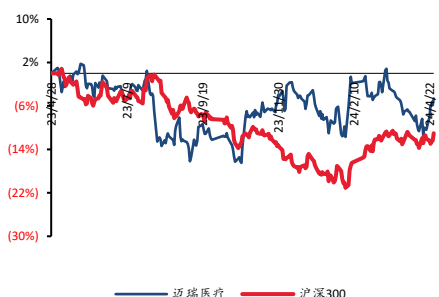


## 迈瑞医疗点评报告：业绩符合预期，各产线均实现重大突破

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	12.12/12.12
总市值/流通(亿元)	3,501.53/3,501.53
	1.53
12个月内最高/最低价(元)	325/253.48

### 相关研究报告

<<迈瑞医疗点评报告：“质量回报双提升”，迈瑞医疗在行动>>—2024-02-18

<<迈瑞医疗点评报告：收购惠泰控制权，巨头开启心血管业务新篇章>>—2024-01-30

<<迈瑞医疗点评报告：第三季度国内收入放缓，海外增速环比提升>>—2023-11-02

证券分析师：谭紫媚

电话：0755-83688830

E-MAIL: tanzm@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190520090001

**事件：**4月27日，公司发布2023年年度报告：全年实现营业收入349.32亿元，同比增长15.04%；归母净利润115.82亿元，同比增长20.56%；扣非净利润114.34亿元，同比增长20.04%；经营性现金流量净额110.62亿元。其中，2023年第四季度营业收入76.28亿元，同比增长7.90%；归母净利润17.48亿元，同比增长16.15%；扣非净利润17.48亿元，同比增长14.88%；经营性现金流量净额32.91亿元。

同日，公司发布2024年第一季度报告：第一季度实现营业收入93.73亿元，同比增长12.06%；归母净利润31.60亿元，同比增长22.90%；扣非净利润30.37亿元，同比增长20.08%；经营性现金流量净额28.65亿元，同比增长114.85%。

**生命信息与支持：行业环境及自身基数影响，23Q4和24Q1增速受抑制；硬镜市占率提升至国内第三**

2023年度，公司的生命信息与支持业务实现营业收入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2023年上半年以ICU病房扩容为主导的医疗新基建活动带来了显著的拉动作用，但因医疗行业整顿行动而导致的招标采购活动推迟对该业务线不可避免地造成了冲击，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，使得生命信息与支持业务下半年的增长趋弱。

然而，不管是常规招标采购还是医疗新基建项目，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2023年度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2023年一季度产能倾斜国内以外，二季度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，使得国际生命信息与支持业务下半年增长超过了20%。

2024年第一季度，由于2023年同期国内重症病房建设所带来的紧急采购需求量远远超过其他常规采购需求量，使得今年一季度国内市场整体在高基数的情况下实现了个位数增长。

### 体外诊断：24Q1 国内外均实现高速增长；23 年国内发光业务市占率提升至第四

2023 年度，公司体外诊断业务实现营业收入 124.21 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，自 2023 年 3 月份以来，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，并且各特色仪器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，同时，该系列带来的收入贡献超过 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 2,000 台，其中高速机占比达到近六成，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位列第四。

(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，全年成功突破了超过 100 家海外第三方连锁实验室，并且已经成为拉美第一大实验室 DASA 的独家血球供应商。

2024 年第一季度，去年同期受抑制的国内体外诊断业务实现了恢复性高速增长；同时在海外高端客户群突破持续加快的助力下，我们预计国际市场也实现了高于其他两条产线的快速增长。

### 医学影像：超越外资成为国内超声市场行业第一的厂家，全球第三

2023 年度，公司医学影像业务实现营业收入 70.34 亿元，同比增长 8.82%，其中超声高端型号增长超过 20%。

(1) 国内市场，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。但是公司抓住了当前环境下的机会，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。

(2) 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。

### 各项期间费用指标保持稳定，一季度盈利能力略有提升

2023 年度，公司的综合毛利率、销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率、整体净利率分别为 66.16%、16.33%、4.36%、9.83%、

-2.45%、33.15%，分别变动+2.01pct、+0.51pct、+0.01pct、+0.20pct、-0.96pct、+1.50pct。其中，2023年第四季度的综合毛利率、销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率、整体净利率分别为66.31%、22.46%、5.35%、12.11%、-3.28%、22.85%，分别变动+2.65pct、+1.66pct、-0.16pct、+0.30pct、-3.71pct、+1.56pct。

2024年度第一季度，公司的综合毛利率、销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率、整体净利率分别为65.96%、15.85%、5.05%、10.11%、-1.32%、33.73%，分别变动-0.43pct、-0.58pct、-0.41pct、-0.08pct、-1.25pct、+2.98pct。

**盈利预测与投资评级：**展望2024年，国内公立医院的招投标活动预计呈现逐季度复苏的趋势。鉴于去年上半年国内市场因紧急采购而导致公司基数垫高，而去年下半年的基数受行业整顿影响显著降低，因此今年上下半年的收入增速预计会呈现不均衡的情况。但通过加快各项业务海内外高端客户群突破和市场份额提升，以及抓住国内医疗新基建和设备更新项目的机会，公司对于完成全年的增长目标依然充满信心。

我们预计公司2024-2026年营业收入分别为420.45亿/504.66亿/603.63亿元，同比增速分别为20%/20%/20%；归母净利润分别为139.56亿/167.77亿/201.53亿元，分别增长20%/20%/20%；EPS分别为11.51/13.84/16.62，按照2024年4月26日收盘价对应2024年25倍PE。维持“买入”评级。

**风险提示：**国际贸易摩擦相关风险，集采降价幅度超预期风险，反腐活动影响医院招标进度的风险，竞争激烈程度加剧风险，收购带来的商誉减值风险。

#### ■ 盈利预测和财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	34,932	42,045	50,466	60,363
营业收入增长率(%)	15.04%	20.36%	20.03%	19.61%
归母净利（百万元）	11,582	13,956	16,777	20,153
净利润增长率(%)	20.56%	20.49%	20.21%	20.12%
摊薄每股收益（元）	9.56	11.51	13.84	16.62
市盈率（PE）	30.40	25.09	20.87	17.37

资料来源：Wind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

**资产负债表 (百万)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	23,186	18,787	24,313	32,942	44,926
应收和预付款项	2,950	3,565	3,986	4,801	5,665
存货	4,025	3,979	5,102	6,024	7,170
其他流动资产	445	545	595	667	746
流动资产合计	30,606	26,875	33,996	44,434	58,507
长期股权投资	61	67	67	67	67
投资性房地产	43	41	37	34	31
固定资产	4,261	5,490	6,814	7,893	8,769
在建工程	1,803	2,461	1,793	1,325	998
无形资产开发支出	2,274	2,567	2,798	2,991	3,212
长期待摊费用	83	75	75	75	75
其他非流动资产	38,221	37,239	45,320	56,525	71,432
资产总计	46,745	47,940	56,903	68,910	84,582
短期借款	0	8	12	16	21
应付和预收款项	2,291	2,691	3,228	3,828	4,597
长期借款	0	1	1	1	1
其他负债	12,455	11,894	13,544	15,349	17,347
负债合计	14,746	14,594	16,785	19,195	21,966
股本	1,212	1,212	1,212	1,212	1,212
资本公积	7,509	7,091	7,130	7,130	7,130
留存收益	24,369	25,288	32,135	41,738	54,646
归母公司股东权益	31,981	33,085	39,861	49,464	62,372
少数股东权益	18	261	256	251	244
股东权益合计	31,999	33,346	40,117	49,715	62,616
负债和股东权益	46,745	47,940	56,903	68,910	84,582

**现金流量表 (百万)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	12,141	11,062	17,094	18,779	22,335
投资性现金流	-3,220	-693	-3,226	-2,974	-3,105
融资性现金流	-5,194	-10,776	-8,336	-7,175	-7,246
现金增加额	3,841	-305	5,526	8,629	11,984

**利润表 (百万)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	30,366	34,932	42,045	50,466	60,363
营业成本	10,885	11,821	14,222	17,055	20,355
营业税金及附加	348	366	459	548	653
销售费用	4,802	5,703	7,139	8,697	10,611
管理费用	1,320	1,524	1,816	2,158	2,555
财务费用	-451	-855	-652	-845	-1,147
资产减值损失	-71	-530	-144	-168	-179
投资收益	-5	-10	-8	-11	-13
公允价值变动	-21	79	0	0	0
营业利润	10,991	13,070	15,677	18,846	22,639
其他非经营损益	-37	-59	0	0	0
利润总额	10,954	13,011	15,677	18,846	22,639
所得税	1,343	1,433	1,726	2,075	2,493
净利润	9,611	11,578	13,951	16,771	20,146
少数股东损益	4	-4	-5	-6	-7
归母股东净利润	9,607	11,582	13,956	16,777	20,153

**预测指标**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	64.15%	66.16%	66.17%	66.20%	66.28%
销售净利率	31.64%	33.16%	33.19%	33.24%	33.39%
销售收入增长率	20.17%	15.04%	20.36%	20.03%	19.61%
EBIT 增长率	17.70%	17.59%	21.00%	19.80%	19.39%
净利润增长率	20.07%	20.56%	20.49%	20.21%	20.12%
ROE	30.04%	35.01%	35.01%	33.92%	32.31%
ROA	20.55%	24.16%	24.53%	24.35%	23.83%
ROIC	28.74%	32.85%	33.09%	32.03%	30.40%
EPS(X)	7.94	9.56	11.51	13.84	16.62
PE(X)	39.79	30.40	25.09	20.87	17.37
PB(X)	11.98	10.65	8.78	7.08	5.61
PS(X)	12.62	10.09	8.33	6.94	5.80
EV/EBITDA(X)	31.39	24.81	20.25	16.53	13.41

资料来源: WIND, 太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。