

2025年09月13日

迈瑞医疗 (300760.SZ)

投资评级：买入（首次）

——产线高端化引领优质发展，加速迈入全球器械 20 强

证券分析师

刘闯
SAC: S1350524030002
liuchuang@huayuanstock.com
林海霖
SAC: S1350524050002
linhailin@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025年09月12日

收盘价(元)	240.99
一年内最高/最低(元)	351.60/206.80
总市值(百万元)	292,186.25
流通市值(百万元)	292,177.63
总股本(百万股)	1,212.44
资产负债率(%)	25.10
每股净资产(元/股)	32.20

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **医疗器械航母级企业，加速迈入全球领先梯队。**迈瑞医疗是国内领先的医疗器械公司，生命信息与支持、体外诊断、医学影像三大核心业务市占率均处于国内前列，部分细分产品跻身全球头部水平，围绕医疗场景需求和业务发展，公司持续拓展心血管、微创外科、动物医疗等潜力产品，提高营收上限，驱动公司加速迈入全球器械 20 强。
- **国内采购回暖拐点或将至，国际本地化网络逐步成型。**2024 年，公司国内收入 202.92 亿，同比下降 5.10%，医疗行业整顿对于设备采购、入院造成干扰，随着 25H1 设备中标持续回暖，国内业务有望重回增长轨道；海外收入 164.34 亿元，同比增长 21.28%，公司海外持续保持较强竞争力，全球 63 家境外子公司编织本地化渠道，奠定境外高端突破底气。
- **双轮驱动强化产品矩阵，业务耗材化转型。**迈瑞坚持内生研发+外延并购双轮驱动，基础业务耕耘多年突破核心技术，通过收购 Datascope 和 Zonare，公司夯实生命信息与支持、医学影像产线优势，加速高端产品转换，逐步打造医疗设备产品护城河。2020 年后，公司加大对于耗材类业务投入，微创外科、体外诊断等流水型业务增长提速，公司先后并购 IVD 上游海肽生物、IVD 厂家 DiaSys、国内电生理厂家惠泰医疗，深度布局诊断产业链，进入心血管潜力市场。产线的扩容与结构的调整，公司可及医疗器械领域进一步扩大，相较设备类，耗材流水型业务或能提供更为稳定的收入。
- **国内外市占率有望持续提升，全球器械平台估值或重构。**2014-2024 年，迈瑞归母净利润复合年增速为 23.98%，收入不断提高的同时，维持高质量增长，23 年收入体量排名全球医疗器械第 23 位，监护仪、麻醉机、血球、超声等产品全球市占率处于前三。公司 24 年国内收入对应市场占有率为 16%，海外仅为低个位数，国内外市场份额提升空间较大，随着三大核心业务高端化，新进潜力赛道步入兑现阶段，公司有望恢复快速增长，参考美敦力、西门子等全球器械平台型企业利润增速放缓，平均市盈率超 30 倍，迈瑞经营质量和发展潜力有望给予估值溢价。
- **盈利预测与估值。**我们预计 2025-2027 年公司总营收分别为 386.10/421.40/463.84 亿元，同比增长 5.13%/9.14%/10.07%；2025-2027 年归母净利润分别为 111.37/123.58/137.25 亿元，增速分别为-4.56%/10.96%/11.07%，当前股价对应的 PE 分别为 26x、24x、21x。选取同为医疗器械细分赛道领先厂家的联影医疗、惠泰医疗、新产业，25 年可比公司平均 PE 为 47 倍。基于公司高端产品矩阵逐步成型，头部医疗机构用户认可度增强，全球竞争力提升，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示。国内政策影响风险、海外地缘政治风险、并购整合不及预期风险、新品推广不及预期风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	34,932	36,726	38,610	42,140	46,384
同比增长率（%）	15.04%	5.14%	5.13%	9.14%	10.07%
归母净利润（百万元）	11,582	11,668	11,137	12,358	13,725
同比增长率（%）	20.56%	0.74%	-4.56%	10.96%	11.07%
每股收益（元/股）	9.55	9.62	9.19	10.19	11.32
ROE（%）	35.01%	32.54%	27.69%	27.43%	27.23%
市盈率（P/E）	25.23	25.04	26.24	23.64	21.29

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计 2025-2027 年公司总营收分别为 386.10/421.40/463.84 亿元，同比增长 5.13%/9.14%/10.07%；2025-2027 年归母净利润分别为 111.37/123.58/137.25 亿元，增速分别为-4.56%/10.96%/11.07%，当前股价对应的 PE 分别为 26x、24x、21x。

选取同为医疗器械细分赛道领先厂家的联影医疗、惠泰医疗、新产业。基于公司高端产品矩阵逐步成型，头部医疗机构用户认可度增强，全球竞争力提升，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设：

1) 生命信息与支持：公司监护仪、麻醉机等产品进一步增强全球竞争力，硬镜、超声刀等微创外科细分品类进入放量周期。预计 2025-2027 年生命信息与支持收入增速分别为-9.39%、5.11%、6.29%；

2) 体外诊断：流水线装机数量处于国内领先，试剂上量进入加速阶段，集采中标或驱动更多常规检测项目进口替代。预计 2025-2027 年体外诊断收入增速分别为 1.77%、9.22%、9.67%；

3) 医学影像：国内医疗设备更新政策带动采购复苏，公司超声产品突破高端场景，产线迎来高质量增长。预计 2025-2027 年医学影像收入增速分别为 9.89%、8.12%、7.98%；

4) 电生理：手术量增长，PFA 产品加速放量，有望加速进口替代。预计 2025-2027 年新业务收入增速分别为 28.20%、31.00%、32.00%。

投资逻辑要点

迈瑞医疗是国内领先的医疗器械厂家，部分细分产线市占率处于全球领先，通过多年耕耘，产品及品牌获得国内外用户认可。自研+并购，驱动迈瑞业务不断壮大，从医疗设备，向设备+耗材的持续流水业务进行转换，更高质量的发展，加速公司迈入全球医疗器械 20 强。

核心风险提示

国内政策影响风险、海外地缘政治风险、并购整合不及预期风险、新品推广不及预期风险。

内容目录

1. 内生外延缔造卓越产品力，全球布局跻身世界一流	7
1.1. 核心业务稳定增长，经营质量不断优化	8
1.2. 高质量发展持续回馈市场	11
1.3. 加速迈入医疗器械全球 20 强	12
2. 生命信息与支持，全球地位稳固，微创化谱写新篇章	14
2.1. 新基建赋能产线提速	14
2.2. 单一产品领先转型全球整体解决方案	16
2.3. 产线微创化迈向耗材新阶段	19
3. 体外诊断，深化产业链布局，加速中高端渗透	23
3.1. 血球起家,自主研发为主基调	25
3.2. 并购丰富产线维度，布局全球化触角	26
3.3. 流水线装机+集采提高大样本客户渗透	27
4. 医学影像，高端彩超放量引领进口替代	29
4.1. 设备更新给予行业强心针	30
4.2. Resona A20 利刃出鞘，剑指高端超声	32
4.3. AI 全方位提升竞争力	35
5. 收购惠泰医疗，进入心血管潜力赛道	36
5.1. 技术迭代引领行业变革	37
5.2. 设备+耗材互为赋能，流水型业务发展更进一步	39
6. 盈利预测及估值	41
7. 风险提示	42

图表目录

图表 1: 迈瑞医疗主要产品	7
图表 2: 公司部分并购事件	8
图表 3: 2014-2025H1 年公司收入(百万元)及增速(%)	8
图表 4: 2014-2025H1 年公司归母净利润(百万元)及增速(%)	8
图表 5: 2014-2025H1 年公司主营业务构成(百万元)	9
图表 6: 2014-2025H1 年公司主营业务占比	9
图表 7: 2014-2025H1 年公司区域收入构成(百万元)	9
图表 8: 2014-2025H1 年公司海外收入(百万元)及增速(%)	9
图表 9: 2025H1 迈瑞医疗海外区域收入占比	10
图表 10: 2014-2025H1 年公司整体及产线毛利率(%)	10
图表 11: 2018-2025H1 年公司净利率及费用率(%)	10
图表 12: 2014-2024 年迈瑞 ROE 变化	11
图表 13: 2023-2024 财年全球医疗器械公司净利率排名	11
图表 14: 2018-2024 迈瑞医疗现金分红(百万元)及股息率(%)	12
图表 15: 医疗器械全球前十公司及业务领域	12
图表 16: 2014-2024 年美敦力净利润增速及市盈率	13
图表 17: 2018-2024 年西门子净利润增速及市盈率	13
图表 18: 2018-2024 年迈瑞医疗归母净利润增速及市盈率	14
图表 19: 部分国内医疗新基建相关政策	14
图表 20: 2020-2023 年国内医疗项目及医疗专项债数量(个)	15
图表 21: 2020-2023 年国内医疗专项债规模及占比(亿元)	15
图表 22: 欧洲区域医疗新基建内容	16
图表 23: 2021-2023 年迈瑞国内医疗新基建待释放的市场空间(亿元)	16
图表 24: 迈瑞患者监护产品	17
图表 25: 迈瑞、飞利浦参数对比	17
图表 26: “瑞智联”生态系统	18
图表 27: 公司启元重症大模型	19
图表 28: 微创手术分类	19
图表 29: 2022-2030 年国内微创外科手术量(万台)	20

图表 30: 2022-2030 年国内微创外科手术器械及耗材市场规模(亿元)	20
图表 31: 部分器械公司微创外科领域布局	20
图表 32: 迈瑞微创外科产品	21
图表 33: 2024 年国内胸腔硬镜中标金额占比	22
图表 34: 迈瑞超声刀设计	22
图表 35: STS 智慧组织感应技术	22
图表 36: 超声刀联盟集采品类申报量占比	23
图表 37: 迈瑞超声刀中选情况	23
图表 38: 迈瑞医疗体外诊断产品	23
图表 39: 2014-2024 年迈瑞体外诊断产线收入及占比(百万元, 右轴为占比)	24
图表 40: 2018-2024 年 IVD 全球市场容量(亿欧元)	24
图表 41: 公司体外诊断发展重要里程碑	25
图表 42: AI 阅片机+人工审核效率明显提高	25
图表 43: 2024 年国内血液细胞分析仪中标品牌市占率	26
图表 44: 海肽产品列表	26
图表 45: MT8000 处理模块	28
图表 46: 2024 年部分品牌国内流水线装机情况(条)	28
图表 47: 江西省肝功能生化试剂联盟集采需求量金额占比	29
图表 48: 江西省肾功能生化试剂联盟集采需求量金额占比	29
图表 49: 安徽省传染病八项发光试剂联盟集采需求量占比	29
图表 50: 安徽省肿瘤标志物发光试剂联盟集采需求量占比	29
图表 51: 迈瑞医疗医学影像产线	30
图表 52: 2024 年、2025.1-8 月部分医疗设备累计中标金额同比变化	31
图表 53: 2024 第 42 周-2025 第 21 周国内设备更新招标情况(左轴为预算金额/亿元, 右轴为项目数)	31
图表 54: 2023 年国内影像各类产品集采中标金额占比	32
图表 55: 2022 年国内医学影像细分市场占比	32
图表 56: 2024H1 部分医疗设备国产化率	32
图表 57: A20 超声 AFM 矩能探头技术	33
图表 58: A20 超声成像技术	33
图表 59: 2023 年国内高端彩超市场占有率	34
图表 60: 迈瑞超声全球部分合作头部客户	34

图表 61: “瑞影云++”影像云服务平台	35
图表 62: AI 用于心脏结构自动识别	35
图表 63: 惠泰医疗产品布局	37
图表 64: 2017-2032 年全球电生理器械市场规模(亿美元)	38
图表 65: 2017-2032 年国内电生理器械市场规模(亿元)	38
图表 66: PFA 心肌选择性	39
图表 67: 2023-2032 年国内房颤 PFA 器械市场规模(亿元)	39
图表 68: Pulstamper 脉冲电场消融导管	39
图表 69: 2017-2025Q1 年惠泰收入及增速(百万元, 右轴为增速)	40
图表 70: 2017-2025Q1 年惠泰归母净利润及增速(百万元, 右轴为增速)	40
图表 71: 2017-2024 年惠泰产线收入(百万元)	40
图表 72: 2017-2025Q1 年惠泰毛利率、净利率	40
图表 73: 2025-2027 年迈瑞医疗收入预测(百万元)	41
图表 74: 可比公司估值情况	42

1. 内生外延缔造卓越产品力，全球布局跻身世界一流

迈瑞医疗 1991 年在深圳市南山区金融中心创立，以监护仪起家，逐步形成以生命信息与支持、体外诊断、医学影像为核心的三大产线，微创外科、骨科、动物医疗、AED 四大新兴种子业务，多项产品市占率位居国内前列，并成为全球领先的医疗器械及解决方案提供商，产品销往 190 多个国家和地区，产品力及品牌得到全球用户认可。

图表 1：迈瑞医疗主要产品

监护系统	超声影像	医用X射线成像系统	AED	除颤监护仪
麻醉机	体外诊断仪器	化学发光免疫检测系统	生化分析检测系统	血液细胞检测系统
呼吸机	心电图机	微创外科	手术床	手术灯
吊塔吊桥	输注系统	骨科产品	心血管介入	动物医疗

资料来源：迈瑞医疗官网，华源证券研究所

迈瑞坚持内生+外延的发展模式，持续内部投入研发资源外，积极探索外部协同标的，扩充产品线，自 2008 年收购美国监护公司 Datascope 起，公司完成一系列国内外标的并购，在并购效率、并购数量和协同整合上均处于国内领先水平。

2021-2024 年，迈瑞先后并购芬兰 IVD 上游厂家 Hytest、德国 IVD 品牌 DiaSys、国内电生理厂家惠泰医疗，深度布局诊断产业链，进入心血管潜力市场，也预示着公司在下一个发展阶段，或将重心往耗材业务更多的倾斜。

图表 2：公司部分并购事件

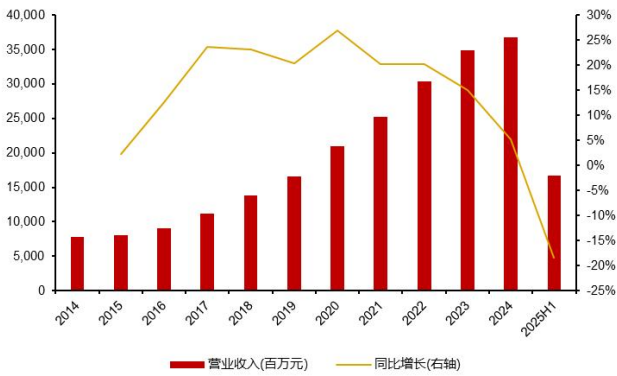


资料来源：迈瑞医疗官网、体外诊断网、华源证券研究所

1.1. 核心业务稳定增长，经营质量不断优化

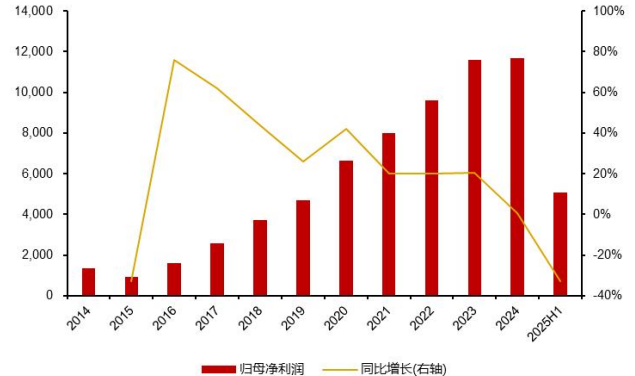
2024 年公司收入 367.26 亿元，同比增长 5.14%，2025H1 收入 167.43 亿元，同比下滑 18.45%，主要因国内政策端影响设备入院，常规业务推广受影响，2014-2024 年复合增速为 16.70%，国内器械领跑者持续保持较快增速。2024 年公司归母净利润 116.68 亿元，同比增长 0.74%，2025H1，归母净利润 50.69 亿元，同比下滑 32.96%，同期利润增速低于收入，主要因公司设备类产品毛利率波动，利润短期承压。

图表 3：2014-2025H1 年公司收入(百万元)及增速(%)



资料来源：ifind，华源证券研究所

图表 4：2014-2025H1 年公司归母净利润(百万元)及增速(%)



资料来源：ifind，华源证券研究所

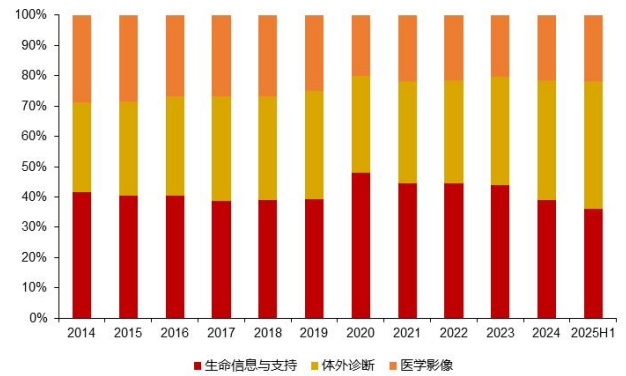
公司核心产线相对稳定，2024 年，生命信息与支持收入 135.57 亿元，同比下滑 11.11%，主要因政策端影响，叠加上年同期高基数，产线占比也下滑至 36.92%；2024 年体外诊断产线收入 137.65 亿元，同比增长 10.82%，增速领跑三大产线，公司 IVD 设备装机位居行业前列，在中大型医疗终端逐步建立口碑，试剂上量稳步兑现，带动产业快速增长；2024 年，公司医学影像收入 74.98 亿元，同比增长 6.60%，政策端虽然持续承压，但迈瑞超声产品力增强，高端产品占比提高，引领进口替代，产线回暖显著。

图表 5：2014-2025H1 公司主营业务构成（百万元）



资料来源：ifind，华源证券研究所

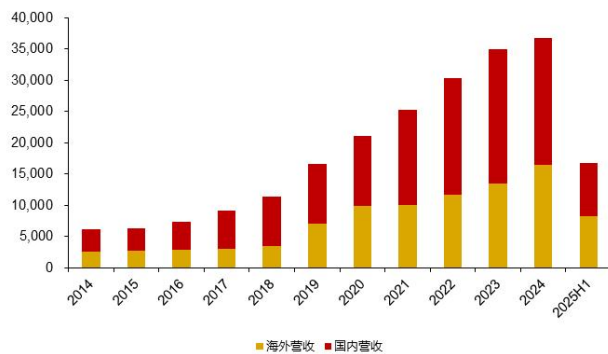
图表 6：2014-2025H1 公司主营业务占比



资料来源：ifind，华源证券研究所

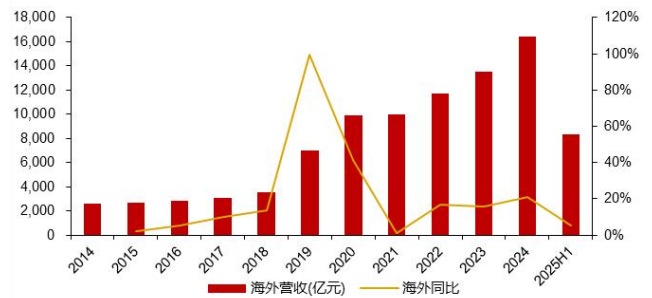
区域维度，公司在国内外均保持较强竞争力。2025 上半年公司国内外收入分别为 84.11、83.32 亿元，同比增速分别为-33.38%、5.39%，国内阶段性承压，而海外维持增长，2014-2024 年海外收入复合年增速为 20.18%，25H1 海外收入占比接近 50%，多区域精耕细作贡献稳定收入。

图表 7：2014-2025H1 公司区域收入构成(百万元)



资料来源：ifind，华源证券研究所

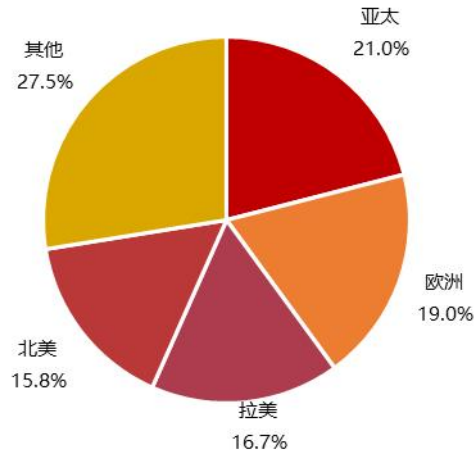
图表 8：2014-2025H1 公司海外收入(百万元)及增速(%)



资料来源：ifind，华源证券研究所

公司海外分为亚太、北美、欧洲、拉美和其他五大区域，除其他区域，因涉及国家和地区数量较多，占比相对较大，其余四大区域发展均衡，占比相近。2025 上半年，迈瑞在欧美等医疗高端市场营收，占海外收入比例合计达到 34.8%，为公司境外业务重要组成，意味着公司经过持续耕耘，产品受到全球头部用户认可，持续产生稳定销售收入。亚太、拉美等新兴市场，公司表现亮眼，2024 年同比增长分别达到 38.73%、15.77%，与 ROW 市场快速增长共振。

图表 9：2025H1 迈瑞医疗海外区域收入占比

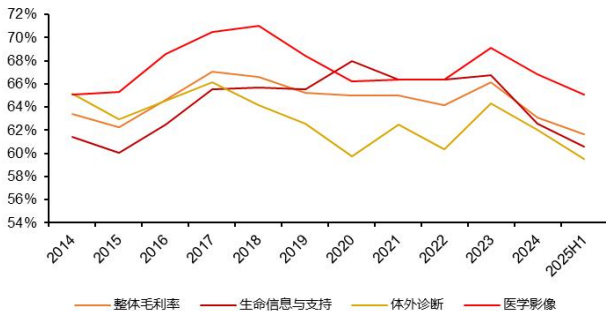


资料来源：ifind，华源证券研究所

截至 2025H1，公司整体毛利率为 61.67%，整体及三大产线毛利率较 24 年均有所下滑。其中生命信息与支持产线毛利率为 60.56%，产线收入在 2020 年全球公卫事件紧急采购中快速增长，也提高了产线阶段性毛利率，并在国内外医疗新基建中保持较好发展势头；体外诊断产线毛利率为 59.50%，公司积极探索产业链上游布局，逐步实现原材料的自研自供，试剂产出有序提升，产线毛利率有望持续提升；医学影像毛利率为 65.07%，高于公司整体水平，主要因公司加大高端超声产品的推广，驱动毛利率长期提升。

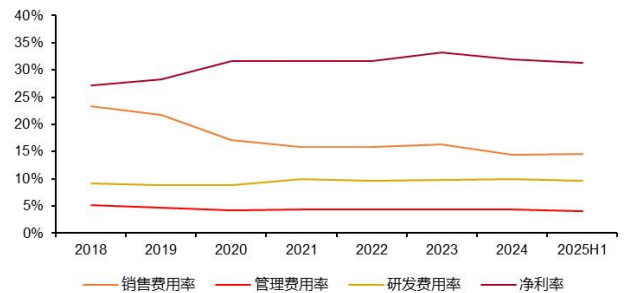
2025H1，公司销售净利率达 31.25%，2014-2024 年，公司销售费用呈现稳步下降趋势，2020 年起，受国内公卫事件和政策影响，线下推广减少，销售费率下降明显；公司早期因股权激励费用、咨询/顾问费、诉讼费等，管理费用率维持较高水平，通过与 IBM 等咨询团队合作，公司构建领先的营销业务体系，MPI 研发创新体系等，管理体系与国际头部企业接轨，管理费用得到有效控制，24 年为 4.36%；通过持续的研发投入，公司每年新品频发，保持在各个细分赛道的竞争力，2018-2024 年，公司研发费率维持接近 10% 水平。

图表 10：2014-2025H1 公司整体及产线毛利率(%)



资料来源：ifind，华源证券研究所

图表 11：2018-2025H1 公司净利率及费用率(%)

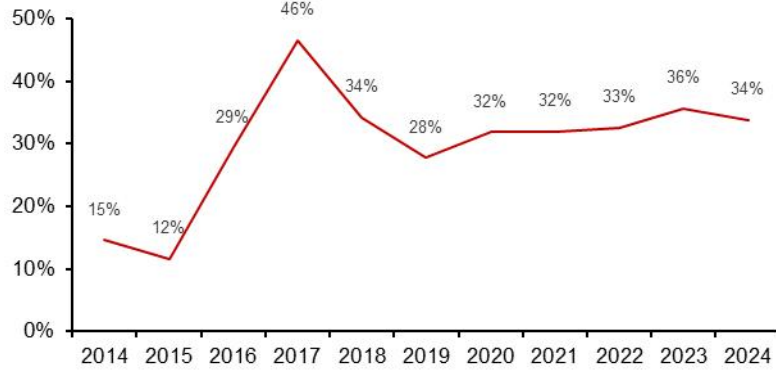


资料来源：Wind，华源证券研究所

1.2. 高质量发展持续回馈市场

2014-2024 年，迈瑞 ROE 稳步向上，从 14.58% 提升至 33.85%，营收规模不断提高的同时，兼具高质量发展。公司总资产周转率自 2016 年显著改善后，持续维持优秀水平；权益系数随公司整体发展所需资产增加而提高；净利率提高推动 ROE 稳步提升。

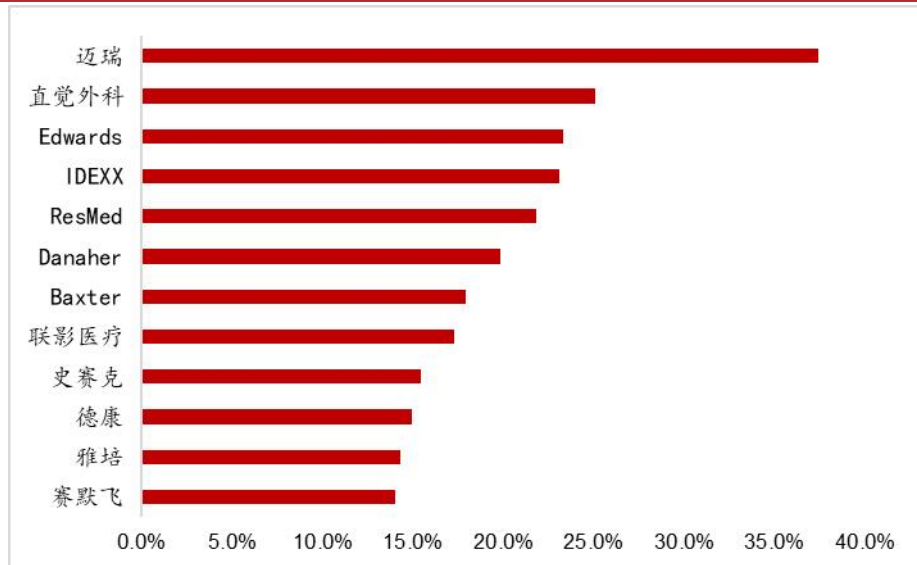
图表 12：2014-2024 年迈瑞 ROE 变化



资料来源：ifind，华源证券研究所

MacroTrends & Others 统计数据 displays，2023 年迈瑞营业利润率水平超过全球医疗器械头部公司美敦力、史赛克等，也领先于直觉外科、德康、瑞思迈等新兴器械公司，位列全球第一，展现领先盈利能力。

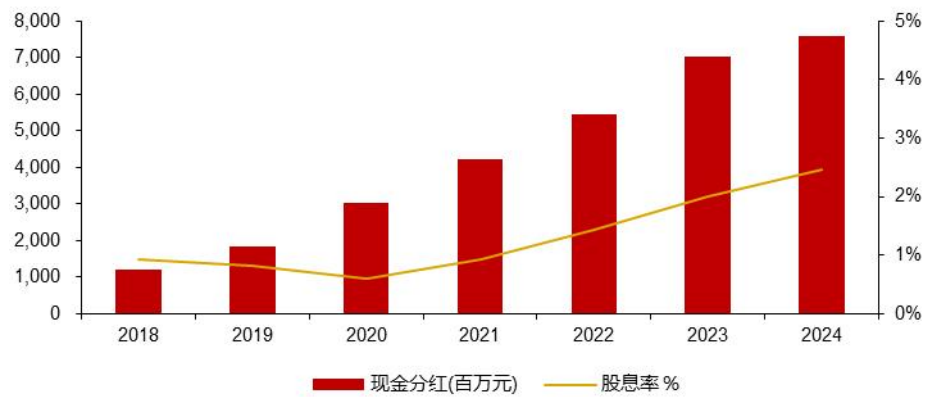
图表 13：2023-2024 财年全球医疗器械公司净利率排名



资料来源：MacroTrends & Others，华源证券研究所

2024 年，迈瑞累计现金分红总额达到 76.02 亿元，现金分红比例 65.15%，较 2023 年的 60.72% 进一步提升，公司自 2018 年上市以来，连续 8 年实施分红，包含 25 年第二次中期分红，累计分红总额超过 357 亿(含回购股份 20 亿)，持续将高质量发展回馈股东。

图表 14：2018-2024 迈瑞医疗现金分红（百万元）及股息率(%)



资料来源：ifind，公司公告，华源证券研究所

1.3. 加速迈入医疗器械全球 20 强

以 2023 年医疗器械业务收入为基准，迈瑞位列全球医疗器械排名第 23 位，与美敦力、雅培、强生等全球器械头部企业差距进一步缩小，自 2020 年以来，公司全球排名从第 36 位，持续提升，并加速向全球医疗器械前 20 强迈进。

公司监护仪、呼吸机、麻醉机、血球、超声等产品，处于全球市占率前三水平。2023 年 Newsweek（美国新闻周刊）评选的全球 TOP100 家医院中，迈瑞产品进入 80 家，在全球头部医疗机构，与国际一线品牌直面竞争。

图表 15：医疗器械全球前十公司及业务领域

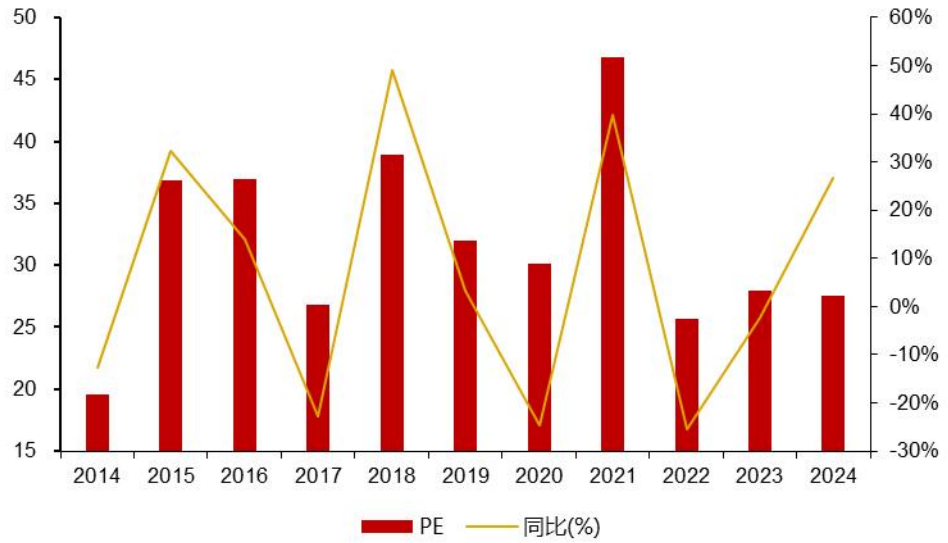
序号	公司	涉及领域
1	美敦力	心血管、骨科、神经、微创治疗、糖尿病
2	雅培	心血管、体外诊断、糖尿病
3	丹纳赫	体外诊断、生命科学
4	强生	心血管、骨科、体外诊断、微创治疗、糖尿病
5	西门子	影像、体外诊断、临床治疗
6	费森尤斯	透析
7	Medline Industries	分销
8	BD	药物输送、药物管理
9	GE 医疗	影像、生命科学
10	史赛克	骨科、外科、神经

资料来源：Medical Device and Diagnostic Industry、Wind、华源证券研究所

美敦力位列 2023 年全球医疗器械收入排名首位，主要涉及心血管、骨科、神经调节、糖尿病、外科等领域，2025 财年公司营收 335.37 亿美元，同比增长 3.62%，净利润 46.62 亿美元，同比增长 26.82%。

回顾 2014-2024 年公司净利润及市盈率，自 2015 年起，公司利润进入快速增长区间，同期估值显著提升，期间利润增速有所波动，部分年份同比下滑，导致 2014-2023 年净利润复合年增速仅为 3.60%，但 2015-2024 年平均市盈率为 33 倍，体现成熟市场对于器械平台型公司的估值溢价。

图表 16：2014-2024 年美敦力净利润增速及市盈率

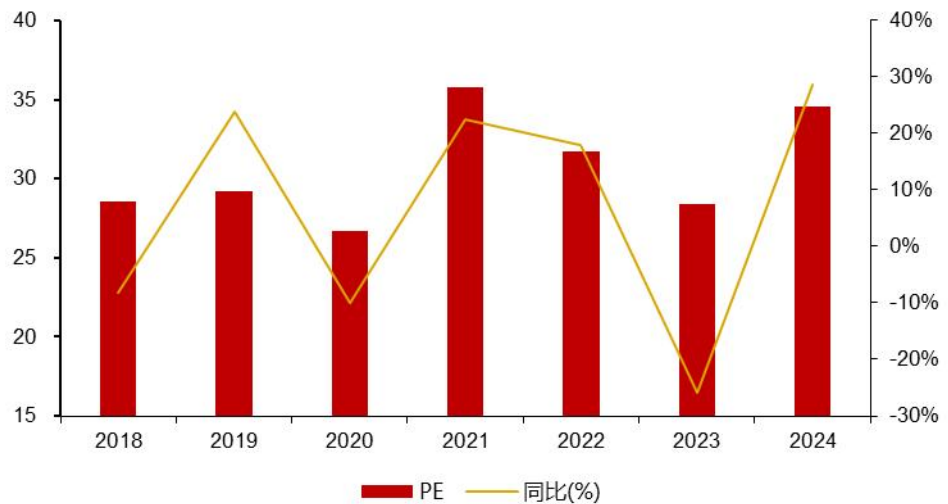


资料来源：Wind，华源证券研究所

西门子为全球医疗器械收入排名第 5 位，主要覆盖影像、体外诊断和放疗，逐步聚焦设备业务，整体与迈瑞基础业务有一定重叠。2024 财年营收 223.63 亿欧元，同比增长 3.15%，净利润 19.42 亿欧元，同比增长 28.69%。

西门子医疗 2018 年拆分上市，2018-2024 财年净利润增长相对平稳，复合年增速为 7.41%，2018-2024 财年平均市盈率为 31 倍，公司持续在大型影像领域进行耕耘，CT、核磁等细分产品引领行业变革，并购瓦里安后，实现影像诊断+治疗全方位闭环，获得市场估值溢价。

图表 17：2018-2024 年西门子净利润增速及市盈率

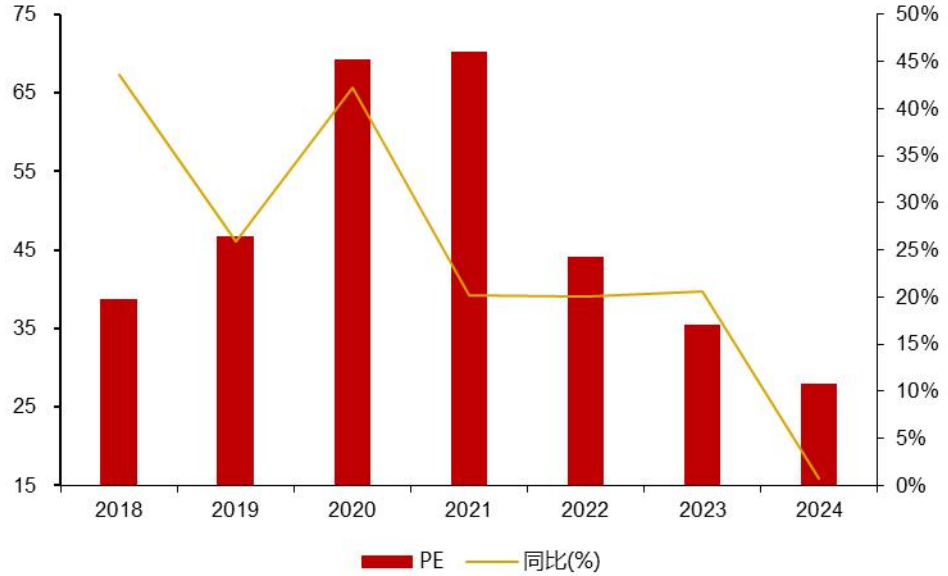


资料来源：Wind，华源证券研究所

自 2018 年上市以来，迈瑞收入和利润体量不断增长，增长中枢在 20%水平，2020-2021 年，在国内外防疫中表现出来较强的韧性，以及国内器械平台领跑者的形象，获得市场估值溢价，2017-2024 年归母净利润复合年增速为 24.00%，2018-2024 年平均市盈率达到 47.51 倍。

随着公司收入规模迈入 300 亿元门槛，国内外日益复杂的环境对公司常规经营造成一定影响，利润增长或进入平稳阶段，而估值持续下修，参考全球头部医疗器械公司发展阶段估值，迈瑞以高于全球头部公司平均增长的发展态势，加速跻身全球器械 20 强，我们认为迈瑞估值端仍有较大提升空间。

图表 18：2018-2024 年迈瑞医疗归母净利润增速及市盈率



资料来源：Wind，华源证券研究所

2. 生命信息与支持，全球地位稳固，微创化谱写新篇章

2.1. 新基建赋能产线提速

“十四五”规划中，浓墨重彩提到医疗基础建设，并在后续具体方案、规划文件中，针对医疗建设的方向、不同时间节点目标、医疗设备受益品类、全球定位等方面提出具体的目标。

图表 19：部分国内医疗新基建相关政策

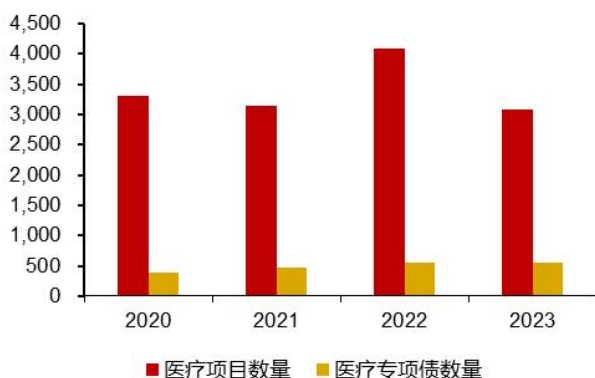
时间	文件名	内容
2021.6	《“十四五”优质高效医疗卫生服务体系建设实施方案》	强基层、补短板、优布局，医疗卫生服务体系不断健全，基本医疗卫生服务公平性及可及性不断提升，加强公立医疗卫生机构建设，推动国家医学中心、区域医疗中心等重大项目建设
2021.10	《“千县工程”县医院综合能力提升工作方案（2021-2025 年）》	加快完善分级诊疗体系，推动县医院进入高质量发展新阶段，到 2025 年，全国至少 1000 家县医院达到三级医院医疗服务能力水平
2021.12	《“十四五”时期三级医院对口帮扶县级医院工作方案》	到 2025 年，对于常住人口超过 5 万人的县，至少有 1 所县级医院达到二级医院医疗服务能力，力争达到二级甲等医院医疗服务能力。对于常住人口不足 5 万人的县，力争有 1 所县级医院达到二级医院医疗服务能力

2021.12	《“十四五”医疗装备产业发展规划》	推动医疗装备产业高质量发展，实现产业链安全可控，加快补齐高端医疗装备短板，6-8家企业跻身全球医疗器械行业50强，重点发展诊断检验装备、治疗装备、监护与生命支持装备、中医诊疗装备
2021.12	《“十四五”医药工业发展规划》	到2025年，营业收入、利润总额年均增速保持在8%以上，增加值占全部工业的比重提高到5%左右，全行业研发投入年均增长10%以上。医药出口额保持增长；中成药“走出去”取得突破；培育一批世界知名品牌
2022.3	《有序扩大国家区域医疗中心建设工作方案》	到2022年底，基本完成全国范围内的规划布局，力争国家区域医疗中心建设覆盖全国所有省份，重点建设肿瘤、神经、心血管、儿科、呼吸、创伤等专业类别的国家区域医疗中心
2022.12	国务院联防联控机制发布会	三级医院综合ICU要达到床位总数4%的比例，按照床位总数4%的比例改造可转换ICU床位，保证综合ICU和可转换ICU能够达到医院床位总数的8%
2023.12	《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》	到2025年底，力争全国90%以上的县基本建成布局合理、人财物统一管理、权责清晰、运行高效，到2027年底，紧密型县域医共体基本实现全覆盖，管理体制运行机制进一步巩固，县域防病治病和健康管理能力明显提升。统筹建立县域内医学检验、医学影像、心电诊断、病理诊断、消毒供应等资源共享中心，统筹建立县域肿瘤防治、慢病管理、微创介入、麻醉疼痛诊疗、重症监护等临床服务中心
2024.3	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	到2027年，包括医疗等领域设备投资规模较2023年增长25%以上，涉及影像、放疗等

资料来源：国家发展改革委，中国政府网，华源证券研究所

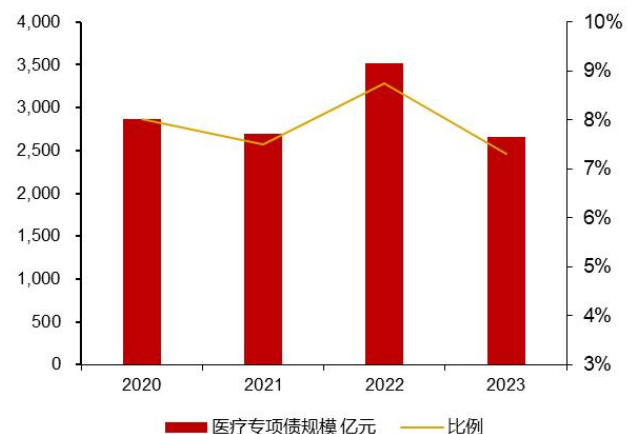
医疗新基建资金总量需求较大，主要由地方政府专项债、医院自有资金和中央及地方的财政支持，2020年以来，医疗专项债投放力度明显增加，2022年，国内加大各级医疗机构防护能力建设，医疗项目数量达到峰值4081个，医疗专项债规模也同步达到高点3522.44亿元，占专项债整体占比为8.75%。

图表 20：2020-2023 年国内医疗项目及医疗专项债数量(个)



资料来源：企业预警通，华源证券研究所

图表 21：2020-2023 年国内医疗专项债规模及占比(亿元)



资料来源：企业预警通，华源证券研究所

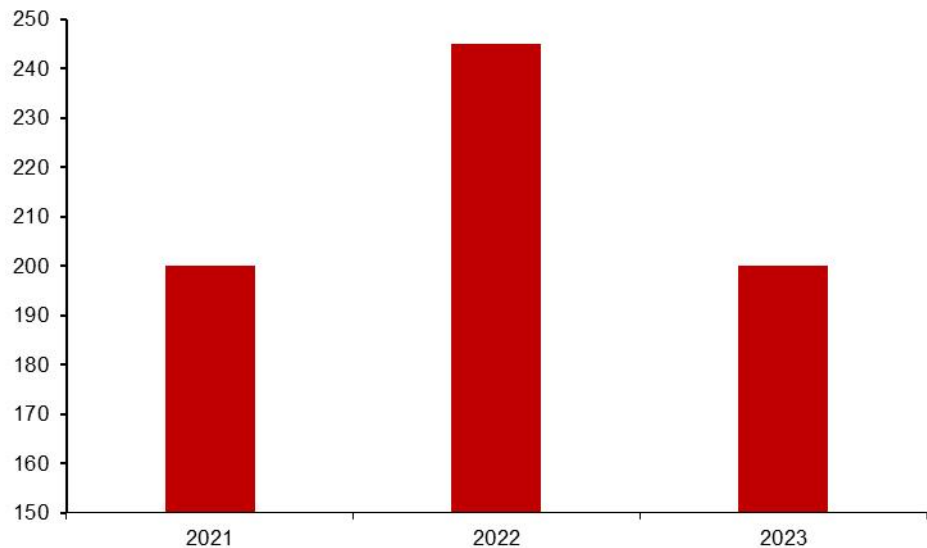
国内医疗新基建如火如荼，海外以欧洲为代表的区域，也在2020年开始加强卫生系统的全面建设，包括医疗战略物资储备、床位的补充、急诊/重症医院网络建设等。

图表 22：欧洲区域医疗新基建内容

区域/国家	金额	措施
欧盟	94 亿欧元	预计 7 年内（2021-2027）投入 94 亿欧元，欧盟内建立有韧性的卫生系统，包括 31 亿欧元用于医疗物资战略储备
西班牙	360 亿欧元	向卫生部及地方卫生系统提供 14 亿欧、28 亿欧，医疗投入至少 170 亿欧，ICU 床位数有望在 2 年内翻倍
意大利	250 亿欧	32 亿欧支持医疗，部分用于加强急诊/重症医院网络建设，ICU 床位数将增加 70% 至 3500 张，在半密集地区增加 4225 张病床，其中大部分配置重症监护设备
法国	1.5 亿欧	2021 年开始每年投入 1.5 亿欧元改善医院运营，主要由急诊部门受益

资料来源：公司公告，华源证券研究所

国内外医疗新基建，对迈瑞产品采购需求拉动明显，尤其生命信息与支持业务连续取得快速增长，结合公司各期披露国内医疗新基建待释放的市场空间，公司在医疗新基建中受益显著，潜在订单持续转换为收入贡献。

图表 23：2021-2023 年迈瑞国内医疗新基建待释放的市场空间(亿元)


资料来源：公司公告，华源证券研究所

2.2. 单一产品领先转型全球整体解决方案

1993 年，迈瑞推出中国第一台自主研发的多参数监护仪 MEC-509，依靠研发积累，实现技术突破，1998 年，推出中国第一台便携式多参数监护仪 PM9000，不断缩小与进口品牌差距，目前公司已经形成基于重症监护、常规监护、查房/分诊监护、转运监护等不同场景的产品方案。

图表 24: 迈瑞患者监护产品



资料来源: 迈瑞医疗官网, 华源证券研究所

在高端产品性能方面, 迈瑞 BeneVision N22 全面优于竞品, 如涉及参数、部分指标检测范围、精度等, 功能界面设计方面, 更为人性化, 符合临床使用者操作习惯。基于“瑞智联”的生态系统, 不仅能对原始生理数据进行整理、分析, 还能为临床诊疗提供更精准的监测、评估和预警。

图表 25: 迈瑞、飞利浦参数对比

品牌	迈瑞	飞利浦
型号	BeneVision N22/N19	IntelliVue MX850
产品图片		
尺寸	22 寸和 19 寸	22 寸
屏幕类型	电容触屏	电容触屏
检测参数	20+	20+
检测指标	200+	200+
涉及参数	NMT、BIS、EEG、IBP、CO、ScvO ₂ 、ICG、CO ₂ 、RM、rSO ₂ 、tcGas、麻醉气体 (N ₂ O、Des、Sev、Enf、Iso、Hal、awRR)、ECG、HR、RR、SpO ₂ 、Temp、NIBP	NMT、BIS、EEG、IBP、CO、ScvO ₂ 、CO ₂ 、RM、tcGas、麻醉气体 (N ₂ O、Des、Sev、Enf、Iso、Hal、awRR)、ECG、HR、RR、SpO ₂ 、Temp、NIBP
ECG 指标	心律 15-300bpm, 精度 1bpm、准确度 1%、ST 段分析精度 10%, QT/QTc 准确度 30ms, 精度 4ms, 范围 200-800ms、心率变化反应时间 80-120bpm: 11s; 80-40bpm: 11s	心律 15-300bpm, 精度 1bpm、准确度 1%、ST 段分析精度 15%, QT/QTc 准确度 30ms, 精度 8ms, 范围 200-800ms, 心率变化反应时间 80-120bpm: 6.8s; 80-40bpm: 6.0s

AG 指标	CO ₂ 精度 0.3%, Rise Time <250ms、O ₂ 精度~2%, Rise Time <600ms, N ₂ O 精度 2.0%+8%REL, Rise Time <250ms, 麻醉气体精度 8%REL, Rise Time<350ms, 反应延迟~5s	CO ₂ 精度 0.43%+8%REL, Rise Time <300ms; O ₂ 精度 2.5%+2.5%REL, Rise Time <500ms; N ₂ O 精度 2.0%+8%REL, Rise Time <300ms; 麻醉气体精度 0.15%+15%REL, Rise Time<450ms; 反应延迟~5s
辅助诊断工具	HemoSight: 血流动力学分析工具, QTView: 早期发现 QT 延长, ST Graphic: 图形化显示 ST	Advanced Event Surveillance: 定制事件/警报触发条件; ProtocolWatch: 预制 workflow; ST Map: 图形化显示 ST
互联能力/生态支持	Hypervisor 中央站, BeneVision DMS 分布式显示器, BeneLink-呼吸机、麻醉剂、注射泵	PIC iX 中央站; XDS 分布式显示器; Intellibridge EC10-呼吸机、麻醉剂、注射泵

资料来源：迈瑞医疗官网、飞利浦官网、华源证券研究所

从产品矩阵成型，到单品高端化持续突破，迈瑞不止于此，通过产线的扩充，不断为临床场景提供解决方案。2011 年，公司收购深圳深科后，获得输注泵、注射泵等业务，生命信息与支持产线解决方案初现雏形。

“瑞智联”生态系统的推出，实现多设备互联互通，打破物理限制，让监护仪、呼吸机、输液泵、超声等信息通过无线化物联网技术有机整合，基于大数据与智能算法，对设备数据进行连续分析，清晰、全面地评估患者状态变化脉络，提升诊疗效率与质量。截至 2023 年底，“瑞智联”生态系统国内累计装机医院数量接近 700 家，包括北京协和医院、上海仁济医院、四川华西天府医院等国内顶级医院。

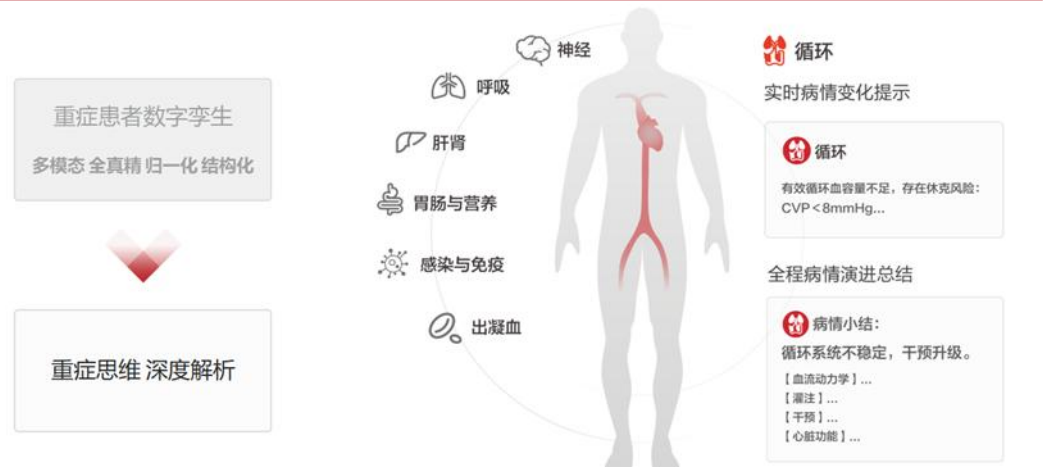
图表 26：“瑞智联”生态系统



资料来源：公司公告，华源证券研究所

2024 年 12 月，迈瑞推出全球首个在重症监护领域大模型——“启元”，实现物联网、云计算、大数据与人工智能技术的深度融合，重症知识查询结果准确率高达 95%。基于数据展开深度分析，快速回溯整合患者病情、预测趋势、提供建议并生成对应病历文档。作为整套生态系统的顶端，在庞大装机硬件支持、“三瑞”系统互联互通基础上，启元重症大模型进一步利用人工智能 AI 工具，整合临床数据，帮助终端用户实现对临床决策的智能与高速响应。

图表 27：公司启元重症大模型



资料来源：迈瑞医疗官网，华源证券研究所

2.3. 产线微创化迈向耗材新阶段

耗材业务有望成为迈瑞中长期的三大增长支柱之一，在国内外手术微创化趋势下，公司生命信息与支持产线通过积极外延整合，实现产品结构的不断调整，耗材业务重要性持续提升。

微创手术主要包括微创外科手术(MIS)、微创操作(MIP)和其他微创手术，对应不同临床科室及配套医用耗材。

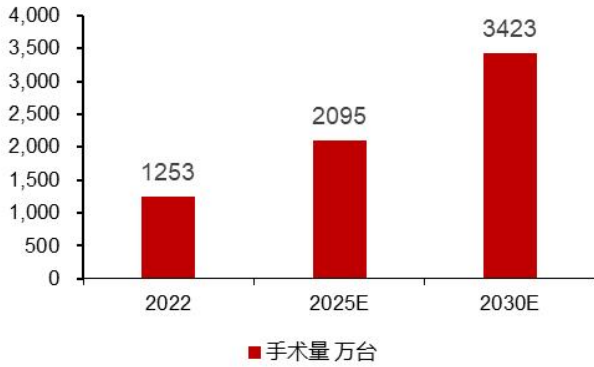
图表 28：微创手术分类

分类	特点	应用场景
微创外科手术 MIS	通过微小切口完成手术治疗，包括腹腔镜、胸腔镜、宫腔镜、关节镜等	普外科、妇产科、泌尿外科、胸外科、骨科
微创操作 MIP	无创伤，多用于诊断、观察，包括结肠镜、胃镜、喉镜、宫腔镜检查	肠胃科、妇产科、耳鼻喉科等外科
其他微创手术	包括血管成形术、超声聚集治疗、激光治疗等	-

资料来源：动脉网公众号，华源证券研究所

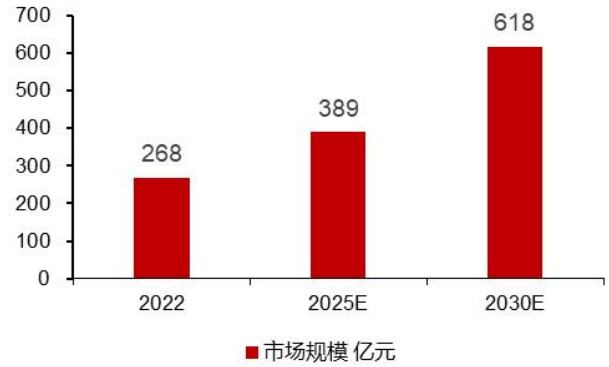
弗若斯特沙利文预测 2025 年，国内微创外科手术量达到约 2095 万台，预计 2030 年增长至约 3423 万台，2025-2030 年复合增速为 10.3%；预计 2025 年国内微创外科手术器械及耗材市场规模为 389.1 亿元，2030 年有望达到 617.7 亿元，复合年增速为 9.7%。

图表 29：2022-2030 年国内微创外科手术量(万台)



资料来源：动脉网公众号，弗若斯特沙利文，华源证券研究所

图表 30：2022-2030 年国内微创外科手术器械及耗材市场规模(亿元)



资料来源：动脉网公众号，弗若斯特沙利文，华源证券研究所

全球人口老龄化的趋势下，耗材类产品在临床的使用日益增长，以较快行业增速引领医疗器械赛道增长，并成为各大医疗器械全球企业重点布局产线，如强生、美敦力、史赛克、直觉外科等，在外科、内窥镜等领域的深耕，带来稳定的收入增长。

图表 31：部分器械公司微创外科领域布局

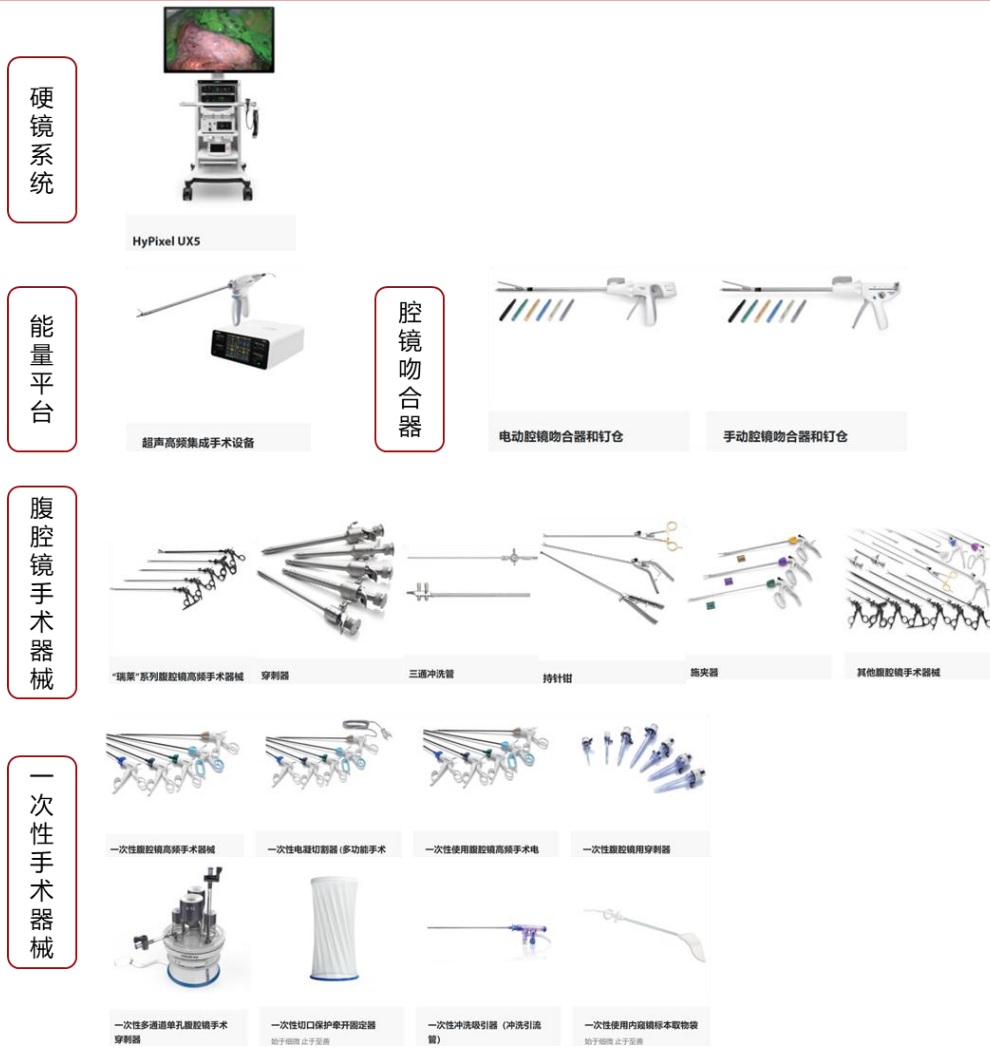
公司	业务领域	占比	23 财年收入 亿美元
强生	外科	32%	100.4
美敦力	外科	26%	84.2
史赛克	内窥镜	14%	30.7
直觉外科	手术机器人	95%	71.2

资料来源：动脉网公众号，各公司公告，华源证券研究所

2012 年，迈瑞先后并购杭州光典和武汉德骼拜尔，布局硬镜、微创、骨科等高值耗材产品，其中杭州光典产品奠定了公司微创外科种子业务基础，2024 年，迈瑞并购国内电生理厂家惠泰医疗，进入心脏电生理、冠脉通路和外周血管介入等新赛道。

目前迈瑞在微创外科领域，形成以硬镜系统为核心，能量平台、吻合器、手术器械多维度发展布局，覆盖白光硬镜、荧光硬镜、超声刀、电动吻合器、穿刺器等多类细分产品，随着惠泰产品的并入，微创线产品丰富度进一步提升，耗材化趋势明显。

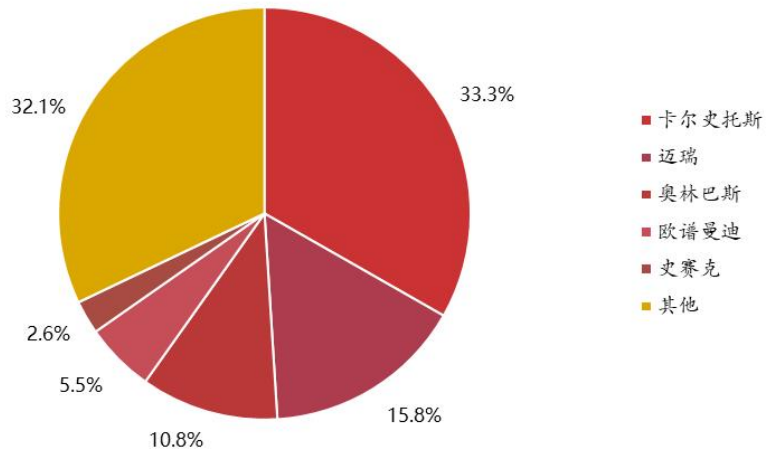
图表 32：迈瑞微创外科产品



资料来源：迈瑞医疗官网，华源证券研究所

2022-2023 年，迈瑞微创外科业务分别同比增长超过 60%、30%，持续实现亮眼表现，参考众成医械数据，2024 年国内胸腔硬镜，迈瑞中标金额超过奥林巴斯，位居国内第二，持续缩小与头部品牌卡尔史托斯差距，深耕微创赛道进入收获期。

图表 33：2024 年国内胸腔硬镜中标金额占比



资料来源：众成医械大数据，华源证券研究所

除了硬镜产品逐步打磨成熟，超声刀是另一个迈瑞从零开始投入的微创系精品，结合“材料+结构形状+产品设计”，实现每一缕能量精准传导至刀头，且保持全程输出稳定。

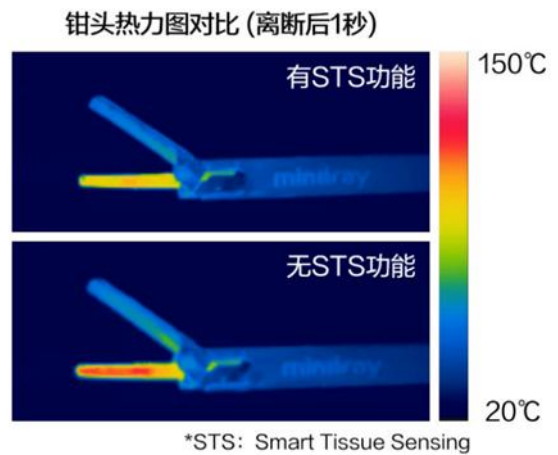
针对重要脏器游离、狭窄场景，应用 STS 智慧组织感应技术，组织热损伤伴随输出功率自动降低，并发出声音提示，降低额外热量，减少意外烫伤风险。针对 5mm 以内血管的结扎夹凝闭，应用 EVS 增强凝血算法，根据刀头所夹持的血管状态精准输出能量，使血管凝闭牢固，提升手术效率。

图表 34：迈瑞超声刀设计



资料来源：迈瑞创新公众号，华源证券研究所

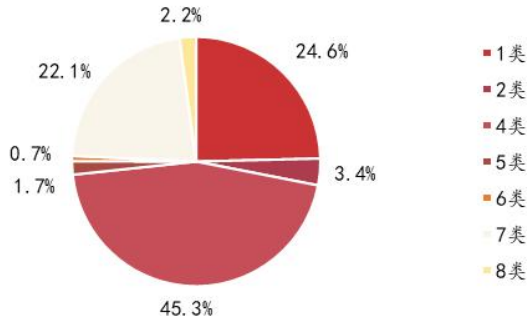
图表 35：STS 智慧组织感应技术



资料来源：迈瑞创新公众号，华源证券研究所

2025 年 2 月，广东省牵头超声刀联盟集采中选结果公布，共 16 个省市加入联盟，覆盖 8 类产品，包含 3mm、5mm、7mm 产品组，整体申报量超过 108 万把，一次性刀头占比居前。迈瑞在 5mm、7mm 一次性使用超声刀头中选，其中 7mm 刀头由强生、美敦力等进口品牌主导，迈瑞通过集采获得高端刀头市场突破机会。

图表 36: 超声刀联盟集采品类申报量占比



资料来源: 广东省医保局, 华源证券研究所

图表 37: 迈瑞超声刀中选情况

类别	名称	中选价格 元
4类	一次性使用超声刀头(闭合血管直径≤5mm)	1490
4类	一次性使用超声刀头(闭合血管直径≤5mm)	1290
4类	一次性使用超声刀头(闭合血管直径≤5mm)	1775
7类	一次性使用超声刀头(闭合血管直径≤7mm)	2080

资料来源: 广东省医保局, 华源证券研究所

3. 体外诊断, 深化产业链布局, 加速中高端渗透

迈瑞体外诊断产线以血球、生化、化学发光为三大核心产品, 围绕体外诊断临床及检验科建设需求, 布局凝血、尿液、微生物、糖化血红蛋白、流水线等产品, 即将推出分子 PCR 和临床质谱, 产品丰富程度处于行业领先水平。

通过迈瑞设备端的有力支持, 体外诊断各细分产品装机稳步增长, 在终端用户处实现产品持续迭代, 驱动配套耗材稳定上量, IVD 将成为公司业务耗材化发展的重要组成。

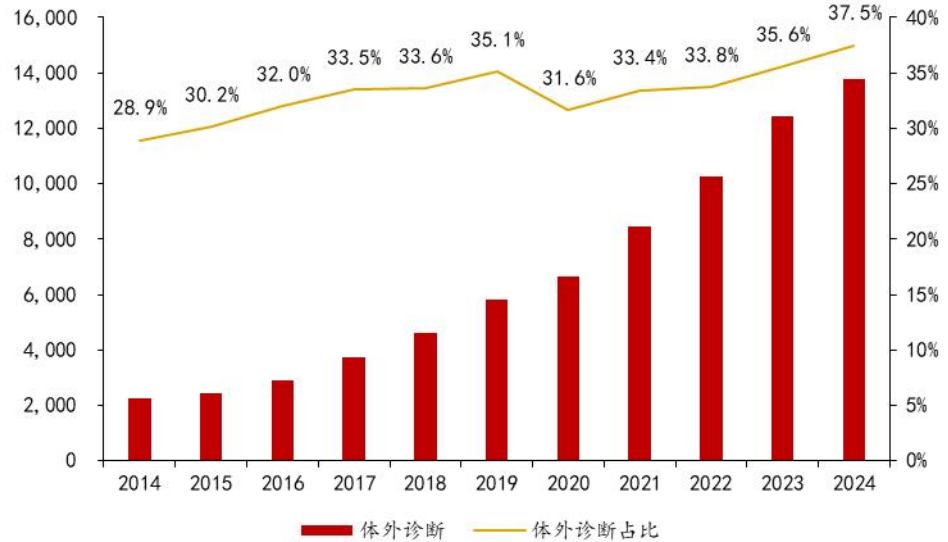
图表 38: 迈瑞医疗体外诊断产品



资料来源: 迈瑞医疗官网, 华源证券研究所

2024 年，迈瑞体外诊断产线营收 137.65 亿元，产线收入占比 37.48%，首次超过生命信息与支持，成为第一大产线。2014-2024 年，公司体外诊断产线收入年复合增长为 19.76%，10 年间维持快速增长。

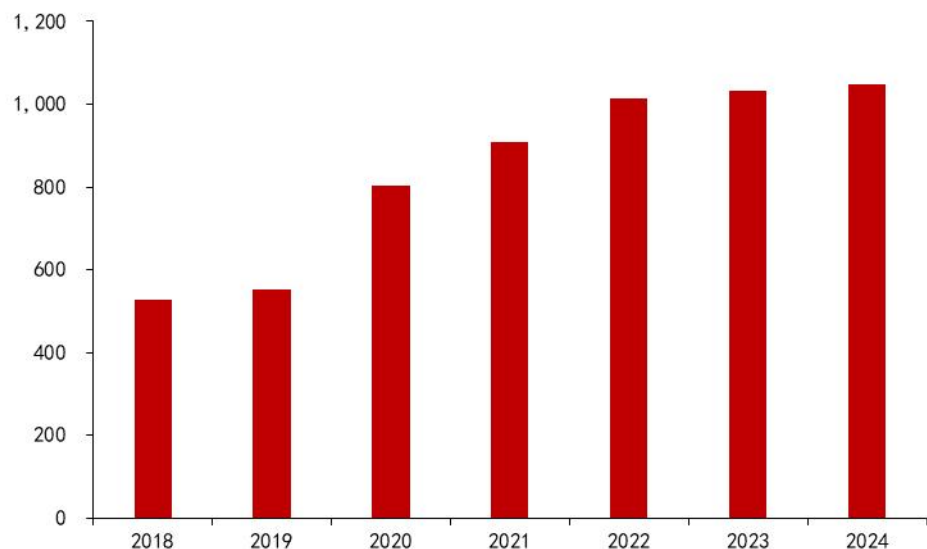
图表 39：2014-2024 年迈瑞体外诊断产线收入及占比(百万元，右轴为占比)



资料来源：ifind，华源证券研究所

PWC 数据显示，2024 年，全球 IVD 市场容量约为 1048 亿欧元，2020-2024 年复合增速为 6.90%，以 2024 年迈瑞体外诊断产线营收为基础，公司全球市占率约为 1.6%，潜在成长空间广阔。

图表 40：2018-2024 年 IVD 全球市场容量(亿欧元)

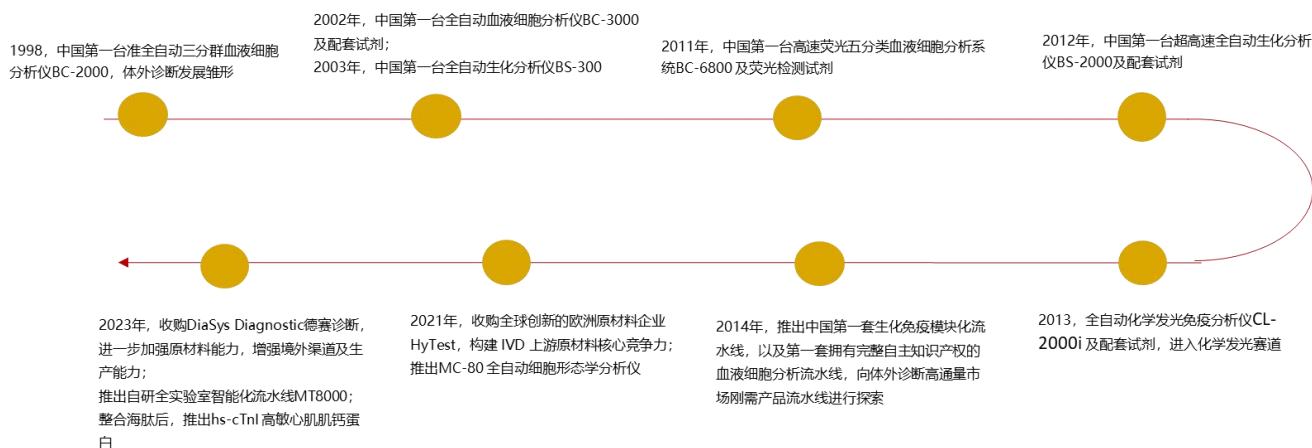


资料来源：PWC，华源证券研究所

3.1. 血球起家, 自主研发为主基调

1998年, 迈瑞发布国产第一台准全自动三分群血液细胞分析仪BC-2000, 打破希森美康、贝克曼等进口品牌主导的血球市场, 形成公司体外诊断产线雏形。2003-2014年, 迈瑞先后推出血球配套试剂、生化分析仪及配套试剂、化学发光分析仪及配套试剂、生化免疫模块流水线等, 相应产线由独立团队进行运营管理, 围绕体外诊断产线布局逐步完整。

图表 41: 公司体外诊断发展重要里程碑

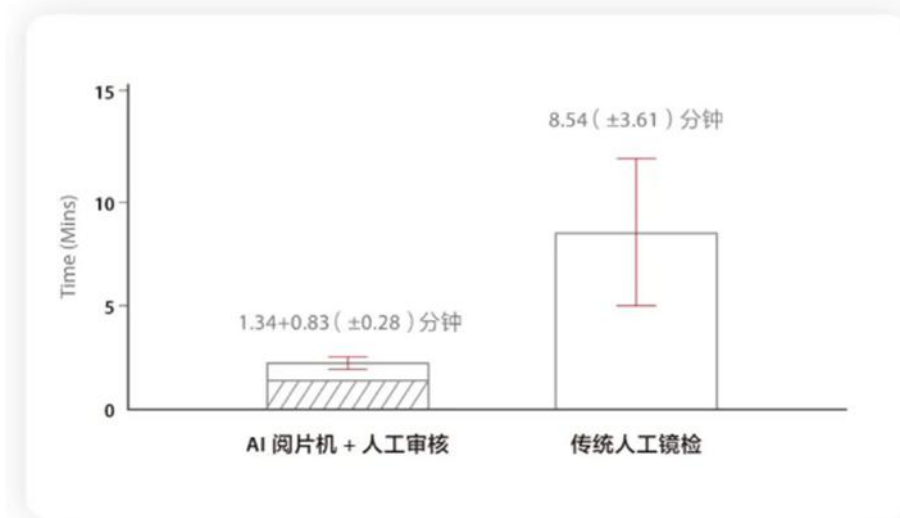


资料来源: 迈瑞医疗官网, 华源证券研究所

经过多年自研团队的耕耘, 迈瑞体外诊断各产品从无到有, 从跟随到领跑行业。例如迈瑞在传统血细胞形态学分析仪中, 引入人工智能辅助分析, 提高异常样本识别能力。

通过与人工镜检结果对比, AI阅片机对异常样本的筛查能力整体有效性为92.17%、灵敏度92.86%、特异性94.07%, 与人工镜检结果基本一致, 且分析时间约为传统人工镜检的1/5。

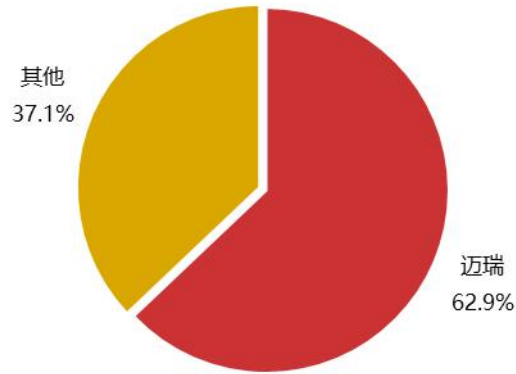
图表 42: AI阅片机+人工审核效率明显提高



资料来源: 迈瑞体外诊断公众号, 华源证券研究所

针对国内用户需求，迈瑞推出系列适用性强的产品，加速国内市占率的提升，如血球的BC-7500便是其中一款具有国内特色的产品。上市首年便取得亮眼销售额，助力迈瑞于2021年国内血球收入首次超过希森美康，2023年，单品上市第三年收入突破10亿，进一步巩固国内第一地位。

图表 43：2024 年国内血液细胞分析仪中标品牌市占率



资料来源：比地招标网，华源证券研究所

3.2. 并购丰富产线维度，布局全球化触角

以自研奠定体外诊断发展主线，迈瑞也不断通过并购，夯实产线发展。2021年9月，迈瑞以5.32亿欧元完成对免疫原材料供应商HyTest(海肽生物)的并购交易，后者是全球顶尖的体外诊断上游原料供应商，用户覆盖全球众多体外诊断巨头，主要产品包括单克隆抗体、抗原、多克隆抗体等，在心脏标志物、传染病、炎症等优势领域建立了丰富的产品组合与技术积累。2004年，海肽生物的肌钙蛋白复合物(Troponin I-T-C)被AACC选为国际标准物质的原料。

通过收购海肽生物，迈瑞实现了免疫原料自研自产，交付稳定可控能力，强化化学发光试剂研发能力，并为中长期试剂降本提供保障。经过近两年的整合，公司在2023年下半年推出了行业领先水平的心脏标志物产品，高敏心肌肌钙蛋白hs-cTnI及氨基末端脑利钠肽前体NT-proBNP，公司预计2026-2028年化学发光每年新增项目不低于15项，并购整合逐步为产线赋能。

图表 44：海肽产品列表

应用方向	检测项目
心肌标志物	cTnI、cTnT、ProBNP、BNP、NT-proBNP、肌红蛋白、ST2
凝血与贫血	D-二聚体、促红细胞生成素、铁蛋白、HSA
代谢综合征	脂联素、胰岛素、血红蛋白
肾病	胱抑素 C、HSA、KIM-1、NAGL
生殖和妊娠	AFP、AMH、HCG、IGFBP-1
激素	甲状腺球蛋白、T4、T3、皮质醇、FSH、LH、孕酮
肿瘤标志物	AFP、CA-125、CA15-3、CA72-4、HE4、HPV、PSA

神经生物学	β -淀粉样蛋白、NfL、MBP、NSE、S100 蛋白
神经节苷脂	神经节苷脂
免疫球蛋白和血清学	IgA、IgE、IgG、IgM、甲状腺球蛋白、Kappa 链和 lambda 链
炎症	降钙素、CRP、干扰素、白介素、PCT
传染病	甲型和乙型流感、腺病毒、诺如病毒、肝炎
兽医	腺病毒、CPV、CCV、FMDV、RBP4
微生物和植物毒素	黄曲霉毒素、霍乱毒素、肉毒杆菌毒素、白喉毒素

资料来源：海肤生物官网，华源证券研究所

2023 年，迈瑞收购德国体外诊断公司德赛诊断(DiaSys Diagnostic)，后者深耕体外诊断产品、质控品及校准品业务 30 余年，覆盖肝功、肾功、血脂与脂蛋白、血糖、自身免疫抗体等生化检测项目试剂及配套质控、校准品。

德赛在德国、美国、印度、印尼、巴西等 5 个国家具有本地生产能力，功能能力具备辐射全球潜力，迈瑞全球拥有 60 多家境外子公司，已经在海外 13 个国家布局本地化生产基地，通过并购德赛，进一步补充 IVD 试剂境外产能，解决试剂因运输产生的交付、性能问题，完善海外供应链基础，为实现中大样本量客户全面突破奠定基础。

3.3. 流水线装机+集采提高大样本客户渗透

针对国内外大样本量客户，迈瑞自研流水线 MT8000 定位可联合、可拓展、可生长的智慧流水线。产品搭载公司全系高速产品，如发光 CL-2600i、生化 BS-2800M、凝血 CX-9000 等，针对不同学科需求，实现不同细分产品定制化联结、组合。

除检测模块外，MT8000 配置进出样全流程处理模块，如加盖去盖综合模块、低温存储、离心等，整体均衡输出 ≥ 850 样本/小时，有效处理双向 4 轨道上的海量样本。针对医院日常工作流，提供自动质控、实时质控等，优化科室整体检测时间的同时，保障复杂场景实时系统监控。

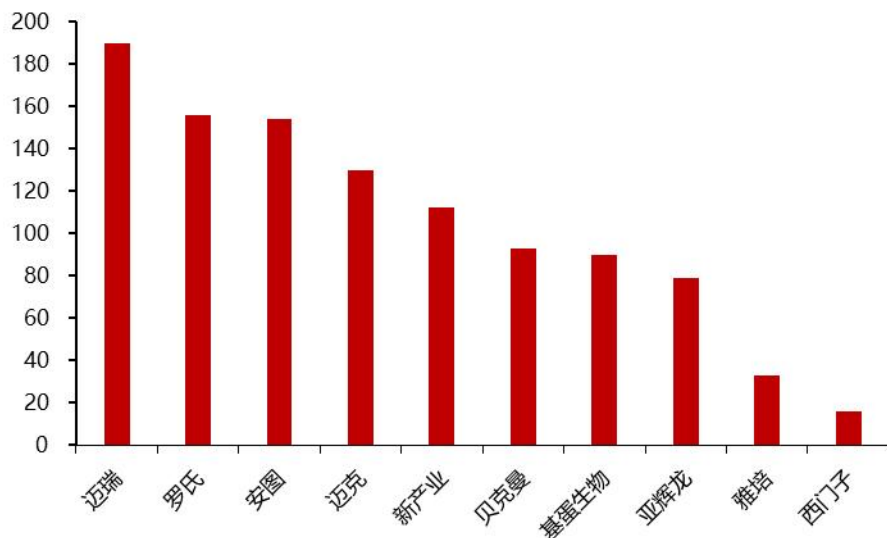
图表 45: MT8000 处理模块



资料来源: 迈瑞医疗官网, 华源证券研究所

流水线产品定位二级以上医院用户、大型第三方诊断实验室(ICL), 24 年迈瑞国内 MT8000 流水线装机近 190 套, 首次超过进口品牌罗氏诊断, 位列行业第一, 海外突破 115 家 ICL, 预计 25 年逐步放量。流水线装机数量的快速提升, 意味着迈瑞高端检验产品获得国内头部用户的认可。

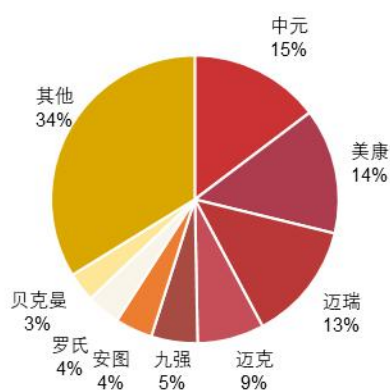
图表 46: 2024 年部分品牌国内流水线装机情况(条)



资料来源: 岭北山人公众号, 各公司公告, 华源证券研究所

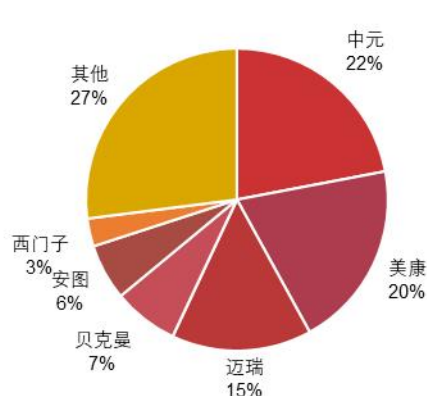
自 2022 年起, 国内陆续进行肝功能、肾功能生化试剂, 传染病、性激素、肿瘤标志物、甲状腺功能化学发光试剂联盟集采, 体外诊断生化、发光两大品种核心检测项目均完成大范围集采, 迈瑞生化肝、肾功试剂、化学发光传染病、肿瘤标志物等细分占比较大的品种, 申报量均位居国内前三, 夯实国内诊断试剂基础。

图表 47：江西省肝功能生化试剂联盟集采需求量金额占比



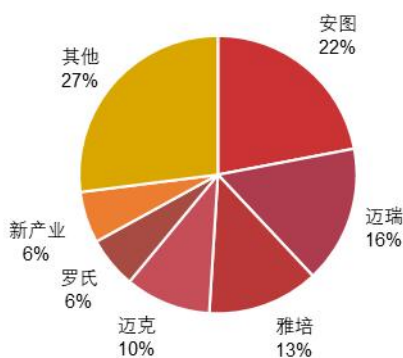
资料来源：江西省医保局，华源证券研究所

图表 48：江西省肾功能生化试剂联盟集采需求量金额占比



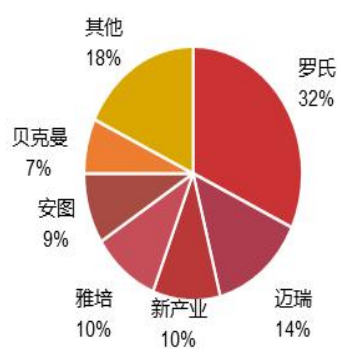
资料来源：江西省医保局，华源证券研究所

图表 49：安徽省传染病八项发光试剂联盟集采需求量占比



资料来源：安徽省医药集中采购平台，华源证券研究所

图表 50：安徽省肿瘤标志物发光试剂联盟集采需求量占比



资料来源：安徽省医药集中采购平台，华源证券研究所

我们认为，集采的高顺位中标，意味着迈瑞获得医院申报量入场券的同时，集采周期或争取更多常规检测项目份额；流水线的大规模入院，公司诊断客户结构逐步向大样本量群体进行转换，装机用户或将常规检测项目往迈瑞流水线进行倾斜，磨合成熟后进一步上量，政策催化与自身产品硬实力共振下，试剂产出提升，为公司业务耗材化发展提供有力动能。

4. 医学影像，高端彩超放量引领进口替代

迈瑞医学影像产线始于 2002 年国产首台自主研发黑白超，2011 年推出国产中高端台式彩超 DC-8。2013 年迈瑞收购美国超声诊断企业 Zonare，获得独有域成像技术（ZONE-SonographyTM），能通过声速校正技术提高影像分辨率，提供高画质影像。

通过收购，公司完成高端技术补充，并增强北美销售渠道，吸收 Zonare 技术后，迈瑞推出 Resona 系列高端产品，打破进口品牌在高端彩超的垄断。

图表 51：迈瑞医疗医学影像产线



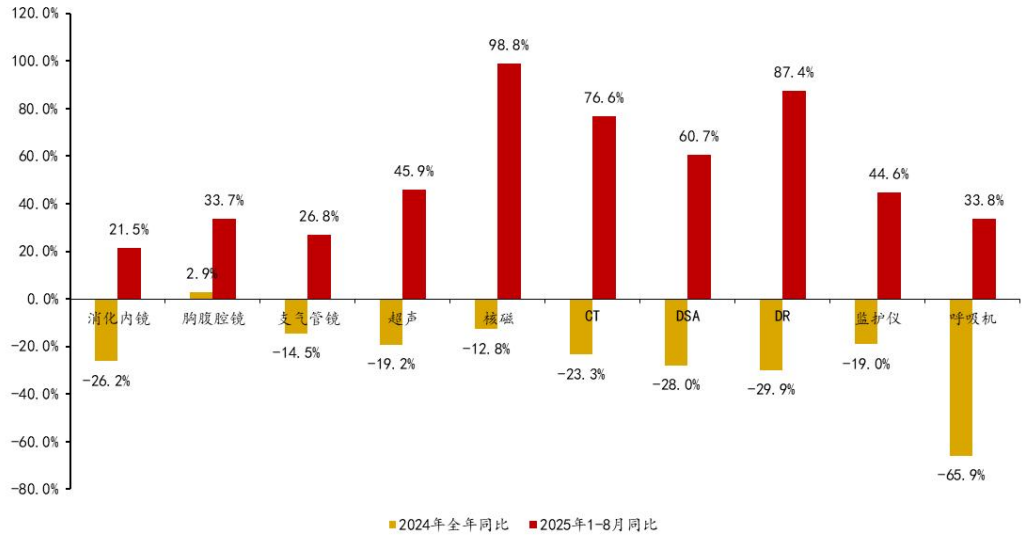
资料来源：迈瑞医疗官网，华源证券研究所

除超声核心业务外，数字 X 射线成像系统(DR)是公司在大型医学影像的衍生布局，并在国内外疫情期取得销量的突破，对公司全面理解医学影像产品奠定基础。

4.1. 设备更新给予行业强心针

截至 25 年 5 月，国内医疗设备中标数据回暖明显，多品类累计中标金额同比快速增长，其中超声、CT、核磁等影像类产品同比增长突出，相较 2024 年相关医疗设备中标金额承压，25 年部分递延项目已顺利落地，叠加新增采购需求，全年招采有望持续向好。

图表 52：2024 年、2025.1-8 月部分医疗设备累计中标金额同比变化

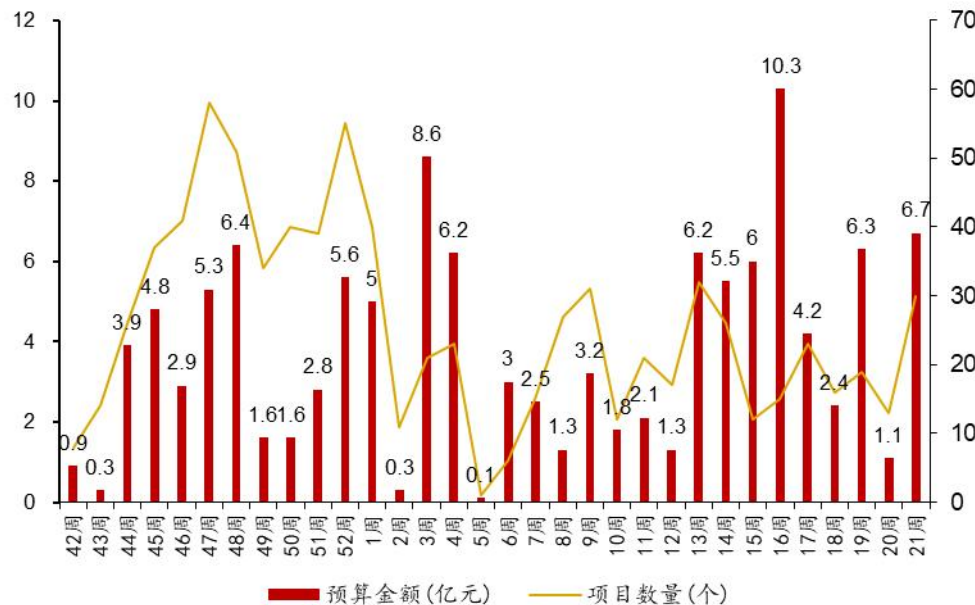


资料来源：众成医械大数据，华源证券研究所

2024 年 3 月份起，中央财经委员会提出的大规模设备更新，自上而下政策迅速跟进，从涉及品类、覆盖省份、资金来源、落地节点等多维度对医疗设备更新进行阐述，自 2024 年 2 季度末，多个省份招标开始进行。

受外部环境影响，2024 年更新节奏拉长，部分项目递延至 2025 年。根据众成医械大数据，截至 25 年第 21 周，设备更新采购招标项目累计金额达 84.1 亿，接近 24 年整体水平，政策有序落地，并有望在 2025 年逐步兑现利好。

图表 53：2024 第 42 周-2025 第 21 周国内设备更新招标情况(左轴为预算金额/亿元，右轴为项目数)

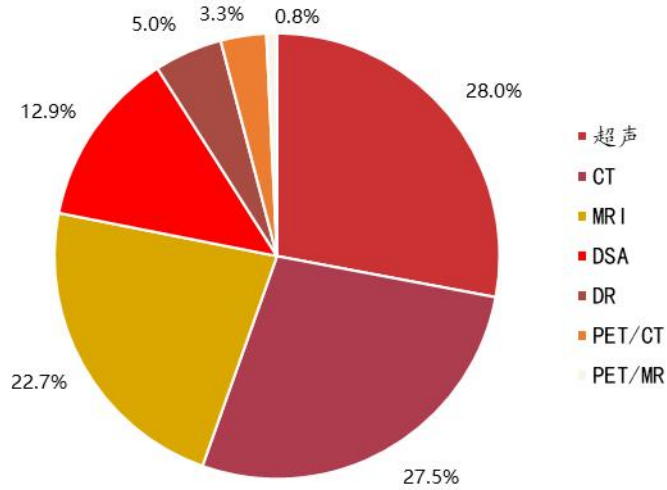


资料来源：众成医械大数据，华源证券研究所

结合各地已经披露的医疗设备更新项目品种，超声、CT、MRI 等影像产品需求较大，其次为监护类、生命支持类、手术类产品，均有望从更新政策中受益。

MedTF 引用数据显示，2023 年国内医学影像设备公开中标金额达到 825.8 亿元，2019-2023 年复合增速为 11.75%，其中超声、CT、MRI 中标金额分列前三，分别为 28%、27%、23%，超声有望成为医疗设备更新中收益程度最大品种。

图表 54：2023 年国内影像各类产品集采中标金额占比

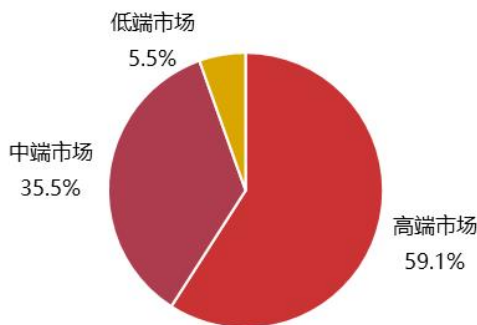


资料来源：MedTF 公众号，华源证券研究所

4.2. Resona A20 利刃出鞘，剑指高端超声

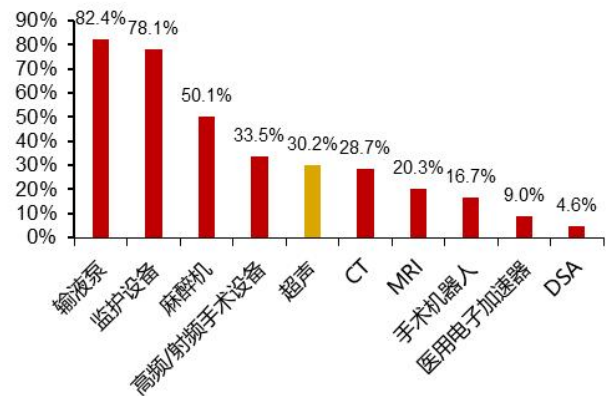
根据弗若斯特沙利文数据，2022 年国内高端超声市场规模约占 60%，仍是 GE 医疗、飞利浦医疗等进口品牌把持的重点市场，也导致国内超声整体国产化率仍有较大提升空间，以迈瑞为代表的国产头部厂家，通过持续的产品迭代，从中低端市场为主，逐步加入高端市场的角逐。

图表 55：2022 年国内医学影像细分市场占比



资料来源：动脉网公众号，弗若斯特沙利文，华源证券研究所

图表 56：2024H1 部分医疗设备国产化率



资料来源：众成医械公众号，华源证券研究所

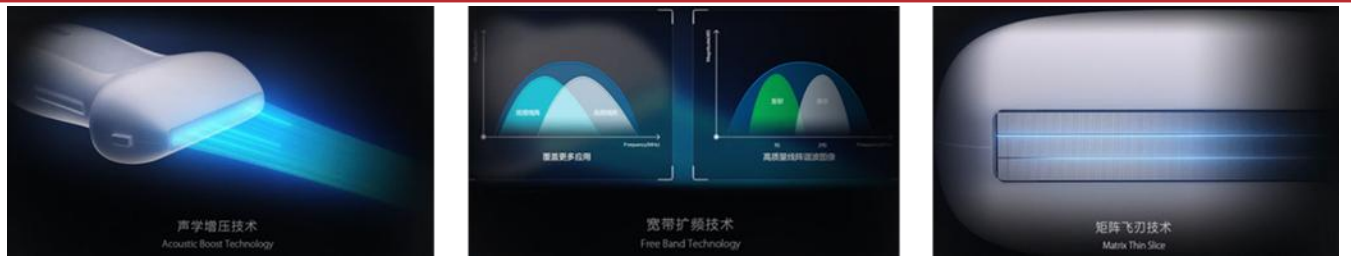
迈瑞医学影像产线包括超声诊断、数字 X 射线成像系统和 PACS，超声诊断系统领域，覆盖从超高端到低端全系列产品，全面服务于放射、妇产、急诊、重症等不同临床科室。2023 年，迈瑞推出国产首款超高端超声 Resona A20，迈入国际一流水平。

A20 搭载业内首发“无极”声学智慧超声技术平台，在声电数据、成像算法、系统算力三方面实现突破，A20 无极平台的算力作为硬件基础设施，支持复杂算法，保障海量数据传输带宽。“AFM 矩能探头”、“FreeBeam 自适应波束合成技术”、“超并行运算架构”等技术实现超声成像多维度提升，进一步助力精准诊断。

探头是声学数据获取第一环，亦是决定图像性能的关键，AFM 矩能探头包括声学增压、宽带扩频、矩阵飞刀三大技术：

- **声学增压**：提升发射接收信号灵敏度；
- **宽带扩频**：提升探头频带范围；
- **矩阵飞刀**：优化声学厚度平面，全面提升声电数据信号质量。

图表 57：A20 超声 AFM 矩能探头技术



资料来源：迈瑞医学影像公众号，华源证券研究所

FreeBeam 自适应波束合成技术同步优化主瓣和旁瓣，提高图像分辨率的同时，以多种成像方式增强成像，包括聚焦局部的“睿瞳成像”、血流为主的“UMA 超微纯净血流成像”、肝脏/乳腺等脏器导向的“粘弹性成像”等，全方位助力临床诊疗。

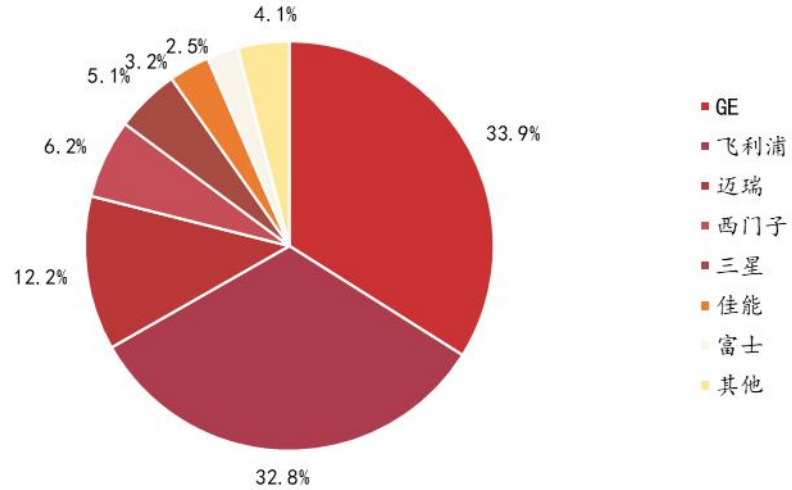
图表 58：A20 超声成像技术



资料来源：迈瑞医学影像公众号，华源证券研究所

通过 A20 等高端新品的加持，迈瑞 2023、2024 年医学影像业务实现营收 70.34、74.98 亿元，其中高端超声增速远高于产线平均水平。截至 2024 年底，高端/超高端型号占公司国内超声收入比重达到六成，超高端超声 Resona A20 上市首年实现超 4 亿元收入，打破进口主导国内超声高端市场的局面。

图表 59：2023 年国内高端彩超市场占有率



资料来源：医招采公众号，华源证券研究所

迈瑞超声也逐步获得海外高端医疗用户的认可，例如澳大利亚 Carlisle Group 医疗影像集团，阿联酋 NMC 皇家医院、拉美最大的私立医院集团爱因斯坦医院等，意味着公司超声产品在全球知名度打响，持续提高头部医疗机构的渗透率。

图表 60：迈瑞超声全球部分合作头部客户

地区	医院/客户	影响力
澳大利亚	Carlisle Group	拥有 22 家分支的影像中心集团
澳大利亚	皇家墨尔本医院	当地排名第 4
澳大利亚	富茨克雷医院	州最大医院
智利	Red Salud	最大的私立医院集团
秘鲁	Clinica International	最大的高端私立医疗集团
墨西哥	华雷斯医院	一类教学医院
墨西哥	国家癌症研究所	-
土耳其	哈西德佩大学医院	安卡拉 Top3
泰国	朱拉隆功国王纪念医院	第二大教学医院
泰国	国立法政大学医院	第一大教学医院
新加坡	新加坡总医院	最大的公立医院
新加坡	新加坡中央医院	全球排名第 9
阿联酋	NMC 皇家医院	高端私立医疗集团
韩国	首尔国立大学医院	全球排名第 49
巴西	爱因斯坦医院	拉美最大的私立医院集团
法国	硝石库慈善医院	-
西班牙	格里高利马拉农大学医院	-

资料来源：公司公告，华源证券研究所

4.3. AI 全方位提升竞争力

“瑞影云++”是迈瑞用于连接影像设备和用户的云端生态应用平台，包含多种云端应用，形成用户立体交互沟通媒介。通过人工智能、设备物联网、5G 和云计算等新技术的结合，2024 年“瑞影云++”升级云端 AI 质控解决方案、多中心科研数据管理解决方案、云作业培训考核方案等应用。

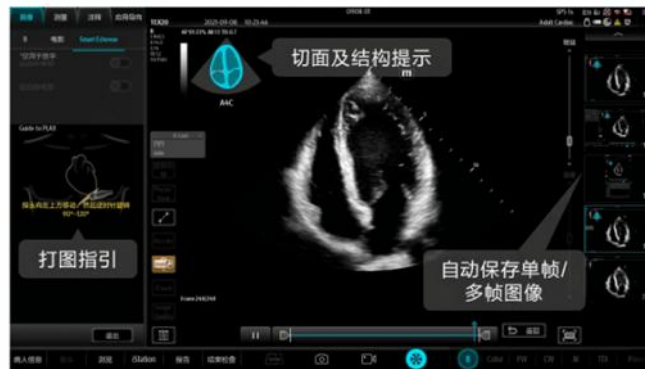
图表 61：“瑞影云++”影像云服务平台



资料来源：公司公告，华源证券研究所

基于医学影像领域的技术沉淀，公司进一步推出“瑞影·AI+”大模型解决方案，内嵌“深度求索”大模型影像，通过 AI 大模型提升用户的专业超声能力。如基于大数据及 AI 深度学习，覆盖产科 53 个标准切面，实现 AI 产科切面识别；超声心动图标准切面识别，提升关键解剖结构的检测等。

图表 62：AI 用于心脏结构自动识别



资料来源：迈瑞医疗官网，华源证券研究所

借助“瑞影云++”，医疗用户能够借助云生态实现扫查切面远程质控，助力提升基层医疗机构、医联体的超声均质化诊疗水平，一定程度缓解基层医护人员缺乏问题。截至 2024 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 15,600 套，2024

年新增装机近 5,000 套，平台累计专业用户超 4.7 万人。通过“设备+IT+AI”实现了超声产品、临床工作的能力突破，全方位提升超声产线行业竞争力。

5. 收购惠泰医疗，进入心血管潜力赛道

2024 年 1 月 28 日，迈瑞医疗发布公告，通过子公司深圳迈瑞科技控股有限公司收购惠泰医疗 1412 万股股份，占惠泰总股本的 21.12%，转让金额约 66.5 亿元，合并一致行动人珠海彤昇持有 3.49%惠泰医疗股份，迈瑞共持有惠泰医疗股份 24.61%，惠泰医疗实际控制人变更为迈瑞医疗。

惠泰是国内领先的电生理、血管介入厂家，已经形成冠脉通路、心脏电生理医疗为主导，外周血管介入为重点发展方向的业务布局，电生理电极导管、可控射频消融导管、脉冲电场消融导管、三维标测系统等产品布局完善，整体竞争力位于行业前列。通过收购惠泰，迈瑞切入心血管潜力赛道，丰富心血管耗材产品，并为惠泰设备产品持续赋能。

图表 63：惠泰医疗产品布局



资料来源：惠泰医疗官网，华源证券研究所

5.1. 技术迭代引领行业变革

根据弗若斯特沙利文数据，2021 年全球电生理器械市场规模为 70.13 亿美元，预计 2025 年市场规模达到 144.91 亿美元，2032 年进一步提升至 324.50 亿美元，其中 2021-2025 年复合增速为 19.90%。

2021年国内电生理器械市场规模为65.80亿元,2021-2025年行业复合增速为24.34%,预计2025年有望达到157.3亿元。

图表 64: 2017-2032 年全球电生理器械市场规模(亿美元)



图表 65: 2017-2032 年国内电生理器械市场规模(亿元)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 锦江电子招股书, 华源证券研究所

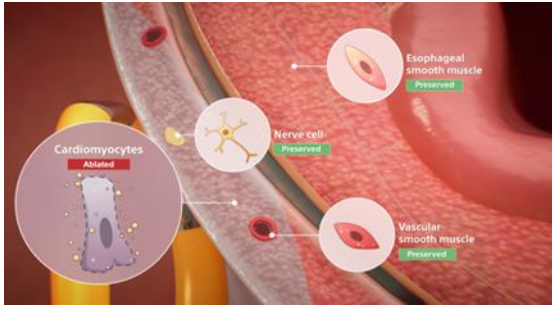
资料来源: 弗若斯特沙利文, 锦江电子招股书, 华源证券研究所

电生理手术消融通过导管向心脏内部组织的较小区域内释放不同的能量,破坏心律失常起源点或异常传导,恢复正常心脏节律,根据使用的能量不同,可分为射频消融、冷冻消融和脉冲电场消融,目前临床常用技术以射频消融、冷冻消融为主,脉冲消融处于快速发展阶段。

- **射频消融:** 局部释放射频电流,特定部位心肌细胞发生凝固性坏死,冷盐水灌注在消融过程中进行降温,阻断快速心律失常异常传导束和起源点;
- **冷冻消融:** 通过球囊释放冷却液态制冷剂,制冷剂的蒸发吸热,使目标消融部位温度降低,从而治愈心律失常;
- **脉冲消融:** 高压电场,即脉冲场诱导心肌细胞发生不可逆电穿孔后裂解死亡,其他组织细胞对脉冲场不敏感,具有较高的心肌选择性。

脉冲消融(PFA)因其心肌特异性、非热消融等优势,可用于房颤、室上速、室速等大部分快速心律失常的治疗,关注度逐步提升。弗若斯特沙利文数据显示,2025年国内房颤PFA器械市场规模将达到12.87亿元,2025-2032年复合增速为43.73%,预计2032将达到163.15亿元,占电生理器械比重也由2015年的8.18%,提升至2032年的38.87%。

图表 66: PFA 心肌选择性



资料来源: 波士顿科学官网, 华源证券研究所

图表 67: 2023-2032 年国内房颤 PFA 器械市场规模(亿元)



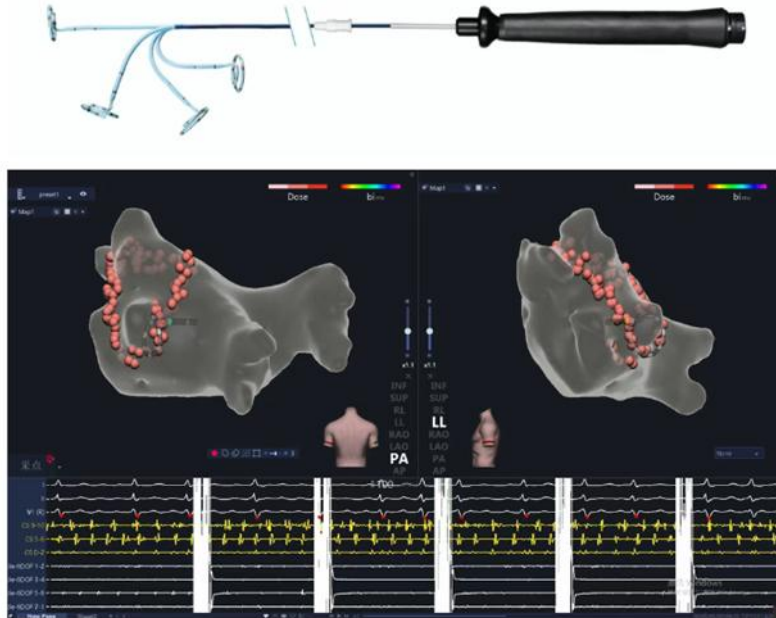
资料来源: 弗若斯特沙利文, 锦江电子招股书, 华源证券研究所

5.2. 设备+耗材互为赋能，流水型业务发展更进一步

2024 年 12 月，惠泰磁电定位 PFA 消融导管，子公司宏桐 PFA 消融仪获批，成为全球首个同时拥有线形/环形磁电定位脉冲消融导管、心脏脉冲消融仪和配套三维标测系统，实现三维脉冲消融整体解决方案的公司。

通过 Pulstamper™ 环形脉冲消融导管，与心肌贴靠，且仅贴靠电极选择性放电，减少无效放电，单点 5 秒透壁损伤，手术时间缩短 30%，并支持局部麻醉，提升患者耐受性。

图表 68: Pulstamper 脉冲电场消融导管

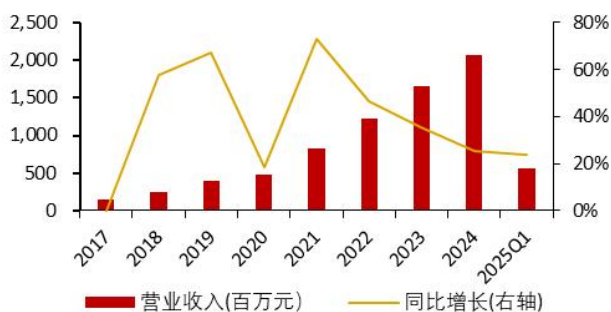


资料来源: 深圳惠泰医疗器械股份有限公司公众号, 华源证券研究所

惠泰 25 年目标至少完成 3000 台 PFA 手术，截至 25 年 3 月，全球 PFA 技术领跑者波士顿科学的 Farapulse 系统在全国 30 个省份完成超 1000 例应用，惠泰产品力已具备媲美头部产品能力，并为迈瑞高值耗材业务注入成长基因。

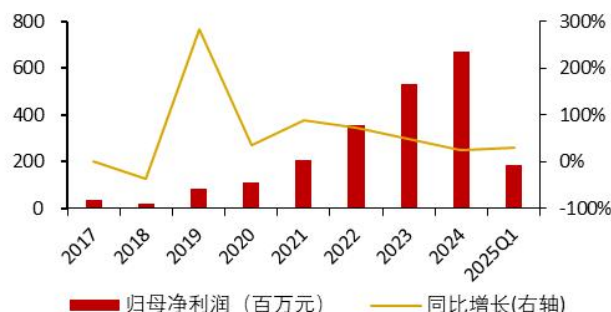
财务端，惠泰 25Q1 营收 5.64 亿，同比增长 23.93%，归母净利润 1.83 亿，同比增长 30.69%，2017-2024 年收入复合增速达到 45.02%，同期归母净利润复合年增速高达 52.88%，维持高质量发展。

图表 69：2017-2025Q1 年惠泰收入及增速(百万元，右轴为增速)



资料来源：Wind、华源证券研究所

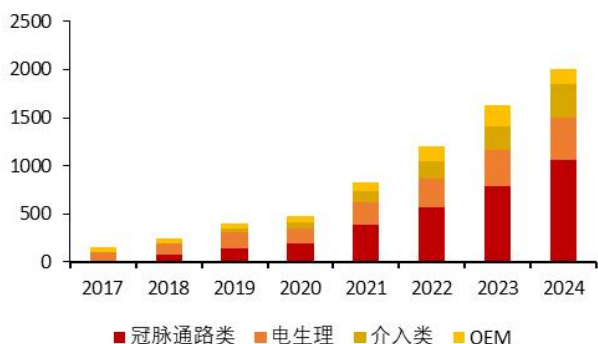
图表 70：2017-2025Q1 年惠泰归母净利润及增速(百万元，右轴为增速)



资料来源：Wind、华源证券研究所

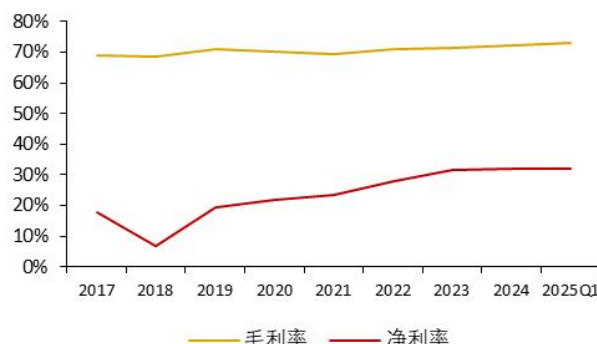
24 年，惠泰电生理收入 4.40 亿，位列国产品牌首位，并有望通过 PFA 放量，加速进口替代。冠脉通路、电生理等核心业务均已完成国内大规模集采，对整体盈利能力影响处于可控水平，并表后提供稳定业务增长。

图表 71：2017-2024 年惠泰产线收入(百万元)



资料来源：Wind、华源证券研究所

图表 72：2017-2025Q1 年惠泰毛利率、净利率



资料来源：Wind、华源证券研究所

据公司统计，2024 年迈瑞已布局业务对应国内可及市场空间分别约为 1300 亿元，2024 年国内收入对应的市场占有率约 16%，海外可及市场空间约为 5700 亿元，2024 年国际收入对应的市占率仅为低个位数。

2023 年全球、国内心血管市场规模分别为 560 亿美元、500 亿元，医疗器械市场规模中均排名第二。切入心血管赛道，能够扩大迈瑞可及市场，补齐产线拼图；设备、体系环节对惠泰赋能，也吸取后者在高值介入耗材的经验，为自身业务耗材化发展夯实基础。长期作为平台型公司，促进各业务线市占率进一步提升。

6. 盈利预测及估值

我们预计 2025-2027 年公司收入分别为 386.10/421.40/463.84 亿元，同比增长 5.13%/9.14%/10.07%，关键假设如下：

1) 生命信息与支持：公司监护仪、麻醉机等产品进一步增强全球竞争力，硬镜、超声刀等微创外科细分品类进入放量周期。预计 2025-2027 年生命信息与支持收入增速分别为 -9.39%、5.11%、6.29%；

2) 体外诊断：流水线装机数量处于国内领先，试剂上量进入加速阶段，集采中标或驱动更多常规检测项目进口替代。预计 2025-2027 年体外诊断收入增速分别为 1.77%、9.22%、9.67%；

3) 医学影像：国内医疗设备更新政策带动采购复苏，公司超声产品突破高端场景，产线迎来高质量增长。预计 2025-2027 年医学影像收入增速分别为 9.89%、8.12%、7.98%；

4) 电生理：手术量增长，PFA 产品加速放量，有望加速进口替代。预计 2025-2027 年新业务收入增速分别为 28.20%、31.00%、32.00%。

图表 73：2025-2027 年迈瑞医疗收入预测（百万元）

百万元		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
生命信息与支持	营收	15251.83	13557.44	12283.41	12911.06	13722.54
	YOY	13.80%	-11.00%	-9.39%	5.11%	6.29%
	毛利率	66.78%	62.55%	63.00%	62.50%	62.50%
体外诊断	营收	12421.45	13764.98	14009.19	15301.40	16781.48
	YOY	21.10%	11.00%	1.77%	9.22%	9.67%
	毛利率	64.30%	62.01%	60.00%	61.50%	61.50%
医学影像	营收	7033.54	7497.55	8239.48	8908.45	9618.93
	YOY	9.00%	6.00%	9.89%	8.12%	7.98%
	毛利率	69.10%	66.85%	66.50%	67.00%	67.00%
电生理	营收	-	1438.67	2648.36	3469.35	4579.54
	YOY	-	-	28.20%	31.00%	32.00%
	毛利率	-	65.52%	66.00%	66.00%	66.00%
其他业务	销售额	225.08	467.11	1429.84	1549.75	1681.16
	YOY	-8.11%	107.53%	206.10%	8.39%	8.48%
合计	营收	34931.90	36725.75	38610.28	42140.01	46383.64
	YOY	15.04%	5.14%	5.13%	9.14%	10.07%
	毛利率	66.16%	63.11%	60.53%	61.08%	61.15%
	归母净利润	11582.23	11668.49	11132.96	12346.32	13707.08
	YOY	20.56%	0.74%	-4.59%	10.90%	11.02%

资料来源：ifind，公司公告，华源证券研究所

我们预计 2025-2027 年归母净利润分别为 111.37/123.58/137.25 亿元，增速分别为 -4.56%/10.96%/11.07%。选取同为医疗器械细分赛道领先厂家的联影医疗、惠泰医疗、新

产业。基于公司高端产品矩阵逐步成型，头部医疗机构用户认可度增强，全球竞争力提升，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 74：可比公司估值情况

证券代码	证券名称	市值（亿元）	EPS(元)			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
688271.SH	联影医疗	1,245	2.31	2.88	3.52	65	53	43
300832.SZ	新产业	537	2.46	2.89	3.45	28	24	20
688617.SH	惠泰医疗	423	6.34	8.26	10.72	47	36	28
	平均值					47	38	30
300760.SZ	迈瑞医疗	2,922	9.19	10.19	11.32	26	24	21

资料来源：ifind，华源证券研究所

注：除迈瑞医疗外，可比公司均采用 ifind 一致预期，估值日期 2025/9/12。

7. 风险提示

1) 国内政策影响风险：医疗行业整顿，设备更新落地进度等，对公司国内业务开展可能造成干扰，进一步影响国内营收；

2) 海外地缘政治风险：海外贸易关税、对本土企业保护等，或对境外经营顺利进行有所影响，海外收入可持续存在不确定性；

3) 并购整合不及预期风险：公司先后并购海肽生物、德赛诊断、惠泰医疗等标的，进行产业上下游、赛道拓展，存在团队间磨合、业务整合进度、效果不及预期风险；

4) 新品推广不及预期风险：公司新产品推广周期、客户认可度存在不确定性，对于新品收入确认或有影响。

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	16,644	22,364	26,840	32,100
应收票据及账款	3,226	3,473	3,790	4,172
预付账款	297	326	355	391
其他应收款	206	207	226	249
存货	4,757	5,636	6,201	6,813
其他流动资产	517	435	475	523
流动资产总计	25,647	32,441	37,888	44,248
长期股权投资	197	188	180	171
固定资产	7,360	7,338	7,554	8,016
在建工程	2,675	2,788	2,678	2,321
无形资产	6,723	5,991	5,449	5,079
长期待摊费用	53	27	0	0
其他非流动资产	13,989	15,123	16,043	16,742
非流动资产合计	30,997	31,455	31,903	32,329
资产总计	56,644	63,895	69,790	76,577
短期借款	5	0	0	0
应付票据及账款	2,793	3,272	3,522	3,869
其他流动负债	7,629	10,060	10,880	11,957
流动负债合计	10,427	13,333	14,402	15,826
长期借款	178	145	112	78
其他非流动负债	5,281	5,281	5,281	5,281
非流动负债合计	5,458	5,426	5,392	5,358
负债合计	15,885	18,758	19,794	21,184
股本	1,212	1,212	1,212	1,212
资本公积	6,752	6,752	6,752	6,752
留存收益	27,892	32,248	37,082	42,451
归属母公司权益	35,856	40,212	45,046	50,415
少数股东权益	4,902	4,925	4,950	4,978
股东权益合计	40,758	45,137	49,996	55,393
负债和股东权益合计	56,644	63,895	69,790	76,577

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	11,740	10,534	11,757	13,128
折旧与摊销	1,503	1,811	1,935	2,080
财务费用	-400	-60	-80	-99
投资损失	-69	-18	-18	-18
营运资金变动	-727	1,836	98	324
其他经营现金流	386	702	699	699
经营性现金净流量	12,432	14,805	14,392	16,115
投资性现金净流量	-7,383	-2,327	-2,438	-2,561
筹资性现金净流量	-8,882	-6,758	-7,477	-8,292
现金流量净额	-3,761	5,720	4,476	5,261

利润表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	36,726	38,610	42,140	46,384
营业成本	13,548	15,239	16,402	18,019
税金及附加	401	423	462	508
销售费用	5,283	5,477	5,952	6,500
管理费用	1,600	1,589	1,720	1,863
研发费用	3,666	3,584	3,903	4,212
财务费用	-400	-60	-80	-99
资产减值损失	-238	-309	-337	-371
信用减值损失	-300	-211	-230	-253
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	69	18	18	18
公允价值变动损益	126	0	0	0
资产处置收益	4	4	4	4
其他收益	820	744	744	744
营业利润	13,112	12,606	13,981	15,522
营业外收入	37	43	43	43
营业外支出	129	105	105	105
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	13,020	12,543	13,918	15,459
所得税	1,280	1,384	1,536	1,706
净利润	11,740	11,160	12,383	13,754
少数股东损益	71	23	25	28
归属母公司股东净利润	11,668	11,137	12,358	13,725
EPS(元)	9.62	9.19	10.19	11.32

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	5.14%	5.13%	9.14%	10.07%
营业利润增长率	0.32%	-3.86%	10.91%	11.02%
归母净利润增长率	0.74%	-4.56%	10.96%	11.07%
经营现金流增长率	12.38%	19.09%	-2.79%	11.97%
盈利能力				
毛利率	63.11%	60.53%	61.08%	61.15%
净利率	31.97%	28.90%	29.39%	29.65%
ROE	32.54%	27.69%	27.43%	27.23%
ROA	20.60%	17.43%	17.71%	17.92%
估值倍数				
P/E	25.04	26.24	23.64	21.29
P/S	7.96	7.57	6.93	6.30
P/B	8.15	7.27	6.49	5.80
股息率	2.60%	2.32%	2.58%	2.86%
EV/EBITDA	21	19	17	15

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

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

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如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“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。