

# 迈瑞医疗 (300760.SZ)

## 磨砺创新铸辉煌，迈步全球谱华章

**三十余年历练铸就国产器械龙头，海内外双驱迈向国际一流行列。**三十载创新发展铸就国内医械龙头，纵向迭代三大核心产线构筑经营基本盘，横向拓展心血管、微创外科、动物医疗等种子业务培育未来增长势能。公司产品已覆盖中国近 11 万家医疗机构和 99%以上的三甲医院，随着医疗新基建、医疗设备更新等利好政策持续推进，产线齐全的国产龙头有望维持高速增长。公司坚持海内外双轮驱动，2023 年实现海外收入 135 亿元，海外收入占比达 39%。公司已建立起全球化的研发、营销及服务网络，在全球 40 个国家/地区设有 62 家境外子公司，并设有全球十二大研发中心，产品远销 190 多个国家及地区。强大的产品实力与广泛的渠道布局奠定了海外高端突破的底气，全球化布局有望引领海外市场加速突破。

**三大核心板块纵深更迭，筑牢长期发展根基。**三大板块纵向更迭构筑长期成长基石，自主研发创新练就强劲产品力。**1) 生命信息与支持：**公司的传统优势业务，监护仪、除颤仪、麻醉机、呼吸机、灯床塔等产品国内市占率第一。随着新基建释放百亿市场增量，产线有望实现稳定增长。**2) 体外诊断：**千亿体外诊断市场空间广阔，公司产线布局齐全，各项细分领域均有突破。化学发光产线丰富，高端仪器 CL-8000i 持续放量，助力公司突破海内外高端客户群。生化高端仪器性能比肩海外，积极拥抱集采实现生化试剂市占率弯道超车。血液诊断仪器齐全，凝血分析仪持续迭代性能追赶海外，血球市占率超越进口跃居国内第一。**3) 医学影像：**公司产线聚焦超声领域，国产超声设备主要集中于中低端，高端领域仍有较大国产替代空间。公司中高端 I 系列与高端 R 系列持续放量，2023 年推出超高端产品 A20，收入结构优化有望带动盈利能力持续上行。

**内生外延培育新兴业务，进军心血管耗材剑指未来全球医械 Top 10。**外延并购是公司发展壮大的基因，2021 年并购海肽生物，解决 IVD 原料卡脖子问题；2023 年收购德赛诊断，导入并完善海外体外诊断业务供应链平台。2024 年公司通过收购惠泰医疗切入心血管耗材领域，为双方带来产品研发创新和全球营销能力的提升。耗材类产品临床使用量的长期趋势向好，通过押注耗材领域公司未来有望迈向全球医械 Top 10 行列。公司积极培育微创外科、动物医疗、AED、骨科等种子业务，多元化布局大幅提升可及市场空间，多核驱动提供强劲增长势能。

**盈利预测及投资评级：**我们预计 2024-2026 年公司营收分别为 421.25、507.55、610.48 亿元，分别同比增长 20.6%、20.5%、20.3%；归母净利润分别为 140.20、169.33、205.91 亿元，分别同比增长 21.0%、20.8%、21.6%，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**行业政策风险；市场推广不及预期风险；国际贸易摩擦风险；数据滞后风险。



### 作者

分析师 张金洋  
执业证书编号：S0680519010001  
邮箱：zhangjy@gszq.com

分析师 杨芳  
执业证书编号：S0680522030002  
邮箱：yangfang@gszq.com

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	30,366	34,932	42,125	50,755	61,048
增长率 yoy (%)	20.2	15.0	20.6	20.5	20.3
归母净利润 (百万元)	9,607	11,582	14,020	16,933	20,591
增长率 yoy (%)	20.1	20.6	21.0	20.8	21.6
EPS 最新摊薄 (元/股)	7.92	9.55	11.56	13.97	16.98
净资产收益率 (%)	30.0	34.7	30.8	28.8	27.2
P/E (倍)	33.8	28.0	23.2	19.2	15.8
P/B (倍)	10.2	9.8	7.2	5.5	4.3

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2024 年 7 月 26 日收盘价



请仔细阅读本报告末页声明

**财务报表和主要财务比率**

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	30606	26875	39308	52554	69828	<b>营业收入</b>	30366	34932	42125	50755	61048
现金	23186	18787	28858	40844	55046	营业成本	10885	11821	14130	16977	20390
应收票据及应收账款	2661	3297	3888	4769	5643	营业税金及附加	348	366	458	558	669
其他应收款	149	195	220	280	321	营业费用	4802	5703	6824	8222	9890
预付账款	289	268	404	405	568	管理费用	1320	1524	1832	2208	2656
存货	4025	3979	5589	5906	7900	研发费用	2923	3433	4044	4872	5861
其他流动资产	296	350	350	350	350	财务费用	-451	-855	-415	-625	-1073
<b>非流动资产</b>	16139	21065	21935	22932	24094	资产减值损失	-71	-530	0	0	0
长期投资	61	67	68	69	69	其他收益	580	831	569	606	632
固定资产	4261	5490	6626	7797	9055	公允价值变动收益	-21	79	14	16	20
无形资产	2274	2567	2490	2413	2313	投资净收益	-5	-10	-5	-5	-6
其他非流动资产	9544	12941	12751	12653	12658	资产处置收益	6	2	3	4	4
<b>资产总计</b>	46745	47940	61243	75486	93922	<b>营业利润</b>	10991	13070	15832	19165	23306
<b>流动负债</b>	11770	10103	11202	12147	13779	营业外收入	35	56	42	39	43
短期借款	0	8	8	8	8	营业外支出	72	115	76	81	83
应付票据及应付账款	2291	2690	3264	3890	4702	<b>利润总额</b>	10954	13011	15799	19123	23266
其他流动负债	9479	7404	7930	8250	9069	所得税	1343	1433	1776	2187	2673
<b>非流动负债</b>	2976	4491	4491	4491	4491	<b>净利润</b>	9611	11578	14022	16936	20593
长期借款	0	1	1	1	1	少数股东损益	4	-4	2	2	2
其他非流动负债	2976	4490	4490	4490	4490	<b>归属母公司净利润</b>	9607	11582	14020	16933	20591
<b>负债合计</b>	14746	14594	15693	16638	18270	EBITDA	11063	13373	16027	19219	23190
少数股东权益	18	261	263	265	267	EPS(元/股)	7.92	9.55	11.56	13.97	16.98
股本	1212	1212	1212	1212	1212						
资本公积	7509	7091	7091	7091	7091						
留存收益	24369	25288	33413	43122	55049						
归属母公司股东权益	31981	33085	45287	58583	75385						
<b>负债和股东权益</b>	46745	47940	61243	75486	93922						
<b>现金流量表(百万元)</b>											
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E						
<b>经营活动现金流</b>	12141	11062	13379	17121	19424						
净利润	9611	11578	14022	16936	20593						
折旧摊销	805	925	942	1141	1362						
财务费用	-451	-855	-415	-625	-1073						
投资损失	5	10	5	5	6						
营运资金变动	1524	-1652	-1158	-314	-1441						
其他经营现金流	647	1055	-16	-20	-23						
<b>投资活动现金流</b>	-3220	-693	-1800	-2123	-2507						
资本支出	1916	2689	869	996	1162						
长期投资	-37	-1312	-1	-1	0						
其他投资现金流	-1341	684	-933	-1128	-1345						
<b>筹资活动现金流</b>	-5194	-10776	-1508	-3012	-2716						
短期借款	0	8	0	0	0						
长期借款	0	1	0	0	0						
普通股增加	-3	0	0	0	0						
资本公积增加	-644	-418	0	0	0						
其他筹资现金流	-4547	-10367	-1508	-3012	-2716						
<b>现金净增加额</b>	3841	-305	10071	11986	14201						

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2024年7月26日收盘价

## 内容目录

1. 创新铸就国产医械龙头，多元化布局迈入世界一流行列 .....	8
1.1 三大产线筑牢发展根基，内生外延展开成长新篇章 .....	8
1.2 股权结构集中，核心团队稳定 .....	11
1.3 三大板块筑牢基本盘，海外发展赋能新增长 .....	12
2. 政策东风引航，龙头紧抓机遇，持续巩固护城河 .....	16
2.1 医疗资源总量和结构性问题突出，医疗新基建加码前行补短板 .....	16
2.2 政策推进医疗服务体系建设，资金渠道丰富保障医疗新基建进程 .....	17
2.2.1 聚焦公立医院高质量发展+县医院提标扩能，医疗新基建蓬勃发展 .....	17
2.2.2 中央补助+医疗专项债为主要资金来源，有力推进医疗新基建进程 .....	19
2.3 新基建项目或于2024年迎来竣工潮，国产设备龙头迎来加速发展 .....	20
2.4 医疗设备更新加速落地，国产龙头有望充分受益 .....	21
3. 生命信息与支持：迈向全球的行业典范，龙头地位稳固 .....	25
3.1 监护仪：拳头产品，历代更迭终成世界Top3 .....	26
3.2 除颤仪：政策鼓励AED普及，除颤仪业务乘风而起 .....	28
3.3 麻醉机：低端到高端全面布局，海内外高端市场持续突破 .....	33
3.4 呼吸机：海外市场加速突破，TV系列打开成长新空间 .....	35
3.5 灯床塔：公司产品线完善，市占率位居国内第一 .....	36
4. 体外诊断：高速增长引擎，内生外拓筑牢竞争优势 .....	39
4.1 体外诊断千亿市场，细分领域各放异彩 .....	40
4.2 并购推动业务拓展，集采促进国产替代 .....	42
4.3 免疫诊断：罗雅贝西占据主导，借力集采+并购提升海内外市占率 .....	45
4.4 生化诊断：国产化率高且竞争激烈，公司占据国产第一份额 .....	49
4.5 血液诊断：血球市场迈瑞市占率第一，血凝领域国际三巨头优势持续 .....	51
5. 医学影像：超声规模占比最大，产品持续求解高端化 .....	55
5.1 医学影像蓬勃发展，迈瑞聚焦超声领域 .....	55
5.2 超声：市占率稳居第一，发力高端化谋求新增长 .....	58
5.2.1 中低端超声市场国产替代较为充分，高端市场仍待突破 .....	59
5.2.2 高端超声持续突破，客户层级不断提升 .....	60
5.2.3 积极布局超声新领域，抢占市场增量空间 .....	63
5.3 DR：DR市场稳定增长，迈瑞份额仍有提升空间 .....	64
6. 外延内生布局新兴领域，打开成长天花板 .....	67
6.1 美敦力复盘：并购+多元化是成为医疗器械龙头的必由之路 .....	67
6.2 收购惠泰医疗，切入心血管耗材领域 .....	68
6.2.1 电生理市场高速增长，国产替代正值窗口期 .....	69
6.2.2 血管介入市场前景广阔，惠泰血管介入平台成熟完备 .....	70
6.3 微创外科：聚焦硬镜，国产替代方兴未艾 .....	72
6.4 动物医疗：前景广阔，基于三大传统业务全面布局产线 .....	75
6.5 骨科：集采加速国产替代，持续创新是大势所趋 .....	77
盈利预测与估值 .....	80
盈利预测与关键假设 .....	80
可比公司估值与投资评级 .....	81
风险提示 .....	83

## 图表目录

图表 1：迈瑞医疗产品线一览 .....	8
图表 2：迈瑞医疗历史沿革 .....	10
图表 3：迈瑞医疗分板块业务收入（亿元） .....	10

图表 4: 公司股权结构图 (截至 2024 年 3 月 31 日) .....	11
图表 5: 公司核心高管履历简介 .....	11
图表 6: 2006-2024Q1 公司营业收入及同比增速 .....	12
图表 7: 2006-2024Q1 公司归母净利润及同比增速 .....	12
图表 8: 2014-2024Q1 公司毛利率及净利率 .....	13
图表 9: 2014-2024Q1 公司期间费用率 .....	13
图表 10: 2014-2023 年公司各板块营收占比 .....	14
图表 11: 2014-2023 年公司三大业务毛利率 .....	14
图表 12: 公司全球子公司分布 (截至 2023 年底) .....	14
图表 13: 公司研发中心和子公司全球分布 .....	15
图表 14: 2014-2023 公司分区域收入 (亿元) .....	15
图表 15: 2022 年世界各国卫生支出占 GDP 百分比 .....	16
图表 16: 2022 年世界各国人均病床数 .....	16
图表 17: 全国各地区医疗卫生机构数 (2021 年) .....	16
图表 18: 中国内地百强医院分布 (2022 年) .....	16
图表 19: 一、二、三级医院数量和诊疗量对比 (2022 年) .....	17
图表 20: 一、二、三级医院诊疗人次占比 (2022 年) .....	17
图表 21: 新基建政策文件发布大事记 .....	18
图表 22: 公立医院高质量发展工程和县医院提标扩能项目主要政策内容梳理 .....	18
图表 23: 与 2022 年对比, 2024 年《加强重症医学医疗服务能力建设》对医院改造提出了更高的要求 .....	19
图表 24: 2020-2024 年中央补助资金规模和增速 .....	19
图表 25: 2023 年医疗服务与保障能力提升补助资金明细表 .....	20
图表 26: 医院建设流程图 .....	21
图表 27: 2019-2022 年拟在建工程完工量和增速 .....	21
图表 28: 华康医疗医疗净化系统营业收入和增速 .....	21
图表 29: 推动大规模设备更新时间线梳理 .....	22
图表 30: 各地出台的设备更新方案及医疗相关内容 .....	22
图表 31: 广西医疗设备更新可行性研究报告设备采购情况 .....	24
图表 32: 广西医疗设备更新可行性研究报告项目进度 .....	24
图表 33: 公司生命信息与支持业务主要产品 .....	25
图表 34: 公司生命信息与支持板块营收及毛利率 .....	26
图表 35: 2022 年主要监护设备市场占比 (亿元, %) 及产品功能范围 .....	26
图表 36: 2022-2032E 全球监护仪市场规模 (亿美元) .....	27
图表 37: 2019-2025E 中国监护仪市场规模 (亿元) .....	27
图表 38: 2022 年中国监护仪竞争格局 (销售额) .....	27
图表 39: 2022 年中国监护仪竞争格局 (中标量) .....	27
图表 40: 迈瑞医疗监护仪产品发展历程 .....	28
图表 41: 公司监护仪销量 .....	28
图表 42: 2023 年 1-10 月监护仪品牌型号排行 (Top10) .....	28
图表 43: 除颤仪类型 .....	29
图表 44: 2022-2032 年全球除颤仪市场规模 (亿美元) .....	29
图表 45: 2019-2025E 中国院内除颤仪市场规模 (亿元) .....	29
图表 46: AED 相关政策梳理 .....	30
图表 47: 中国 AED 配置水平与发达国家差距过大 .....	31
图表 48: 2019-2025E 中国 AED 市场规模 (亿元) .....	31
图表 49: 2022 年中国 AED 竞争格局 (按销售额) .....	31
图表 50: 公司除颤仪产品介绍 .....	32
图表 51: 迈瑞 AED 自动化产线优势一览 .....	32
图表 52: 2015-2023 年公司除颤仪销量 .....	32

图表 53: 2019-2025E 中国麻醉机市场规模 (亿元) .....	33
图表 54: 2022 年中国麻醉机竞争格局 .....	33
图表 55: 公司麻醉机系列产品 .....	33
图表 56: 国内麻醉类产品市场竞争格局 .....	34
图表 57: 2015-2023 年公司麻醉机销量 .....	34
图表 58: 2023 年麻醉机品牌型号排行 (Top10) .....	34
图表 59: 2019-2025E 中国呼吸机市场规模 (亿元) .....	35
图表 60: 公司呼吸机系列产品 .....	35
图表 61: 2022 年中国呼吸机市场竞争格局 .....	36
图表 62: 2023 年呼吸机品牌型号排行 Top10 .....	36
图表 63: 2019-2025E 中国急救转运呼吸机市场规模 (亿元) .....	36
图表 64: 2021 年中国急救转运呼吸机市场份额 .....	36
图表 65: 2014-2022E 国内灯床塔市场规模 .....	37
图表 66: 2023 年中国手术灯市场竞争格局 .....	37
图表 67: 2023 年中国手术床市场竞争格局 .....	37
图表 68: 公司灯床塔系列产品 .....	38
图表 69: 2015-2023 年公司灯床塔销量 (万台) .....	38
图表 70: 体外诊断相关技术发展历程 .....	39
图表 71: 中国体外诊断行业发展历程 .....	40
图表 72: 2018-2023E 全球 IVD 市场规模 (亿美元) .....	40
图表 73: 2016-2022 年中国 IVD 市场规模 (亿元) .....	40
图表 74: IVD 细分市场情况一览 .....	41
图表 75: 2022 年中国 IVD 各细分市场规模及同比增长率 .....	41
图表 76: 2022 年全球体外诊断市场竞争格局 .....	42
图表 77: 2006-2023 年迈瑞医疗 IVD 收入与板块拓展情况 .....	43
图表 78: 2015-2023 年公司体外诊断分析仪销量 .....	43
图表 79: 2015-2023 年公司体外诊断试剂销量 (百万盒) .....	43
图表 80: IVD 集采情况与迈瑞参与结果 .....	44
图表 81: 迈瑞医疗 IVD 海外大客户合作情况 .....	45
图表 82: 免疫诊断技术发展历程 .....	46
图表 83: 2018-2022E 中国免疫诊断市场规模 (亿元) .....	46
图表 84: 2016-2020 年中国化学发光市场规模 (亿元) .....	46
图表 85: 2021 年中国化学发光市场竞争格局 .....	46
图表 86: 迈瑞化学发光仪器参数一览 .....	47
图表 87: 海肽生物检测项目及部分产品 .....	47
图表 88: 2015-2019 年中国 IVD 原料市场规模 (亿元) .....	47
图表 89: 主流厂家化学发光检测项目数对比 (个) .....	48
图表 90: 德赛诊断子公司与分销商网络 .....	48
图表 91: 2017-2023E 中国生化诊断市场规模 (亿元) .....	49
图表 92: 2022 年中国生化诊断市场竞争格局 .....	49
图表 93: 2019-2025E 中国生化分析仪器市场规模 (亿元) .....	49
图表 94: 2023 年中国生化分仪市场竞争格局 .....	49
图表 95: 公司生化分析仪 .....	50
图表 96: 不同厂商生化分析仪参数对比 .....	50
图表 97: 国内外主要品牌生化试剂分类与数量 .....	51
图表 98: 血液诊断分类、应用领域及代表公司 .....	51
图表 99: 全球血液诊断市场规模 (亿美元) .....	51
图表 100: 2017-2027E 中国凝血诊断市场规模及预测 .....	52
图表 101: 2021 年中国凝血诊断市场竞争格局 .....	52

图表 102: 迈瑞凝血诊断产品一览.....	53
图表 103: 中国血细胞分析仪与试剂市场规模 (亿元) .....	53
图表 104: 公司血细胞检测产品线.....	54
图表 105: 2015-2030E 全球医学影像设备市场规模 (亿美元) .....	55
图表 106: 2015-2030E 中国医学影像设备市场规模 (亿元) .....	55
图表 107: 医学影像及治疗设备概况 .....	56
图表 108: 医学影像细分市场概况 .....	56
图表 109: 迈瑞医疗医学影像产品管线 .....	57
图表 110: 2014-2023 年公司医学影像收入及毛利率 .....	58
图表 111: 2015-2023 年公司彩超销量及单价 .....	58
图表 112: 2016-2025E 中国医学超声诊断设备销售量及增速 .....	58
图表 113: 2016-2025E 中国医学超声诊断设备销售额及增速 .....	58
图表 114: 2022 年超声影像设备部分中标品牌市占率 (按销售额) .....	59
图表 115: 2022 年超声影像设备部分中标品牌市占率 (按中标量) .....	59
图表 116: 2016-2020 年中国超声设备市场规模 (亿元) .....	60
图表 117: 2022 年低中高端台式彩超市场份额情况 (销量) .....	60
图表 118: 2022 年低中高端便携式彩超市场份额情况 (销量) .....	60
图表 119: 迈瑞医疗医学影像核心产品性能 .....	61
图表 120: 2020-2022 年全国超声影像设备主要品牌三级医院保有率 .....	61
图表 121: 2020~2022 年全国超声影像设备主要品牌二级医院保有率 .....	61
图表 122: 2018-2023 年迈瑞医疗医学影像领域海外客户扩展情况 .....	62
图表 123: “瑞影云++” 影像云服务平台技术介绍 .....	63
图表 124: 迈瑞医疗超声新品一览图 .....	64
图表 125: 常规 DR 与移动 DR 的对比 .....	64
图表 126: 2017-2026E 中国 DR 销售量 (台) .....	65
图表 127: 2022 年中国 DR 市场竞争格局 .....	65
图表 128: 2022 年中国常规 DR 竞争格局 .....	66
图表 129: 2022 年中国移动 DR 竞争格局 .....	66
图表 130: 美敦力并购历史 .....	68
图表 131: 2004-2023 年美敦力营收及净利润 (亿美元) .....	68
图表 132: 2017-2032E 中国心脏电生理器械市场规模 (亿元) .....	69
图表 133: 2020 年国内电生理医疗器械市场格局 .....	69
图表 134: 2020 年中国心脏电生理器械市场手术量分布格局 .....	69
图表 135: 惠泰医疗电生理产品汇总 .....	70
图表 136: 2022 年心脑血管疾病患者数情况 (万人) .....	71
图表 137: 2015-2022 年中国血管介入器械市场规模 .....	71
图表 138: 2022 年血管介入细分市场规模及占比 (亿元) .....	71
图表 139: 惠泰医疗血管介入产品 .....	72
图表 140: 迈瑞医疗微创外科产品线 .....	73
图表 141: 2015-2019 中国微创外科手术量 (百万台) .....	74
图表 142: 2016-2019 中国微创外科手术器械及配件市场规模 (亿元) .....	74
图表 143: 2015-2019 年全球硬镜市场规模 (亿美元) .....	74
图表 144: 2015-2019 年中国硬镜市场规模 (亿元) .....	74
图表 145: 2019 年中国硬镜市场竞争格局 .....	75
图表 146: 2022 年中国硬镜市场竞争格局 .....	75
图表 147: 2017-2026E 中国宠物医疗市场规模 (亿元) .....	75
图表 148: 中国饲养犬/猫家庭数量 (百万个, 按城市等级分) .....	75
图表 149: 2021 年中美宠物行业对比 .....	76
图表 150: 迈瑞动物医疗产品线 .....	76

图表 151: 2016-2022 年中国骨科植入物市场规模 (亿元) .....	77
图表 152: 骨科三大品类集采推进情况.....	77
图表 153: 2022 年中国骨科植入物细分市场规模与占比 (亿元) .....	78
图表 154: 2022 年骨科植入物细分市场国产化率 .....	78
图表 155: 2022 年中国骨科植入物市场生产企业 Top20 .....	78
图表 156: 迈瑞骨科产品线.....	79
图表 157: 迈瑞在骨科集采中取得优异成绩 .....	79
图表 158: 2018-2026 年公司营收拆分与预测.....	80
图表 159: 2021-2026E 公司期间费用率及预测 .....	81
图表 160: 迈瑞医疗与可比公司估值水平.....	82
图表 161: 迈瑞 PE 在 A 股医疗器械公司中排名 17 位 (剔除 100 亿以下市值的公司) .....	82
图表 162: 迈瑞医疗 PE .....	83
图表 163: 迈瑞医疗 PE-Band .....	83

# 1. 创新铸就国产医械龙头，多元化布局迈入世界一流行列

## 1.1 三大产线筑牢发展根基，内生外延展开成长新篇章

**三大板块筑牢发展根基，内生+并购布局新兴业务，打开成长天花板。** 经过三十余年发展，迈瑞医疗已成国内医疗器械领域的龙头，主营业务涵盖生命信息与支持、体外诊断和医学影像三大领域，拥有国内同行业中最全的产品线，多款产品在国内及全球处于领先地位。国内市场，截至2023年底，公司产品覆盖中国近11万家医疗机构和99%以上的三甲医院，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。国际市场，监护仪、麻醉机、呼吸机、除颤仪、血球、超声市占率进入全球前三。三大业务板块稳健发展的同时，迈瑞也通过内生孵化和外延并购的方式积极培育新兴业务，包含微创外科、动物医疗、骨科等种子业务。根据迈瑞公告，2022年公司在全球医械企业中排名第27位，向着全球前20迈进。2024年迈瑞收购惠泰医疗，切入心血管耗材领域，打开成长天花板，我们认为未来有望迈入全球Top 10行列。

图表1：迈瑞医疗产品线一览

生命信息与支持类产品									
监护仪	呼吸机	麻醉机	除颤仪（AED）	除颤监护仪	注射泵	心电图机	手术灯	手术床	吊塔吊桥
体外诊断类产品									
化学发光免疫分析仪及试剂套餐	生化分析仪及试剂套餐	血液细胞检测仪		凝血检测产品		尿液检测产品		微生物诊断产品	
医学影像类产品									
全身成像	女性健康	临床超声	心血管成像	基础医疗	肝纤设备	数字X射线成像系统（DR）		移动DR	
整体解决方案									
智慧医院全院解决方案	瑞智联生态系统	智检实验室解决方案		瑞影云++		数字一体化手术室系统			
微创外科									
硬镜系统		能量平台		腹腔镜手术器械		一次性手术器械			
骨科									
创伤				脊柱	关节		生物材料		
动物医疗									
生命信息与支持				体外诊断		医学影像			
惠泰医疗									
电生理标测导管	电生理消融导管	房间隔穿刺系统	电生理设备	冠脉通路			外周介入		

资料来源：迈瑞医疗官网，惠泰医疗官网，国盛证券研究所

公司战略发展规划清晰，成立之初主要代理海外品牌的生命信息监护产品，随后通过自主创新向高端转型，公司发展历程可分为以下三个阶段：

**发展初期（1991-2007年）：代理转向自主，三大产线初步形成。**迈瑞成立之初主要代理GE、日立、西门子等品牌的生命信息监护产品。创业初期，公司主要聚焦于三四线下沉市场，通过高性价比产品进入海内外低端市场。1992年公司开启代理+自主双线策略，1993年成功研发出中国第一台多参数监护仪 MEC-509。1998年，公司推出国内第一台准全自动三分类血液细胞分析仪 BC-2000，正式进入IVD领域。2002年，公司发布国内第一台自主研发的全数字黑白超声诊断系统 DP-9900。至此，公司生命信息与支持、IVD以及医学影像三大板块的布局初步成型，并于2006年在美国纽交所上市。

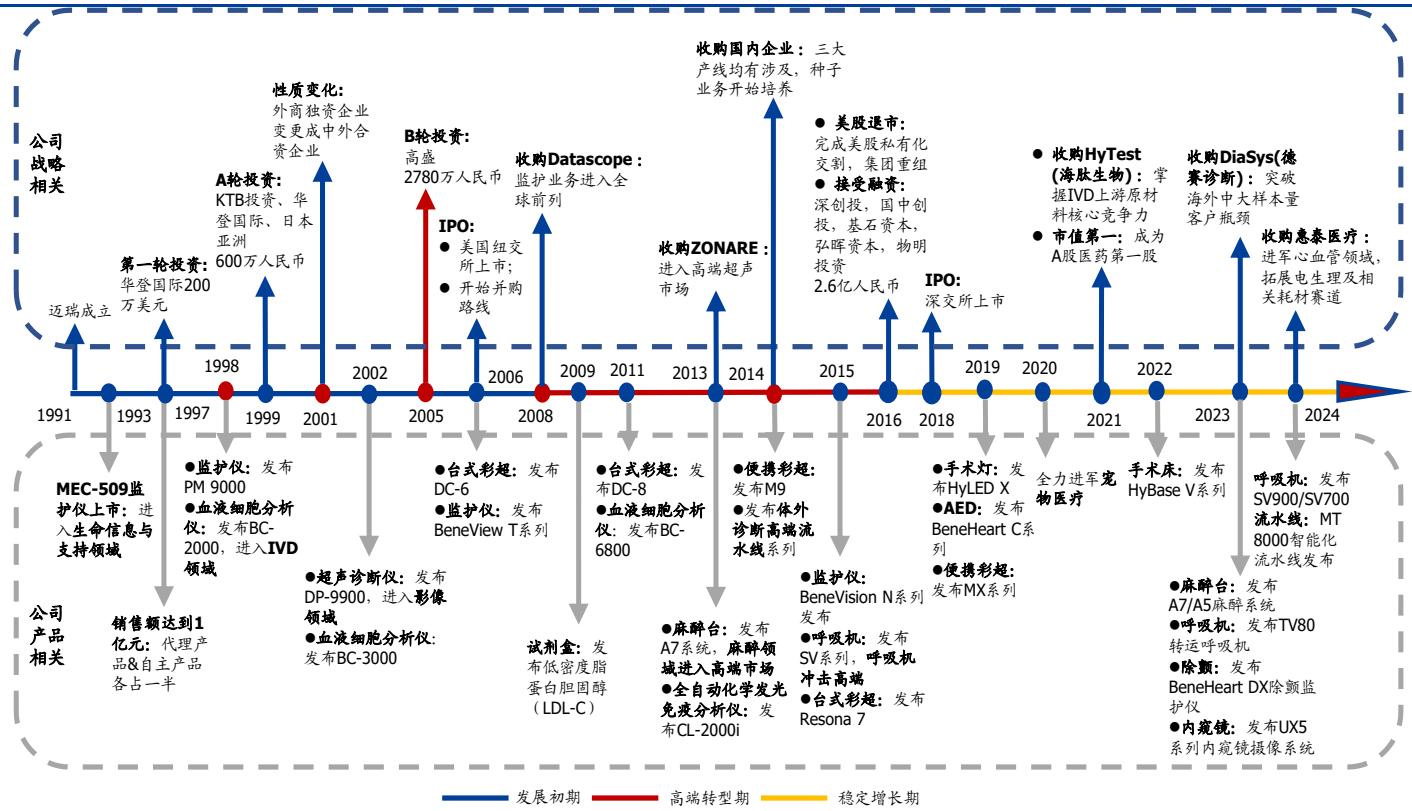
**高端转型期（2008-2015年）：海内外并购实现高端转型。**这一时期迈瑞在海内外进行一系列并购，开拓了研发生产线与销售渠道。2008年，公司收购美国Datascope，进入了欧美市场，成为仅次于飞利浦和GE的全球第三大监护设备厂商。2011-2012年，公司收购深科医疗、惠生科技、格林蓝德、天地人、杭州光典、德骼拜尔等，开拓了IVD/骨科业务。2013年，公司收购美国高端超声诊断系统公司Zonare，并于2015年推出中国第一台自主研发的高端彩超产品Resona7，进军高端医学影像市场。2013年收购澳大利亚Ulco，拓展澳洲市场。通过海内外一系列并购，公司产品实现了从低端向中高端转型，海外业务也取得进一步发展。

**快速发展期（2016-至今）：高端转型见成效，国产替代加速，并购打开成长空间。**2016年，公司以33亿美元的市值完成私有化，从美股退市，2018年于深交所上市。自2016年以来，海内外多重利好因素推动公司加速成长。

- 国内方面，受益于医疗新基建、贴息贷款、设备更新等利好政策，产品需求旺盛带动业绩高增长。2016年国务院在《“十三五”国家科技创新规划》中提出“加快推进数字诊疗装备国产化、高端化、品牌化”，国产替代加速推进，公司凭借高端化的产品迅速打开市场。2020年突发性公共卫生事件后，以公立医院扩容为主导的医疗新基建在全国各地展开，拉动了公司以生命信息与支持产品为代表的各类产品线的增长。此后，2022年开始的贴息贷款，以及2024年开始的设备更新等支持性政策陆续出台，为国内业务稳健发展提供了政策助力。
- 海外方面，应急采购加速海外高端客户的突破，海外品牌影响力实现跨越式提升。2020年全球突发性公共卫生事件影响下，监护仪、呼吸机等产品需求激增，为公司突破海外高端客户提供了机遇。2020年公司通过应急采购拓展了大量的海外高端客户群，在国际市场完成了700多家高端客户的突破，使得品牌推广进程提前了至少5年时间。

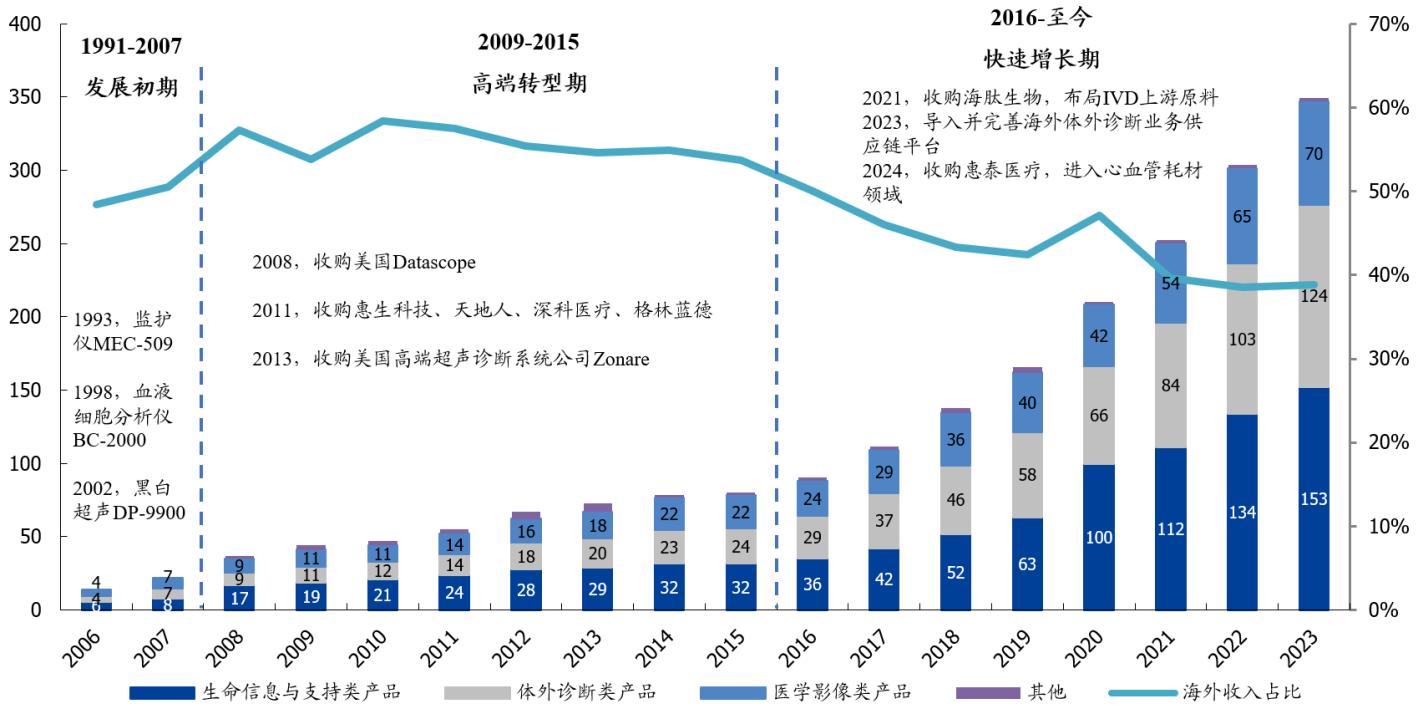
**进军全球医械Top 10（2024-未来）：并购惠泰切入心血管耗材领域，目标迈向全球医械Top 10。**外延并购是公司发展壮大的基因，2021年收购海肽生物，布局IVD上游原料；2023年收购德赛诊断，导入并完善海外体外诊断业务供应链平台，加强海外本地化生产、仓储、物流、服务等能力建设；2024年公司收购惠泰医疗，进军心血管耗材领域。心血管耗材领域空间广阔，产品利润丰厚，惠泰医疗是国内电生理与血管介入的领军企业。通过收购惠泰，双方进行资源互补的产业整合，为双方带来产品研发创新和全球营销能力的提升，高值耗材业务也将成为公司增长的重要引擎，未来公司有望迈向全球医械Top 10行列。

图表2：迈瑞医疗历史沿革



资料来源：公司公告，迈瑞官网，迈瑞医疗公众号，烯牛数据，搜狐财经，体外诊断价值圈，21世纪经济报道，中国证券网，赛柏蓝器械，国盛证券研究所

图表3：迈瑞医疗分板块业务收入（亿元）

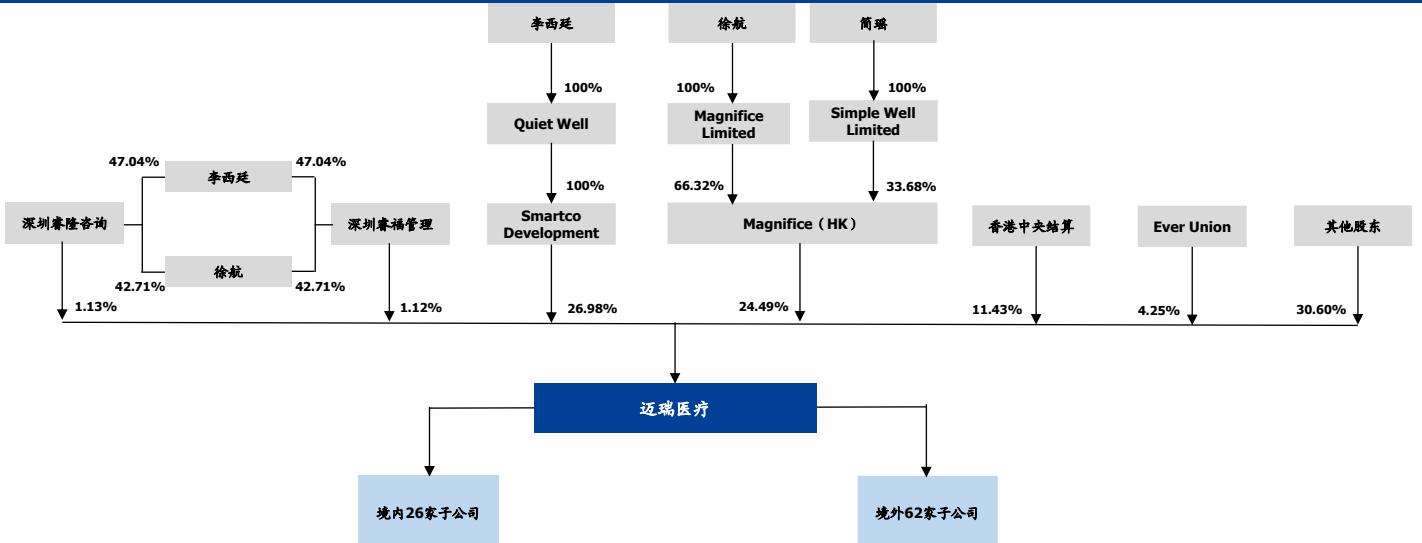


资料来源：Wind，公司公告，公司官网，迈瑞医疗公众号，国盛证券研究所

## 1.2 股权结构集中，核心团队稳定

公司股权结构集中，李西廷与徐航为实际控制人。截至 2024Q1，李西廷通过 Smartco Development 间接持有公司 26.98% 的股份，徐航通过 Magnifice (HK) 间接持有公司 24.49% 的股份。两人还通过深圳睿隆、深圳睿福间接持部分公司股份，合计持有公司 53.49% 的股份，为一致行动人与实际控制人。

图表 4：公司股权结构图（截至 2024 年 3 月 31 日）



资料来源：Wind, 公司公告，国盛证券研究所

核心高管团队阵容强大，深耕器械领域多年，对行业发展具备深刻洞见。公司创始人李西廷、徐航和成明和均具备专业的教育背景与深厚的技术积累，对医疗器械行业拥有深刻的认知。总经理吴昊毕业于北大光华管理学院，在迈瑞工作近三十年，历任大区副经理、国内营销系统销售总监、副总经理、总经理等职位，具备丰富的管理经验。公司高管团队均在公司任职多年，经验丰富、能力出众，三大事业部总经理均在业务线上历练多年，稳定杰出的管理团队将引领公司走向世界一流器械公司行列。

图表 5：公司核心高管履历简介

核心技术人员	职务	学历	履历
李西廷	董事会主席	中国科学技术大学 物理系低温物理专业	1976-1981 年，任职于武汉物理研究所从事物理研究工作； 1981-1984 年，任职于法国科学研究中心担任访问学者； 1984-1987 年，任职于武汉物理研究所从事物理研究工作； 1987-1991 年，任职于深圳安科高技术有限公司； 1991 年主持创办迈瑞电子，1999 年主持创办迈瑞有限； 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
徐航	迈瑞国际 董事会主席	清华大学计算机学士学 位、电机工程系硕士学 位、中欧商学院 EMBA 学位	1987-1991 年，任职于深圳安科高技术有限公司； 1991 年共同发起创办迈瑞电子； 1999 年共同发起创办迈瑞有限； 自 1999 年起，历任迈瑞医疗董事、迈瑞国际董事会主席
吴昊	董事、总经理	北京大学光华管理学院 高级管理人工商管理 硕士	1995-1999 年，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、常务 副总经理，迈瑞国际副总裁、高级副总裁、常务副总经理
成明和	副董事	上海交通大学生物医学 工程专业学士及硕士	1988-1991 年，任职于深圳安科高技术有限公司； 1991-1997 年，于迈瑞电子担任副总裁； 1998-2000 年，于深圳市雷杜仪器有限公司担任副总裁； 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、联席 首席执行官； 2016.3-2020.11，任迈瑞医疗总经理； 2016 年 3 月起，任迈瑞医疗董事
郭艳美	董事、 常务副总经理	西安电子科技大学学士	1986-1996 年，任职于电子部第四十三研究所从事科研工作； 1996-1999 年，任职于迈瑞电子从事技术和管理工作； 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、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、副总经理
李文楣	董事会秘书兼董 事会办公室主任	北京大学社会学系学士	自 2007 年起，历任迈瑞国际投资者关系经理、投资者关系总监、财务管理部总监、 副首席财务官、首席投资官兼战略发展部副总经理、战略发展部总经理等职务

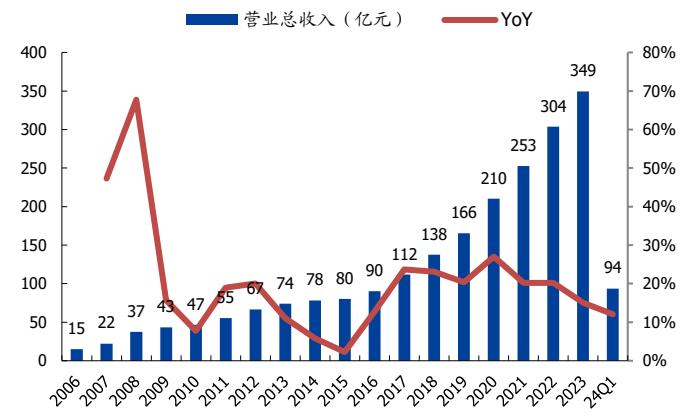
李在文	高级副总经理	重庆工商大学国际市场营销专业、经济学学士	自1999年起，历任迈瑞医疗销售工程师、成都办事处主任、西南地区经理、国内检验销售总监；迈瑞医疗副总裁、高级副总裁、国内营销系统总经理等职务
黄海涛	副总经理	东南大学生物医学工程专业学士	自2002年起，历任迈瑞医疗部门经理、研发总监、高级研发总监、生命信息与支持事业部副总经理等职务
李新胜	副总经理	清华大学生物医学工程博士	自2002年起，历任迈瑞医疗项目经理、部门经理、研发总监、生命信息与支持事业部总经理等职务
何绪金	医学影像事业部总经理	西安交通大学学士，四川工业学院硕士	自1997年起，历任迈瑞医疗硬件开发工程师、部门经理、研发总监、医学影像事业部副总经理、总经理
闫华文	体外诊断事业部总经理	清华大学学士，北京大学硕士	自2002年起，历任迈瑞医疗硬件开发工程师、项目经理、部门经理、研发总监、北京研究院总经理、体外诊断事业部副总经理、总经理
岑建	生命信息与支持事业部总经理	西安交通大学学士，华中科技大学硕士	自2003年起，历任迈瑞医疗硬件开发工程师、部门经理、研发总监、生命信息与支持事业部副总经理、总经理
李朝阳	技术研究院院长	电子科技大学学士	自1996年起，历任迈瑞医疗硬件开发工程师、部门经理、研发总监、北研总经理、体外诊断事业部副总经理、总经理、技术研究院院长

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

### 1.3 三大板块筑牢基本盘，海外发展赋能新增长

**业绩稳健增长，2016-2023年营收CAGR超21%，利润端增速远超收入端。**2008年之前，公司通过性价比战略，国内和国际市场同步发力，实现了业绩的高速增长。2009-2015年，受全球经济危机、美国医改、人民币升值等因素影响，业绩增速有所放缓。2016-2019年，国产替代加速趋势下，公司营收保持高速增长，CAGR为22.38%；同时受益于产品高端化转型顺利、收入扩大带来规模效应显现等因素驱动，利润端增速高于收入端，归母净利润CAGR高达43.02%。2020-2022年，在全球应急设备采购浪潮及国内医疗新基建的推动下，公司业绩维持高速增长。2023年在医疗反腐政策的扰动下，公司实现营业收入349.31亿元（同比增长15.0%），实现归母净利润115.82亿元（同比增长20.56%），利润端增长韧性显著。我们认为：1) 国内：随着医疗反腐趋于常态化，延后的设备招投标预计将有序恢复，此外，2024-2027年推进的设备更新政策也将持续拉动公司产品采购需求；2) 海外：公司持续推进本地化建设，细化营销管理，中高端客户群体突破成效显著，海外市场空间广阔，大有可为。

图表6：2006-2024Q1公司营业收入及同比增速



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表7：2006-2024Q1公司归母净利润及同比增速



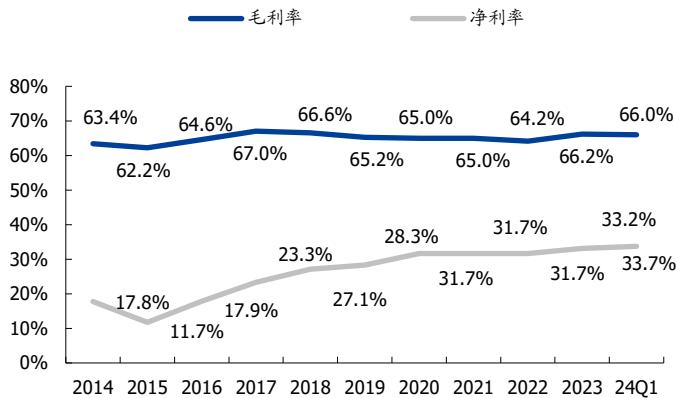
资料来源：Wind，国盛证券研究所

**毛利率稳中有升，规模效应下期间费用率持续改善，驱动净利率逐年攀升。**公司毛利率维持稳中有升的趋势，自2014年的63.4%升至2023年的66.2%。公司盈利质量持续提升，净利率由2014年的17.8%上升至2023年的33.2%，净利率的提升主要受益于销售费用率及管理费用率的改善：

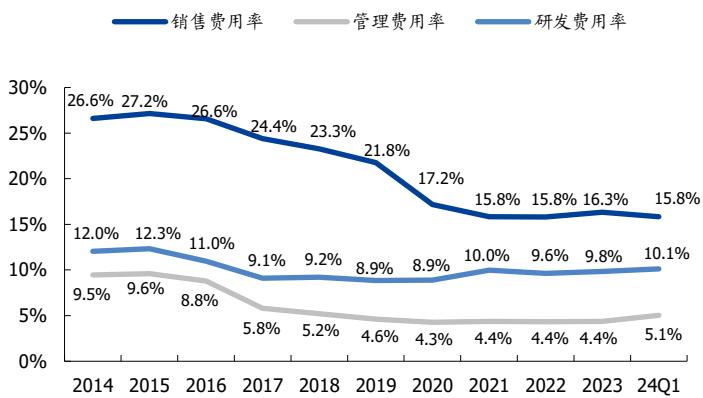
- 销售费用率：自2016年以来，随着收入快速增长，规模效应显现，公司销售费用率持续改善。2020-2021年销售费用率下降较多，主要系线下推广减少，以及新收入准则下，相关运费从销售费用重分类至营业成本所致。2021年后，公司品牌影响力扩大，带动了销售效率的提升，销售费用率维持在16%左右的水平。

- 管理费用率: 2014-2016 年间, 管理费用率维持在较高水平, 主要原因有: ① 2015 年度确认加速股份行权费用, 2016 年度确认股权激励股份支付费用; ② 2015 年 **Masimo Corporation** 案件带来较高诉讼费; ③ 2016 年公司进行资产重组和业务重组带来了咨询及顾问费。2017 年后, 随着营业收入持续增长, 规模效应显现, 同时生产管理体系日趋完善, 管理费用率保持稳中有降的态势, 2017-2023 年间由 5.8% 下降至 4.4%。
- 研发费用率: 公司高度重视研发创新, 研发费用率较为稳定, 2017-2023 年维持在 9%-10% 左右。

图表 8: 2014-2024Q1 公司毛利率及净利率



图表 9: 2014-2024Q1 公司期间费用率



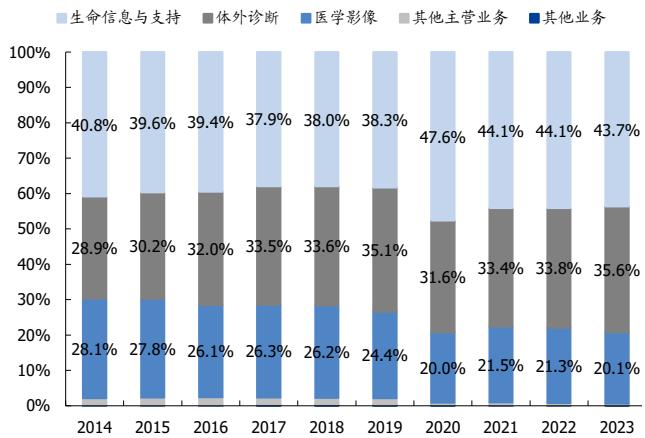
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

生命信息与支持是公司传统优势业务, 受益于应急设备采购与新基建而快速增长。体外诊断是快速增长的重要引擎, 高速机进展+试剂核心原材料突破有望提升毛利率。医学影像业务持续突破高端及超高端机型, 产品结构调整带动毛利率改善。

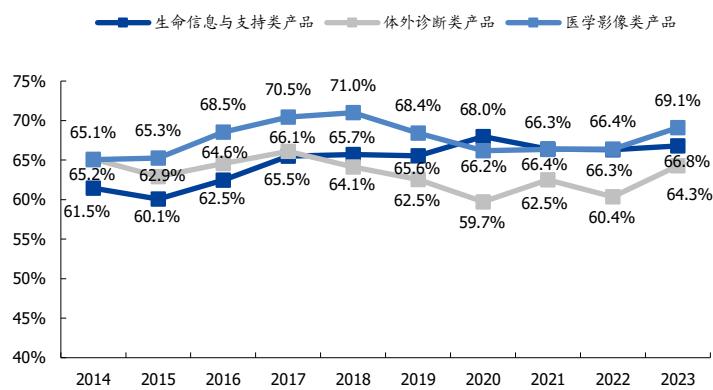
- 生命信息与支持: 2020 年之前增长较为稳健, 收入占比略有下滑, 自 2014 年的 40.8% 下降至 2019 年的 38.3%。2015-2018 年间生命信息与支持业务毛利率持续攀升, 主要系规模效应和成本管理驱动。2020 年全球突发性公共卫生事件增加了应急设备的采购需求, 拉动生命信息与支持业务收入的快速增长, 收入占比提升至 47.6%, 也拉动毛利率快速提升至 68.0%。2021 年以来, 随着医疗新基建的推进及海外高端客户的持续突破, 生命信息与支持业务保持了较好的增长势头, 收入占比维持在 44% 左右, 毛利率也维持在 66% 以上的较高水平。
- 体外诊断: 2014-2020 年间, 体外诊断行业景气度高, 下游客户需求逐年增长, 拉动了体外诊断业务的快速增长, 收入占比也由 2014 年的 28.9% 提升至 2019 年的 35.1%。2020 年突发公共卫生事件对常规设备入院、常规试剂使用造成了影响, 体外诊断业务增长有所放缓, 收入占比下滑至 31.6%。此后, 随着医院常规诊断业务的恢复以及高端仪器顺利进院, 2023 年体外诊断业务收入占比提升至 35.6%。体外诊断业务毛利率较为稳定, 2020 年体外诊断试剂增长放缓对毛利率造成一定影响, 在负面影响逐渐消除、高速机进院取得进展、试剂核心原材料取得突破等利好因素的推动下, 体外诊断业务毛利率有所改善, 2023 年体外诊断业务毛利率达到 64.3%。
- 医学影像: 2018 年之前, 医学影像业务收入占比在 26% 以上。医学影像业务毛利率由 2014 年的 65.1% 提升至 2018 年的 71.0%, 主要原因为: ① 毛利率较高的彩超占比提升; ② 持续整合彩超生产线并优化生产工艺, 降低了单位成本; ③ 收购美国 Zonare 后, 将生产线转移至国内, 大幅降低了高端台式彩超的生产成本。2019 年开始受财政支出紧缩、医保控费、突发公共卫生事件等因素影响, 设备采购有所放缓, 医学影像业务增速有所放缓, 毛利率也有所下降。随着高端产品销售和产品结构调整, 医学影像毛利率自 2020 年以来持续回升, 2023 年增至 69.1%。

图表 10: 2014-2023 年公司各板块营收占比



资料来源：Wind，国盛证券研究所

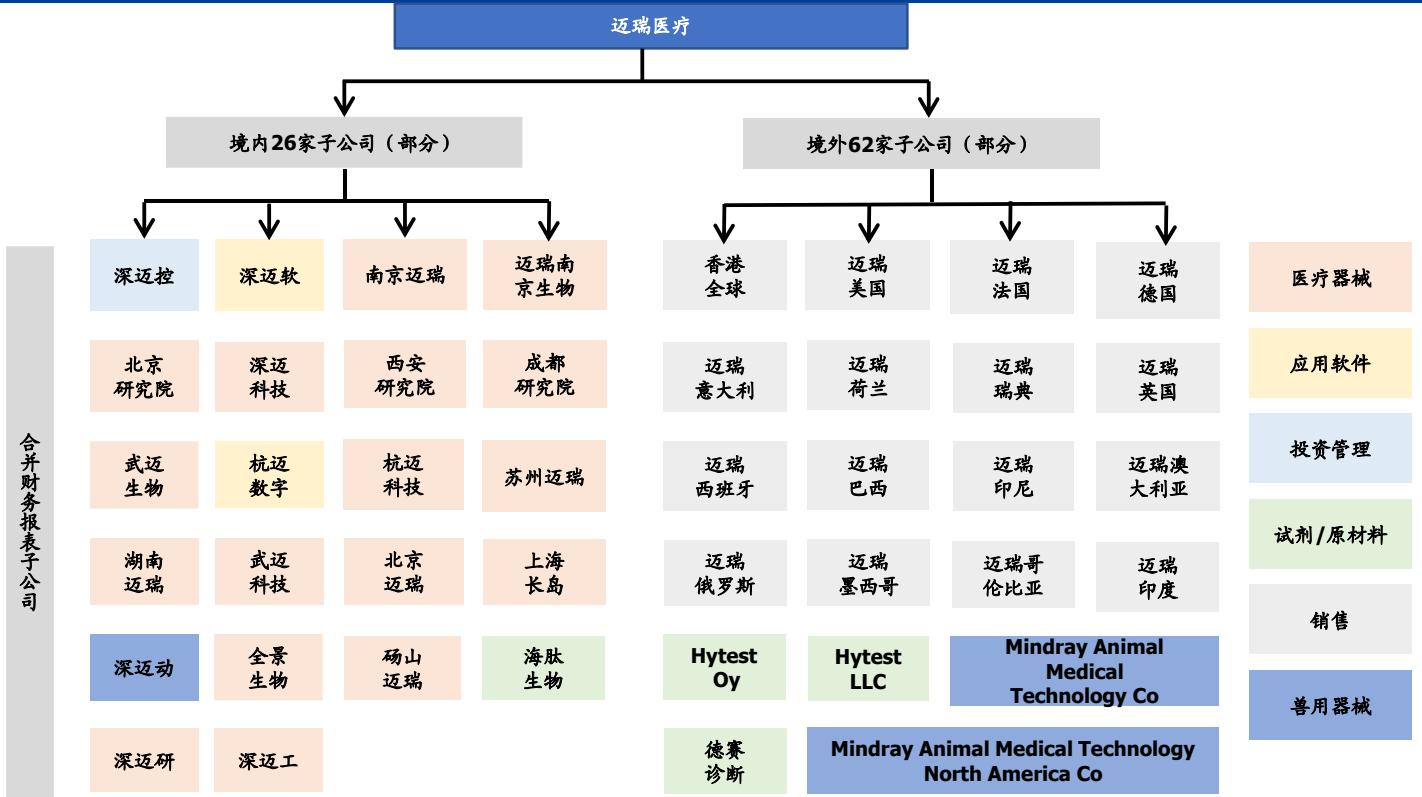
图表 11: 2014-2023 年公司三大业务毛利率



资料来源：Wind，国盛证券研究所

公司已形成全球化的研发、营销及服务网络，引领海外市场加速突破。公司产品远销190多个国家及地区，已成为美国、英国、意大利、西班牙、德国、法国等国家的领先医疗机构的长期合作伙伴。截至2023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62家境外子公司；在国内设有26家子公司、30余家分支机构；已建立起基于全球资源配置的研发创新平台。公司设有十二大研发中心，分布在深圳、武汉、南京、北京、西安、成都、杭州、美国硅谷、美国新泽西、美国明尼苏达、芬兰海肽和德国德赛，形成了庞大的全球化研发、营销及服务网络，为海外业务拓展打下了坚实基础。

图表 12: 公司全球子公司分布 (截至 2023 年底)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

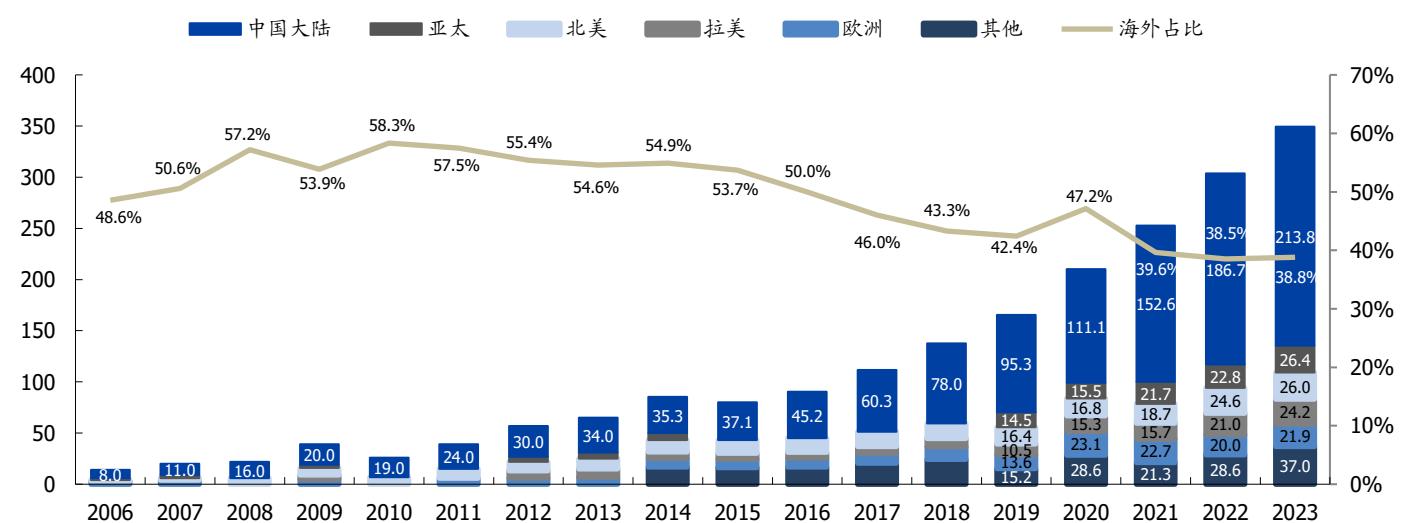
图表 13: 公司研发中心和子公司全球分布



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

近年来海外收入占比接近 40%，高端客户持续开拓，全球市占率仍有巨大成长空间。2006 年以来，公司海外收入占比维持在 30%以上。在全球突发公共卫生事件中，公司拓展了大量的海外高端客户群，迅速提升了品牌影响力，2020 年海外收入占比迅速提升至 47.2%。海外市场空间广阔，迈瑞已布局的业务对应国际的可及市场空间超过 4500 亿元，而公司在 2023 年的国际收入约为 135 亿元，对应的市场占有率为 3%。国际新兴市场医疗器械行业持续扩容，公司预计海外发展中国家的可及市场空间超 1000 亿元，而公司 2023 年在发展中国家的收入仅约为 88 亿元，对应的市占率不到 9%。公司已布局的业务在全球市场、特别是中国以外的发展中国家仍存在着巨大的增长空间。

图表 14: 2014-2023 公司分区域收入（亿元）



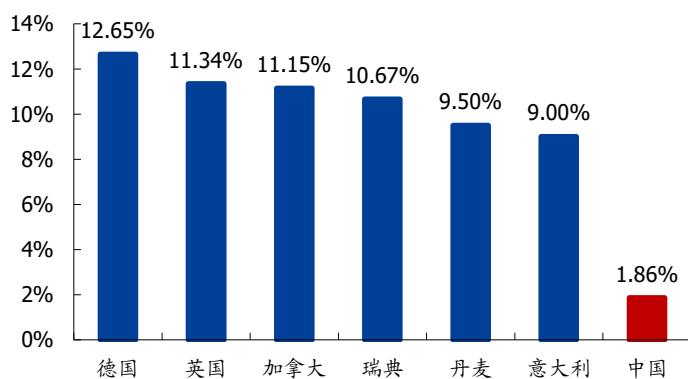
资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所

## 2. 政策东风引航，龙头紧抓机遇，持续巩固护城河

### 2.1 医疗资源总量和结构性问题突出，医疗新基建加码前行补短板

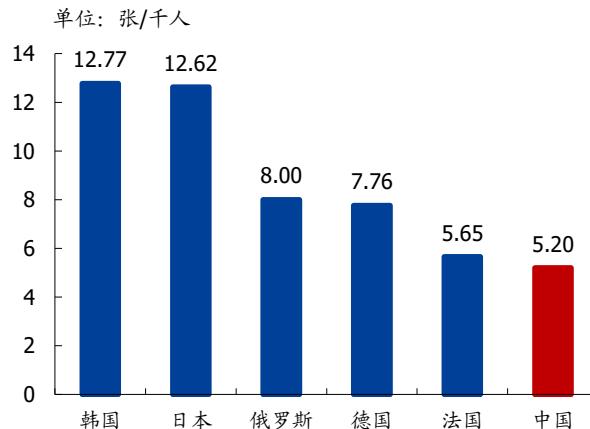
我国人均医疗资源远低于发达国家水平。2020年突发性公共卫生事件袭来，全国各地相继出现医疗资源紧张、供不应求等问题。人民日益增长的健康需求与医疗资源“总量不足+分布不均”现状之间的矛盾日益凸显。2022年，英国、德国等发达国家公共卫生支出占GDP的比例已超10%，而我国仅占1.86%。我国人均医疗资源配置远低于同期发达国家水平。根据OECD数据，2022年韩国病床数量达到近13张/千人，中国仅为5.2张/千人，未及同期发达国家一半水平，我国医疗资源供给亟待增加。

图表 15：2022年世界各国卫生支出占GDP百分比



资料来源：Wind, 国家统计局, 国盛证券研究所

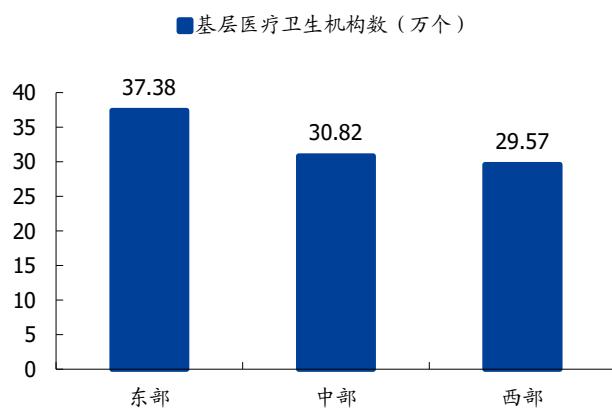
图表 16：2022年世界各国人均病床数



资料来源：OECD, 国盛证券研究所

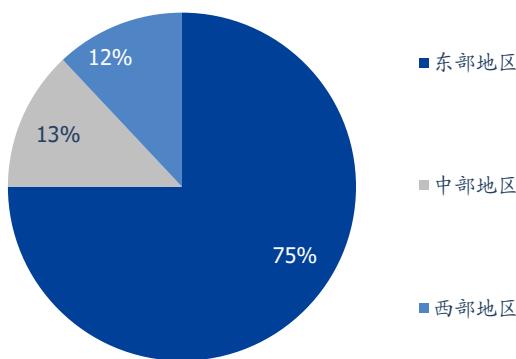
全国医疗资源空间分布不均衡，优质医疗资源集中在东部发达地区。数量上，根据2022年中国卫生健康统计年鉴数据，东部地区基层医疗卫生机构数和诊疗人次数均领先于中部与西部。质量上，以中国内地百强医院排行榜为依据，东部地区占据了超70%的全国优质医疗资源，远超中西部地区。

图表 17：全国各地区医疗卫生机构数（2021年）



资料来源：2022年中国卫生健康统计年鉴，国盛证券研究所

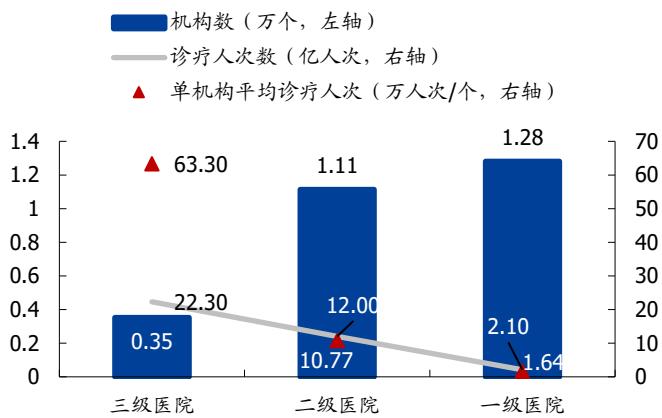
图表 18：中国内地百强医院分布（2022年）



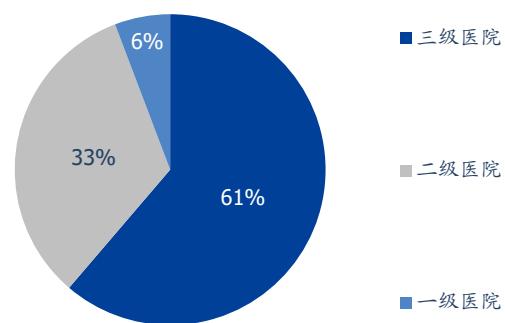
资料来源：复旦大学2022年中国医院排行榜，国盛证券研究所

医疗资源供给侧结构性问题突出，三级医院承担的诊疗服务过重。据中国政府网披露，数量上仅占总医院数9.5%的三级医院，其诊疗人次占全国医院总诊疗人次58.4%。而数量为三级医院超3倍的二级医院，其诊疗人次仅为三级医院的一半左右，且有持续下降的趋势。三级医院承担的医疗服务过重，二级及以下医疗机构未能充分起到作用，推动优质医疗资源向县域下沉势在必行。

图表 19: 一、二、三级医院数量和诊疗量对比 (2022 年)



图表 20: 一、二、三级医院诊疗人次占比 (2022 年)



资料来源：中国政府网，国盛证券研究所

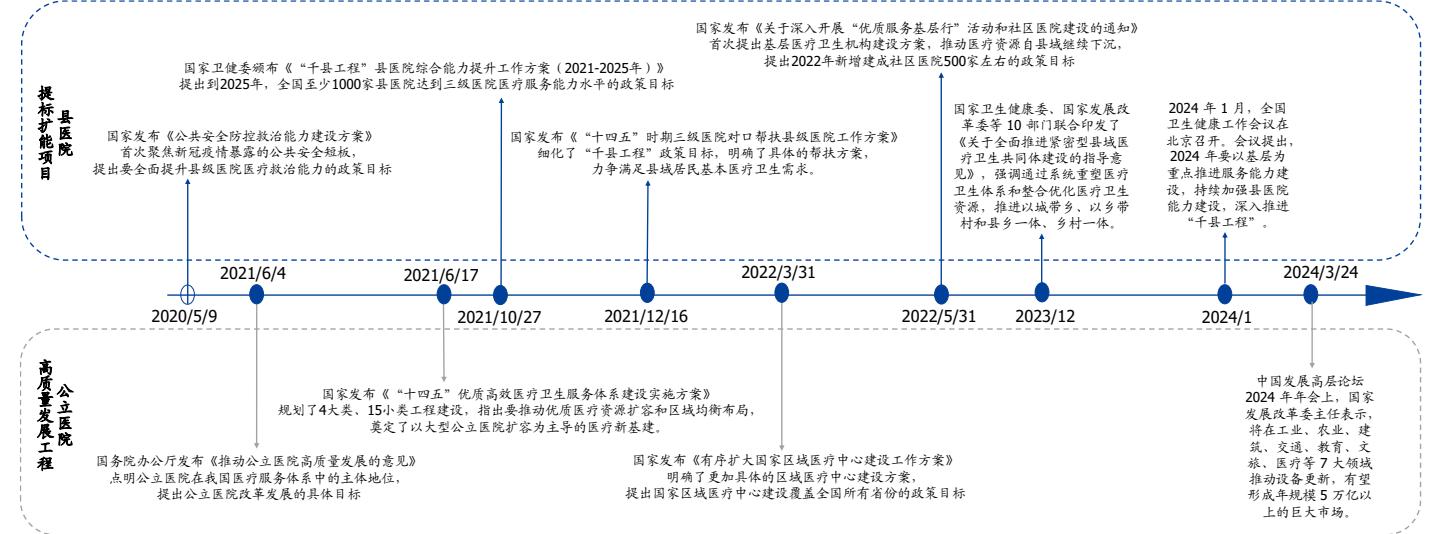
资料来源：中国政府网，国盛证券研究所

## 2.2 政策推进医疗服务体系体系建设，资金渠道丰富保障医疗新基建进程

### 2.2.1 聚焦公立医院高质量发展+县医院提标扩能，医疗新基建蓬勃发展

政策聚焦公立医院高质量发展工程和县医院提标扩能项目，强调加快优质医疗资源扩容和区域均衡布局。2021 年 7 月，国家发改委、卫健委、中医药管理局和疾病预防控制局联合发布《“十四五”优质高效医疗卫生服务体系建设实施方案》，规划了 4 大类、15 小类工程建设内容，奠定了以大型公立医院扩容为主导的建设基调，是医疗新基建的纲领性文件。

- **公立医院高质量发展工程：**推动公立医院向“质的提升”。目前，我国公立医院已经到了从“量的积累”转向“质的提升”的关键期。中央多文件印发，力争通过 5 年努力，将公立医院发展方式从规模扩张转向提质增效，运行模式从粗放管理转向精细化管理，资源配置从注重物质要素转向更加注重人才技术要素，为更好提供优质高效医疗卫生服务、防范化解重大及突发公共卫生风险、建设健康中国提供有力支撑。
- **县医院提标扩能项目：**解决医疗资源不平衡问题。我国公共服务发展不平衡、不充分的问题仍然突出。2021 年 10 月，国家卫健委发布《“千县工程”县医院综合能力提升工作方案》，提出加快推动省级优质医疗资源向县域下沉，逐步实现县域内医疗资源组合共享，力争通过 5 年建设，全国至少 1000 家县级医院达到三级医院医疗服务能力水平，为实现“一般病在市县解决”打下坚实基础。2024 年 1 月，全国卫生健康工作会议在北京召开。会议提出，2024 年要以基层为重点推进服务能力建设，持续加强县医院能力建设，深入推进“千县工程”。

**图表 21：新基建政策文件发布大事记**


资料来源：公司公告，中华人民共和国国家发展和改革委员会，中华人民共和国中央人民政府，国家中医药管理局，中国政府网，国盛证券研究所

**图表 22：公立医院高质量发展工程和县医院提标扩能项目主要政策内容梳理**

项目名称	重要文件	主要内容		中央预算内投资款项
公立医院高质量发展工程	《国务院办公厅关于推动公立医院高质量发展的意见》，《“十四五”优质高效医疗卫生服务体系实施方案》，《有序扩大国家区域医疗中心建设工作方案》，《公共卫生防控救治能力建设方案》	国家医学中心建设	1.依托医学水平突出、影响力强、积极性高的医院，建设若干国家医学中心，形成一批医学研究高峰、成果转化高地、人才培养基地、数据汇集平台。 2.截至目前，国家卫健委已布局14个专业类别国家医学中心。	额度按照单个项目批复情况确定
		国家区域医疗中心建设	1.在优质医疗资源薄弱地区，通过建设高水平医院分中心、分支机构、“一院多区”等方式，定向放大国家顶级优质医疗资源。 2.截至目前，共有76个国家区域医疗中心项目落地实施。	单个项目额度最高不超过5亿元
		省级区域医疗中心建设	1.建设省内具有较强引领和辐射带动作用的优质医疗服务、医学科研和人才培养高地，引导省会城市和超（特）大城市中心城区医院向资源薄弱地区疏解。 2.计划遴选建设120个左右省级区域医疗中心。	单个项目额度最高不超过2亿元
县医院提标扩能项目	《“十四五”优质高效医疗卫生服务体系实施方案》，《“千县工程”县医院综合能力提升工作方案（2021-2025年）》，《公共卫生防控救治能力建设方案》《关于全面推进紧密型县域医疗卫生共同体建设的指导意见》	县级医院综合能力提升	1.推动省市优质医疗资源向县域下沉，补齐县医院医疗服务和管理能力短板，持续提升县医院医疗服务能力。 2.有效落实县医院在县域医疗服务体系中的龙头作用和城乡医疗服务体系中的桥梁纽带作用。 3.计划到2025年，全国至少1000家县医院达到三级医院医疗服务水平。 4.通过系统重塑医疗卫生体系和整合优化医疗卫生资源，推进以城带乡、以乡带村和县乡一体、乡村一体。	单个项目额度最高不超过5000万元

资料来源：公司公告，中华人民共和国国家发展和改革委员会，人民政协网，中华人民共和国中央人民政府，国盛证券研究所

**加强重症医学医疗能力建设，ICU 器械迎来扩容。**2024年5月，卫健委发布《关于加强重症医学医疗能力建设的意见》的通知，提出有效扩充重症医学医疗资源，优化医疗资源结构与布局，并提出了2025年和2027年重症医学能力建设的目标。《意见》明确提出：1) 在国家紧急医学救援队伍里要安排重症医学医护人员，并配备呼吸机、ECMO（体外膜肺氧合）、监护仪等设备以及必要的便携设备。2) 医疗机构内各专科 ICU 床位，配备满足综合重症救治需要的监护与治疗设备。加强重症医学医疗服务能力建设，有望拉动生命信息与支持类产品需求，迈瑞迎来发展新机遇。

图表 23: 与 2022 年对比, 2024 年《加强重症医学医疗服务能力建设》对医院改造提出了更高的要求

	2022	2025	2027
全国ICU床位 可转化ICU床位	约10张/10万人(共13.81万张)	15张/10万人 10张/10万人	18张/10万人 12张/10万人
床医比	1:0.58(重症医学医师8.05万人)	1:0.8	
床护比	1:1.59(重症专业护士22万人)	1:3	
等级医院改造要求	对三级医院	三级综合医院、中医医院、传染病和儿童专科医院	
综合ICU/床位总数	4%	4%	4.5%
专科ICU/床位总数	按照综合ICU的标准来进行扩容改造和建设	2%	2.5%
可转换ICU/床位总数	4%	4%	4.5%
等级医院改造要求	针对二级医院	二级综合医院、传染病和儿童专科医院	
综合ICU/床位总数		2%	2.4%
专科ICU/床位总数		1%	1.2%
可转换ICU/床位总数		2%	2.4%
等级医院改造要求	针对方舱		
	10%比例改造成监护床位		

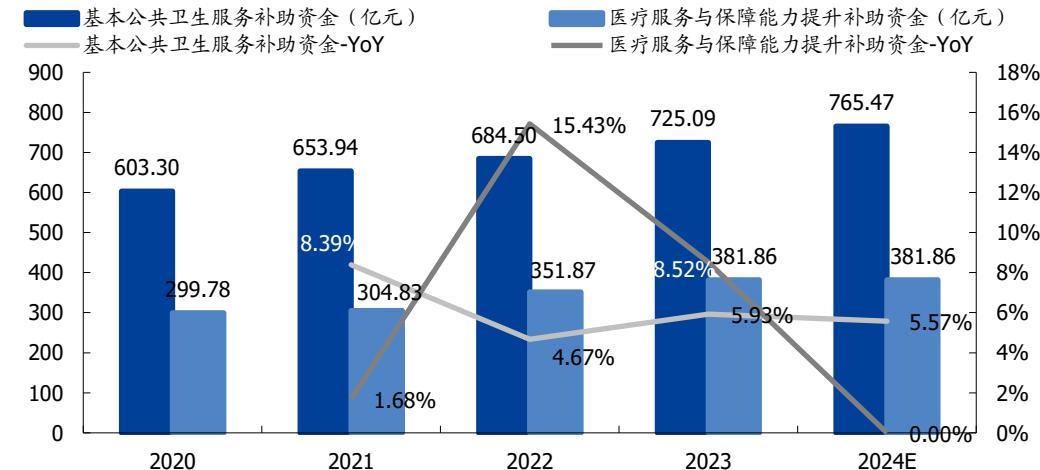
资料来源：郑州发布，医政司，国盛证券研究所

## 2.2.2 中央补助+医疗专项债为主要资金来源，有力推进医疗新基建进程

中央补助资金为医疗新基建重要资金来源，规模已破千亿。中央补助资金主要包括基本公共卫生服务补助资金、医疗服务与保障能力提升补助资金等，是医疗新基建的主要资金来源之一。

- **基本公共卫生服务补助资金：**直接下达各基层医疗机构，推进实现基本公共卫生服务均等化。2023年，基本公共卫生服务补助资金达725.09亿元，投入逐年提升。
- **医疗服务与保障能力提升补助资金：**涵盖公立医院综合改革、医疗卫生机构能力建设、卫生健康人才培养等多方面。2023年，医疗服务与保障能力提升补助资金达381.86亿元。

图表 24: 2020-2024 年中央补助资金规模和增速



资料来源：中华人民共和国财政部，国盛证券研究所

图表 25: 2023 年医疗服务与保障能力提升补助资金明细表

专项补助类型	部门	资金用途	金额(亿元)
公立医院综合改革补助资金	中华人民共和国财政部, 国家卫生健康委, 国家中医药局	持续深化公立医院综合改革, 支持公立医院高质量发展	119.80
医疗卫生机构能力建设补助资金	中华人民共和国财政部, 国家卫生健康委, 国家疾控局	支持县域医疗卫生机构、疾病预防控制机构、妇幼保健机构能力建设及职业病防治能力提升, 进一步加强医疗卫生机构能力建设, 推进健康中国建设	93.31
卫生健康人才培养补助资金	中华人民共和国财政部, 国家卫生健康委, 国家中医药局	支持开展卫生健康人才培养工作, 进一步加强卫生健康人才队伍建设	76.67
医疗保障服务能力建设补助资金	中华人民共和国财政部, 国家医保局	支持各地加强医疗保障服务能力建设	40.15
中医药事业传承与发展补助资金	中华人民共和国财政部, 国家中医药局	促进中医药事业传承创新发展, 保持和发挥中医药特色优势, 支持实施中医药振兴发展重大工程	42.63
总计			372.56

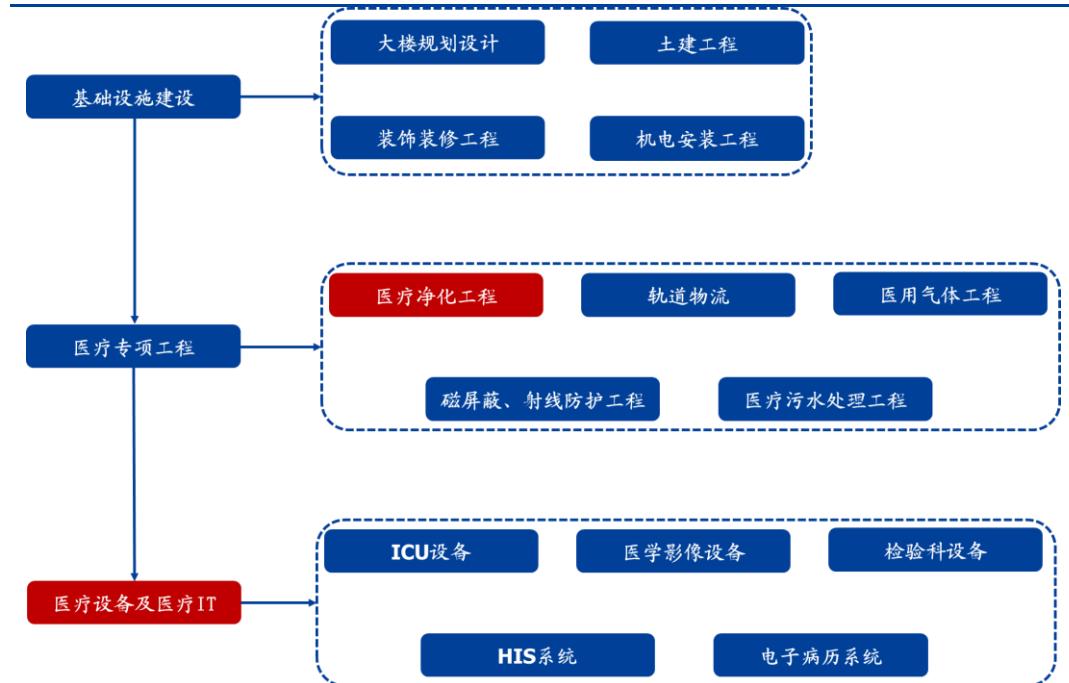
资料来源：中华人民共和国财政部，国盛证券研究所

**2019-2023 年医疗专项债发行规模超万亿，是医疗新基建另一有力的资金保障。**医疗专项债隶属专项债下属的社会事业领域，一般用于医院、基层医疗卫生机构等的改扩建和医疗服务能力的提升。据迈瑞医疗公告显示，医疗专项债投放力度自 2020 年以来明显增加。据企业预警通的统计，2023 年的发行规模约 2657 亿元，占当期全部专项债比重接近 10%，其中 2023 年第四季度，受宏观政策环境的影响，医疗专项债发行规模仅为 80.18 亿元。根据 2024 年的《政府工作报告》，2024 年拟安排地方政府专项债券 39,000 亿元，比上年增加 1,000 亿元。公司预计医疗领域的专项预算规模将达到 3,900 亿元，将为未来医疗卫生领域建设带来更大的资金保障。

### 2.3 新基建项目或于 2024 年迎来竣工潮，国产设备龙头迎来加速发展

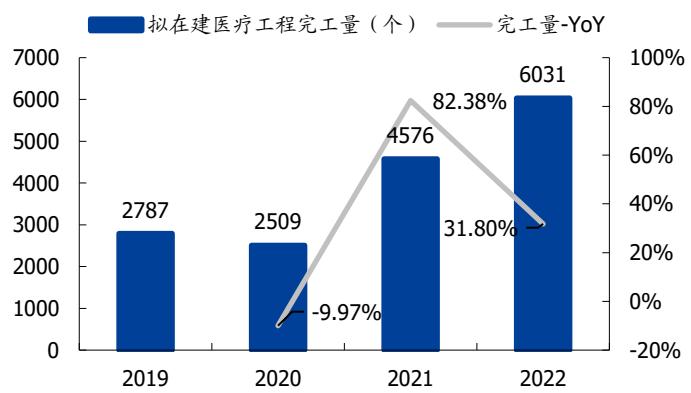
**竣工潮或在 2024 年到来，推动医疗器械市场加速扩容。**在政策支持+资金保障的大背景下，公立医院建设按下了加速键，一批国家医学中心和区域医疗中心成立，大量三级医院扩容扩建，大批县医院升三级医院、基层医疗机构升二级医院。一般来说，医院建设流程依次为前期土建工程、中期医疗专项工程、后期医疗设备更新改造等。2022 年，医疗工程竣工数破 6000 个，显著高于往年，同比增长 31.8%。以土建周期为两年进行估算，预计竣工潮将在 2024 年到来。此外，以医疗净化工程为代表的医疗专项工程也正如火如荼地展开。2021 年起，华康医疗的医疗净化系统营业收入增速明显，2020-2023 年增速达 43.49%。医疗新基建以大型公立医院扩容为主导，对医疗器械的采购需求多以全院级大项目为主，对迈瑞的三大业务均有不同程度的拉动作用，其中对生命信息与支持业务的拉动尤为显著。从迈瑞可及市场角度来看，截至 2023 年末，国内医疗新基建待释放的市场空间仍超过 200 亿元，伴随着医院建设竣工潮的到来，相应的医疗设备采购已提上日程，国产医疗设备龙头迎来加速发展。

图表 26: 医院建设流程图



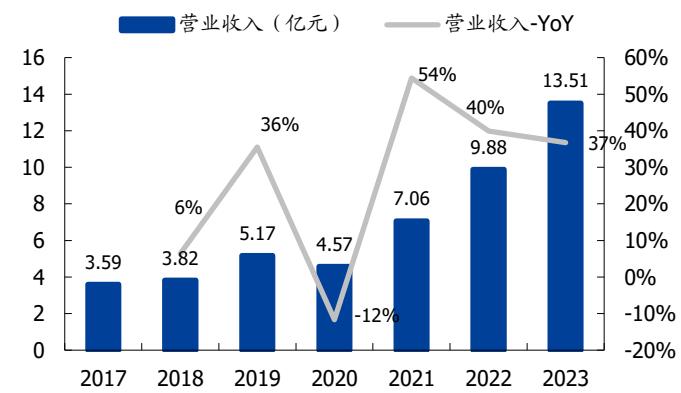
资料来源：华康医疗招股书，立鼎产业研究网，国盛证券研究所

图表 27: 2019-2022 年拟在建工程完工量和增速



资料来源：奥维云，智研咨询，国盛证券研究所

图表 28: 华康医疗医疗净化系统营业收入和增速



资料来源：Wind，国盛证券研究所

## 2.4 医疗设备更新加速落地，国产龙头有望充分受益

2024年2月以来，各部委持续推进医疗设备更新政策落地，各地也陆续出台设备更新政策方案，为医疗设备行业提供了新增量，设备更新政策时间线梳理如下：

图表 29: 推动大规模设备更新时间线梳理

时间	部门	内容
2月23日	中央财经委员会第四次会议	鼓励引导新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新。
3月1日	国务院常务会议	审议通过《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》。
3月13日	国务院	印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，提出到2027年，工业、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗等领域设备投资规模较2023年增长25%以上。
3月14日	国家发改委	发改委就《行动方案》答记者问，设备更新将带来一个年规模5万亿元以上的巨大市场。
4月7日	中国人民银行	设立科技创新和技术改造再贷款，以支持科技创新、技术改造和设备更新。额度为5000亿元，利率1.75%，期限1年，可展期2次，每次展期期限1年。
5月6日	国家发改委	发改委主任郑栅洁召开专题座谈会，与天能控股集团、西子联合、联影集团、康力电梯等民营企业家负责人座谈交流，从生产端、需求端和回收利用端分别提出了对设备更新工作的考虑和具体意见建议。 印发《推动医疗卫生领域设备更新实施方案》
		1) 鼓励国家医学中心等一批国内顶尖医院对标国际一流水平，适度超前配置一批高端放疗设备、超导磁共振成像系统、手术机器人、高分辨质谱仪、超高分辨率显微成像及分析系统等融合型、交叉型重大医疗和科研设备。
5月29日	发改委等四部门	2) 支持服务人口多、基本医疗服务能力强的乡镇卫生院，配置X射线计算机断层扫描系统(CT)、数字射线成像检测(DR)、彩超、全自动生化分析仪等设备，以及呼吸机、肺功能仪等满足基本医疗服务需求的通用和专用设备。 3) 医疗卫生领域设备更新所需资金，由超长期国债、地方财政资金、地方政府专项债券等资金筹措安排。对地方的医疗卫生领域设备更新项目，原则上按照东、中、西、东北部地区分别不超过项目总投资的40%、60%、80%、80%的比例进行支持。
6月21日	财政部等四部门	印发通知实施设备更新贷款财政贴息政策。有关贴息标准部分，中央财政对经营主体的银行贷款本金贴息1个百分点，贴息期限不超过2年。

资料来源：中国政府网，Wind，新华社，中国医药报，中国人民银行，国家发改委，河北省发改委，财政部，国盛证券研究所

**各地陆续出台设备更新行动方案，政策细化采购需求。**随着国务院《行动方案》出台，各地方政府也陆续发布相应实施方案，截至2024年6月28日，已有31个省、自治区、直辖市出台具体设备更新方案。其中，浙江省明确提出到2027年医疗装备投资规模较2023年增长30%以上；山东省明确提出实施村卫生室改造提升行动，全面优化硬件配备；广东省提出探索推进医疗装备产品“购买技术服务”和设备租赁等新模式；湖北省提出到2027年，每年更新CT、核磁共振、DR、彩超、直线加速器等设备300台套，改造病床10000个；重庆市提出到2027年，全市更新信息化设施设备5.32万台；江苏省提出到2027年力争更新24万台（套）医疗装备和信息化设施；西藏提出到2027年，力争更新医疗装备和信息化设施8477台（套）。

图表 30: 各地出台的设备更新方案及医疗相关内容

地方	时间	文件	医疗相关内容
山西	3月30日	《山西省推动大规模设备更新和消费品以旧换新实施方案》	1) 推进医疗装备更新改造。鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、手术机器人、检验检查等医疗装备更新改造。 2) 推进医院病房改造提升。鼓励医疗机构针对不同病种升级病房设施设备。 3) 推动智慧医疗建设应用。加快智能、新型医疗装备应用推广和信息化设施迭代升级。
浙江	4月2日	《浙江省推动大规模设备更新和消费品以旧换新若干举措》	1) 推进医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级，到2027年县级以下医疗卫生机构装备配置达标率达到100%。支持具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备更新改造，到2027年力争医疗装备投资规模较2023年增长30%以上。 2) 推进公立医院病房改造，优化病房结构，完善病房设施，到2027年2—3人间病房比例超过80%，适度提高以妇产科、儿科、老年科等为重点的单人间病房比例。
山东	4月4日	《山东省推动大规模设备更新和消费品以旧换新实施方案》	加强优质高效医疗卫生服务体系项目建设，推进医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级，鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备更新改造。推动医疗机构病房改造提升，补齐病房环境与设施短板。实施村卫生室改造提升行动，全面优化硬件配备。
广东	4月6日	《广东省推动大规模设备更新和消费品以旧换新的实施方案》	推动医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级，鼓励具备条件的医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备更新改造。推动医疗机构病房改造提升，优化住院诊疗服务。探索推进医疗装备产品“购买技术服务”和设备租赁等新模式。
河南	4月7日	《河南省推动大规模设备更新和消费品以旧换新实施方案》	加强优质高效医疗卫生服务体系项目建设，推进各级医疗卫生机构医用设备和信息化设施迭代升级，淘汰已达使用年限、功能不全、性能落后、影响安全的医用设备。鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备更新改造。推动医疗机构病房改造提升，补齐病房环境与设施短板。
湖南	4月11日	《湖南省推动大规模设备更新和消费品以旧换新实施方案》	推动医疗卫生机构根据功能定位、技术水平、学科发展和群众健康需求，淘汰更新已达使用年限、功能不全、性能落后、影响安全的医疗装备和信息化设施。鼓励具备条件的医疗卫生机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备更新改造。推动医疗卫生机构服务器类、终端类、网络设备类、安全设备类等信息化设施更新换代，进一步提升医院数据互联互通、网络信息和数据安全、医院信息标准化建设水平。
湖北	4月11日	《湖北省推动大规模设备更新和消费品以旧换新实施方案》	加快推进全省数智化病理服务体系项目建设，支持各地建设规范化的区域病理诊断中心。加快以电子病历为核心的医院信息系统建设。鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像类、放射治疗类、远程医疗类、手术机器人等医疗设备更新，提升基层医疗设备水平。实施医疗机构病房改造升级，增加二人间、三人间比例，完善无障碍设施，力争到2027年，每年更新CT、核磁共振、DR、彩超、直线加速器等设备300台套，改造病床10000个。

天津	4月 16日	《天津市推动大规模设备更新和消费品以旧换新实施方案》	加强优质高效医疗卫生服务体系建设，鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备和服务器、终端、网络设备、安全设备等信息化设施更新改造，推进医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级。推动医疗机构病房改造提升，支持医院将部分四人间及以上病房改造为二人间或三人间病房，并根据实际条件加装电梯、坡道、连廊、卫生间等，补齐病房环境与设施短板。
宁夏	4月 17日	《宁夏回族自治区推动大规模设备更新和消费品以旧换新实施方案》	有序推动医疗机构医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备更新和病房改造提升，推进医疗机构信息化能力提档升级。
福建	4月 17日	《福建省推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动实施方案》	加强优质高效医疗卫生服务体系建设，统筹预防、治疗、康复、健康促进等服务，推进医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级，鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备更新改造，推动人工智能在医疗卫生服务领域应用，持续提升高端医疗装备产品性能和质量水平。推动医疗机构病房改造提升，补齐病房环境与设施短板。
黑龙江	4月 18日	《黑龙江省推动大规模设备更新和消费品以旧换新实施方案》	加强优质高效医疗卫生服务体系建设。鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗及实验室检验检测等医疗装备更新改造，加大手术机器人推广使用力度。加快医疗卫生机构服务器设备、终端设备、网络设备、安全设备等信息化设施更新迭代升级。推动医疗机构病房改造提升，优先支持公立医院将部分四人间及以上病房改造为二人间或三人间病房，适当增加单人间比例，开展无障碍环境建设，合理增设卫生间，补齐病房环境与设施短板。
甘肃	4月 18日	《关于推动大规模设备更新和消费品以旧换新的实施方案》	加强优质高效医疗卫生服务体系建设，引导医疗机构合理配置适宜设备。鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、手术机器人等医疗装备更新改造，探索前沿医疗装备技术科研与应用。推进医疗机构补齐病房环境与设备短板，加强病房适老化、便利化改造，逐步提高医院病房设备配置标准。加快智能、新型医疗装备应用推广和信息化设备迭代升级，拓展医疗健康数字化应用场景。 <b>到2027年，县级以下医疗卫生机构装备配置达标率达到100%。</b>
河北	4月 22日	《河北省推动大规模设备更新和消费品以旧换新实施方案》	推进医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级，鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备更新改造。推动医疗机构病房改造提升，补齐短板。
内蒙	4月 22日	《内蒙古自治区推动大规模设备更新和消费品以旧换新工作任务落实方案》	推进全区医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级，鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备更新改造。推动医疗机构病房改造提升，补齐病房环境与设施短板。
上海	4月 23日	《上海市推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动计划（2024-2027年）》	加强优质高效医疗卫生服务体系建设，推进医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级，鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备更新改造。推动医疗机构病房、门急诊、手术室、能源保障设施改造提升，加强医疗机构既有用房适老化、便利化改造，提升医疗用房人性化、智能化水平，补齐病房环境与设施短板。
重庆	4月 26日	《重庆市推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	支持有条件的医疗机构加快更新使用年限达8年及以上的医学影像、放射治疗、远程诊疗、检验检测等设备，推进基层医疗卫生机构设施设备升级换代，提升常见病、多发病诊治诊断能力。 <b>到2027年，全市累计更新各类医疗设备5.35万台。</b> 推动电子病历、医疗监护、远程医疗等信息化设施设备和血压计、心电图机、监护仪等通用设备更新，持续推进病房改造提升。 <b>到2027年，全市更新信息化设备5.32万台，2—3人间病房占比不低于80%，通用设备数量较2023年增长25%以上。</b>
北京	4月 27日	《北京市积极推动设备更新和消费品以旧换新行动方案》	推进医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级，鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备更新改造。推动病房改造提升，补齐病房环境与设施短板。
贵州	4月 27日	《贵州省推动大规模设备更新和消费品以旧换新实施方案》	1) 到2025年，工业、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗等领域设备投资规模较2023年增长15%左右 2) 到2027年，工业、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗等领域设备投资规模较2023年增长25%以上 3) 加强优质高效医疗卫生服务体系建设，做强省级龙头医院，推动医疗机构根据自身功能定位、技术水平、学科发展需求和群众健康需求，合理配置先进适用医疗设备。推进医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级，鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备更新改造，持续降低万元以上医疗设备和信息化设施设备老旧化率。推动医疗机构病房适老化、智能化提升改造，适当保留一定比例单人间病房，提高两人间、三人间病房比例，促进病房环境改善提升。 1) 到2024年底，工业、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗等领域设备投资规模较2023年增长6%以上。 2) 到2027年底，工业、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗等领域设备投资规模较2023年增长25%以上。 3) 鼓励具备条件的医疗卫生机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人及实验室检验检测等医疗装备更新改造。建立健康医疗业务网络，推进数字医院建设，推动县域卫生健康数字化升级，加强网络和数据安全防护。改造医疗机构病房空间，优化病房环境，合理增设病房卫生间，推动供水、供电、消防、老旧污水管网等基础设施改造升级。
海南	4月 28日	《海南省大规模设备更新和消费品以旧换新实施方案》	1) 到2025年，工业、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗等领域设备投资规模较2023年增长15%左右 2) 到2027年，工业、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗等领域设备投资规模较2023年增长25%以上 3) 鼓励具备条件的医疗卫生机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人及实验室检验检测等医疗装备更新改造。建立健康医疗业务网络，推进数字医院建设，推动县域卫生健康数字化升级，加强网络和数据安全防护。改造医疗机构病房空间，优化病房环境，合理增设病房卫生间，推动供水、供电、消防、老旧污水管网等基础设施改造升级。
青海	4月 28日	《青海省推动大规模设备更新和消费品以旧换新实施方案》	鼓励具备条件的医疗机构根据自身功能定位、技术水平、学科发展和群众健康需求，加快医学影像、放射治疗、手术机器人、检验检查等医疗装备更新改造，促进优质医疗资源扩容提质。推进医疗机构病房便利化、标准化、智能化改造，完善配套设施设备，提升患者就医体验。推动智慧医院、移动智慧医疗、远程诊疗、医院信息标准化建设，有序推进电子健康卡和数字影像云建设，拓展医疗健康数字化应用场景。
江西	4月 29日	《江西省推动大规模设备更新和消费品以旧换新实施方案》	加快医疗卫生机构医疗设备设施迭代升级，推动各级医院X线计算机断层扫描、磁共振成像系统等医学影像设备和医用直线加速器等放射治疗设备的更新购置。
陕西	4月 29日	《陕西省推动大规模设备更新和消费品以旧换新若干措施》	鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人、检验检查、重症急救等医疗装备更新改造。推进医院病房改造提升。加强基层医疗卫生机构基础设施建设。加快智能、新型医疗装备应用推广和信息化设施迭代升级。
吉林	4月 30日	《吉林省推动大规模设备更新和消费品以旧换新实施方案》	1) 鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗设备更新改造，对超过设备使用年限等情况的医疗设备进行更新换代，提高医疗设备水平。对全省各级医疗卫生机构医疗设备应用现状及更新换代需求进行摸底调查，重点了解更新换代需求。落实国家卫生健康委《“十四五”大型医用设备配置规划》和本轮大规模设备更新有关工作部署，分级分类做好医疗机构设备更新换代工作。 2) 重点开展医疗机构病房条件改造提升，医疗机构结合病房设置和使用现状及当地群众就医需求，提升医疗机构病房环境与设施条件，合理配置区域内不同类型病房的比例，提高2-3人间病房占比，合理增设卫生间和改善现有卫生间条件。对病房条件改造工作加强业务指导，严格把关审核，确保病房改造符合医疗机构实际和患者就医需求，推动病房设施水平提高。

云南	5月3日	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新实施方案》	鼓励将医疗设备更新与数字化医疗服务能力提升相结合，推进医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级，按需推进医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备更新，适度超前配置装备。开展医疗机构病房改造提升行动，优化公立医院病房床位配置，加强病房适老化、便利化、智能化改造，改善医院供电、消防、污水处理等设施。
江苏	5月6日	《江苏省推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	推进医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级，鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备和信息化设施更新，到2027年力争更新24万台(套)。推动医疗机构开展病房改造，补齐病房环境与设施短板。
四川	5月11日	《四川省推动大规模设备更新和消费品以旧换新实施方案》	加强优质高效医疗卫生服务体系建设，分层次有计划推进医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级。推动各级医疗机构病房改造和环境提升，补齐病房设施短板。加快城乡医疗卫生机构医疗设备更新换代和配置，鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备更新改造，推进各级医疗卫生机构加强信息化升级改造，加快智慧医院和互联网医院建设。
安徽	5月20日	《安徽省推动大规模设备更新和消费品以旧换新实施方案》	加强优质高效医疗卫生服务体系建设，推进医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级，鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人、智能养老康复辅具等医疗装备更新改造，拓展医疗健康数字化应用场景。推动医疗机构病房改造提升，优先支持医院将具备条件的四人间及以上病房改造为二人间或三人间，鼓励具备条件的医院适当增加单人间比例，推进适老化、便利化改造，优化病区内部流线布局和医院停车设施，提升标准化、智能化、人性化水平。到2027年，全省二级以上公立医院2—3人间病房比例超过80%。
新疆	5月28日	《自治区推动大规模设备更新和消费品以旧换新实施方案》	1) 加快淘汰更新超过使用年限、功能不全、性能落后、维修成本过高或无法维修、影响使用安全的医疗装备和信息化设施。以县级为重点推进医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级，鼓励具备条件的医疗卫生机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗设备更新换代，进一步提升医院数据互联互通、医院信息标准化建设水平。推动医疗器械检验检测设备更新。到2027年县级以下医疗卫生机构装备配置达标率达到90%以上。 2) 鼓励医疗机构加强病房适老化、便利化改造，改善医院现有供电、消防等安全保障措施，提升污水、医疗废物处理能力。有序推动4人间及以上病房改造。
广西	5月29日	《广西推动大规模设备更新和消费品以旧换新工作方案》	提升医疗设备水平，增强医疗卫生服务能力。推进医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级，鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备更新改造。推动医疗机构病房改造提升，补齐病房环境与设施短板。
辽宁	6月9日	《辽宁省推动大规模设备更新和消费品以旧换新实施方案》	利用中央预算内投资、超长期特别国债等专项资金，支持医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级以及医疗机构病房改造提升。鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备更新改造，推动医疗卫生机构供电、消防、安防等安全保障设施设备更新改造。到2027年，二级及以上公立医院2人间和3人间病房占比达到75%以上。
西藏	6月18日	《西藏自治区推动大规模设备更新和消费品以旧换新实施方案》	鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备更新改造，加快淘汰已达使用年限、功能不全、性能落后、影响安全的医疗装备和信息化设施。推动医疗机构病房改造提升，补齐病房环境与设施短板。支持食品药品检验检测设备更新。到2027年，力争更新医疗装备和信息化设施8477台(套)。

资料来源：国家发改委，各地发改委，各地人民政府，国盛证券研究所

**超长期国债保障设备更新，政策加码并顺利落地执行，静待开花结果。**设备更新政策仍在持续推进。多地陆续发布设备更新项目可行性研究报告，对政策实施做了进一步的明确与落实。如广西壮族自治区发布的2024年县域共同体设备更新项目，计划报废设备1292台，拟购置CT、DR、彩超、全自动生化分析仪等设备共1298台，项目总投资7.05亿元。资金来源中，5亿元来自超长期特别国债，2.05亿元来自市县配套资金及单位自筹。省级甚至市县级部门陆续出台设备更新方案细则并进行项目申报、审批，超长期国债，银行贴息等政策持续加码，推动医疗设备更新政策持续落地，有望为行业带来一定增量。

图表31：广西医疗设备更新可行性研究报告设备采购情况

设备名称	数量	金额(万元)
CT机	17	18790
DR机	158	19010.6
B超及配套设备	180	21153.88
全自动生化分析仪	296	8542.74
呼吸机	12	326.2
监护仪	167	1280.24
电梯	14	710
其他	454	649.24
<b>合计</b>	<b>1298</b>	<b>70462.9</b>

资料来源：广西卫健委，国盛证券研究所

图表32：广西医疗设备更新可行性研究报告项目进度

序号	工程阶段	时间进度计划		
		2024年7月	2024年7-9月	2024年9-12月
1	项目可研报告编制工作			
2	项目招投标工作			
3	设备安装交付验收工作			

资料来源：广西卫健委，国盛证券研究所

**三大业务线均受益于设备更新，国产器械龙头乘风再启航。**公司的三大业务线均受益于医疗设备更新，如生命信息与支持产线的呼吸机、除颤仪、监护仪，体外诊断产线的生化分析仪，医学影像产线的彩超等产品，随着医疗设备更新政策加速落地，国产器械龙头有望乘风再起航。

### 3. 生命信息与支持：迈向全球的行业典范，龙头地位稳固

公司生命信息支持产品线完善，多项产品市占率国内第一，步入全球引领行列。公司生命信息支持产品包括监护仪、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。同时包括外科腔镜摄像系统、冷光源、气腹机、光学内窥镜、超声刀、能量平台、微创手术器械及手术耗材等产品在内的微创外科系列产品。主要产品监护仪、呼吸机、除颤仪、麻醉机、输注泵、灯床塔均位列国内第一，监护仪、麻醉机、呼吸机、除颤仪位居全球前三。

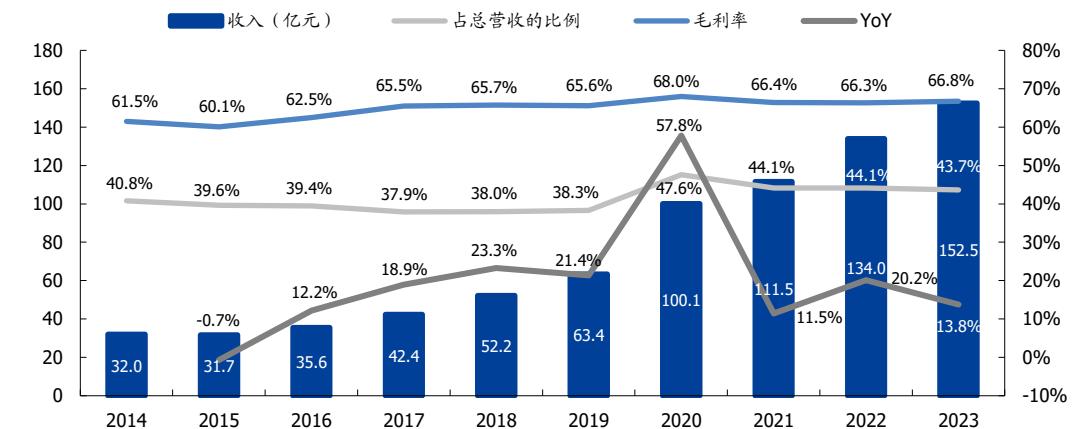
图表 33: 公司生命信息与支持业务主要产品

产品	介绍	图示	国内份额	全球份额	发展路径
监护仪	监护仪是一种监测病人生理参数，并可与已知设定值进行比较，对出现超标情况发出警报的装置或系统。		第一	前三	全球化+国内渗透
除颤仪	除颤仪是一种应用电击来抢救和治疗心律失常病人的医疗设备。		第一	前三	AED政策导向，国内加速渗透
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。		第一	前三	有望复制监护仪的发展路径
呼吸机	呼吸机是一种呼吸支持设备，能够起到预防和治疗呼吸衰竭，减少并发症，挽救及延长病人生命的作用。		第一	前三	海外渗透提速，国内配置率提升
手术床	手术床又称为手术台，可以在手术过程中支撑患者，并根据手术操作需要调整体位，为医生提供方便的手术环境。		第一		监护线协同放量
手术灯	无影灯是手术室必备的照明设备，用来照明手术部位，以便最佳地观察处于切口和体腔中不同深度的小的、对比度低的物体。				
吊塔吊桥	吊塔通过悬臂吊塔离地排空旋挂于天花顶，可以使地面空间宽阔无障碍，可承载麻醉机、监护仪等设备。		第一		
输注泵	一种智能化的输液装置，是利用机械驱动力准确控制输液滴数或输液流速，保证剂量精准且安全进入患者体内的一种专用医疗设备。				

资料来源：公司公告，公司官网，医护多外科学霸公众号，仁泰科技公众号，威高医学工程公众号，虹口区消保委公众号，国盛证券研究所

需求提升驱动生命信息与支持业务高速增长，成本管控+结构优化促进毛利率提升。生命信息与支持业务是公司的传统优势业务，2014-2023年间，生命信息与支持板块营收从32.0亿元增至152.5亿元，年复合增长率为18.96%，营收占比由40.8%上升至43.7%，主要是由于2020年全球突发性公共卫生事件增加了对生命信息与支持产品的采购需求。生命信息与支持业务毛利率稳中有升，由2014年的61.5%增至2023年的66.8%。根据公司招股说明书，2015-2017年生命信息与支持业务毛利率提升，主要系监护仪单位成本下降，以及麻醉机、灯床塔高端系列产品占比提升和规模效应驱动。2020年受应急采购需求提升催化，毛利率快速提升至68.0%，此后毛利率有所回落趋稳，但仍较2021年前提升显著。

图表 34: 公司生命信息与支持板块营收及毛利率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

### 3.1 监护仪：拳头产品，历代更迭终成世界 Top3

监护仪使用场景扩展至普通科室，并向基层医疗机构下沉，推动产品需求提升。监护仪通过传感器感知病人的生理变化，显示并记录相关信息，相关参数包括心电、呼吸、无创血压、血氧饱和度、脉搏、体温等，并可与已知设定值进行比较，出现异常时会发出警报。除监护生理参数外，监护仪还可监视和处理用药及手术前后的状况，医护人员可通过监测记录观察病人变化及安排诊疗方案。监护仪可用于手术室、ICU、高压氧舱、急诊室、分娩室等场景，近年使用场景从重症监护科室扩展至普通科室，并下沉至县乡级医疗机构，有望打开监护仪市场天花板。

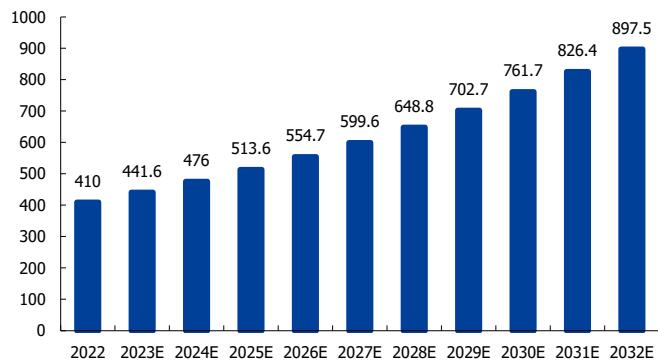
图表 35: 2022 年主要监护设备市场占比（亿元，%）及产品功能范围



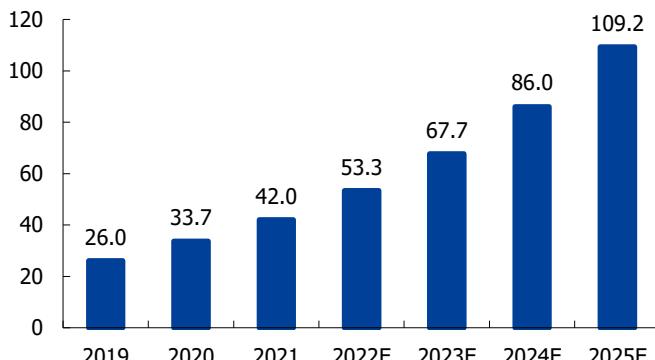
资料来源: 《中国医疗设备》，头豹研究院，国盛证券研究所

全球监护仪市场稳定增长，国内监护仪市场规模预计 2025 年达百亿。根据 Precedence Research 数据显示，2022 年全球监护仪市场规模达到 410 亿美元，预计到 2032 年达到 897.5 亿美元，期间复合增速为 8.15%。国内方面，2022 年 11 月份，国家卫健委强调“加强能力建设和对患者的分级分类救治，持续加强定点医院建设，根据当地人口规模，配足配齐救治的床位，同时要求 ICU 床位要达到床位总数的 10%”，利好国内监护仪市场。MD CLOUD 数据显示，2021 年我国监护仪市场规模为 42 亿元，预计将以 27.02% 的年复合增速增至 2025 年的 109.2 亿元，政策推动监护仪市场快速扩容。

图表 36: 2022-2032E 全球监护仪市场规模 (亿美元)



图表 37: 2019-2025E 中国监护仪市场规模 (亿元)

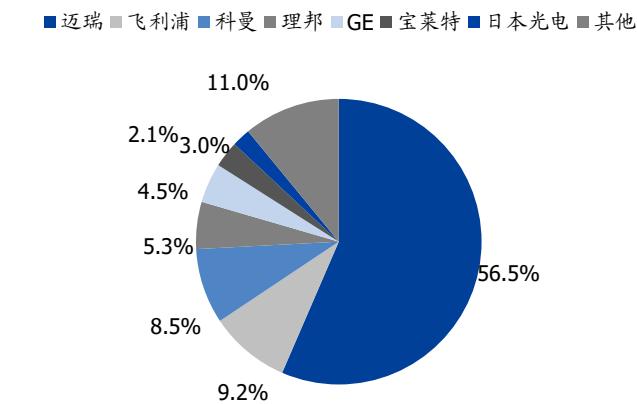


资料来源: Precedence Research, 国盛证券研究所

资料来源: 众成医械, 国盛证券研究所

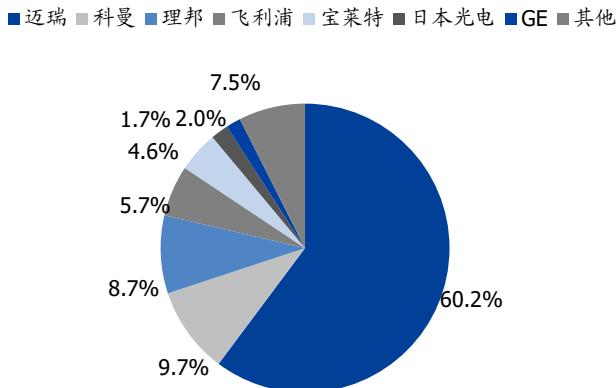
**监护仪国产化率超 75%，迈瑞独占鳌头。**根据《中国医疗器械蓝皮书（2023 版）》数据显示，中国监护仪市场集中度较高，国产化率超过 75%。2022 年中国监护仪市场，按销售额口径，迈瑞占据 56.5%的份额，飞利浦（9.2%）、科曼（8.5%）、理邦（5.3%）位居其后；按中标量口径，迈瑞占 60.2%的份额，依旧位列首位。除迈瑞以外，其他品牌的市场分布相对分散。

图表 38: 2022 年中国监护仪竞争格局 (销售额)



资料来源: MDCLOUD, 国盛证券研究所

图表 39: 2022 年中国监护仪竞争格局 (中标量)



资料来源: MDCLOUD, 国盛证券研究所

**监护仪为公司起家产品，历代更迭依旧为生命信息板块核心。**公司以监护仪起家，自 1993 年成功自主研发我国第一台多参数监护仪 MEC-509 起，着力推动产品更新迭代。2006 年，公司推出国内第一台插件式高端多参数监护仪 BeneView T 系列监护仪。2008 年，公司收购 Datascope，成功跻身世界第三大监护仪厂商。2022 年，公司新推出遥测监护系统 BeneVision TMS30 和 BeneVision TMS60 Pro，形成高中低端全覆盖的产品体系，带动销量稳步增长。2023 年，mWear 监护仪上线，产品解绑传统监护仪的线缆束缚，提升了客户使用体验。久经更迭，公司监护仪产品市占率国内第一、全球前三。

图表 40：迈瑞医疗监护仪产品发展历程



资料来源：公司官网，迈瑞生命信息与支持，国盛证券研究所

应急采购拉动监护仪销量增长，迈瑞监护仪在招标中独霸前十。2015-2023年，公司监护仪销量从10.9万台增加至31.1万台，年复合增速13.96%。2020年全球突发公共卫生事件背景下，公司监护仪销量迅速提升，缩短了品牌和产品的推广周期。未来随着分级诊疗的持续推进，监护仪的销量仍将持续增长。从中标型号榜单来看，2023年1-10月国内监护仪中标型号榜单中，前10名均为迈瑞的产品，足以见证迈瑞在监护仪领域的市场统领地位。

图表 41：公司监护仪销量



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 42：2023年1-10月监护仪品牌型号排行 (Top10)

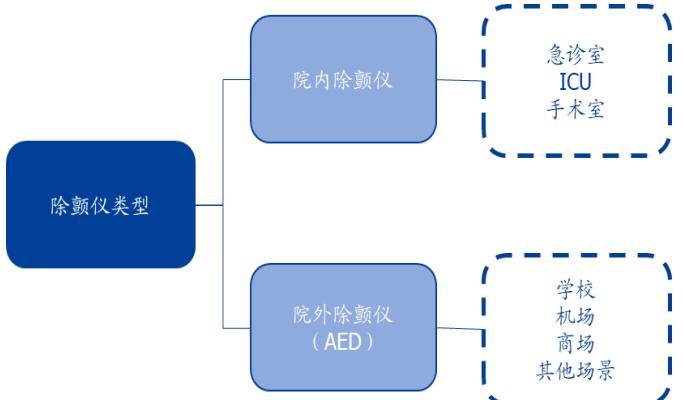
排名	品牌	规格型号	总额占比	数量占比	总额/数量
1	迈瑞	uMEC12	9.4%	4.8%	1.96
2	迈瑞	BeneVision N12	6.3%	4.1%	1.54
3	迈瑞	ePMM 10	5.8%	11.7%	0.50
4	迈瑞	BeneVision	5.2%	1.3%	4.00
5	迈瑞	BeneVision N15	4.9%	2.1%	2.33
6	迈瑞	BeneVision N17	3.5%	1.2%	2.92
7	迈瑞	ePM 12	2.9%	4.5%	0.64
8	迈瑞	BeneVision N17 OR	2.5%	0.7%	3.57
9	迈瑞	BeneVision N15 OR	1.9%	0.6%	3.17
10	迈瑞	ePM 12M	1.7%	1.8%	0.94

资料来源：众成医械，MD CLOUD，国盛证券研究所

### 3.2 除颤仪：政策鼓励 AED 普及，除颤仪业务乘风而起

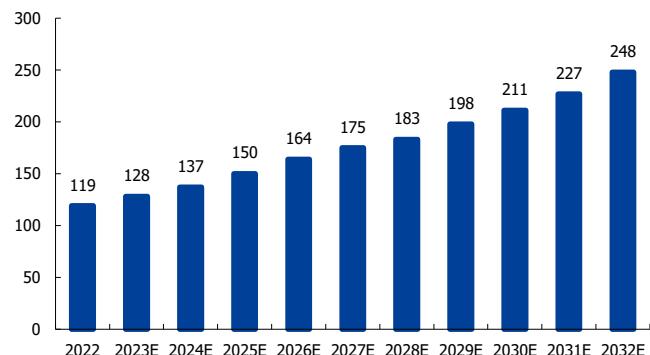
百亿美元全球除颤仪市场，预计 2023-2032 年复合增速为 7.8%。除颤仪是手术室必备的急救设备，可利用较强的脉冲电流通过心脏来消除心律失常及室颤，使心脏恢复正常窦性心律，具有用时急、用时多、风险大等特性，按使用场景可分为院内除颤仪和院外除颤仪（AED）两类。根据 Market.us 数据，2022 年全球除颤仪市场规模达到 119 亿美元，预计 2023-2032 年将以 7.8% 的复合增速稳定增长，2032 年全球除颤仪市场规模将达到 248 亿美元。

图表 43: 除颤仪类型



资料来源：头豹研究院，国盛证券研究所

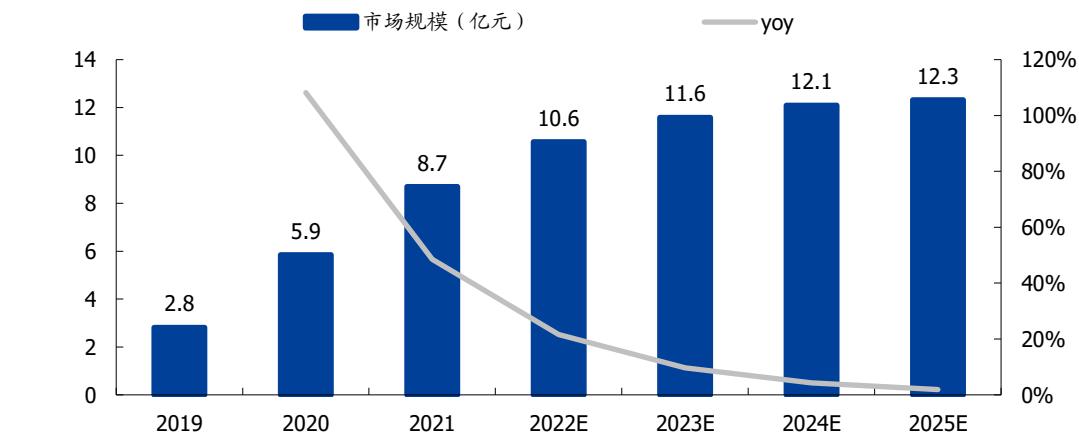
图表 44: 2022-2032 年全球除颤仪市场规模（亿美元）



资料来源：Market.us, 国盛证券研究所

**高基数下除颤仪市场增长或将放缓，预计 2022-2025 年复合增速为 5.24%。**院内除颤仪主要用于医院或救护车上对病人进行急救。突发公共卫生事件影响下，市场对院内除颤仪需求激增，2019-2021 年中国院内除颤仪市场规模从 2.81 亿元增至 8.69 亿元，CAGR 高达 75.86%。随着需求回落，高基数下未来院内除颤仪增长或将放缓，据 MDCLOUD 预测，预计 2022-2025 年复合增速为 5.24%。

图表 45: 2019-2025E 中国院内除颤仪市场规模（亿元）



资料来源：众成医械，MDCLOUD，国盛证券研究所

**政策推动 AED 普及，AED 配置开始下沉至基层。**随着国内公共卫生意识和急救认知的提高，政府陆续推出多项 AED 鼓励政策，各地 AED 配置工作如火如荼。

- **摸索起步阶段：**早在 2010 年，海南省发布《海南省红十字会条例》，首次提出在部分公共场所配备 AED 等急救设备，我国 AED 配置工作正式起步。
- **快速发展阶段：**随着公众急救知识逐渐普及，以及公共安全事件频发引发了对安全防范的关注，2019 年健康中国行动推进委员会发布《健康中国行动（2019-2030 年）》，要求完善公共场所急救设施设备配备标准，在人员密集场所配备 AED 设施，提高院前急救效率，掀起了国内 AED 配置的新浪潮。自此，全国各省市相继出台了相关政策和法规，AED 配置加速，在国内全面铺开。
- **下沉落地阶段：**2021 年，国家卫健委发布《公共场所自动体外除颤器配置指南（试行）》，提出更具体可行的实际落地方案，明确通过单位自主配置、社会积极捐赠等方式，在大型商超、城市广场等人员密集场所和警车、消防车等应急载具内配备 AED 设施，成为各地 AED 配置工作的行动指南。此后，AED 配置从省、市开始向县、乡、村级基层医疗机构渗透，如十堰市发布《十堰市城乡公共场所配置自动体外除颤器实施方案》，首次将 AED 配置到村级单位。

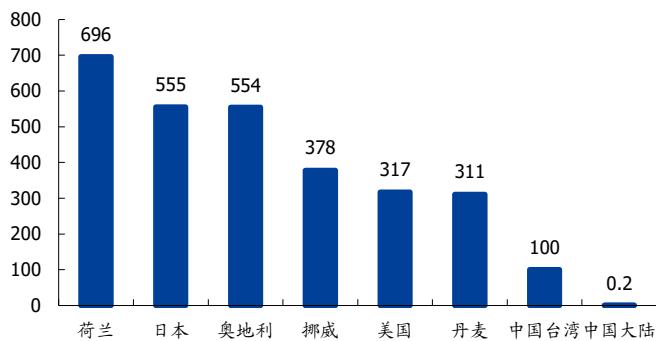
图表 46: AED 相关政策梳理

发展阶段	时间	发布机构	文件名	相关内容
摸索起步	2010/8/1	海南省人民代表大会常务委员会	《海南省红十字会条例》	县级以上红十字会可以在机场、港口、车站等公共场所配备符合国际标准的自动体外除颤器等急救设备。
	2017/3/15	全国人民代表大会	《中华人民共和国民法总则》	第一百八十四条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。
	2019/7/9	健康中国行动推进委员会	《健康中国行动（2019-2030年）》	完善公共场所急救设施设备配备标准，在学校、机关、企事业单位和机场、车站、港口客运站、大型商场、电影院等人员密集场所配备急救药品、器材和设施，配备自动体外除颤器（AED）。
快速发展	2020/11/4	杭州市人民政府	《杭州市公共场所自动体外除颤器管理办法》	1.对配置自动体外除颤器的公共场所范围和配置的相关要求进行了规定。 2.成为全国首个以地方立法形式规范公共场所 AED 配置、使用的城市。
	2023/9/22	工业和信息化部等五部委	《安全应急装备重点领域发展行动计划（2023-2025 年）》	在紧急生命救护重点领域场景中，强调要面向心脏骤停猝死抢救需要，加大自动体外除颤仪（AED）推广力度，提高最佳抢救时间内的院前生命急救能力。
	2023/11/14	国家卫生健康委等 14 部门	《健康中国行动—心脑血管疾病防治行动实施方案（2023—2030 年）》	要加强急救知识与急救技能普及。加强公共场所自动体外除颤器（AED）等急救设施设备配备，对配备的急救设备加强巡检，确保紧急时刻能取可用。
下沉落地	2021/12/13	国家卫生健康委办公厅	《公共场所自动体外除颤器配置指南（试行）》	1.建议在交通场站、大型企事业单位、工厂车间、城市广场、教育和培训机构、养老机构、社区、体育和文化娱乐场所、大型商超、酒店、旅游景点、学校等人员密集场所和警车、消防车等应急载具内，逐步推进自动体外除颤器的配置工作。 2.鼓励各单位自主配置自动体外除颤器；鼓励社会各界积极捐赠自动体外除颤器，积极参与公共场所自动体外除颤器配备工作。
	2023/2/27	南京市人民政府	《2023 年市政府主要工作目标任务分解落实方案》的通知	为全市养老机构配置制氧机、呼吸机等；开展心肺复苏、AED 使用持证救护培训 10 万人，完善医疗健康服务。
	2023/5/9	十堰市人民政府办公室	《关于印发十堰市城乡公共场所配置自动体外除颤器实施方案的通知》	1.重点配置在交通枢纽、大型机关企事业单位、城市广场、养老机构、物业托管小区、文体场馆、大型商超、酒店、旅游景点、学校、乡镇卫生院、村卫生室等公共场所。 2.每个具体场所根据人口数量、人口流量、面积等因素配置 1—3 台 AED，共计配置 3200-6400 台 AED。
	2023/5/29	九江市湖口县卫健委	《关于开展全县村卫生室服务能力建设评价工作的通知》	将配备 AED 纳入村卫生室服务能力评价指标，提高村级医疗卫生服务水平。
	2023/8/10	江苏省盐城市发布	《盐城市人民代表大会常务委员会关于在公共场所配置自动体外除颤器的决定》	机场、长途汽车客运站、火车站、高速公路服务区、养老机构、学校、医疗机构、旅游景区等场所，以及博物馆等公共文化设施，应当配置自动体外除颤器（AED），所需经费纳入政府保障范围。
	2023/11/2	浙江省委省政府健康浙江建设领导小组办公室等 17 部门	《浙江省健康知识普及行动 2023-2025 三年实施方案的通知》	增加 AED 布设数量，按每万人 1-2 台的要求有序设置 AED。

资料来源：国家法律法规数据库，全国人民代表大会，中国政府网，医政司，各地人民政府，浙江政务服务网，浪潮新闻，睿智惠医疗，江苏方大医械，动脉网，央广网，国盛证券研究所

**中国 AED 配置率极低，政策推动 AED 市场快速爆发。**与发达国家相比，中国 AED 配置率非常低，提升空间巨大。根据 AED 急救方案显示，中国大陆 AED 配置率为 0.2 台 /10 万人，与美国（317 台 /10 万人）、日本（555 台 /10 万人）、荷兰（696 台 /10 万人）等发达国家差距较大。随着相关政策推动 AED 设备普及以及公众社会安全意识提升，我国 AED 需求迎来爆发性增长。根据 MD CLOUD 数据，2019 年我国 AED 市场规模仅为 1.47 亿元，2021 年快速增至 39.03 亿元，预计到 2025 年将增长至 56.08 亿元，2021-2025 年 CAGR 为 9.48%，高基数下依旧维持较高增速。

图表 47: 中国 AED 配置水平与发达国家差距过大



资料来源: AED 急救方案, 国盛证券研究所

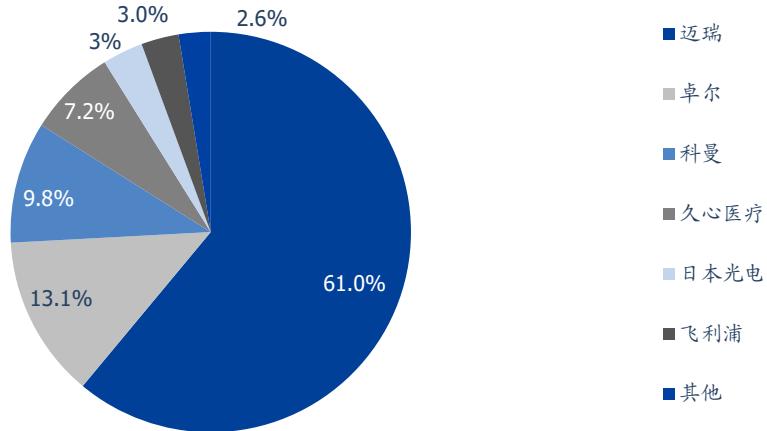
图表 48: 2019-2025E 中国 AED 市场规模 (亿元)



资料来源: 众成医械, MD CLOUD, 国盛证券研究所

中国 AED 市场集中, 国产化率较高, 迈瑞市占率高达 **61%**。2022 年, 迈瑞占据中国 AED 市场 61% 的份额, 美国卓尔以 13.1% 的市占率位列第二, 国产品牌科曼、久心也占据一定的份额。迈瑞在 AED 市场上具备绝对的领先地位, 有望充分享受 AED 市场高速增长的红利。

图表 49: 2022 年中国 AED 竞争格局 (按销售额)



资料来源: 《中国医疗器械行业数据报告 (2023)》, MD CLOUD, 国盛证券研究所

迈瑞除颤仪产品齐全, AED 打破进口垄断。公司的除颤仪产品包含院内除颤仪 BeneHeart D 系列、用于公共场合的 AED 产品以及心电图机产品 BeneHeart R 系列。2009 年公司推出中国第一台拥有完全自主知识产权的双相波除颤监护仪 BeneHeart D6, 2013 年推出 BeneHeart D1, 是我国首台双相波 AED 产品, 打破了卓尔、飞利浦等外资垄断的局面。此后公司除颤仪产品线不断完善, 竞争力不断增强。

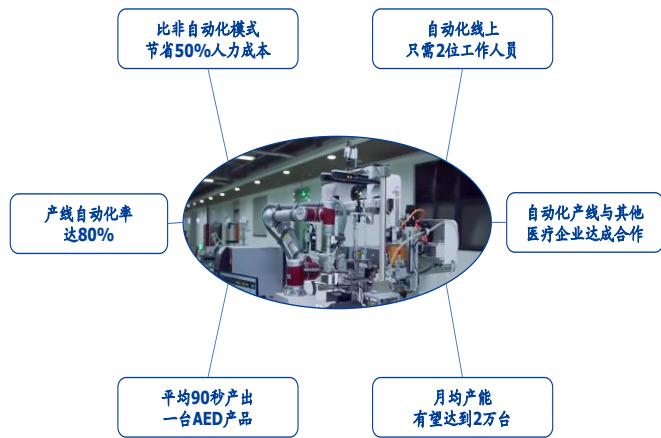
图表 50: 公司除颤仪产品介绍



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

公司 AED 产线自动化程度高，政策发力驱动除颤仪逆势放量。迈瑞医疗拥有全自动化 AED 生产线，车间自动化率达到 80%，平均 90 秒产出一台 AED，月均产能可达约 2 万台，且产品具有更高的质量和稳定性。与非自动化生产模式相比，自动化产线只需 2 位人员便可完成产品加工，节省 50% 的人力成本。自动化 AED 产线凭借高效率、低成本优势吸引对外合作机会，2023 年迈瑞与徕克美医疗等企业达成产线合作，探索更大市场空间，持续提升 AED 领域的品牌影响力。在政策对 AED 支持力度不断加大以及公司品牌力持续提升的驱动下，公司除颤仪快速放量，销量从 2015 年的 1 万台迅速增至 2023 年的 13.6 万台，年复合增速高达 39.40%，乘东风快速增长。

图表 51: 迈瑞 AED 自动化产线优势一览



资料来源：中国日报网，国盛证券研究所

图表 52: 2015-2023 年公司除颤仪销量

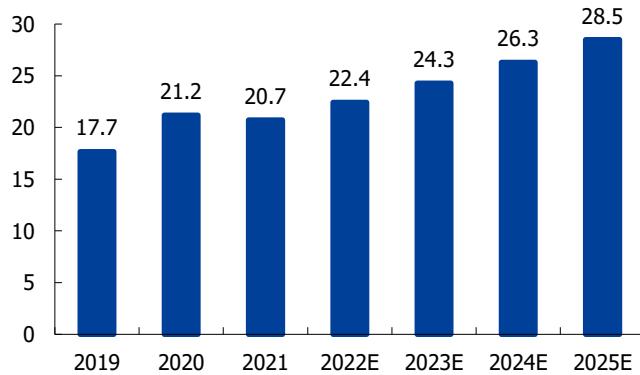


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

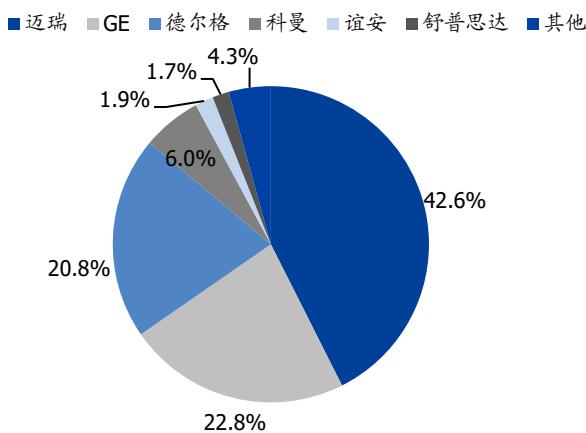
### 3.3 麻醉机：低端到高端全面布局，海内外高端市场持续突破

中国麻醉机市场规模超 20 亿元，迈瑞、GE、德尔格三足鼎立。麻醉机的工作原理是通过机械回路将麻醉药送入患者的肺泡，从而形成麻醉药气体分压，弥散到血液后，对中枢神经系统直接发生抑制作用，产生全身麻醉的效果。2021 年国内麻醉机市场规模达到 20.7 亿元，预计 2021-2025 年将以 8.28% 的速度稳定增长。中国麻醉机市场集中度较高，2022 年 CR3 高达 86.1%，排名第一的迈瑞市占率达到 42.6%，进口品牌 GE、德尔格分别占到 22.8%、20.8% 的市场份额。

图表 53: 2019-2025E 中国麻醉机市场规模（亿元）



图表 54: 2022 年中国麻醉机竞争格局



资料来源：众成医械，MD CLOUD，国盛证券研究所

资料来源：《中国医疗器械行业数据报告（2023）》，MD CLOUD，国盛证券研究所

**高端机型突破，迈瑞麻醉机全球前三。**公司麻醉机产品包括高端 A 系列、中低端 WATO 系列、麻醉蒸发器 V60 系列产品。2006 年迈瑞推出中低端产品 WATO50/60，定位地级市、县级及以下医疗机构。后续推出定位中端的 WATO EX-55/65 系列，以及定位中高端的 WATO EX-65 Pro/75 系列产品。2013 年由北美国际研发团队开发的 A7 推出，切入高端麻醉机市场，2021 年推出超高端麻醉机 A9，实现了从低端到超高端的全面产品布局，为公司进入国际高端客户群打下了基础。2022 年迈瑞凭借高端麻醉机 A8/9，在哈佛大学的一个附属教学医院斩获一个数百万美元的订单。凭借从低端到高端完善的产品布局，公司麻醉机市占率实现了国内第一、全球前三的地位。

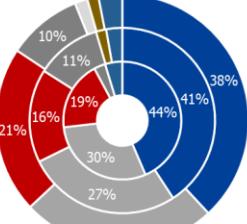
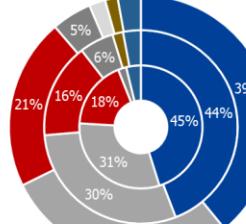
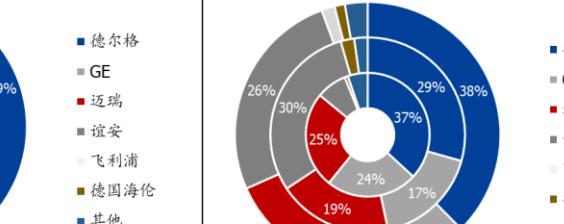
图表 55: 公司麻醉机系列产品

麻醉机	A系列	植入体组件	麻醉蒸发器
	<b>A9</b> <b>A8</b> <b>A7</b> <b>A5</b> <b>WATO EX-75</b> <b>WATO EX-65</b> <b>WATO EX-55</b> <b>WATO EX-35</b> <b>WATO EX-20</b> <b>V60</b>		

资料来源：公司官网，国盛证券研究所

**高端麻醉机助力高端医院突破，三级医院保有率快速抬升。**公司麻醉机在国内医院的保有率持续提升，三级医院的增长尤为亮眼，2020-2022 年迈瑞麻醉机在三级医院的保有率由 18% 增至 21%。进口品牌在保有率上依旧领先，但份额在逐渐收缩。随着公司高端乃至超高端麻醉机的推出，未来在三级医院的拓展将持续加速。

**图表 56: 国内麻醉类产品市场竞争格局**

	德尔格	GE	迈瑞	谊安医疗
主要产品	A300系列、A350系列、A500、Fabius系列	Aisys CS、Avance CS、Carestation 600系列、挥发罐、Carestation 750	A系列、WATO系列、麻醉蒸发器	Aeon8800A、Aeon8300A、Aeon7600A、Aeon7200A、Aeon7900D、Aeon7900E
适用场景	满足多款空间条件	外科手术等场景	外科手术等场景	野外环境、临床等多场景使用
主要产品定位	高端、中高端	高端、中高端	中高端、中低端	中高端、中低端
2022年意向复购率	94.44%	94.23%	96.61%	96.20%
2020-2022年全国麻醉类设备主要品牌保有率				

资料来源：各公司官网，《中国医疗设备》，国盛证券研究所

麻醉机销量持续增长，高端麻醉机增强全球竞争力。2015-2023年，公司麻醉机销量从0.4万台增至1.9万台，年复合增长率高达20.57%。2020年受常规手术量下滑影响，麻醉机销量有所下滑。但随着2021-2022年医院的常规诊疗与手术恢复，麻醉机销量恢复高增长。WATO EX-55、WATO EX-65等产品在2023年的招标中名列前茅，但公司中标热门产品与GE的Carestation 650、德尔格的Atan A350等进口产品相比，附加值相对较低。高端产品A7和WATO EX-75中标排名六与第九，高端产品业务布局取得一定成效，但仍存在较大提升空间。2023年迈瑞推出了中端麻醉机新品A7/A5，完善了公司的麻醉机产品线，巩固了麻醉机领域的竞争优势。

**图表 57: 2015-2023年公司麻醉机销量**


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

**图表 58: 2023年麻醉机品牌型号排行 (Top10)**

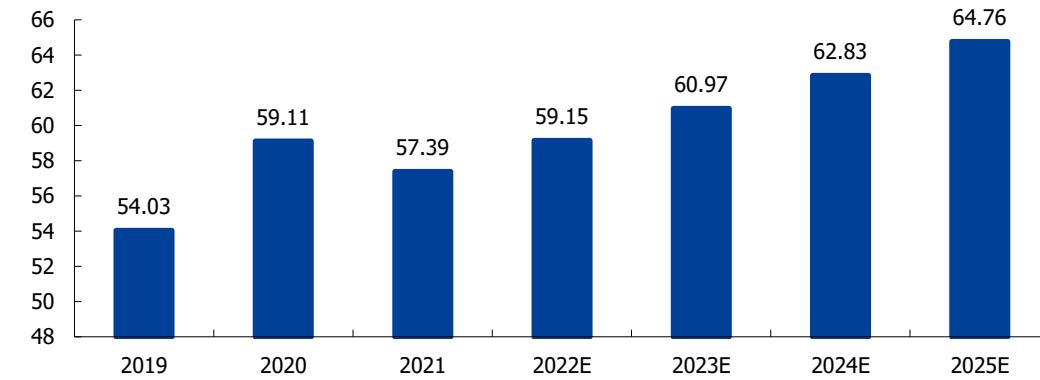
排名	品牌	规格型号	总额占比	数量占比	总额/数量
1	迈瑞	WATO EX-55	9.0%	12.9%	0.70
2	GE	Carestation 650	5.9%	3.9%	1.51
3	迈瑞	WATO EX-65	5.2%	5.7%	0.91
4	迈瑞	WATO EX-65 Pro	4.6%	4.3%	1.07
5	迈瑞	WATO EX-55 Pro	4.3%	4.5%	0.96
6	迈瑞	A7	3.4%	2.6%	1.31
7	德尔格	Atlan A350	3.3%	2.4%	1.38
8	GE	Carestation 620	3.2%	2.5%	1.28
9	迈瑞	WATO EX-75	2.9%	2.0%	1.45
10	德尔格	Fabius plus XL	2.6%	2.9%	0.90

资料来源：众成医械，MD CLOUD，国盛证券研究所

### 3.4 呼吸机：海外市场加速突破，TV 系列打开成长新空间

呼吸机市场稳定扩容，国内呼吸机市场规模超 50 亿元。根据智研咨询数据显示，2021 年国内呼吸机市场规模达 57.39 亿元，预计 2025 年将达到 64.76 亿元，2021-2025 年 CAGR 为 3.07%。随着人口老龄化加剧，呼吸系统疾病患者连年增加，呼吸机需求呈上升趋势，未来中国呼吸机市场有望保持长期增长。

图表 59: 2019-2025E 中国呼吸机市场规模（亿元）



资料来源：智研咨询，国盛证券研究所

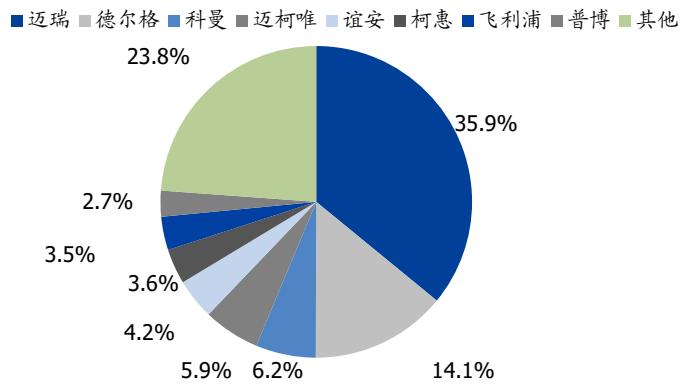
**SV 系列出海加速，TV 系列完善产线布局。**迈瑞呼吸机布局有 SV 系列、小儿呼吸机 NB 系列与急救转运呼吸机 TV 系列。2015 年中高端呼吸机 SV300 推出，是国内第一款电动涡轮呼吸机，由中国、北欧、北美研发团队合作研发。2017 年迈瑞推出 SV800/SV600 产品，在高端重症呼吸机领域取得新突破。2020 年全球突发性公共卫生事件爆发后，SV300 在当年 3 月获得了 FDA 的紧急使用授权认证，推动了公司呼吸机产品迅速切入欧美高端市场。2023 年上半年，公司推出急救转运呼吸机 TV 系列产品，切入新的急救转运呼吸机细分市场，完善了公司在呼吸机细分领域的的产品覆盖。

图表 60: 公司呼吸机系列产品



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

迈瑞、德尔格主导呼吸机市场，SV 系列贡献主要收入。中国呼吸机市场主要被迈瑞和德尔格占领，2022 年二者的市场份额分别为 35.9%与 14.1%，科曼、迈柯唯、谊安等厂商的市场份额较小。2023 年呼吸机中标排行中，排名前十的品牌型号中有 7 个为迈瑞的产品，均为 SV 系列，占据全部呼吸机中标金额的 26.7%。

**图表 61: 2022年中国呼吸机市场竞争格局**


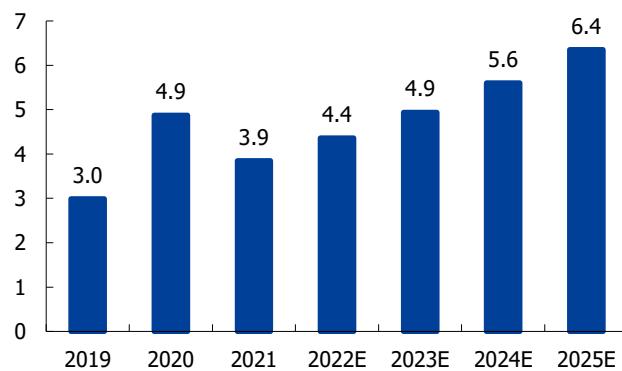
资料来源:《中国医疗器械行业数据报告(2023)》,MD CLOUD,国盛证券研究所

**图表 62: 2023 年呼吸机品牌型号排行 Top10**

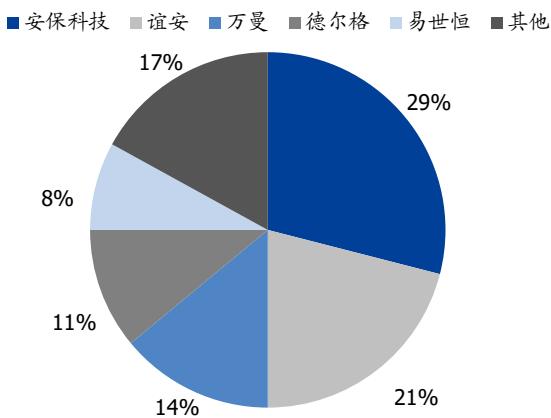
排名	品牌	规格型号	总额占比	数量占比	总额/数量
1	迈瑞	SV300	6.3%	5.0%	1.26
2	迈瑞	SV600	5.7%	3.3%	1.73
3	谊安	VG70	4.5%	3.6%	1.25
4	迈瑞	SV350	4.5%	2.6%	1.73
5	鱼跃	HF-70A	4.0%	0.7%	5.71
6	迈瑞	SV650	3.8%	2.4%	1.58
7	科曼	V3	2.5%	2.1%	1.19
8	迈瑞	SV800	2.2%	0.8%	2.75
9	迈瑞	SV70S	2.1%	1.9%	1.11
10	迈瑞	SV70	2.1%	1.8%	1.17

资料来源:众成医械,MD CLOUD,国盛证券研究所

急救转运呼吸机市场体量小但增速高,迈瑞 TV 系列有望分一杯羹。我国急救转运呼吸机市场规模尚小,根据 MD CLOUD,2021 年中国急救转运呼吸机市场规模仅为 3.9 亿元,预计将以 13.18% 的复合增速增至 2025 年的 6.4 亿元。中国急救转运呼吸机市场集中度较高,2021 年 CR4 为 75%,国产品牌安保科技、谊安为市场 top2,进口品牌万曼与德尔格合计占据 25% 的市场份额,仍存在国产替代空间。迈瑞于 2023 年上半年推出 TV80/TV50 两款新产品,有望在急救与转运市场中分一杯羹,贡献新的业绩增量。

**图表 63: 2019-2025E 中国急救转运呼吸机市场规模(亿元)**


资料来源:众成医械,MD CLOUD,国盛证券研究所

**图表 64: 2021 年中国急救转运呼吸机市场份额**


资料来源:众成医械,MD CLOUD,国盛证券研究所

### 3.5 灯床塔:公司产品线完善,市占率位居国内第一

常规手术量恢复带动国内灯床塔市场稳定增长,2021 年灯床塔市场规模为 43.31 亿元。灯床塔是用于外科手术的设备,包括手术灯、手术床、吊塔吊桥、数字化手术室等,为手术室基础硬件设施。近年来,国内灯床塔市场的增长较为稳定。2020 年受常规手术量下滑影响,市场规模由 2019 年的 48.39 亿元降至 2020 年的 40.99 亿元,同比下滑 15%,此后随着常规手术量的恢复而稳定复苏,预计 2022 年市场规模为 45.85 亿元。

图表 65: 2014-2022E 国内灯床塔市场规模

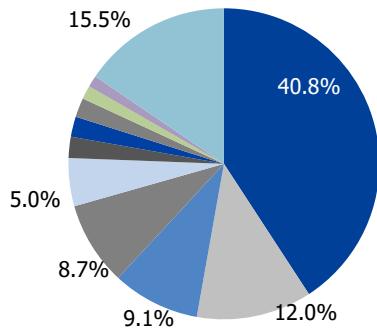


资料来源：共研网，国盛证券研究所

**迈瑞灯床塔市占率国内第一。**随着国内医疗新基建和常规采购的复苏，以及在国产替代政策的推动下，迈瑞灯床塔市占率位居国内第一，超越了迈柯唯、德尔格等国际龙头。手术灯市场上，2023 年迈瑞占有 40.8% 的市场份额，为绝对的市场第一。手术床市场上迈瑞与迈柯唯两家企业主导市场，2023 年迈瑞、迈柯唯的市占率分别为 26.4%、17.5%，公司在灯床塔市场上龙头地位稳固。

图表 66: 2023 年中国手术灯市场竞争格局

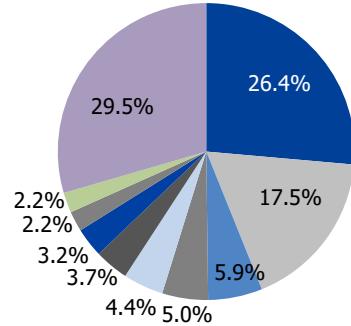
■ 迈瑞	■ 科曼	■ 马赫博士	■ 德尔格医疗
■ 美迪兰	■ 三丰东星	■ 新华医疗	■ 康尔建



资料来源：众成医械，MDCLOUD，国盛证券研究所

图表 67: 2023 年中国手术床市场竞争格局

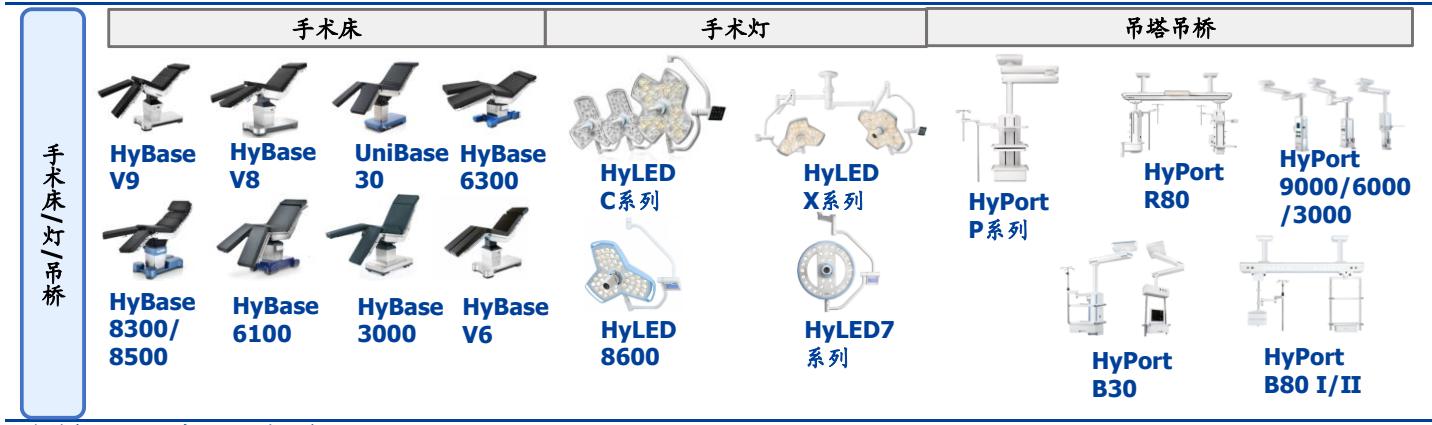
■ 迈瑞	■ 迈柯唯	■ 美迪兰	■ 明基三丰	■ 赛瑞
■ OSI	■ 三丰东星	■ 瑞穗	■ 新华医疗	■ 其他



资料来源：众成医械，MDCLOUD，国盛证券研究所

**灯床塔产品线完善，凭借过硬实力赢得广泛认可。**公司灯床塔布局全面，包括 HyBase 系列、UniBase 系列手术床，HyLED 系列手术灯，HyPort 系列吊塔吊桥。手术灯方面，2010 年公司发布 HyLED 9 系列，具备优异的发光效率、无热量光源、长使用寿命等优势，在世界范围内广受欢迎，并因创新的工业设计获得了“红点奖”。手术床方面，HyBase 为主要系列，采用“三防一透”技术——透气、防水（迈瑞独有的无缝烫接技术）、防静电、防褥疮，能有效减少临床褥疮溃疡发病率。吊塔吊桥方面，公司获得了 ISO、IEC、CE、RoHS 等认证，吊塔设计拥有转动关节设计等六项专利。公司灯床塔系列产品完善、质量过硬，得到了世界范围内的广泛认可。

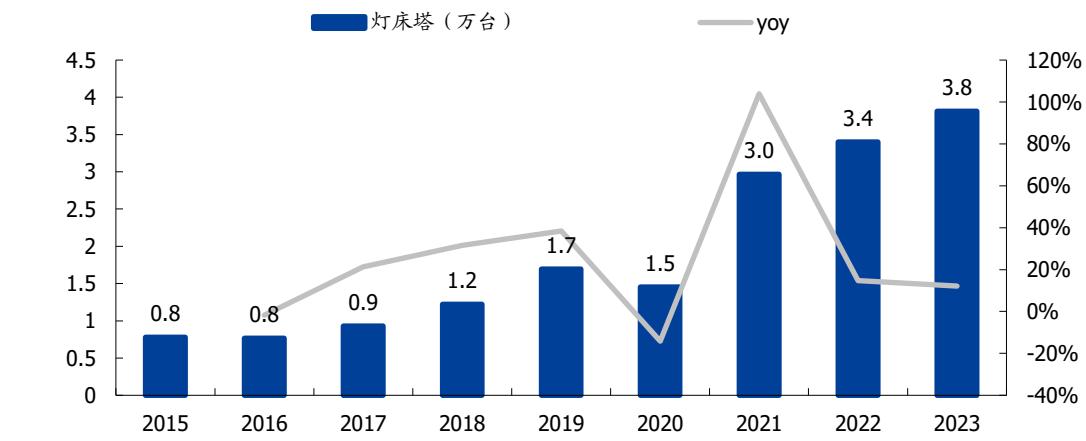
图表 68: 公司灯床塔系列产品



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

**常规手术恢复+新基建推动灯床塔销售持续增长。**2015-2023 年公司灯床塔产品销量 CAGR 为 21.94%，2020 年受常规手术量下滑影响，销量也有所下滑，2021 年随着常规手术的恢复，销量快速反弹。随着医疗基础建设、分级诊疗推进、国产替代等持续推进，未来公司的灯床塔产品的渗透率将持续提升，销量有望维持稳定增长。

图表 69: 2015-2023 年公司灯床塔销量（万台）

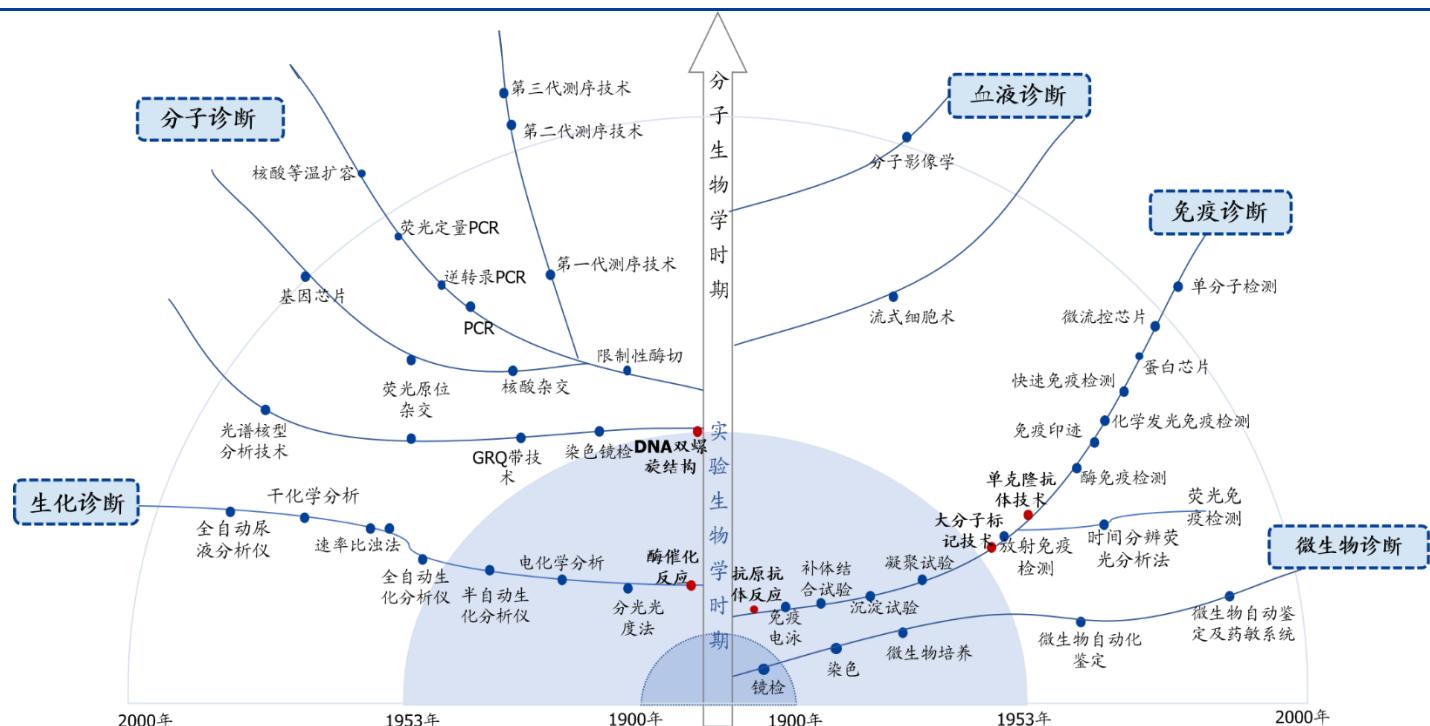


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

## 4. 体外诊断：高速增长引擎，内生外拓筑牢竞争优势

体外诊断应用贯穿临床治疗全过程，可提供约 **80%** 临床诊断信息。体外诊断（In-Vitro Diagnostics，简称 IVD），是指在人体之外，通过对样品（如血液、体液、组织等）进行检测而获取临床诊断信息的技术，具有快速、便捷和有效性等优点。其原理是通过试剂和体内物质在外的反应强度或速度来判断体内物质的性质和数量，进而判断人体的生理状态。体外诊断的临床应用贯穿疾病预防、初步诊断、治疗方案选择、疗效评价等疾病治疗的全过程，已经成为人类进行疾病预防、诊断治疗必不可少的医学手段。IVD 包括生化诊断、免疫诊断、分子诊断、血液诊断、微生物诊断等细分领域。

图表 70：体外诊断相关技术发展历程



资料来源：麦田生物官方公众号，国盛证券研究所

**技术突破引领产业四次革命，国内 IVD 产业集群形成，国产替代可期。**体外诊断产业是随着现代检验医学的发展而产生的，同时其产业化发展又极大推动了检验医学的发展。20世纪以前，显微镜的发明催生了以微生物镜检为主的一些传统检验手段，属于最初的体外诊断方式。20世纪80年代以来，随着现代生物技术、单克隆抗体技术、微电子处理器、光化学等方面的重大突破，全球体外诊断行业先后经历了“生化、酶联免疫、化学发光、分子诊断”四次革命。在发展初期，我国体外诊断行业技术水平以及产品质量与国外差距很大，经过四十余年的发展，现已具备一定的市场规模和行业基础。国内 IVD 产业已经进入并购整合，有序发展的新阶段，国产 IVD 产业集群逐步形成，国产替代有望突破。

图表 71：中国体外诊断行业发展历程

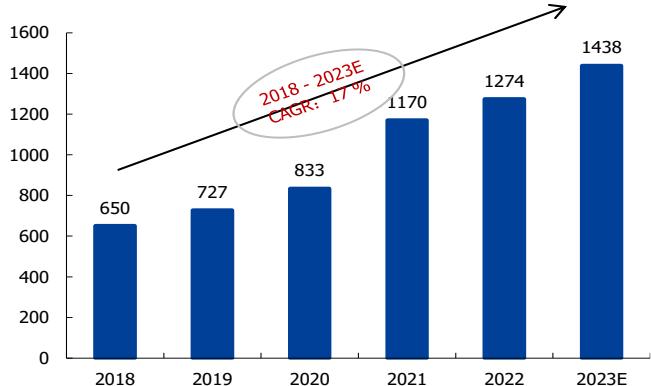


资料来源：健康界《2021 体外诊断行业发展研究报告》，国盛证券研究所

## 4.1 体外诊断千亿市场，细分领域各放异彩

全球体外诊断市场规模已达千亿美元，国内体外诊断市场高速增长，**2016-2022 年 CAGR 达 18.61%**。Kalorama Information 数据显示，受检测需求激增的影响，2021 年起全球体外诊断市场规模显著增长，2022 年已达 1274 亿美元，2018-2023 年 CAGR 为 17.21%。受益于中国人口老龄化、卫生支出费用上升、创新标志物发现、诊断技术更迭、突发性公共卫生事件拉动检测需求等因素驱动，中国体外诊断行业亦保持高速增长。2016-2022 年，中国 IVD 市场规模从 430 亿元增至 1197 亿元，期间复合增速高达 18.61%，千亿市场高速增长。

图表 72：2018-2023E 全球 IVD 市场规模（亿美元）



图表 73：2016-2022 年中国 IVD 市场规模（亿元）



资料来源：Kalorama Information，中商产业研究院，国盛证券研究所

资料来源：《中国医疗器械蓝皮书（2023 年）》，Eshare 医械汇，国盛证券研究所

**IVD 细分领域多样，市场参与者众多。**按检验原理和方法的不同，体外诊断细分市场主要有生化诊断、免疫诊断、分子诊断、微生物诊断、血液诊断；按应用场景的不同，另有即时检测（point-of-care testing，简称 POCT）类。生化诊断是指有酶反应参与、或者抗原抗体反应参与，主要用于测定酶类、糖类、脂类、蛋白和非蛋白氮类、无机元素类等生物化学指标、机体功能指标或蛋白的诊断方法；免疫诊断是利用抗原抗体之间的特异性免疫反应来测定免疫状态、检测各种疾病的诊断方法；分子诊断是在基因水平

进行检测的手段，具有更高的灵敏度和特异性。IVD 市场玩家众多，包括罗氏、雅培、西门子、贝克曼为代表的进口厂商，以及迈瑞、新产业、安图等为代表的国产企业。迈瑞体外诊断业务涉及生化诊断、免疫诊断、血液诊断等领域，凭借强劲的技术实力与品牌影响力持续提升市场份额。

图表 74: IVD 细分市场情况一览

分类标准	类别	国产代表公司	进口代表公司	技术细分	原理	应用领域
按检测原理或检测方法分类	生化诊断	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 封闭：迈瑞、科华、迪瑞</li> <li>• 开放试剂：迈克、美康、利德曼</li> <li>• 开放仪器：东芝、日立</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 封闭：罗氏、雅培、贝克曼、西门子</li> </ul>	干化学	通过各种生物化学反应测定体内酶类、糖类、脂类、蛋白和非蛋白氮类、无机元素类等生化指标	临床急诊生化项目检测
				其他		血常规、尿常规、肝功能、肾功能等检测
	免疫诊断	新产业、迈克、安图 迈瑞	罗氏、雅培、贝克曼 西门子	化学发光	将抗原或抗体与样本结合，由微孔板或磁珠等捕捉反应物，再加发光促进剂，最后用发光信号测定仪进行测定	传染性疾病、内分泌、肿瘤、药物血型等检测
				酶联免疫	将抗原或抗体同样本结合，标记物上的酶与底物反应，依据底物颜色变化程度确定结果	
				胶体金	蛋白质等高分子被吸附到胶体金颗粒表面的包被过程，聚合物聚集后肉眼可见	乙肝、HIV、标志物、女性妊娠、毒品等检测
				乳胶比浊	抗体或抗原吸附在胶乳颗粒上，与抗原或抗体发生交联反应，形成抗原抗体复合物，胶乳颗粒发生凝聚	特定体液蛋白检测
				免疫荧光	运用免疫学方法与荧光标记技术结合来研究特异蛋白抗原在细胞内分布	细菌、病毒、皮肤活性等检测
				时间分辨荧光	根据镧系元素螯合物发光特点，用时间分辨技术测量荧光，同时检测波长和时间两个参数进行信号分辨	激素、病毒性肝炎、肿瘤等检测
				放射免疫	将放射性同位素的高度灵敏性、精确性和抗原抗体反应的特异性相结合的体外测定技术	激素、微量蛋白、肿瘤标志物和药物微量物质检测
按应用场景分类	分子诊断	达安、凯普、贝瑞、艾德、透景	罗氏、雅培、凯杰、西门子	聚合酶链式反应	DNA高温变成单链，低温互补配对链合成	病毒、细菌等检测
				荧光原位杂交	标记的已知顺序核酸为探针与细胞或组织切片中核酸进行杂交，从而对特定核酸精确定量定位	基因图谱、病毒等检测
				基因芯片	在一块基片表面固定了序列已知的靶核苷酸的探针，互补匹配确定序列	药物筛选、新药开发、疾病诊断等
				基因测序	从血液或唾液分析测定基因全序列，预测多种疾病	基因图谱、唐筛等
	微生物诊断	安图、基蛋	梅里埃、碧迪、伯乐 岛津	药敏试验	体外测定药物抑菌或杀菌能力的试验	实验室检验
				培养与形态观察	对细菌培养观察菌落	细菌、真菌
	血液诊断	迈瑞、帝迈	Sysmex、贝克曼、Horiba、西门子	全自动微生物分析系统	细菌鉴定的生化反应	
				涂片+镜检	检测异型血溶血现象	血型检测等
				血细胞分析	通过仪器检测对红细胞、白细胞等进行分析	红细胞、白细胞、血小板等检测
				流式细胞术	高速分析上万个细胞，能同时从一个细胞中测多个参数	
按应用场景分类	POCT (即时检验)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 血糖类：三诺、怡成、鱼跃</li> <li>• 非血糖类：万孚、基蛋、明德</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 血糖类：强生、罗氏、雅培</li> <li>• 非血糖类：罗氏、雅培、强生、雷杜、梅里埃</li> </ul>	-	即时检验(point-of-care testing)，指在采样现场利用便携式分析仪器及配套试剂快速得到检测结果	心脏标志物、肝素抗凝等

资料来源：IVD 工具人公众号，亚辉龙招股书，国盛证券研究所

**免疫诊断是 IVD 最大的细分子领域。**据医械汇数据，免疫诊断、分子诊断、生化诊断和 POCT 是 IVD 行业重要的细分领域，市场份额分别为 37%，22%，15%，11%。其中，免疫诊断份额最大，2022 年市场规模达到 445 亿元。分子诊断具有检测时间短、灵敏度更高、特异性更强等优势，处于快速增长期。生化诊断国内竞争较为激烈。**POCT (即时检测)** 在突发公共卫生防控中需求不断增长，近年来崭露头角。

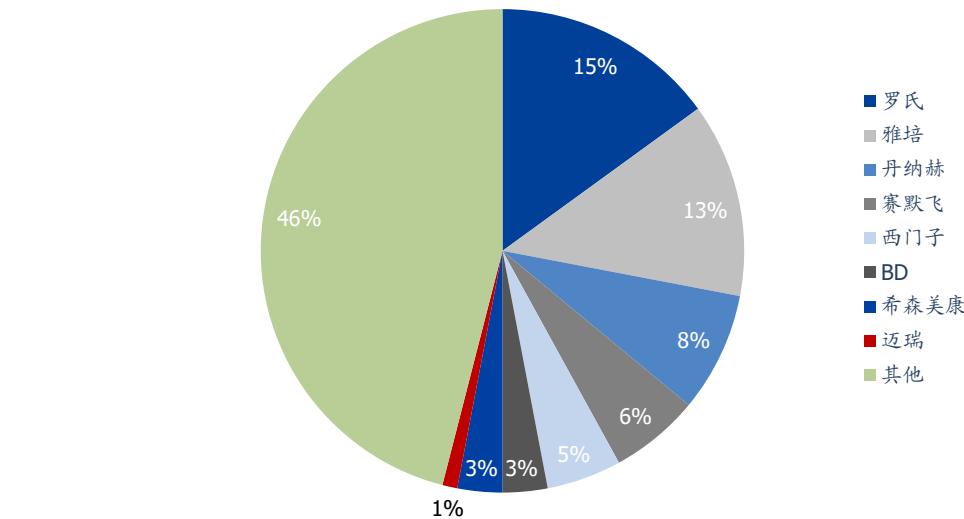
图表 75: 2022 年中国 IVD 各细分市场规模及同比增长率

细分市场	占比	市场规模						YoY
免疫诊断	37%	445亿元						19.30%
分子诊断	22%		258亿元					11.69%
生化诊断	15%			181亿元				5.85%
POCT	11%				135亿元			20.54%
血液诊断	8%					92亿元		10.84%
微生物诊断	3%						36亿元	-
其他	4%						50亿元	-
总计		1197亿元						

资料来源：《中国医疗器械蓝皮书（2023 年）》，Eshare 医械汇，国盛证券研究所

海外龙头垄断市场，以迈瑞为首的国产厂商逐步崭露头角。海外 IVD 企业起步较早，技术底蕴深厚，凭借着完善的产品线与更好的产品质量占领了全球 IVD 市场。罗氏作为行业龙头，2022 年全球市场份额达 15%。雅培和丹纳赫的市场份额紧随其后，分别占比 13% 和 8%。当前国内体外诊断中游产业迈入并购整合阶段，国内企业进行外延式并购，整合产业上下游将是发展壮大自身的重要途径。外延并购也是迈瑞发展壮大的 IVD 业务的思路，2021 年收购海肽生物，强化 IVD 核心原材料；2023 年收购德赛诊断，完善了海外 IVD 业务供应链平台。2022 年迈瑞在全球 IVD 市场中的份额仅为 1%，仍有巨大成长空间，随着海外布局的加速拓展，迈瑞 IVD 业务有望在全球崭露头角。

图表 76：2022 年全球体外诊断市场竞争格局



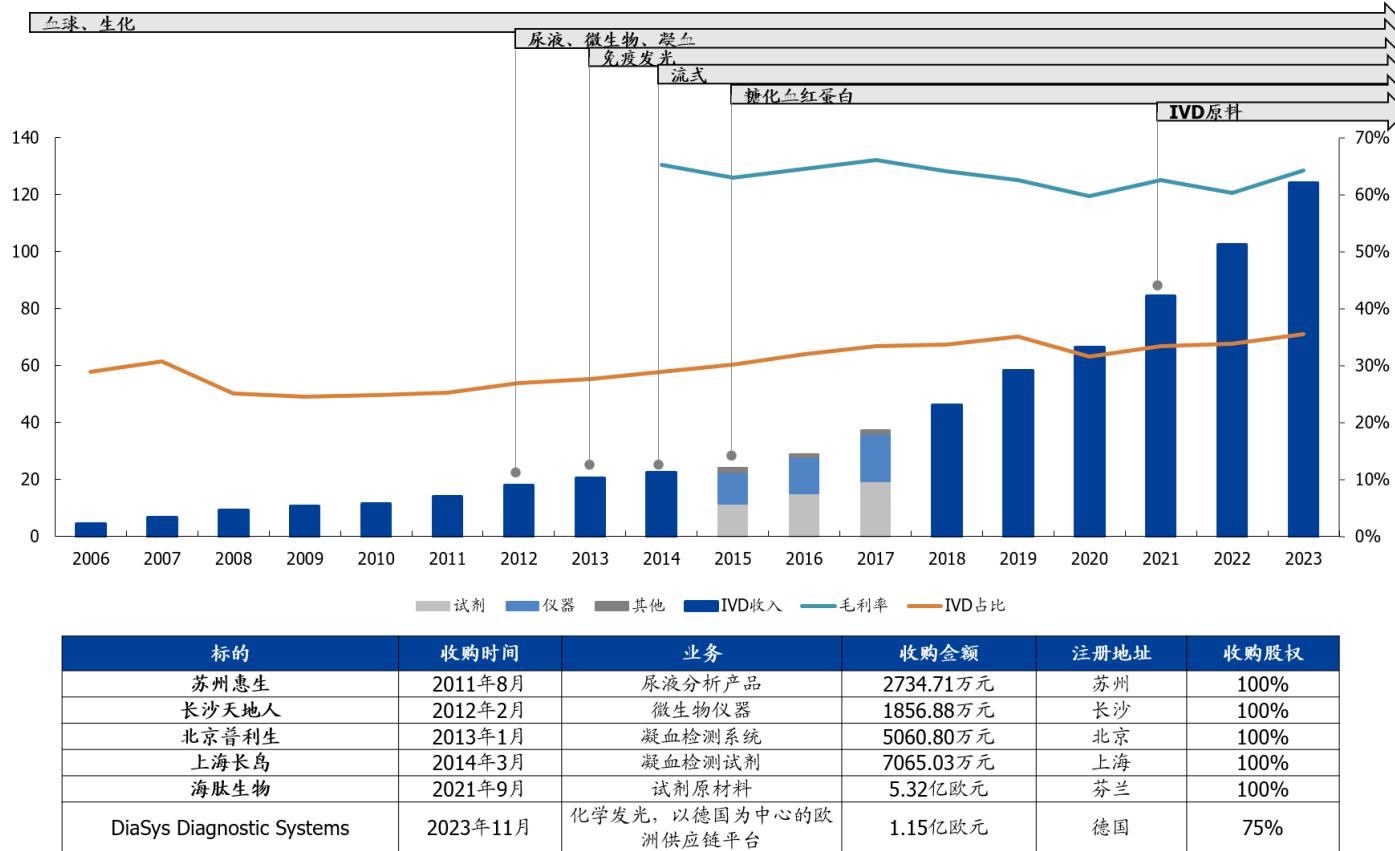
资料来源：中商产业研究院，体外诊断资讯网，迈瑞医疗 2022 年报，国盛证券研究所

## 4.2 并购推动业务拓展，集采促进国产替代

体外诊断业务是公司高速增长的重要驱动力，**2014-2023** 年营收 CAGR 超 20%。1998 年推出中国第一台准全自动三分群血液细胞分析仪 BC-2000，公司 IVD 布局逐步拓展至血球、生化、尿液、微生物、凝血、免疫发光、流式、糖化血红蛋白等领域。2023 年公司 IVD 业务实现收入 124.21 亿元，同比增长 21.12%，2014-2023 年 CAGR 达到 20.93%，IVD 板块是公司业绩高速增长的重要驱动力。

**并购整合是 IVD 业务线拓展的核心驱动力之一。**自 2011 年起，公司通过并购苏州惠生、长沙天地人、北京普利生、上海长岛成功进入尿液、微生物、凝血三大细分领域。面对产业链上游原料的“卡脖子”问题，迈瑞在 2021 年以 5.32 亿欧元收购了全球知名的 IVD 原材料公司海肽生物 (HyTest) 100% 股权，实现了在化学发光原材料领域核心技术的自主可控。目前迈瑞与海肽生物研发团队整合进展顺利，正在积极布局新项目的研发和成果转化。2023 年，迈瑞收购德赛诊断 (DiaSys Diagnostic Systems) 75% 的股权。德赛是全球知名体外诊断品牌，深耕体外诊断产品、质控品及校准品业务 30 余年，迈瑞将通过德赛逐步导入和完善海外 IVD 业务供应链平台，加强在海外本地化生产、仓储、物流、服务等能力建设。预期并购德赛能使公司一举突破海外中大样本量客户开拓瓶颈，为实现 IVD 业务的全面国际化奠定坚实基础。

图表 77: 2006-2023 年迈瑞医疗 IVD 收入与板块拓展情况



资料来源: Wind, SEC.gov, 公司公告, 国家药品监督管理局, 全国体外诊断网 CAIVD 公众号, 国盛证券研究所

**仪器卡位、试剂放量，借集采之力市占率快速突破。**在装机量提升的带动下，试剂销量从 2015 年的 417 万盒提升至 2023 年的 2069 万盒，年复合增速高达 22.17%。2021 年下半年开始，公司积极参与集中带量采购项目，包括安徽省化学发光、凝血集采，江西 23 省生化肝功集采，福建宁德市与南平市 IVD 集采，南京医保局 IVD 整体谈判等，迅速提高了医院覆盖率与市占率。安徽省化学发光集采落地后，公司在当地试剂收入增量超 1 亿元，成功突破空白三级医院 35 家，跃居安徽省市占率第一。江西省生化肝功集采报量后，公司在当地的市占率提升一倍。

图表 78: 2015-2023 年公司体外诊断分析仪销量



图表 79: 2015-2023 年公司体外诊断试剂销量 (百万盒)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 80: IVD 集采情况与迈瑞参与结果

序号	时间	领域	涉及省份	采购周期	降价幅度	迈瑞参与结果	中标企业
1	2021年8月	化学发光	安徽省	2年	47.02%	1) 2022年在安徽省的化学发光业务实现了超过85%的增长，试剂收入增量超1亿元，突破空白三级医院35家。市占率提升至20%以上，实现了安徽市场份额第一的目标。 2) 2023年，公司在安徽省的核心套餐及集采相关项目都取得了高速增长。其中，心肌标志物及炎症增长64%，甲状腺功能增长42%，传染病增长34%，肿瘤标志物增长32%。	迈瑞、雅培、新产业、长光华医、西门子、博阳生物、索灵诊断、奥森多、万孚生物、微点生物、基蛋生物、明德生物
2	2021年9月	IVD+骨科耗材	南京市	2年	35.51%	设备和流水线全面进入南京29家顶尖大医院，其中60%为白色客户装机，南京IVD业务实现翻倍以上增长，试剂收入增量超过1200万元。后续进行了延续谈判，范围进一步扩大到南京40家大医院。	迈瑞
3	2022年7月	IVD	宁德市、南平市	2年	-	宁德集采预计带来年试剂增量超过1500万元。南平集采预计突破12家高端医院，并带来年试剂增量超过1200万元。	迈瑞、亚辉龙、热景生物、基蛋生物、长岛生物、太阳生物、希森美康等
4	2022年8月	肝功	江西省牵头23省际联盟	2年，可视情况延长1年	68.64%	在已执行省份中，2023年肝功集采相关项目同比增长超过了20%，明显超过了生化业务的平均增速。	大千生物、世纪康大、安图生物、九强生物、基蛋生物、迈瑞、罗氏、西门子、贝克曼、圣湘生物等
5	2022年12月	凝血	安徽省	2年	40.16%	凝血七项全线中标	希森美康、思塔高、赛科希德、大千生物、美创新跃、世纪沃德、众驰伟业、帝迈生物、积水医疗、迈克生物、迈瑞等
		POCT			57.35%	-	乐普、泰杰伟业、诺尔曼、基蛋生物、明德生物、万孚生物、汇吉生物、微点生物等
6	2023年9月	肾功	江西省牵头24省际联盟	2年，可视情况延长1年	-	-	-
		心肌酶			-	-	-
7	2023年10月	PCR	安徽省牵头25省际联盟	2年	-	-	-
		化学发光、酶联免疫			-	-	-

资料来源：江西省医疗保障局，安徽省医药集中采购平台，宁德市医保局，赛柏蓝器械，器械之家，体外诊断网，国盛证券研究所

**IVD 海外客户拓展提速。**公司通过并购和自建的方式持续拓展海外市场，加快建设 IVD 海外市场的生产制造、物流配送、临床支持、IT 服务等能力，海外中大样本量客户的渗透速度持续加快。2022 年公司突破近 300 家全新高端客户，2023 年突破超过 450 家全新高端客户，IVD 的海外拓展如火如荼。

图表 81：迈瑞医疗 IVD 海外大客户合作情况

地区	客户	地位	合作进展
<b>2019年</b>			
南美	DASA集团	南美最大的实验室	提供高效准确的体外诊断解决方案
<b>2021年</b>			
意大利	拉姆检测中心		
西班牙	富恩拉夫拉达医院		
波兰	格但斯克医科大学医院		
罗马尼亚	生物医疗检测实验室		
巴西	DASA RJ	巴西最大的连锁实验室	
埃及	皇家实验室	埃及排名前三的连锁实验室	
罗马尼亚	克卢日省级儿童医院	罗马尼亚排名前三的医院	
<b>2022年</b>			
体外诊断业务在国际市场突破了超过150家全新高端实验室，还有接近100家已有高端实验室实现了更多产品的横向突破。			
意大利	圣马特奥综合医院		
塞尔维亚	国家中心教学医院		
罗马尼亚	特尔古穆列什教学医院		
公司突破了接近300家全新高端客户，有超过120家已有高端客户实现了更多产品的横向突破，其中包括近70家第三方连锁实验室。			
意大利	罗马第二大学医院		
罗马尼亚	蒂尔古·穆雷斯县急诊临床医院		
西非	加纳科尔布教学医院	西非最大的教学医院	
巴西	达萨集团	全球排名第五、拉美排名第一的连锁实验室	公司的产品实现持续突破装机
波兰	戴尔诺斯帝卡	波兰第一大私立连锁实验室	迈瑞提供了解决手工、测速和成本需求的方案，并在首台装机后邀请其他分支参观讨论，实现横向的连续突破
泰国	蓝康恒	泰国排名前二的私立医院集团，旗下有40多家医院和诊所	签订战略合作关系，迈瑞产品在其旗下的医院实现快速装机
<b>2023年</b>			
公司突破了超过450家全新高端客户，包括106家第三方连锁实验室，还有接近110家已有高端客户实现了更多产品的横向突破。			
迪拜	谢赫哈利法医学城综合医院	迪拜顶级医院	
意大利	帕维亚大学教学医院	意大利TOP 6医院	实现更多产品的横向突破
	Humanitas	意大利最重要的私立医院集团之一	
巴西	AFIP集团	巴西TOP 5的连锁集团	
中东	ASTER集团	中东最大的连锁集团	
欧洲	Cerba集团	欧洲TOP 2的连锁实验室	
罗马尼亚	Medlife集团	罗马尼亚TOP 1的高端私立医院集团	
阿联酋	NMC Healthcare	阿联酋最大的私营医疗保健公司	
土耳其	Medicana	土耳其最大的私营医疗保健公司之一	
埃及	IDH Group	埃及最大的连锁实验室	
哈萨克斯坦	Invivo	中亚最大的私立实验室连锁集团 Invivo	
菲律宾	Hi-Precision Diagnostics	菲律宾 TOP 1 的连锁实验室	实现体外诊断业务全新突破
印度尼西亚	Parahita	印度尼西亚头部连锁实验室	
马来西亚	Innoquest	马来西亚最大的连锁试验集团 Innoquest	

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

### 4.3 免疫诊断：罗雅贝西占据主导，借力集采+并购提升海内外市占率

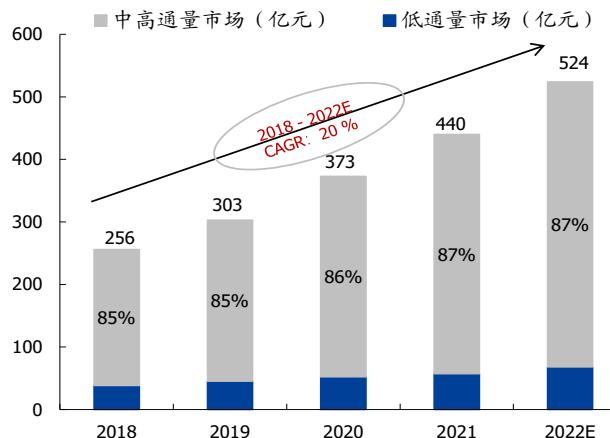
**超 500 亿免疫诊断市场，目前主流技术为化学发光。**免疫诊断主要通过测定抗原、抗体、免疫细胞及其分泌的细胞因子的方法进行检测。从上世纪 60 年代开始，经历了胶体金、酶联免疫等技术的发展，近年来国内的临床应用以化学发光检测技术为主，该技术具有高灵敏度、高特异性、高通量、高稳定性、易操作等优点。免疫检测平台在临床应用中大致可分为中高通量仪器和低通量仪器，根据德勤咨询数据，中高通量仪器占据 87% 的免疫诊断市场体量。化学发光因检测时间较短且仪器自动化程度高，成为高通量市场的领军技术，在 2022 年占据高通量市场 88% 的份额，也即整个免疫诊断市场的 77% 份额。随着国内企业在化学发光仪器和试剂上不断取得进展，化学发光试剂的医院覆盖率逐渐上升，产品使用率步入快速增长阶段，未来中国免疫诊断试剂市场发展空间巨大。

图表 82: 免疫诊断技术发展历程



资料来源：德勤咨询，国盛证券研究所

图表 83: 2018-2022E 中国免疫诊断市场规模（亿元）



资料来源：德勤咨询，国盛证券研究所

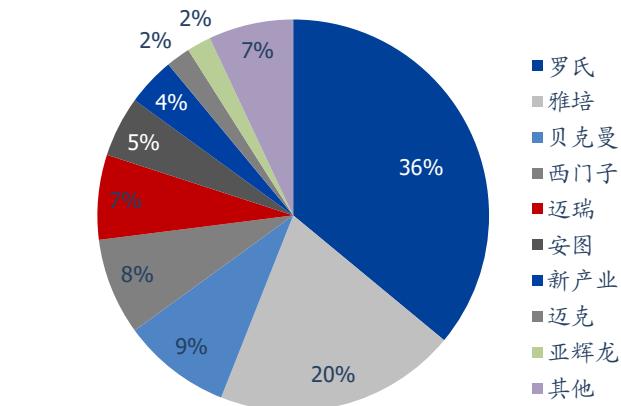
中国化学发光市场高速增长，“罗雅贝西”格局延续，国产企业奋力追赶。中国化学发光市场高速增长，2016-2020年CAGR达到24%。随着居民对疾病的预防检测意识提高，化学发光诊断的需求将保持高速增长，据《中国医疗器械蓝皮书》显示，预计2021-2025年中国化学发光市场规模复合增速将保持在18%，市场持续高景气。2021年中国化学发光市场中，“罗雅贝西”四大进口品牌（罗氏、雅培、贝克曼、西门子）占据超70%的市场份额。国内三级医院对检验结果精准度要求较高且测试需求大，因此对进口产品更加认可，国产厂商市场份额较低。随着迈瑞等国产企业在高端仪器及试剂原材料方面取得突破，高端医院进院也取得较好进展，国产企业正在进行加速追赶，国产替代有望加速突破。

图表 84: 2016-2020年中国化学发光市场规模（亿元）



资料来源：《中国医疗器械蓝皮书》，中商产业研究院，国盛证券研究所

图表 85: 2021年中国化学发光市场竞争格局



资料来源：德勤咨询，国盛证券研究所

化学发光仪器：分析仪产品线丰富，高端产品装机表现亮眼。目前，化学发光分析仪系列产品单机速度覆盖120、180、240、480及500T/h，可满足不同检测需求。在《第九批优秀国产医疗设备的产品目录》中迈瑞6个型号的全自动化学发光免疫分析仪和4个型号的小型化学发光免疫分析仪入选，产品力超群。在装机表现上，2023年公司在国内化学发光新增装机超2000台，其中高速机占比达到近六成，高端机型取得靓丽表现。

图表 86: 迈瑞化学发光仪器参数一览

型号	CL-8000i	CL-6000i	CL-2000i	CL-1000i	CL-900i
图片					
发光原理	酶促发光				
发光标记物	ALP+AMPPD				
测试速度 (T/H)	500	480	240	120	180
样本位	300	300	300	60	50
试剂位	36	36	36	25	15
首个结果所需时间 (min)	18	18	18	18	18
拓展情况	可拓展	可拓展	可拓展	不可拓展	不可拓展

资料来源：体外诊断网，国盛证券研究所

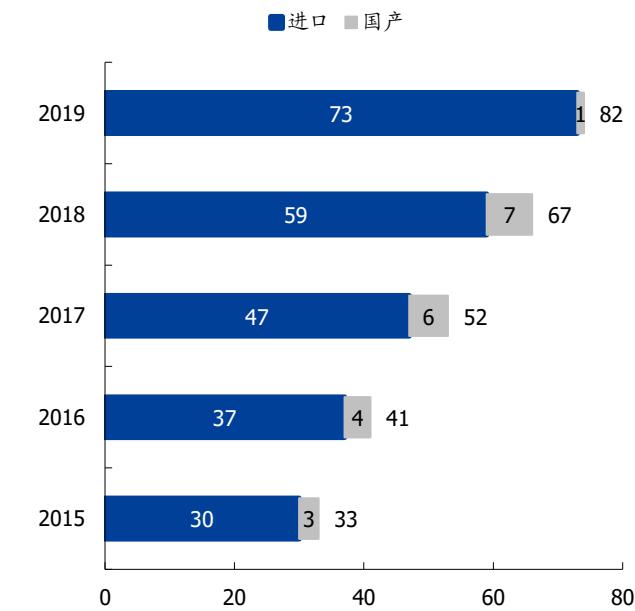
**化学发光试剂：并购海肽赋能研发，掌握核心原料，实现源头创新。**2019年中国IVD原料市场规模达82亿元，随着我国IVD行业快速发展，作为产业链上游的IVD原料市场需求快速扩大，我们认为中国IVD原料市场将保持稳定增长。2021年，迈瑞以5.32亿欧元完成对全球顶尖IVD上游原料供应商海肽生物的收购。收购海肽有利于优化试剂生产成本，显著提升试剂性能，并强化了公司化学发光试剂的研发能力。通过结合海肽在原材料上的技术优势，公司在2023年下半年推出了行业领先水平的心脏标志物新产品（高敏心肌肌钙蛋白hs-cTnI及氨基末端脑利钠肽前体NT-proBNP），展现了公司领先的源头创新能力。

图表 87: 海肽生物检测项目及部分产品

检测项目	产品数量	主要产品(部分)
心肌标志物	138	cTnI、cTnT、NT-proBNP、BNP、TnC、PAPP-A
凝血和贫血	39	EPO、Ferritin、D-dimer、sTfR
代谢综合征	28	大鼠C肽抗体、人胰岛素抗体、人脂联素
肾脏疾病	34	KIM-1、RBPA4、胱抑素C抗体、
生殖和妊娠	23	IGFBP-1、AFP、AMH、PAPP-A、MISR
激素	33	FSH、泌乳素抗体、睾酮抗体、雌二醇抗体
肿瘤标志物	40	CA-125抗体、CA19-9抗体、CA15-3、CA19-9
神经生物学	52	NFL、人S100蛋白抗体、牛S100蛋白、GFAP
免疫球蛋白和血清学	27	IgG3、IgG4、IgE、IgG、TPO
炎症	45	CRP、SAA、IL-6、PCT、干扰素γ抗体
传染病	104	NDV、RSV、H3N2、H1N1、HEV、ORF2
兽医	131	RBPA4、SAA、cCRP、NT-proBNP、FMDV、cTnI
微生物和植物毒素	5	破伤风毒素抗体、金黄色葡萄球菌肠毒素B抗体
其他	24	柯萨奇病毒B3抗体、环孢菌素A抗体
神经节苷脂	26	Disialoganglioside GD3、Asiaialoganglioside GM2
甲状腺疾病	16	TPO、TSH、人甲状腺素抗体

资料来源：海肽生物官网，国盛证券研究所

图表 88: 2015-2019年中国IVD原料市场规模(亿元)



资料来源：诺唯赞招股书，国盛证券研究所

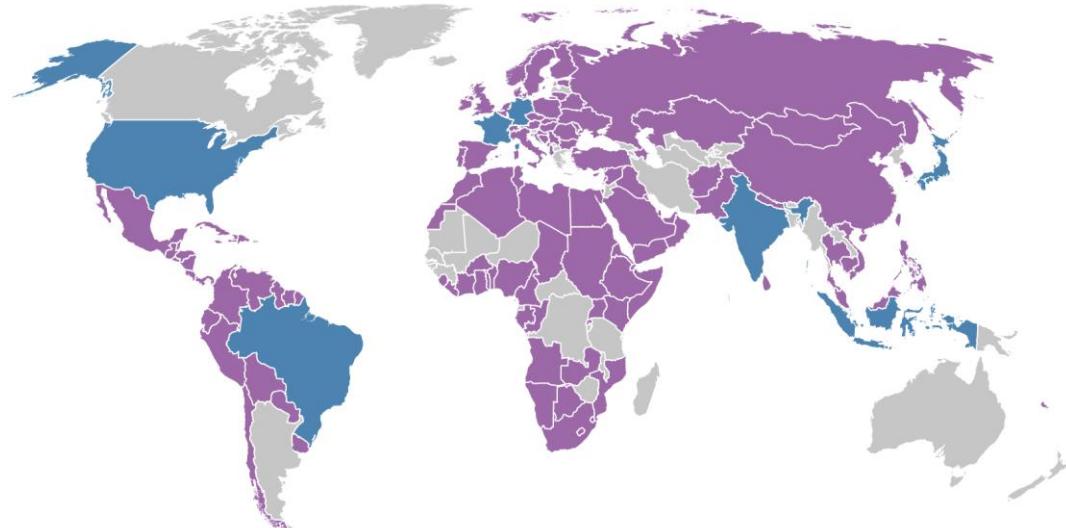
图表 89: 主流厂家化学发光检测项目数对比(个)

检测项目	迈瑞	亚辉龙	新产业	安图	罗氏	雅培	贝克曼	西门子
自身免疫病	0	50	21	14	1	1	0	2
生殖健康类	15	26	31	24	25	16	13	25
呼吸道病原体(除新冠病毒)	0	4	4	10	0	0	0	0
新型冠状病毒	0	2	0	2	0	0	0	0
EB 病毒	0	6	6	0	0	2	0	3
甲状腺	10	11	19	10	10	7	10	16
术前八项	12	8	15	13	10	12	0	12
肿瘤标志物	21	20	33	30	20	15	12	20
心肌标志物	6	6	13	11	6	4	5	8
肝纤维化	4	7	6	5	0	0	0	0
贫血	3	3	3	3	4	1	6	5
糖代谢	2	12	8	4	2	1	5	2
骨代谢	2	2	5	6	6	2	5	1
过敏	0	0	1	0	2	0	0	3
炎症	2	5	10	5	2	1	1	6
药物检测	0	0	5	0	5	10	1	10
高血压	5	2	7	5	2	2	1	3
其他	2	2	9	6	2	1	0	3
合计	84	166	196	148	97	75	59	119

资料来源：迈瑞医疗公司公告，NMPA，药融云生物医药数据库，国盛证券研究所（注：1.同一产品名称不同型号计数为1；2.同一检测项目因改进而多次获证计数为1；3.表格信息收集截至2024年7月9日）

**收购德赛诊断，加速 IVD 国际化布局。**2023 年 11 月，迈瑞完成对德赛诊断 75% 股权的收购，德赛诊断正式成为公司的控股子公司。迈瑞将通过德赛诊断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。德赛诊断是全球知名体外诊断品牌，在欧洲享有“液体生化试剂之父”的美誉，在免疫、生化、快速检测等领域拥有完善的布局。德赛诊断拥有全球化的销售网络布局，客户遍及超 140 个国家，在欧洲、亚太及拉美地区均有生产基地。迈瑞对德赛诊断的收购，有助于完善公司海外供应链平台，帮助突破海外高端客户，提升体外诊断业务的国际化竞争能力。

图表 90: 德赛诊断子公司与分销商网络



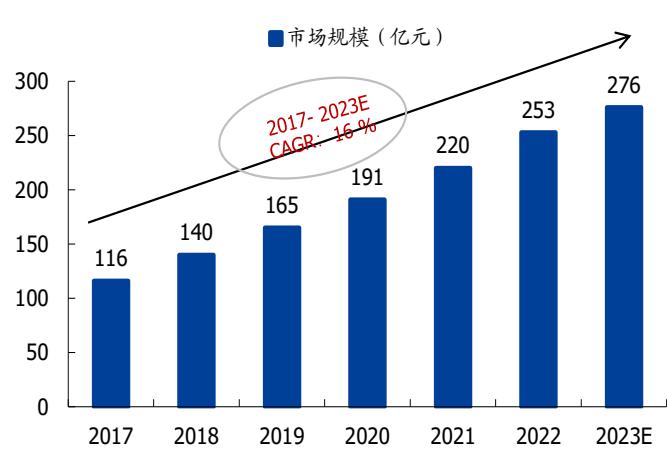
资料来源：德赛诊断官网，国盛证券研究所

#### 4.4 生化诊断：国产化率高且竞争激烈，公司占据国产第一份额

生化诊断，又称临床生化（Clinical Chemistry），指通过测定特定生化物质的含量或活性来判断人体是否处于健康状态并分析病因，常用于肝功能、肾功能、血糖、血脂等基础检查项目。生化诊断覆盖人群规模庞大，但技术门槛相对较低，是国内IVD企业最早突破的领域，市场竞争较为激烈。

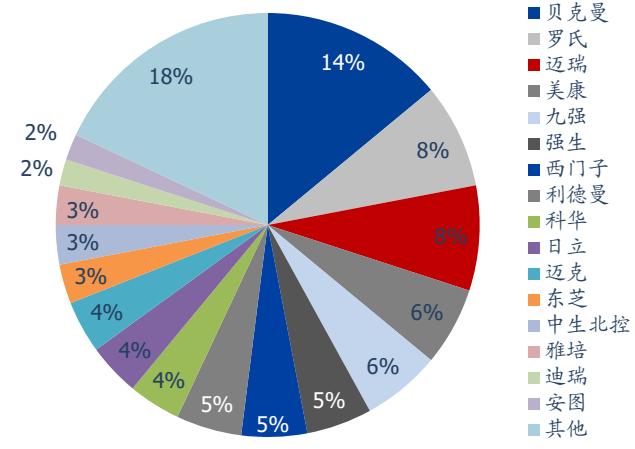
- **试剂方面**，国内厂商整体技术水平已基本达到国际同期水平。据《中国医疗器械蓝皮书》显示，国产生化试剂现已进入到三甲医院销售，国产品牌占据约70%的国内试剂市场份额，国产化程度高。
- **仪器方面**，国产替代率仅约30%。目前国内以迈瑞、科华、迪瑞为代表的国内公司的生化仪器，大部分面对中低端市场，该市场已经接近饱和，高端（高速检测的仪器）市场份额主要被国外龙头占据。

图表 91: 2017-2023E 中国生化诊断市场规模（亿元）



资料来源：中商产业研究院，国盛证券研究所

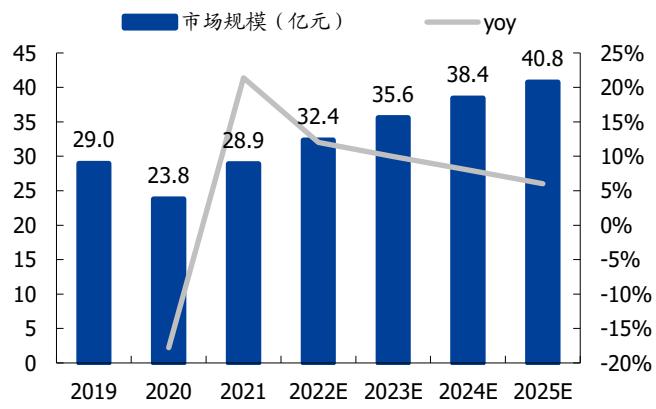
图表 92: 2022年中国生化诊断市场竞争格局



资料来源：《中国医疗器械蓝皮书》，Eshare 医械汇，国盛证券研究所

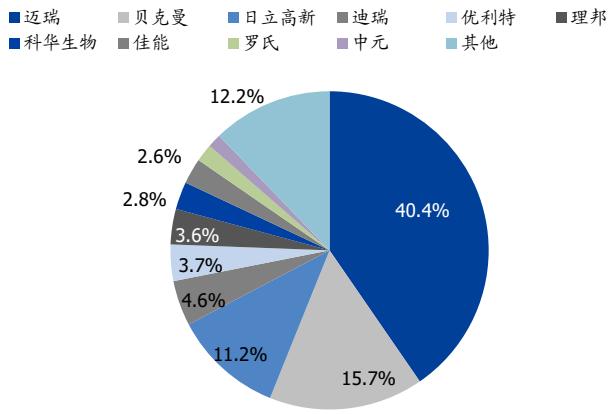
**生化分析仪增长平稳，国产替代相对充分。**生化诊断特异性相对较低，随着化学发光、分子诊断的快速发展，生化诊断有一定的可替代性，但我国人口基数庞大，具有便捷、低成本双属性的生化诊断在未来一定时间内仍将是主流的检测手段之一。根据MDCLLOUD预测，2021年我国生化分析仪市场规模为28.9亿元，预计到2025年增至40.8亿元，期间年复合增速为8.98%。我国生化分析仪市场国产替代率较高，根据2023年生化分析仪的中标金额数据，迈瑞以40.4%的份额保持领先，贝克曼、日立分别以15.7%、11.2%的份额位居其后。

图表 93: 2019-2025E 中国生化分析仪器市场规模（亿元）



资料来源：众成医械，MDCLLOUD，国盛证券研究所

图表 94: 2023年中国生化分仪市场竞争格局



资料来源：众成医械，MDCLLOUD，国盛证券研究所

迈瑞生化分析仪产品齐全，高端仪器性能比肩海外。2004年，公司推出中国第一台全自动生化分析仪BS-300，随后大力推动分析仪模块化检测系统的发展，并于2021年推出了高端全自动生化分析仪BS-2800M。BS-2800M可1分钟极速启动检测，将携带污染率控制在0.1ppm以下，并报告超精密的检测结果，还可灵活拓展成双模块，其检测速度、试剂位、可拓展性、污染率等性能参数已达到国际先进水平。

图表 95: 公司生化分析仪

天河生化免疫分析流水线	全自动生化分析仪	模块化生化检测系统
		
<b>SAL 6000</b>	<b>SAL 9000</b>	<b>BS-600M</b>
		
		<b>BS-200</b>
		
		<b>BS-350E</b>
		
		<b>BS-2800M</b>
		
	<b>BS-600</b>	<b>BS-180</b>
		
		<b>BS-830</b>
		
		<b>BS-2000M</b>

资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表 96: 不同厂商生化分析仪参数对比

公司	产品	图片	速度	样本体积	试剂位	反应体积	温控方式	搅拌方式
罗氏	c702		比色 2000;ISE 900	1.5-35ul	70	100-250ul	水浴 37±0.1℃	超声搅拌
雅培	Alinity c		比色 900;ISE 675	1.5-35ul	70	80-360ul	水浴 37℃	压电搅拌
贝克曼	AU5800		比色 2000;ISE 900	1.0-17ul	54	80-287ul 干式孵育液	37±0.3℃	搅拌棒搅拌
西门子	Atellica CH930		比色 1200;ISE 600	0.4-5ul	70	80-240ul	水浴 37±0.3℃	搅拌棒搅拌
日立	LST 008AS		比色 2000;ISE 900	1.5-35ul	70	100-250ul	水浴 37±0.1℃	超声搅拌
安图	FX-8		比色 2000;ISE 600	1.0-35ul	90	80-260ul	水浴 37±0.1℃	压电搅拌
迈瑞	BS-2800M		比色 2000;ISE 600	1.5-25ul	72	80-280ul	固体加热 37℃	搅拌棒搅拌
沃文特	CA2000		比色 2000;ISE 600-1200	1.0-25ul	160	80-450ul	固体加热 37±0.3℃	螺旋桨机械式搅拌
迪瑞	CS2000		比色 2000;ISE 400		176	70ul	水浴 37℃	/

资料来源：各公司官网，体外诊断网，国盛证券研究所

公司生化试剂布局较为齐全，借力集采迅速提升市占率。国内企业在生化试剂领域起步较早，国产品牌基本实现了国产替代。国内生化试剂的竞争较为激烈，试剂的同质化

也较为严重。部分厂商在深耕自己擅长的细分领域的同时，也开拓了一些新的项目，进行差异化的竞争。如安图布局了胃筛查、感染与过敏、多项校准质控等项目，九强生物布局药物监测等。迈瑞的生化试剂涵盖肝功、肾功、心肌标志物、血脂、特种蛋白等项目，并建立了完善的产品开发技术平台，包括酶促反应技术平台、抗干扰技术平台和胶乳技术平台，大大提高了产品开发的质量和效率。2022年8月，江西局牵头组织23省生化肝功试剂集采，迈瑞报量前后在当地的市场占有率有一倍左右的提升。2023年公司年肝功集采相关项目同比增长超过20%，显著高于生化业务的平均增速，公司积极拥抱集采实现了弯道超车。

图表 97：国内外主要品牌生化试剂分类与数量

	迈瑞	安图	迈克	九强	利德曼	科华	美康	沃文特	迪瑞	罗氏	西门子	雅培
肝功能	14	27	19	20	19	22	25	17	23	12		
肾功能	8	11	11	11	13	13	14	10	1	12		
心肌标志物	8	11	6	12	9	11	13	7	22	14		6
糖代谢	4	10	6	10	8	8	8	7	7		2	
血脂	7	18	11	18	16	13	14	9		9		
胰腺类	2	3		2	4	3	3	2	3	4		
炎症及特种蛋白	7	11	12	23	6	12	7	5	12	17	24	28
风湿	3					5	4	6	5			
无机离子	7	15	10	10	11	10	10	7	12	2		
贫血	5	6	3		2	2			4	12		
胃筛查		3				3						
肿瘤标志物	6			13	7	6	5		1	4		9
感染与过敏	4				12		4					
多项校准质控	7							3				
药物监测				4						21	18	6
药物滥用										25	15	
通常化学										49	37	
其他										2	7	
合计	65	132	78	133	107	112	120	76	92	109	125	101

资料来源：各公司官网，国盛证券研究所。注：数据截至2024年7月9日，由于各家厂商分类标准不一，部分产品进行了重分类。通常化学一栏包含了肝功、肾功、无机离子等项目。

#### 4.5 血液诊断：血球市场迈瑞市占率第一，血凝领域国际三巨头优势持续

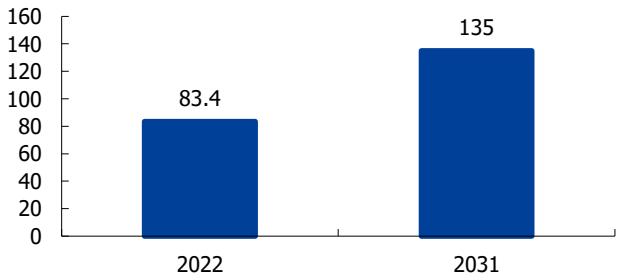
血液诊断分为凝血诊断、血细胞及流式细胞诊断两大类，2022年全球市场规模约83.4亿美元。血液诊断在肿瘤诊断、传染性疾病诊断、心脑血管疾病诊断、内分泌功能诊断、自身免疫疾病检测等领域应用广泛，可分为血栓与止血诊断、血细胞及流式细胞诊断两大类，对应的仪器为凝血分析仪，血球分析仪等。受白血病、淋巴瘤、镰状细胞贫血等血液疾病发病率提高的影响，全球血液诊断市场规模稳步提升。根据Straits Research数据显示，2022年全球血液诊断市场规模为83.4亿美元，预计将以5.5%的年复合增速增长到2031年的135亿美元。

图表 98：血液诊断分类、应用领域及代表公司

分类	基本原理	应用领域	代表公司
血栓与止血诊断（凝血诊断）	对人体的凝血、抗凝血、纤溶系统进行测试，判断人体止血与出血功能是否异常，主要包括凝血诊断、血流变检测、血小板聚集检测、血沉（红细胞沉降）检测等	血栓性及出血性疾病的预防、筛查、诊断和监测	希森美康、思塔高、德国BE、迈瑞、赛科希德、上海太阳
血细胞及流式细胞诊断	通过仪器对红细胞、白细胞进行分析：高速分析上万细胞，并能从一个细胞中测得多个参数	红细胞、白细胞、血小板检测	迈瑞、希森美康、帝迈、百特生物、迪瑞医疗

资料来源：《中国医疗器械蓝皮书（2023）》，Eshare 医械汇，国盛证券研究所

图表 99：全球血液诊断市场规模（亿美元）



资料来源：Straits Research，国盛证券研究所

中国血液诊断市场近百亿，分级诊疗有望推动下沉市场突破。中国人口基数庞大，老龄化趋势推动血液病患者持续增加，血液诊断市场快速发展。根据医械汇数据，2022

年中国血液诊断市场规模达 92 亿元，同比增加 10.84%。随着分级诊疗推动血液诊断技术向二级及以下医疗机构发展，未来将有更多的血栓性疾病、出血性疾病患者到基层医疗机构就诊，血液诊断市场方兴未艾。

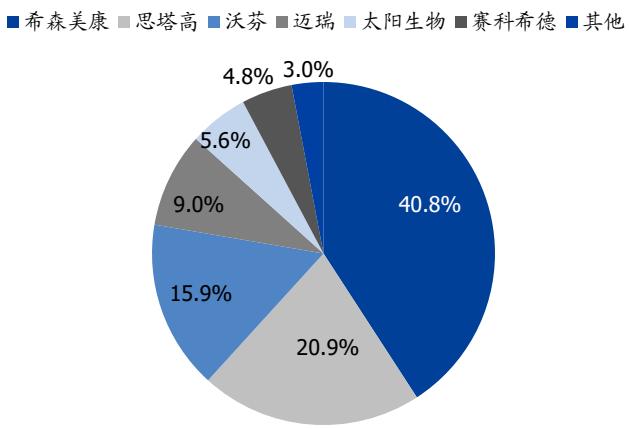
### 凝血诊断：行业快速增长，国产替代进程加深

- **市场规模：**受基层医疗机构、临床科室/ICU、专科医疗等新应用场景的推动，国内凝血市场高速发展。2021 年中国凝血诊断市场规模为 50 亿元，在分级诊疗、心脑血管患病率持续上升、患者认知程度加深等因素的推动下，预计 2021-2027 年复合增速为 18.15%。
- **竞争格局：**中国凝血诊断市场主要被外资占领，弗若斯特沙利文数据显示，2021 年希森美康、思塔高和沃芬分别以 40.8%、20.9%、15.9% 的份额占据市场前三。但行业 CR3 从 2018 年的 85.1% 下降至 2021 年的 77.7%，进口品牌市场份额在减少。由于技术进步与本土化优势等原因，国产企业迅速崛起，2021 年迈瑞在中国凝血诊断市场达到 9% 的市占率，位列第四，未来有望进一步增长。

图表 100: 2017-2027E 中国凝血诊断市场规模及预测



图表 101: 2021 年中国凝血诊断市场竞争格局



资料来源: Frost &amp; Sullivan, 国盛证券研究所

资料来源: Frost &amp; Sullivan, 国盛证券研究所

**迈瑞凝血分析仪持续迭代升级，CX-9000 助力突破高端医院。**面对市场被外资高度垄断的困境，迈瑞围绕打造一流的凝血检测系统的目标，通过凝血分析仪的迭代升级寻求突围机会。2022 年迈瑞在定频恒速光测平台基础上推出全新一代高端凝血分析仪 CX-9000，该仪器对样本 TAT（检测周转时间，TURN-AROUND TIME）管理效率实现突破性提升，临床达到三级医院的要求。迈瑞正积极推动 CX-9000 及配套试剂进入三级以上高端医院，预期将进一步提高公司在凝血市场的占有率和品牌影响力。在 2023 年 1 月的安徽省凝血试剂集采中，公司的凝血七项全线中标，为凝血试剂在安徽的销售打下坚实的基础。

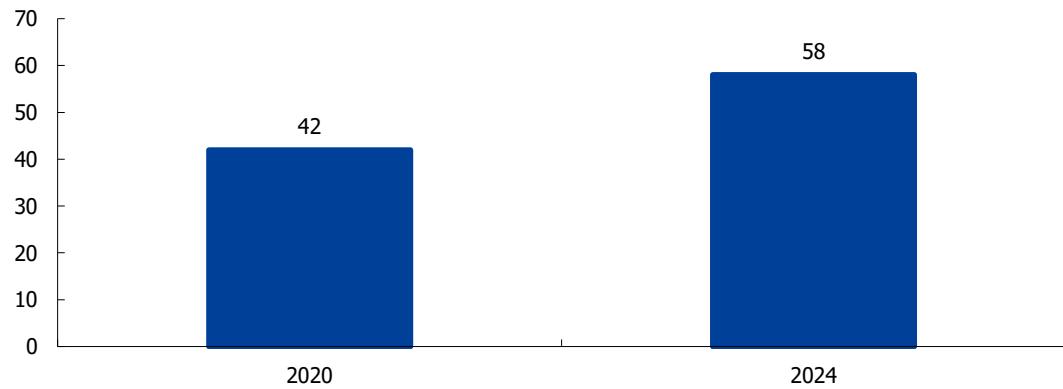
图表 102：迈瑞凝血诊断产品一览



资料来源：迈瑞医疗官网，迈瑞医疗公众号，国盛证券研究所

**血球：**市场格局稳定，迈瑞跃居第一。血细胞分析仪操作简单、方便、自动化程度高、单价低，已经逐渐成为多数二级及以上医院检验科必备的、最基本的自动化设备。全国体外诊断网资料显示，日本希森美康与美国贝克曼在血细胞分析仪领域实力较强，2006年以前几乎垄断了我国二级医院到三级医院的全部市场。2006年迈瑞推出五分类血细胞分析仪BC-5500，进入了各大三级医院，打破了进口垄断的局面。此后产品不断迭代升级，2011年推出中国第一台高速荧光五分类血液细胞分析系统，实现了国产品牌对海外品牌的追赶。目前，中国血球市场基本进入成熟发展阶段，国产替代较为深入，市场格局相对稳定，《中国医疗器械蓝皮书（2023）》数据显示，迈瑞与希森美康合计市占率超80%。2021年迈瑞的血球业务首次超过希森美康，位居国内市占率第一。

图表 103：中国血细胞分析仪与试剂市场规模（亿元）



资料来源：全国体外诊断网，国盛证券研究所

**血细胞分析仪产品齐全。**公司于1998年成功推出国内首台血细胞分析仪BC-2000，随后不断拓宽血细胞分析业务。目前，迈瑞形成了以血液分析流水线、五分类血液细胞分析仪、三分类血液细胞分析仪和全自动细胞形态学分析仪为主的全面的血液细胞分析产品线，包括血液分析流水线太行CAL8000、全自动血细胞分析仪BC-7500系列、全自动细胞形态学分析仪MC-80等产品。

图表 104：公司血细胞检测产品线

	太行血液分析流水线	五分类血液细胞分析仪				三分群血液细胞分析仪	全自动细胞形态学分析仪
血液细胞检测系统							
	<b>太行CAL 8000</b>	<b>CAL 7000</b>	<b>BC-6900</b>	<b>BC-760 CS</b>	<b>BC-7500 系列</b>	<b>BC-5000</b>	<b>BC-20s</b>
							
	<b>CAL 6000</b>	<b>CAL 3000</b>	<b>BC-6800Plus</b>	<b>BC-5390</b>	<b>BC-5390CRP 系列</b>	<b>BC-5150</b>	<b>MC-80</b>
							
	<b>BC-6800</b>	<b>BC-6000</b>				<b>BC-30</b>	
流式细胞仪产品	流式细胞仪						
							
	<b>BriCyte E6</b>						

资料来源：[迈瑞医疗官网](#), 国盛证券研究所

## 5. 医学影像：超声规模占比最大，产品持续求解高端化

### 5.1 医学影像蓬勃发展，迈瑞聚焦超声领域

全球医学影像市场蓬勃发展，国内市场有望超千亿。随着医学影像设备技术持续发展、产品性能更新迭代、临床诊断对影像设备的需求不断增长，全球医学影像设备市场繁荣发展。2021年全球医学影像设备市场规模达到458亿美元，预计到2030年将达到743亿美元，期间复合增长率为5.5%。在经济快速发展、人口老龄化程度不断加深的背景下，国内医学影像设备市场高速增长。2015-2021年，中国医学影像设备市场规模从300亿元增长至524亿元，预计2030年将达到1,115亿元，2021-2030年复合增速为8.8%。

图表 105: 2015-2030E 全球医学影像设备市场规模（亿美元）



图表 106: 2015-2030E 中国医学影像设备市场规模（亿元）

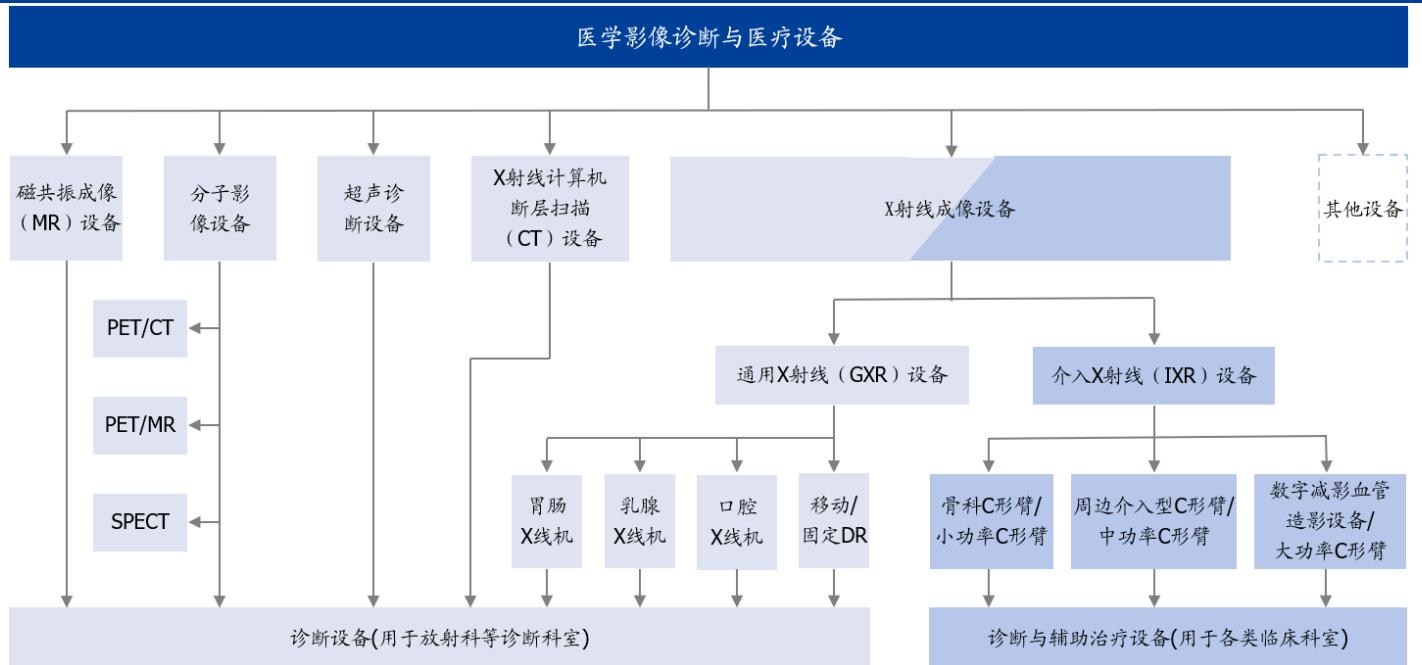


资料来源：灼识咨询，国盛证券研究所

资料来源：灼识咨询，国盛证券研究所

超声是医学影像中规模最大的细分领域，2022年国内超声市场规模达190亿元。根据目的不同，医学影像设备可分为诊断影像设备及治疗影像设备，诊断影像设备根据信号的不同大致可分为磁共振成像（MR）设备、X射线计算机断层扫描成像（CT）设备、X射线成像（XR）设备、分子影像（MI）设备、超声（US）设备等；治疗影像设备大致可分为数字减影血管造影设备（DSA）及定向放射设备（骨科C臂）等。超声诊断设备具有诸多优势，其价格相对CT、MRI更便宜，同时具备无创性和可实时获得人体内组织图像等特点，广泛应用于妇产科、心脏、血管、乳腺、泌尿科等领域，市场规模持续增长。根据医械汇数据，2022年中国超声市场规模达到190亿元，是医学影像行业中规模最大的细分领域，占比达到30.16%。

图表 107: 医学影像及治疗设备概况



资料来源：联影医疗招股书，国盛证券研究所

图表 108: 医学影像细分市场概况

类别	原理	2022年市场规模(亿元)	CAGR(2020-2030)	主要品牌	2022年国产化率
医学影像		630	7.30%	国产：迈瑞、东软、联影、开立 进口：GE、西门子、飞利浦	
US	利用超声声束扫描人体，对反射信号进行接收、处理进而获得体内器官图像的原理成像	190	9.04%	国产：迈瑞、开立、汕头超声、飞依诺 进口：GE、飞利浦、日立、西门子	65%
CT	根据人体对X光吸收程度存在差异的原理进行成像	147	5.30%	国产：东软、联影、安科、明峰 进口：GE、西门子、飞利浦	34%-36%
MRI	利用静磁场和射频磁场使人体组织成像	144	10.60%	国产：联影、贝斯达、东软、万东 进口：GE、西门子、飞利浦	18%-22%
XR	根据人体不同组织对X光吸收程度存在差异的原理进行成像	125	5.20%	国产：东软、万东 进口：西门子、飞利浦、GE、锐珂	DR+移动DR: 80% DSA: <10%
MI	注射放射性同位素并利用其释放的光子信号成像	24	(PET/CT)15%	国产：联影、东软、明峰 进口：GE、西门子、飞利浦	51%

资料来源：《中国医疗器械蓝皮书(2023)》，Eshare 医械汇，Wind，国盛证券研究所

**超声为主、DR 为辅，管线丰富，注重高端化与专科应用发展。**迈瑞医疗的医学影像产品包括超声诊断系统、DR 系统（数字 X 射线成像系统，Digital Radiograph）和 PACS（影像归档和通信系统，Picture Archiving and Communication Systems）。

- 在超声诊断系统领域，公司拥有从低端到高端的全系列超声诊断产品管线，并逐步将超声设备开发应用于放射、妇产、介入、急诊、麻醉、重症、肝纤等不同临床场景。
- 在数字 X 射线成像领域，迈瑞为放射科、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。
- 在智慧生态系统的构建上，迈瑞于 2021 年推出了“瑞影云++”影像云服务平台。该平台通过连接迈瑞影像设备和用户的云端应用系统，提供可供用户自主创建和运营的云社区以及多种云端应用，成为医学影像工作者先进高效的交互沟通媒介。

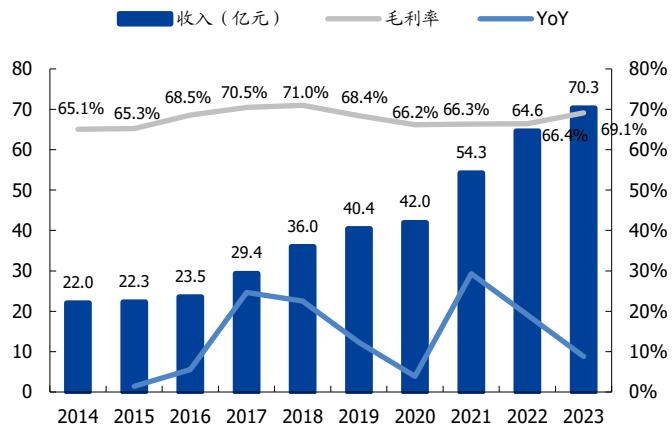
图表 109: 迈瑞医疗医学影像产品管线

医学影像产品一览											
超声影像	全身成像产品				女性健康产品						
											
	Resona R9铂金版	Resona R9	Resona I9	Resona 7	Consona N系列	女娲 Nueva R9	女娲 Nueva				
											
	心血管超声产品				POC超声						
											
	Consona N系列	M9									
	基础医疗产品										
											
	Consona N9	Consona N8	Consona N7	Consona N6	DC-65	DC-50	DC-40	DC-39	Hepatus 6		
											
	数字X射线成像系统 (DR)						移动数字X射线成像系统 (移动DR)				
											
	瑞影云++平台										
											

资料来源：迈瑞医疗公众号，迈瑞医疗官网，国盛证券研究所

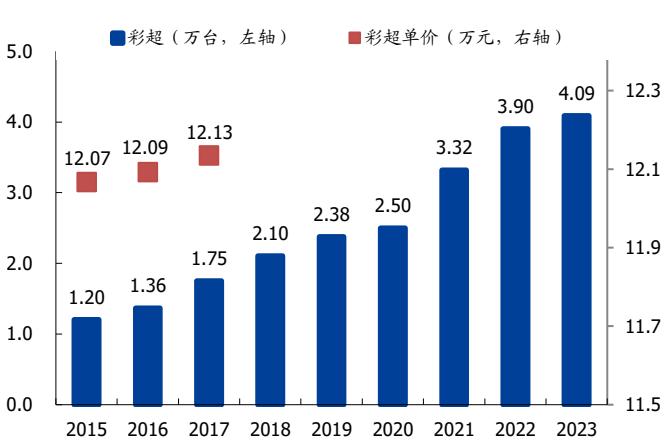
医学影像业务增长稳健，2014-2023年收入CAGR为13.78%，高端产品放量驱动毛利率改善。2023年公司医学影像业务实现收入70.3亿元，同比增长8.82%，2014-2023年医学影像营收CAGR达到13.78%。公司作为国内彩超市场份额第一的品牌，2023年彩超销量达到4.1万台，2015-2023年CAGR达到16.55%。2014-2018年医学影像业务毛利率由65.1%提升至71.0%，主要原因为：①毛利率较高的彩超占比提升；②持续整合彩超生产线并优化生产工艺，降低了单位成本；③收购美国Zonare后，将生产线转移至国内，大幅降低了高端台式彩超的生产成本。2019年开始受财政支出紧缩、医保控费、突发公共卫生事件等因素影响，设备采购有所放缓，医学影像业务增速有所放缓，毛利率也有所下降。随着高端产品销售和产品结构调整，医学影像毛利率自2020年以来持续回升，2023年增至69.1%。

图表 110: 2014-2023年公司医学影像收入及毛利率



资料来源：Wind, 国盛证券研究所

图表 111: 2015-2023年公司彩超销量及单价



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

## 5.2 超声：市占率稳居第一，发力高端化谋求新增长

我国彩超行业保持稳健增长。根据《2022 中国医用超声设备行研报告》数据显示，2021 年中国医学超声诊断设备销量约 5.1 万台，2016-2021 年复合增长率为 11.2%，预计 2025 年中国医学超声诊断设备年销量可突破 7.8 万台。从销售额看，2021 年中国医学超声诊断设备销售额约为 126.5 亿元，2016-2021 年复合增速 11.7%，预计 2025 年中国医学超声诊断设备市场规模有望接近 200 亿元人民币。目前，国产彩超的功能基本可以满足医院及其他各类型医疗机构的日常诊疗需求，行业发展稳健。

图表 112: 2016-2025E 中国医学超声诊断设备销售量及增速



资料来源：《2022 中国医用超声设备行研报告》，国盛证券研究所

图表 113: 2016-2025E 中国医学超声诊断设备销售额及增速

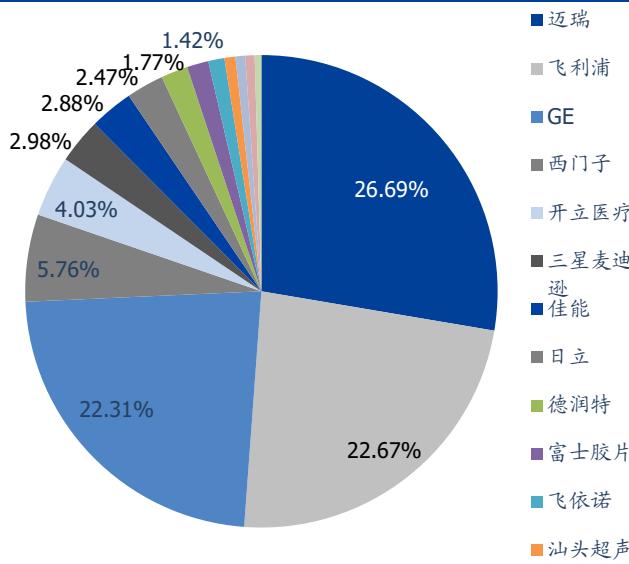


资料来源：《2022 中国医用超声设备行研报告》，国盛证券研究所

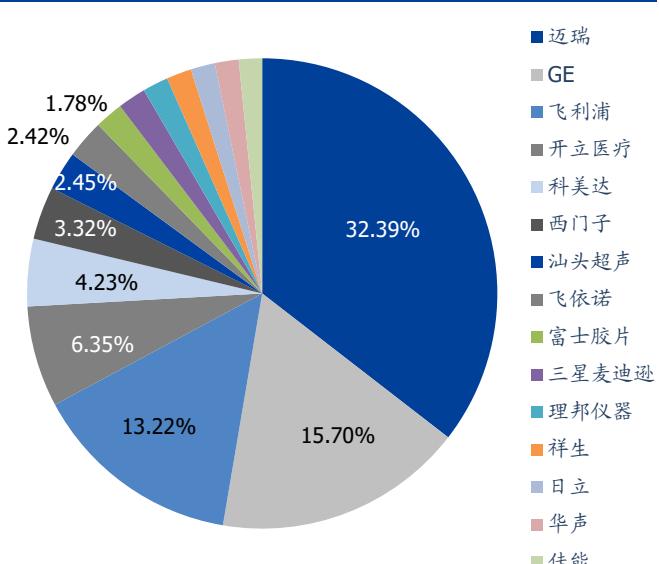
### 5.2.1 中低端超声市场国产替代较为充分，高端市场仍待突破

迈瑞超声国内市占率稳居第一（销量及销售金额口径），发力高端产品打造持续业绩增长点。随着公司超声产品的技术高端化和应用临床化，公司在院内传统超声科室和新兴临床科室加速实现高端突破，同时在医疗新基建、贴息贷款、海内外影像中心复苏、设备更新等催化下，公司超声产品持续渗透，高端超声产品表现亮眼，2023年高端超声营收增长超20%。MDCLOUD关于国内医学影像设备招标信息的数据显示，2022年迈瑞在国内超声影像设备市场的份额为26.69%，超越了飞利浦、GE、西门子等进口品牌。飞利浦、GE中标量市占率合计为28.92%，但中标金额市占率合计为44.98%，可以看出进口品牌中标价更优，高端产品表现更加亮眼。

图表 114: 2022 年超声影像设备部分中标品牌市占率 (按销售额)



图表 115: 2022 年超声影像设备部分中标品牌市占率 (按中标量)



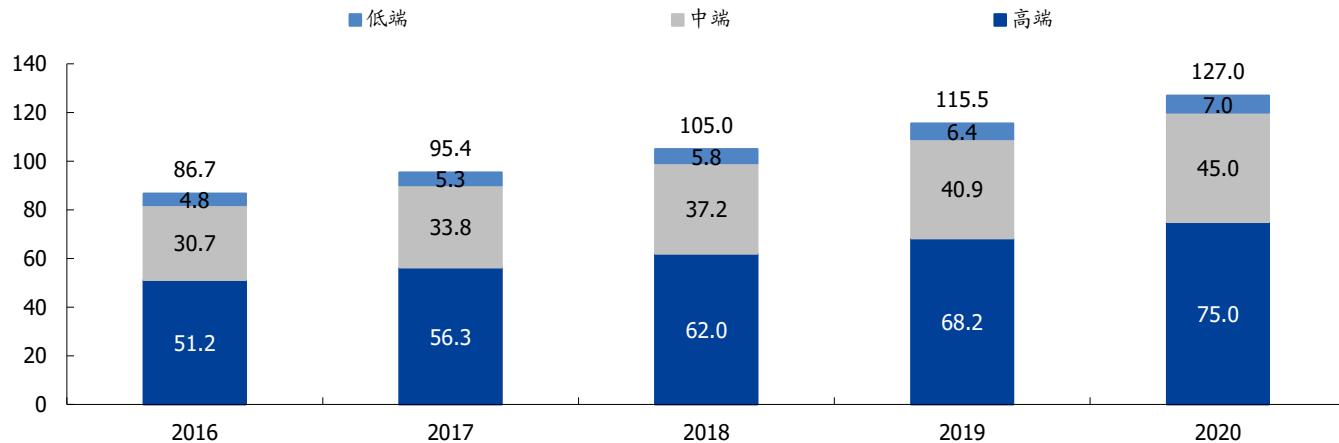
资料来源：《中国医疗器械蓝皮书》，MDCLOUD，国盛证券研究所

资料来源：《中国医疗器械蓝皮书》，MDCLOUD，国盛证券研究所

国产超声设备主要集中在中低端市场，高端市场仍有较大的国产替代空间。根据 Frost&Sullivan，2020年中国超声设备市场规模为127.0亿元，2016-2020年复合增长率为10.0%。2020年中国高端、中端、低端超声设备规模占比分别为59%、35%、6%，高端超声凭借高附加值而占有半以上的市场份额。由于国产企业尚未完全具备单独生产核心元件的能力，且发展起步较晚，目前主要集中在中低端市场。低端超声市场的国产替代已经完成，中端市场上国产品牌已经占据一半以上市场份额，而高端市场依然被进口品牌所垄断。根据中国医疗器械蓝皮书数据，中国整体超声设备市场的国产化率为65%，而高端市场上进口品牌占据接近90%的份额。2022年以销量计算的国内超声市场情况如下：

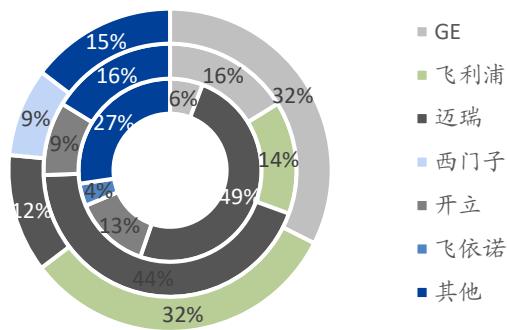
- **高端超声：**台式彩超市场上，GE、飞利浦、西门子三大进口品牌占据74%的市场份额，迈瑞以12%的份额位列第三。便携彩超市场上，GE、飞利浦以34%、28%的市场份额成为top2，迈瑞占据27%的份额。国内高端超声市场依然被进口品牌所垄断，国产替代依旧任重道远。
- **中端市场：**台式彩超市场上，迈瑞占据了44%的市场份额，GE、飞利浦、Esaote、富士、三星五大进口品牌合计占据37%的市场份额。便携彩超市场上，迈瑞占据48%的份额，第二名GE仅占据14%的份额。中端超声市场上，国内品牌已经超过进口品牌。
- **低端市场：**国产品牌在台式彩超市场上占据了80%以上的市场份额，在便携彩超市场上占据90%以上的市场份额，低端超声市场的国产替代已经基本完成。

图表 116: 2016-2020 年中国超声设备市场规模 (亿元)

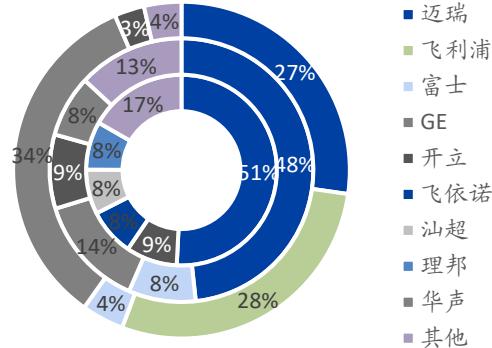


资料来源：头豹，《2021年中国医用超声设备行业研究报告》，Frost&Sullivan，国盛证券研究所

图表 117: 2022 年低中高端台式彩超市场份额情况 (销量)



图表 118: 2022 年低中高端便携式彩超市场份额情况 (销量)



资料来源：器械之家公众号，国盛证券研究所；注：1.由外到内分别为高端、中端和基础，选取市场份额前四的企业；2.台式彩超均价小于100万元、介于100-200万之间、大于200万所对应规格型号划分为：基础台式彩超、中端台式彩超、高端台式彩超

资料来源：器械之家公众号，国盛证券研究所；注：1.由外到内分别为高端、中端和基础，选取市场份额前五的企业；2.便携彩超均价小于40万元、介于40-90万之间、大于90万所对应规格型号划分为：低端便携彩超、中端便携彩超、高端便携彩超。

### 5.2.2 高端超声持续突破，客户层级不断提升

**高端超声深度布局，Resona 系列对标国际一线。**2013 年迈瑞收购美国 Zonare，并于 2015 年发布旗舰机型 Resona 7。2021 年推出 Resona R9 高端彩色多普勒超声设备，突破了传统超声波束合成在成像空间分辨率和时间分辨率的技术限制，拥有更快的成像速度与更高分辨率的整场图像。同年推出的中高端超声 Resona I9 也进一步完善了超声产品矩阵。2022 年，公司进一步迭代升级 R 系列产品，推出 Resona R9 铂金版，增强了高端产品在放射、临床诊断、全身应用等方面的综合实力。同时，公司围绕腹部、浅表、介入三大核心应用场景大力开发超高端全身台式彩超 Resona A20，致力于打造出极具竞争力的超高端全身机。Resona 系列获得了较高的市场认可，2022 年 Resona 系列的中标金额约为 12.59 亿元，中标数量为 892 台，约占 6.17% 的市场份额，其中 Resona R9 机型与 Resona I9 机型中标金额分别为 3.45 亿元、1.71 亿元。

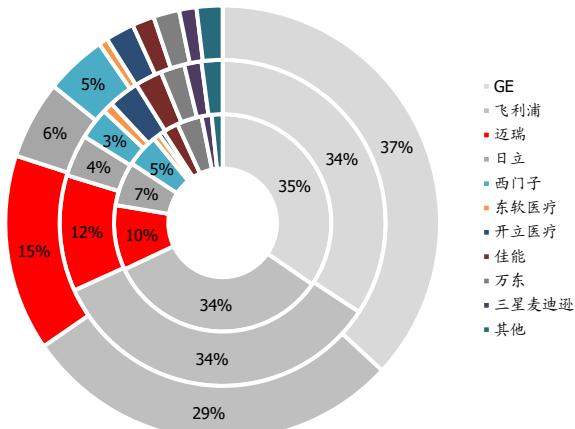
图表 119: 迈瑞医疗医学影像核心产品性能

参数	参数意义	迈瑞 Resona 7 (2015)	迈瑞 Resona R9 (2021)	迈瑞 Resona I9 (2021)
成像质量	造影帧率	帧率越高，时间分辨率越好，可降低遗漏信息的概率，减少误诊	超宽带非线性造影成像 UWN+	基于ZST+域光平台技术和造影成像，帧率数倍于传统造影成像，可实现超快速造影成像，用于捕捉病灶灌注早期的血管结构和灌注特征
	弹性成像	弹性成像技术可提供组织硬度图像，获取病变组织特征的信息	STE弹性成像	支持应变式、STE、STQ 多种模态的弹性成像，不同类型的探头可应用于全身部位，充分满足临床及科研需求；此外，高帧率 STE 比传统 STE 帧率快数倍，提升了弹性图像的流畅度
	融合成像	可减少因病人呼吸而产生的融合失真	基于毫米级精度的磁感应器，具有呼吸补偿的融合成像可减少因病人呼吸而产生的融合失真	基于毫米级精度的磁感应器，具有呼吸补偿的融合成像可减少因病人呼吸而产生的融合失真，提升了融合成像的精准度
	血流成像	分析血流信号，动态血流成像可见检测血流动力学特征	动态向量血流V-Flow 7，显示外周血管的血流动力学特征，无角度依赖	V Flow 向量血流通过彩色编码的向量箭头来追踪血流速度的大小和方向，生动且准确地显示颈动脉的血流动力学特征，无角度依赖，是一种毫秒级的血流动力学研究工具
使用范围	妇产	妇科疾病及胎儿发育检查	识别胎儿颅脑检查的四个标准切面	胎心多平面成像，可获得胎心容积数据
	肿瘤	良恶性肿瘤鉴别，恶性肿瘤筛查、定位、治疗	为肝硬化和乳腺癌等疾病的临床早期诊断提供关键依据	提升乳腺超声扫描性能，可检出肝脏微小占位，引导肝脏肿瘤介入性治疗
	心血管	心脏健康及血流信号	心脏组织多普勒	检出心肌的节段性室壁运动异常具有更清晰的心内膜边界显示
	骨骼关节	骨骼、关节类疾病检查	诊断骨折、关节损伤	可对肌骨的微小血管进行造影观察，实时性佳，重复性好
	其他功能	设备开发的特殊功能	动态向量血流	乳腺病灶自动分析，自动肝肾比，组织追踪定量分析
总结		成像质量加强，具有改进功能，适用范围扩大	成像质量顶尖，改进功能进行升级，有更大的临床使用范围	

资料来源：迈瑞医疗官网，国盛证券研究所

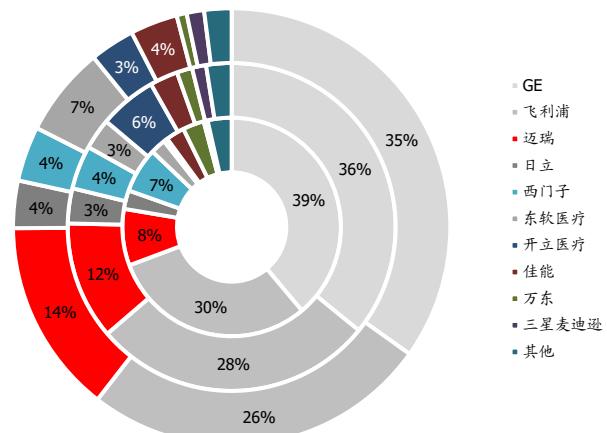
**高端超声助力客户群突破，2020-2022 年迈瑞超声产品在三级医院保有率由 10% 提升至 15%。** 2020-2022 年，公司在二级医院的保有率由 8% 增至 14%，在三级医院的保有率由 10% 上升到 15%。高端超声产品持续迭代升级，获得了客户的广泛认可，推动了公司超声产品在三级医院保有率的持续增长。随着公司高端超声 R 系列和中高端超声 I 系列迅速上量，海内外客户层级有望全面提升，公司在二、三级医院的产品保有率也将进一步提升。

图表 120: 2020-2022 年全国超声影像设备主要品牌三级医院保有率



资料来源：《中国医疗器械蓝皮书》、《中国医疗设备》，国盛证券研究所。注：由内向外分别为 2020、2021、2022

图表 121: 2020~2022 年全国超声影像设备主要品牌二级医院保有率



资料来源：《中国医疗器械蓝皮书》、《中国医疗设备》，国盛证券研究所。注：由内向外分别为 2020、2021、2022

中高端超声加速海外市场突破，迈瑞超声市占率全球前三。公司高端超声 R 系列、中高端超声 I 系列、POC 超声、TE7 平板超声等在海外市场引起热烈反响，品牌影响力大幅提升，推动公司产品加速进入海外高端市场。2023 年公司医学影像产品突破了超 200 家全新海外高端客户，超 120 家已有高端客户实现了更多产品的横向突破。全新突破的高端客户包括全球排名第 9 的新加坡中央医院、全球排名第 49 的韩国首尔国立大学医院等顶尖医疗机构。2023 年公司超声市占率首次实现全球前三，中端和高端机型占海外超声收入的比重首次超过一半，超声出海硕果累累。

图表 122：2018-2023 年迈瑞医疗医学影像领域海外客户扩展情况

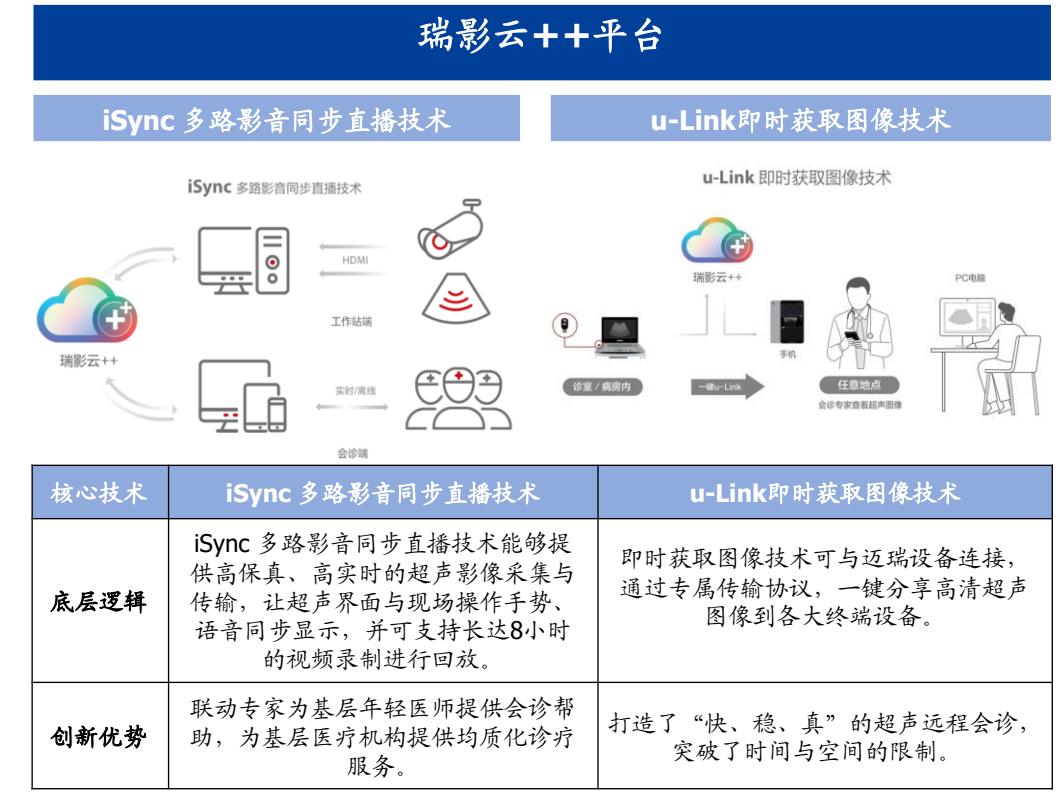
地区	客户	地位	合作进展
<b>2018年</b>			
超声的国际市场占有率逐步提高，全美前 20 大教学医院中 19 家在使用迈瑞的彩超。			
<b>2019年上半年</b>			
随着产品竞争力的提升，迈瑞有效实现了高端客户群的突破，在北美、欧洲等多家医院等实现高端台式以及便携彩超的装机，成功抢占了国际巨头的市场份额。			
<b>2019年下半年</b>			
为应对全球新冠疫情，迈瑞重磅推出 MX 及 ME 系列高端便携彩超产品，发布 AI 相关智能诊断工具。通过针对性的 POC 解决方案，实现在欧洲、独联体、拉美等国际范围内顶级医院客户的装机，提升了在国际高端医院、连锁集团医院的渗透率和覆盖率。			
<b>2020年上半年</b>			
俄罗斯	国家肿瘤医院	-	实现超声产品突破
哥伦比亚	苏拉医院集团	哥伦比亚高端医疗集团	实现超声业务突破
<b>2020年下半年</b>			
欧洲	某大学医院集团	由 5 个综合医院和一间老年护理院组成	迈瑞旗下的高端 POC 超声 TE9，凭借优秀的图像细节显示和超大触摸屏的直观便携操作体验，顺利入选其急诊科扩充设备之列
意大利	某高度专业化的头部教学和科研医院	欧洲最先进的医院集团之一	迈瑞的高端台式超声凭借造影的优势进一步渗透该医院，实现了更多产品的横向突破
<b>2022年</b>			
2022 年：迈瑞突破了超过 80 家全新高端客户，除此以外，还有超过 80 家已有高端客户实现了更多产品的横向突破。在北欧市场，迈瑞实现了对苏格兰市场的突破，打开了苏格兰国家医疗服务系统的大门。除此之外，迈瑞在法国、丹麦、罗马尼亚、克罗地亚等欧洲国家的顶级医疗机构，均实现较大的合作突破			
土耳其	阿奇巴德姆医疗集团	土耳其最大的高端私立连锁医院集团之一	实现医学影像领域的全新高端客户突破
澳大利亚	南海岸女性超声中心	澳大利亚顶尖的妇产影像连锁机构海岸成像旗下的高端影像中心	
澳大利亚	凯恩斯医院	澳大利亚昆士兰州北部地区最大的公立综合医院	
芬兰	赫尔辛基城市医院	-	迈瑞赢得了芬兰赫尔辛基城市医院的政府采购项目，一跃成为芬兰公立政府采购领域排名第二的品牌
澳大利亚	某医院	澳大利亚最大的综合医联体之一旗下最大的区域级医院	迈瑞利用已入院的医疗设备，引入具有极高应用价值的智能化技术，进一步提升该医院的医疗水平和服务能力
墨西哥	某高端私立医院集团	拥有 27 家医院、3,000 张床位	赢得发展中国家最大单体项目，显著提升产品在该集团的渗透率，为后续更多产品的横向突破提供了机会
巴西	某私立医院集团	当地最大的私立医院集团之一，拥有 69 家医院、11,000 张床位	完成全院高端监护、ICU 及 IT 项目，同时在其他分院实现检验产品的突破，为公司未来可持续的高端突破提供了标杆型的样板
美国	俄勒冈理工学院	美国西北地区最大的超声医师学校	达成数百万美元的超声设备替换合作
肯尼亚	内罗毕阿迦汗大学医院	肯尼亚最好的医院之一内罗毕阿迦汗大学医院	合作建立超声医学中心，提供产品和解决方案，协助开展培训教育工作以及在科研、人才教育及科室管理上探索新的合作模式
<b>2023年：公司突破了超过 200 家全新高端客户，除此以外，还有超过 120 家已有高端客户实现了更多产品的横向突破</b>			
安哥拉	某高端医院	-	实现医学影像领域的全新高端客户突破
新加坡	新加坡中央医院	全球排名第 9	
韩国	首尔国立大学医院	全球排名第 49	
泰国	泰国国立法政大学医院	泰国 TOP5 的大学医院	
拉美	巴西爱因斯坦医院	拉美最大的私立医院集团	
阿联酋	NMC 皇家医院	阿联酋高端私立医疗集团	
土耳其	哈西德佩大学医院	土耳其安卡拉 TOP3 的大学医院	
墨西哥	华雷斯医院	170 余年历史的一类教学医院	
秘鲁	Clinica International	秘鲁最大的高端私立医疗集团	
哥伦比亚	SURA Group	高端医疗连锁医院	迈瑞凭借 Resona R9T 超声设备优质的图像质量和性能、灵活便捷的智能软件以及高效的团队合作打动了终端用户和卫生部，实现了在 6 家医院的装机
匈牙利	匈牙利卫生部放射集采项目	官方项目	

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

### 5.2.3 积极布局超声新领域，抢占市场增量空间

“瑞影云++”提供远程解决方案，解决医护人员人手不足的痛点，有望带动装机增长。作为连接迈瑞影像设备和用户的云端生态应用平台，“瑞影云++”利用人工智能、设备物联网、5G 和云计算等新技术，提供可供用户自主创建和运营的云社区以及多种云端应用，为超声医疗工作者打造立体的交互沟通媒介。借助“瑞影云++”，医护人员能够借助云生态实现扫查切面远程质控，助力提升医联体和多院区的超声均质化诊疗水平，有助于解决有经验的医护人员缺乏的问题。截至 2023 年底，“瑞影云++”已经覆盖了全国 31 个省、市、自治区，累计装机超过 1 万套，装机持续提速。“瑞影云++”的大规模入院将更好地带动同品牌影像设备的销售。

图表 123：“瑞影云++”影像云服务平台技术介绍

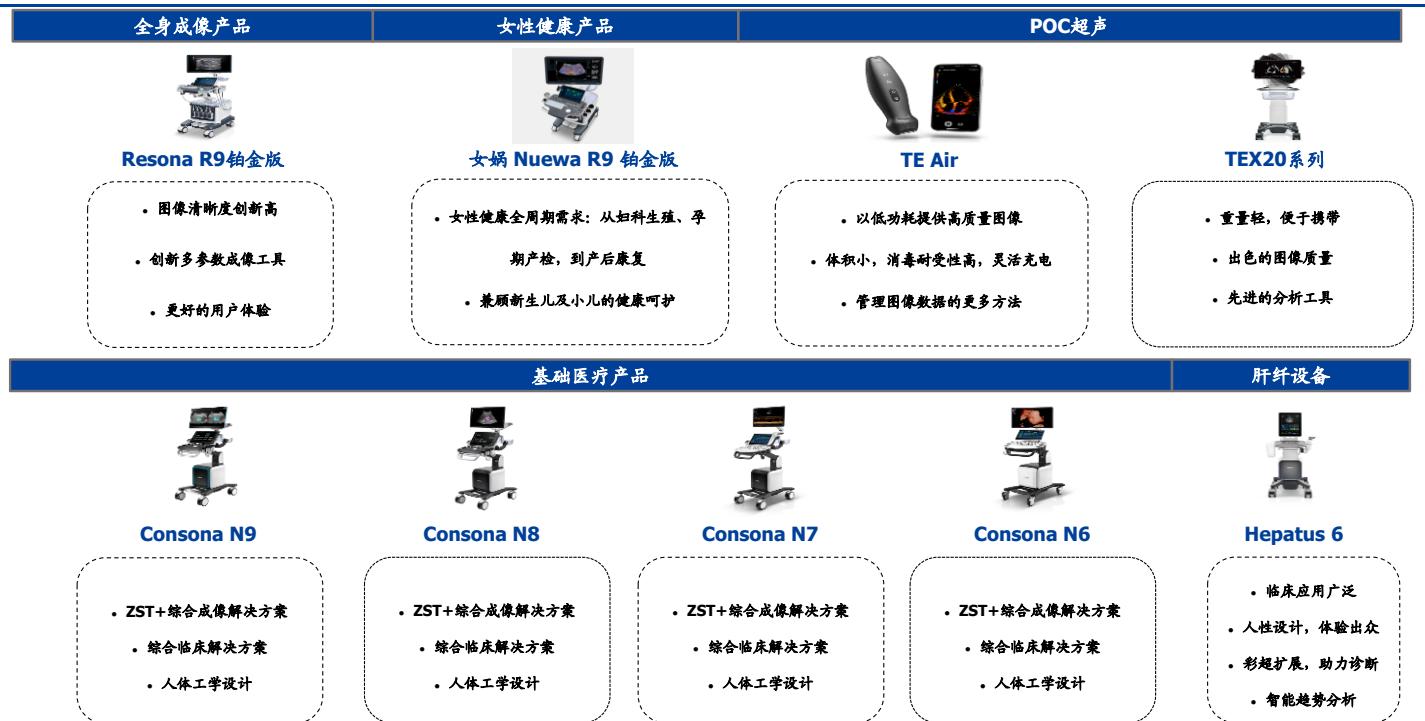


资料来源：迈瑞医学影像公众号，国盛证券研究所

**专科超声、POC 超声新品迭出，抢占超声市场增量空间。**迈瑞医疗凭借自身对医院工作流关键诊疗节点的把握和临床痛点的挖掘，在专科超声、POC（即时护理成像，point of care imaging）超声等领域抢先布局，持续推出新产品。

- **专科超声：**基于超声领域的长期技术积累，迈瑞深化研发应用于妇产、眼科、急诊、麻醉、重症、肝纤等不同临床专业的彩超设备，在 2022 年陆续发布高端妇产机 Nuewa R9 铂金版、专业眼科彩超决明 ZS3 Ocular、无创定量肝超仪飞蘷 Hepatus6/5 等专科超声新品，并于 2023 年 11 月推出首台国产心血管超声 Recho R9。
- **POC 超声：**2022 年公司推出了 POC 超高端平板彩超 TEX20 以及首款无线手持超声 TEAir，设备采用 eWave 平台和第二代单晶技术，将专业级的图像质量集成到一个小巧轻便的无线系统中，推动手持超声的图像质量水平取得了历史性的突破。POC 超声是未来超声市场的一个重要的增量领域，也是迈瑞在超声研发上的一个重点方向，未来更多的 POC 产品将持续推出。
- **产线融合（超声+生命信息与支持）：**迈瑞积极开展产线之间的融合创新，基于高端便携超声 M11 和全新一代光学腹腔镜 UX5，推出了超声内窥镜微创手术融合解决方案。同时开创性地将超声和除颤融合在一起，提出除颤监护结合超声成像的一体化融合解决方案。

图表 124: 迈瑞医疗超声新品一览图



资料来源：迈瑞医疗官网，迈瑞医疗公众号，国盛证券研究所

### 5.3 DR: DR 市场稳定增长，迈瑞份额仍有提升空间

**DR 主要分为常规 DR 与移动 DR，移动 DR 更加便携。** DR 是指在专用计算机控制下，直接读取感应介质记录到的 X 射线影像信息，并以数字化影像方式再现或记录影像的技术，具有图像空间分辨力较高、密度差别小、组织分辨力低等特点，可用于全身多部位，为多种病情诊断提供依据。根据临床应用场景，DR 分为常规 DR 和移动 DR 两大类，两者功能上区别并不大，固定 DR 的优势在于功率大、散热效果好、可以连续使用，但设备较大，不方便移动；移动 DR 方便移动，且在功率较低的情况下，能够取得符合目前医学需要的摄影，可在病房、救护车、战场等场景下快速部署使用。

图表 125: 常规 DR 与移动 DR 的对比

区别	常规 DR	移动 DR
运用场景	主要运用于放射科	放射科、ICU、骨科、急诊、流动体验车、野战、急救等
体积	配备笨重的高压发生器和摄片架，占地面积大	设计紧凑，灵巧轻盈，体积小，占地面积小
操控性	固定作业	易操作，在不同科室或场景间方便转移
便携性	低	高

资料来源：《中国医疗器械蓝皮书（2023 版）》，Eshare 医械汇，国盛证券研究所

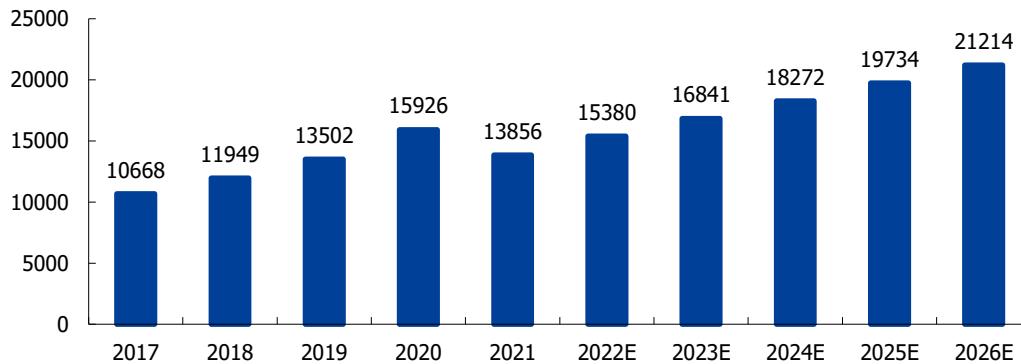
**常规 DR 预计每年新增 11000 台，移动 DR 疫后有望恢复高增长。** 随着 DR 技术日趋成熟、成本逐渐降低，DR 产品已在主要城市的大中型医疗机构广泛配置，并逐步向乡镇卫生院、区域性民营医院等基层医疗机构普及，推动 DR 设备市场稳健发展。近年来各省市陆续出台相关政策支持 DR 影像设备采购，其中移动 DR 成为 ICU、发热门诊、防疫病区最为紧急采购的设备，进一步促使 DR 设备市场增长。根据弗若斯特沙利文的统计，2017-2020 年中国 DR 销售量持续高速增长，2021 年回落至 1.39 万台，预计 2022-2026 年 DR 市场将保持平稳增长。

➤ **常规 DR:** 作为重要初诊设备，DR 检查量长期位于高位。国家卫健委制定《乡镇卫生院服务能力标准》和《社区卫生服务中心服务能力标准》要求，为基层医疗机构配置与规模相适宜的彩超、DR、全自动生化等设备，持续“强装备”。《中国医

疗器械蓝皮书(2023版)》数据显示,考虑周期性更新和基层医疗配置,固定DR将长期保持新增约11000台/年。

➤ **移动DR:** 2020年突发公共卫生事件后,移动DR成为ICU、发热门诊等最为紧急采购的设备需求之一。2021-2022年,随着相关影响逐渐进入尾声,配置数量有所下降,我们预计移动DR后续销售也将回归常态。

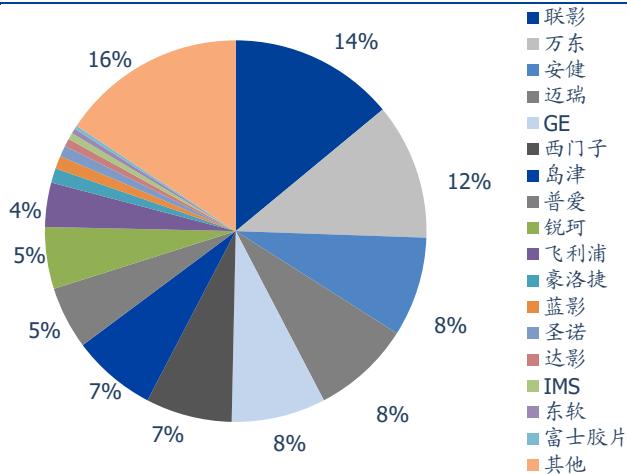
图表 126: 2017-2026E 中国 DR 销售量(台)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 国盛证券研究所

**国内DR市场基本实现国产替代。**《中国医疗器械蓝皮书(2023版)》数据显示,国内DR设备基本实现国产化,国产化率约80%,且在探测器等核心部件方面逐渐摆脱了对国际厂商的依赖。2022年中国DR市场上,联影、万东、安健、迈瑞以合计42%的市场份额位居top4,三家进口品牌GE、西门子、岛津分别以8%、7%、7%的份额位居其后。

图表 127: 2022年中国DR市场竞争格局

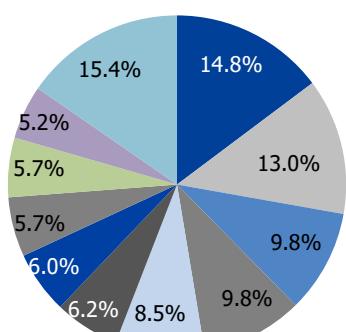


资料来源:《中国医疗器械蓝皮书(2023版)》, Eshare 医械汇, 国盛证券研究所

**移动DR市场迈瑞份额第一,常规DR市场仍有较大提升空间。**2022年常规DR市场上,万东以14.8%的市场份额独占鳌头,联影、安健分别以13.0%、9.8%的份额紧随其后,迈瑞市占率仅为5.2%,常规DR市场上仍有较大提升空间。移动DR市场上,迈瑞以20.4%的市场份额位居榜首,呈现迈瑞、联影两家独大、其他厂商较为分散的格局。

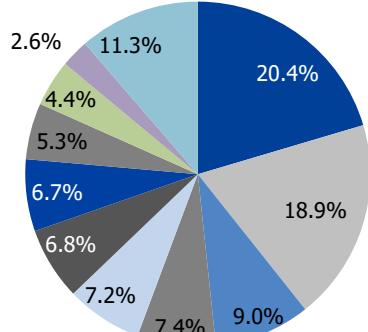
图表 128: 2022 年中国常规 DR 竞争格局

■万东 ■飞利浦 ■联影 ■普爱 ■安健 ■GE ■西门子 ■迈瑞 ■岛津 ■其他 ■锐珂



图表 129: 2022 年中国移动 DR 竞争格局

■迈瑞 ■安健 ■联影 ■锐珂 ■万东 ■GE ■蓝影 ■西门子 ■其他 ■普爱



资料来源：器械之家，国盛证券研究所

资料来源：器械之家，国盛证券研究所

## 6. 外延内生布局新兴领域，打开成长天花板

### 6.1 美敦力复盘：并购+多元化是成为医疗器械龙头的必由之路

**1949-1956 年：**初创期。Earl Bakken 与其姐夫 Palmer Hermundslie 创立美敦力，一开始专注于医疗电子产品的维修业务。

**1957-1970 年：**专注起搏器业务。1957 年 Bakken 发明了世界上第一台电池驱动的便携式体外心脏起搏器，解决了起搏器只能在医院中使用且需要外插电源的痛点（无法应对停电），取得了巨大的市场成功。

**1971-1990 年：**开辟心脏瓣膜业务。美敦力开始扩展产品线，包括植入式机械设备、药物和生物输送设备、能量外科手术器械等。1977 年美敦力推出人工心脏瓣膜，开辟了心脏瓣膜业务，来应对单一起搏器产品造成增长乏力问题。

**1991-2002 年：**业务布局日益多元化。公司通过并购实现了多元化发展，1996 年收购 AneuRx 取得主动脉瘤疗法；1998 年通过收购 Midus RexIP 和 Xomed 分别进入神经外科和耳鼻喉科领域，同年收购 Sofamor Danek 成为全球领先的脊柱植入物企业；2001 年收购 MiniMed 和 Medical Research Group，开拓糖尿病赛道。这一阶段美敦力通过一系列并购，拓展了自身的业务范围，为成为全球医械龙头打下了基础。

**2003-2014 年：**业务布局持续完善。公司继续进行多项并购，不断完善自身的产品线。2005 及 2007 年美敦力分别收购了 Karlin Technology 和 Kypyon Americas，完善脊柱业务布局。通过收购 CryoCath、Ablation、ATS Medical 完善电生理业务布局。

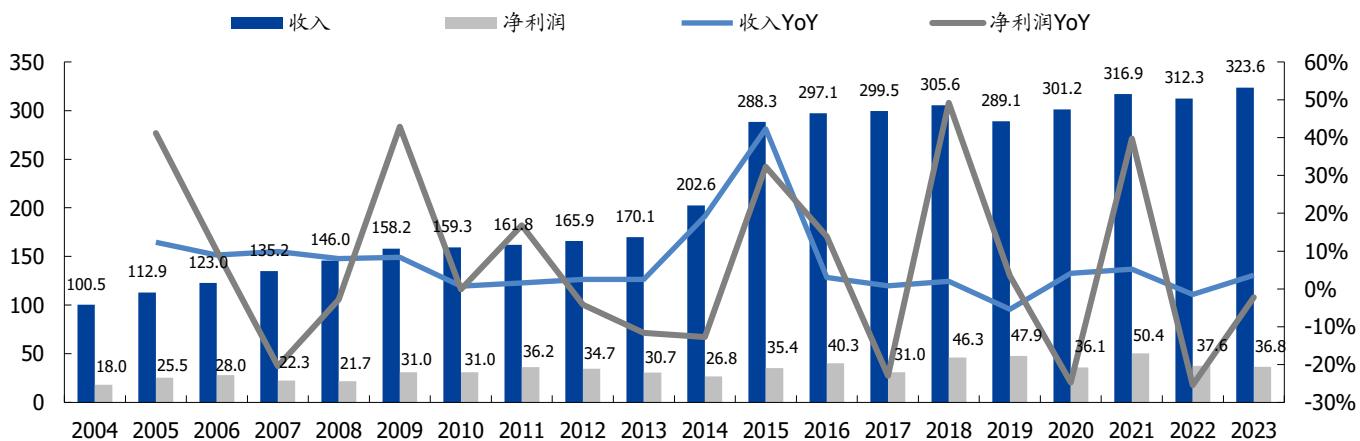
**2015 年-至今：**并购整合加速，全球医械龙头地位不断巩固。2015 年美敦力以近 500 亿美元的价格收购柯惠医疗，奠定了美敦力在全球医疗器械领域的龙头地位。2018 年收购 Mazor，布局外科手术机器人业务。2021 年收购 Affera，完善了电生理业务布局。这一阶段，美敦力并购整合开始加速，全球医疗器械龙头地位愈发稳固。

图表 130: 美敦力并购历史

时间	收购标的	主要业务	时间	收购标的	主要业务
1996	AneuRx	主动脉瘤疗法	2015	Advanced Uro-Solutions	神经刺激产品，治疗膀胱控制问题
1998	Physio-Control	全球最大体外除颤供应商	2015	Diabeter	青少年糖尿病研究、诊断、护理
1998	Midus RexIP	进入神经外科领域	2015	CardiolInsight Technologies	完善心房颤动解决方案业务
1998	Sofamor Danek	脊柱相关产品	2015	RF Surgical Systems	手术物品检测
1998	Arterial Vascular Engineering	冠状动脉支架相关产品	2015	Medina Medical	治疗脑动脉瘤的栓塞线圈
1998	Xomed	进入耳鼻喉科领域	2015	Lazarus Effect	治疗急性缺血性中风，血栓清除
2001	MiniMed	胰岛素泵和连续葡萄糖检测系统	2016	HeartWare	心脏诊断、治疗及服务
	Medical Research Group		2016	Bellco	治疗肾衰竭、多器官衰竭和败血症
2002	Spinal Dynamics	颈椎键盘产品	2017	Crospon	胃肠道内窥镜疾病诊断
2005	Karin Technology	多项脊柱相关产品专利	2018	Mazor	脊柱外科机器人
2007	Kypyon Americas	脊柱外科相关产品	2018	Nutriño Health Ltd	AI 糖尿病血糖算法及CGM系统集成
2008	CryoCath Technologies	心房纤颤，心脏导管冷冻消融系统	2019	Titan Spine	巩固脊柱手术领先地位
2009	Ablation Frontiers	心脏消融	2020	Stimgenics, LLC	脊髓刺激疗法
2009	CoreValve	经导管心脏瓣膜置换技术	2020	Medicrea	战略布局AI、机器学习和预测分析
2010	Ardian	神经导管系统，治疗高血压	2020	Companion Medical	巩固智能化决策能力，AI胰岛素笔
2010	ATS Medical	人工心脏瓣膜，冷冻消融术	2020	Avenu Medical	巩固血管业务和相关产品组合
2012	China Kanghui Holdings	扩展新兴市场骨科和脊柱服务	2021	Intersect ENT	巩固耳鼻喉手术中使用的产品组合
2014	TYRX Inc	术后植入设备	2021	Affera, Inc.	巩固现有心律失常疾病管理方案
2015	Covidien	手术设备、检测仪器大型生产商	2022	Actus Medical	增强二尖瓣市场的实力

资料来源：思宇 MedTech, 动脉网, 国盛证券研究所

图表 131: 2004-2023 年美敦力营收及净利润（亿美元）



资料来源：Wind, 国盛证券研究所

## 6.2 收购惠泰医疗，切入心血管耗材领域

**收购惠泰医疗，进军心血管赛道。**2024年1月28日，迈瑞医疗宣布收购惠泰医疗控制权，4月15日完成股份转让过户手续，4月29日控制权变更完成，迈瑞医疗成为惠泰医疗的实际控股股东，迈瑞医疗通过深迈控与珠海彤昇合计持有惠泰医疗 24.61% 的股权。迈瑞医疗坚定看好心血管领域发展潜力，通过收购惠泰医疗进入心血管赛道，大幅提升迈瑞医疗的可及市场空间。惠泰医疗也有望在研发、销售等领域获得迈瑞赋能，加速海外销售渠道拓展，提升全球市场竞争力。

### 6.2.1 电生理市场高速增长，国产替代正值窗口期

电生理赛道长坡厚雪，百亿市场高速增长。根据锦江电子招股书，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65.80亿元，年复合增长率为28.36%。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，预计到2025年，电生理器械市场规模将达到157.26亿元，2021-2025年复合年增长率预计为24.34%。

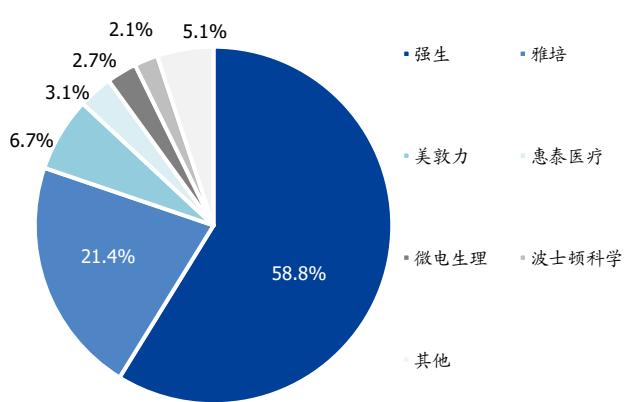
图表 132: 2017-2032E 中国心脏电生理器械市场规模（亿元）



资料来源：锦江电子招股书，国盛证券研究所

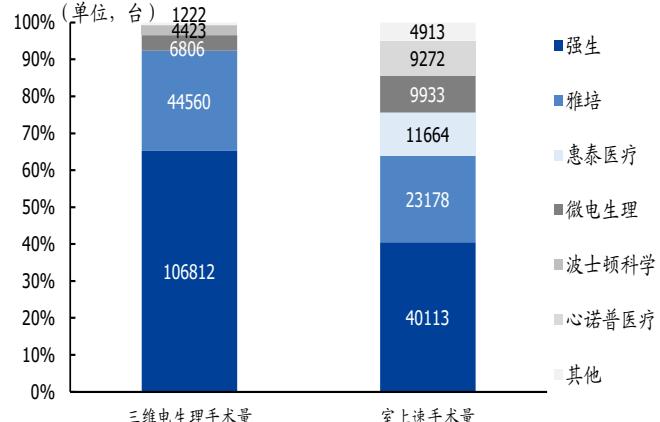
国内电生理市场由进口品牌占主导，国产替代大有可为。中国电生理市场由进口品牌占主导，2020年国产电生理厂商的份额仅为9.6%，强生、雅培、美敦力三大进口品牌所占份额为86.9%，国产品牌惠泰医疗、微电生理以3.1%、2.7%的份额位居其后。分术式来看，2020年中国心脏电生理室上速手术量达9.91万台，惠泰医疗、微电生理、心诺普三家国产厂商占比约为31.16%。而在三维电生理领域，国际巨头入场时间早，具备一定的市场垄断地位，积累了大量的临床数据并能够覆盖各种快速性心律失常病症，在核心性能及核心算法层面具备先发优势。2020年中国三维电生理手术共16.38万台，国产厂商中仅微电生理份额较高，占有4%的市场份额，三维电生理领域存在巨大国产替代空间。

图表 133: 2020 年国内电生理医疗器械市场格局



资料来源：微电生理招股书，国盛证券研究所

图表 134: 2020 年中国心脏电生理器械市场手术量分布格局



资料来源：微电生理招股书，国盛证券研究所

惠泰电生理产品线完善，多项产品具备“国产首个”地位。公司电生理产品线涵盖设备与耗材，设备主要有三维心脏电生理标测系统和多道电生理记录仪等，耗材包括电生理电极标测导管、射频消融电极导管和房间隔穿刺针鞘等通路类产品。公司自2004年开始积累电生理耗材生产能力，电生理电极标测导管、射频消融电极导管、漂浮临时起

搏电极导管均为对应类别国内首家获得注册证的国产产品，并于2021年上市了全球第一款创新结合多道仪、刺激仪和磁电融合技术的三维电生理标测仪器。先发优势助力公司成为电生理领域的国产龙头企业。

图表 135：惠泰医疗电生理产品汇总

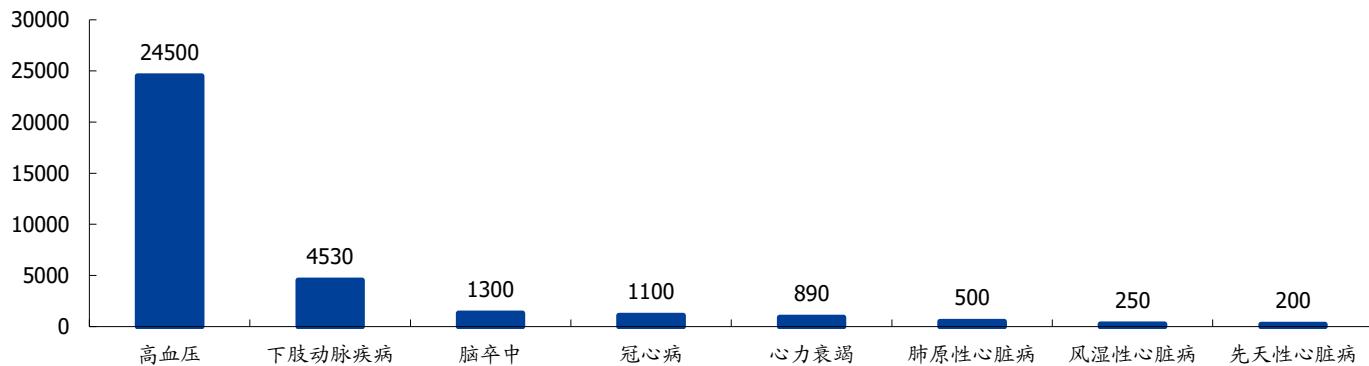
产品类别	主要用途	适用手术类型	适应症	具体产品	其他国产厂家	进口厂家
导管类产品	与多道电生理记录仪配合使用，记录心脏腔内心电生理信号，用于对心律不齐进行评价	二维心脏电生理手术	满足不同临床需求	Triguy™ 固定弯标测电极导管		
			冠状窦适用于左侧 WPW	Triguy 4-3-3F™ 固定弯标测电极导管	微电生理，维心医疗，善仁医疗	美敦力，波士顿科学，圣犹达医疗，雅培
			房颤	Triguy™ 可控环状肺静脉标测电极导管		
		WPW 综合征		Triguy™ 可控二十极标测电极导管		
			冠状窦	SinusFlex™ 可控十极标测电极导管		
			起搏	临时起搏电极导管	/	巴德股份，圣犹达医疗
二维消融导管	在医疗机构中使用，适用于心脏电生理标测，刺激和记录；当与射频仪配合使用时，可用于开展心内消融术，用于治疗心动过速	心脏射频消融手术	心动过速治疗	Triguy™ 可控射频消融电极导管	微电生理，维心医疗，乐普医疗	爱尔湾生物，科脉医疗，雅培，美敦力
				Triguy™ 冷盐水灌注射频消融导管		
三维消融导管	配合 HT Viewer® 三维标测系统以及射频消融仪使用，可实现射频消融手术的实时空间定位以及标测及消融治疗功能。	三维心脏射频消融手术	心动过速治疗	Triguy™ 磁定位冷盐水射频消融导管	微电生理、锦江电子	波士顿科学，伯恩森斯韦伯斯特
设备类设备	临床用于心脏内科、电生理室心内电生理检查及心脏介入治疗中的心电信息监测和压力参数的监测	心脏射频消融手术	/	TOP-2001D+/F+™ 多道电生理系统	共同医疗	波士顿科学
	与体表电极和兼容的导管配合使用，用于心脏电生理检查和手术过程中采集和记录心脏电信号，以及对心脏结构进行三维构建并显示导管位置。当与特定导管配用时，还可计算并显示导管与心脏接触部分压力		/	HT Viewer® 三维心脏电生理标测系统	锦江电子，微电生理	波士顿科学，Philips Medical
其他产品	适用于经股静脉入路、从右心房行房间隔穿刺至左心房并建立二者间的通路，并辅助输送诊断/治疗器械进入心腔内或建立有助于血管内器械的经皮进入通路	心脏射频消融手术	/	Braiding Cross™ 房间隔穿刺系统	德晋医疗，普实医疗	/
			/	墨工™ 可调弯输送鞘	先健科技，乐普医疗，捷心医疗	/

资料来源：惠泰医疗官网，惠泰医疗招股说明书，微电生理招股说明书，NMPA，国盛证券研究所

## 6.2.2 血管介入市场前景广阔，惠泰血管介入平台成熟完备

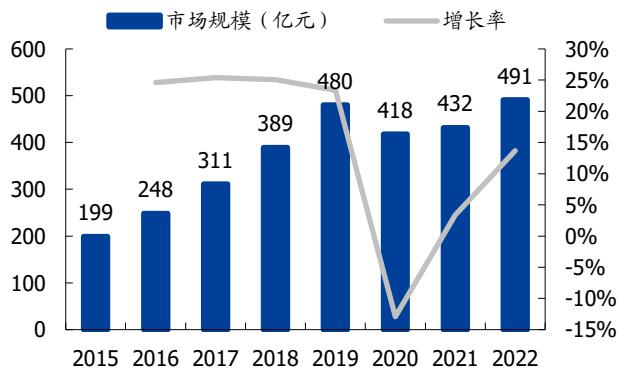
**心脑血管患者基数庞大，血管介入市场前景可期。**《中国医疗器械蓝皮书（2023版）》数据显示，人口老龄化趋势下，中国心脑血管疾病患病率持续上升，2022年总患者数量超3.3亿人。心血管病死亡占城乡居民总死亡原因首位，心血管病防治刻不容缓。我国血管介入器械市场快速成长，2015-2022年市场规模由199亿元提升至491亿元，CAGR达到13.77%。血管介入器械主要包括心血管介入、外周血管介入和脑血管介入，2022年三者的市场规模分别达到210/161/120亿元。

图表 136: 2022 年心脑血管疾病患者数情况 (万人)



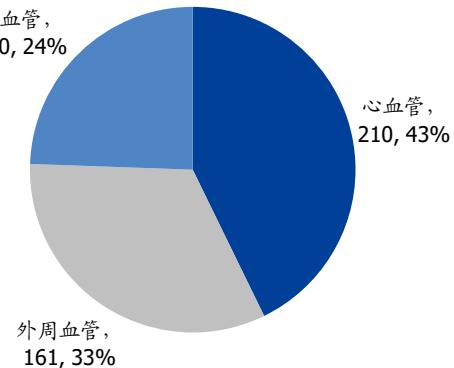
资料来源:《中国医疗器械蓝皮书(2023版)》,国盛证券研究所

图表 137: 2015-2022 年中国血管介入器械市场规模



资料来源:《中国医疗器械蓝皮书(2023版)》,国盛证券研究所

图表 138: 2022 年血管介入细分市场规模及占比 (亿元)



资料来源:《中国医疗器械蓝皮书(2023版)》,国盛证券研究所

**惠泰医疗血管介入平台成熟完备。**惠泰医疗自 2008 年开始专注研究血管介入产品,已建立 18 条血管介入产品线,产品主要包括“造影三件套”、微导管、导引导丝、导引导管、球囊等。冠脉通路产品中,薄壁鞘(血管鞘组)为国产独家产品,微导管(冠脉应用)和可调阀导管鞘(导管鞘组)为国内首个取得注册证的同类产品,预塑型导丝为国内首创预先塑弯的导丝。外周介入产品中,外周可调阀导管鞘(导管鞘组)是国内唯一被批准上市的国产产品,造影球囊是国内首款可用于封堵血管的产品。

图表 139: 惠泰医疗血管介入产品

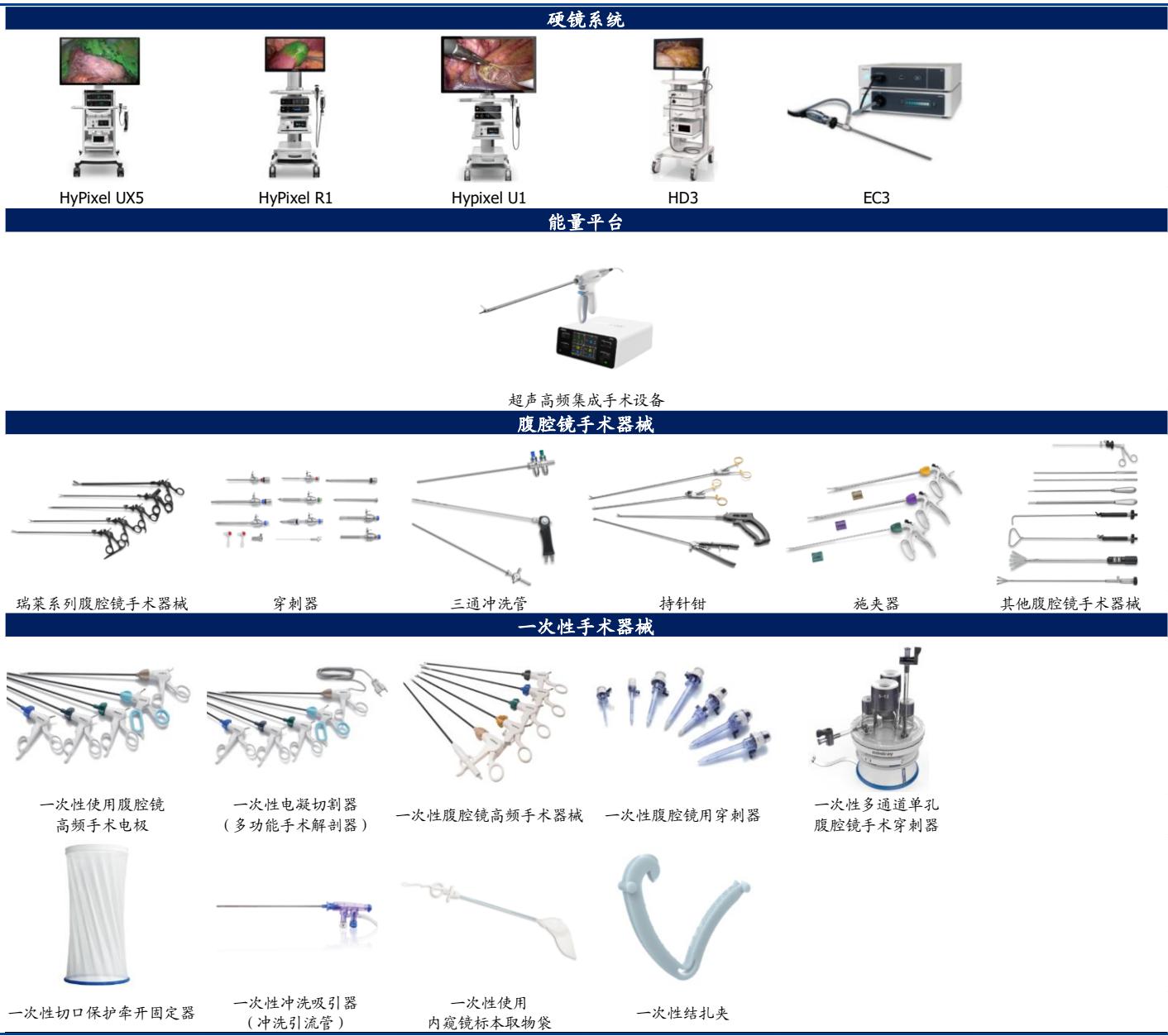
产品类别	应用领域	主要用途	具体产品	其他厂商(部分)
诊断产品	血管穿刺	<p>冠脉、外周</p> <p>适用于在介入手术中，辅助造影导管、导引导管、电极导管等其他介入器械的插入与输送，建立体外与血管内输送回收器械的通道。</p>	Braiding™ 血管鞘组	Argon, 泰尔茂、恒瑞迪生
	外周	<p>采用按压式调节止血阀，兼顾器械输送性、操作便捷性，同时有限减少术中漏血问题。</p> <p>钢丝网编织结构，提供更强支撑性，型号丰富，满足不同临床需求。</p>	Braiding™ II 血管鞘组 Braiding™ Pro 导管鞘组 Braiding™ L 带止血阀导管鞘 SailWire™ 导引鞘 SailWire™ 导引鞘（弓上动脉专用）	史赛克，雅培，爱聚实业 泰尔茂，Contract，捷心医疗
造影诊断	冠脉、外周	满足不同患者体型和不同介入术式入路需求。	Angiopointer™ 造影导管 Hydropointer™ 造影导管	泰尔茂，波士顿科学，微创
	外周	适用于血管造影或将治疗药物输送到血管系统中的特定部位。 儿科专用系列；外周桡入路专用系列。	Blackeel™ 亲水涂层导丝 Blackeel™ II 涂层导丝	麦瑞通，库克，益心达
导引导丝	冠脉	适用于冠状动脉血管内介入诊断及治疗；适用于外周血管，引导导管插入血管并定位，神经血管内应用除外。	AnyreachC™	
	外周	<p>导丝用于引导其他器械插入血管，建立有助于血管内器械的经皮进入通路，或进行血管内定位，或建立血管内通路；导丝远端弹簧圈包裹亲水涂层。</p> <p>导丝用于引导其他器械插入血管，建立有助于血管内器械的经皮进入通路，或进行血管内定位，或建立血管内通路；导丝远端聚合物包裹亲水涂层。</p> <p>为外周工作导丝。</p>	AnyreachP™ Susrail™ 导丝 Guiroad™ 导丝	雅培，美敦力，波士顿科学，乐普
导引导管	冠脉、外周	为外周工作导丝，包含 0-014" 和 0-018" 两个系统，可应用于外周血管多种术式当中。	Blackeel™ II 涂层导丝	
	外周	采用一体式 NiTi 核心，达成 1:1 扭控；提供多种预塑形头端，适用复杂血管；塑形保持能力强，反复超选操作。	March™ 导引导管 March™ pro 导引导管	史赛克，雅培，朝日英达科，爱聚实业
治疗产品	冠脉、外周	用于介入手术中建立球囊导管、支架、导丝和微导管等其他器械的辅助通道，并可用于注射诊断性药物（造影剂）。	Hydromarch™ 亲水涂层导引导管	
	外周	<p>提供丰富外周弯型，适用于外周各部位血管需求，增强血管保护。</p> <p>无鞘导引导管助力 TRI，近端无涂层方便推送和操控，远端无涂层不易脱离冠脉开口，管身体部专利亲水涂层减少导管推送阻力。</p> <p>可调弯导引导管适用于冠脉血管系统，可用于通过球囊导管、支架、导丝和微导管等其他器械。</p>	Livguider™ 可调弯导引导管 TransportaGe™ 导引导管	史赛克，雅培，朝日英达科，爱聚实业，赛诺神畅
导引延伸导管	冠脉	用于术中血管通路的建立，适用于辅助球囊导管、支架或其他器械等介入性装置的输送和放置。将该器械沿导丝送至指定位置后，球囊导管、支架或其他器械等介入性装置沿导丝通过该器械至目标血管病变部位。	Expressman™ 导引延伸导管 Expressman II™ 导引延伸导管	爱聚实业
	外周、冠脉	与导引导管一起使用，适用于动脉粥样硬化复杂病变、动脉起源异常等需要导引导管提供较强后座支撑力时，辅助支架、球囊导管等其他介入器械的放置。	Instantpass™ 微导管 Distail™ 微导管	史赛克，波士顿科学，博迈无通
微导管	外周	专为外周血管介入打造。	DualTrack™ 双腔微导管	朝日英达科，爱聚实业
	冠脉	OTW 腔可实现快速交换，同时容纳两根导丝，助力分支病变、复杂 CTO 病变。	CONQUEROR™ PTCA 球囊导管 CONQUEROR™ II PTCA 球囊导管	波士顿科学，贝朗梅尔松根，戈尔及同仁，申淇医疗，兴泰普乐
球囊导管	冠脉	适用于自体冠状动脉狭窄部位或搭桥血管狭窄部位的球囊扩张以改善心肌供血。	CONQUEROR™ NC 后扩张 PTCA 球囊导管 CONQUEROR™ NC Pro 球囊扩张导管 CONQUEROR™ Trap 锚定球囊扩张导管 CONQUEROR™ EPOCH 高压球囊扩张导管	
	外周	<p>适用于自体冠状动脉狭窄部位或搭桥血管狭窄部位的球囊扩张支架（裸金属支架和药物洗脱支架）释放后的再次扩张。</p> <p>无需沿导丝输送，采用球囊锚定方式进行导管交换，远端示标以精准定位。</p> <p>超高耐压，极致扩张 RPB 最高可达 36ATM。</p>	Distail Bonbon™ 造影球囊 Tresfort™ 35 外周球囊扩张导管	
配件	冠脉	栓塞治疗领域一款创新性的产品，具有锥形头端方便超选，质地柔软的高顺应性球囊降低对血管损伤。	Sniffer™ 血栓抽吸导管	半影公司，加奇生物
	外周	用于经皮腔内血管成形术 (PTA) 中，超细尖端通过优异，独有点焊设计稳定球囊头端。	Enlarger™ 球囊扩张压力泵	吉诺斯，谱高医疗
其他	冠脉	适用于抽吸/去除动脉血管内血栓，改善血流。	SealingPro™ Y 形连接器	迪玛克，双九医疗
	冠脉、外周	适用于心脏或外周介入手术中球囊的扩张和收缩，并实时监测压力。	EmboCatcher™ 远端栓塞保护系统	/
异物抓捕器	冠脉、外周、神经	适用于介入手术中，辅助导管、导丝进入人体，侧支部分可注入造影剂、药剂或生理盐水，进行压力监视或连接其它介入器械等。	Braiding™ TIPS 经颈静脉肝内穿刺器械	聚辉医疗
	肝脏	立体内异物抓捕器。	Braiding™ MG 可调弯输送鞘	库克，归创医疗
	肝脏	由导管鞘、通芯针、导管、加硬套管、扩张器（2个）、导引器组成的器械组合。用于经颈静脉肝内门静脉穿刺，进行门静脉的肝内分流手术，以降低门静脉压。		/
	外周	适用于主动脉、肾动脉、下肢等各类外周血管的腔内治疗。实现双向 180° 灵活调弯。		

资料来源：惠泰医疗官网，惠泰医疗招股说明书，NMPA，国盛证券研究所

### 6.3 微创外科：聚焦硬镜，国产替代方兴未艾

**聚焦硬镜，打造完整解决方案。**2012 年，迈瑞开始布局微创外科领域，并于 2017 年推出了自主研发的 1080P 全高清 3CMOS 腹腔镜，随后在 2020 年、2021 年先后推出 4k HyPixel U1 及 4k 荧光产品 HyPixel R1。在聚焦硬镜系统的同时，公司推出了超声刀、腹腔镜吻合器等高值耗材，与其他生命信息支持产品产生协同效应，着力打造微创外科领域的一体化解决方案。公司微创外科市占率仅为 2%，成长空间巨大，在医疗行业整顿背景下，2023 年公司微创外科业务增速超过 30%，凸显强劲增长动力。

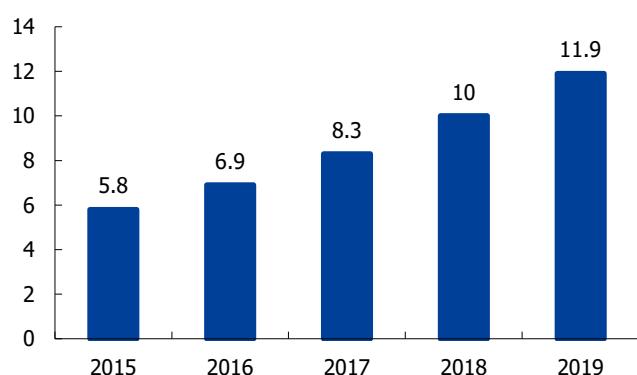
图表 140：迈瑞医疗微创外科产品线



资料来源：迈瑞医疗官网，国盛证券研究所

**微创外科手术渗透率提升，推动相关手术器械及配件放量。**与传统开放手术相比，微创手术具有创伤小、痛感低、疤痕小、并发症少、住院时间和恢复时间短等优点，我们预计其渗透率将持续增加。根据灼识咨询数据显示，中国微创外科手术量将由2015年的580万台增至2019年的1190万台。根据弗若斯特沙利文数据，2016-2020年中国微创外科手术的渗透率由8.8%提升至12.8%。微创外科手术渗透率提高驱动手术器械及配件市场迅猛增长，2020年我国微创外科手术器械及配件市场规模达到192.43亿元，微创外科市场前景可期。

图表 141: 2015-2019 中国微创外科手术量 (百万台)



资料来源：灼识咨询，国盛证券研究所

图表 142: 2016-2019 中国微创外科手术器械及配件市场规模 (亿元)

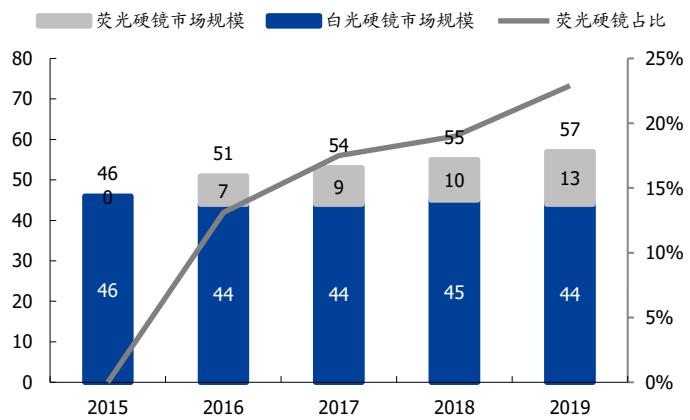


资料来源：派尔特招股书，国盛证券研究所

全球硬镜市场稳定增长，**2019** 年市场规模为 **57** 亿美元。全球硬镜市场增长较为稳定，2015 年市场规模为 46 亿美元，2019 年达 57 亿美元，CAGR 为 5.51%。荧光整机系统兼具了白光和荧光内窥镜功能，一体化产品有助于减少手术室设备配置，并提升科室诊疗能力，因此荧光产品的市场规模及占比逐年提高。全球荧光硬镜市场起步于 2015 年，至 2019 年荧光硬镜占比已达到 22.9%，荧光硬镜优势显著，其渗透率预计保持加速提升。

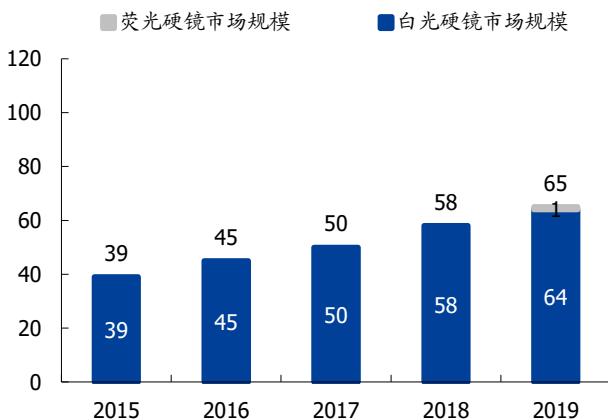
中国百亿硬镜市场前景广阔，**2019** 年市场规模为 **65.3** 亿元。2019 年中国硬镜市场规模为 65.3 亿元，2015-2019 年 CAGR 为 13.8%，远高于全球硬镜市场的同期增速。中国荧光硬镜发展相对滞后，2019 年市场规模仅为 1.1 亿元，荧光硬镜占比为 1.7%。随着荧光硬镜产品陆续获批上市、企业市场推广持续推进，我国荧光硬镜市场进入快速增长阶段。

图表 143: 2015-2019 年全球硬镜市场规模 (亿美元)



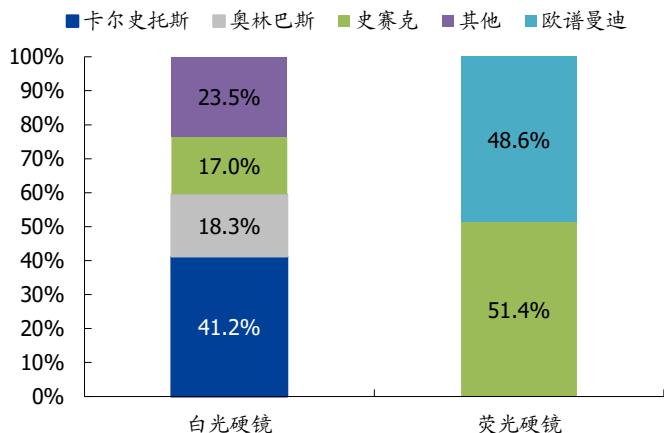
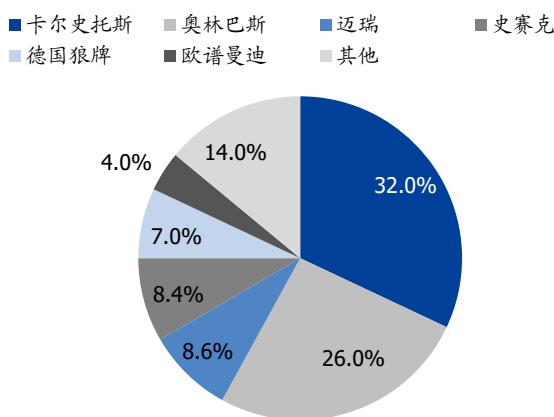
资料来源：弗若斯特沙利文，国盛证券研究所

图表 144: 2015-2019 年中国硬镜市场规模 (亿元)



资料来源：弗若斯特沙利文，国盛证券研究所

进口品牌主导国内硬镜市场，**2022** 年迈瑞市占率跃居第三。在硬镜市场，尤其是荧光硬镜市场，国产品牌起步较晚，进口品牌占据了大部分市场份额。2019 年中国硬镜市场上，白光硬镜方面，卡尔史托斯、奥林巴斯、史赛克三大进口厂商占据 76.5% 的份额；荧光硬镜方面，史赛克和欧谱曼迪完全垄断了市场。在国内企业的技术持续进步、各种硬镜产品不断推出、国产替代持续推进的背景下，以迈瑞为代表的国产厂商份额快速扩大。2022 年中国硬镜市场上，卡尔史托斯、奥林巴斯分别以 32%、26% 的份额位居前二，迈瑞以 8.6% 的市占率超过史赛克成为第三。

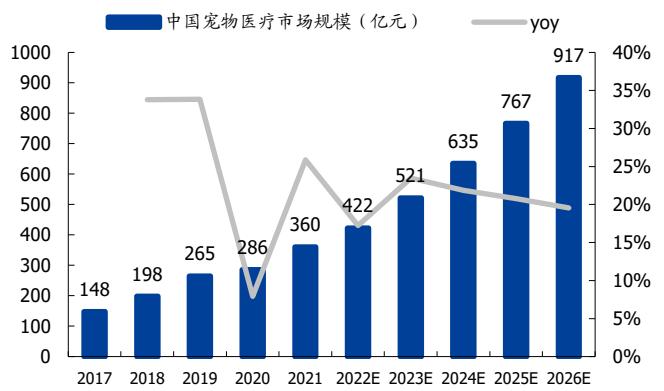
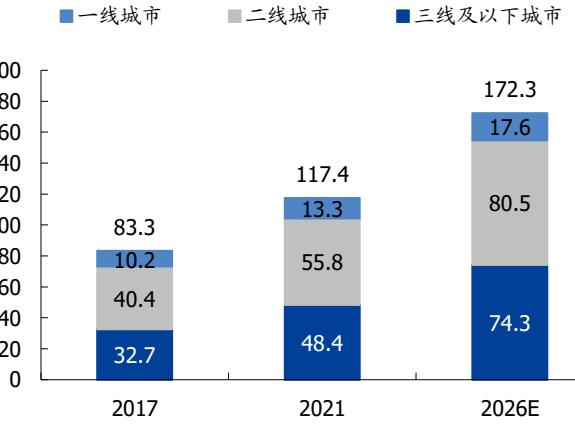
**图表 145: 2019 年中国硬镜市场竞争格局**

**图表 146: 2022 年中国硬镜市场竞争格局**


资料来源：海泰新光招股书，弗若斯特沙利文，国盛证券研究所

资料来源：《中国医疗器械蓝皮书（2023）》，Eshare 医械汇，国盛证券研究所

## 6.4 动物医疗：前景广阔，基于三大传统业务全面布局产线

**宠物经济迅速崛起，动物医疗潜力无限。**随着人口老龄化加速、结婚生育率下降、独居青年群体日渐庞大等趋势日益明显，宠物行业迎来快速发展。随着宠物数量的增长，以及科学养宠的观念日益深入人心，宠物医疗迅速崛起。根据灼识咨询数据，我国宠物医疗行业市场规模由 2017 年的 148 亿元快速增长至 2021 年的 360 亿元，CAGR 高达 24.88%。经济的稳定发展促进宠物饲养向低线城市渗透，三线及以下城市的宠物饲养家庭数快速增长，推动中国宠物医疗市场高速增长。预计到 2026 年我国宠物医疗市场规模将达到 917 亿元，2021-2026 年复合增速将达到 20.56%。

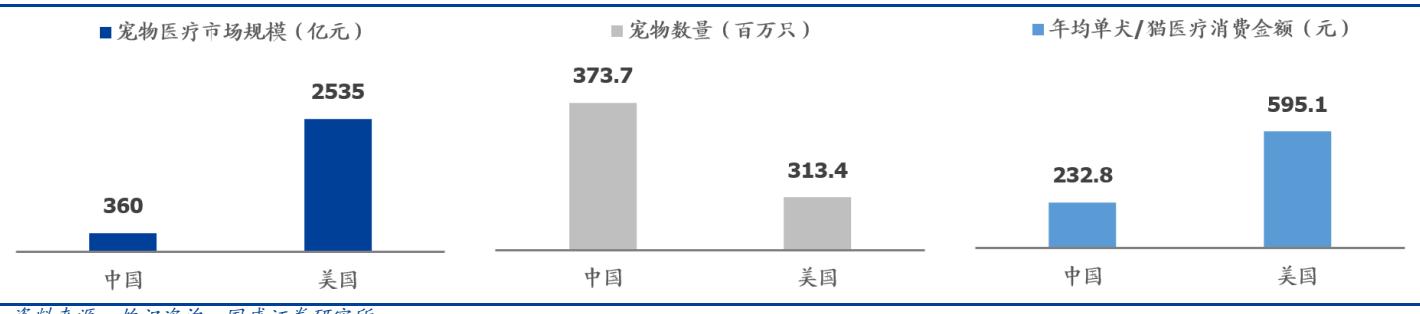
**图表 147: 2017-2026E 中国宠物医疗市场规模（亿元）**

**图表 148: 中国饲养犬/猫家庭数量（百万个，按城市等级分）**


资料来源：灼识咨询，国盛证券研究所

资料来源：灼识咨询，国盛证券研究所

**单宠医疗消费金额较低，中国宠物医疗市场存在巨大的提升空间。**2021 年美国宠物医疗市场规模为 2535 亿元，而中国宠物医疗市场规模不及其 15%，仍有巨大的发展空间。中国的宠物数量庞大，但是由于宠物饲养方式和对宠物的健康管理程度不同，导致单宠消费金额较低，2021 年中国单犬/猫的年均医疗消费金额为 232.8 元，美国则为 595.1 元。中国的单宠医疗消费金额提升空间较大，宠物医疗市场仍存在巨大的发展空间。

图表 149: 2021 年中美宠物行业对比



资料来源：灼识咨询，国盛证券研究所

**基于传统三大业务优势，构建动物医疗产品线。**迈瑞在传统三大优势业务线的基础上，于 2020 年成立了迈瑞动物医疗子公司，建立了完善的动物医疗产品线。在生命信息与支持领域，迈瑞医疗可以提供动物专用的监护仪、呼吸麻醉机、内窥镜、手术灯、手术塔、输注泵等解决方案，基本涵盖了手术室所必需的医疗设备。在体外诊断 (IVD) 领域，公司可覆盖动物血液分析、生化分析、分子诊断、尿液分析等多个领域，满足各类宠物医院检验科、第三方实验室等机构的使用需求。在影像诊断方面，迈瑞医疗可以提供超声影像系统、DR 影像系统，为医生提供卓越的图像质量、动物专用的影像检测模式及高效专业的工作流。

图表 150: 迈瑞动物医疗产品线



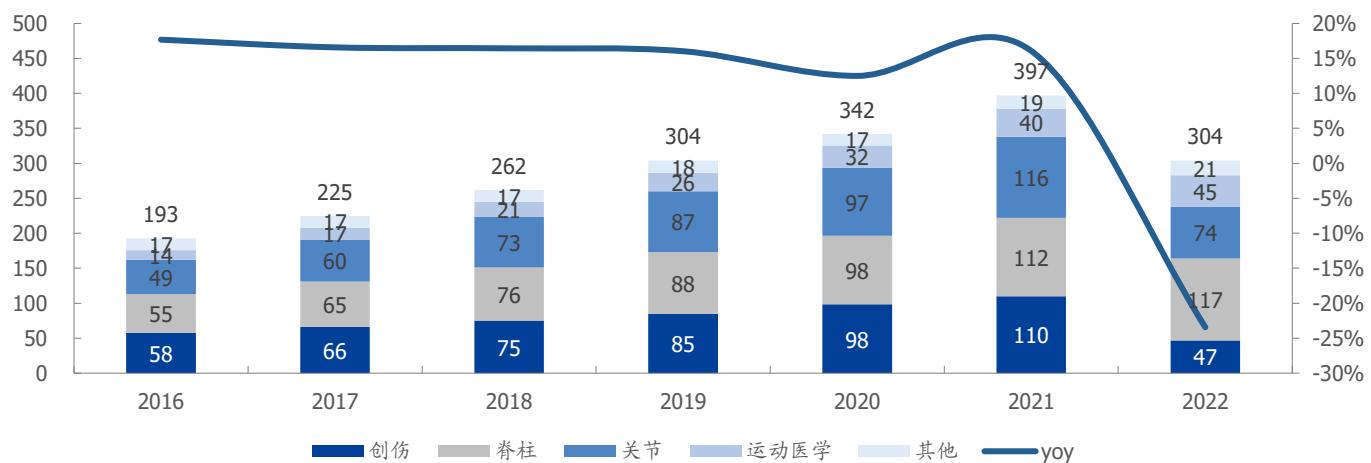
资料来源：迈瑞医疗官网，国盛证券研究所

**迈瑞动物医疗在海内外广受认可，乘宠物经济之风前景无限。**在中国，迈瑞已经为超过 15000 家宠物医院和 70%以上动物研究机构提供全面医疗解决方案；在海外，迈瑞获得了多所顶尖的动物医疗机构的认可，如纽约动物医疗中心 AMC、英国皇家兽医学院、荷兰乌得勒支大学动物医院等。动物医疗是迈瑞发展的重要分支，在宠物经济崛起的背景下潜力无限。

## 6.5 骨科：集采加速国产替代，持续创新是大势所趋

老龄化推动骨科市场成长，集采负面影响逐渐出清。随着人口老龄化加剧，骨折、脊柱侧弯、脊椎病、关节炎、关节肿瘤等骨科疾病发病率增加，骨科耗材需求旺盛。中国骨科市场规模从2016年的193亿元增至2022年的304亿元，CAGR为7.87%。2019年7月31日，国务院办公厅印发了《治理高值医用耗材改革方案的通知》，在高值医用耗材领域探索带量采购。2021年以来，采购范围持续拓宽，涉及品类涵盖创伤类、脊柱类、关节类、人工合成骨、运动医学等产品。集采产品平均降幅范围为32%-82%，最高降幅范围为61%-95%，采购量范围70%-80%不等。随着集采落地执行，骨科耗材价格下降，2022年行业规模减少，2022年中国骨科植入物市场规模为304亿元，同比下滑23.43%。随着骨科高值耗材的国家集采或省级联盟集采的逐渐完成，不利因素逐渐出清，骨科耗材市场有望迎来恢复。

图表 151：2016-2022年中国骨科植入物市场规模（亿元）



资料来源：《中国医疗器械蓝皮书（2023）》，Eshare 医械汇，国盛证券研究所

图表 152：骨科三大品类集采推进情况

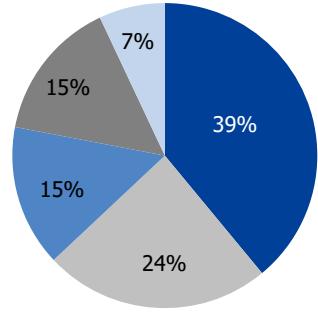
品类	集采区域	集采推进时间	集采量	集采周期	集采降幅情况
创伤	河南十二省联盟（豫晋赣鄂渝黔滇桂宁青湘冀）	2021年5月公告 2021年6月报量 2021年8月公布中选结果 2021年11月-2022年6月陆续执行	97万套	1年	平均降幅88.65%。 普通接骨板：4683元至606元，降幅87.05%。 锁定（万向）加压接骨板：9360元至987元，降幅89.45%。 髓内钉：11687元至1271元，平均降幅89.12%。
	京津冀3+N联盟（16省）	2022年2月公告 2022年3月公布中选结果 2022年5-12月陆续执行	108.57万套（协议采购量）	1年	普通接骨板：最低价167元，平均价641元。 锁定加压接骨板（含万向）：最低价为344元，平均价为907元。 髓内钉：最低价为299元，平均价为1117元。 平均降幅约83.48%。
	江苏	2022年12月公告 2023年1月公布中选结果 2023年4月执行	未公布	2年	锁定加压接骨板系统：平均降幅74%、最高降幅89.46%。 普通接骨板系统：平均降幅73.58%，最高降幅79%。 髓内钉系统：平均降幅69.22%，最高降幅78.52%。 平均降幅约73%。
关节	全国	2021年6月公告 2021年8月报量 2021年9月公布中选结果 2022年3-5月执行 2023年底续约 2024年5月续约开标	55万套（对应20年70万套的80%）	2年	髋关节平均价格从3.5万元下降至7000元左右。 膝关节平均价格从3.2万元下降至5000元左右（陶对陶降幅77.43%、陶对聚降幅80.38%、金对聚降幅82.87%）。 平均降幅82%。
		2022年7月公告 2022年8月报量 2022年9月竞标 2023年2-5月陆续执行	58万套	3年	平均降幅6%。
脊柱	全国	2022年7月公告 2022年8月报量 2022年9月竞标 2023年2-5月陆续执行	121万（不含骨水泥，预计对应21年240万套的50%）	3年	胸腰椎微创手术使用的耗材平均每套价格从近4万元下降至5600元左右。 用于治疗压缩性骨折的椎体成形手术耗材，每套平均价格从2.7万元下降至1100元左右。 平均降幅84%。

资料来源：智研咨询，国家组织高值医用耗材联合采购办公室，中国卫生杂志，国盛证券研究所

**骨科后集采时代，国产替代加速进行。**从细分市场国产化率来看，创伤类基本实现了国产替代，未来行业将向提升质量方向发展。创伤、脊柱、关节等领域国产企业已经占据较多份额，在国有企业竞争力不断提升、后集采时代国产厂商成本优势凸显的背景下，国产替代将迎来加速，行业格局持续变化。从竞争格局上看，骨科耗材行业集中度较低，2022年CR5为34.93%。但随着骨科集采的落地执行，国产头部企业市场份额逐步抬升。对比2021年，威高、正天、春立、爱康、三友等头部国产品牌的市场份额均有所提升，国产替代加速进行。

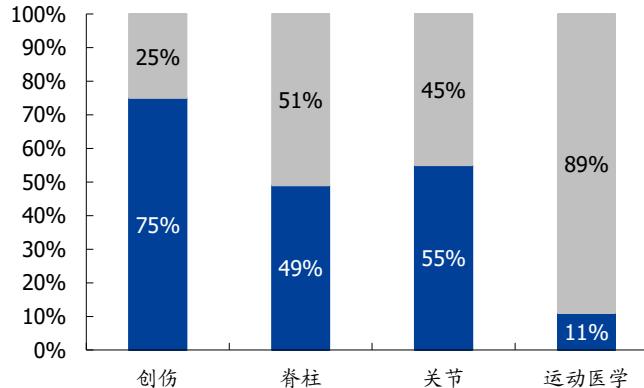
图表 153: 2022年中国骨科植入物细分市场规模与占比(亿元)

■ 脊柱 ■ 关节 ■ 创伤 ■ 运动医学 ■ 其他



图表 154: 2022年骨科植入物细分市场国产化率

■ 进口 ■ 国产



资料来源：《中国医疗器械蓝皮书（2023）》，Eshare 医械汇，国盛证券研究所

图表 155: 2022年中国骨科植入物市场生产企业 Top20

序号	类别	公司	产品线	市占率			备注
				2022年	2021年	排名变化	
1	进口	强生	关节、脊柱、创伤、运动医学	11.26%	13.00%	1→1	
2	进口	施乐辉	关节、创伤、运动医学	6.64%	4.50%	6→2	
3	进口	捷迈邦美	关节、脊柱、创伤	6.30%	8.00%	2→3	
4	国产	威高	关节、脊柱、创伤、球囊、运动医学	6.08%	5.26%	4→4	含海星关节和亚华关节
5	进口	史赛克	关节、脊柱、创伤、球囊	4.65%	6.50%	3→5	含创生国产
<b>CR5</b>				<b>34.93%</b>	<b>37.26%</b>		
6	国产	正天	关节、脊柱、创伤、运动医学	4.65%	3.29%	9→6	纳通集团，含金星达
7	进口	美敦力	脊柱、创伤、球囊	4.32%	5.00%	5→7	含康辉、理贝尔
8	国产	春立	关节、脊柱、运动医学	3.98%	2.80%	11→8	
9	国产	大博	脊柱、创伤、运动医学	3.56%	4.26%	7→9	
10	国产	爱康	关节	3.50%	1.90%	12→10	
<b>CR10</b>				<b>54.94%</b>	<b>54.51%</b>		
11	国产	凯利泰	脊柱、创伤、运动医学、球囊	2.60%	3.20%	10→11	含江苏艾迪尔
12	进口	林克	关节	2.33%	3.30%	8→12	纳通集团总代理
13	国产	三友	脊柱、创伤	2.10%	1.50%	13→13	
14	国产	欣荣博尔特	关节、脊柱、创伤	1.84%	1.40%	14→14	
15	国产	科惠	脊柱、创伤、球囊	1.44%	1.09%	16→15	
16	国产	爱得	创伤、脊柱、球囊	1.38%	1.30%	15→16	
17	国产	华森	脊柱、创伤	1.28%	0.97%	17→17	
18	进口	索娜蒙托	脊柱、创伤	0.92%	0.95%	18→18	
19	国产	德骼拜尔	关节、脊柱、创伤	0.86%	0.59%	19→19	属于迈瑞集团
20	国产	微创	关节、脊柱、创伤	0.49%	0.40%	20→20	不含国外营收
<b>CR20</b>				<b>70.18%</b>	<b>69.21%</b>		

资料来源：《中国医疗器械蓝皮书（2023）》，Eshare 医械汇，国盛证券研究所

迈瑞骨科产品线齐全，积极参与集采提升市占率。2012年，迈瑞控股武汉德骼拜尔，并于2020年正式布局骨科业务。迈瑞骨科产品线丰富，涵盖了关节、创伤、脊柱、外固定、封闭负压引流材料等骨科植入物及耗材。迈瑞积极参与国家级、省级联盟组织的集中带量采购，快速扩大自身的市场份额。在2021年河南十二省联盟创伤集采中，迈瑞的协议采购量总排名第四；2022年京津冀3+N联盟创伤集采中，迈瑞的行业报量占比有望达到8%，进入骨科行业头部阵营。2024年关节续约集采中，迈瑞取得了良好成绩，陶瓷-聚乙烯髋关节产品中，迈瑞以9604个/年的报量排名第六；合金-聚乙烯髋关节产品中，迈瑞以923个/年的报量排名第四。未来，迈瑞将持续完善骨科领域产品布局，积极参与骨科集采，扩大自身市场份额，贡献业绩成长新动力。

图表 156：迈瑞骨科产品线



资料来源：迈瑞医疗官网，国盛证券研究所

图表 157：迈瑞在骨科集采中取得优异成绩

品类	集采区域	时间	迈瑞参与结果
创伤	河南十二省联盟 (豫晋赣鄂渝黔滇桂宁青湘冀)	2021年7月	普通接骨板系统、锁定加压接骨板系统（含万向）、髓内钉系统三个采购包中，迈瑞协议采购量总排名第四。
	京津冀3+N联盟（16省）	2022年2月	报量57,509套，行业报量占比有望达到8%。
	江苏	2022年12月	报名产品全部在第一轮中标，并在同竞价单元内中标价格相对较高。
关节	全国	2021年9月	陶瓷-聚乙烯类髋关节产品系统和合金-聚乙烯类髋关节产品系统中标，整体带量排名第十。
		2024年5月	陶瓷-陶瓷髋关节产品中，迈瑞以2987个/年的报量排名第九；陶瓷-聚乙烯髋关节产品中，迈瑞以9604个/年的报量排名第六；合金-聚乙烯髋关节产品中，迈瑞以923个/年的报量排名第五。
脊柱	全国	2022年7月	三个采购包中全部以A组中标，且在同竞价单元内取得价格和医疗机构协议采购量优势。

资料来源：公司公告，国家医保局，国家组织高值医用耗材联合采购办公室，国盛证券研究所

## 盈利预测与估值

## 盈利预测与关键假设

我们对公司盈利预测的核心假设如下：

- **生命信息与支持业务：** 国内方面，截至 2023 年底，国内新基建待释放空间超过 200 亿元，2024 年开启的医疗设备更新政策也在持续推进，将对生命信息与支持业务线带来积极贡献。海外方面，公司产品竞争力已达到世界一流水平，助力海外高端客户群持续突破，海外订单放量有望带动海外收入稳定增长。我们预计生命信息与支持业务将保持稳定增长，2024-2026 年收入增速为 17.02%、19.89%、20.06%，毛利率为 66.49%、66.42%、66.41%。
- **体外诊断业务：** IVD 领域集采政策持续推进，有力加速了国产替代进程。公司积极拥抱集采，在相关省份实现了市占率的快速提升。并购扩张是 IVD 业务发展壮大的重要动力，2021 年公司并购 IVD 原料厂家海肽生物加强自主研发能力，并助力降本增效；2023 年收购德赛诊断导入并完善海外体外诊断业务供应链平台，有望加速提升 IVD 产品的海外渗透。海内外共同发力有望驱动体外诊断业务高速增长，预计 2024-2026 年体外诊断业务收入增速为 27.88%、24.99%、25.06%，毛利率为 65.36%、65.54%、65.73%。
- **医学影像业务：** 高端医学影像产品进展顺利，海外高端客户群持续突破。公司高端超声 R 系列、I 系列快速放量，并于 2023 年推出国产首款超高端超声 A20，有望改善医学影像业务的收入结构，提升毛利率水平。预计 2024-2026 年公司医学影像业务收入增速为 14.28%、13.48%、13.51%，毛利率为 69.44%、69.92%、69.99%。

图表 158：2018-2026 年公司营收拆分与预测

(除特殊说明外均为人民币百万元)		Historical						Projected		
		2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	137.53	165.56	210.26	252.70	303.66	349.32	421.25	507.55	612.85	
	YoY	23.09%	20.38%	27.00%	20.18%	20.17%	15.04%	20.59%	20.49%	20.75%
	毛利率	66.40%	64.88%	65.30%	65.06%	64.20%	66.26%	66.46%	66.55%	66.60%
<b>1. 生命信息与支持类产品</b>										
收入	52.24	63.41	100.06	111.53	134.01	152.52	178.48	213.98	256.90	
	YoY	23.33%	21.38%	57.80%	11.47%	20.15%	13.81%	17.02%	19.89%	20.06%
	占总收入比例	37.98%	38.30%	47.59%	44.14%	44.13%	43.66%	42.37%	42.16%	41.92%
毛利率	65.71%	65.56%	67.98%	66.39%	66.33%	66.78%	66.49%	66.42%	66.41%	
	<b>2. 体外诊断类产品</b>									
	46.26	58.14	66.46	84.49	102.56	124.21	158.84	198.53	248.27	
收入	YoY	23.65%	25.69%	14.31%	27.12%	21.39%	21.12%	27.88%	24.99%	25.06%
	占总收入比例	33.63%	35.12%	31.61%	33.43%	33.77%	35.56%	37.71%	39.12%	40.51%
	毛利率	64.12%	62.53%	59.73%	62.51%	60.35%	64.30%	65.36%	65.54%	65.73%
<b>3. 医学影像类产品</b>										
收入	35.97	40.39	41.96	54.26	64.64	70.34	80.38	91.22	103.54	
	YoY	22.55%	12.30%	3.88%	29.29%	19.14%	8.82%	14.28%	13.48%	13.51%
	占总收入比例	26.15%	24.40%	19.96%	21.47%	21.29%	20.14%	19.08%	17.97%	16.89%
毛利率	71.00%	68.42%	66.18%	66.34%	66.42%	69.10%	69.44%	69.92%	69.99%	
<b>4. 其他产品</b>										
收入	2.28	2.37	2.45	2.54	2.63	2.73	2.87	3.01	3.16	
	YoY	3.64%	3.64%	3.64%	3.64%	3.64%	3.64%	3.64%	5.00%	5.00%
	占总收入比例	1.66%	1.43%	1.17%	1.01%	0.87%	0.78%	0.68%	0.59%	0.52%
毛利率	66.35%	67.48%	62.21%	59.59%	45.30%	33.37%	50.00%	50.00%	50.00%	
<b>5. 其他业务</b>										
收入	0.43	0.36	0.45	0.12	0.12	0.57	0.68	0.82	0.98	
	YoY	3.08%	-15.69%	23.22%	-73.87%	0.85%	378.55%	20.00%	20.00%	20.00%
	占总收入比例	0.31%	0.22%	0.21%	0.05%	0.04%	0.16%	0.16%	0.16%	0.16%
毛利率	66.93%	69.81%	63.64%	32.40%	26.92%	39.89%	30.00%	30.00%	30.00%	

资料来源：Wind, 国盛证券研究所

**销售费用率：**公司将持续优化全球营销体系，包括加速拓展全球本地化网络布局，加强全球仓网布局。在实现大规模高端客户突破的基础上，积极扩大市占率和提升高端客户渗透率，尤其是加快国际体外诊断业务在海外高端医院和第三方连锁实验室的渗透速度。同时公司也将积极提升营销人员工作效率，降低现有成本，随着收入规模的稳定增长，销售费用率将保持相对稳定。我们预计2024-2026年销售费用率将保持在16.20%。

**管理费用率：**管理费用随人员薪酬变化将有一定波动，2022年公司发布员工持股计划，股份支付费用合计8.7亿元。2022-2025年的预计摊销费用分别为3.87亿元、3.06亿元、1.40亿元、0.36亿元，预计对管理费用影响不大，推测管理费用率将保持相对稳定。我们预计2024-2026年管理费用率维持在4.35%。

**研发费用率：**公司高度重视研发创新，将在现有积累的基础上，持续加大对各个业务领域的研发投入，特别是IVD创新试剂和医学影像高端产品的研发。同时公司也将持续加大微创外科、心血管、动物医疗等种子业务的研发投入，提升业务收入天花板。我们推测公司未来仍将保持较高的研发投入，预计2024-2026年研发费用率维持在9.60%。

图表 159: 2021-2026E 公司期间费用率及预测

项目	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
销售费用率	15.83%	15.81%	16.33%	16.20%	16.20%	16.20%
管理费用率	4.38%	4.35%	4.36%	4.35%	4.35%	4.35%
研发费用率	9.99%	9.62%	9.83%	9.60%	9.60%	9.60%

资料来源：Wind, 国盛证券研究所

### 可比公司估值与投资评级

根据盈利预测模型，我们预计2024-2026年公司营业收入分别为421.25、507.55、610.48亿元，对应增速为20.6%、20.5%、20.3%；归母净利润为140.20、169.33、205.91亿元，对应增速为21.0%、20.8%、21.6%。

迈瑞医疗是国内医疗器械龙头，产品线覆盖广泛，主营业务涵盖生命信息与支持、体外诊断、医学影像，高端化、全球化战略助力其迈向世界一流器械公司行列。从市场地位角度，我们选取医药生物行业细分领域其他龙头作为对照，包括恒瑞医药、药明康德、爱尔眼科。从可比公司业务角度，选取鱼跃医疗作为生命信息与支持业务的可比公司，新产业、安图生物作为体外诊断业务的可比公司，联影医疗、开立医疗作为医学影像业务的可比公司。

2024-2026年可比公司平均PE为26X、21X、17X，而我们模型拆分计算得到迈瑞医疗对应PE分别为23X、19X、16X，低于可比公司平均水平。

我们选取100亿以上市值的A股医疗器械公司共30家，以扣除非经常损益的PE(TTM)进行排名，迈瑞排名17名，处于中游偏下的水平。从迈瑞自身的估值水平来看，迈瑞当前的PE处于历史低位。

综上，我们认为

- 1) 公司是国内医疗器械行业龙头，为稀缺的平台型器械公司。公司三大支柱性业务维持稳健高速增长，同时积极开拓心血管、动物医疗、微创外科、骨科、AED等新兴业务，产品布局持续完善，成长空间不断打开，业绩增长具备持续性。
- 2) 政策利好医疗器械行业发展，新基建带来市场空间增量，带动生命信息与支持产线持续放量。集采促进国产替代。加速公司化学发光、生化诊断、骨科产品市占率的提升。设备更新持续推进，国产企业市占率有望加速提升。公司作为行业龙头有望充分享受政

策红利。

3) 公司坚持海内外双轮驱动，拥有境内 26 家子公司，境外 62 家子公司，已建立起全球化的研发、营销及服务网络。随着公司全球竞争力日益增长，海外本地化服务持续建设，公司有望迈入国际一流行列。

首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 160：迈瑞医疗与可比公司估值水平

公司简称	市值 (亿元)	归母净利润(亿元)			PE		
		24E	25E	26E	24E	25E	26E
恒瑞医药	2,620	54.60	64.67	78.05	48	41	34
药明康德	1,151	98.09	111.13	127.92	12	10	9
爱尔眼科	963	41.47	50.76	61.50	23	19	16
鱼跃医疗	377	22.23	25.61	29.53	17	15	13
新产业	494	20.78	26.39	33.40	24	19	15
安图生物	243	15.32	18.76	22.97	16	13	11
联影医疗	958	23.89	29.24	36.20	40	33	26
开立医疗	156	5.78	7.38	9.38	27	21	17
可比公司算数平均值	870	35.27	41.74	49.87	26	21	17
迈瑞医疗	3,249	140.20	169.33	205.91	23	19	16

资料来源：Wind，国盛证券研究所。注：数据截至 2024 年 7 月 26 日，盈利预测来自 Wind 一致预期。

图表 161：迈瑞 PE 在 A 股医疗器械公司中排名 17 位（剔除 100 亿以下市值的公司）

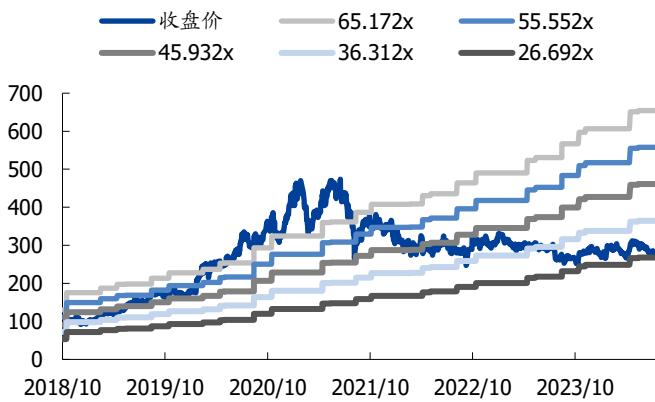
排名	公司	市值(亿元)	PE (TTM, 扣除非经常损益)	排名	公司	市值(亿元)	PE (TTM, 扣除非经常损益)
1	大博医疗	100.61	794	16	海尔生物	101.01	29.75
2	佰仁医疗	135.47	135	17	迈瑞医疗	3,248.74	27.21
3	福瑞股份	122.83	101	18	万孚生物	114.78	26.81
4	圣湘生物	111.25	78	19	奕瑞科技	146.59	24.42
5	惠泰医疗	308.53	60	20	欧普康视	142.02	24.09
6	亚辉龙	111.46	58	21	乐普医疗	240.15	23.61
7	联影医疗	958.08	57	22	心脉医疗	118.68	22.79
8	爱博医疗	142.80	46	23	南微医学	114.57	22.69
9	美好医疗	108.42	44	24	鱼跃医疗	377.03	22.40
10	健帆生物	211.58	43	25	山东药玻	157.61	19.77
11	三诺生物	129.72	42	26	九安医疗	190.62	19.72
12	英科医疗	166.32	40	27	安图生物	242.51	19.19
13	开立医疗	156.08	38	28	新华医疗	104.35	16.18
14	昊海生科	137.43	34	29	华大智造	174.57	-23.89
15	新产业	493.67	30	30	微电生理-U	100.66	-467.91

资料来源：Wind，国盛证券研究所。注：数据截至 2024 年 7 月 26 日

图表 162: 迈瑞医疗 PE



图表 163: 迈瑞医疗 PE-Band



资料来源: Wind, 国盛证券研究所。注: 数据截至 2024 年 7 月 26 日

资料来源: Wind, 国盛证券研究所。注: 数据截至 2024 年 7 月 26 日

## 风险提示

**行业政策风险。**国内医疗设备销售受到医院招投标活动影响，招投标受医疗政策影响较大。2023年开始的医疗行业整顿对医院的设备采购造成了一定负面影响，若行业整顿继续深化，或其他影响医院设备采购的政策出台，将对公司的业绩造成负面影响。

**市场推广不及预期。**医疗器械产品从上市到大规模放量产生收入需要经历较长的时间和流程，企业需要保持一定水平的市场投入，进行相应的学术推广和医生/患者教育。若新产品上市后销售推广不及预期，可能会对公司业绩造成不利影响。

**国际贸易摩擦风险。**公司产品及解决方案出口至全球 190 多个国家和地区，产品销售易受到北美、欧洲、拉丁美洲等各地医疗行业政策的影响。若海外国家出台加关税等贸易保护政策，将对公司的产品出口造成不利影响。

**数据滞后风险：**鉴于部分细分领域数据的可得性，报告中 IVD 原料、微创外科、硬镜等市场规模数据及其他可能存在滞后的数据仅用于历史复盘，相关预测数据仅供参考，请投资者注意数据滞后的风险。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。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导致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层  
邮编：100077  
邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦  
邮编：330038  
传真：0791-86281485  
邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋  
邮编：200120  
电话：021-38124100  
邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼  
邮编：518033  
邮箱：gsresearch@gszq.com