

迈瑞医疗 (300760.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

国际市场增长强劲，利润率稳步提升

业绩简评

2024年4月26日，公司发布2023年年度报告和2024年一季度报告。2023年公司实现收入349.32亿元，同比+15%；归母净利润115.82亿元，同比+21%；扣非归母净利润114.34亿元，同比+20%；2024Q1公司实现收入93.73亿元，同比+12%；归母净利润31.60亿元，同比+23%；扣非归母净利润30.37亿元，同比+20%。

经营分析

三大业务线持续发力，Q1国际市场增长强劲。2023年分产品来看，生命信息与支持类产品实现收入152.52亿元，同比+14%，其中微创外科增长超过30%，硬镜系统的市场占有率提升至国内第三；体外诊断类产品实现收入124.21亿元，同比+21%，其中国际体外诊断业务连续两年的复合增速超过了30%；医学影像类产品70.34亿元，同比+8.8%，其中超声高端型号增长超过20%。2024Q1在海外高端客户群突破持续加快的助力下，公司国际市场增长近30%，其中发展中国家增长超过30%，三大业务线均实现了快速增长。

利润率稳步提升，盈利能力持续增强。公司2023年综合毛利率达到66.2%，同比+2.0pct，三大类产品线毛利率均有不同程度提升，带动公司利润实现高速增长。2024Q1公司实现净利率33.7%，同比+3.0pct，在去年Q1国内市场销售高基数背景下依然实现了较好的利润增长。Q1公司研发投入10.30亿元，占营业收入的比重达到10.99%，产品持续创新迭代，尤其在高端领域不断实现突破。公司预计2024年国内公立医院的招投标活动将呈现逐季度复苏的趋势，未来公司业务拓展及销售增长有望加速。

收购惠泰医疗控制权，快速布局心血管赛道。1月28日公司公告拟通过“协议转让+表决权”的方式，使用自有资金实现对上市公司惠泰医疗控制权的收购，4月15日协议涉及股份已完成过户登记。惠泰医疗作为国内电生理及血管介入领域的头部企业，将帮助迈瑞培育新的业绩增长极。迈瑞也将通过资源互补的产业整合，为双方带来产品研发创新和全球营销能力的提升。

盈利预测、估值与评级

我们预计2024-2026年公司收入分别为418.27、502.72、603.94亿元，同比+20%、+20%、+20%；归母净利润分别为139.28、168.62、204.86亿元，同比+20%、+21%、+21%，现价对应PE为25、21、17倍，维持“买入”评级。

风险提示

并购整合不及预期风险；汇率波动风险；研发进展不及预期风险；市场竞争加剧风险；集采降价超预期风险等。

医药组

分析师：袁维 (执业 S1130518080002)

yuan_wei@gjzq.com.cn

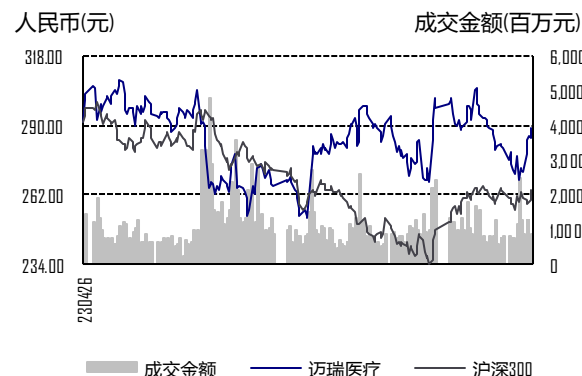
分析师：何冠洲 (执业 S1130523080002)

heguanzhou@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：288.80元

相关报告：

- 《国产器械龙头海内外快速发展，质量回报双提升行动方案夯实市场信...》，2024.2.18
- 《迈瑞医疗公司点评：迈瑞拟收购惠泰股权，强强联合拓宽心血管业务》，2024.1.29
- 《迈瑞医疗公司点评：ROW持续突破，种子业务积极拓展》，2023.10.29



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	30,366	34,932	41,827	50,272	60,394
营业收入增长率	20.17%	15.04%	19.74%	20.19%	20.13%
归母净利润(百万元)	9,607	11,582	13,928	16,862	20,486
归母净利润增长率	20.07%	20.56%	20.25%	21.06%	21.49%
摊薄每股收益(元)	7.924	9.553	11.488	13.907	16.896
每股经营性现金流净额	10.01	9.12	14.30	15.46	18.57
ROE(归属母公司)(摊薄)	30.04%	35.01%	30.82%	28.16%	26.37%
P/E	39.88	30.42	25.14	20.77	17.09
P/B	11.98	10.65	7.75	5.85	4.51

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)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	25,270	30,366	34,932	41,827	50,272	60,394
增长率	20.2%	15.0%	19.7%	20.2%	20.1%	
主营业务成本	-8,843	-10,885	-11,821	-14,096	-16,891	-20,232
%销售收入	35.0%	35.8%	33.8%	33.7%	33.6%	33.5%
毛利	16,427	19,480	23,111	27,731	33,381	40,162
%销售收入	65.0%	64.2%	66.2%	66.3%	66.4%	66.5%
营业税金及附加	-282	-348	-366	-418	-503	-604
%销售收入	1.1%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-3,999	-4,802	-5,703	-6,692	-8,044	-9,663
%销售收入	15.8%	15.8%	16.3%	16.0%	16.0%	16.0%
管理费用	-1,106	-1,320	-1,524	-1,799	-2,111	-2,476
%销售收入	4.4%	4.3%	4.4%	4.3%	4.2%	4.1%
研发费用	-2,524	-2,923	-3,433	-4,183	-5,027	-6,039
%销售收入	10.0%	9.6%	9.8%	10.0%	10.0%	10.0%
息税前利润 (EBIT)	8,516	10,088	12,086	14,639	17,696	21,379
%销售收入	33.7%	33.2%	34.6%	35.0%	35.2%	35.4%
财务费用	86	451	855	524	835	1,193
%销售收入	-0.3%	-1.5%	-2.4%	-1.3%	-1.7%	-2.0%
资产减值损失	-126	-108	-774	-83	-116	-40
公允价值变动收益	10	-21	79	0	0	0
投资收益	1	-5	-10	-5	-5	-5
%税前利润	0.0%	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
营业利润	9,066	10,991	13,070	15,876	19,210	23,328
营业利润率	35.9%	36.2%	37.4%	38.0%	38.2%	38.6%
营业外收支	-49	-37	-59	-50	-50	-50
税前利润	9,017	10,954	13,011	15,826	19,160	23,278
利润率	35.7%	36.1%	37.2%	37.8%	38.1%	38.5%
所得税	-1,013	-1,343	-1,433	-1,899	-2,299	-2,793
所得税率	11.2%	12.3%	11.0%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润	8,004	9,611	11,578	13,927	16,861	20,485
少数股东损益	2	4	-4	-1	-1	-1
归属于母公司的净利润	8,002	9,607	11,582	13,928	16,862	20,486
净利率	31.7%	31.6%	33.2%	33.3%	33.5%	33.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	8,004	9,611	11,578	13,927	16,861	20,485
少数股东损益	2	4	-4	-1	-1	-1
非现金支出	843	1,019	1,813	913	1,008	992
非经营收益	-182	-395	-932	1,211	63	61
营运资金变动	333	1,906	-1,398	1,283	811	976
经营活动现金净流	8,999	12,141	11,062	17,334	18,742	22,513
资本开支	-1,381	-1,842	-2,667	-592	-870	-870
投资	-3,520	-37	-2,182	0	-100	-100
其他	88	-1,341	4,156	-5	-5	-5
投资活动现金净流	-4,812	-3,220	-693	-597	-975	-975
股权募资	0	0	79	0	0	0
债权募资	-441	0	-19	-688	0	0
其他	-4,164	-5,194	-10,836	-1,830	-2,190	-2,673
筹资活动现金净流	-4,605	-5,194	-10,776	-2,518	-2,190	-2,673
现金净流量	-590	3,841	-305	14,220	15,577	18,865

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	15,361	23,186	18,787	32,957	48,498	67,337
应收款项	1,916	2,810	3,492	3,693	4,398	5,283
存货	3,565	4,025	3,979	4,779	5,669	6,790
其他流动资产	492	585	617	652	722	806
流动资产	21,335	30,606	26,875	42,082	59,287	80,216
%总资产	56.0%	65.5%	56.1%	68.3%	75.2%	80.4%
长期投资	106	129	1,532	1,532	1,632	1,732
固定资产	4,898	6,064	7,951	7,948	7,793	7,585
%总资产	12.9%	13.0%	16.6%	12.9%	9.9%	7.6%
无形资产	6,504	6,759	7,704	7,467	7,563	7,650
非流动资产	16,768	16,139	21,065	19,504	19,532	19,500
%总资产	44.0%	34.5%	43.9%	31.7%	24.8%	19.6%
资产总计	38,103	46,745	47,940	61,586	78,820	99,716
短期借款	85	97	112	0	0	0
应付款项	3,590	4,192	4,731	5,651	6,771	8,109
其他流动负债	4,954	7,481	5,259	7,296	8,766	10,534
流动负债	8,629	11,770	10,103	12,947	15,537	18,643
长期贷款	0	0	1	1	1	1
其他长期负债	2,506	2,976	4,490	3,184	3,148	3,122
负债	11,135	14,746	14,594	16,132	18,687	21,766
普通股股东权益	26,953	31,981	33,085	45,195	59,874	77,693
其中：股本	1,216	1,212	1,212	1,212	1,212	1,212
未分配利润	18,386	23,761	24,680	36,790	51,469	69,287
少数股东权益	15	18	261	260	259	258
负债股东权益合计	38,103	46,745	47,940	61,586	78,820	99,716

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	6.582	7.924	9.553	11.488	13.907	16.896
每股净资产	22.171	26.377	27.288	37.276	49.383	64.079
每股经营现金净流	7.402	10.014	9.124	14.297	15.458	18.569
每股股利	0.900	0.660	0.900	1.500	1.800	2.200
回报率						
净资产收益率	29.69%	30.04%	35.01%	30.82%	28.16%	26.37%
总资产收益率	21.00%	20.55%	24.16%	22.62%	21.39%	20.54%
投入资本收益率	27.74%	27.42%	31.98%	28.34%	25.90%	24.14%
增长率						
主营业务收入增长率	20.18%	20.17%	15.04%	19.74%	20.19%	20.13%
EBIT增长率	20.56%	18.46%	19.81%	21.13%	20.88%	20.82%
净利润增长率	20.19%	20.07%	20.56%	20.25%	21.06%	21.49%
总资产增长率	14.40%	22.68%	2.56%	28.47%	27.98%	26.51%
资产管理能力						
应收账款周转天数	22.4	25.9	31.1	30.0	30.0	30.0
存货周转天数	146.7	127.3	123.6	125.0	125.0	125.0
应付账款周转天数	78.0	76.6	76.9	77.0	77.0	77.0
固定资产周转天数	54.5	51.2	57.4	47.0	38.0	30.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-56.68%	-72.15%	-56.00%	-72.50%	-80.65%	-86.38%
EBIT利息保障倍数	-99.1	-22.4	-14.1	-27.9	-21.2	-17.9
资产负债率	29.22%	31.55%	30.44%	26.19%	23.71%	21.83%

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
买入	0	13	27	51	122
增持	0	0	0	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.02	1.00

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	2022-10-12	买入	301.77	N/A
2	2022-10-28	买入	327.00	N/A
3	2023-04-28	买入	309.00	N/A
4	2023-08-01	买入	296.00	N/A
5	2023-08-30	买入	271.60	N/A
6	2023-10-29	买入	265.85	N/A
7	2024-01-29	买入	284.32	N/A
8	2024-02-18	买入	297.38	N/A

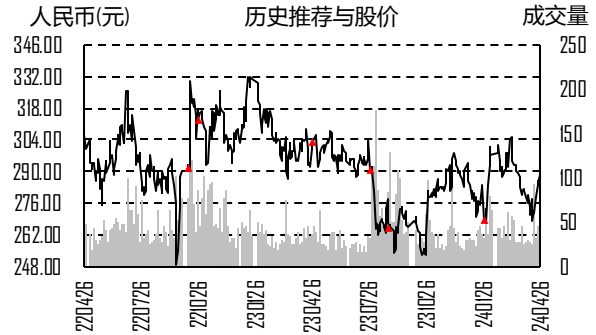
来源：国金证券研究所

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



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。

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。

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：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 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 18 楼 1806