

迈瑞医疗（300760）深度研究报告系列一

稳健者远行

国内医疗器械龙头，创新驱动未来

迈瑞成立于 1991 年，经过近 30 年的发展，已成长为中国医疗器械行业龙头企业，全球医疗器械行业 50 强。我们认为，迈瑞的核心竞争力在于强大的研发实力与广阔的销售网络。研发层面，公司每年将 10% 左右的收入投入到研发中，从追随国外技术步伐逐步转向引领行业技术创新。销售层面，公司产品销往全球 190 多个国家和地区。在中国，公司产品覆盖了 99% 以上的三甲医院。在北美，公司产品已进入近万家终端医疗机构且进入越来越多的 500 床以上的美国大型医院；在欧洲和印度，公司产品已经覆盖 45% 和 70% 以上的医疗机构。新冠疫情更进一步助力公司打开海外内市场。

生命信息与支持：巩固领先地位，市占率继续稳步提升

此次疫情中公司生命信息与支持产品需求爆发，收入实现高增长，在全球范围的品牌影响力和市场知名度得到了前所未有的提升。公司监护仪、呼吸机、麻醉机、除颤仪等产品的市占率在国内外均排名靠前，未来渗透率有望持续提升。AED 和内窥镜业务是生命信息与支持板块的两大高速增长的新兴业务。国内 AED 配备率处于低水平，有巨大的增长潜力。国内微创手术渗透率提升拉动内窥镜市场高速增长。公司内窥镜业务以硬镜为核心，硬镜竞争格局较软镜更缓和，有望实现国产突破。

体外诊断：化学发光为增长引擎，血球、生化进口替代持续推进

体外诊断业务是近年公司主要的业绩增长引擎，其中化学发光业务最受市场关注。迈瑞 2013 年进军化学发光市场，已实现后来者居上，成为国内化学发光龙头。化学发光是体外诊断市场中规模最大、增长快速的细分赛道，国产企业市占率只有 20%，进口替代空间广阔。迈瑞化学发光年装机量国内领先，检测项目持续丰富，流水线进一步打开市场空间。迈瑞的生化和血球业务国内外排名靠前，凝血等市场也正积极实现国产突破。

医学影像：高端产品市场认可度高，POC 超声市场需求持续释放

今年疫情期间，公司重磅推出了 MX 及 ME 系列高端便携彩超产品，实现在国际顶级医院客户的装机，提升了在国内高端医院、连锁集团医院的渗透率和覆盖率。台式超声上，国内疫情后采购逐步恢复，未来公司将进入妇科、心脏等超高端专科超声领域，加速市场份额的提升。

盈利预测及投资评级

我们预计，2020-2022 年公司归母净利润分别为 65.57、79.62、96.10 亿元，同比增长 40%、21% 和 21%，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 72/59/49 倍。公司为国产医疗器械龙头，平台化优势明显，产品管线丰富，抗政策风险能力强。医药其他细分领域龙头后年 PE 普遍在 60 倍以上，给予公司后年约 65 倍的目标 PE，目标价约为 503.3 元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：1、化学发光产品销售不达预期；2、海外销售不达预期。

主要财务指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	16,556	21,162	25,724	31,296
同比增速(%)	20.4%	27.8%	21.6%	21.7%
归母净利润(百万)	4,681	6,557	7,962	9,610
同比增速(%)	25.8%	40.1%	21.4%	20.7%
每股盈利(元)	3.85	5.39	6.55	7.90
市盈率(倍)	101	72	59	49
市净率(倍)	25	20	16	13

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2020 年 12 月 24 日收盘价

推荐（首次）

目标价：503.3 元

当前价：389.45 元

华创证券研究所

证券分析师：高岳

邮箱：gaoyue@hcyjs.com

执业编号：S0360520110003

证券分析师：郑辰

邮箱：zhengchen@hcyjs.com

执业编号：S0360520110002

证券分析师：李婵娟

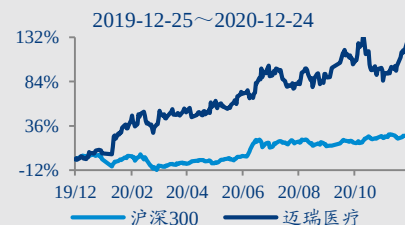
邮箱：lichanjuan@hcyjs.com

执业编号：S0360520110004

公司基本数据

总股本(万股)	121,569
已上市流通股(万股)	49,913
总市值(亿元)	4,734.51
流通市值(亿元)	1,943.88
资产负债率(%)	28.3
每股净资产(元)	18.1
12 个月内最高/最低价	409.29/173.01

市场表现对比图(近 12 个月)



投资主题

报告亮点

本文从公司业务板块出发，详细分析了公司核心产品的市场前景、竞争格局及迈瑞各业务未来的增长动力。我们认为，迈瑞作为国内医疗器械龙头，研发实力强大，销售网络全球化布局，平台优势明显。公司有较强的抗集采政策风险的能力，且丰富的业务管线有望受益于国内医疗新基建。新冠疫情中公司海内外渠道进一步拓宽，全球品牌影响力进一步提升，未来增长可期。

投资逻辑

迈瑞医疗作为国产医疗器械龙头，产品力和渠道力在国内领先。当前医疗器械板块面临较大的集采压力，公司产品管线丰富能够较好抵抗集采风险，而且有望充分受益国内医疗新基建。三大业务板块而言：1）生命信息与支持业务：新冠疫情后进一步打开海内外市场空间，监护仪、呼吸机、麻醉机等市场份额有望持续提升；AED 和硬镜业务在低基数上有望实现高增长。2）体外诊断业务：化学发光业务后来者居上成为国内龙头企业，受益进口替代仍有较大增长潜力，流水线业务进一步打开市场空间；生化和血球业务市占率持续提升。目前公司体外诊断业务收入主要来自国内，海外市场有待挖掘。3）医学影像业务：超声业务具有一定采购周期，采购量有望持续恢复。未来公司将推出妇科、心脏等超高端超声，抢占进口厂商市场份额。同时，便携超市场在新冠疫情后也有望高速发展。除了三大业务板块外，公司正积极培育兽用业务，给公司长期增长带来新的动力。

关键假设、估值与盈利预测

关键假设：1）医疗新基建顺利开展；2）化学发光等常规检测恢复到往常水平，装机量稳健提升；3）台式超声采购恢复；4）新兴业务 AED、硬镜、兽用业务实现高增长。

估值与盈利预测：我们预计，2020-2022 年公司归母净利润分别为 65.57、79.62、96.10 亿元，同比增长 40%、21%和 21%，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 72/59/49 倍。迈瑞医疗是国内医疗器械行业的绝对龙头企业，也是全球医疗器械 50 强企业。首次覆盖，给予“推荐”评级。

目 录

一、医疗器械龙头，创新驱动未来.....	7
（一）聚焦三大业务领域，业绩稳定较快增长	7
（二）研发实力强大，产品性能优异	9
（三）销售网络全球化布局，渠道下沉潜力十足	11
（四）分享全球医疗器械行业增长红利	13
1、受益医疗新基建中国医疗器械市场有望持续扩容，且进口替代空间巨大.....	14
2、全球医疗器械市场稳中有增	15
二、生命信息与支持：巩固领先地位，市占率继续稳步提升	16
（一）监护仪：国内市场绝对领先地位，拓展产品边界进一步提高市占率.....	17
（二）麻醉机：与监护仪配套打开市场，加速进口替代	18
（三）除颤仪：AED 打破海外垄断，普及率提升将拉动高增长	19
（四）微创外科：以硬镜系统为起点，逐步成为微创手术整体解决方案供应商....	20
三、体外诊断：化学发光为增长引擎，血球、生化产品进口替代持续推进	22
（一）血球：高端产品持续抢占高端市场	25
（二）生化：加速追赶世界一流，抢占国际巨头市场份额	26
（三）免疫：持续丰富试剂套餐，化学发光高速增长	28
（四）凝血：进口替代刚起步，成长空间广阔	30
四、医学影像：高端产品市场认可度高，POC 超声市场需求持续释放.....	31
五、兽用市场：高速发展的新兴业务	34
六、盈利预测与投资评级.....	35
七、风险提示	35

图表目录

图表 1	迈瑞医疗发展历程	7
图表 2	迈瑞医疗器械注册证数量	8
图表 3	公司收入及增速	8
图表 4	公司归母净利润及增速	8
图表 5	公司收入结构	9
图表 6	公司三大业务收入同比增速	9
图表 7	公司期间费用率	9
图表 8	公司毛利率和净利率	9
图表 9	迈瑞在全球已建成八大研发中心（武汉研发中心在建中）	10
图表 10	公司研发人员数量及占总员工比例	10
图表 11	2019 年公司研发人员学历分布	10
图表 12	公司研发投入金额及占收入的比例	11
图表 13	公司在三大业务领域投入的研发投入较均衡	11
图表 14	迈瑞多款产品入选中国医学装备协会发布的六批次国产医学设备产品	11
图表 15	2017 年迈瑞国内覆盖的医疗机构数量（家）	12
图表 16	2017 年迈瑞国内各类机构销售额（亿元）	12
图表 17	2017 年迈瑞不同等级医院覆盖率	12
图表 18	2015-2017 年迈瑞单个医院平均年销售额（单位：亿元/医院）	12
图表 19	迈瑞在全国与各级医院合作建设“标准化实验室”	13
图表 20	迈瑞医疗海内外业务收入占比	13
图表 21	迈瑞医疗海内外业务收入增速	13
图表 22	中国医疗器械市场规模及增速	14
图表 23	中国医疗仪器及企业出口金额及增速	14
图表 24	2018 年中国医疗设备市场国产品牌占有率	14
图表 25	部分省份限制进口、鼓励采用国产设备的政策	15
图表 26	全球医疗器械市场规模及增速	16
图表 27	迈瑞生命信息与支持业务收入	16
图表 28	迈瑞生命信息与支持业务毛利率	16
图表 29	迈瑞医疗生命信息与支持业务收入结构（分产品）	17
图表 30	全球（不含日本）监护仪市场规模	17
图表 31	中国监护仪市场规模	17
图表 32	2017 年全球监护仪市场竞争格局（按收入）	18
图表 33	2017 年中国监护仪市场竞争格局（按收入）	18

图表 34	全球（不含日本）麻醉机市场规模	18
图表 35	中国麻醉机市场规模	18
图表 36	2019 年中国麻醉机市场竞争格局（按收入）	19
图表 37	2019H1 中国市场麻醉机品牌市占率同比变动情况（按收入）	19
图表 38	全球（不含美国和日本）除颤仪市场规模	19
图表 39	中国除颤仪市场规模	19
图表 40	各国每 10 万人口 AED 配置数量（单位：台）	20
图表 41	迈瑞微创外科产品管线	21
图表 42	全球医用内窥镜市场规模	21
图表 43	中国医用内窥镜市场规模	21
图表 44	2017 年中国硬镜市场竞争格局（按收入）	22
图表 45	2017 年中国软镜市场竞争格局（按收入）	22
图表 46	迈瑞体外诊断业务收入	23
图表 47	迈瑞体外诊断业务毛利率	23
图表 48	迈瑞体外诊断仪器销量	23
图表 49	迈瑞体外诊断试剂销量	23
图表 50	全球 IVD 市场规模	24
图表 51	2018 年全球 IVD 试剂市场结构	24
图表 52	中国 IVD 市场规模（按出厂价格）	24
图表 53	2018 年中国 IVD 市场结构	24
图表 54	全球体外诊断市场结构（按收入，分地区）	25
图表 55	全球血液学检测市场规模	25
图表 56	2017 年全球血液检测市场竞争格局（按收入）	25
图表 57	中国血液学检测市场规模	26
图表 58	2018 年中国血液检测市场竞争格局（按收入）	26
图表 59	迈瑞生化检测套餐	27
图表 60	2014 年全球生化检测市场竞争格局（按收入）	27
图表 61	中国生化检测市场规模（按出厂价格）	28
图表 62	2017 年中国生化分析仪竞争格局（按收入）	28
图表 63	迈瑞化学发光业务发展历程	28
图表 64	迈瑞化学发光仪器	29
图表 65	迈瑞化学发光试剂套餐	29
图表 66	中国化学发光市场规模	30
图表 67	2018 年中国化学发光市场竞争格局（按收入）	30
图表 68	全球凝血检测市场规模	30

图表 69	2017 年全球凝血市场细分（按收入）	30
图表 70	2017 年全球实验室凝血检测市场竞争格局	31
图表 71	2017 年全球 POC 凝血检测市场竞争格局（按收入）	31
图表 72	中国凝血分析市场规模（按一级分销商价格）	31
图表 73	2015 年中国凝血分析仪市场竞争格局（按收入）	31
图表 74	迈瑞医学影像产品管线（部分产品）	32
图表 75	迈瑞医疗医学影像业务收入	32
图表 76	迈瑞医疗医学影像业务毛利率	32
图表 77	全球超声设备市场规模	33
图表 78	中国超声设备市场规模	33
图表 79	全球超声设备市场规模（按新增需求量）	33
图表 80	中国超声设备市场规模（按新增需求量）	33
图表 81	2016 年全球超声设备竞争格局（按收入）	34
图表 82	2018 年超声设备竞争格局（按收入）	34
图表 83	全国城镇宠物犬猫数量	35
图表 84	2019 年宠物主月收入情况	35

一、医疗器械龙头，创新驱动未来

迈瑞医疗成立于 1991 年，是中国医疗器械行业龙头企业，产品在全球 190 多个国家和地区销售。在国内市场，公司产品覆盖了 99% 以上的三甲医院。在国际市场，公司已赢得美国、英国、德国、法国、意大利、西班牙等国家的医疗机构的广泛认可，成为了梅奥诊所、约翰·霍普金斯医院、麻省总医院、克利夫兰医学中心的长期合作伙伴。Qmed 根据标普旗下的 S&P Capital IQ 数据库列出的 2019 年度全球医疗器械百强排行中迈瑞排名第 34 位。

迈瑞医疗至今发展已近 30 年，如果说迈瑞的发展在上一个十年靠的是“性价比红利”，这一个十年靠的是领先行业的“工程师红利”和“品牌红利”，那么引领迈瑞未来“黄金十年”大发展的则必定是“创新成长红利”。

（一）聚焦三大业务领域，业绩稳定较快增长

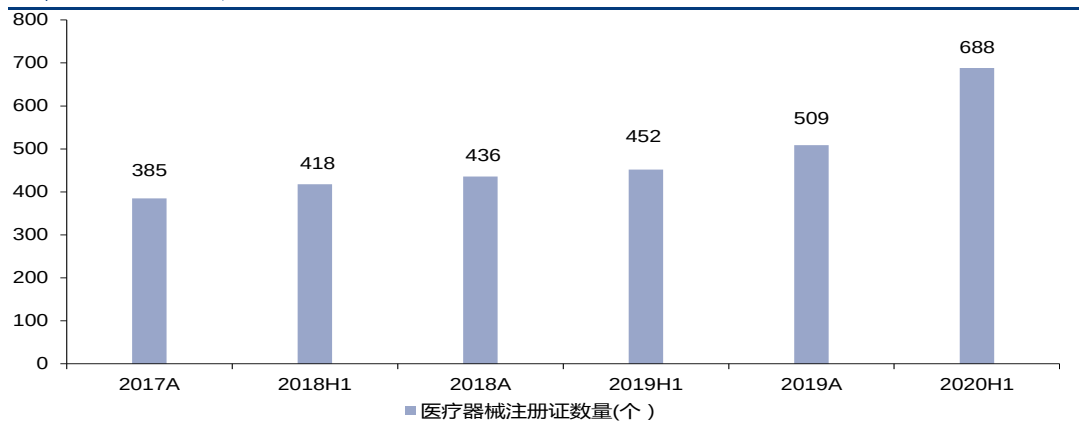
图表 1 迈瑞医疗发展历程



资料来源：公司社会责任报告，华创证券

公司在三大业务领域持续有新产品上市。公司目前已建立了丰富的产品群，在三大业务领域高、中、低端产品均有覆盖，能满足不同层级医疗机构的各类需求。截至 2020H1，公司医疗器械注册证达到 688 个。

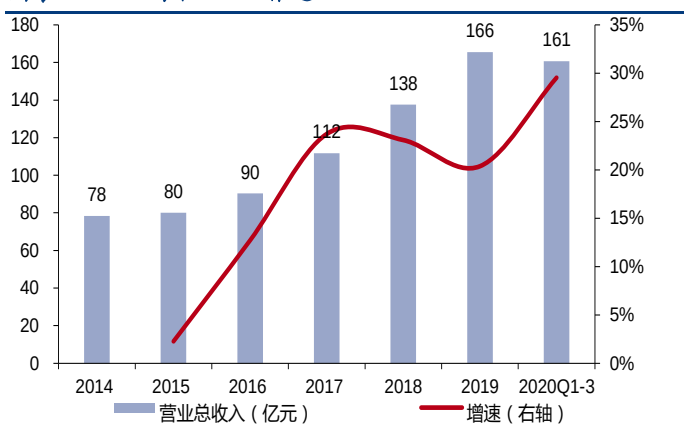
图表 2 迈瑞医疗器械注册证数量



资料来源：公司公告，华创证券

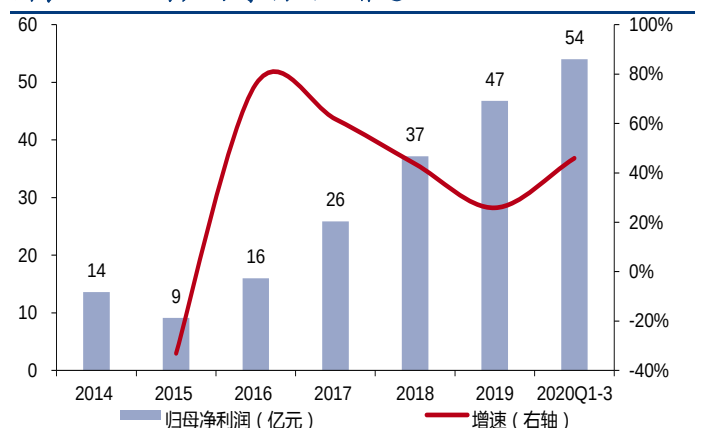
产品管线的丰富和销售网络的扩大推动公司业绩持续增长。2014-2019 年，公司收入和归母净利润复合增速分别为 20% 和 26%。2020 年前三季度，公司实现收入 161 亿元，同比增长 30%；归母净利润为 54 亿元，同比增长 46%；扣非净利润为 53 亿元，同比增长 45%。全球新冠疫情下，公司监护仪、呼吸机、输注泵和医学影像业务的便携彩超、移动 DR 的需求大幅增长，且公司向海外市场出口新冠抗体试剂，弥补了疫情对常规体外诊断试剂部分造成的影响，因此前三季度公司业绩实现高速增长。

图表 3 公司收入及增速



资料来源：公司公告，华创证券

图表 4 公司归母净利润及增速

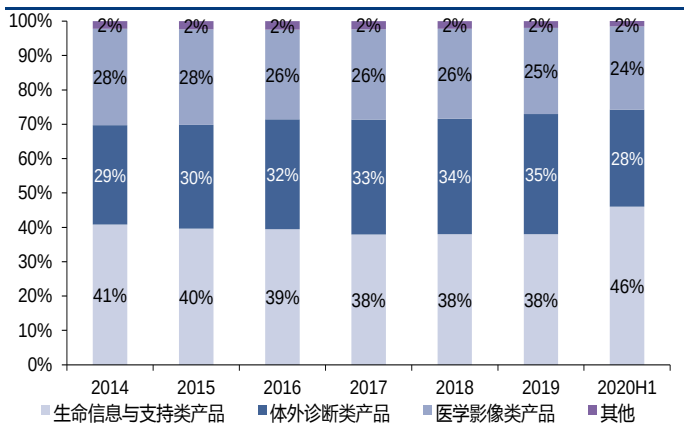


资料来源：公司公告，华创证券

公司三大业务板块中，近年来体外诊断板块收入增速最快，主要是受益于国内体外诊断尤其是化学发光市场高增长，生命信息与支持、医学影像板块收入增长较稳健。今年因为新冠疫情的影响，公司收入结构出现较大变动。上半年，公司生命信息与支持业务实现收入约 54 亿元，同比增长 62%，主要是疫情下监护仪、呼吸机、输注泵等需求爆发所致；体外诊断业务实现收入约 30 亿元，同比增长 6%，主要是新冠抗体检测检测试剂贡献收入及国内常规业务逐步恢复所致；医学影像业务实现收入约 21 亿元，同比增长 7%，主要是便携超等实现较好增长且台式超声采购逐步恢复所致。公司三大业务的管线持续丰富，AED、硬镜、兽用诊断等新业务的放量值得期待。

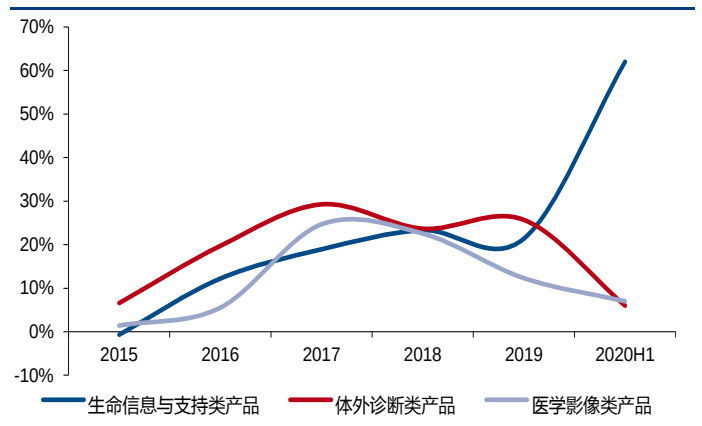
面向未来的后疫情时代，公司将增加对体外诊断领域的自动化、智能化流水线、以及微生物子业务和生命信息与支持领域的呼吸机子业务、院内监护互联互通等方面的研发投入。同时，公司会持续积极培育微创外科、骨科、分子诊断、超高端彩超等业务，并采用内外部研发相结合的方式，加快在这些领域的研发节奏。

图表 5 公司收入结构



资料来源：公司公告，华创证券

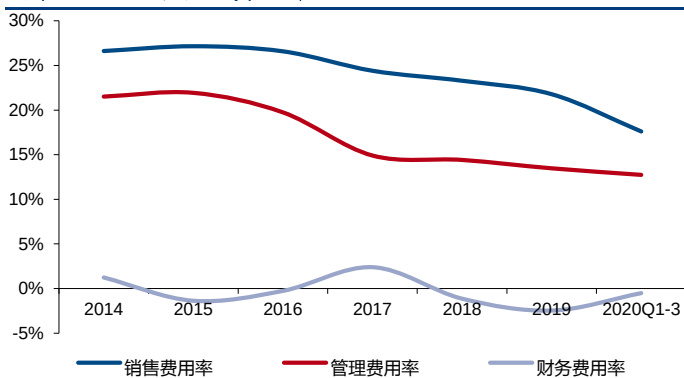
图表 6 公司三大业务收入同比增速



资料来源：公司公告，华创证券

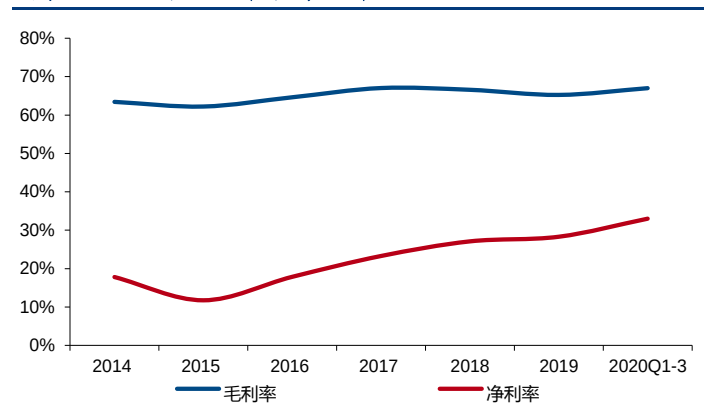
三大业务领域随着高端产品的推出、成本的节约，毛利率基本保持稳定甚至有所提升，带动公司毛利率整体呈现提升态势。未来，公司将主要通过研发设计和材料采购来降低成本，以及推出新产品等手段来保持毛利率水平。2015 年末公司开始对内部管理和销售体系进行全面整合，提升了管理和销售效率，公司净利率提升迅速。

图表 7 公司期间费用率



资料来源：公司公告，华创证券（注：管理费用包含研发费用）

图表 8 公司毛利率和净利率



资料来源：公司公告，华创证券

（二）研发实力强大，产品性能优异

迈瑞的创新发展路径可以总结为三个阶段：第一阶段，跟随国外技术步伐，功能性能向国际巨头靠拢，在工程技术上创新，以优异的性价比赢得市场，改变了国际巨头垄断国内医疗器械行业的市场局面。第二阶段，坚定企业发展目标，聚焦医疗器械行业，高度重视研发创新，将 10% 左右的营业收入投入研发，年产出 7-12 款新品。公司垂直整合度高，产品自研自制。围绕全球客户需求，在产品功能性能和临床应用方面进行创新，逐步实现产品和技术的引领。第三阶段，围绕临床诊疗场景，深化产学研医深度合作，逐步建立国人的诊疗标准。

迈瑞医疗始终走在我国医疗器械研发的前沿。经国家科技部批准、依托迈瑞医疗组建的“国家医用诊断仪器工程技术中心”于 2006 年正式挂牌成立，致力于打破国际垄断，提升中国高端医疗器械的整体水平以及在国际市场的竞争力。2016 年，公司获得“国家企业技术中心”称号，为行业提供关键共性技术的自主知识产权支撑，推动国产医疗器械发展，成为医疗器械高科技行业的示范者与引领者。2017 年，公司参与的“超声剪切

波弹性成像关键技术及应用”项目荣获 2017 年度国家技术发明奖二等奖。2018 年，公司获得第 20 届中国专利优秀奖，并获得 2018 年中国优秀工业设计奖 2 项，Red Dot 和 iF 设计大奖 4 项。2019 年，Resona7 彩色超声多普勒系统获得第二届深圳环球设计大奖工业设计类金奖，这也是唯一获得金奖的医疗器械类产品。2020 年，司 ePM 系列监护仪系统、MX 系列高端便携超声系统及推车和 HyLED X9 手术灯均获得 Red Dot 和 iF 双项设计大奖；BeneHeart C 系列自动体外除颤器获得 Red Dot 设计大奖。

公司已建立起基于全球资源配置的研发创新平台，设有八大研发中心，分布在深圳、南京、北京、西安、成都、美国硅谷、美国新泽西和美国西雅图。当前，公司正开展研发创新平台升级募投项目，计划完成细胞分析仪器及其系统开发实验室、生化分析仪器及系统开发实验室等 8 个实验室的建设，进一步增强公司的研发实力。

图表 9 迈瑞在全球已建成八大研发中心（武汉研发中心在建中）

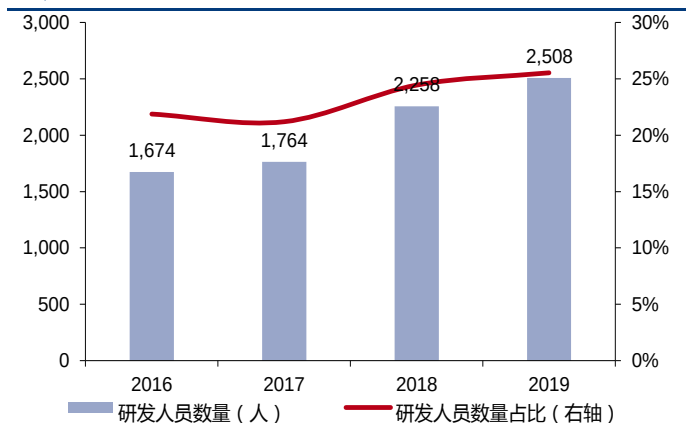
全球研发中心



资料来源：公司公告，华创证券（注：第九大研发中心武汉研发中心仍在建中）

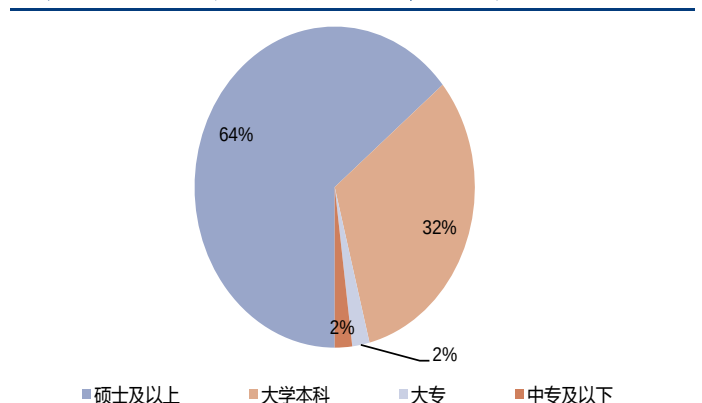
迈瑞已建成一支实力强劲的研发团队。截至 2019 年，公司研发人员共有 2508 名，占公司总人数的比例达到 25.5%。其中硕士及以上学历人员占比 64%，大学本科学历人员占比 32.0%。

图表 10 公司研发人员数量及占总员工比例



资料来源：公司公告，华创证券

图表 11 2019 年公司研发人员学历分布



资料来源：公司公告，华创证券

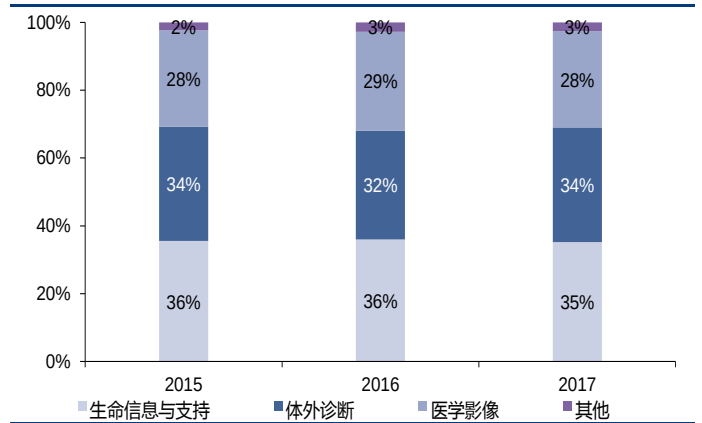
公司研发保持高水平投入。2016 年以来，公司年研发费用均超过 10 亿元，占营业收入的比重超过 10%。公司在三大业务领域上的研发投入较为均衡，与三大业务在公司收入中的占比基本匹配。

图表 12 公司研发投入金额及占收入的比例



资料来源：公司公告，华创证券

图表 13 公司在三大业务领域投入的研发投入较均衡



资料来源：公司公告，华创证券

高水平的研发投入铸就了高质量的产品，而高质量的产品助力公司持续提升市场份额。在医疗技术门槛最高、技术法规最严格的美国，迈瑞已进入约 2/3 的医院、近万家医疗机构，并在 ICU、麻醉科、急诊科等核心科室广泛应用。在全美排名前 10 的心脏医院中，有 9 家在使用迈瑞的产品。在英、德、法等欧洲国家的顶尖教学医院中，迈瑞为其核心科室提供高品质的整体解决方案和完善的信息化解决方案。在国内，公司产品已成功进入 99% 以上的三甲医院。中国医学装备协会从 2016 年至今公告了共 6 批优秀国产医疗器械目录，迈瑞医疗的多款产品入选，显示出迈瑞产品质量在国内同品类产品中处于领先地位。

图表 14 迈瑞多款产品入选中国医学装备协会发布的六批次国产医学设备产品

发布时间	批次	迈瑞医疗产品入选情况
2016 年 3 月	第 1 批	14 种产品上榜，2 个型号的数字 X 线机，4 个型号的台式彩超，
2016 年 3 月	第 2 批	17 个型号的血细胞分析仪、3 个型号的呼吸机和 6 个型号的麻醉机入选
2017 年 3 月	第 3 批	4 个型号的化学发光免疫分析仪、1 个型号的心电图机入选
2018 年 10 月	第 4 批	4 个型号的平板 DR，1 个型号的移动 DR，6 个型号的便携式彩超，34 个型号的多参数监护仪，2 个型号的全自动血凝仪
2019 年 5 月	第 5 批	4 个型号的全自动尿液工作站、5 个型号的除颤仪、8 个型号的腹腔镜、7 个型号的注射泵、6 个型号的输液泵、6 个型号的便携式输液泵以及 2 个型号的输注工作站入选
2020 年 9 月	第 6 批	4 款全自动化学发光免疫分析仪

资料来源：中国医学装备协会，华创证券

（三）销售网络全球化布局，渠道下沉潜力十足

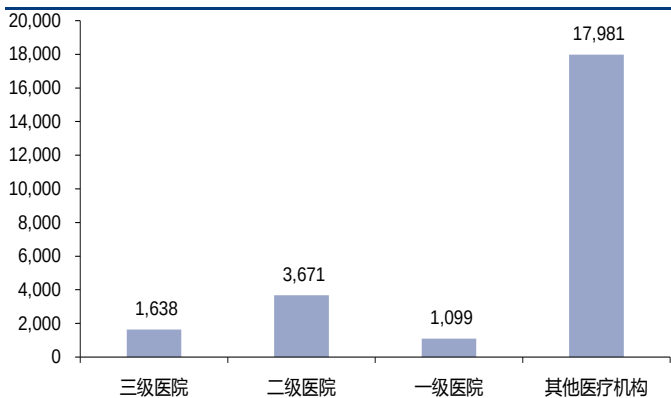
公司销售网络遍布全球，产品及解决方案已应用于全球 190 多个国家和地区。公司总部设在中国深圳，在北美、欧洲、亚洲、非洲、拉美等地区的超过 30 个国家设有 39 家境外子公司；在国内设有 17 家子公司，超过 40 家分支机构，形成了庞大的全球化研发、营销及服务网络。截至 2020H1，公司营销人员近 3300 人。

在国际市场，作为全球领先医疗机构的长期伙伴，如梅奥诊所、约翰·霍普金斯医院、麻省总医院、克利夫兰医学中心的长期合作伙伴，公司已赢得美国、英国、德国、

法国、意大利、西班牙等国家医疗机构的广泛认可。在北美，公司拥有专业直销团队，已与美国五大集体采购组织 MPG、MedAssets、Novation、Premier、Amerinet 合作，项目覆盖北美近万家终端医疗机构。在欧洲，公司采用了“直销+经销”的销售模式，公司产品持续进入欧洲高端医疗集团、综合医院以及专科医院。在发展中国家如拉美地区，公司采用了经销为主的销售模式，建立了完善且覆盖度广的经销体系，产品进入了多家综合性和专科类医院。

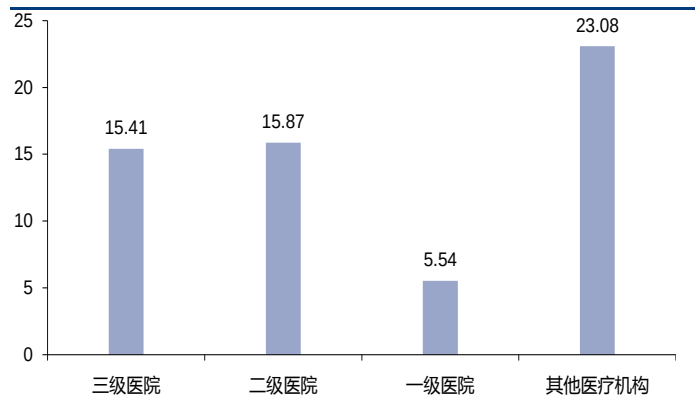
在国内市场，公司产品覆盖中国近 11 万家医疗机构和 99% 以上的三甲医院，包括全国知名的北京协和医院、中国人民解放军总医院、上海瑞金医院等。截至 2017 年，公司产品共覆盖了 1638 家三级医院、3671 家二级医院、1099 家一级医院、17981 家其他医疗机构（如体检中心、第三方医学检验室等），共覆盖 24389 家医疗机构。从收入端来看，2017 年公司国内收入的 26% 来自三级医院、26% 来自二级医院、9% 来自一级医院，剩下 39% 来自其他类医疗机构。

图表 15 2017 年迈瑞国内覆盖的医疗机构数量（家）



资料来源：公司公告，华创证券

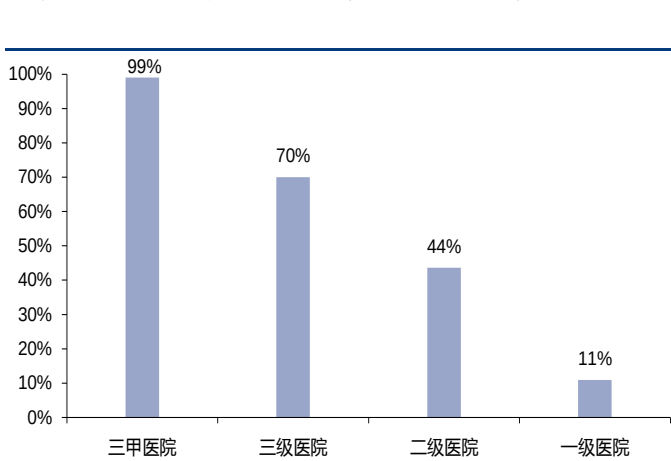
图表 16 2017 年迈瑞国内各类机构销售额（亿元）



资料来源：公司公告，华创证券

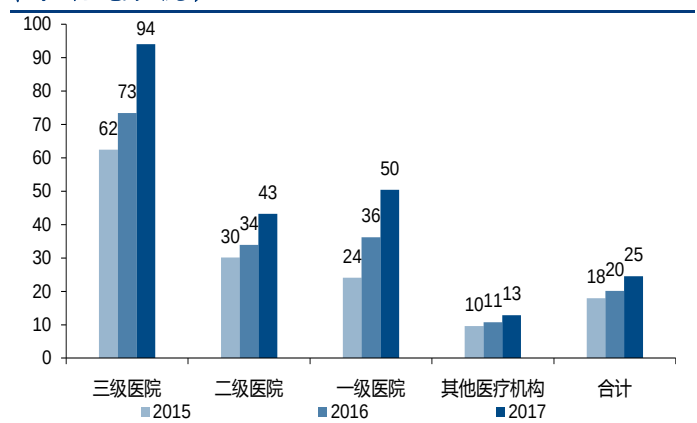
卫计委数据显示，2017 年底，国内三级医院、二级医院、一级医院的数量分别为 2340 家、8422 家和 10050 家，由此推算迈瑞对三级医院、二级医院、一级医院的覆盖率分别为 70%、44%、11%，低等级医院的覆盖率仍有较大增长潜力。除了医院覆盖率有提升空间外，各等级医院的单个医院销售额也有较大提升潜力。2015 年到 2017 年，公司平均单个医院年销售额从 18 万元提升到 25 万元，复合增速为 17%。

图表 17 2017 年迈瑞不同等级医院覆盖率



资料来源：公司公告，华创证券

图表 18 2015-2017 年迈瑞单个医院平均年销售额（单位：亿元/医院）



资料来源：公司公告，华创证券

迈瑞正通过标准化实验室的建设提高医院覆盖率。迈瑞已联手全国近百家不同级别

的医疗机构，通过标准化实验室的建立，实现从单一产品供应，延伸到实验室管理、人才培养、学科建设等更全面的定制服务，助力科室快速提升诊疗水平。

图表 19 迈瑞在全国与各级医院合作建设“标准化实验室”



资料来源：公司官网，华创证券

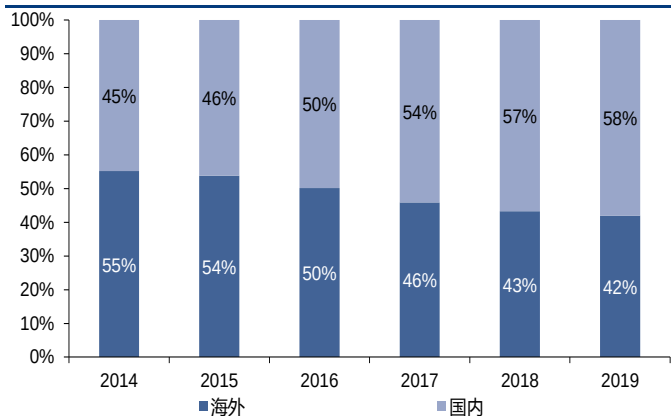
以合作的三甲医院“丹东市第一医院”为例，丹东市第一医院检验中心装机迈瑞太行系列血液分析流水线、不同测速的生化检测分析系统、化学发光免疫分析系统、凝血检测分析仪、尿液分析流水线、流式细胞分析仪、糖化血红蛋白分析仪、微生物鉴定诊断系统，涵盖迈瑞体外诊断产品线全部系列产品，真正实现实验室检测项目 90%以上为迈瑞产品解决方案。丹东下辖的县乡医院检验科，迈瑞的份额也超过了 60%。

此次新冠疫情中迈瑞以高质量的产品和及时的响应速度进一步打开了海外内市场。在海外，公司进入了更多欧洲高端医院，建立了政府采购关系，推动海外市场加速发展；在国内，公司产品得到更多专家、医生的认可，未来将更好的受益国内医疗新基建。

（四）分享全球医疗器械行业增长红利

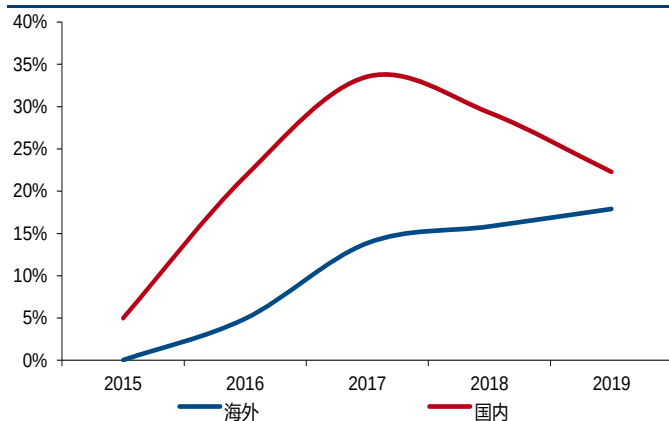
迈瑞自 2000 年产品开始出口后，2007 年海外业务就占据了半壁江山。2008 年公司开启海外并购之路，收购了医学影像公司 Datascope。2019 年，公司国内业务实现收入约 95 亿元，占比为 58%；海外业务收入约为 70 亿元，占比为 42%。近年来国内市场是拉动公司业绩增长的主要动力。目前三大业务板块来看，生命信息与支持业务的海外收入占比最高，体外诊断业务的海外收入占比最低。

图表 20 迈瑞医疗海内外业务收入占比



资料来源：公司公告，华创证券

图表 21 迈瑞医疗海内外业务收入增速



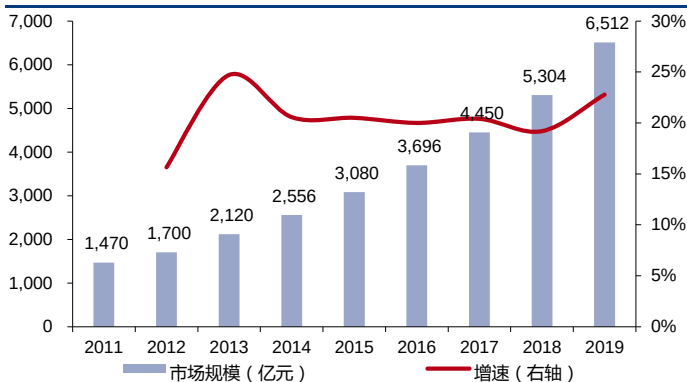
资料来源：公司公告，华创证券

1、受益医疗新基建中国医疗器械市场有望持续扩容，且进口替代空间巨大

2019 年中国医疗器械市场规模为 6512 亿元，同比增长 22.8%，预计未来 5 年复合增长中枢为 15-20%，远超全球医疗器械市场增速。中国医疗器械市场占全球医疗器械市场份额不足 20%，与人口比例及 GDP 占比相比，市场份额仍处于较低水平，未来成长空间广阔。

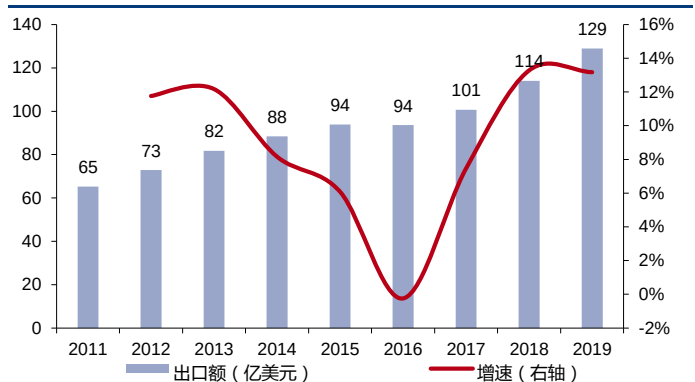
随着全球制造业产能转移以及国内装备制造能力的提升，中国已经成为医疗器械的重要出口国，医疗器械出口规模逐年提升。根据国家统计局数据，2019 年我国医疗仪器及器械出口总金额约为 129 亿美元，同比增长 13%。

图表 22 中国医疗器械市场规模及增速



资料来源：中国医疗器械行业协会，华创证券

图表 23 中国医疗仪器及企业出口金额及增速



资料来源：国家统计局，华创证券

此次疫情暴露出我国医疗体系建设中存在的短板，疫情后国家出台了一系列政策加强医疗卫生体系。2020 年 5 月，国家发展改革委公布《公共卫生防控救治能力建设方案》并附《重大疫情救治基地应急救治物资参考储备清单》，明确要求补齐公共医疗机构防控救治能力短板，建设方向主要包括检验实验室建设、重症监护病区（ICU）、呼吸、感染等科室建设以及医院的扩建。随后各省也陆续出台了省级公共卫生防控救治能力建设方案。

2020 年 7 月，国家发改委下达了 456.6 亿元卫生领域中央预算，用于支持全国公共卫生防控救治能力建设。11 月份至今，全国已经有 10 多个省市开展三级医院的扩建和建设，如北京首都医科大学附属北京友谊医院、武汉市中心医院杨春湖院区、成都中医药大学附属医院天府院区等。2020 年 11 月 24 日，国家财政部官网发布公告，提前下达 2021 年中央财政医疗服务与保障能力提升补助资金约 80 亿元，用于支持公立医院综合改革项目，主要内容包括落实公立医院基本建设和设备购置，配备相应的大型医用设备等。同日，国家财政部还提前下达 2021 年基本公共卫生服务补助资金预算约 543 亿元，加强基层乃至县级医院的疾病防控能力。随着医疗新基建的开展，国内医疗器械市场将迎来长期扩容。

我国医疗器械行业国产品牌市占率较低，特别是在化学发光、医学影像设备等领域，仍存在较大进口替代空间。而近年来为推进国产医疗器械的发展，监管层出台了多项措施，鼓励采购国产设备，有望推动国产医疗器械的进口替代进程。

图表 24 2018 年中国医疗设备市场国产品牌占有率

产品线名称	国产品牌市占率
监护类、病床塔等手术室设备类、供应室及手术室消毒类	50%以上
输注泵类、超声刀等医用刀类、医学激光类、检验设备类，麻醉类	20%-50%

产品线名称	国产品牌市占率
CT类、磁共振MRI类、X射线、超声影像类、直线加速器类、病理类、手术显微镜类、硬式内窥镜类	5%-20%
血管造影剂DSA类、核医学类、呼吸类、血液净化类、软式内窥镜类	5%以下

资料来源：前瞻产业研究院，华创证券

图表 25 部分省份限制进口、鼓励采用国产设备的政策

省份	文件	内容
福建省	《2018-2019 年福建省省级政府采购进口产品清单》	列入清单中的 221 种医疗设备升级政府允许采购进口，其余均需采购国产。
四川省	《四川省财政厅关于公布 2018-2019 年度省级政府采购进口产品清单的通知》	允许采购进口医疗设备类从去年的 98 个产品缩减至 44 个产品。明确了限制进口产品的数量。本次允许采购进口产品的医疗设备清单中，有 15 类医疗设备全部要求“用于临床工作的，应使用国内产品”。
湖北省	《湖北省政府采购负面清单》	明确把“未获得财政部门核准采购进口产品，或经核准后限制国内产品参与竞争的”列入政府采购负面清单中。
山东省	《2018 年山东省政府采购进口产品目录》	明确各级各部门、单位应按照国家有关规定，认真执行支持本国产品等政府采购政策。对于政策支持范围内的企业或产品，应通过制定需求标准、预留采购份额、价格评审优惠、优先采购和强制采购等措施，加大落实力度。
浙江省	《浙江省 2017 年度政府采购进口产品目录》	要求除 183 项器械允许采购进口外（14 种尚无国产品牌的设备，169 种可以采购进口设备），其他都必须使用国产设备。
安徽省	《促进医药产业健康发展实施方案》	明确国产药品和医疗器械能够满足要求的，政府采购项目原则上须采购国产产品，不得指定采购进口产品，不得设置针对性参数。
陕西省	《陕西省财政厅关于进一步规范省级政府采购进口产品审核的通知》	政府采购应当采购本国产品，采购人需要采购的产品在中国境内无法获取或者无法以合理的商业条件获取，以及法律法规另有规定确需采购进口产品的，应当在采购活动开始前获得省财政厅核准，依法开展进口产品采购活动，其中 10 万以上政府集中采购医疗设备继续鼓励国产。

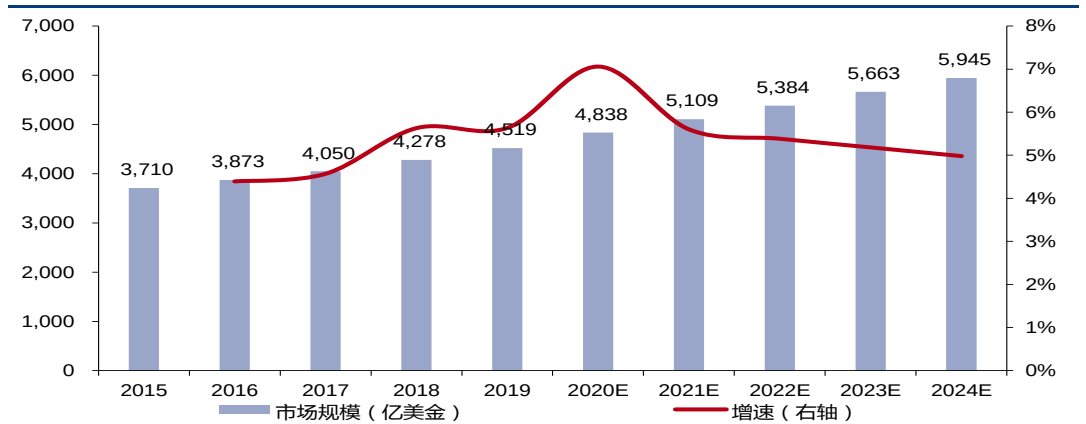
资料来源：各省政府网站，华创证券

2、全球医疗器械市场稳中有增

欧美发达市场及拉美等新兴市场是迈瑞主要的海外市场。EvaluateMedTech 数据显示，2019 年全球医疗器械市场规模约为 4,519 亿美元，预计 2020-2024 年全球医疗器械销售额复合增速为 5.6%，2024 年市场规模或将达到 5,945 亿美元。总体来看，未来 5 年全球医疗器械市场规模复合增速中枢为 5%-6%，市场规模在波动中实现稳中有增。

国际市场方面，公司通过抗疫设备实现了众多高端空白客户群的突破。在欧洲地区，公司实现了超过 100 家高端教学医院的空白覆盖，在英国成功突破多家大学医院，在西班牙成功突破全国排名第一的公立医院，在俄罗斯成功突破了多家联邦医院和高端公立实验室，国际范围累计突破近 400 家空白高端客户群，大大缩短了公司品牌和产品的推广周期。

图表 26 全球医疗器械市场规模及增速



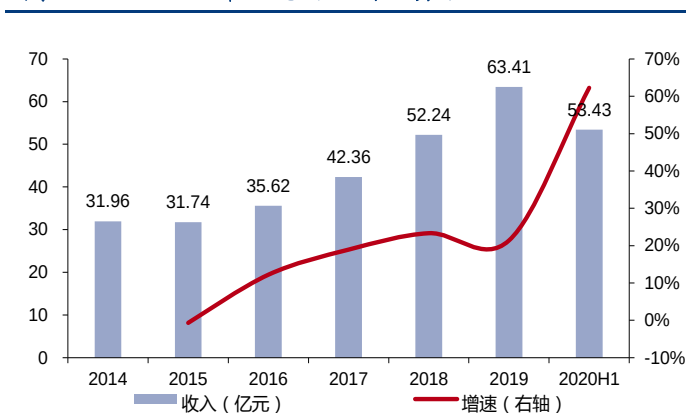
资料来源：中国产业信息网，华创证券

二、生命信息与支持：巩固领先地位，市占率继续稳步提升

在生命信息与支持领域，公司产品包括监护仪、除颤仪、麻醉机、呼吸机、心电图机、手术床、手术灯、吊塔吊桥、输注泵、以及手术室/重症监护室（OR/ICU）整体解决方案等一系列用于生命信息监测与支持的仪器和解决方案的组合，以及包括外科腔镜摄像系统、冷光源、气腹机、光学内窥镜、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。

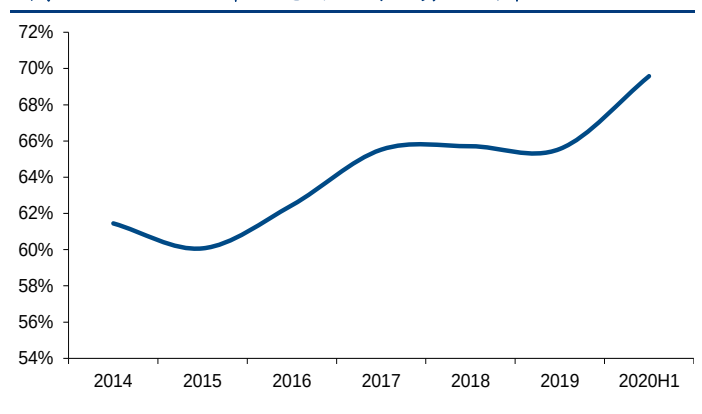
2020年上半年公司生命信息与支持业务实现收入53.43亿元，同比增长24.44%；毛利率为69.58%。作为疫情期间需求量最大的业务领域，生命信息与支持业务中的监护仪、呼吸机、输注泵以及睿智联IT解决方案此次发挥了巨大的作用。融合了智能化、提前预警、转运模块的高端N系列监护仪，同时具备有创和无创模式、以及自带氧疗功能的SV系列呼吸机，提供更安全、精准、高效的输注解决方案的BeneFusion系列输注泵，可进行远程监护并有效减少医护人员感染风险的睿智联IT解决方案，这些都成为了助力各国医疗机构战胜疫情的强力科技武器。同时，公司在全球范围的品牌影响力和市场知名度得到了前所未有的提升。未来公司将进一步提升生命信息与支持业务的竞争优势，持续提高市场渗透率和占有率。

图表 27 迈瑞生命信息与支持业务收入



资料来源：公司公告，华创证券

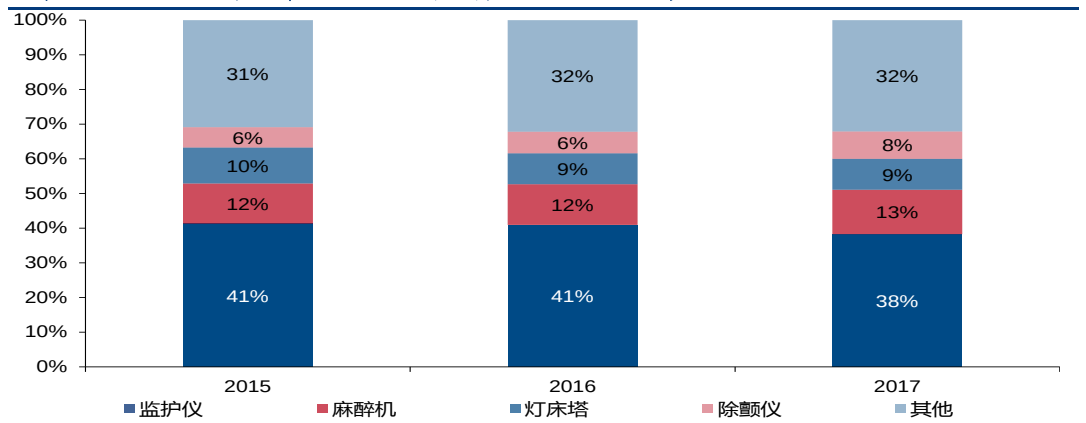
图表 28 迈瑞生命信息与支持业务毛利率



资料来源：公司公告，华创证券

迈瑞生命信息与支持业务中，监护仪收入占比最高，超过1/3；麻醉机和除颤仪的收入占比呈现提升态势，灯床塔的收入占比呈现小幅下降趋势。

图表 29 迈瑞医疗生命信息与支持业务收入结构（分产品）



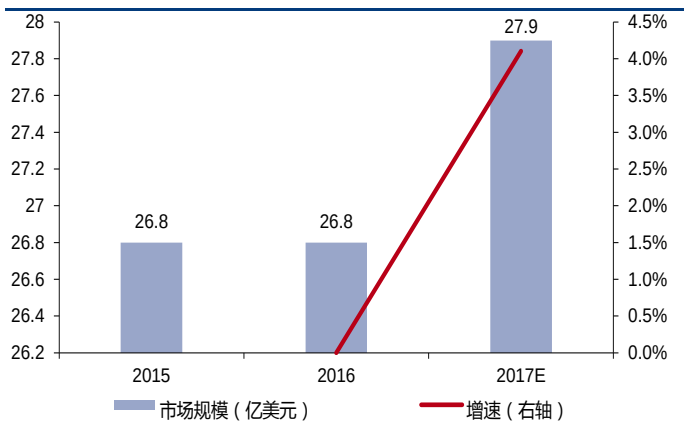
资料来源：公司招股说明书，华创证券

（一）监护仪：国内市场绝对领先地位，拓展产品边界进一步提高市占率

迈瑞自成立开始做监护仪业务，经过 20 年多年的发展，奠定了公司国内监护仪领域的龙头地位。从产品功能性能等综合水平来说，迈瑞已达国际一流水平，高端产品技术领先，中低端产品性价比优越。

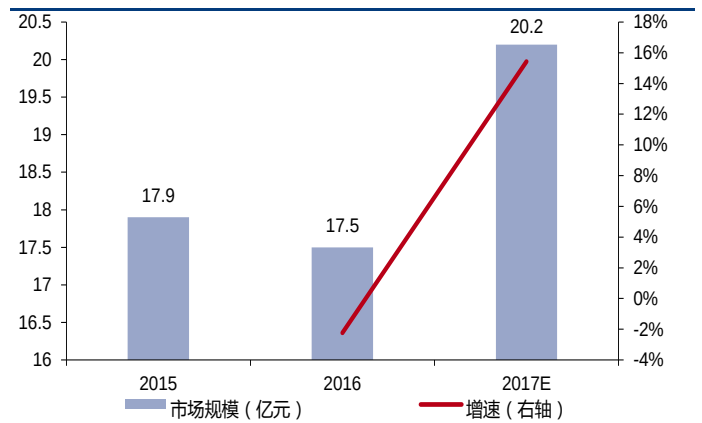
2016 年全球（不含日本）和中国监护仪市场规模分别为 26.8 亿美元和 17.5 亿元，预计 2017 年分别达到 27.9 亿美元和 20.2 亿元，分别同比增长 4.1% 和 15.4%。

图表 30 全球（不含日本）监护仪市场规模



资料来源：公司公告，华创证券

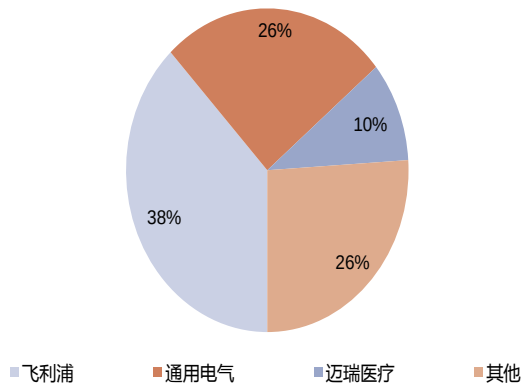
图表 31 中国监护仪市场规模



资料来源：公司公告，华创证券

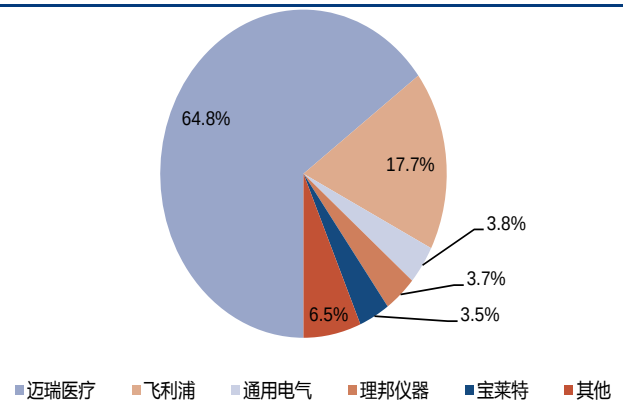
2017 年迈瑞在全球和中国监护仪设备市场排名中分别为第三位（市占率约为 10%）和第一位（市占率高达 65%），主要竞争对手为飞利浦、通用电气等企业。在海外，公司监护仪虽然做到全球第三，但市占率并不高，公司监护仪也逐步进入欧洲教学医院，未来仍有较大成长空间。在国内，公司监护仪不论是性能还是质量都可以与跨国品牌竞争，或者某些性能上还更优，有望进一步提升高端市场份额，而不单纯依靠性价比抢夺中低端市场。

图表 32 2017 年全球监护仪市场竞争格局（按收入）



资料来源：中国产业信息网，华创证券

图表 33 2017 年中国监护仪市场竞争格局（按收入）



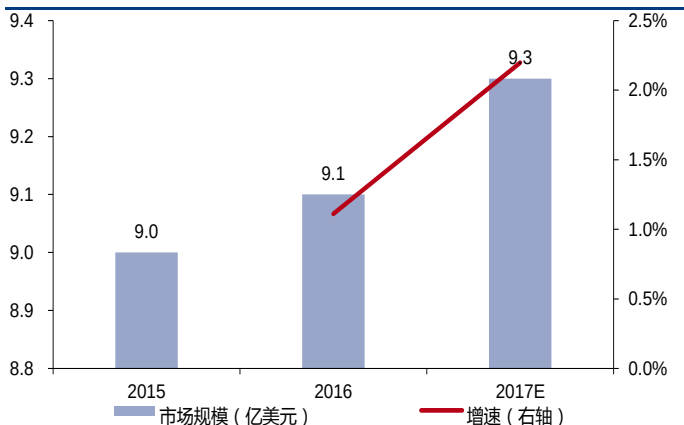
资料来源：中国产业信息网，华创证券

（二）麻醉机：与监护仪配套打开市场，加速进口替代

迈瑞麻醉机产品主要包括 A 系列、WATO 系列和 V60 系列麻醉蒸发器。2013 年，迈瑞 A5 产品成为中国第一款进入北美市场的麻醉机。

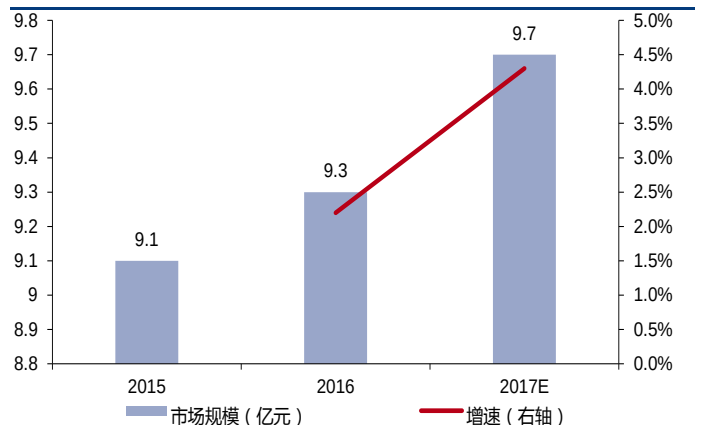
2016 年全球（不含日本）和中国麻醉机市场规模分别为 9.1 亿美元和 9.3 亿元，预计 2017 年分别达到 9.3 亿美元和 9.7 亿元，分别同比增长 2.2% 和 4.3%。

图表 34 全球（不含日本）麻醉机市场规模



资料来源：公司公告，华创证券

图表 35 中国麻醉机市场规模

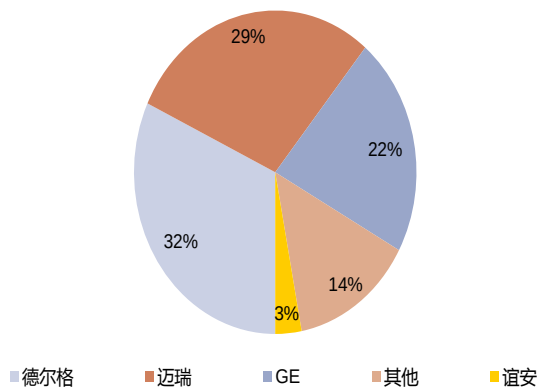


资料来源：公司公告，华创证券

2017 年迈瑞在全球（不含日本）麻醉机市场市占率排名第三位，主要竞争对手为德尔格、通用电气等企业。迈瑞麻醉机的主要出口市场为美国，在美国手术室新增采购中，每 8 台麻醉机就有 1 台迈瑞。公司麻醉机与监护仪配套在海外接受程度高，目前占比略小还有很大成长空间。

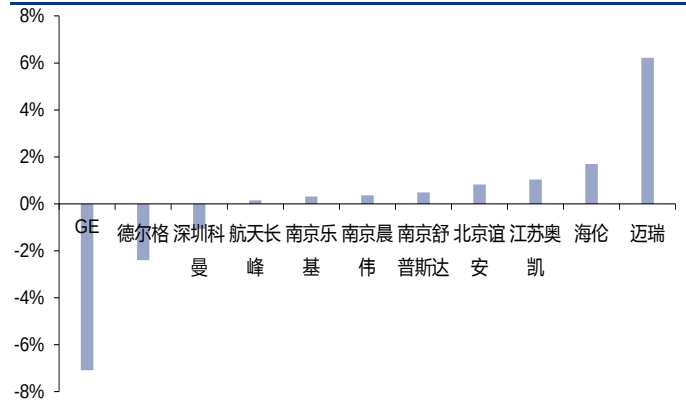
在国内，德尔格、GE、迈瑞分布广泛且表现强势，全国各个省市的麻醉机市场由这三大品牌主导，2019 年上半年合计市占率 80% 以上。2019 年上半年，迈瑞在国内麻醉机市场的份额提升了 6 个百分点，而德尔格、GE 的市占率有所下降。2019 年迈瑞反超 GE 7 个百分点，成为中国麻醉设备市场的第二位。

图表 36 2019 年中国麻醉机市场竞争格局（按收入）



资料来源：中国产业信息网，华创证券

图表 37 2019H1 中国市场麻醉机品牌市占率同比变动情况（按收入）



资料来源：中国产业信息网，华创证券

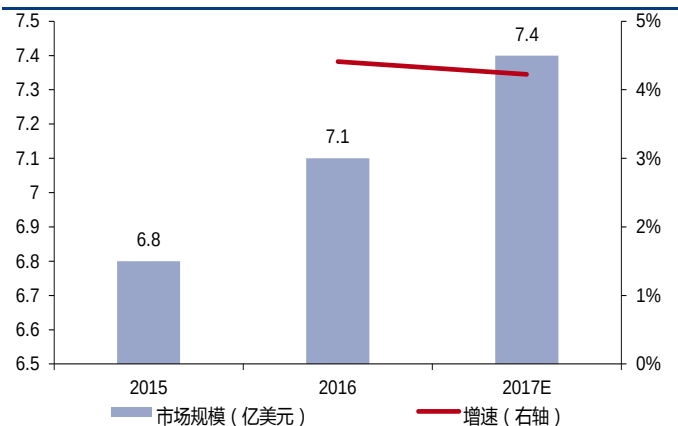
（三）除颤仪：AED 打破海外垄断，普及率提升将拉动高增长

迈瑞除颤仪的研发要追溯到 1996 年。1996 年，迈瑞开始研发双相波技术。2004 年，迈瑞正式立项除颤相关核心技术产品化预研。2006 年，迈瑞立项进行高端除颤仪产品的研发。2009 年，迈瑞向市场推出中国第一台拥有完全自主知识产权双相波除颤产品 BeneHeart D6。2013 年，迈瑞发布了中国第一款双相波 AED（自动体外除颤仪，Automated External Defibrillator）产品 BeneHeart D1，填补国产除颤仪多项技术空白。

迈瑞 AED 不仅突破了世界上由 1000 多项专利树立起来的“技术壁垒”的封锁，而且实现了创新，获得了 18 项发明专利。2009 年，作为唯一企业，迈瑞参与编写了除颤国家标准并于 2010 年 3 月正式发布实施。

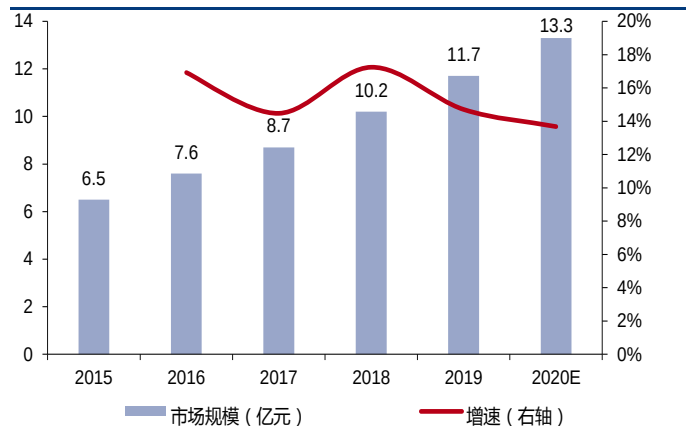
2016 年全球（不含美国和日本）市场规模分别为 7.1 亿美元，预计 2017 年分别达到 7.4 亿美元。2020 年我国除颤仪市场规模预计为 13.3 亿元。2016 年迈瑞在全球和中国除颤仪设备市场排名中分别为第五位和第二位，主要竞争对手为卓尔医学（ZOLL）、飞利浦、美国的菲康等企业。

图表 38 全球（不含美国和日本）除颤仪市场规模



资料来源：公司招股说明书，华创证券

图表 39 中国除颤仪市场规模



资料来源：中国产业信息网，华创证券

在迈瑞研制出 AED 之前，中国 AED 的市场几乎由上述三家海外企业所垄断，价格非常昂贵，每台售价在 4 万元以上。2013 年迈瑞首台 AED 投放市场后，AED 的市场价

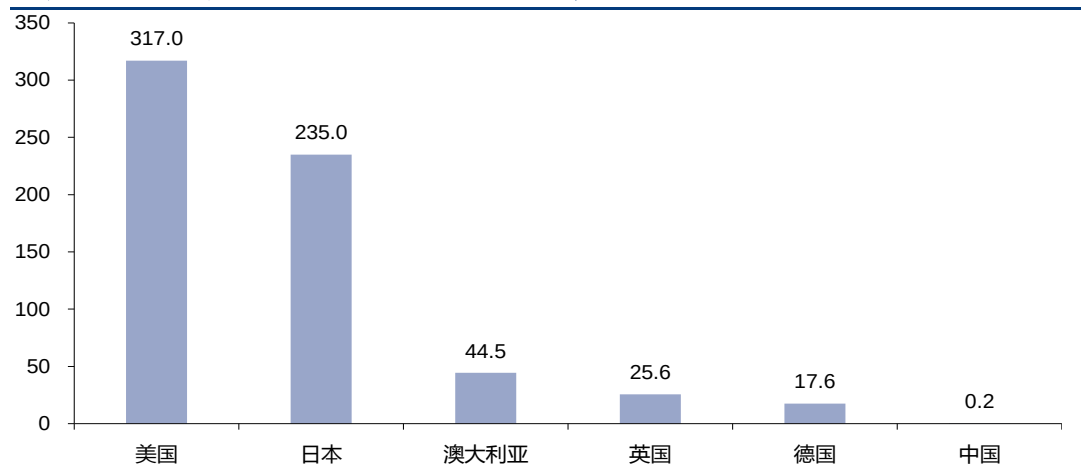
格骤降 50%以上，改变了 AED 的市场格局。经过几年推广，目前迈瑞不仅在中国 AED 市场占到了 20%以上的份额，市场份额仅次于飞利浦，并将产品卖到了世界 100 多个国家和地区。

AED 的发展需要完备的法律支撑，一个是 AED 配备的法律，一个是“好心人法”。美国从 1996 年“好心人法”出台、2000 年配置立法后发展到现在，AED 配置总量已达 100 万台以上，每 10 万人配有 300 台以上。

国内“好心人法”已颁布。2017 年 3 月，第十二届全国人民代表大会第五次会议通过了《中华人民共和国民法总则》，其中第一百八十四条规定：因自愿实施救助行为造成的受助人损害的，救助人不承担民事责任。条款几经修改，最终不再区分救助者是否有“重大过失”，只要见义勇为为一律不承担责。

国内 AED 普及率低，当前国内每 10 万人次配备的 AED 数量约为 0.2 台，与海外发达国家 AED 配备率（如日本 235 台/10 万人、美国 317 台/10 万人）相差甚远，具有巨大的潜在空间。而迈瑞作为国产 AED 领军企业，成长空间广阔。

图表 40 各国每 10 万人口 AED 配置数量（单位：台）



资料来源：器械之家，华创证券

（四）微创外科：以硬镜系统为起点，逐步成为微创手术整体解决方案供应商

公司微创外科产品管线包括外科腔镜摄像系统、冷光源、气腹机、光学内窥镜、微创手术器械及手术耗材。公司以往生命信息与支持业务全部产品的可及市场规模在国内不超过 100 亿元人民币，而公司定义的微创外科领域在国内和全球的可及市场规模分别约为 200 亿元人民币和 200 亿美元，其中微创外科领域中的核心产品硬镜系统在国内和全球已分别有 50 亿元人民币和 50 亿美元的可及市场规模，增长空间十分巨大。且微创外科未来的发展前景广阔，国内市场整体上仍维持 20%以上的高增长，同时进口品牌仍占据市场的绝大部分份额，进口替代的空间广阔。

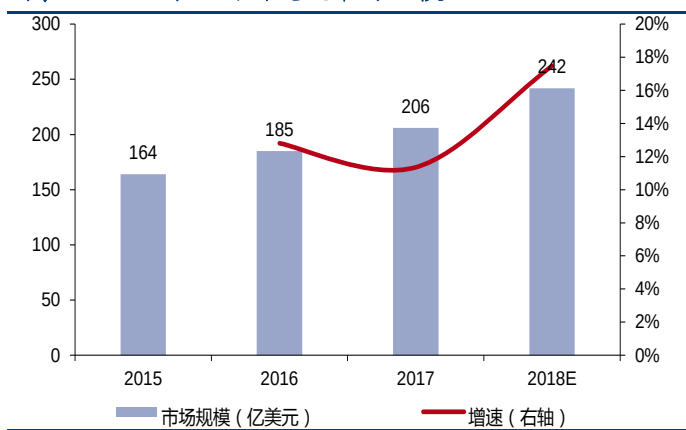
图表 41 迈瑞微创外科产品管线



资料来源：公司公告，华创证券

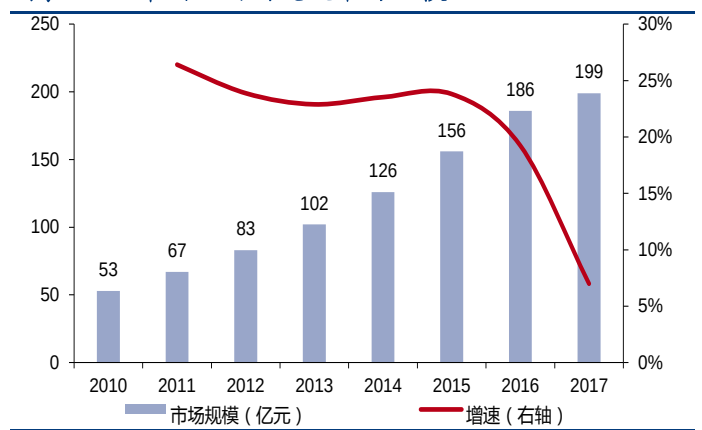
2018 年全球内窥镜市场规模预计约为 242 亿美元，占全球医疗器械市场规模的比例为 5.5%。随着内窥镜销售规模的增长，势必也会带来内窥镜微创手术医疗器械销售规模的增长。我国内窥镜微创技术开展时间较晚，但普及速度非常快。2017 年我国医用内窥镜市场规模接近 200 亿元。随着现代外科手术逐步向微创化和智能化发展，以及内窥镜微创手术试用科室及疾病范围的进一步扩大，预计内窥镜微创手术的临床应用比例也将进一步提高。

图表 42 全球医用内窥镜市场规模



资料来源：前瞻产业研究院，华创证券

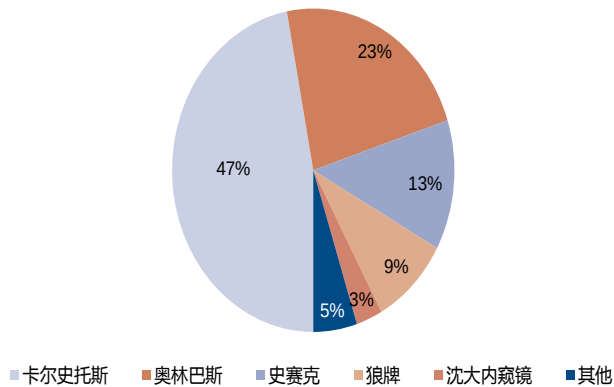
图表 43 中国医用内窥镜市场规模



资料来源：前瞻产业研究院，华创证券

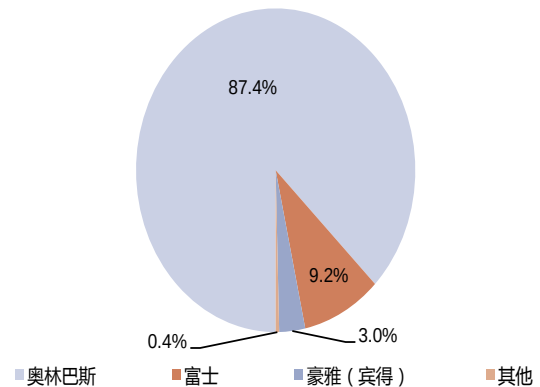
由于内窥镜壁垒较高且我国起步较晚，日本和德国厂商占主导地位，进口替代程度很低，国产产品总体占比不足 5%。国内硬镜厂商有沈阳沈大、浙江天松等。国内软镜厂商有开立医疗、上海澳华、上海成运等。迈瑞内窥镜产品主攻硬镜，竞争格局较软镜而言相对缓和，有望实现国产突破。

图表 44 2017 年中国硬镜市场竞争格局（按收入）



资料来源：前瞻产业研究院，华创证券

图表 45 2017 年中国软镜市场竞争格局（按收入）



资料来源：前瞻产业研究院，华创证券

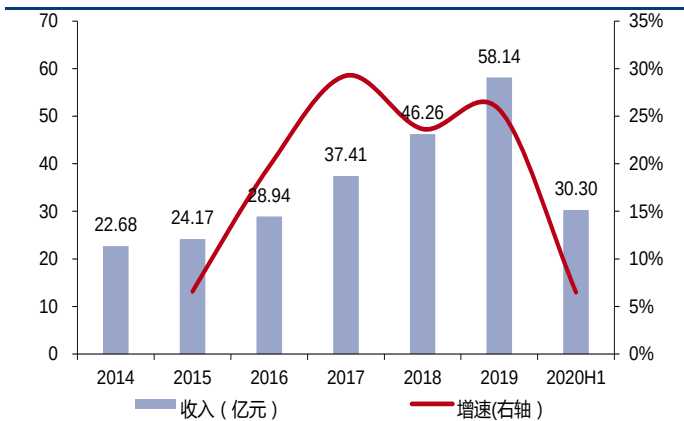
三、体外诊断：化学发光为增长引擎，血球、生化产品进口替代持续推进

在体外诊断领域，公司为实验室、诊所和医院提供一系列全自动及半自动的体外诊断产品，主要包括血液细胞分析仪、生化分析仪、化学发光免疫分析仪、凝血分析仪、尿液分析仪、微生物诊断系统等及相关试剂，通过人体的样本（如血液、体液、组织等）的检测而获取临床诊断信息。针对上半年突然爆发的新冠疫情，公司推出了灵敏度高特异性好的新冠抗体检测试剂产品。

2020 年上半年，公司体外诊断产品实现收入 30.30 亿元，同比增长 6.49%，毛利率为 57.46%。虽然体外诊断的常规试剂消耗在疫情期间有所放缓，但公司加强了单机产品和模块化级联流水线（MA）的布局，高端五分类血液细胞分析仪和 CRP、高速生化分析仪、高速化学发光免疫分析仪持续实现客户群突破，为以后可持续的试剂上量奠定了良好的基础。由于国内疫情局势从 3 月份以来已经受控，因此国内体外诊断业务正在逐步恢复正常。

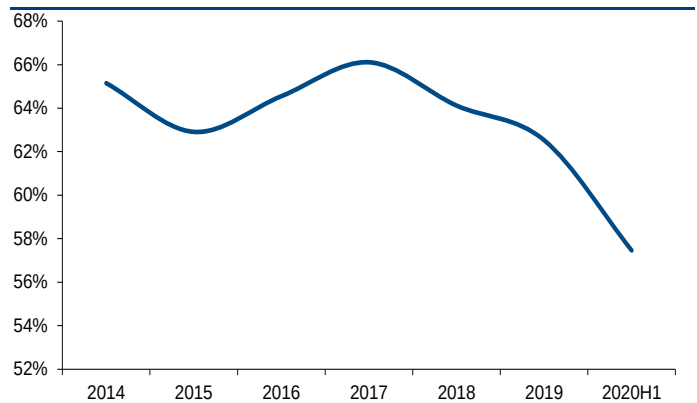
同时，公司在集成化、自动化、智能化和信息化方面都取得了较大技术突破，未来将会全面应用到各个单机产品、模块化级联流水线和全自动化实验室（TLA）流水线中，全面提升产品性能。随着体外诊断产品线持续的技术积累和产品创新，公司将逐步成长为帮助医院建立标准化实验室、提供体外诊断整体解决方案的供应商。未来，公司将进一步扩大在国内市场的竞争优势，提升市占率，同时加强国际市场开拓力度，逐步建立品牌影响力，为公司经营业绩带来持续贡献。

图表 46 迈瑞体外诊断业务收入



资料来源：公司公告，华创证券

图表 47 迈瑞体外诊断业务毛利率

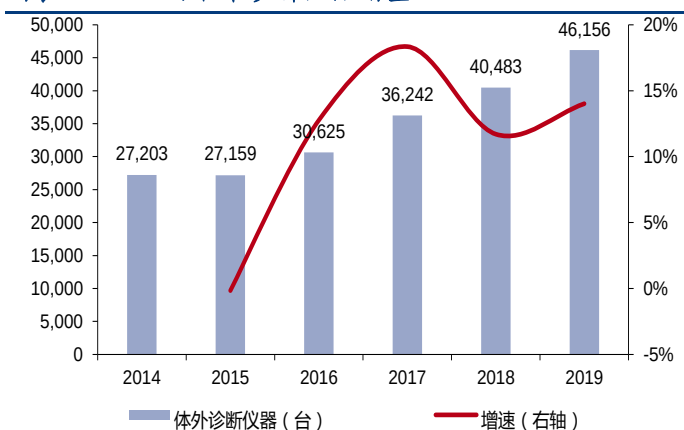


资料来源：公司公告，华创证券

2019 年，公司体外诊断仪器销售量达到 4.62 万台，同比增长 14%，增长稳健。2019 年公司体外诊断试剂的销售量达到 1,145 万盒，同比增长 44%，实现较快增长。随着仪器装机量的增加以及试剂产品的丰富，公司的体外诊断试剂业务有望实现高速增长。

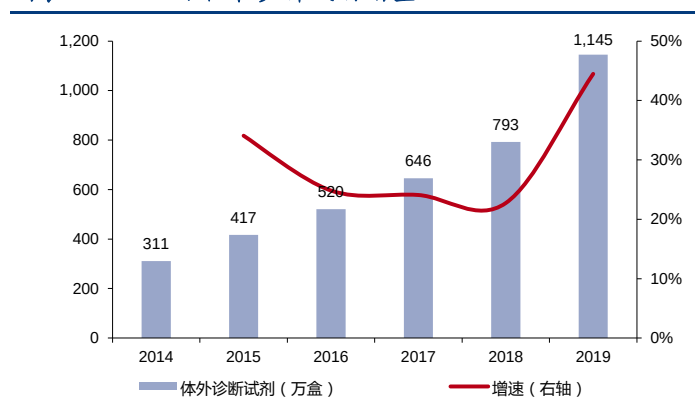
2019 年，公司体外诊断仪器销售量达到 4.62 万台，同比增长 14%，增长稳健。2019 年公司体外诊断试剂的销售量达到 1,145 万盒，同比增长 44%，实现较快增长。随着仪器装机量的增加以及试剂产品的丰富，公司的体外诊断试剂业务有望实现高速增长。

图表 48 迈瑞体外诊断仪器销量



资料来源：公司公告，华创证券

图表 49 迈瑞体外诊断试剂销量

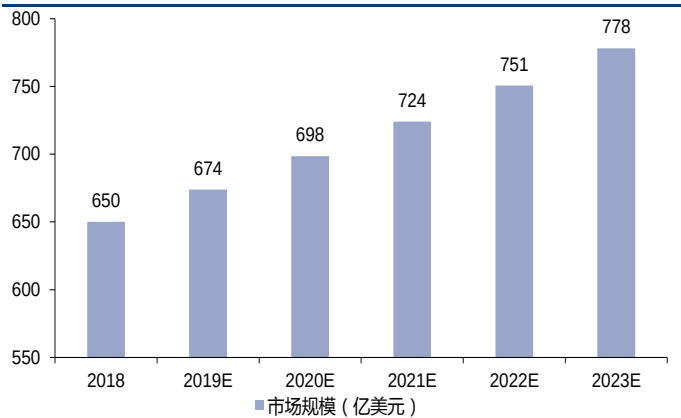


资料来源：公司招股说明书，华创证券

全球体外诊断市场规模稳中有升，中国体外诊断市场呈现高速增长。迈瑞体外诊断业务当前以国内为主，发展迅速，未来有望分享海外市场份额。

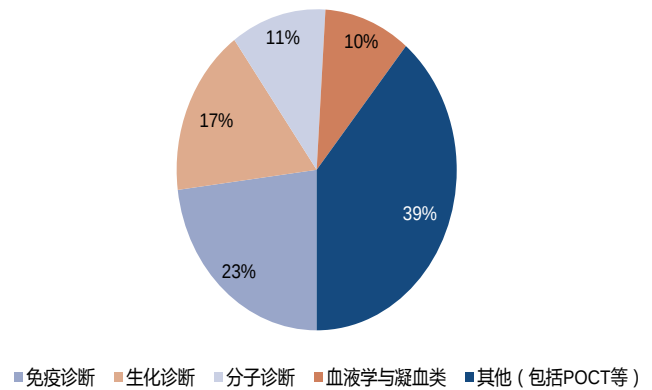
近年来全球 IVD 市场增长平稳，2018 年全球 IVD 市场规模约为 650 亿美元，预计 2018 年到 2023 年将以 4% 的复合增长率平稳增长，到 2023 年市场规模或将达到 778 亿美元。慢性病、传染病发病人数的不断增长以及体外诊断检测技术的不断进步是驱动全球 IVD 市场不断增长的主要因素。从产品细分来看，目前全球体外诊断试剂市场主要由免疫诊断、生化诊断、分子诊断、血液学与凝血类等构成，市场份额分别为 23%、17%、11% 和 10%。

图表 50 全球 IVD 市场规模



资料来源：DC Healthcare fund《体外诊断全球市场报告》，华创证券

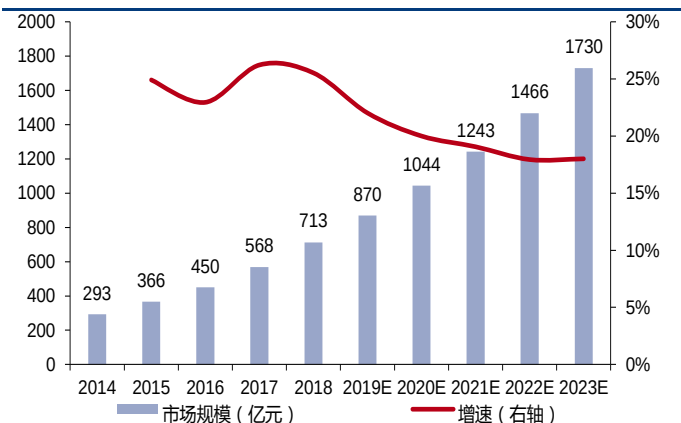
图表 51 2018 年全球 IVD 试剂市场结构



资料来源：前瞻产业研究院，华创证券

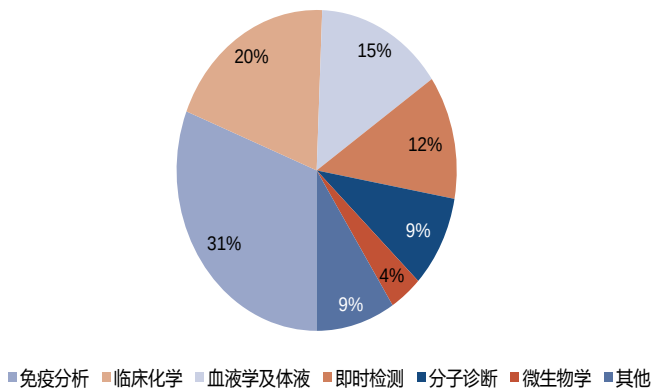
2018 年我国 IVD 市场规模（按照出厂价格）约为 713 亿元，2014-2018 年复合增长率为 25%。由于人口老龄化趋势加剧、人均医疗支出增长及技术进步，预计 2023 年我国 IVD 市场规模有望达到 1730 亿元，2018-2023 年复合增长率约为 19%。按照检测原理划分，2018 年，免疫检测、临床化学、血液学及体液是我国 IVD 前三大细分市场，市场份额分别为 31%、20%和 15%。

图表 52 中国 IVD 市场规模（按出厂价格）



资料来源：Frost & Sullivan，华检医疗招股书，华创证券

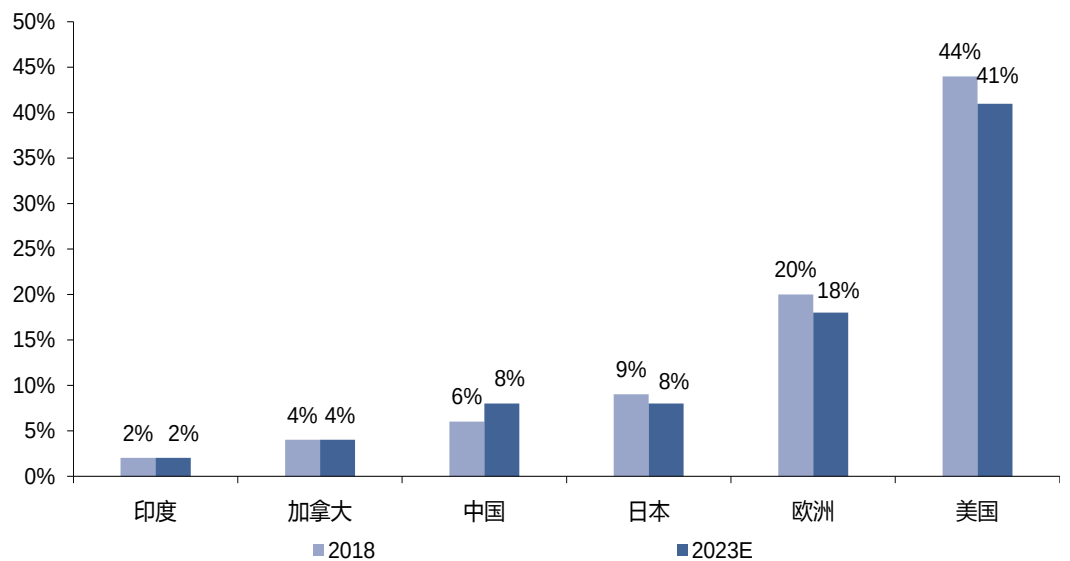
图表 53 2018 年中国 IVD 市场结构



资料来源：Frost & Sullivan，华检医疗招股书，华创证券

尽管我国体外诊断市场规模预计年复合增速较全球市场高，但我国仍然是体外诊断试剂人均消费最低的国家之一。2018 年我国体外诊断市场规模与同期全球体外诊断市场规模相比，仅占全球市场 6% 的份额，但我国人口占到全球人口的 19% 左右。潜在人均消费能力决定我国体外诊断行业拥有着广阔的发展前景。预计到 2023 年，我国体外诊断市场占全球市场的比例有望达到 8%。

图表 54 全球体外诊断市场结构（按收入，分地区）



资料来源: Kalorama, 华创证券

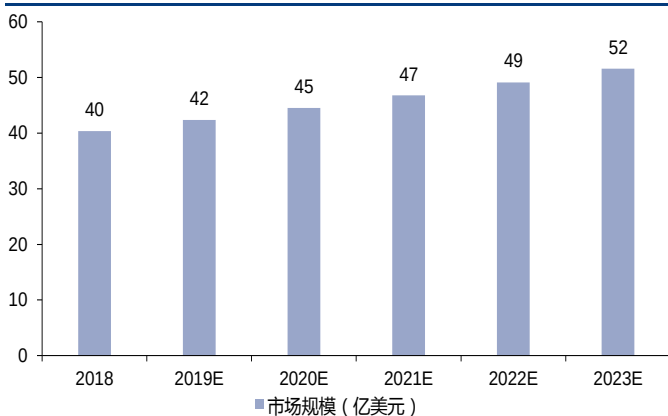
（一）血球：高端产品持续抢占高端市场

迈瑞在血球产品上创造了多个国内第一，2001 年上市了中国第一台全自动三分类血液细胞仪，2006 年推出国内首台全自动五分类血液细胞分析仪，标志着中国成为继美国、日本、德国之后全球第四个可自主研发和生产此类产品的国家。2011 年，迈瑞上市了中国第一台具有网织红细胞、有核红细胞的高端血液分析仪 BC-6800。迈瑞在国内也率先推出了自己的血液分析仪流水线。

血液学检查收入主要由仪器销售和服务收入组成，试剂销售的市场份额微不足道。2017 年，全球血液学检测市场规模为 40.35 亿美元，预计 2018 年到 2023 年复合增速约为 5%，到 2022 年市场规模有望达到 51.60 亿美元。驱动血液学检测市场增长的动力主要是自动化的血液分析仪、POC 血液学检测的渗透率提升及引进先进的血液学仪器等。

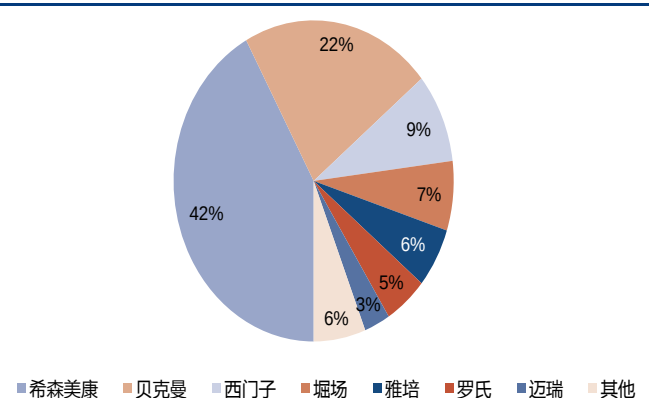
从市场竞争格局来看，希森美康是全球血液学检测龙头企业，2017 年市占率达到 42%；贝克曼排名第二，市占率为 22%；迈瑞市占率为 3%，全球排名第七，国产品牌中排名第一。

图表 55 全球血液学检测市场规模



资料来源: Kalorama, 华创证券

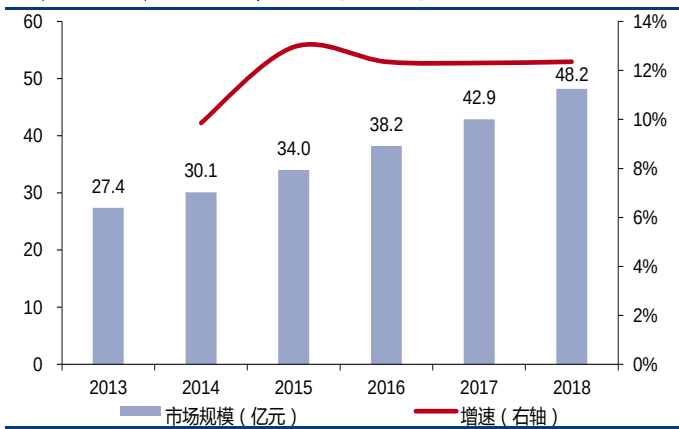
图表 56 2017 年全球血液检测市场竞争格局（按收入）



资料来源: Kalorama, 华创证券

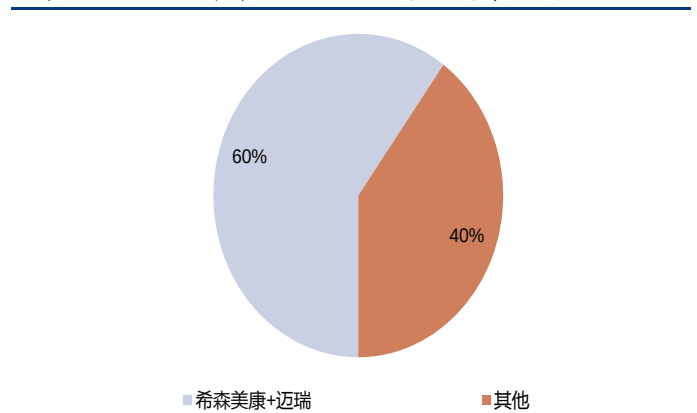
血液分析仪产品相对较为成熟,是中国 IVD 行业国产替代最深入的细分领域。2018 年,我国血液分析仪市场规模约为 48 亿元,同比增长 12%。国内血球市场集中度高,希森美康和迈瑞两家独大,合计市占率超过 60%。迈瑞三分类产品凭借优势品质和高性价比被顾客青睐。五分类业务中,以高、中、低端三大系列,在国际市场中占有一席之地。迈瑞高端血液细胞分析系统打破了美日德国际巨头垄断。高端项目历时 10 年,产品自上市以来,获得国内外顶级专家的一致认可,中国 TOP5 的医院有 4 家(北京协和医院、301 医院、瑞金医院、西京医院)以及 50%以上的三甲医院选择了迈瑞高端血球产品。迈瑞高端血球售价比进口同等产品低 50%以上,占有率跃升第二,将国内高端血球市场国产设备占比从 0%提升到 25%以上,推动了进口替代。未来迈瑞血球产品有望继续抢占高端市场份额

图表 57 中国血液学检测市场规模



资料来源: 中国产业信息网, 华创证券

图表 58 2018 年中国血液检测市场竞争格局 (按收入)



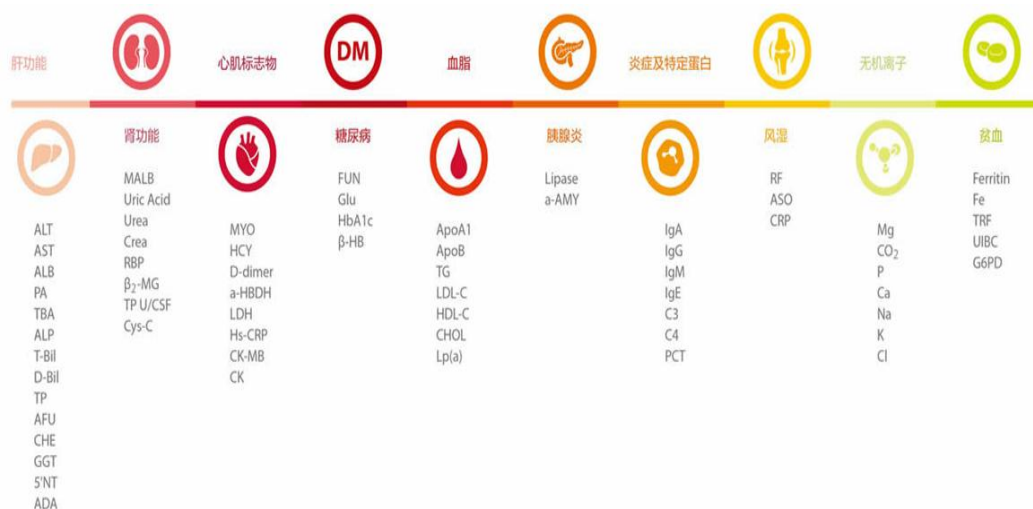
资料来源: 中国产业信息网, 华创证券

(二) 生化: 加速追赶世界一流, 抢占国际巨头市场份额

2003 年, 迈瑞发布中国第一台全自动生化分析仪。2014 年, 迈瑞发布全自动生化免疫流水线, 可根据实际检测需要, 灵活配置不同检测速度的生化和免疫模块, 为不同规模、级别的医疗机构及实验室提供定制化的组合方案。

迈瑞生化试剂产品涵盖肝功、肾功、心血管、糖尿病、血脂、胰腺炎等套餐, 建立了完整的产品开发技术平台。

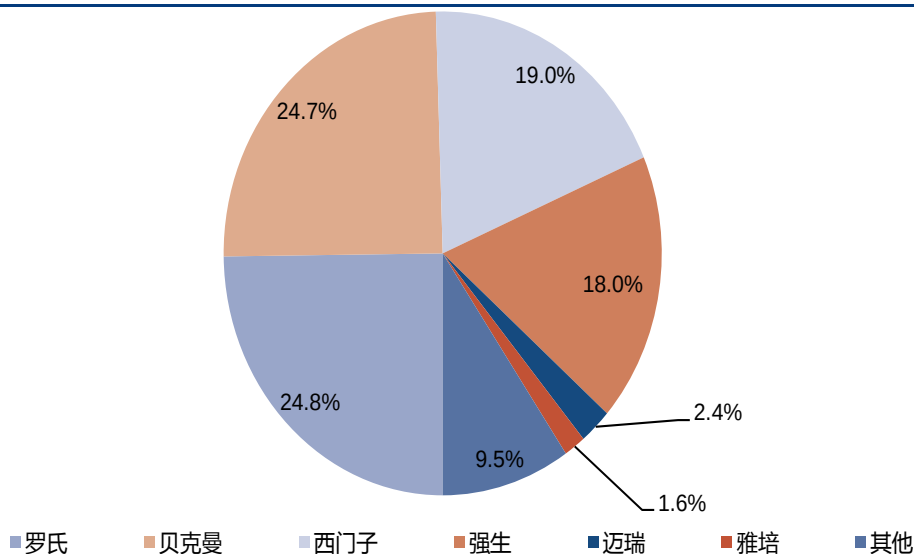
图表 59 迈瑞生化检测套餐



资料来源：公司官网，华创证券

2018 年全球 IVD 市场规模约为 650 亿美元，生化诊断占比 17%，则推算生化诊断市场规模约为 111 亿美元。2014 年迈瑞在全球生化检测市占率为 2.4%，全球排名第五，国内品牌中排名第一。

图表 60 2014 年全球生化检测市场竞争格局（按收入）



资料来源：POCT 资讯，华创证券

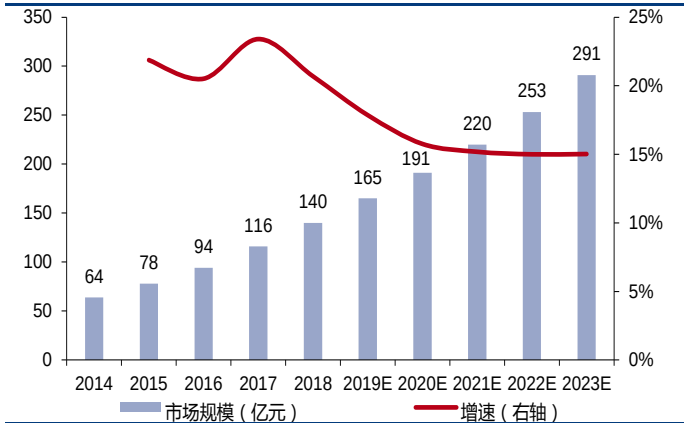
生化诊断是我国 IVD 产业中发展最为成熟的细分领域，特别在试剂方面，基本达到了国际同期水平。在生化试剂方面，我国 70% 以上的市场处于开放状态，即不同厂家的仪器和试剂能够配合使用，试剂的国产化率已超过 2/3，国产试剂已进入三甲医院销售。

2018 年，我国生化检测市场规模（按出厂价格）约为 140 亿元，预计到 2023 年市场规模有望达到 291 亿元，2018-2023 年复合增长率约为 17%。2017 年，迈瑞在中国生化分析类产品市场排名中位于第三位、国产品牌第一，主要竞争对手为贝克曼、罗氏等企业。

经过多年发展，我国在生化诊断领域的整体技术水平已基本达到国际同期水平，并涌现出一些能够与国际巨头竞争的企业。但是由于以往国内一线城市三级医院配置进口高速

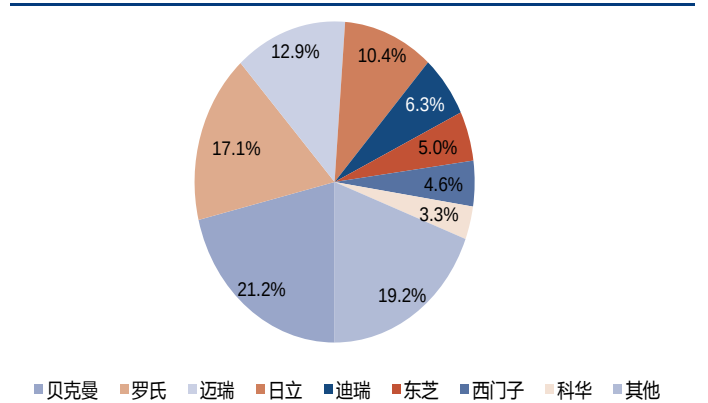
生化分析仪较多，且进口产品有较好的品牌认可度，目前在一线城市三级医院等高端市场中，国际巨头（如贝克曼、罗氏等）仍有一定优势。生化产品方面，迈瑞追赶世界一流的步伐正在加快。随着体外诊断产品持续的技术累计和产品创新，公司将进一步抢占国际巨头的市场份额并开拓新增市场需求。

图表 61 中国生化检测市场规模（按出厂价格）



资料来源：Frost & Sullivan，华检医疗招股书，华创证券

图表 62 2017 年中国生化分析仪竞争格局（按收入）



资料来源：中国医疗器械行业协会体外诊断分会《中国体外诊断产业发展蓝皮书 2017》，华创证券

（三）免疫：持续丰富试剂套餐，化学发光高速增长

免疫分析业务上，迈瑞专注于化学发光领域。迈瑞化学发光业务虽然较国内竞争对手起步较晚，但发展迅速，有望成为未来公司业绩增长的引擎。

图表 63 迈瑞化学发光业务发展历程

时间	事件
2008 年	发光组建研发团队，开始项目研发
2013 年	迈瑞发光技术获美国专利授权
2013 年	推出 240T/H 化学发光免疫分析仪 CL-2000i，上市项目 27 个
2014 年	推出国内首台真正意义上生化免疫流水线 SAL 6000/8000
2015 年	推出 180T/H 化学发光免疫分析仪 CL-1200i
2016 年	传染病产品完成 CE ListA 认证
2017 年	建立完善套餐体系，总检测项目达 57 个
2017 年	全球最快 480T/H 化学发光免疫分析仪 CL-6000i 上市
2019 年	发布了新产品 CL-6000i 双模块化学发光免疫检测系统

资料来源：迈瑞体外诊断公众号，华创证券

迈瑞推出的全自动化学发光免疫分析系统仪器采用低携带污染的样本分注技术、高均一性磁微粒混匀技术、高效低损失率的磁微粒清洗分离技术等多项先进技术，使仪器的精密度、灵敏度、携带污染等主要测试指标均达到国际大型医疗生产企业同类产品的水平。

图表 64 迈瑞化学发光仪器



资料来源：公司官网，华创证券

迈瑞自主研发完成了多个化学发光试剂套餐的研制并获得注册证，包括心肌标志物、糖尿病、贫血、传染性疾病、肿瘤标志物、甲状腺功能、性激素、骨代谢、肝纤维化试剂盒及配套校准品和质控品。目前迈瑞拥有超过 70 个项目，完全可以跟市场上几乎全部的主流免疫平台正面对抗。2018 年 6 月，迈瑞取得 CA242, CA50, SCCA, proGRP, HE4 国内注册证（CFDA），成为国内第一家拥有齐全的 5 项肺癌标志物（CEA, NSE, Cyfra21-1, SCCA, proGRP）检测的化学发光厂家。

图表 65 迈瑞化学发光试剂套餐



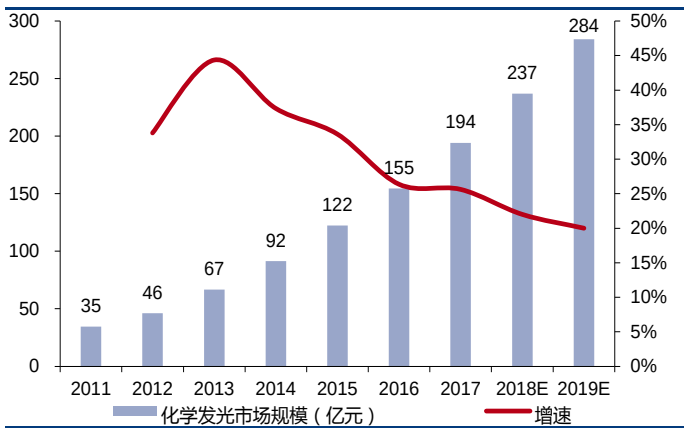
资料来源：公司官网，华创证券

我国免疫诊断是近年来体外诊断领域规模最大、新增品种最多、增长速度最快的领域之一。从 2010 年到 2016 年，国内免疫诊断领域化学发光板块市场规模占比从 44% 提升到 79%，较海外市场 90% 以上的占比仍有较大提升潜力。

由于化学发光技术研发难度较大，特别是对于检测仪器的要求较高，国内化学发光市场一直以来都是由罗氏、雅培等跨国企业垄断，跨国企业的优势主要在于其掌握了最先进的化学发光技术，同时拥有较为丰富的检验试剂菜单，并在特定领域具备显著的领先优势，如罗氏的肿瘤标志物检测、雅培的传染病检测、贝克曼和西门子的特定蛋白、激素检测等。

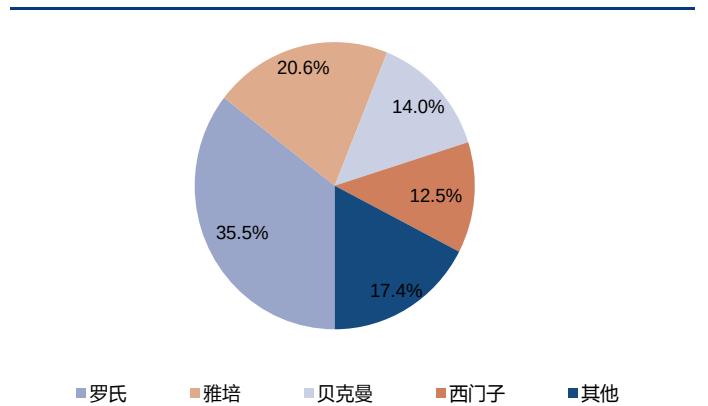
我们预计，2020 年国内化学发光市场规模预计达到 300 亿元左右。当前化学发光试剂国产产品占比不到 20%，80% 以上的市场被进口厂家垄断，进口替代的空间较大。国内企业有迈瑞医疗、安图生物、新产业等突破了化学发光技术。

图表 66 中国化学发光市场规模



资料来源：立鼎产业研究院，华创证券

图表 67 2018 年中国化学发光市场竞争格局（按收入）



资料来源：立鼎产业研究院，华创证券

化学发光业务方面，公司已引入高端技术人才并培养团队，从满足临床需求痛点出发进行研发创新和产品升级，着力完善产品性能和质量，并且进一步补充试剂种类，努力缩小和国外巨头的差距。近年来公司化学发光仪器新增装机量全国领先，且生化免疫级联放量迅速。随着化学发光新产品上市，装机量提升，产品研发升级，试剂种类继续丰富，发光业务将进一步与竞争对手抢夺市场份额。

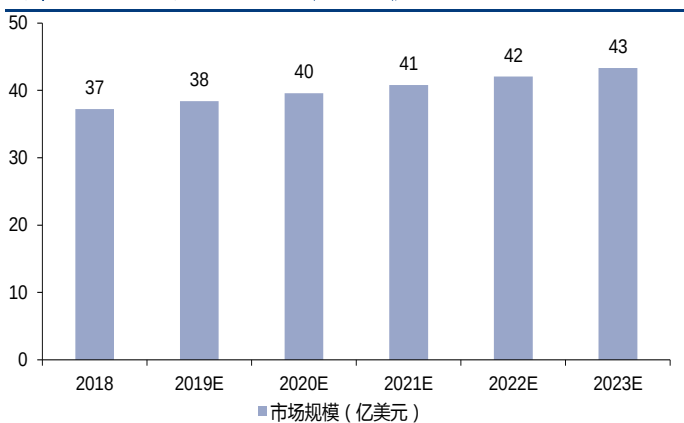
（四）凝血：进口替代刚起步，成长空间广阔

迈瑞凝血业务由旗下控股公司普利生经营。普利生创办于 1993 年，是国内创办最早也是规模最大的专业血凝仪生产厂家，国内销售网络覆盖全国 25 个省市和自治区。

2012 年迈瑞控股普利生，普利生成为迈瑞子公司。控股普利生后，迈瑞更换了普利生所有原物料工艺上渠道，物料质量标准按照生化、血球标准进行考核；所有生产工艺按照迈瑞制定的标准进行生产，凝血产品在设备质量上有了进一步提升；推进与全国多家二甲、三甲、三乙医院合作，如中南大学湘雅学院、荆州市中医医院、江门新会区人民医院、枣庄市妇幼保健院等。

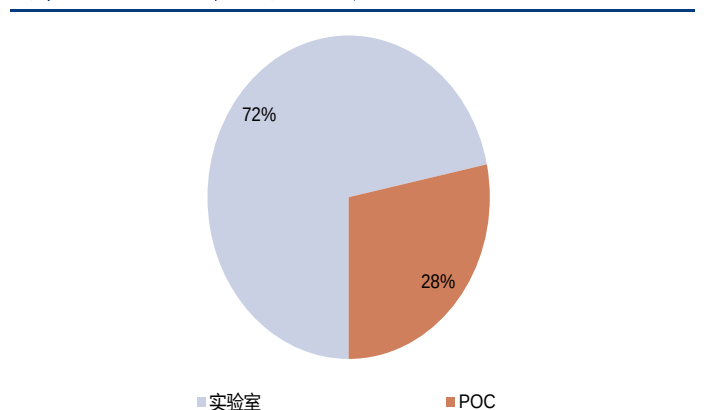
2018 年全球凝血检测市场规模约为 37.25 亿美元，预计 2018-2023 年复合增速为 3% 左右，到 2023 年市场规模达到 43.35 亿美元。凝血检测市场分为实验室检测市场和 POC 检验市场，2017 年市场份额分别为 72% 和 28%。

图表 68 全球凝血检测市场规模



资料来源：Kalorama，华创证券

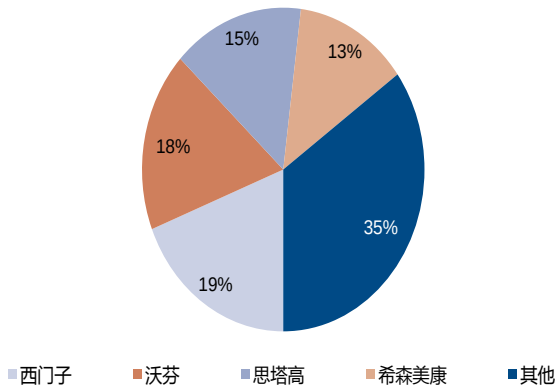
图表 69 2017 年全球凝血市场细分（按收入）



资料来源：Kalorama，华创证券

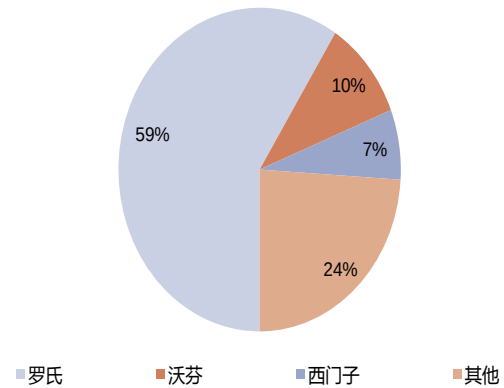
全球实验室凝血检测市场竞争激烈，没有真正占据市场主导地位的公司。前四大公司占全球实验室凝血仪器和试剂近 70% 市场份额。全球 POC 凝血检测市场龙头为罗氏，排在其后的是沃芬（于 2017 年 1 月收购 Accriva）和西门子。

图表 70 2017 年全球实验室凝血检测市场竞争格局



资料来源: Kalorama, 华创证券

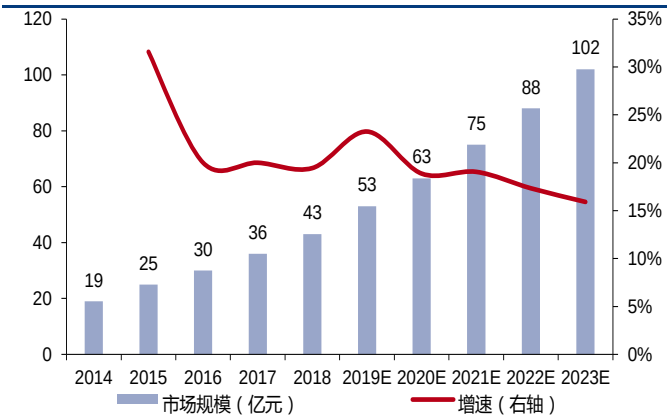
图表 71 2017 年全球 POC 凝血检测市场竞争格局（按收入）



资料来源: Kalorama, 华创证券

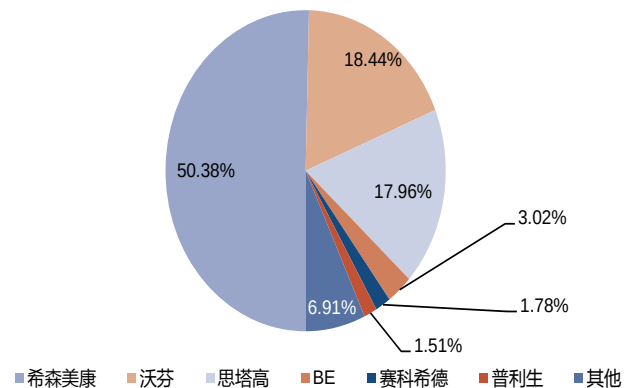
2018 我国凝血分析市场规模（按照一级分销商价格）约为 43 亿元，预计到 2023 年达到 102 亿元，2018-2023 年复合增长率约为 19%。我国凝血分析仪市场由少数海外品牌制造商占据，2015 年普利生在凝血分析仪市场上份额仅有 1.51%，目前国内三级医院使用迈瑞的凝血分析仪作为主力机还处在上升期，成长空间广阔。

图表 72 中国凝血分析市场规模（按一级分销商价格）



资料来源: Frost & Sullivan, 华检医疗招股书, 华创证券

图表 73 2015 年中国凝血分析仪市场竞争格局（按收入）



资料来源: 检验医学网, 华创证券

四、医学影像：高端产品市场认可度高，POC 超声市场需求持续释放

在医学影像领域，公司产品包括超声诊断系统和数字 X 射线成像系统。超声诊断系统利用数字化控制的声波发射和接收技术提供实时的诊断图像，可以探测人体组织的超声回波特性、血流方向和速度、硬度等信息。数字 X 射线成像系统利用平板探测器来捕捉图像，相比于传统的放射影像系统，数字 X 射线成像系统缩短了病人暴露在 X 射线下的时间。

迈瑞于 1996 年进入超声领域。2002 年，迈瑞推出中国第一台黑白数字彩超 DP-9900。2006 年，迈瑞推出中国第一台数字彩色彩超 DC-6。2008 年，迈瑞推出中国第一台便携

式彩色多普勒超声系统。2013 年，迈瑞收购高端彩超技术供应商 Zonare，跻身全球影像技术领导者阵营。2015 年，迈瑞推出彩色超声 Resona7，第一台移动数字 X 射线成像系统 MobiEye700。2017 年末，迈瑞推出新一代高端智能妇幼超声专用机 Resona8。未来，迈瑞将持续进军超高端超声市场。

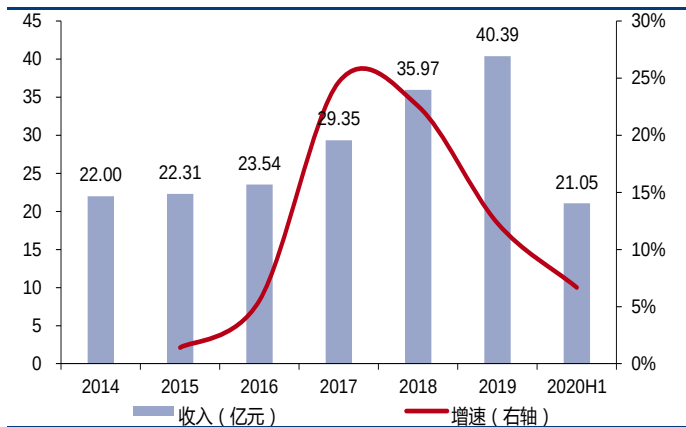
图表 74 迈瑞医学影像产品管线（部分产品）



资料来源：公司官网，华创证券

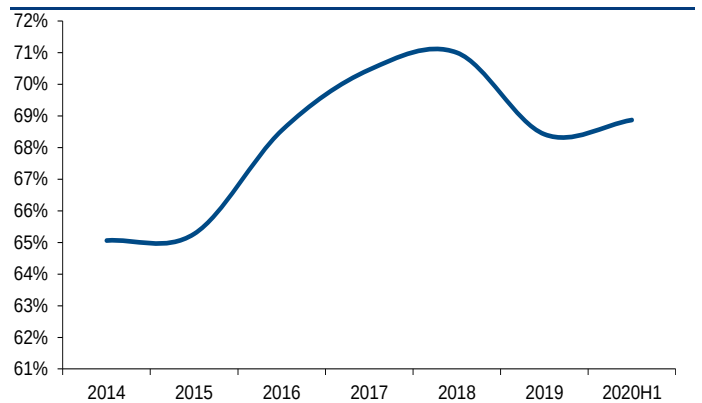
2020 年上半年，公司医学影像业务实现收入 21.05 亿元，同比增长 6.67%，毛利率为 68.87%。2020 年上半年，为应对全球新冠疫情，公司重磅推出 MX 及 ME 系列高端便携彩超产品，发布 AI 相关智能诊断工具。通过针对性的 POC 解决方案，实现在欧洲、独联体、拉美等国际范围内顶级医院客户的装机，提升了在国际高端医院、连锁集团医院的渗透率和覆盖率。公司通过搭建线上交流平台、携手全国超声专家，和全球分享了来自于中国的宝贵临床经验，助力全球医疗机构战胜新冠疫情，同时也极大地提升了公司的品牌知名度。国内市场自 3 月份以来已经逐渐开始恢复对台式超声的正常采购，其中二、三级医院的恢复进度较快，并且随着超声产品向临床科室的不断渗透，公司将在国内超声市场迎来更多的发展机遇。未来，公司将继续推进以临床客户为导向、针对高端客户群的临床需求，开发完善放射、介入和妇产解决方案，实现超高端领域的技术突破，加速未来市场份额的提升。

图表 75 迈瑞医疗医学影像业务收入



资料来源：公司公告，华创证券

图表 76 迈瑞医疗医学影像业务毛利率



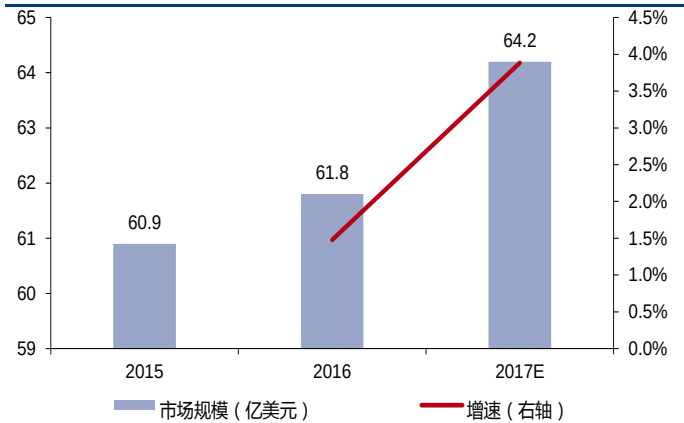
资料来源：公司公告，华创证券

2018 年全球医学影像市场规模约为 455 亿美元。2018 年中国医疗机构总收入为 4.11

万亿元，按照检查费占比 10%，其中医学影像占比 1/3 到 1/2 之间，2018 年国内医学影像存量市场规模约为 1400-2000 亿元。

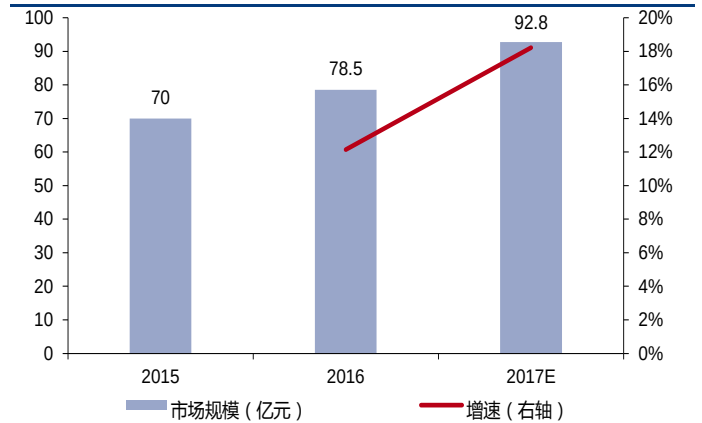
2016 年全球和中国超声设备市场规模分别为 61.8 亿美元和 78.5 亿元，预计 2017 年分别达到 64.2 亿美元和 92.8 亿元，分别同比增长 3.9% 和 18.2%。

图表 77 全球超声设备市场规模



资料来源：迈瑞医疗招股说明书，华创证券

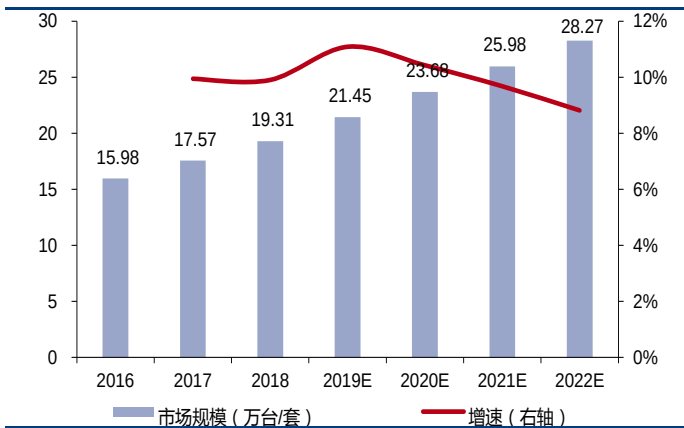
图表 78 中国超声设备市场规模



资料来源：迈瑞医疗说明书，华创证券

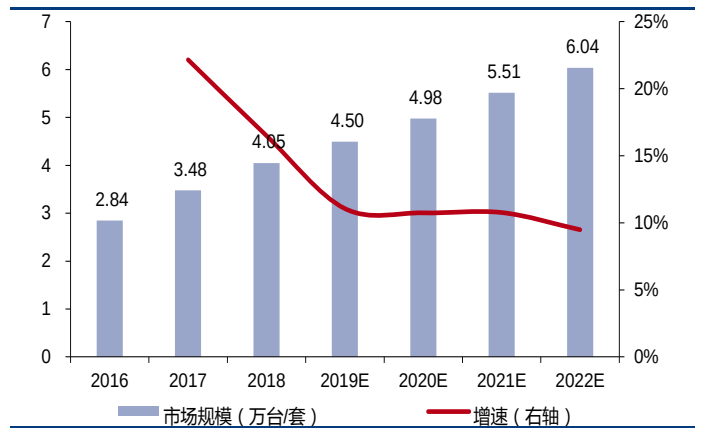
Signify Research 数据显示，2018 年全球和中国超声设备市场新增需求量分别为 19.31 和 4.05 万台/套，预计到 2022 年新增需求量分别达到 28.27 和 6.04 万台/套。

图表 79 全球超声设备市场规模（按新增需求量）



资料来源：Signify Research，华创证券

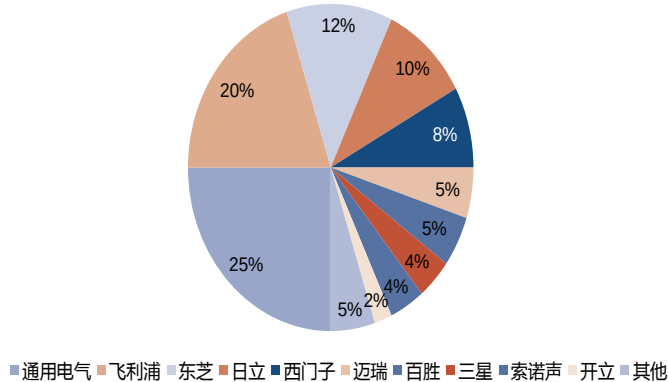
图表 80 中国超声设备市场规模（按新增需求量）



资料来源：Signify Research，华创证券

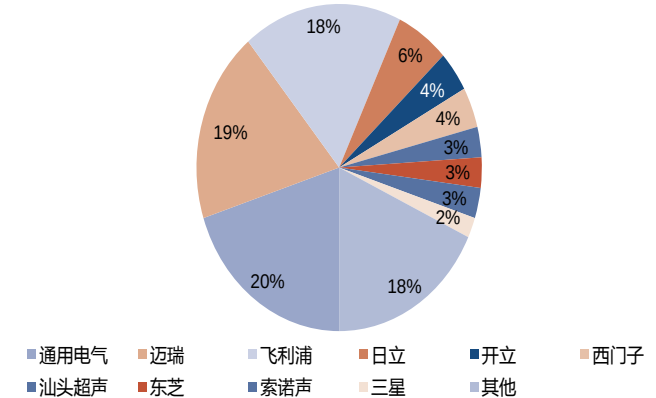
2016 年，迈瑞在全球超声设备行业中排名第六，市占率为 5%。2018 年，迈瑞在中国超声设备行业中排名第二，市占率达到 19.40%，与第一名通用电气的市占率十分接近，以 GPS 为代表的外资品牌市占率呈现下降趋势。

图表 81 2016 年全球超声设备竞争格局（按收入）



资料来源：QY Research，华创证券

图表 82 2018 年超声设备竞争格局（按收入）



资料来源：金智创新，华创证券

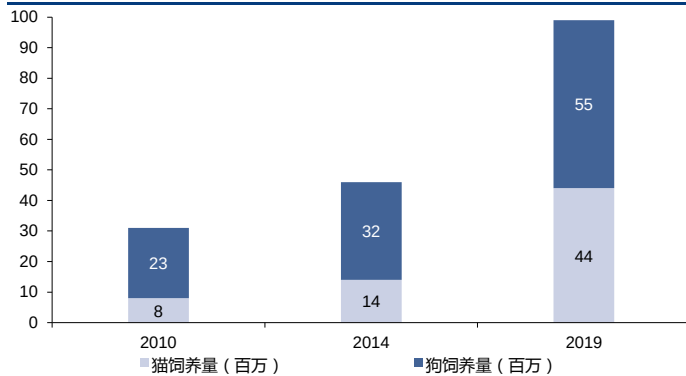
医学影像领域，公司已经从追随世界领先技术步入引领世界技术的行列。随着 2016 年高端彩超 Resona 系列产品上市，公司超声产品实现了国内高、中、低端市场的完全覆盖。高端彩超快速进入众多大型三甲医院，实现国产彩超在高端市场的零的突破；且已经进入西欧和美国市场，国际市占率也在逐步提升，全美前 20 大教学医院中有 19 家在使用迈瑞的彩超。终端彩超产品全面升级，高端功能下移，将进一步加强公司在中低端市场的竞争力。

当前，中国 POC 超声（point-of-care，泛指在患者床旁实施的超声检查）市场需求持续释放，彩超不再局限于彩超科室。POC 市场发展的驱动力主要有三大因素，一是彩超医生的不足和临床日益增加的需求，二是新一代医生对便携式产品接受度更高；三是分级诊疗扩容，带来 POC 的需求释放。国内常规彩超每年新增 3-4 万左右的需求，而 POC 彩超保有量空间约为 11 万台（不含替换），按照单台 15 万元出厂价计算，约有 165 亿元新增空间有待开发。假定市场不增长，按照 10 年周期来填满需求，平均每年新增约 16.5 亿元市场空间。

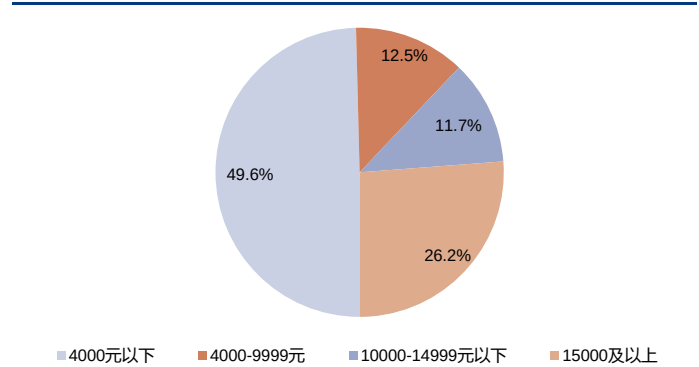
迈瑞 POC 超声目前已涵盖了从台式彩超到高集成便携式彩超设备全系列机型。在美国，迈瑞的超声 POC 市场市占率稳居市场前三。未来，迈瑞将继续与有资质的医学院校或医院进行合作，推广 POC 超声技术，提升市场份额。

五、兽用市场：高速发展的新兴业务

2019 年全国城镇宠物犬猫数量达到 9915 万只，比 2018 年增长 766 万只；其中，犬有约 5503 万只，同比增长 8.2%，猫有 4412 万只，同比增长 8.6%。2019 年中国城镇宠物犬猫消费市场规模达到 2024 亿元，其中，宠物犬消费市场规模约为 1244 亿元，同比增长 17.8%，宠物猫消费市场规模为 780 亿元，同比增长 19.6%。女性养宠比例高，90 后尤其是 95 后成为养宠主力军。宠物主人逐步趋于高学历和高收入化，收入 4000 元以上的宠物主占比 50.4%，其中月收入超过 1 万元的人群占比超过 20%。宠物食品和医疗是规模占比最大、需求刚性最强的两大细分板块。医疗作为宠物产业第二大细分市场，规模已经达到 300 亿元。

图表 83 全国城镇宠物犬猫数量


资料来源：铃铛宠物&狗民网&亚洲宠物展览会《2019 年中国宠物行业白皮书》，华创证券

图表 84 2019 年宠物主月收入情况


资料来源：铃铛宠物&狗民网&亚洲宠物展览会《2019 年中国宠物行业白皮书》，华创证券

随着人口老龄化和生育率下降，兽用产品在海内外市场的前景都十分广阔。公司当前的监护仪、麻醉机、灯床塔、体外诊断系列产品、超声都已经推出了兽用版本，目前全球可及市场规模已达 10 亿美元。近期，迈瑞成立了兽用子公司“深圳迈瑞动物医疗科技有限公司”，经营范围包括兽用医疗器械、耗材及生物制品的研发、销售和技术服务，注册资本为 2 亿元。未来迈瑞会有更多的兽用产品推出。

作为全球两个最大的兽用市场，迈瑞在北美和西欧地区已经耕耘多年，拥有一定的品牌影响力和稳定的本地化团队，能够帮助公司快速地进入该地区的兽用市场，预计未来兽用产品的收入占比将会逐渐提升。而中国市场又是兽用市场中增长最快的，公司在国内市场的领先地位根深蒂固，兽用产品有望在国内快速增长。

六、盈利预测与投资评级

整体而言，迈瑞在主营业务如监护、除颤、麻醉、血液分析、超声等领域已处于全球前列。未来几年，公司将以用户需求为导向，进一步开拓业务，夯实主营业务的领导地位；同时在生命信息与支持产品线的呼吸机与输注泵、体外诊断产品线的凝血与免疫发光诊断、医学影像产品线的 POC 超声、外科产品线的内窥镜手术器械和硬镜系统等成长性业务领域加大投入，培育成为新的业务增长点。

我们预计，2020-2022 年公司归母净利润分别为 65.57、79.62、96.10 亿元，同比增长 40%、20%和 20%，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 72/59/49 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

七、风险提示

- 1、化学发光产品销售不达预期；
- 2、海外销售不达预期。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	14,273	18,531	24,502	31,455
应收票据	28	46	59	67
应收账款	1,668	2,198	2,618	3,174
预付账款	137	163	212	259
存货	2,265	2,553	3,330	4,073
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	353	430	543	676
流动资产合计	18,724	23,921	31,264	39,704
其他长期投资	85	100	114	123
长期股权投资	5	7	9	9
固定资产	2,684	3,124	3,421	3,430
在建工程	975	1,075	1,075	1,175
无形资产	953	858	772	695
其他非流动资产	2,208	2,264	2,304	2,329
非流动资产合计	6,910	7,428	7,695	7,761
资产合计	25,634	31,349	38,959	47,465
短期借款	0	0	0	0
应付票据	2	3	3	4
应付账款	1,242	1,410	1,864	2,307
预收款项	988	1,545	2,084	2,566
合同负债	0	0	0	0
其他应付款	1,038	1,038	1,038	1,038
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	1,773	2,057	2,505	3,115
流动负债合计	5,043	6,053	7,494	9,030
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	1,974	1,938	1,962	1,972
非流动负债合计	1,974	1,938	1,962	1,972
负债合计	7,017	7,991	9,456	11,002
归属母公司所有者权益	18,593	23,328	29,466	36,418
少数股东权益	24	30	37	45
所有者权益合计	18,617	23,358	29,503	36,463
负债和股东权益	25,634	31,349	38,959	47,465

现金流量表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	4,722	6,377	7,787	9,305
现金收益	4,682	6,534	8,044	9,738
存货影响	-566	-288	-777	-743
经营性应收影响	74	-524	-433	-560
经营性应付影响	389	726	994	927
其他影响	143	-70	-41	-57
投资活动现金流	-778	-819	-632	-452
资本支出	-709	-803	-603	-443
股权投资	-5	-2	-2	0
其他长期资产变化	-64	-14	-27	-9
融资活动现金流	-1,242	-1,300	-1,184	-1,900
借款增加	0	0	0	0
股利及利息支付	-1,216	-1,825	-2,660	-2,943
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-26	525	1,476	1,043

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	16,556	21,162	25,724	31,296
营业成本	5,755	6,812	8,876	10,832
税金及附加	212	271	330	401
销售费用	3,606	4,444	5,068	6,103
管理费用	765	913	970	1,192
研发费用	1,466	2,010	2,187	2,723
财务费用	-408	-389	-316	-291
信用减值损失	-9	-10	-10	-10
资产减值损失	-157	-50	-50	-50
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
其他收益	385	504	616	769
营业利润	5,379	7,543	9,165	11,042
营业外收入	39	0	0	0
营业外支出	50	50	50	50
利润总额	5,368	7,493	9,115	10,992
所得税	683	930	1,146	1,373
净利润	4,685	6,563	7,969	9,619
少数股东损益	4	6	7	9
归属母公司净利润	4,681	6,557	7,962	9,610
NOPLAT	4,329	6,222	7,692	9,364
EPS(摊薄) (元)	3.85	5.39	6.55	7.90

主要财务比率

	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	20.4%	27.8%	21.6%	21.7%
EBIT 增长率	21.5%	43.2%	23.8%	21.6%
归母净利润增长率	25.8%	40.1%	21.4%	20.7%
获利能力				
毛利率	65.2%	67.8%	65.5%	65.4%
净利率	28.3%	31.0%	31.0%	30.7%
ROE	25.1%	28.1%	27.0%	26.4%
ROIC	23.9%	27.9%	27.6%	27.2%
偿债能力				
资产负债率	27.4%	25.5%	23.9%	22.7%
债务权益比	10.6%	8.3%	6.6%	5.4%
流动比率	371.3%	395.2%	417.2%	439.7%
速动比率	326.4%	353.0%	372.8%	394.6%
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7
应收账款周转天数	35	33	34	33
应付账款周转天数	68	70	66	69
存货周转天数	124	127	119	123
每股指标(元)				
每股收益	3.85	5.39	6.55	7.90
每股经营现金流	3.88	5.25	6.41	7.65
每股净资产	15.29	19.19	24.24	29.96
估值比率				
P/E	101	72	59	49
P/B	25	20	16	13
EV/EBITDA	115	82	67	55

医药消费研究小组团队介绍

组长、首席研究员：高岳

北京大学生物技术专业学士，北京大学西方经济学硕士、香港大学金融学硕士。曾任职于瑞银证券、海通证券、长江证券。2020 年加入华创证券研究所。2015 年新财富最佳分析师第一名团队成员，2016 年新财富最佳分析师第二名团队成员。2020 年新财富最佳分析师第四名，2020 年新浪金麒麟最佳分析师第五名。

首席研究员：郑辰

复旦大学金融学硕士。曾任职于中海基金、长江证券。2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师第四名，2020 年新浪金麒麟最佳分析师第五名。

高级研究员：刘浩

南京大学化学学士、中科院有机化学博士，曾任职于海通证券、长江证券。2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师第四名团队成员，2020 年新浪金麒麟最佳分析师第五名团队成员。

高级研究员：刘宇腾

中国人民大学经济学硕士。2017 年加入华创证券研究所。

高级研究员：李婵娟

上海交通大学会计学硕士。曾任职于长江证券。2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师第四名团队成员，2020 年新浪金麒麟最佳分析师第五名团队成员。

研究员：张泉

复旦大学公共事业管理学士，美国拉文大学 MHA。曾任职于长江证券。2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师第四名团队成员，2020 年新浪金麒麟最佳分析师第五名团队成员。

助理研究员：黄致君

北京大学硕士，2020 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	资深销售经理	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
私募销售组	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-50581170
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572500