

业绩符合预期, 海外高端产品增长迅速

投资要点

- **事件:** 公司发布2022年年报, 总营收304亿元(+20.2%), 归母净利润96亿元(+20.1%), 扣非归母净利润95亿元(+21.3%), 经营活动现金流净额121.4亿元(+34.9%)。同日, 公司发布2023年一季报, 营收83.6亿元(+20.5%), 归母净利润25.7亿元(+22.1%), 扣非归母净利润25.3亿元(+22.1%), 经营活动现金流净额13.3亿元(+53.3%)。保持稳健增长。
- **业绩符合预期, 盈利能力维持高水平。**分季度看, 2022Q1/Q2/Q3/Q4单季度收入59.4/84.1/79.4/70.7亿元(+20.1%/+20.2%/20.1%/20.3), 单季度归母净利润分别为21.1/31.8/28.2/15.0亿元(+22.7%/+21%/+21.4%/12.4%), 22Q4延续稳健增长态势, 符合预期。从盈利能力看, 全年毛利率64.2%(-1.3pp), 主要因产品结构变化所致, 四费率28.3%(-1.6pp), 主要系汇兑损益变化所致, 盈利能力维持高水平。
- **生命信息与支持类产品增速显著提高, 多因素拉动业绩快速增长。**分业务线看: 1) 生命信息与支持类22年收入134.0亿元(+20.2%), 受到国内医疗新基建和海外高端客户群突破的拉动, 生命信息与支持业务呈现快速增长的态势; 2) IVD业务板块22年收入102.6亿元(+21.4%), 公司通过加大布局血球BC-7500系列、化学发光CL-8000i、生化BS-2800M、凝血CX-9000、TLA流水线等仪器的装机, 以及加速渗透海外中大样本量客户实现了快速增长。海外常规试剂业务完全复苏, 重磅仪器装机表现亮眼; 3) 医学影像业务板块22年收入64.6亿元(+19.1%), 主要因全新高端超声R系列和全新中高端超声I系列迅速上量带来了海内外客户层级的全面提升, 其中超声业务增长超过20%。考虑到高端新品放量及医疗新基建政策延续等因素, 持续看好23年业绩稳步增长。**分区域看:** 1) 国内市场22年收入186.7亿元(+22.3%), 主要受到专项债资金到位对医疗新基建的推动以及疫情改善等多因素驱动, 预计后续随着贴息贷款对设备采购资金的补充, 公司国内业务高速增长有望持续; 2) 海外市场22年收入117.0亿元(+16.9%), 面临复杂困难的国际形势整体增速略逊国内, 但公司凭借过硬产品质量、强大性价比、完善的海外营销体系, 实现了高端客户的突破, 在北美和发展中国家亦实现快速增长。
- **持续高研发投入, 产品升级不断。**22年公司研发费用29.2亿元(+15.8%), 占收入比重9.6%, 公司持续加大产品创新研发, 尤其在高端领域不断突破。2022年在体外诊断领域, 公司推出了可溶性白细胞分化抗原14亚型及白细胞介素6化学发光试剂、EU 8600全自动尿液分析流水线及配套试剂等新产品; 在医学影像领域, 公司推出了POC超高端平板彩超TEX20、基层彩超解决方案Consona N9/8/7/6、专业眼科彩超“决明ZS3 Ocular”、无创定量肝超仪“飞蓟Hepatus 6/5”、新双立柱固定DR DigiEye 330/350系列等新产品; 在生命信息与支持领域, 公司推出了TMS30和TMS60 Pro遥测产品、易监护2.0生态系统、腹腔镜配套器械、一次性结扎夹等新产品。
- **盈利预测与投资建议:** 考虑股份支付费用的影响, 预计2023~2025年归母净利润分别为112.7、136.1、165.0亿元, 对应EPS为9.30、11.23、13.61元, 对应PE为33、28、23倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 汇率波动风险, 政策控费风险, 新产品研发不及预期风险。

| 指标/年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 30365.64 | 36297.46 | 43655.04 | 52690.66 |
| 增长率 | 20.17% | 19.53% | 20.27% | 20.70% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 9607.17 | 11269.89 | 13609.70 | 16499.20 |
| 增长率 | 20.07% | 17.31% | 20.76% | 21.23% |
| 每股收益EPS(元) | 7.92 | 9.30 | 11.23 | 13.61 |
| 净资产收益率ROE | 30.03% | 27.19% | 25.77% | 24.78% |
| PE | 39 | 33 | 28 | 23 |
| PB | 11.71 | 9.04 | 7.10 | 5.63 |

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

| | |
|-------------|---------------|
| 总股本(亿股) | 12.12 |
| 流通A股(亿股) | 12.12 |
| 52周内股价区间(元) | 255.89-341.88 |
| 总市值(亿元) | 3,746.44 |
| 总资产(亿元) | 383.36 |
| 每股净资产(元) | 23.12 |

相关研究

1. 迈瑞医疗(300760): 22Q3业绩符合预期, 高研发推动产品高端升级 2022-10-29
2. 迈瑞医疗(300760): 22H1业绩符合预期, 现金流增速大幅提升 2022-08-20

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 现金流量表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入 | 30365.64 | 36297.46 | 43655.04 | 52690.66 | 净利润 | 9610.72 | 11270.89 | 13610.70 | 16500.20 |
| 营业成本 | 10885.29 | 12509.16 | 15037.81 | 18137.83 | 折旧与摊销 | 805.43 | 691.63 | 772.64 | 850.66 |
| 营业税金及附加 | 348.29 | 399.27 | 480.21 | 579.60 | 财务费用 | -451.04 | -100.00 | -100.00 | -100.00 |
| 销售费用 | 4801.56 | 5761.87 | 6914.25 | 8297.10 | 资产减值损失 | -71.09 | -100.00 | -100.00 | -100.00 |
| 管理费用 | 1320.05 | 1902.18 | 2187.51 | 2515.64 | 经营营运资本变动 | 1999.81 | -3728.60 | 61.45 | 31.12 |
| 财务费用 | -451.04 | -100.00 | -100.00 | -100.00 | 其他 | 247.32 | 289.66 | 0.17 | 148.33 |
| 资产减值损失 | -71.09 | -100.00 | -100.00 | -100.00 | 经营活动现金流净额 | 12141.15 | 8323.58 | 14244.97 | 17330.32 |
| 投资收益 | -5.06 | -5.00 | -5.00 | -5.00 | 资本支出 | -2633.87 | -1830.00 | -1752.00 | -1583.00 |
| 公允价值变动损益 | -21.38 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | -585.90 | 26.82 | -5.00 | -5.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 650.00 | 700.00 | 700.00 | 投资活动现金流净额 | -3219.77 | -1803.18 | -1757.00 | -1588.00 |
| 营业利润 | 10990.52 | 12827.83 | 15486.71 | 18770.23 | 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | -36.96 | -20.00 | -20.00 | -20.00 | 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 10953.55 | 12807.83 | 15466.71 | 18750.23 | 股权融资 | -646.95 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 1342.83 | 1536.94 | 1856.00 | 2250.03 | 支付股利 | -4232.87 | -1921.43 | -2253.98 | -2721.94 |
| 净利润 | 9610.72 | 11270.89 | 13610.70 | 16500.20 | 其他 | -314.46 | 111.85 | 100.00 | 100.00 |
| 少数股东损益 | 3.54 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 筹资活动现金流净额 | -5194.28 | -1809.58 | -2153.98 | -2621.94 |
| 归属母公司股东净利润 | 9607.17 | 11269.89 | 13609.70 | 16499.20 | 现金流量净额 | 3840.92 | 4710.82 | 10333.99 | 13120.38 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 财务分析指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 货币资金 | 23185.66 | 27896.48 | 38230.47 | 51350.85 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 3099.35 | 3292.20 | 4036.11 | 4920.17 | 销售收入增长率 | 20.17% | 19.53% | 20.27% | 20.70% |
| 存货 | 4024.92 | 4521.54 | 5558.34 | 6670.99 | 营业利润增长率 | 21.23% | 16.72% | 20.73% | 21.20% |
| 其他流动资产 | 295.88 | 315.64 | 379.63 | 458.20 | 净利润增长率 | 20.07% | 17.27% | 20.76% | 21.23% |
| 长期股权投资 | 60.80 | 60.80 | 60.80 | 60.80 | EBITDA 增长率 | 18.02% | 18.29% | 20.42% | 20.80% |
| 投资性房地产 | 43.37 | 43.37 | 43.37 | 43.37 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 6063.67 | 7561.00 | 8899.32 | 9990.61 | 毛利率 | 64.15% | 65.54% | 65.55% | 65.58% |
| 无形资产和开发支出 | 6676.83 | 6326.12 | 5975.42 | 5624.72 | 三费率 | 18.67% | 20.84% | 20.62% | 20.33% |
| 其他非流动资产 | 3294.76 | 3286.51 | 3278.25 | 3270.00 | 净利率 | 31.65% | 31.05% | 31.18% | 31.32% |
| 资产总计 | 46745.24 | 53303.67 | 66461.71 | 82389.71 | ROE | 30.03% | 27.19% | 25.77% | 24.78% |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROA | 20.56% | 21.14% | 20.48% | 20.03% |
| 应付和预收款项 | 5026.54 | 5992.99 | 7212.79 | 8649.62 | ROIC | 35.42% | 38.47% | 37.44% | 41.59% |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA/销售收入 | 37.36% | 36.97% | 37.02% | 37.05% |
| 其他负债 | 9719.59 | 5853.05 | 6434.56 | 7147.47 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 14746.12 | 11846.03 | 13647.34 | 15797.09 | 总资产周转率 | 0.72 | 0.73 | 0.73 | 0.71 |
| 股本 | 1212.44 | 1212.44 | 1212.44 | 1212.44 | 固定资产周转率 | 7.56 | 7.26 | 6.79 | 6.83 |
| 资本公积 | 7508.89 | 7508.89 | 7508.89 | 7508.89 | 应收账款周转率 | 13.80 | 13.13 | 13.70 | 13.56 |
| 留存收益 | 24368.56 | 33717.01 | 45072.74 | 58850.00 | 存货周转率 | 2.79 | 2.89 | 2.95 | 2.96 |
| 归属母公司股东权益 | 31980.83 | 41438.35 | 52794.08 | 66571.33 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 113.85% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 18.29 | 19.29 | 20.29 | 21.29 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 31999.11 | 41457.64 | 52814.36 | 66592.62 | 资产负债率 | 31.55% | 22.22% | 20.53% | 19.17% |
| 负债和股东权益合计 | 46745.24 | 53303.67 | 66461.71 | 82389.71 | 带息债务/总负债 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| | | | | | 流动比率 | 2.60 | 4.06 | 4.52 | 4.95 |
| | | | | | 速动比率 | 2.26 | 3.55 | 4.00 | 4.42 |
| | | | | | 股利支付率 | 44.06% | 17.05% | 16.56% | 16.50% |
| 业绩和估值指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 每股指标 | | | | |
| EBITDA | 11344.91 | 13419.46 | 16159.35 | 19520.89 | 每股收益 | 7.92 | 9.30 | 11.23 | 13.61 |
| PE | 39.00 | 33.24 | 27.53 | 22.71 | 每股净资产 | 26.38 | 34.18 | 43.54 | 54.91 |
| PB | 11.71 | 9.04 | 7.10 | 5.63 | 每股经营现金 | 10.01 | 6.87 | 11.75 | 14.29 |
| PS | 12.34 | 10.32 | 8.58 | 7.11 | 每股股利 | 3.49 | 1.58 | 1.86 | 2.25 |
| EV/EBITDA | 30.69 | 25.59 | 20.61 | 16.39 | | | | | |
| 股息率 | 1.13% | 0.51% | 0.60% | 0.73% | | | | | |

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

| | |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上 |
| | 持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间 |
| | 卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下 |

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|-----|------|-------------|--------------|-----------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 总经理助理、销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 崔露文 | 销售经理 | 15642960315 | 15642960315 | clw@swsc.com.cn |
| | 薛世宇 | 销售经理 | 18502146429 | 18502146429 | xsy@swsc.com.cn |
| | 汪艺 | 销售经理 | 13127920536 | 13127920536 | wyfy@swsc.com.cn |
| | 岑宇婷 | 销售经理 | 18616243268 | 18616243268 | cyrif@swsc.com.cn |
| | 张玉梅 | 销售经理 | 18957157330 | 18957157330 | zymf@swsc.com.cn |
| | 陈阳阳 | 销售经理 | 17863111858 | 17863111858 | cyyf@swsc.com.cn |
| | 李煜 | 销售经理 | 18801732511 | 18801732511 | yfiiyu@swsc.com.cn |
| | 谭世泽 | 销售经理 | 13122900886 | 13122900886 | tsz@swsc.com.cn |
| 卞黎旻 | 销售经理 | 13262983309 | 13262983309 | bly@swsc.com.cn | |
| 北京 | 李杨 | 销售总监 | 18601139362 | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn |
| | 张岚 | 销售副总监 | 18601241803 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| | 杜小双 | 高级销售经理 | 18810922935 | 18810922935 | dxsyf@swsc.com.cn |
| | 杨薇 | 高级销售经理 | 15652285702 | 15652285702 | yangwei@swsc.com.cn |
| | 胡青璇 | 销售经理 | 18800123955 | 18800123955 | hqx@swsc.com.cn |
| | 王一菲 | 销售经理 | 18040060359 | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn |
| | 王宇飞 | 销售经理 | 18500981866 | 18500981866 | wangyuf@swsc.com.cn |
| | 巢语欢 | 销售经理 | 13667084989 | 13667084989 | cyh@swsc.com.cn |
| 广深 | 郑龔 | 广深销售负责人 | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
| | 杨新意 | 销售经理 | 17628609919 | 17628609919 | yxy@swsc.com.cn |
| | 张文锋 | 销售经理 | 13642639789 | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn |
| | 陈韵然 | 销售经理 | 18208801355 | 18208801355 | cyrif@swsc.com.cn |
| | 龚之涵 | 销售经理 | 15808001926 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn |
| | 丁凡 | 销售经理 | 15559989681 | 15559989681 | dingfyf@swsc.com.cn |