

迈瑞医疗(300760)

报告日期: 2023年04月28日

## 收入增长稳健，高端突破持续

### ——迈瑞医疗 2022 年报及 2023 一季报点评

#### 投资要点

##### □ 业绩表现: 收入增长稳健，平台优势尽显

2022 年，公司实现营业收入 303.7 亿元，同比增长 20.2%；归母净利润 96.1 亿元，同比增长 20.1%；剔除股份支付费用，归母净利润增长 24%；扣非净利润为 95.3 亿元，同比增长 21.3%。

2023Q1，公司实现营业收入 83.6 亿元，同比增长 20.5%；归母净利润 25.7 亿元，同比增长 22.1%；剔除股份支付费用，归母净利润增长 26%；扣非净利润为 25.3 亿元，同比增长 22.1%。

##### □ 成长性分析: 贴息贷款助力国内需求激增，高端市场突破逐步迎来放量

###### 分产品看: 三大业务板块均实现快速增长:

①**生命信息与支持产线:** 受益于国内医疗新基建的开展和海外高端客户群的持续突破，生命信息与支持业务依旧维持了良好的增长态势，2022 年收入 134.0 亿元，同比增长 20.15%，其中微创外科增长超过 60%（硬镜系统增长更是超过 90%）。另外据公司披露，截至 2022 年底，国内医疗新基建待释放的市场空间仍超过 245 亿元，我们预计，医疗新基建以及海外重大高端客户群的突破，未来两年内都将持续对该业务线的增长带来显著贡献，持续稳定增长确定性较强。

②**体外诊断产线:** 受益于海外常规试剂消耗的完全复苏和重磅产品的持续发力（如血球 BC-7500 系列、化学发光 CL-8000i、生化 BS-2800M、凝血 CX-9000、TLA 流水线等仍然实现了快速装机，其中 BC-7500 系列装机近 2000 台），该产线依旧保持了较高增长，2022 年收入 102.6 亿元，同比增长 21.39%，其中化学发光增长近 30%。此外，2022 年公司突破了接近 300 家全新高端客户，其中，海外成功突破了近 70 家第三方连锁实验室（使得国际体外诊断业务全年增长超过 35%）。我们认为，随着公司诸多新产品的快速推出（如小型生化免疫流水线 M1000、全新一代高端凝血分析仪 CX-9000 及配套试剂、全自动生化分析仪 BS-600M、全自动血液细胞分析仪 BC-760&BC-760CS 等）、高端机占比的持续提升以及海外中大样本量实验室渗透的加速，公司体外诊断业务依旧有望延续高速增长态势。

③**医学影像产线:** 受益于超声采购活动回暖，以及全新高端超声 R 系列和全新中高端超声 I 系列迅速放量带来的海内外高端客户群的突破，该产线实现营业收入 64.6 亿元，同比增长 19.14%。我们预计，伴随着公司全新中高端台式超声 I 系列以及多款全新 POC 超声等爆款新品的重磅推出，公司超声业务将全面开启中低端客户向高端客户突破的征程，助力该部分业务持续稳定增长。

###### 分市场看: 国内引领增长、海外高端突破加速:

①**国内市场:** 2022 年公司国内收入 186.7 亿，同比增长 22.3%，我们预计，主要受益于医疗新基建持续放量，以及 2022 年一、三季度常规业务有所复苏。另外，考虑到 2022 年四季度贴息贷款政策带来设备采购需求激增以及 2023 年疫后复苏，国内市场收入增速 2023 年有望继续维持较快的增长。

②**海外市场:** 2022 年公司海外收入 117.0 亿元，同比增长 16.9%。考虑到公司在海外高端客户突破上持续实现实质性进展（截至 2022H1 公司在国际市场突破超过 400 家全新高端客户，另外还有接近 400 家已有高端客户实现产品种类的横向突破），拓展节奏仍旧保持在较高水平。我们认为，公司凭借过硬的产品质量、强大的性价比优势、进一步完善的海外营销体系，随着疫情期间公司在海外市场快速累积的全新高端市场的逐步放量，公司海外业务发展有望逐步迈上新的台阶。

#### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 孙建

执业证书号: S1230520080006  
02180105933

sunjian@stocke.com.cn

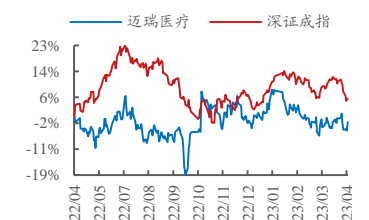
研究助理: 刘明

liuming01@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 309.00
总市值(百万元)	374,644.39
总股本(百万股)	1,212.44

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《符合预期，看好贴息贷款增量驱动——迈瑞医疗 2022 三季报点评》 2022.10.27
- 《收入增长稳健，海外拓展可期——迈瑞医疗 2022 年中报点评》 2022.08.20
- 《【浙商医药】迈瑞医疗：肝功生化检测试剂集采影响几何？》 2022.07.28

#### □ 盈利能力分析：盈利能力稳健，应收账款趋势向好

2022 年公司毛利率为 64.15%，同比下降 0.86pct，我们预计主要受低毛利率 IVD 业务收入占比提升影响（2022 年占比由 33.4%提升至 33.8%）；销售净利率为 31.65%，同比下降 0.02pct，基本稳定；期间费用率分析：财务费用率同比下降 1.15pct，研发费用率同比下降 0.37pct，销售费用率同比下降 0.02pct，管理费用率同比下降 0.39pct。另外，随着海外经济形势逐步好转，公司应收账款周转天数已趋势向好（2022H1 同比增加 4.76 天，2022 年同比增加 3.5 天）。我们预计，随着公司高端产品及高端市场占比持续提升，公司盈利能力仍有进一步提升空间。

**经营性现金流：**2022 年公司经营性现金流净额为 121.4 亿元，同比增长 34.92%。2023Q1 为 13.3 亿元，同比增长 53.3%，经营性现金流净额占经营活动净收益比例由 38.02%提升至 49.35%。经营质量持续提升，我们预计主要与经营性应付项目的增加有关（2021、2022 年分别为 6.15 亿，30.9 亿元）。

#### □ 盈利预测与估值：

我们认为，随着全球医疗新基建浪潮带来医疗器械需求端的快速释放、公司在海外及高端市场的拓展加速、以及新兴业务拓展逐步打开长期成长天花板，公司有望持续保持较稳定的增长态势。我们预计，2023-2025 年公司 EPS 为 9.67、11.78 和 14.36 元/股，当前股价对应 PE 为 32、26 及 22 倍，维持“买入”评级。

#### □ 风险提示

行业政策变化风险、新冠疫情影响风险、汇率波动风险、集采等带来产品价格下降风险、新产品推广不及预期风险。

## 财务摘要

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	30366	36937	44797	54126
(+/-) (%)	20.17%	21.64%	21.28%	20.83%
归母净利润	9607	11719	14279	17413
(+/-) (%)	20.07%	21.98%	21.85%	21.95%
每股收益(元)	7.92	9.67	11.78	14.36
P/E	39.00	31.97	26.24	21.52

资料来源：浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	30606	43346	59584	78319
现金	23186	34572	49568	66465
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	2661	2395	2781	3251
其它应收款	149	155	210	249
预付账款	289	357	425	511
存货	4025	5497	6280	7515
其他	296	371	319	329
<b>非流动资产</b>	16139	16303	16604	16946
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	61	44	52	48
固定资产	4261	5071	5709	6244
无形资产	1977	1828	1680	1532
在建工程	1803	1402	1201	1134
其他	8038	7958	7962	7987
<b>资产总计</b>	46745	59649	76188	95264
<b>流动负债</b>	11770	12361	14476	16096
短期借款	0	0	0	0
应付款项	2291	3289	3797	4377
预收账款	0	0	0	1
其他	9479	9072	10679	11718
<b>非流动负债</b>	2976	2567	2707	2744
长期借款	0	0	0	0
其他	2976	2567	2707	2744
<b>负债合计</b>	14746	14928	17183	18840
少数股东权益	18	22	27	33
归属母公司股东权益	31981	44699	58978	76391
<b>负债和股东权益</b>	46745	59649	76188	95264

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	12141	11149	15560	17351
净利润	9611	11722	14284	17419
折旧摊销	805	857	981	1102
财务费用	(451)	(365)	(651)	(1003)
投资损失	5	3	2	3
营运资金变动	2538	216	1521	822
其它	(368)	(1284)	(577)	(993)
<b>投资活动现金流</b>	(3220)	(1092)	(1235)	(1455)
资本支出	(1166)	(900)	(1050)	(1200)
长期投资	(33)	11	(5)	4
其他	(2022)	(203)	(181)	(259)
<b>筹资活动现金流</b>	(5194)	1329	671	1001
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(5194)	1329	671	1001
<b>现金净增加额</b>	3727	11386	14996	16897

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	30366	36937	44797	54126
营业成本	10885	13156	15822	19031
营业税金及附加	348	424	514	621
营业费用	4802	5633	6831	8254
管理费用	1320	1588	1926	2327
研发费用	2923	3509	4480	5413
财务费用	(451)	(365)	(651)	(1003)
资产减值损失	108	187	203	237
公允价值变动损益	(21)	(4)	(5)	(10)
投资净收益	(5)	(3)	(2)	(3)
其他经营收益	586	606	656	656
<b>营业利润</b>	10991	13405	16320	19888
营业外收支	(37)	(45)	(40)	(35)
<b>利润总额</b>	10954	13360	16280	19853
所得税	1343	1638	1996	2434
<b>净利润</b>	9611	11722	14284	17419
少数股东损益	4	4	5	6
<b>归属母公司净利润</b>	9607	11719	14279	17413
EBITDA	11411	13790	16635	20090
EPS (最新摊薄)	7.92	9.67	11.78	14.36

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	20.17%	21.64%	21.28%	20.83%
营业利润	21.23%	21.97%	21.74%	21.86%
归属母公司净利润	20.07%	21.98%	21.85%	21.95%
<b>获利能力</b>				
毛利率	64.15%	64.38%	64.68%	64.84%
净利率	31.65%	31.74%	31.89%	32.18%
ROE	32.58%	30.55%	27.53%	25.72%
ROIC	26.94%	24.22%	22.41%	21.16%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	31.55%	25.03%	22.55%	19.78%
净负债比率	0.66%	0.41%	0.47%	0.42%
流动比率	2.60	3.51	4.12	4.87
速动比率	2.26	3.06	3.68	4.40
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.72	0.69	0.66	0.63
应收账款周转率	14.07	14.60	16.72	16.44
应付账款周转率	4.76	4.72	4.47	4.66
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	7.92	9.67	11.78	14.36
每股经营现金	10.01	9.20	12.83	14.31
每股净资产	26.38	36.87	48.64	63.01
<b>估值比率</b>				
P/E	39.00	31.97	26.24	21.52
P/B	11.71	8.38	6.35	4.90
EV/EBITDA	31.77	24.82	19.68	15.46

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当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、财务状况和特定需求。对依据或者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。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>