

迈瑞医疗 (300760 CH)

海内外持续高端突破，业绩增长稳健

2023年公司实现营收349.3亿元，同比增长15.0%；归母净利润115.8亿元，同比增长20.6%，归母净利率提升至33.2% (+1.5ppts)。2024年一季度，公司保持稳健增长，实现营业收入93.7亿元，同比增长12.1%；归母净利润31.6亿元，同比增长22.9%，归母净利率同比提升3.0个百分点至33.7%。

■ **IVD 延续快速增长，生命信息与支持和影像产线有望复苏。**2023年，公司IVD产线收入同比增长21.1%。国内市场受益于常规诊疗活动的迅速恢复和大样本量客户的加速突破，IVD收入同比增长20%，其中试剂收入同比增长超25%，带动板块毛利率提升至64.3% (+3.9ppts)。此外，借助21年开展的安徽省化学发光集采，2023年公司在当地的心肌标志物及炎症、甲功、传染病和肿瘤标志物项目都取得了同比超30%的高速增长。我们认为，安徽25省联盟化学发光集采在2024年的落地执行以及国内IVD集采的扩围将持续助推公司的高端渗透和市场份额提升。海外市场中大样本量客户的渗透也在持续加快，2023年公司成功突破106家海外第三方连锁实验室，带动海外IVD收入2021-23年复合增长超过30%。随着海外IVD平台化建设的逐步完善，公司海外IVD业务有望长期快速增长。生命信息与支持和医学影像产线在2H23受到国内公立医院招标采购延迟的影响，但微创外科和高端超声表现亮眼，2023年分别同比增长超30%和20%，公司超声的市场份额首次实现国内第一，全球第三。展望2024年，医院招标采购活动有望逐季复苏，设备以旧换新政策将进一步刺激设备采购的释放，我们预计板块在2024年将加速增长。

■ **新兴市场引领海外市场的强劲增长。**2023年，公司海外收入同比增长15.8%至135.5亿元，海外收入占比达38.8% (+0.3ppts)。随着公司产能恢复常态，公司海外业务快速复苏，2H23海外收入同比增长22.0%。2023年，公司在生命信息与支持产线、IVD产线和医学影像产线分别突破近300家、超450家和超200家全新高端客户。公司1Q24的海外收入同比增长近30%，三大产线均实现快速增长，主要得益于1) 1Q23海外收入基数较低；2) 海外高端客户群的加速突破。新兴市场发展迅猛，2023年和1Q24的收入增速分别超过20%和30%。我们认为，公司产品较之于国际品牌更具备性价比优势，因此公司在新兴市场的业务有望持续快速增长，成为公司海外业绩增长的主要驱动力之一。

■ **维持买入评级，目标价383.49元人民币。**我们预计公司2024E收入和净利润均将实现20%的稳健增长，基于9年的DCF模型，给予383.49元人民币的目标价 (WACC: 9.6%，永续增长率: 3.0%)。

财务资料

(截至12月31日)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
销售收入(百万人民币)	30,366	34,932	41,996	49,635	57,739
同比增长(%)	20.2	15.0	20.2	18.2	16.3
归母净利润(百万人民币)	9,607	11,582	13,905	16,481	19,357
同比增长(%)	20.1	20.6	20.1	18.5	17.5
调整后净利润(百万人民币)	9,525	11,434	13,748	16,326	19,203
调整后每股收益(人民币)	7.87	9.44	11.34	13.47	15.85
经调整市盈率(倍)	38.4	32.0	26.6	22.4	19.1
净负债比率(%)	(72.5)	(56.8)	(44.7)	(52.3)	(59.4)

资料来源：公司数据，彭博及招银国际环球市场预测

买入(维持)

目标价 **383.49 人民币**
(此前目标价 383.43 人民币)
潜在升幅 **26.9%**
当前股价 **302.11 人民币**

中国医药

武煜, CFA

(852) 3900 0842
jillwu@cmbi.com.hk

王云逸

(852) 3916 1729
cathywang@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万人民币)	366,291
3月平均流通量(百万人民币)	1,090.0
52周内股价高/低(百万人民币)	325.00/253.48
总股本(百万)	12.12

资料来源：彭博

股东结构

Smartco Development Limited	27.0%
Magnifice (HK) Limited	24.5%

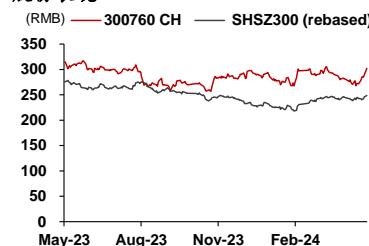
资料来源：深交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	3.2%	1.4%
3-月	1.6%	-5.5%
6-月	8.6%	8.0%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

图 1: 盈利预测调整

人民币 百万元	新预测			过往预测			差值 (%)		
	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E
营业收入	41,996	49,635	57,739	42,648	50,984	58,042	-1.53%	-2.65%	-0.52%
毛利	28,025	33,291	38,883	27,809	33,257	38,179	0.78%	0.10%	1.85%
营业利润	15,948	19,125	22,572	15,589	18,726	-	2.30%	2.13%	-
归母净利润	13,905	16,481	19,357	13,981	16,795	-	-0.55%	-1.87%	-
基本每股收益 (元)	11.47	13.59	15.97	11.53	13.86	16.00	-0.55%	-1.90%	-0.23%
毛利率	66.73%	67.07%	67.34%	65.21%	65.23%	65.78%	+1.53ppt	+1.84ppt	+1.57ppt
营业利润率	37.98%	38.53%	39.09%	36.55%	36.73%	-	+1.42ppt	+1.8ppt	-
净利润率	33.11%	33.20%	33.52%	32.78%	32.94%	-	+0.33ppt	+0.26ppt	-

资料来源: 迈瑞医疗, 招银国际环球市场预测

图 2: DCF 估值分析

DCF 估值 (人民币百万元)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
息税前利润	15,539	18,669	21,978	25,605	29,728	34,396	39,717	45,735	52,438
税率	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
息税前利润*(1-税率)	13,985	16,802	19,780	23,045	26,756	30,956	35,746	41,161	47,194
+折旧与摊销	1,144	1,274	1,392	1,493	1,576	1,641	1,690	1,725	1,747
-营运资金变化	-782	-955	-1,012	-1,175	-1,335	-1,523	-1,735	-1,933	-2,145
-资本支出	-8,431	-1,778	-1,778	-1,678	-1,578	-1,478	-1,378	-1,278	-1,178
自由现金流	5,916	15,343	18,382	21,684	25,418	29,595	34,323	39,675	45,618
终值									710,575

永续增长率	3.0%
加权平均资本成本	9.6%
股本成本	12.5%
债务成本	5.0%
市场风险系数 β	0.95
无风险利率	3.0%
市场风险溢价	10.0%
目标负债率	35.0%
有效公司税率	15.0%

终值	311,078
现值	448,413
净负债	-17,200
少数股东权益	656
股权价值	464,957
股份数 (百万股)	1,212
DCF 每股价值 (人民币)	383.49

资料来源: 招银国际环球市场预测

图 3: 敏感性分析

		WACC				
		8.6%	9.1%	9.6%	10.1%	10.6%
永续增长率	5.0%	536.28	479.03	432.14	393.06	360.02
	4.5%	495.08	446.39	405.82	371.52	342.17
	3.0%	461.23	419.10	383.49	353.02	326.67
	2.5%	432.91	395.93	364.29	336.94	313.07
	2.0%	408.88	376.02	347.62	322.84	301.06

资料来源: 招银国际环球市场预测

图 4: 招银国际与市场预测

人民币 百万元	招银国际环球市场预测			市场预测			差值 (%)		
	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E
营业收入	41,996	49,635	57,739	42,642	50,985	56,263	-1.52%	-2.65%	2.62%
毛利	28,025	33,291	38,883	27,774	33,221	37,041	0.90%	0.21%	4.97%
营业利润	15,948	19,125	22,572	15,578	18,726	-	2.38%	2.13%	-
归母净利润	13,905	16,481	19,357	13,977	16,794	-	-0.52%	-1.86%	-
基本每股收益 (元)	11.47	13.59	15.97	11.53	13.86	16.15	-0.52%	-1.89%	-1.13%
毛利率	66.73%	67.07%	67.34%	65.13%	65.16%	65.84%	+1.6ppt	+1.91ppt	+1.51ppt
营业利润率	37.98%	38.53%	39.09%	36.53%	36.73%	-	+1.44ppt	+1.8ppt	-
净利润率	33.11%	33.20%	33.52%	32.78%	32.94%	-	+0.33ppt	+0.26ppt	-

资料来源：彭博，招银国际环球市场预测

财务分析

损益表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
销售收入	25,270	30,366	34,932	41,996	49,635	57,739
销售成本	(8,843)	(10,885)	(11,821)	(13,970)	(16,345)	(18,856)
毛利润	16,427	19,480	23,111	28,025	33,291	38,883
运营费用	(7,825)	(8,941)	(10,170)	(12,206)	(14,295)	(16,441)
销售费用	(3,999)	(4,802)	(5,703)	(6,383)	(7,495)	(8,661)
行政费用	(1,106)	(1,320)	(1,524)	(1,764)	(2,085)	(2,425)
研发费用	(2,524)	(2,923)	(3,433)	(3,990)	(4,616)	(5,312)
其他	(196)	103	489	(70)	(99)	(43)
运营利润	9,066	10,991	13,070	15,948	19,125	22,572
以公允价值计量的盈亏	10	(21)	79	79	79	79
投资盈亏	1	(5)	(10)	(10)	(10)	(10)
其他盈亏	453	478	60	60	60	60
其他	(49)	(37)	(59)	(59)	(59)	(59)
税前利润	9,017	10,954	13,011	15,889	19,066	22,513
所得税	(1,013)	(1,343)	(1,433)	(1,589)	(1,907)	(2,251)
非控股权益	(2)	(4)	4	(396)	(679)	(905)
净利润	8,004	9,611	11,578	14,300	17,159	20,262
调整后净利润	7,850	9,525	11,434	13,748	16,326	19,203

资产负债表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	21,335	30,606	26,875	26,332	34,018	43,081
货币资金	15,361	23,186	18,787	17,209	23,439	30,961
应收账款及应收票据	1,790	2,661	3,297	3,581	4,233	4,924
存货	3,565	4,025	3,979	4,729	5,533	6,383
预付款项	238	289	268	268	268	268
其他流动资产	380	445	545	545	545	545
非流动资产	16,768	16,139	21,065	27,650	27,452	27,137
物业及厂房及设备 (净额)	3,772	4,261	5,490	6,853	8,087	9,203
递延税项	596	755	1,313	1,313	1,313	1,313
无形资产	2,061	1,977	2,225	1,841	1,457	1,073
商誉	4,218	4,403	5,062	11,197	11,197	11,197
其他非流动资产	6,120	4,743	6,976	6,446	5,399	4,351
总资产	38,103	46,745	47,940	53,982	61,470	70,218
流动负债	8,629	11,770	10,103	10,356	10,856	11,385
短期债务	0	0	8	8	8	8
应付账款及应付票据	2,281	2,291	2,690	2,943	3,444	3,973
应付税款	474	573	653	653	653	653
其他流动负债	5,874	8,906	6,751	6,751	6,751	6,751
非流动负债	2,506	2,976	4,491	4,491	4,491	4,491
长期债务	0	0	1	1	1	1
递延收入	105	93	109	109	109	109
其他非流动负债	2,401	2,883	4,381	4,381	4,381	4,381
总负债	11,135	14,746	14,594	14,847	15,347	15,876
股本	1,216	1,212	1,212	1,212	1,212	1,212
盈余公积	608	608	608	608	608	608
其他	25,129	30,161	31,265	36,658	42,968	50,282
归属于母公司所有者权益总额	26,953	31,981	33,085	38,478	44,788	52,102
少数股东权益	15	18	261	656	1,335	2,240
股东权益总额	26,968	31,999	33,346	39,135	46,123	54,342
总负债和股东权益	38,103	46,745	47,940	53,982	61,470	70,218

现金流量表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
经营现金流						
税前利润	9,017	10,954	13,011	15,889	19,066	22,513
折旧摊销	717	911	1,039	1,144	1,274	1,392
税款	(1,013)	(1,343)	(1,433)	(1,589)	(1,907)	(2,251)
营运资金变化	328	1,524	(1,652)	(782)	(955)	(1,012)
其他	(50)	96	96	351	305	167
净经营现金流	8,999	12,141	11,062	15,014	17,783	20,808
投资现金流						
资本开支	(1,402)	(1,916)	(2,689)	(2,000)	(2,000)	(2,000)
收购与投资	(3,520)	0	(871)	0	0	0
处理短期投资所得现金	0	0	0	0	0	0
其他	110	(1,304)	2,867	(6,431)	222	222
净投资现金流	(4,812)	(3,220)	(693)	(8,431)	(1,778)	(1,778)
融资现金流						
已支付股息	(3,039)	(4,233)	(10,670)	(8,161)	(9,774)	(11,508)
净借贷	(441)	0	(19)	0	0	0
发行股票所得现金	0	0	79	0	0	0
其他	(1,125)	(961)	(166)	0	0	0
净融资现金流	(4,605)	(5,194)	(10,776)	(8,161)	(9,774)	(11,508)
净现金流变动						
年初现金	15,723	15,133	18,974	18,787	17,209	23,439
汇率变动	(171)	114	101	0	0	0
年末现金	15,133	18,974	18,668	17,209	23,439	30,961
增长率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
销售收入	20.2%	20.2%	15.0%	20.2%	18.2%	16.3%
毛利润	20.3%	18.6%	18.6%	21.3%	18.8%	16.8%
经营利润	21.6%	21.2%	18.9%	22.0%	19.9%	18.0%
净利润	20.2%	20.1%	20.5%	23.5%	20.0%	18.1%
调整后净利润	20.0%	21.3%	20.0%	20.2%	18.8%	17.6%
盈利能力比率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
毛利率	65.0%	64.2%	66.2%	66.7%	67.1%	67.3%
营业利润率	35.9%	36.2%	37.4%	38.0%	38.5%	39.1%
调整后净利润率	31.1%	31.4%	32.7%	32.7%	32.9%	33.3%
股本回报率	31.9%	32.6%	35.6%	40.0%	41.2%	41.8%
资产负债比率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率 (倍)	(0.6)	(0.7)	(0.6)	(0.4)	(0.5)	(0.6)
流动比率 (倍)	2.5	2.6	2.7	2.5	3.1	3.8
应收账款周转天数	24.0	26.8	31.1	31.1	31.1	31.1
存货周转天数	146.7	127.3	123.6	123.6	123.6	123.6
应付帐款周转天数	78.0	76.6	76.9	76.9	76.9	76.9
估值指标	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
市盈率	45.9	38.0	31.6	26.3	22.2	18.9
经调整市盈率	46.7	38.4	32.0	26.6	22.4	19.1
市净率	13.6	11.4	11.1	9.5	8.2	7.0
股息 (%)	1.2	1.5	1.9	2.3	2.8	3.3
企业价值 / 销售额	13.9	11.3	9.9	8.3	6.9	5.8
企业价值 / EBITDA	36.4	30.0	26.3	21.0	17.2	14.4
企业价值 / EBIT	39.3	32.6	28.6	22.5	18.4	15.3

资料来源：公司及招银国际环球市场。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。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，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决策。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章) 下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章) 所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。