

2024年04月28日
迈瑞医疗(300760.SZ)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

医疗器械

投资评级

买入-A
维持评级

6个月目标价

346.92元

股价(2024-04-26)

288.80元

交易数据

总市值(百万元) 350,153.07

流通市值(百万元) 350,152.79

总股本(百万股) 1,212.44

流通股本(百万股) 1,212.44

12个月价格区间 256.8/317.36元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.2	-5.9	5.6
绝对收益	0.9	1.6	-3.9

马帅 分析师

SAC 执业证书编号: S1450518120001

mashuai@essence.com.cn

李奔 分析师

SAC 执业证书编号: S1450523110001

liben@essence.com.cn

相关报告

拟收购惠泰医疗控制权, 强 2024-01-29

强联手进一步扩大在全球医疗器械行业的影响力

迈瑞医疗 Q3 国内业务短期 2023-10-31

受行业调整影响, 海外业务保持快速增长趋势

迈瑞医疗 23H1 业绩稳健向 2023-09-03

上, 国内新基建+海外市场突破持续驱动增长

业绩高质量稳健增长, 数智化、高端化、国际化驱动长期成长

■ 事件: 公司发布 2023 年报和 2024 年一季报。

(1) 2023 年全年: 公司实现营业收入 349.3 亿元, 同比增长 15%; 归母净利润 115.82 亿元, 同比增长 20.56%; 扣非归母净利润 114.34 亿元, 同比增长 20%。23Q4, 公司实现营业收入 76.28 亿元, 同比增长 7.9%; 归母净利润 17.48 亿元, 同比增长 16.15%; 扣非归母净利润 17.47 亿元, 同比增长 14.88%; 毛利率 66.3%, 同比提升 2.65pct; 净利率 22.85%, 同比提升 1.56pct。

(2) 24Q1: 公司实现营业收入 93.73 亿元, 同比增长 12.06%; 归母净利润 31.6 亿元, 同比增长 22.9%; 扣非归母净利润 30.37 亿元, 同比增长 20.1%; 毛利率 65.96%, 同比减少 0.44pct; 净利率 33.73%, 同比提升 2.98pct。

■ 生命信息与支持板块: 高端医院渗透率与海外市占率稳步提升。

2023 年, 公司生命信息与支持业务实现收入 152.52 亿元, 同比增长 13.81%, 其中微创外科增长超过了 30%, 硬镜系统的市场占有率提升至国内第三。

(1) 国内方面: 虽然 23H1 以 ICU 病房扩容为主导的医疗新基建活动产生了显著的拉动作, 但因医疗行业整顿行动而导致的招标采购活动推迟造成了冲击, 同时医疗专项债在第四季度发行暂缓也影响了医疗新基建项目的推进, 使得板块下半年的增长趋弱。但行业整顿对设备的采购需求量并未造成任何影响, 推迟的采购预计在未来仍将全部释放。据公司统计, 从可及市场角度来看, 截至报告期末, 国内医疗新基建待释放的市场空间仍然超过 200 亿元, 预计未来两年对该业务线的增长将会带来积极贡献。

(2) 海外方面: 除了 23Q1 产能倾斜国内以外, 23Q2 开始国际市场的产能供应已经完全恢复, 并且国际市场的采购需求已经基本复苏, 使得国际业务下半年增长超过了 20%。公司生命信息与支持业务加速渗透高端客户群, 在美国、英国、法国、西班牙、澳大利亚、巴西、墨西哥、土耳其等国家进入了更多高端医院, 整体产品和数智化解决方案的优势不断扩大, 同时鉴于公司海外市场占有率仍然较低, 未来国际生命信息与支持业务有望长期保持平稳快速增长。

■ 体外诊断板块: 维持较快增长, 不断突破国内外大样本量客户。

2023 年, 公司体外诊断业务实现收入 124.2 亿元, 同比增长 21.12%, 其中国际体外诊断业务连续两年的复合增速超过了 30%。

(1) 国内方面: 23 年 3 月份以后, 得益于国内常规门急诊、体检、手术等诊疗活动的迅速恢复, 国内体外诊断试剂消耗也随之显著复

苏，并且血球 BC-7500 系列、化学发光 CL-8000i、生化 BS-2800M、凝血 CX-9000、TLA 流水线等仪器仍然获得了亮眼的装机表现。其中 BC-7500 系列装机超过 2,000 台，进一步巩固了公司国内血球市场第一的行业地位，带来收入贡献超过 10 亿元，成为了首款在上市第三年就实现收入突破 10 亿元的产品。国内化学发光新增装机超过了 2000 台，其中高速机占比达到近六成，大样本量客户突破持续加速，助力公司的化学发光业务在国内市场份额首次超过一家进口品牌并列第四。

（2）海外方面：公司通过并购和自建的方式加快了对海外体外诊断市场生产制造、物流配送、临床支持、IT 服务等本地平台化能力的建设进度，海外中大样本量客户的渗透速度仍在持续加快，全年突破了超过 100 家海外第三方连锁实验室，并且通过血球业务线已经建立起来的技术创新和临床价值等各方面的优势，公司仍在不断加深和海外第三方实验室的合作关系。其中，公司已经成为拉美第一大实验室 DASA 的独家血球供应商，并将借此机会横向拓展更多业务。

目 影像学：市场份额加速提升，超高端产品上市增强竞争力。

2023 年，公司体外诊断业务实现收入 70.3 亿元，同比增长 8.82%，其中高端型号增长超过 20%。

（1）国内方面：虽然常规采购自 3 月份以来得到了恢复，但从 7 月底开始的医疗行业整顿行动使得超声的招标采购活动也出现显著推迟，导致医学影像业务下半年的增长放缓。公司立足于强大的产品竞争力和高标准的合规体系，抓住了当前环境下市场份额提升的机会，首次超越原市场第一的进口品牌，成为国内超声市场行业第一的厂家。同时，公司于 2023 年底在国内市场发布了国产首款超高端超声平台 Resona A20，标志着公司超声技术已经正式迈入国际一流水平。但是，进口品牌占国内超声市场的比重合计仍达到近六成。未来，通过在超高端领域的发力，公司有望继续巩固国内市场第一的地位，加速超声国产化率的提升。

（2）海外方面：在国际市场，虽然中低端超声采购需求的景气度持续受到整体宏观经济环境低迷的冲击，但公司迅速地对营销策略做了针对性调整，加大了海外高端市场的覆盖投入力度，推动海外超声高端型号增长超过了 25%，加速了高端客户突破的进程，并助力超声业务首次实现了全球第三的行业地位。

目 立足研发创新，各领域新产品接连上市带来增长新动能。

（1）生命信息与支持：公司推出了瑞智联生态·易关怀亚重症整体解决方案、UX5 系列 4K 内窥镜荧光摄像系统、5mm 光学胸腹腔镜、超声高频集成手术设备、BeneHeart D 系列新一代除颤监护仪、BeneFusion i/u 系列注射泵/输液泵、BeneFusion MRI Station 磁共振输注工作站、新 uMEC 监护仪、新一代麻醉系统 A7/A5、急救转运呼吸机 TV80/TV50、HyBase V9 电动综合手术床、腹腔镜手术室解决方案（吊塔）、4K 数字化手术室二期、HyLED C 系列手术灯、mWear 穿戴监护、Vetal 3 便携式动物监护仪等新产品和解决方案。

22A&23Q1 业绩符合我们预期，主业均衡发展，持续突破高端市场提升国际影响力	2023-04-29
迈瑞医疗 Q3 业绩符合预期，业务发展稳中有进	2022-10-31

(2) 体外诊断：公司推出了乙型肝炎病毒核心抗体测定试剂盒、醛固酮二代试剂盒、肾素二代试剂盒、白介素 6 测定试剂盒、CX-6000 全自动凝血分析仪、AF-600 全自动微生物鉴定药敏分析仪、乙型肝炎病毒 e 抗体测定试剂盒、高敏心肌肌钙蛋白测定试剂盒、氨基末端脑利钠肽前体测定试剂盒、MT 8000 全实验室智能化流水线等新产品，重磅产品的推出有望成为助力 IVD 业务延续高速增长的坚实基础。随着体外诊断产品线持续的技术积累和产品创新，公司在该领域与进口品牌的差距将进一步缩小甚至追平，并在某些临床应用和功能上超越进口品牌。

(3) 影像学：公司推出了超高端全身机 Resona A20、高端心脏机 Recho R9、高端体检台式彩超 Hepatus 9、面向国际客户的 X 光数字化升级解决方案 RetroPad、Vetus 60 动物专用台式彩超、VetiX S300 动物专用 DR 等重磅新产品。未来，公司将继续开发完善妇产、心血管、麻醉、介入等临床解决方案，实现海内外高端客户群的全面突破。

目 投资建议：

买入-A 投资评级，6 个月目标价 346.92 元。我们预计公司 2024 年-2026 年的收入增速分别为 20.1%、19.5%、18.6%，净利润的增速分别为 21.1%、20.2%、19.2%，成长性突出；维持给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 346.92 元，相当于 2024 年 30 倍的动态市盈率。

目 风险提示：医疗设备采购的政策影响；海外业务的不确定性；新产品放量的不确定性。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	30,365.6	34,931.9	41,953.9	50,152.0	59,463.1
净利润	9,607.2	11,582.2	14,020.7	16,852.6	20,089.6
每股收益(元)	7.92	9.55	11.56	13.90	16.57
每股净资产(元)	26.38	27.29	33.31	40.10	48.51

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	36.4	30.2	25.0	20.8	17.4
市净率(倍)	10.9	10.6	8.7	7.2	6.0
净利润率	31.6%	33.2%	33.4%	33.6%	33.8%
净资产收益率	30.0%	35.0%	34.7%	34.7%	34.2%
股息收益率	1.6%	1.5%	2.1%	2.5%	2.8%
ROIC	148.2%	196.2%	150.7%	141.7%	151.7%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	30,365.6	34,931.9	41,953.9	50,152.0	59,463.1	成长性					
减: 营业成本	10,885.3	11,820.7	13,981.3	16,756.5	19,901.4	营业收入增长率	20.2%	15.0%	20.1%	19.5%	18.6%
营业税费	348.3	366.1	463.0	551.4	644.4	营业利润增长率	21.2%	18.9%	20.9%	20.1%	19.2%
销售费用	4,801.6	5,702.9	6,083.3	7,221.9	8,503.2	净利润增长率	20.1%	20.6%	21.1%	20.2%	19.2%
管理费用	1,320.1	1,523.7	1,720.1	2,006.1	2,378.5	EBITDA 增长率	19.0%	14.4%	32.6%	21.0%	19.2%
研发费用	2,922.6	3,432.7	4,111.5	4,864.7	5,649.0	EBIT 增长率	18.5%	14.3%	34.0%	20.2%	19.3%
财务费用	-451.0	-854.9	-199.5	-245.5	-298.7	NOPLAT 增长率	16.0%	17.5%	27.8%	20.1%	19.1%
加: 资产/信用减值损失	-107.9	-773.7	-335.8	-405.8	-505.1	投资资本增长率	-11.2%	66.3%	27.7%	11.3%	21.1%
公允价值变动收益	-21.4	79.4	-	-	-	净资产增长率	18.7%	4.2%	21.9%	20.3%	20.9%
投资和汇兑收益	-5.1	-9.8	-4.7	-6.5	-7.0						
营业利润	10,990.5	13,069.9	15,803.6	18,984.5	22,623.1	利润率					
加: 营业外净收支	-37.0	-58.9	-48.2	-48.0	-51.7	毛利率	64.2%	66.2%	66.7%	66.6%	66.5%
利润总额	10,953.6	13,010.9	15,755.5	18,936.5	22,571.4	营业利润率	36.2%	37.4%	37.7%	37.9%	38.0%
减: 所得税	1,342.8	1,432.5	1,733.1	2,083.0	2,482.8	净利润率	31.6%	33.2%	33.4%	33.6%	33.8%
净利润	9,607.2	11,582.2	14,020.7	16,852.6	20,089.6	EBITDA/营业收入	35.3%	35.1%	38.8%	39.3%	39.5%
						EBIT/营业收入	32.8%	32.6%	36.4%	36.6%	36.8%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	48	50	49	47	45
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	-41	-32	-14	-10	-4
货币资金	23,185.7	18,787.2	24,247.7	31,414.0	38,478.5	流动资产周转天数	308	296	263	277	289
交易性金融资产	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	27	32	28	29	30
应收帐款	2,807.8	3,490.2	3,095.7	5,071.0	4,841.8	存货周转天数	45	41	44	42	42
应收票据	2.1	1.7	187.5	75.4	75.7	总资产周转天数	503	488	443	434	431
预付帐款	289.4	267.8	411.3	393.8	559.9	投资资本周转天数	70	76	90	89	88
存货	4,024.9	3,978.6	6,171.7	5,559.9	8,392.3						
其他流动资产	295.9	349.7	299.9	315.2	321.6	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	30.0%	35.0%	34.7%	34.7%	34.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	20.6%	24.2%	25.3%	25.7%	26.2%
长期股权投资	60.8	66.6	66.6	66.6	66.6	ROIC	148.2%	196.2%	150.7%	141.7%	151.7%
投资性房地产	43.4	41.5	41.5	41.5	41.5	费用率					
固定资产	4,261.0	5,489.6	5,996.6	7,123.8	7,793.7	销售费用率	15.8%	16.3%	14.5%	14.4%	14.3%
在建工程	1,802.7	2,461.3	2,674.6	3,307.1	3,627.1	管理费用率	4.3%	4.4%	4.1%	4.0%	4.0%
无形资产	2,273.6	2,567.3	2,510.0	2,794.0	2,629.3	研发费用率	9.6%	9.8%	9.8%	9.7%	9.5%
其他非流动资产	7,698.0	10,438.5	9,711.8	9,453.5	9,820.8	财务费用率	-1.5%	-2.4%	-0.5%	-0.5%	-0.5%
资产总额	46,745.2	47,940.0	55,414.9	65,615.7	76,648.8	四费/营业收入	28.3%	28.1%	27.9%	27.6%	27.3%
短期债务	-	7.7	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	4,192.0	4,731.5	5,453.8	6,824.9	7,876.7	资产负债率	31.5%	30.4%	26.7%	25.5%	22.9%
应付票据	-	-	-	-	-	负债权益比	46.1%	43.8%	36.3%	34.2%	29.7%
其他流动负债	7,577.8	5,363.4	5,992.9	6,312.1	5,889.2	流动比率	2.60	2.66	3.01	3.26	3.83
长期借款	-	1.4	-	-	-	速动比率	2.26	2.27	2.47	2.84	3.22
其他非流动负债	2,976.3	4,489.9	3,324.0	3,596.8	3,803.6	利息保障倍数	-22.07	-13.31	-76.47	-74.70	-73.24
负债总额	14,746.1	14,594.0	14,770.8	16,733.8	17,569.5	分红指标					
少数股东权益	18.3	260.7	262.2	263.1	262.0	DPS(元)	4.50	4.30	5.96	7.11	8.16
股本	1,212.4	1,212.4	1,212.4	1,212.4	1,212.4	分红比率	56.8%	45.0%	51.6%	51.1%	49.2%
留存收益	31,877.4	32,379.0	39,169.5	47,406.3	57,604.8	股息收益率	1.6%	1.5%	2.1%	2.5%	2.8%
股东权益	31,999.1	33,346.0	40,644.1	48,881.9	59,079.3						
						现金流量表					
						(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
						净利润	9,610.7	11,578.4	14,020.7	16,852.6	20,089.6
						加: 折旧和摊销	805.4	925.2	1,026.9	1,356.4	1,598.2
						资产减值准备	107.9	773.7	-	-	-
						公允价值变动损失	21.4	-79.4	-	-	-
						财务费用	-240.6	-217.2	-199.5	-245.5	-298.7
						投资收益	5.1	9.8	4.7	6.5	7.0
						少数股东损益	3.5	-3.8	1.6	0.9	-1.1
						营运资金的变动	6,566.8	-4,494.1	-1,164.7	970.9	-2,307.0
						经营活动产生现金流量	12,141.1	11,062.0	13,689.8	18,941.8	19,088.0
						投资活动产生现金流量	-3,219.8	-692.9	-1,686.3	-3,408.8	-2,431.9
						融资活动产生现金流量	-5,194.3	-10,775.7	-6,543.0	-8,366.7	-9,591.7
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	7.92	9.55	11.56	13.90	16.57
						BVPS(元)	26.38	27.29	33.31	40.10	48.51
						PE(X)	36.4	30.2	25.0	20.8	17.4
						PB(X)	10.9	10.6	8.7	7.2	6.0
						P/FCF	33.9	44.2	30.6	22.6	20.2
						P/S	11.5	10.0	8.3	7.0	5.9
						EV/EBITDA	33.2	26.8	19.7	16.0	13.1
						CAGR(%)	20.6%	20.2%	20.6%	20.6%	20.2%
						PEG	1.8	1.5	1.2	1.0	0.9
						ROIC/WACC	14.1	18.7	14.4	13.5	14.4
						REP	4.6	1.9	1.9	1.8	1.3

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034