

# 迈瑞医疗 (300760.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 体外诊断及医学影像高增长，海外高端客户持续突破

### 事件

2023年8月29日，公司发布2023年上半年业绩，H123公司营收实现184.75亿元(+20%)，归母净利润实现64.41亿元(+22%)，扣非归母净利润实现63.41亿元(+21%)。

分季度看，2Q23公司营收实现101.11亿元(+20%)，归母净利润实现38.71亿元(+22%)，扣非归母净利润实现38.12亿元(+20%)。

### 事件分析

三大产线齐头并进，2Q23体外诊断及医学影像增长亮眼。1H23生命信息支持产线实现收入86.67亿元(+28%)，主要系公立医院扩容及医疗新基建，根据公司公告，截至1H23期末，国内医疗新基建待释放市场空间仍超过230亿元，预计未来将持续带动生命信息支持产线的发展。1H23体外诊断业务收入59.75亿元(+16%)，海外市场大型客户不断开拓，国内市场常规诊疗持续复苏带动增长，未来在并购的海肽生物、DiaSys Diagnostic Systems加持下，有望实现持续突破。1H23医学影像业务实现37.01亿元(+13%)，国内超声业务复苏强劲，海外高端突破较为明显。单二季度来看，体外诊断和医学影像增长均超35%。未来伴随在海外市场的重点实验室、医院终端的拓展，有望实现公司稳健增长目标。

净利率持续优化，创新迭代保持产品多层次矩阵。公司销售净利率2Q23为38.28%，环比提升7.5个百分点，净利率持续优化。公司上半年研发投入20亿元(+40%)，研发费用率为11%，持续高投入保证产品的快速迭代更新，例如超声刀、4K荧光内窥镜摄像系统等新品实现上市或发布，院内智慧系统“瑞智联”生态系统实现签单医院数量累计超过500家，其中2023年上半年新增超过200家，有望进一步提高用户粘性，进而促进多产品进院。

### 盈利预测、估值与评级

暂不考虑并购对报表的影响，我们预计2023-2025年公司归母净利润分别为115.56、140.25、169.49亿元，同比增长20%、21%、21%，EPS分别为9.53、11.57、13.98元，现价对应PE为29、24、19倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

政策影响招标不及预期；新业务整合不及预期风险；汇率风险；研发进展不及预期风险；市场竞争加剧风险等。

医药组

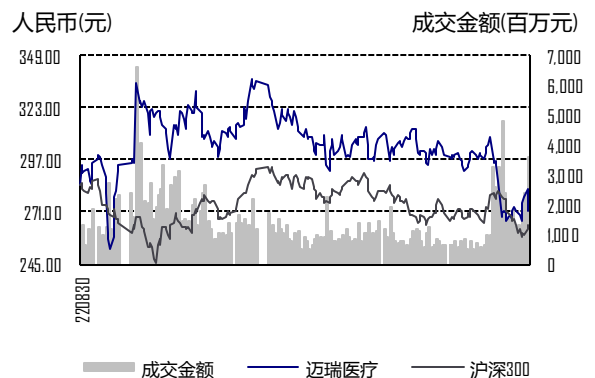
分析师：袁维 (执业S1130518080002)

yuan\_wei@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：271.60元

相关报告：

- 1.《迈瑞医疗公司点评：收购海外知名体外诊断品牌，贡献海外业务增长...》，2023.8.1
- 2.《迈瑞医疗公司点评：海外高端开拓迅速，国内院内业务复苏明显》，2023.4.28
- 3.《国内政策驱动快速增长，国外持续高端突破-迈瑞医疗三季报点评》，2022.10.28



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	25,270	30,366	36,449	43,927	52,772
营业收入增长率	20.18%	20.17%	20.03%	20.52%	20.14%
归母净利润(百万元)	8,002	9,607	11,556	14,025	16,949
归母净利润增长率	20.19%	20.07%	20.28%	21.37%	20.85%
摊薄每股收益(元)	6.582	7.924	9.531	11.568	13.979
每股经营性现金流净额	7.40	10.01	8.61	12.50	15.02
ROE(归属母公司)(摊薄)	29.69%	30.04%	28.96%	28.23%	27.43%
P/E	57.86	39.88	28.50	23.48	19.43
P/B	17.18	11.98	8.25	6.63	5.33

来源：公司年报、国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>主营业务收入</b>	<b>21,026</b>	<b>25,270</b>	<b>30,366</b>	<b>36,449</b>	<b>43,927</b>	<b>52,772</b>
增长率	20.2%	20.2%	20.2%	20.0%	20.5%	20.1%
主营业务成本	-7,366	-8,843	-10,885	-12,721	-15,331	-18,417
%销售收入	35.0%	35.0%	35.8%	34.9%	34.9%	34.9%
毛利	13,660	16,427	19,480	23,728	28,596	34,355
%销售收入	65.0%	65.0%	64.2%	65.1%	65.1%	65.1%
营业税金及附加	-218	-282	-348	-419	-505	-607
%销售收入	1.0%	1.1%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%
销售费用	-3,612	-3,999	-4,802	-5,722	-6,875	-8,153
%销售收入	17.2%	15.8%	15.8%	15.7%	15.7%	15.5%
管理费用	-897	-1,106	-1,320	-1,640	-1,933	-2,280
%销售收入	4.3%	4.4%	4.3%	4.5%	4.4%	4.3%
研发费用	-1,869	-2,524	-2,923	-3,681	-4,261	-5,119
%销售收入	8.9%	10.0%	9.6%	10.1%	9.7%	9.7%
息税前利润 (EBIT)	7,064	8,516	10,088	12,265	15,023	18,196
%销售收入	33.6%	33.7%	33.2%	33.7%	34.2%	34.5%
财务费用	61	86	451	479	522	670
%销售收入	-0.3%	-0.3%	-1.5%	-1.3%	-1.2%	-1.3%
资产减值损失	-140	-126	-108	0	0	0
公允价值变动收益	0	10	-21	0	0	0
投资收益	-4	1	-5	0	5	5
%税前利润	n.a	0.0%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	7,455	9,066	10,991	13,154	15,957	19,276
%销售收入	35.5%	35.9%	36.2%	36.1%	36.3%	36.5%
营业外收支	-17	-49	-37	-37	-37	-37
税前利润	7,438	9,017	10,954	13,117	15,920	19,239
利润率	35.4%	35.7%	36.1%	36.0%	36.2%	36.5%
所得税	-779	-1,013	-1,343	-1,561	-1,894	-2,289
所得税率	10.5%	11.2%	12.3%	11.9%	11.9%	11.9%
净利润	6,660	8,004	9,611	11,556	14,025	16,949
少数股东损益	2	2	4	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>6,658</b>	<b>8,002</b>	<b>9,607</b>	<b>11,556</b>	<b>14,025</b>	<b>16,949</b>
净利率	31.7%	31.7%	31.6%	31.7%	31.9%	32.1%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	6,660	8,004	9,611	11,556	14,025	16,949
少数股东损益	2	2	4	0	0	0
非现金支出	623	843	1,019	694	781	866
非经营收益	158	-182	-395	619	39	38
营运资金变动	1,430	333	1,906	-2,428	304	353
<b>经营活动现金净流</b>	<b>8,870</b>	<b>8,999</b>	<b>12,141</b>	<b>10,441</b>	<b>15,150</b>	<b>18,206</b>
资本开支	-1,180	-1,381	-1,842	1,076	-1,048	-1,208
投资	-20	-3,520	-37	0	0	0
其他	-3,991	88	-1,341	-1	4	3
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-5,191</b>	<b>-4,812</b>	<b>-3,220</b>	<b>1,075</b>	<b>-1,045</b>	<b>-1,205</b>
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	-441	0	-359	0	0
其他	-1,853	-4,164	-5,194	-3,646	-4,250	-4,854
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-1,853</b>	<b>-4,605</b>	<b>-5,194</b>	<b>-4,004</b>	<b>-4,250</b>	<b>-4,854</b>
<b>现金净流量</b>	<b>1,628</b>	<b>-590</b>	<b>3,841</b>	<b>7,512</b>	<b>9,855</b>	<b>12,147</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	15,865	15,361	23,186	30,659	40,487	52,614
应收款项	1,834	1,916	2,810	4,267	4,661	5,166
存货	3,541	3,565	4,025	4,635	5,670	6,862
其他流动资产	392	492	585	718	619	699
流动资产	21,632	21,335	30,606	40,280	51,437	65,341
%总资产	64.9%	56.0%	65.5%	74.7%	78.8%	82.2%
长期投资	90	106	129	130	132	134
固定资产	4,129	4,898	6,064	6,316	6,640	6,837
%总资产	12.4%	12.9%	13.0%	11.7%	10.2%	8.6%
无形资产	2,574	6,504	6,759	6,947	6,864	6,980
非流动资产	11,675	16,768	16,139	13,608	13,839	14,145
%总资产	35.1%	44.0%	34.5%	25.3%	21.2%	17.8%
<b>资产总计</b>	<b>33,306</b>	<b>38,103</b>	<b>46,745</b>	<b>53,888</b>	<b>65,276</b>	<b>79,485</b>
短期借款	0	85	97	0	0	0
应付款项	2,738	3,590	4,192	5,038	5,590	6,552
其他流动负债	5,498	4,954	7,481	6,376	7,405	8,511
流动负债	8,236	8,629	11,770	11,414	12,995	15,064
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	1,780	2,506	2,976	2,556	2,581	2,623
负债	10,016	11,135	14,746	13,970	15,576	17,687
<b>普通股股东权益</b>	<b>23,278</b>	<b>26,953</b>	<b>31,981</b>	<b>39,899</b>	<b>49,681</b>	<b>61,781</b>
其中：股本	1,216	1,216	1,212	1,212	1,212	1,212
未分配利润	13,424	18,386	23,761	31,679	41,461	53,560
少数股东权益	13	15	18	18	18	18
<b>负债股东权益合计</b>	<b>33,306</b>	<b>38,103</b>	<b>46,745</b>	<b>53,888</b>	<b>65,276</b>	<b>79,485</b>

**比率分析**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标</b>						
每股收益	5.476	6.582	7.924	9.531	11.568	13.979
每股净资产	19.148	22.171	26.377	32.908	40.976	50.955
每股经营现金净流	7.296	7.402	10.014	8.611	12.495	15.016
每股股利	1.000	1.500	2.500	3.000	3.500	4.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	28.60%	29.69%	30.04%	28.96%	28.23%	27.43%
总资产收益率	19.99%	21.00%	20.55%	21.44%	21.49%	21.32%
投入资本收益率	27.10%	27.74%	27.42%	27.07%	26.63%	25.94%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	27.00%	20.18%	20.17%	20.03%	20.52%	20.14%
EBIT增长率	48.64%	20.56%	18.46%	21.58%	22.49%	21.12%
净利润增长率	42.24%	20.19%	20.07%	20.28%	21.37%	20.85%
总资产增长率	29.93%	14.40%	22.68%	15.28%	21.13%	21.77%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	27.0	22.4	25.9	39.0	35.0	32.0
存货周转天数	143.8	146.7	127.3	133.0	135.0	136.0
应付账款周转天数	67.9	78.0	76.6	90.0	79.0	76.0
固定资产周转天数	55.5	54.5	51.2	44.7	37.7	31.4
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-68.12%	-56.68%	-72.15%	-76.81%	-81.46%	-85.14%
EBIT利息保障倍数	-115.0	-99.1	-22.4	-25.6	-28.8	-27.2
资产负债率	30.07%	29.22%	31.55%	25.92%	23.86%	22.25%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-10-20	买入	375.30	N/A
2	2022-01-20	买入	335.22	N/A
3	2022-04-20	买入	328.31	N/A
4	2022-08-22	买入	289.50	N/A
5	2022-10-12	买入	301.77	N/A
6	2022-10-28	买入	327.00	N/A
7	2023-04-28	买入	309.00	N/A
8	2023-08-01	买入	296.00	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

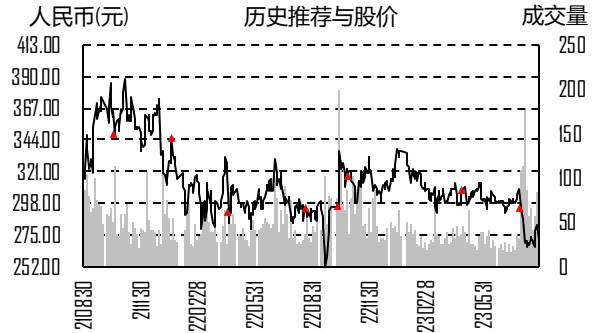
- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806