圳环球设计大奖工业设计类金奖（唯一获得金奖的医疗器械类产品）
2020H1	ePM 系列监护仪系统、MX 系列高端便携超声系统及推车和 HyLED X9 手术灯	Red Dot 和 iF 双项设计大奖
	BeneHeart C 系列自动体外除颤器	Red Dot 设计大奖

资料来源：迈瑞医疗 2020 年半年度报告，华安证券研究所

3.2 全球深度覆盖的专业销售体系，并具有前瞻性的政策视野

作为与客户直接对接的最后一道关卡，销售团队代表了整个公司的品牌形象。迈瑞医疗始终坚持严格管理销售团队，形成了庞大而有序的销售体系，截止至 2020 年 6 月 30 日，公司营销人员近 3300 人。公司在国内超过 30 个省市自治区设有分公司；在通过全球化并购吸收先进创新技术的同时，也不断扩大公司在海外境外的成熟的销售服务渠道，目前，公司在境外超过 30 个国家拥有 40 家子公司。覆盖全球的销售渠道有利于公司在第一时间了解客户需求，扩大产品覆盖度，提升品牌国际影响力，不断深入拓展海外市场。

从销售模式上，迈瑞结合不同国家和地区的营销体系特点和实际情况，制定了不同的销售模式。国内主要采取“直销+经销”相结合的方式，经销为主，直销为辅；在美国采取直销为主的模式，在欧洲经销和直销共存，其他国家和地区采用经销为主、直销为辅的模式。这种经销商销售模式使得迈瑞在新进入一个国家或地区时能借助经销商对当地相关销售网络的经验和能力快速打通销售渠道，既解决了销售渠道开辟的难题，又为企业节省了在销售上花费的人力物力，使得企业能够投入更多地精力与技术研发以及重大策略制定上，是医疗器械行业常用的销售模式。

新医改政策指出，在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”，即药品从生产企业到流通企业开一次发票，流通企业到医疗机构开一次发票，压缩药品流通环节。两票制的推行，对于医疗器械公司及相关经销商公司提出了高标准、严要求。在两票制下，经销商对于从公司到医院的销售过程至关重要，具有丰富渠道和经验、具有良好口碑的大经销商获益，中小型经销商若不能快速提高自身实力其业务量将会逐渐缩减，甚至被市场淘汰。因此，医院及相关医疗机构更倾向于选择拥有丰富经验的经销商团队的公司购买相关设备仪器。迈瑞医疗预见两票制将会给医疗器械行业带来的重大影响，提前两三年进行准备，一方面对长期合作的经销商进行定期的培训和指导，帮助其做大做强；另一方面，综合多方面筛选出具有丰富医疗器械行业销售经验以及售后服务经验的实力经销商，增强经销商团队综合实力，为公司在两票制下的市场推广打下了坚实的基础，赢得先发优势。

3.3 全时空的售后服务体系，多年获得行业满意度第一

在国内，迈瑞医疗的设备产品应用于近 11 万家医疗机构，服务于 99%以上的三甲医院，支持超过 1500 家医院通过医院等级评审，其中近一半为三甲医院。在国外

市场，迈瑞医疗产品远销 190 多个国家和地区，进入超过 2/3 的美国医院，排名前 20 的美国医院全部在使用迈瑞产品，迈瑞产品在全球顶尖医院被广泛应用。随着公司销售覆盖范围的铺开，售后服务的广度和难度的提升也成为公司一大考验。迈瑞在持续为客户输送高质量的产品的同时，积极倾听客户声音，积极了解客户需求，解决客户在产品运用中遇到的问题，通过全方位、全时段、全过程的售后服务体系，有效及时地解决售后问题。在中国，迈瑞医疗构建了四级服务架构，通过 7x24 小时的客户呼叫中心服务，随时随地解决客户遇到的问题。在售后服务人员配备上，公司拥有超过 600 名直属工程师以及经原厂培训考核认证的专业服务分包商组成售后服务团队，给予客户精确的指导，主动有效的设备问题预防，从被动检修到主动预防，整体提高设备使用寿命，赢得了客户的一致好评。

根据中国医学装备协会 2019 年度“医学装备售后服务满意度”调查，公司三大产线产品包括监护类、麻醉类、检验类、呼吸类、灯塔床、超声类设备均获得“售后服务满意度第一”，监护服务已连续 10 年获得“监护类售后服务第一名”。

3.4 主营业务价格稳定，带量采购影响较小

带量采购是指在招标公告中公示所需的药品或器械采购量，由生产企业进行投标，最终决定统一的价格。此前，已经实施的带量采购针对的对象均为药品，而在今年 11 月 11 日，国家药监局发布了《关于加强国家集中带量采购中选冠脉支架质量监管工作的通知》，意味着带量采购开始进入医疗器械领域。

带量采购、量价挂钩、以量带价，意味着形成的药品或器械集中采购价格将会大幅降低，有可能使得中标公司毛利率下降，甚至无法达到盈利状态。未中标公司将会失去公立医疗机构这一重要销售渠道，而单一产品公司甚至可能会承担因投标失败公司无法继续运营的压力。对于国内医疗器械行业形成了不小的冲击。而带量采购预计在未来三到五年内对于迈瑞医疗都不会形成负面影响，这也是迈瑞医疗目前的核心竞争优势之一。

主要有以下三个原因：首先，迈瑞医疗产品大部分为高端产品，进入的很多是二级、三级医院等级别较高的医院，越高级别的医院，对于医疗设备的价格越不敏感，许多医疗设备仍然是进口产品。一旦带量采购便意味着进口替代的全面推进，而短时间内完全的进口替代仍不现实。从医院端来说，与其选择价格低但不能满足医院临床使用要求的设备，医院更倾向于选择满足临床要求的高质量产品。其次，医疗设备的购进对于医院端本来就是成本项目而非盈利项目。因此医院自身便会对成本进行控制，不太需要国家的强制措施来实行控费。第三点，迈瑞医疗主要业务均集中在医疗设备子行业。医疗设备与高值医用耗材显著不同在于，医疗设备的配置多元化、个性化，不同的元器件配置能达到不同的临床效果，迈瑞在生产相应产品时也是针对客户的要求进行生产。如若进行集中采购，相关部门便需要对不同的大型医疗设备进行产品的定型，工作量非常大，起码需要三到五年时间来完成定型工作，短时间的医疗设备带量采购无法做到。

综上所述，三到五年内迈瑞医疗受到带量采购负面影响的概率不大，主营产品均会按照公司发展规划，处于一个相对稳定的价格。

3.5 政策技术双双利好，进口替代优势扩大

目前国内医疗器械国有化率不高，高端产品领域仍然是进口产品占据了主要市场。然而近年来，随着我国医疗器械行业的不断发展，相关研发生产技术与进口产

品差距缩小，已逐渐形成进口替代能力。在未来，广阔的进口替代市场将是国内医疗器械公司的必争之地。进口替代的顺利进行必须同时抓住技术与成本两项优势，迈瑞医疗作为国内医疗器械行业龙头，进口替代优势明显。

3.5.1 政策优势，国家鼓励医疗器械进口替代

从政策端来看，国家对于医疗器械行业加大扶持力度，鼓励医疗器械创新研发，不断提高公立医疗机构国产医学诊疗设备等医疗器械的市场份额，鼓励进口替代。

图表 35 鼓励进口替代的医疗器械政策一览表

时间	颁布部门	文件名称	主要内容
2019/11/11	财政部 商务部 税务总局	《关于继续执行研发机构采购设备增值税政策的公告》	为了鼓励科学研究和技术开发，促进科技进步，继续对内资研发机构和外资研发中心采购国产设备全额退还增值税。
2018/11/02	国家药品监督管理局	《创新医疗器械特别审查程序》	对于经审查同意按本程序审查的创新医疗器械，在收到申请人质量管理体系核查申请后，应当予以优先办理。检验机构在进行检验时，应当优先进行检验。器审中心对已受理注册申报的创新医疗器械，应当优先进行技术审评。技术审评结束后，国家药品监督管理局优先进行行政审批。
2018/05/30	科技部 卫计委	《“十三五”卫生与健康科技创新专项规划》	加强创新医疗器械研发，推动医疗器械的品质提升，减少进口依赖，降低医疗成本；推出一批基于国产创新医疗器械的应用解决方案；扩大国产创新医疗器械产品的市场占有率。
2016/10/25	国务院	《“健康中国 2030”规划纲要》	提高有自主知识产权的医学诊疗设备、医用材料的国际竞争力，高端医疗设备市场国产化率大幅提高，鼓励进口替代。
2016/03/11	国务院	《关于促进医药产业健康发展的指导意见》	加强高端医疗器械等创新能力建设，严格落实《中华人民共和国政府采购法》规定，国产药品和医疗器械能满足需求的，政府采购项目原则上须采购国产产品，逐步提高公立医疗机构国产设备配置水平。
2015/09/30	中华人民共和国工业和信息化部	《中国制造 2025》重点领域技术路线图	医疗器械产业发展目标:2020 年、2025 年、2030 年的年产业规模分别达 6000 亿、1.2 万亿和 3 万亿，县级医院国产中高端医疗器械占有率分别达 50%、70%和 95%。重点发展产品包括医学影像设备、临床检验设备、先进治疗设备等。

资料来源：各政府部门官网，华安证券研究所

3.5.2 技术优势，多年技术积累助力创新研发

从技术层面上看，公司拥有 30 年的创新研发能力积累，产品质量性能已做到国内领先。公司拥有全球唯一全阶段、全场景应用的综合呼吸机，在新冠疫情期间呼

吸机产品竞争中脱颖而出；中国首条全自动检测模块流水线 M6000，创新整合了生化、免疫、血液、凝血四大自主检测系统；第一台国产终端 150 万以上的高端彩超等，打破进口品牌在高端超声领域的垄断等等。这些创新研发产品的问世展示出了迈瑞作为国内医疗器械龙头的强大技术研发能力，部分产品已经接近、达到甚至超越进口产品的性能。因此从技术上来说，迈瑞医疗进口替代的技术优势显著。

图表 36 公司已实现进口替代/具备进口替代能力的产品

产线	产品类别	国内排名	全球排名
生命信息与支持	监护	1	3
	麻醉	3	3
	手术灯、床、吊塔	1	7
体外诊断	血细胞分析	2	3
	生化分析	3	8
医学影像	超声	3	5

资料来源：公司官网，华安证券研究所

3.5.3 成本优势，规模效应逐步形成

迈瑞医疗作为国内医疗器械行业龙头公司，拥有医疗器械行业最全产业链布局。随着公司产品线、生产规模不断扩大，产品边际成本下降，规模效应逐渐形成，成本优势逐渐显现，全产业链布局形成的强协同效应也会进一步降低产品成本。随着新医改进程的深入推进，成本优势在市场份额的抢占中占据越来越重要的地位。

以新医改中的 DRGs 政策为例。DRGs（疾病）诊断相关分类）是指对诊疗方案和出入院标准比较明确、诊疗技术比较成熟的疾病实行按病种付费，有利于引导适宜技术使用，节约医疗费用。原本医院的盈利项目变成了成本项目，在设备和试剂的购进时，医院将会在保证质量的前提下优先选择性价比更高的产品，而进口产品不具备降价以适应竞争的动机，在竞争中势必处于弱势地位。首先进口产品成本较高，如若降低价格出售有可能导致毛利率大幅下降；其次进口产品定位高端品牌，以争夺市场份额为目的的价格下降反而会使得客户对其定位模糊不清，长远来看不利于品牌发展。而在迈瑞秉承的高质量、优越性能的前提下，产品成本优势突出，本身符合 DRGs 降费提质的方向。同时，迈瑞医疗的产品之间具有高度协同性，从跨学科跨科室协同配合的角度，迈瑞医疗能够针对不同的应用场景提供强协同的有效的解决方案，同样符合 DRGs 多学科多科室协同配合以提升医疗服务质量的思路。综上所述，通过规模经济带来的成本优势使得迈瑞医疗有望在 DRGs 政策的推行下得到一个更大的市场份额，进一步实现进口替代。

综合优质的产品技术以及成本优势，迈瑞医疗形成了显著的进口替代优势。预计未来五年，血球将逐步实现进口替代；同时，监护线里的其他产品也在往进口替代的方向努力，目前部分产品离国内市场份额第一的目标距离已经非常近。超声和发光在进口替代上市场广阔，这也是公司目前极力发展的强势业务。

4 深耕强势业务，业绩持续高增长态势

4.1 新冠促进呼吸机订单大量增长

在现代临床医学中，呼吸机作为一项能人工替代自主通气功能的有效手段，已普遍用于各种原因所致的呼吸衰竭、大手术期间的麻醉呼吸管理、呼吸支持治疗和急救复苏中，在现代医学领域内占有十分重要的位置。其原理核心是通过机械将气体压入患者肺部，当患者肺内压力达到一定值时，呼吸机吸气阀打开，病人的胸廓和肺被动萎缩，从而达到辅助病人呼吸的目的。

呼吸机产品是公司生命信息与支持产线的主要产品之一，经过多年的技术沉淀和研发创新积累，国产呼吸机在技术和质量性能上已大幅度提升，逐步缩短与进口产品差距，进口替代持续推进中。根据中商产业研究院数据整理，2019 年中国呼吸机销售额排名中，迈瑞医疗呼吸机的市场份额达到 13.61%，排名第二。

图表 37 2019 年中国呼吸机销售额 TOP10 品牌

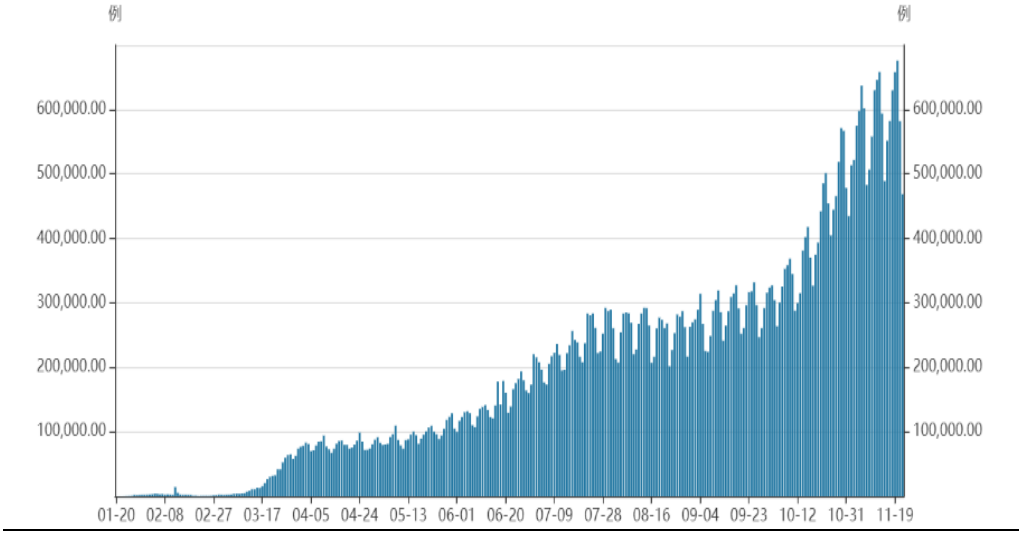
排名	品牌	市场份额
1	德尔格	22.66%
2	深圳迈瑞	13.61%
3	迈柯唯	11.41%
4	柯惠	7.89%
5	飞利浦	7.09%
6	哈美顿	6.16%
7	康尔福盛	3.93%
8	GE	2.79%
9	深圳科曼	2.71%
10	英国 SLE	2.35%

资料来源：中商产业研究院，华安证券研究所

2020 年新冠疫情爆发，呼吸机的需求随之暴涨，出现供不应求的情况，带动公司相关产品线产量暴增。2018 年公司呼吸机类产品收入 3 个多亿，2019 年收入 4 个多亿，2020 年前三季度呼吸机类产品收入已经达到 17 个亿以上，占监护线收入的比例也提升到 10%- 20%，收入增速明显。

根据世界卫生组织官网，大约每 6 个病人中就会有一个病人出现呼吸困难，需要呼吸机辅助呼吸的情况，原则上每位重症患者都需要配备一部呼吸机。新冠疫情前期，呼吸机主要供给国内疫情集中地区，国内疫情稳定后，海外疫情爆发，呼吸机主要供往国外市场，满足海外疫情爆发对于呼吸机的需求。目前，海外部分国家和地区已经进入第二波疫情期，每日新增确诊数仍然保持较高数量，呼吸机海外市场需求仍在不断加大

图表 38 全球新冠肺炎每日新增确诊病例



资料来源：Wind，华安证券研究所

在国内外不同种类的呼吸机竞争中，迈瑞呼吸机凭借多场景、全阶段的应用方式脱颖而出，赢得了政府和专业医疗机构的认可。在此次新冠疫情下，迈瑞医疗呼吸机全场景地配合临床的需求，从病人轻症时的氧疗，到如果逐渐转成重症需要无创地加强呼吸，最后若是有需要进行有创插管，一台设备即可满足全流程的医疗临床需求。在实现了专业的临床治疗的同时有效节省的医院营运成本，帮助医生方便快捷地进行诊疗。作为全球唯一拥有这样综合的呼吸机产品的公司，迈瑞医疗目前的呼吸机产品依然保持有大量订单，后续业绩增长势头强劲。

不同于市场上的家用呼吸机，迈瑞医疗专注于院用呼吸机的研发生产，而现有的院用呼吸机市场上，国产品牌十分有限。由于医疗设备具有很高的可靠性、精确性、安全性的要求，技术壁垒相对较高，而家用呼吸机厂家又很难在短时间内针对现有的特定市场需求更换产品的设计，生产出相应的产品。预计公司的全球唯一综合呼吸机产品在五年内都能保持较好的市场独占性，短时间内难以被复制或替换，公司也会持续不断地进行迭代研发，确保技术的领先地位。

新冠疫情暴露了许多国家在医疗设备方面的不足，预计新冠疫情稳定后，各个国家会在缺失的地方进行弥补，这对呼吸机的后续需求和公司生命信息与支持产线的业绩也都是一个确定的增长信号。

图表 39 迈瑞医疗主要呼吸机产品


SV300 呼吸机


SynoVent E 系列呼吸机


SV800/SV600 重症呼吸机

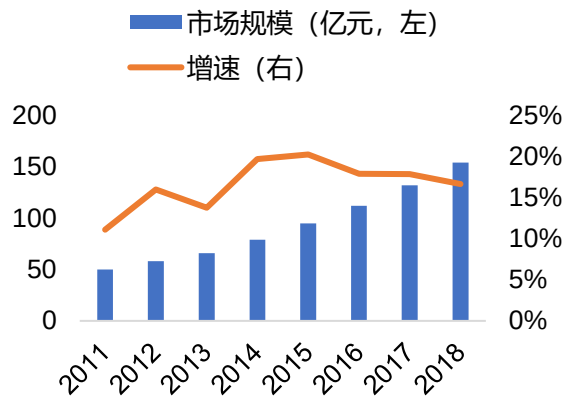

NB350 新生儿小儿呼吸机

资料来源：公司官网，华安证券研究所

4.2 化学发光领域增速远超同业

化学发光免疫分析结合化学发光技术与高特异性的免疫反应，对体液中各种微量活性物质进行精确定量分析，为临床医生对疾病的准确诊断提供重要依据，可分为直接发光和间接发光。在 IVD 细分行业中，免疫诊断占比最大且市场规模仍在不断增长。其中，化学发光技术已逐渐替代酶联免疫技术，成为免疫诊断中的主流技术，也是 IVD 行业中增速最快的细分领域之一。公司作为国内化学发光领域龙头企业，该板块近年来一直保持较快增速。

图表 40 中国免疫诊断市场规模



资料来源：华夏基石，华安证券研究所

图表 41 IVD 细分领域市场规模及增速



资料来源：华夏基石，华安证券研究所

迈瑞医疗的化学发光领域起步较晚，2013 年才推出了第一台全自动化学发光免疫分析系统 CL-2000i，2018 年推出高速免疫分析仪 CL-6000i，但短短两三年时间就取得了亮眼的业绩。从装机数量上看，2019 年国内新增装机近 2000 台，国际新增装机近 1000 台，国际存量接近两千台，产品以低速机为主。2020 年截至目前，国内新增装机 1600 台，国际新增装机 650 台。总体来看，化学发光设备装机数量增速较快，目前还处于快速进入市场的阶段。

从收入端上看，2019 年化学发光产品收入增速高达 70%。今年前期国内由于疫

情影响，增速下降。第二季度起开始加速，第三季度国内化学发光领域增速达到 40%，远高于国内其他化学发光公司的 20-25%的增速。海外市场由于新冠试剂带动了化学发光装机的增加，扩张较快。综合国内外情况，前三季度化学发光整体增速达到了 67%，化学发光赛道表现出色，且预计未来仍有一个较高的增速。

2020 年，迈瑞医疗化学发光板块的增速远超同业主要有两部分原因。一方面，随着 3 月份国内疫情的稳定之后，常规试剂销量逐步恢复，带动国内达到两位数的增速；另一方面，随着海外疫情的爆发，国际市场对于新冠检测试剂盒的需求急剧增加。在新冠检测上，虽然核酸检测的结果更为精准，也已经是许多发达国家的选择，但对于许多发展中国家来说，核酸检测的技术和成本都是一个较大的负担，因此他们会选择高质量的成本更低的抗体检测试剂盒进行新冠检测工作。同时，主要使用核酸检测的发达国家也会需要抗体检测进行辅助检查。基于对市场的准确预测和把握，迈瑞医疗将化学发光检测产品推广主力转向以抗体检测为主力发展中国家，在增速上与同类企业拉开了差距。因此，今年迈瑞的化学发光市场更重要的是来自新兴国际市场增速的带动，国际市场增速是国内增速的几倍之多。

迈瑞医疗化学发光领域后续增长动力强劲，优势明显。从自身角度来看，作为医疗器械行业这种与人类健康相关的行业，能打动客户的一定是产品的先进技术和卓越品质。目前，化学发光领域的国产占有率还不高，国产品牌整体占有 20%的份额。在对于价格不敏感的高等级医院的主流科室，这一比例更小。。迈瑞不断加强研发投入和技术创新，推出了能经得住市场考验的高质量产品，技术上正在逐步缩小与国际化学发光龙头的差距。从迈瑞高速机推出后，公司同步加强免疫试剂的升级，基本上能够覆盖三级医院的主流检测项目，发光试剂在三级医院的收入占比也从 10%-20%增加到 30%以上，体现出了客户对于迈瑞医疗产品质量的认可和信赖。投入本次新冠疫情的产品质量也受到了客户的良好反馈。从国内外市场来看，第三季度化学发光装机量的增加，会给后续的试剂消耗打下基础，同时海外目前疫情形势仍然严峻，预计未来后续新冠检测抗体试剂盒需求量仍然会保持较高速增长。

除了专注于化学发光单机产品的技术迭代，公司也在检测效率上加大研发力度，推出了生化免疫级联流水线。随着国内医疗需求的高涨，对于公立医院、第三方检测机构等医疗机构的样品检测能力提出了更高的要求，未来提高检测效率、节省人力物力的流水线系统是发展的大趋势。结合市场高效率检测要求，迈瑞医疗陆续推出了太行血液分析流水线（CAL 8000）、天河生化免疫分析流水线（SAL 6000、SAL 8000、SAL 9000）、尿液分析流水线。在模块化级联流水线市场上，公司具备独特优势，以生化免疫级联流水线为例。技术上，公司在生化分析仪以及化学发光免疫分析仪上已经取得了丰富的研发生产技术积累，便于公司进行生化免疫级联流水线的研发。推广渠道上，由于生化分析仪和化学发光免疫分析仪占据有较大市场份额，在公司进行级联流水线推广时可从单机的替换入手，为营销推广打下了良好的基础。目前，公司级联流水线装机已接近 1100 条，今年新增 300 多条，增速较快，后续或是公司较大的业绩增长点。

图表 42 迈瑞医疗主要模块化级联流水线



太行血液分析流水线（CAL8000）



SAL9000 全自动生化免疫流水线

资料来源：迈瑞医疗官网，华安证券研究所

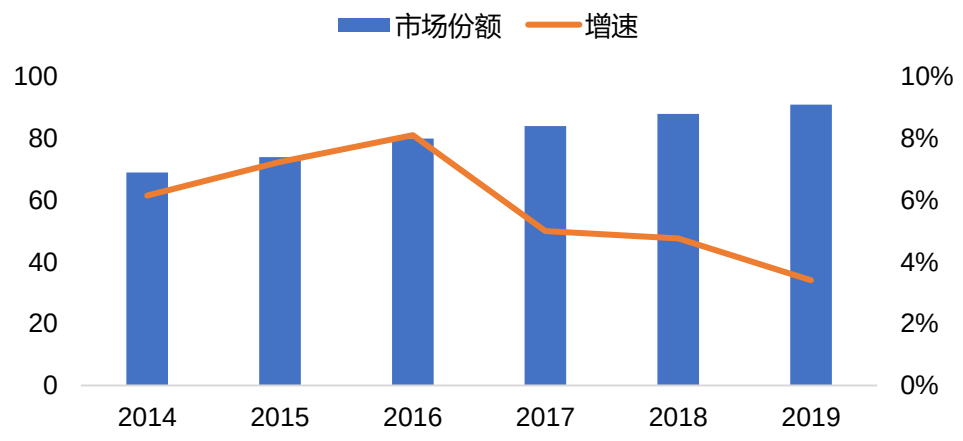
模块化级联流水线能让迈瑞在高样本量客户群中有渠道去把产品更全面的装进对应的医院。未来，公司将加大级联流水线的研发投入力度，不断增强单机性能的提升，使得样本检测的稳定性、精确性、可重复性进一步提升，带动级联流水线增长，未来或是公司较大的业绩增长点。

4.3 彩超业务持续发力

彩超是利用超声多普勒技术和超声回波原理，同时具备采集血流运动、组织运动信息和人体器官组织特性，提供包括二维、三维灰阶及动态血流信息的医学影像诊断仪器。彩超业务是公司医学影像产线的最大业务，也是未来公司医学影像线坚定不移发展的方向。

根据公司官网，迈瑞医疗超声类产品市场规模已实现全球第五、美国 POC 市场第三、国内市场份额第三，进口替代趋势凸显。2019 年，公司的 Resona 7 彩色超声多普勒系统获得第二届深圳环球设计大奖工业设计类金奖，也是唯一获得金奖的医疗器械类产品，公司彩超业务持续发力。我国超声类产品市场规模正在逐年增长，进口替代市场广阔。

图表 43 中国超声设备市场规模（亿元）



资料来源：中国产业信息网，华安证券研究所

目前，国内中低端超声已基本实现了国产化，但是超高端彩超现在国内仍是空白且占国内市场有 30%的空间。作为国内彩超业务的领航者，公司要想进一步扩大彩超市场份额，实现进口替代，超高端彩超必是重点突破方向。2016 年以来，迈瑞陆续推出高端彩超产品，逐步突破了二三级医院，已证明了迈瑞在高端、超高端彩超市场的潜力。通过 3-5 年内超高端彩超的问世，迈瑞医疗有望打入彩超的高端市场，实现进口替代。除了加快实现技术上的突破以外，预计同步推出针对不同科室的超高端彩超的应用，实现超高端彩超领域全场景、全科室的产品覆盖，牢牢把握超高端彩超的市场。

5 市场释放复苏信号，重点布局潜在业绩增长点

5.1 国内市场增长确定，海外市场复苏在即

5.1.1 医疗新基建逐步落地，国内市场预计高增长

2020 年新冠疫情突然爆发，对于我国各级医疗机构的突发公共卫生事件的解决能力提出了巨大的挑战。目前国内新冠疫情虽然已经控制住，但也暴露出了我国各级医院应急措施准备不足以及相关医疗设备的缺乏。各级医院基础医疗设备的补强工作势在必行。

新型基础设施建设（以下简称“新基建”）首次写入《2020 年政府工作报告》。同时，报告中还指出，要加强公共卫生体系建设，用好抗疫特别国债，加大疫苗、药物和快速检测技术研发投入，增加防疫救治医疗设施，增加移动实验室，强化应急物资保障，强化基层卫生防疫。2020 年 5 月 21 日，国家发展改革委、国家卫生健康委、国家中医药局联合发布《关于印发公共卫生防控救治能力建设方案的通知》（以下简称“方案”）。方案指出，聚焦新冠肺炎疫情暴露的公共卫生特别是重大疫情防控救治能力短板，调整优化医疗资源布局，提高平战结合能力，强化中西医结合，集中力量加强能力建设，补齐短板弱项，构筑起保护人民群众健康和生命安全的有力屏障。医疗新基建迅速在医疗器械行业刮起一阵热潮，引起人们广泛关注。

图表 44 方案下附重大疫情救治基地应急救治物资参考储备清单（暂定，按单个基地计算）

序号	设备名称	设备数量（台/套）	序号	设备名称	设备数量（台/套）
1	无创呼吸机	50	19	降温机	3
2	有创呼吸机	40	20	移动式空气消毒机	200
3	转运呼吸机	10	21	过氧化氢消毒机	10
4	监护仪	200	22	紫外线消毒车	200
5	可视喉镜	10	23	CT（含车载 CT、方舱 CT）	1
6	电子气管镜	10	24	移动 DR	1
7	呼吸湿化治疗仪	50	25	生物安全柜	1
8	连续性血液透析机（CRRT）	5	26	离心机	1

9	体外膜肺氧合机（ECMO）（配 6 套耗材）	3	27	超低温冰箱	1
10	注射泵	200	28	荧光定量 PCR 仪	1
11	输液泵	100	29	核酸提取仪	1
12	营养泵	50	30	床旁血气分析仪	5
13	除颤仪	10	31	额温枪	200
14	制氧机	50	32	脉搏血氧仪	200
15	便携式彩超	5	33	多重呼吸道病原体快速核酸检测系统	1
16	心电图机	10	34	生化分析仪	1
17	振动排痰仪	5	35	移动中药房	1
18	咳痰机	5			

资料来源：发改委官网，华安证券研究所

得益于国家对医疗新基建的重视，疫情稳定后全国范围内都将大规模地进行关于医疗基础设施建设、医疗器械的补强的工作，大量设备采购需求释放，对于医疗器械行业是一个明显的利好信号。目前，各地政府及医疗机构已逐渐落实 ICU、传染病相关科室及实验室的建设，从方案所附的重大疫情救治基地应急救治物资参考储备清单中也不难看出，官方建议储备物资与公司生命信息与支持产线的主要产品如监护仪、呼吸机、除颤仪等高度重合，公司作为国内医疗器械龙头企业，在产品高质量、性价比等方面优势明显。预计在未来几年，得益于医疗新基建，迈瑞医疗国内市场增长确定性较强，业绩会维持在一个较高的增长态势。

5.1.2 海外市场复苏在即，后续增长动力强劲

作为国内医疗器械行业龙头企业，迈瑞医疗一直注重海外市场的布局，通过不断拓展海外市场，提高公司国际品牌影响力。公司海外市场布局较早，经过近 20 年的国际业务发展，迈瑞医疗在境外已拥有 40 家子公司，产品远销全球 190 多个国家。根据公司官网，迈瑞医疗器械产品进入约 2/3 的美国医院，美国排名前 10 的心脏医院都在使用迈瑞产品、排名前 20 的医院全部在使用迈瑞产品；在欧洲，迈瑞医疗产品应用于欧洲超过 200 所教学医院，国际市场对于迈瑞医疗产品的认可度较高。

5.1.2.1 政治局势相对稳定，综合来看体现正面影响

日前，美国大选正在持续推进中，一时引发了人们对于美国政治局势的强烈关注。当地时间 23 日，美国联邦总务管理局宣布，特朗普政府已做好准备正式开始政权过渡进程，从目前来看，总统权力交接预期将会和平过渡。迈瑞医疗作为一家大型的跨国医疗器械企业，海外业务占比在 50%左右，监护仪、超声等产品大量出口北美。政治局势变动或对公司海外业务有所影响。

一方面，拜登出任美国总统对于中美关系缓和或有帮助，历史上已经加征的关税有可能取消。一旦关税取消对于公司利润端将会有一个很大的正向贡献。另一方面，美国大选对于汇率走势可能会有一定影响。我国为缓和中美关系，可能会在汇率上让步，使得美元进一步贬值，可能会导致报表上形成汇兑损失，对净利润造成负面影响。然而，人民币升值、美元的贬值对于公司海外定价同样也有正面影响，因

为人民币端固定的定价在人民币升值、美国贬值时，以美元定价的价格会减少，对于公司海外业务拓展有利。因此综合正负两方面影响，美国政治局势变动对于迈瑞医疗海外业务的推进呈现出正面的影响。

5.1.2.2 疫情助力进军海外市场，高端客户群加速拓展

2020 年初新冠疫情的爆发，海外抗疫医疗设备和新冠病毒检测试剂需求量急剧增长，公司海外市场业务量呈现爆发式增长，国际市场成为公司营收加速增长的主要驱动力，前三季度增长在 50%以上。从市场覆盖上看，疫情大大加速了迈瑞在海外市场高端客户群的渗透，2020 年截至 10 月底，公司新增进入了海外 600 多家顶尖医院，覆盖地区包括亚太、拉美、俄罗斯等地区和国家，实现了海外高端客户群开拓的巨大突破，提升了国际高端客户渗透率和市场份额。以欧洲为例，公司原先在欧洲的大型医院覆盖率并不如国内高，但在疫情期间，公司除了为原先覆盖的医院出口产品，还额外进入了 100 多家重点医院，快速拓展了欧洲市场，而正常情况下进入这样数量的医院起码要花三年多的时间。疫情直接加快了迈瑞医疗进入海外市场的速度。从产品上看，此次疫情使得全球范围内监护线产品的地位大大提升；借助新冠抗体检测试剂在发展中国家的大量出口，化学发光领域业绩增速高于同行；公司拥有全球唯一综合能全阶段、全场景应用的呼吸机，订单持续高增长。公司以疫情急需医疗设备作为突破点，进入了当地最顶级、规模最大的医院，填补了国产品牌在这些顶级医院的空白，留下了良好的中国品牌形象，极大地提升了迈瑞品牌海外认可度，至少让公司的国际化进程缩短五年时间。

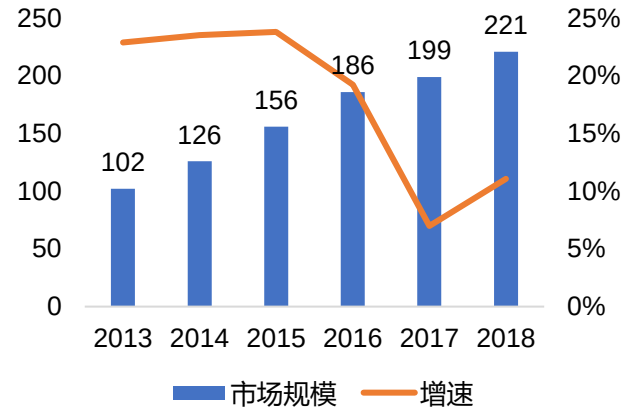
海外疫情稳定后，预计也将会开展大规模的医疗设施基础建设的补强工作，形成大量需求。未来公司将会以此次的良好合作为基础，进一步拓展公司现有产品在海外高端医院的覆盖，从原来单一的抗疫设备的进院逐步扩展到公司现有的整体解决方案的进院。海外市场的空间广阔，新兴市场的增长潜力大，所以预期新兴市场收入在未来三年时间之内逐步提速，争取速度能够并跑国内乃至进一步的超过国内。长期来看，海外市场的收入占比会逐步提升。

5.2 强协同效应助力硬镜业务

内窥镜是具有图像传感器、光学镜头、光源照明、机械装置等的医疗检测仪器，内窥镜分为软式内镜和硬式内镜，硬式内镜主要进入人体无菌组织、器官或者经外科切口进入人体无菌腔室，如腹腔镜、胸腔镜、关节镜、椎间盘镜、脑室镜等，主要应用于微创手术中。从医院端来看，微创手术效率高、病人康复快，医院周转快，对于医院收入提升有很大帮助；从患者端来看，使用内窥镜的微创手术可使得手术切口小，术后恢复较快。在技术能够实现，临床治疗能顺利开展的情况下，尽可能减轻痛苦的微创手术是病人最好的选择。因此综合来看，硬镜的需求将会进一步增加。

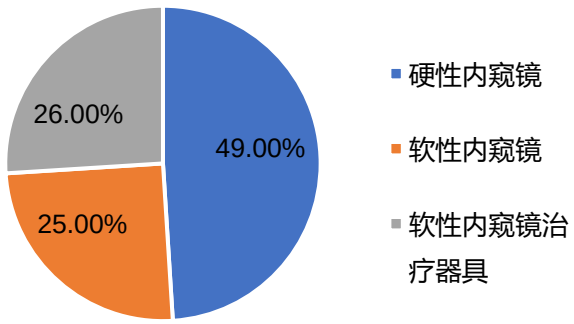
目前仅硬镜系统就有 50 多亿可计市场空间，配套手术器械市场规模也能达到 50 亿，加总能达到 100 亿的规模。如果在产品完善后再拓宽能量平台、超声刀、电刀等产品，可能还能再加上 100 亿的市场规模。因此硬镜的市场空间是巨大的。从产品竞争角度看，硬镜是纯进口垄断产品。尽管迈瑞现在国内已做到第五的市场份额，但前 4 大品牌都是进口品牌，且所有国产品牌综合也就不到 10%的市场份额。整个市场进口替代的空间也非常大。

图表 45 中国内窥镜市场规模（亿元）



资料来源：中国产业信息网，华安证券研究所

图表 46 内窥镜市场结构



资料来源：中国产业信息网，华安证券研究所

硬镜业务是公司最重视的成长性业务。最近几年，公司已经开始布局硬镜领域，目前主要产品是自主研发的硬管内窥镜系统和配套的基础手术器械，以及不久前在 CMEF 全国会上发布的 4k 硬镜系统。公司在硬镜产品的发展上主要有以下几个显著优势。一、高研发投入提升产品技术。公司在硬镜开发上邀请了国内外经验丰富的专家从事研发工作的指导。同时在研发人员的安排上进行了一个大规模补强，在未来还会继续加大研发投入，不断完善硬镜配套产品线。二、公司其他产线发挥强协同效应。硬镜系统中光学图像的获取、转换，高精密的器械、电子机械的制造，这些研发技术在现有的其他产品线都已经有了很好的技术积累，可以应用到整个硬件系统的产品研发上，借助已有的研发积累，提高研发效率。在渠道上，由于硬镜等微创外科系列产品主要用于外科手术，这与公司的强势产品线——生命信息与支持产线具有重合的应用场景和客户群，在推广渠道上有高度相关性。因此公司在推广新产品时能够很好的利用之前已经构建好的营销推广渠道或进行同步推广，发挥强协同效应。

2019 年，公司硬镜产品已实现 1.5 亿人民币的规模，今年受疫情影响，预期会达到 1.5~2 亿之间的体量。2024 年的目标是实现两个亿美金的收入规模。

图表 47 迈瑞医疗硬镜主要产品



HyPixel ™U1 4K 内窥镜摄像系统平台



HD3 迈瑞三晶片 CMOS 全高清腹腔镜系统

资料来源：迈瑞医疗官网，华安证券研究所

5.3 兽用医疗器械板块逐步推进中

除了持续深耕公司强势业务外，迈瑞医疗还计划从扩展业务外延上发力，开辟兽用市场。随着国家经济发展以及人们生活消费水平的提高，动物在人类的生活中扮演着越来越重要的作用，无论是畜牧业的养殖动物还是人们在家中饲养的宠物，数量都在逐年增长。根据 2019 年中国宠物行业白皮书，2019 年全国城镇宠物犬猫数量达 9915 万只，增幅 8.4%。若是加上养殖业中的家养禽畜以及动物园中的保护动物，这一数字只会更大。

兽类市场的发展使得兽用医疗的需求也在不断增加。动物医疗全球市场规模高达八九十亿美金，主要集中在国际市场；中国宠物医疗市场目前仅几个亿人民币的规模，都不到 1/10。对标全球市场，国内动物医疗市场发展潜力较大。兽用医疗行业快速增长主要有以下原因。首先，随着人口老龄化的加剧以及单身独居人群的增加，用于陪伴的宠物数量正在快速增长。另外，带宠物看病的宠物主对于价格相对不太敏感，且兽用医疗纯自费，没有医保控费的压力，在价格端能保持相对稳定。

迈瑞医疗将兽用医疗器械作为未来重点培育的成长性业务，是有一定先发优势的。一方面，目前，兽用的医疗器械并无统一的行业监管标准且无需对产品进行注册，因此仅需将常规医疗器械产品根据不同兽类的机体特征进行技术上的改良使其适用于兽类，只要得到市场的认可和反馈便可生产出售。而迈瑞医疗在人体用医疗器械的研发和生产上已经做到国内顶尖水平，在兽用医疗器械的研发上已有大量技术积累。另一方面，公司在销售渠道上也比较完善。从国内来说，虽然兽用医疗器械与人用医疗器械多少有一些差异，但只要在当地有覆盖就能够较好地去抓住当地的资源。从海外的市场来说，公司最早 04 年进入北美时，就是先从兽用诊所去拓展，所以在兽用渠道的把握、终端客户群的渗透上公司已有一定基础。这也是公司未来大力推广兽用业务的原动力。

12 月 7 日，迈瑞医疗与深圳市龙华区政府正式启动战略合作，双方将在动物医疗设备领域展开合作，这是迈瑞医疗在兽用医疗器械领域持续开拓的又一重大突破。

兽用业务作为公司的成长性业务，未来将会不断投入资源培育，通过福利的研发团队、独立的营销覆盖，通过专业的渠道大力推广。公司现有的兽用业务规模在全球大概 2 亿多人民币，预期还会快速的增长。2024 年初步计划争取达到 2 亿美金的市场规模，随着后续规模的扩大，还会再有进一步的扩张计划。

5.4 政策法规利好，AED 市场有望迎来大机遇

自动体外除颤器（AED）是一种便携式的医疗设备，它可以诊断特定的心律失常，并且给予电击除颤，是可被非专业人员使用的用于抢救心脏骤停患者的医疗设备。心跳骤停时，如果在最佳抢救时间的“黄金 4 分钟”内利用 AED 对患者进行除颤和心肺复苏，将能够最有效制止猝死。

根据国家心血管病中心发布的《中国心血管病报告 2016》，每年我国心源性猝死发病人数为 54 万，平均每天就有 1480 人因此丧失生命。AED 作为救助心源性猝死病人最直接有效的仪器，无需专业人士操作，是降低心源性疾病死亡率的最有效方式。在美国、日本、新加坡等国家已全面普及，根据《健康报》，美国 AED 配置为每十万人有 317 台；日本是每十万人有 555 台；新加坡起步较晚，不过每十万人也超过 100 台，而我国的 AED 宣传力度和普及率相对来说仍然较低，。

图表 48 世界各国 AED 立法及配置情况

国家	AED 宣传、立法及配置情况
美国	最早对 AED 立法的国家之一。据美国 Readiness 网站显示，截至 2017 年，美国的公共场所中大约有 320 万个 AED 设备，目前公共场所每 10 万人口拥有 AED317 台。在纽约，法律规定所有市政建筑、体育馆、展览馆都必须配备 AED，有 500 名及以上会员的健身房和运动场所必须配备至少一台 AED。在伊利诺伊州，法律规定所有公立小学及公立初中必须配备至少一台 AED，且该仪器要放置在教学楼的公共区域。
新加坡	2016 年已在机场、商场等办公场所配置约 5000 台 AED。新加坡政府打造了完整的 AED 网上注册处，将设备确切位置在地图上标记，便于查找。新加坡 SMRT 公司开展了“AED on Wheel”计划，在 100 辆出租上安装 AED，险情发生地 1.5 公里内，备有 AED 的出租车会前往赶到现场，将缩短病患获得救助的时间。在出租车上备有 AED 的做法在英国、波兰等国早已实施。
日本	目前全世界 AED 设置密度最高的国家之一。日本政府于 2004 年允许在公共场所安装 AED 设备，从 2005 年开始，将学习使用 AED 列入中小学生日常培训项目，同时开设了心肺复苏课程。截至目前，针对心肺复苏术和 AED 的使用培训已经覆盖日本 15%的小学、57%的初中以及 72%的高中。除了让学生们学会使用仪器之外，学校还会鼓励他们将这方面的意识和所学的知识传递给家人。截至 2015 年，日本全国共有 60 万台 AED。日本政府正准备在 24 小时便利店内配备 AED。目前，千叶县、三岛县、静冈县和冲绳县 90%以上的便利店都装有 AED。

资料来源：人民政协网，新京报，华安证券研究所

2019 年 11 月 27 日，艺人高以翔在参加综艺节目时心脏骤停去世，年仅 35 岁；2020 年 3 月 26 日，印度男演员 Sethu 在家中突发心脏骤停去世，年仅 36 岁；当地时间 2020 年 11 月 25 日，阿根廷著名足球运动员马拉多纳在家中突然失去意识，心脏骤停，后经抢救无效死亡，年仅 60 岁。近年来不断出现备受人们关注的公众人物因为心脏骤停而去世，给政府和社会大众敲响了警钟，AED 的推广和配置逐步推进。

目前 AED 普及率较高地区的主要是一线城市及新一线城市，其中以深圳的 AED 普及率最高，急救知识宣传的最好。根据深圳市卫健委急救中心官网，2017 年深圳启动公众场所配备 AED 计划，首期 500 台 AED 已在 2018 年陆续安装在地铁、机场、养老院、体育场馆、高校等人员密集场所以及深圳交警铁骑的摩托车上，后续安装工作正在进行中。“十三五”期间，深圳计划一共投放 5000 台 AED，争取用 10 年时间达到每 10 万人口配备 100 台 AED 的国际水平，实现公众场所全覆盖。截止 2019 年 6 月，深圳公众使用 AED 抢救病人 18 例（养老院 7 例，机场 3 例，地铁 3 例，火车站 1 例，游泳馆 1 例，酒店 1 例，体育馆 2 例），其中 5 例院前抢救成功。

2020 年 6 月 16 日，北京市人民政府办公厅印发了《关于加强本市院前医疗急救体系建设的实施方案》，明确要求推动本市火车站、地铁站、交通枢纽、长途客运站、公园、景区、大型商场、体育场馆、社区等公共场所按标准配置 AED 等急救设施设备。根据北京市交通委官网，10 月 27 日，北京市启动轨道交通车站 AED 配置工作。2022 年底，本市所有轨道交通车站将实现 AED 设备全覆盖，一线站务人员培训取证率达 80%以上。

根据杭州市卫健委数据，2014 年起杭州开始配置 AED，截止目前主城区的 AED

数量为 600 余台，全市共 1000 台左右。11 月 9 日，《杭州市公共场所自动体外除颤器管理办法》已正式出台。杭州也成为全国首个，以地方立法形式规范公共场所 AED 配置和使用的城市。

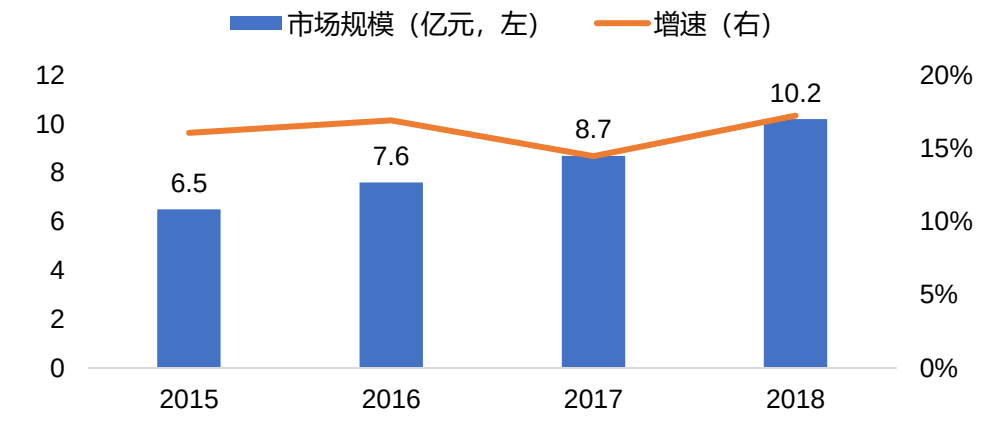
图表 49 中国推广普及公共场所 AED 配置及使用的主要政策与法规

政策名称	颁布日期	颁布主体	主要内容及影响
《上海市急救医疗服务条例》	2016/07	上海市人大常委会	要求机场、车站、码头、学校、商场等人流密集场所配置 AED；鼓励公安、消防、教师、导游等重点人员及社会公众参与急救培训；鼓励经培训的人员使用 AED 进行急救。
《中华人民共和国民法总则》	2017/03	全国人大常委会	提出因自愿实施紧急救助行为造成受助人损害的，救助人不承担民事责任，为 AED 急救的应用扫除障碍。
《深圳经济特区医疗急救条例》	2018/06	深圳市人大常委会	推动机场、车站、码头、口岸等公共场所配置 AED；鼓励重点人员及社会公众参与急救培训。
《关于加强本市院前医疗急救体系建设的实施方案》	2020/06	北京市人民政府办公厅	要求推动本市火车站、地铁站、交通枢纽、长途客运站、公园、景区、大型商场、体育场馆、社区等公共场所按标准配置 AED 等急救设施设备。
《杭州市公共场所自动体外除颤器管理办法》	2020/11	杭州市人民政府	要求在火车站等交通枢纽、科技馆等公共文化设施、社区、公园、风景旅游区、大型商场、宾馆、县级以上学校、养老机构等其他人员密集的公共场所应当按规定配置自动体外除颤器。市和区、县（市）人民政府应当安排一定数量的执法执勤车辆、船舶配置自动体外除颤器。

资料来源：公开资料整理，华安证券研究所

随着政府和社会对于急救意识的增强，我国除颤仪市场规模逐年扩大，且由于院内医用除颤仪需求基本保持不变，市场规模的拉动主要来自 AED 需求量的增长。可以预见，AED 领域前景巨大。一旦从国家政府层面上推动 AED 普及立法的实施，AED 市场将实现需求的井喷，预计能实现百亿级以上的市场容量。

图表 50 中国除颤仪行业市场规模



资料来源：《2019 年中国除颤仪行业概览》，头豹研究院，华安证券研究所

迈瑞医疗的 AED 产品布局较早，早在 2009 年就推出了中国第一台拥有完全自主知识产权双相波 AED 产品 BeneHeart D1。目前迈瑞医疗 AED 产品已成系列，形

成了自己的独特优势。一、产品系列化。针对不同应用场景，公司进行了不同的产品设计，例如学校用、社会用、价格较高的高端产品、价格较低的亲民产品等，系列化的产品便于公司在不同场所的推广。二、产品先进性。公司在 AED 市场深耕多年，已形成了丰富的 AED 开发经验，目前推出的 AED 产品功能已非常完善，便于使用，例如开机时间能做到两秒开机，最大限度地节省时间，增加救回患者的几率。三、管理便捷性。若要提升 AED 覆盖率，那么产品的配置必然会相对分散，产品的维护和修理将会是一共非常大的难题。目前，迈瑞的 AED 产品已经可以通过无线实时监控设备情况，节省设备维护所需时间，避免了可能出现的因人工维护遗漏造成的使用问题。

图表 51 迈瑞医疗主要 AED 产品



BeneHeart C 系列　　BeneHeart D1 pro

资料来源：迈瑞医疗官网，华安证券研究所

迈瑞医疗凭借在中国 AED 领域多年的技术积淀及品牌优势，一旦市场需求释放，必定能占据绝大部分市场份额，成为公司业绩的巨大增长点，进一步巩固国内 AED 领域的龙头地位。迈瑞医疗也会持续跟进相关市场，积极推动呼吁政府的立法，配合政府加强 AED 急救知识的宣传，为健康中国的实现承担作为企业的社会责任。

6 盈利预测及相对估值

6.1 盈利预测

综合考虑新冠疫情带来的业绩收入影响、明年医疗新基建落地情况以及海外市场开拓情况，预计公司总营收保持较大增长。2020-2023 年总收入为 206.95 亿、248.34 亿、298.01、357.61 亿，对应增速为 25%、20%、20 %、20%。毛利率继续维持相对稳定，小幅波动的情况，预计毛利率为 66.84%、65.68、66.05%、66.80%。

分产品线测算。生命信息与支持产品线受疫情影响增长较快，2020 年收入占比预计达到近 50%，增速达到近 60%，且在新基建逐步落地过程中后续增长动力仍然强劲，预测 2020-2023 年生命信息与支持产线营业收入为 99.96 亿、109.27 亿、140.06 亿、168.08 亿，预计增速为 58%、9%、28%、20%。

体外诊断产线基本维持 30%的总收入占比，预计 2020-2022 年收入为 63.12 亿、

81.46 亿、89.40 亿、107.28 亿，对应增速为 9%、29%、10%、20%。

医学影像产线受疫情影响收入占比略有下滑，2020 年收入占比预计为 20.5%，后续逐步恢复。2020-2023 年预计收入为 42.42 亿、54.63 亿、64.97 亿、77.96 亿，对应增速为 5%、29%、19%、20%。

分地区测算。2020 年国内市场受疫情影响且海外市场扩张，预计国内外收入占比大约为 50%、50%。由于国内新基建落实的确定性，预计明年国内市场引领增长，2021 年国内外收入占比为 53%、47%。从长远来看，由于今年疫情期间海外高端客户群的开拓取得重大的进展且新兴市场发展潜力大，预计在疫情结束后海外市场迎来复苏，未来海外市场收入将会追平国内市场收入，甚至超过国内市场，2023 预计国内外收入占比分别为 48%、52%。

图表 52 基于业务条线数据展示

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
营业总收入（亿元）	**80.13**	**90.32**	**111.74**	**137.53**	**165.56**	**206.95**	**248.34**	**298.01**	**357.61**
增速		***12.72%***	***23.72%***	***23.08%***	***20.38%***	***25%***	***20%***	***20%***	***20%***
成本（亿元）	**30.28**	**31.95**	**36.84**	**45.97**	**57.55**	**68.62**	**85.23**	**101.17**	**118.73**
毛利（亿元）	**49.86**	**58.36**	**74.90**	**91.55**	**108.01**	**138.33**	**163.11**	**196.83**	**238.88**
毛利率	***62.22%***	***64.62%***	***67.03%***	***66.57%***	***65.24%***	***66.84%***	***65.68%***	***66.05%***	***66.80%***
生命信息与支持类产品	**2015A**	**2016A**	**2017A**	**2018A**	**2019A**	**2020E**	**2021E**	**2022E**	**2023E**
收入（亿元）	**31.74**	**35.62**	**42.36**	**52.24**	**63.41**	**99.96**	**109.27**	**140.06**	**168.08**
占比	***40%***	***39%***	***38%***	***38%***	***38%***	***48.3%***	***44%***	***47%***	***47%***
增速		***12%***	***19%***	***23%***	***21%***	***58%***	***9%***	***28%***	***20%***
毛利（亿元）	**19.07**	**22.24**	**27.75**	**34.33**	**41.57**	**66.10**	**71.15**	**91.45**	**111.60**
毛利率	***60.07%***	***62.45%***	***65.52%***	***65.71%***	***65.56%***	***66.12%***	***65.11%***	***65.29%***	***66.40%***
监护仪（亿元）	13.1	14.65	16.2	19.98	31.71	45.28	53.54	70.03	84.04
细分业务占比	*41.27%*	*41.13%*	*38.24%*	*38.24%*	*50.00%*	*45.30%*	*49.00%*	*50.00%*	*50.00%*
增速		*11.83%*	*10.58%*	*23.32%*	*58.70%*	*42.82%*	*18.25%*	*30.80%*	*20.00%*
销量（台）	109,195	124,644	136,386	166,432	261,351	369,342	432,150	559,314	664,137
销量增长		*14.15%*	*9.42%*	*22.03%*	*57.03%*	*41.32%*	*17.01%*	*29.43%*	*18.74%*
单价（元）	11,997	11,753	11,878	12,004	12,131	12,260	12,390	12,521	12,654
价格增长		*-2.03%*	*1.06%*	*1.06%*	*1.06%*	*1.06%*	*1.06%*	*1.06%*	*1.06%*
成本（亿元）	4.1	4.28	4.43	5.41	8.81	11.77	14.99	19.47	22.44
毛利（亿元）	9.00	10.37	11.77	14.56	22.90	33.51	38.55	50.56	61.60
毛利率	*68.71%*	*70.79%*	*72.63%*	*72.90%*	*72.22%*	*74.00%*	*72.00%*	*72.20%*	*73.30%*
麻醉机（亿元）	3.68	4.2	5.42	6.68	8.11	8.70	14.21	16.81	21.51
细分业务占比	*11.59%*	*11.79%*	*12.80%*	*12.80%*	*12.80%*	*8.70%*	*13.00%*	*12.00%*	*12.80%*
增速		*14.13%*	*29.05%*	*23.32%*	*21.38%*	*7.18%*	*63.35%*	*18.32%*	*28.00%*
销量（台）	4,251	4,458	5,950	7,589	9,528	10,562	17,844	21,837	28,909
销量增长		*4.86%*	*33.47%*	*27.55%*	*25.54%*	*10.86%*	*68.94%*	*22.38%*	*32.39%*

单价（元）	86,558	94,211	91,090	88,072	85,155	82,334	79,606	76,969	74,419
价格增长		*8.84%*	*-3.31%*	*-3.31%*	*-3.31%*	*-3.31%*	*-3.31%*	*-3.31%*	*-3.31%*
成本（亿元）	1.53	1.50	1.83	2.26	2.77	2.93	4.87	5.78	7.27
毛利（亿元）	2.15	2.70	3.59	4.43	5.35	5.76	9.33	11.03	14.24
毛利率	*58.43%*	*64.21%*	*66.16%*	*66.25%*	*65.89%*	*66.25%*	*65.69%*	*65.60%*	*66.20%*
灯床塔（亿元）	3.28	3.02	3.79	4.67	5.67	4.00	10.93	12.54	15.04
细分业务占比	*10.33%*	*8.48%*	*8.95%*	*8.95%*	*8.95%*	*4.00%*	*10.00%*	*8.95%*	*8.95%*
增速		*-7.93%*	*25.50%*	*23.32%*	*21.38%*	*-29.53%*	*173.29%*	*14.72%*	*20.00%*
销量（台）	7,791	7,673	9,296	11,069	12,971	8,826	23,287	25,793	29,882
销量增长		*-1.52%*	*21.16%*	*19.06%*	*17.19%*	*-31.96%*	*163.85%*	*10.76%*	*15.86%*
单价（元）	42,098	39,361	40,769	42,227	43,738	45,302	46,923	48,602	50,340
价格增长		*-6.50%*	*3.58%*	*3.58%*	*3.58%*	*3.58%*	*3.58%*	*3.58%*	*3.58%*
成本（亿元）	1.49	1.36	1.51	1.85	2.34	1.60	4.57	5.17	6.17
毛利（亿元）	1.79	1.66	2.28	2.82	3.33	2.40	6.36	7.37	8.88
毛利率	*54.53%*	*55.04%*	*60.22%*	*60.33%*	*58.77%*	*59.97%*	*58.21%*	*58.77%*	*59.00%*
除颤仪（亿元）	1.88	2.22	3.33	4.11	4.98	6.90	7.65	9.80	11.77
细分业务占比	*5.92%*	*6.23%*	*7.86%*	*7.86%*	*7.86%*	*6.90%*	*7.00%*	*7.00%*	*7.00%*
增速		*18.09%*	*50.00%*	*23.32%*	*21.38%*	*38.36%*	*10.90%*	*28.18%*	*20.00%*
销量（台）	9,491	12,584	20,418	27,239	35,765	53,530	64,217	89,043	115,585
销量增长		*32.58%*	*62.26%*	*33.40%*	*31.30%*	*49.67%*	*19.97%*	*38.66%*	*29.81%*
单价（元）	19,808	17,642	16,309	15,077	13,938	12,884	11,911	11,011	10,179
价格增长		*-10.93%*	*-7.56%*	*-7.56%*	*-7.56%*	*-7.56%*	*-7.56%*	*-7.56%*	*-7.56%*
成本（亿元）	0.61	0.72	1.13	1.39	1.73	2.22	2.68	3.41	4.06
毛利（亿元）	1.27	1.50	2.20	2.72	3.26	4.68	4.97	6.40	7.71
毛利率	*67.44%*	*67.77%*	*66.19%*	*66.26%*	*65.34%*	*67.80%*	*65.00%*	*65.23%*	*65.50%*
生命信息与支持-其他（亿元）	9.8	11.53	13.62	16.80	12.93	35.08	22.95	30.88	35.72
细分业务占比	*30.88%*	*32.37%*	*32.15%*	*32.15%*	*20.40%*	*35.10%*	*21.00%*	*22.05%*	*21.25%*
增速		*17.65%*	*18.13%*	*23.32%*	*-23.00%*	*171.27%*	*-34.60%*	*34.59%*	*15.65%*
成本（亿元）	4.94	5.52	5.7	7.00	6.19	15.33	11.01	14.79	16.54
毛利（亿元）	4.86	6.01	7.91	9.79	6.74	19.75	11.93	16.09	19.18
毛利率	*49.58%*	*52.13%*	*58.11%*	*58.30%*	*52.11%*	*56.30%*	*52.00%*	*52.11%*	*53.70%*
体外诊断类产品	**2015A**	**2016A**	**2017A**	**2018A**	**2019A**	**2020E**	**2021E**	**2022E**	**2023E**
收入（亿元）	**24.17**	**28.94**	**37.41**	**46.26**	**58.14**	**63.12**	**81.46**	**89.40**	**107.28**
占比	***30%***	***32%***	***33%***	***34%***	***35%***	***30.5%***	***32.8%***	***30%***	***30%***
增速		***20%***	***29%***	***24%***	***26%***	***9%***	***29%***	***10%***	***20%***
毛利（亿元）	**15.21**	**18.68**	**24.73**	**29.66**	**36.35**	**41.61**	**52.58**	**58.05**	**69.84**
毛利率	***62.91%***	***64.55%***	***66.11%***	***64.12%***	***62.53%***	***65.93%***	***64.55%***	***64.93%***	***65.10%***
体外诊断试剂	11.57	15.08	19.51	25.44	33.72	38.45	51.07	56.32	67.91

（亿元）									
细分业务占比	*47.87%*	*52.11%*	*52.15%*	*55.00%*	*58.00%*	*60.91%*	*62.70%*	*63.00%*	*63.30%*
增速		*30.34%*	*29.38%*	*30.41%*	*32.54%*	*14.01%*	*32.84%*	*10.28%*	*20.57%*
销量（份）	4,176,895	5,217,993	6,460,265	8,596,770	11,626,364	13,525,979	18,334,827	20,632,526	25,384,624
销量增长		*24.93%*	*23.81%*	*33.07%*	*35.24%*	*16.34%*	*35.55%*	*12.53%*	*23.03%*
单价（元）	277	289	302	296	290	284	279	273	268
价格增长		*4.33%*	*4.50%*	*-2.00%*	*-2.00%*	*-2.00%*	*-2.00%*	*-2.00%*	*-2.00%*
成本（亿元）	2.95	3.66	4.25	6.65	9.81	10.69	14.71	16.11	19.61
毛利（亿元）	8.62	11.42	15.25	18.79	23.91	27.76	36.36	40.21	48.30
毛利率	*74.51%*	*75.71%*	*78.19%*	*73.87%*	*70.90%*	*72.20%*	*71.20%*	*71.40%*	*71.12%*
体外诊断分析仪（亿元）	10.92	12.86	16.4	18.96	22.09	22.09	27.69	30.31	36.48
细分业务占比	*45.18%*	*44.44%*	*43.84%*	*40.99%*	*37.99%*	*35.00%*	*34.00%*	*33.90%*	*34.00%*
增速		*17.77%*	*27.53%*	*15.62%*	*16.48%*	*0.02%*	*25.36%*	*9.43%*	*20.35%*
销量（台）	27,152	30,616	36,243	38,899	44,422	43,087	52,553	55,836	65,517
销量增长		*12.76%*	*18.38%*	*7.33%*	*14.20%*	*-3.01%*	*21.97%*	*6.25%*	*17.34%*
单价（元）	40,218	42,004	45,250	48,747	49,722	51,273	52,698	54,279	55,674
价格增长		*4.44%*	*7.73%*	*7.73%*	*2.00%*	*3.12%*	*2.78%*	*3.00%*	*2.57%*
成本（亿元）	5.41	6.16	7.63	8.91	10.60	9.36	12,61	13.64	16.15
毛利（亿元）	5.51	6.71	8.77	10.05	11.49	12.74	15.09	16.67	20.33
毛利率	*50.43%*	*52.15%*	*53.48%*	*53.00%*	*52.02%*	*57.65%*	*54.48%*	*55.00%*	*55.73%*
体外诊断-其他（亿元）	1.68	0.99	1.5	1.86	2.33	2.58	2.69	2.77	2.90
细分业务占比	*6.95%*	*3.42%*	*4.01%*	*4.01%*	*4.01%*	*4.09%*	*3.30%*	*3.10%*	*2.70%*
增速		*-41.07%*	*51.52%*	*23.67%*	*25.68%*	*10.73%*	*4.12%*	*3.10%*	*4.52%*
成本（亿元）	0.60	0.44	0.79	1.04	1.38	1.46	1.56	1.61	1.68
毛利（亿元）	1.08	0.55	0.71	0.82	0.96	1.12	1.13	1.16	1.22
毛利率	*64.13%*	*55.54%*	*47.05%*	*44.08%*	*41.00%*	*43.40%*	*42.00%*	*42.00%*	*42.00%*
医学影像类产品	**2015A**	**2016A**	**2017A**	**2018A**	**2019A**	**2020E**	**2021E**	**2022E**	**2023E**
收入（亿元）	**22.31**	**23.54**	**29.35**	**35.97**	**40.39**	**42.42**	**54.63**	**64.97**	**77.96**
占比	***28%***	***26%***	***26%***	***26%***	***24%***	***20.5%***	***22%***	***21.8%***	***21.8%***
增速		***6%***	***25%***	***23%***	***12%***	***5%***	***29%***	***19%***	***20%***
毛利（亿元）	**14.56**	**16.13**	**20.68**	**25.54**	**27.63**	**29.61**	**37.37**	**44.97**	**54.49**
毛利率	***65.27%***	***68.54%***	***70.46%***	***71.00%***	***68.42%***	***69.79%***	***68.40%***	***69.22%***	***69.90%***
彩超（亿元）	14.5	16.5	21.23	28.78	36.27	34.36	43.17	51.97	62.37
细分业务占比	*64.99%*	*70.09%*	*72.33%*	*80.00%*	*89.80%*	*81.00%*	*80.00%*	*80.00%*	*80.00%*
增速		*13.79%*	*28.67%*	*35.54%*	*26.04%*	*-5.26%*	*27.19%*	*18.91%*	*20.00%*
销量（台）	12,016	13,645	17,496	23,631	29,682	28,023	35,519	42,087	50,328

销量增长		*13.56%*	*28.22%*	*35.07%*	*25.60%*	*-5.59%*	*26.75%*	*18.49%*	*19.58%*
单价（元）	120,671	120,921	121,345	121,770	122,197	122,626	123,056	123,487	123,920
价格增长		*0.21%*	*0.35%*	*0.35%*	*0.35%*	*0.35%*	*0.35%*	*0.35%*	*0.35%*
成本（亿元）	4.38	4.47	5.20	7.42	10.74	9.18	12.24	14.03	16.48
毛利（亿元）	10.12	12.03	16.03	21.35	25.53	25.19	31.47	37.94	45.89
毛利率	*69.77%*	*72.92%*	*75.49%*	*74.20%*	*70.40%*	*73.30%*	*72.00%*	*73.00%*	*73.58%*
医学影像-其他（亿元）	7.81	7.04	8.12	7.19	4.12	8.06	10.93	12.99	15.59
细分业务占比	*35.01%*	*29.91%*	*27.67%*	*20.00%*	*10.20%*	*19.00%*	*20.00%*	*20.00%*	*20.00%*
增速		*-9.86%*	*15.34%*	*-11.40%*	*-42.73%*	*95.66%*	*35.56%*	*18.91%*	*20.00%*
成本（亿元）	3.37	2.94	3.47	3.01	2.02	3.64	5.03	5.96	6.99
毛利（亿元）	4.45	4.10	4.65	4.19	2.10	4.42	5.90	7.03	8.60
毛利率	*56.94%*	*58.26%*	*57.32%*	*58.20%*	*51.00%*	*54.80%*	*54.00%*	*54.12%*	*55.18%*
其他主营业务	**2015A**	**2016A**	**2017A**	**2018A**	**2019A**	**2020E**	**2021E**	**2022E**	**2023E**
收入（亿元）	**1.88**	**2.12**	**2.20**	**2.63**	**3.25**	**1.03**	**2.48**	**2.98**	**3.58**
占比	***2%***	***2%***	***2%***	***2%***	***2%***	***0.5%***	***1%***	***1%***	***1%***
增速		***13%***	***4%***	***20%***	***24%***	***-68%***	***140%***	***20%***	***20%***
成本（亿元）	**0.87**	**0.88**	**0.72**	**0.88**	**1.06**	**0.33**	**0.82**	**1.01**	**1.15**
毛利（亿元）	**1.01**	**1.24**	**1.48**	**1.75**	**2.19**	**0.71**	**1.66**	**1.97**	**2.43**
毛利率	***53.53%***	***58.42%***	***67.46%***	***66.35%***	***67.48%***	***68.48%***	***67.00%***	***66.18%***	***67.98%***
其他业务	**2015A**	**2016A**	**2017A**	**2018A**	**2019A**	**2020E**	**2021E**	**2022E**	**2023E**
收入（亿元）	**0.02**	**0.09**	**0.42**	**0.43**	**0.36**	**0.41**	**0.50**	**0.60**	**0.72**
占比	***0.02%***	***0.10%***	***0.38%***	***0.31%***	***0.22%***	***0.20%***	***0.20%***	***0.20%***	***0.20%***
增速		***350%***	***367%***	***2%***	***-16%***	***15%***	***20%***	***20%***	***20%***
成本（亿元）	**0.01**	**0.03**	**0.17**	**0.14**	**0.11**	**0.12**	**0.16**	**0.19**	**0.21**
毛利（亿元）	**0.01**	**0.06**	**0.25**	**0.29**	**0.25**	**0.29**	**0.34**	**0.40**	**0.50**
毛利率	***33.68%***	***68.79%***	***59.28%***	***66.93%***	***69.81%***	***70.81%***	***68.00%***	***67.81%***	***69.95%***

资料来源：迈瑞医疗官网，华安证券研究所

图表 53 基于地区数据展示

营业总收入（亿元）	**80.13**	**90.32**	**111.74**	**137.53**	**165.56**	**206.95**	**248.34**	**298.01**	**357.61**
中国大陆	**2015A**	**2016A**	**2017A**	**2018A**	**2019A**	**2020E**	**2021E**	**2022E**	**2023E**
收入（亿元）	37.09	45.16	60.31	77.97	95.34	105.54	131.62	149.00	171.65
yoy		*22%*	*34%*	*29%*	*22%*	*11%*	*25%*	*13%*	*15%*
占比	*46%*	*50%*	*54%*	*57%*	*58%*	*51%*	*53%*	*50%*	*48%*
生命支持					*45%*	*40%*	*50%*	*50%*	*50%*
体外诊断					*75%*	*70%*	*69%*	*68%*	*68%*
影像设备					*50%*	*50%*	*50%*	*50%*	*50%*
国外	**2015A**	**2016A**	**2017A**	**2018A**	**2019A**	**2020E**	**2021E**	**2022E**	**2023E**
收入（亿元）	26.71	28.17	30.94	59.56	70.22	101.41	116.72	149.00	185.96
yoy		*5%*	*10%*	*93%*	*18%*	*44%*	*15%*	*28%*	*25%*

占比	*33%*	*31%*	*28%*	*43%*	*42%*	*49%*	*47%*	*50%*	*52%*
生命支持					*55%*	*60%*	*50%*	*50%*	*50%*
体外诊断					*25%*	*30%*	*31%*	*32%*	*32%*
影像设备					*50%*	*50%*	*50%*	*50%*	*50%*
北美（亿元）	12.64	13.95	14.56	14.86	16.39	17.59	22.35	26.82	32.18
yoy		*10%*	*4%*	*2%*	*10%*	*7%*	*27%*	*20%*	*20%*
占比	15.8%	15.4%	13.0%	10.8%	9.9%	8.5%	9%	9%	9%
亚太（亿元）				11.39	14.50	16.14	19.37	23.24	27.89
yoy					*27%*	*11%*	*20%*	*20%*	*20%*
占比				8.3%	8.8%	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%
欧洲（亿元）	8.15	8.52	9.87	12.06	13.61	26.49	32.28	38.74	46.49
yoy		*5%*	*16%*	*22%*	*13%*	*95%*	*22%*	*20%*	*20%*
占比	10.2%	9.4%	8.8%	8.8%	8.2%	12.8%	13%	13%	13%
拉美（亿元）	5.92	5.7	6.51	8.26	10.51	15.73	22.35	26.82	32.18
yoy		*-4%*	*14%*	*27%*	*27%*	*50%*	*42%*	*20%*	*20%*
占比	7.4%	6.3%	5.8%	6.0%	6.3%	7.6%	9%	9%	9%
其他地区（亿元）					15.21	25.45	20.36	33.38	47.20
yoy						*67%*	*-20%*	*64%*	*41%*
占比					9.19%	12.30%	8.20%	11.20%	13.20%

资料来源：Wind，公司公告，华安证券研究所

6.2 可比公司估值

迈瑞医疗作为国内医疗器械龙头企业，业务上进行全产业链布局，创新产品持续推出。从可比公司来看，迈瑞医疗营业总收入（TTM）及归母净利润（TTM）均是选定可比公司对应财务指标平均值的近 10 倍。从 PE（TTM）上看，市场对迈瑞医疗估值与可比公司均值接近，不存在过高的公司溢价。

图表 54 上市医疗器械可比公司估值对照表

证券代码	证券简称	营业总收入（TTM）亿元	归母净利润（TTM）亿元	市值（亿元）	PE（TTM）	PS（TTM）
300633.SZ	开立医疗	11.76	0.65	91.79	141.52	7.80
002223.SZ	鱼跃医疗	59.28	15.50	283.80	18.31	4.79
600055.SH	万东医疗	10.82	2.26	60.30	26.70	5.57
603658.SH	安图生物	28.33	7.51	651.21	86.76	22.99
300832.SZ	新产业	20.65	9.11	598.73	65.75	28.99
300463.SZ	迈克生物	34.05	6.77	247.97	36.62	7.28
	可比公司平均值	27.48	6.97	322.30	62.61	12.90
300760.SZ	迈瑞医疗	202.40	63.73	4146.72	65.07	20.49

资料来源：Wind，公司公告，华安证券研究所

预计 2020-2022 年公司营业总收入为 206.95 亿元、248.34 亿元、298.01 亿元，同比增长 25%、20%、20%。对应归母净利润为 68.45 亿、79.33 亿、95.75 亿，同比增长 46.23%、15.89%、20.70%。EPS 为 5.63 元、6.53 元、7.88 元，对应当前股价 PE 分别为 61 倍、52 倍、43 倍。

公司是我国医疗器械龙头企业，综合公司经营情况及盈利能力，给予公司“买入（首次）”评级。

风险提示

市场环境风险；产品研发不及预期风险。

财务报表与盈利预测

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	18724	26557	35776	46674
现金	14273	20075	29036	38648
应收账款	1668	2085	2502	3002
其他应收款	245	306	367	441
预付账款	137	164	204	242
存货	2265	3760	3503	4158
其他流动资产	137	167	165	184
非流动资产	6910	7327	7397	7425
长期投资	5	5	5	5
固定资产	2684	2709	3209	3244
无形资产	953	756	739	685
其他非流动资产	3267	3857	3443	3491
资产总计	25634	33884	43172	54099
流动负债	5043	6446	7800	9150
短期借款	0	0	0	0
应付账款	1242	1438	1812	2136
其他流动负债	3801	5009	5988	7015
非流动负债	1974	1974	1974	1974
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	1974	1974	1974	1974
负债合计	7017	8421	9775	11125
少数股东权益	24	25	27	29
股本	1216	1216	1216	1216
资本公积	8171	8171	8171	8171
留存收益	9206	16051	23984	33559
归属母公司股东权	18593	25438	33371	42946
负债和股东权益	25634	33884	43172	54099

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	4722	6627	9259	9905
净利润	4681	6845	7933	9575
折旧摊销	405	329	191	218
财务费用	-7	0	0	0
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-479	-627	1096	63
其他经营现金流	5282	7553	6875	9561
投资活动现金流	-778	-825	-297	-294
资本支出	-773	-825	-297	-294
长期投资	-5	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0
筹资活动现金流	-1242	0	0	0
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-1242	0	0	0
现金净增加额	2726	5802	8961	9612

利润表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	16556	20695	24834	29801
营业成本	5755	6862	8523	10117
营业税金及附加	212	265	318	382
销售费用	3606	3643	4372	5246
管理费用	765	896	1075	1291
财务费用	-408	0	0	0
资产减值损失	-157	-77	-35	-44
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	5379	7467	8679	10471
营业外收入	39	0	0	0
营业外支出	50	0	0	0
利润总额	5368	7467	8679	10471
所得税	683	621	745	894
净利润	4685	6846	7934	9577
少数股东损益	4	1	2	2
归属母公司净利润	4681	6845	7933	9575
EBITDA	5158	7617	8649	10478
EPS（元）	3.85	5.63	6.53	7.88

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	20.4%	25.0%	20.0%	20.0%
营业利润	25.7%	38.8%	16.2%	20.6%
归属于母公司净利	25.8%	46.2%	15.9%	20.7%
获利能力				
毛利率（%）	65.2%	66.8%	65.7%	66.1%
净利率（%）	28.3%	33.1%	31.9%	32.1%
ROE（%）	25.2%	26.9%	23.8%	22.3%
ROIC（%）	22.3%	26.2%	23.2%	21.8%
偿债能力				
资产负债率（%）	27.4%	24.9%	22.6%	20.6%
净负债比率（%）	37.7%	33.1%	29.3%	25.9%
流动比率	3.71	4.12	4.59	5.10
速动比率	3.24	3.51	4.11	4.62
营运能力				
总资产周转率	0.65	0.61	0.58	0.55
应收账款周转率	9.93	9.93	9.93	9.93
应付账款周转率	4.63	4.77	4.70	4.74
每股指标（元）				
每股收益	3.85	5.63	6.53	7.88
每股经营现金流	3.88	5.45	7.62	8.15
每股净资产	15.29	20.92	27.45	35.33
估值比率				
P/E	47.24	60.14	51.89	42.99
P/B	11.89	16.18	12.34	9.59
EV/EBITDA	40.11	51.41	44.24	35.60

资料来源：公司公告，华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或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、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。