



迈瑞医疗 (300760.CH) : 1Q24 收入增速稍缓, 下半年或有所回暖

公司近日公布 2023 年及 1Q24 业绩, 其中 2023 年业绩符合预期, 1Q24 收入增速虽低于我们预期, 但费用优化下扣非净利仍实现稳健增长。考虑到医疗设备更新采购有望于 2H24 落地, 叠加 2H23 收入低基数及反腐常态化下推迟的采购需求逐步释放, 预计 2H24 收入增速将明显回暖。维持“买入”评级及目标价人民币 390 元。

- **2023 业绩基本符合预期, 1Q24 收入增速稍缓。**2023/1Q24 收入同比+15%/+12% (国内+15%/+3%, 国际+16%/+30%), 其中: 1) 生命信息与支持收入同比+14%/-20%; 2) 体外诊断收入同比+21%/+63%; 3) 医学影像收入同比+9%/+45%。1Q24 收入增速稍缓, 且板块间增速差异较大, 主因: 1) 去年同期生命信息与支持板块因疫情放开后 ICU 病房扩建订单需求巨大, 公司将产能向该板块倾斜, 导致生命信息与支持板块的收入基数较高 (1Q23 板块收入+63%); 及 2) 国内行业反腐下设备采购招投标推迟。2023/1Q24 扣非归母净利+20.0%/+20.1%, 其中 1Q24 毛利率因收入增速放缓略有下滑, 但三费率优化 (同比-1.1pcts) 拉动扣非净利仍稳健增长。
- **各省已基本完成设备更新需求摸排, 2H24 有望启动采购并拉动公司收入增长。**国务院于 3 月 13 日公布《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》, 医疗作为 7 大领域之一被方案提及。目前各省对医疗设备更新需求的摸排已基本完成, 广东省于 4 月 21 日发布首个省级医疗设备更新的专项方案 ([链接](#)), 对更新设备的数量作出明确规划, 浙江、湖南、山东等省则在总体设备更新方案中对医疗设备更新作出了规划。预计各省招标采购将在配套资金到位后在年内逐步启动, 有望拉动公司 2H24 收入增长。
- **欧盟调查对迈瑞的实质影响有限。**4 月 24 日, 欧盟宣布使用《国际采购文书》(IPI) 对中国医疗器械公共采购展开调查, 以评估欧盟企业及产品在参与招投标时是否遭到不公平对待 ([链接](#))。此次调查期限 9 个月 (即 2025 年 1 月底前有望出结果), 若最终结果显示欧盟企业遭不公平对待, 则中国企业在欧盟的政府采购 (public procurement) 将受到影响 (降低竞标评分或完全失去竞标资格)。但 IPI 仅适用于采购金额 ≥ 500 万欧元的货物和服务合同及 ≥ 1500 万欧元的工程和特许权采购合同, 而迈瑞目前在欧盟参与的所有单个招标采购合同金额均远低于 500 万欧元, 预计 IPI 的实质影响有限。
- **维持“买入”评级及目标价人民币 390 元。**考虑到设备更新政策有望于 2H24 落地、反腐常态化下推迟的采购需求将逐步释放以及 2H23 基数相对较低, 预计 2H24 增速将回暖。我们预计在不考虑惠泰并表对公司收入增厚的情况下, 公司 2024 年内生收入增速+18%。维持目标价人民币 390 元, 对应 28x 2025E PE, 较过去 3 年 PE 均值 (35x) 低 0.6 个标准差。
- **投资风险:** 集采政策风险、医疗新基建放缓、地缘政治影响。

图表 1: 盈利预测和财务指标

(百万人民币)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	30,366	34,932	41,282	50,090	60,189
同比变动 (%)	20.2%	15.0%	18.2%	21.3%	20.2%
归母净利润	9,607	11,582	13,909	16,733	20,156
同比变动 (%)	20.1%	20.6%	20.1%	20.3%	20.5%
PE (X)	38.1	31.6	26.3	21.9	18.2

E=浦银国际预测 资料来源: 公司公告、浦银国际

胡泽宇 CFA

医药分析师

ryan_hu@spdbi.com

(852) 2808 6446

阳景

首席医药分析师

Jing_yang@spdbi.com

(852) 2808 6434

2024 年 4 月 30 日

评级

买入

目标价 (人民币)	390.00
潜在升幅/降幅	+29%
目前股价 (人民币)	302.11
52 周内股价区间 (人民币)	253-325
总市值 (百万人民币)	366,291
近 3 月日均成交额 (百万)	1,114

注: 数据截至 2024 年 4 月 29 日

市场预期区间



注: 数据截至 2024 年 4 月 29 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测 - 迈瑞医疗

利润表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	30,366	34,932	41,282	50,090	60,189
营业成本	-10,885	-11,821	-14,038	-17,345	-20,906
毛利润	19,480	23,111	27,244	32,745	39,283
税金及附加	-348	-366	-433	-525	-631
销售费用	-4,802	-5,703	-6,357	-7,513	-8,908
管理费用	-1,320	-1,524	-1,651	-1,853	-2,167
研发费用	-2,923	-3,433	-4,128	-5,009	-6,019
财务费用	451	855	450	400	400
其他收益	580	831	826	1,002	1,204
投资净收益	-5	-10	-10	-10	-10
公允价值变动净收益	-21	79	180	80	60
资产减值损失	-71	-530	-100	-80	-64
信用减值损失	-37	-244	-70	-56	-45
资产处置收益	6	2	3	3	3
营业利润	10,991	13,070	15,953	19,183	23,107
营业外收入	35	56	33	50	60
营业外支出	-72	-115	-83	-100	-120
利润总额	10,954	13,011	15,904	19,133	23,047
所得税	-1,343	-1,433	-1,988	-2,392	-2,881
净利润	9,611	11,578	13,916	16,741	20,166
减：少数股东损益	4	-4	7	8	10
归母净利润	9,607	11,582	13,909	16,733	20,156

资产负债表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	23,186	18,787	24,371	30,674	38,418
现金及等价物	18,974	18,668	24,252	30,555	38,299
其他	4,212	119	119	119	119
应收票据及应收账款	2,661	3,297	3,619	4,391	5,277
存货	4,025	3,979	3,846	4,752	5,728
其他流动资产	734	813	849	962	1,089
流动资产合计	30,606	26,875	32,685	40,779	50,511
固定资产	4,261	5,490	5,828	6,126	6,388
在建工程	1,803	2,461	2,300	2,346	2,393
无形资产	1,977	2,225	2,293	2,347	2,391
商誉	4,403	5,062	4,556	4,556	4,556
其他非流动资产	3,696	5,827	5,889	6,143	6,417
非流动资产合计	16,139	21,065	20,865	21,519	22,145
短期借款	0	8	5	5	5
应付票据及应付账款	2,291	2,690	2,884	3,564	4,296
合同负债	4,143	1,973	2,269	2,610	3,001
应付职工薪酬	2,162	2,267	2,890	3,506	4,213
应交税费	573	653	784	784	784
其他应付款	1,901	2,041	1,837	1,837	1,837
其他流动负债	699	470	478	485	493
流动负债合计	11,770	10,103	11,147	12,791	14,629
长期借款	0	1	1	1	1
长期应付职工薪酬	2,161	2,943	2,064	2,504	3,009
其他非流动负债	816	1,547	1,616	1,691	1,771
非流动负债合计	2,976	4,491	3,681	4,196	4,782
实收资本(或股本)	1,212	1,212	1,212	1,212	1,212
资本公积金	7,509	7,091	7,091	7,091	7,091
其它综合收益	-109	157	63	69	76
盈余公积金	608	608	608	608	608
未分配利润	23,761	24,680	30,144	36,718	44,636
少数股东权益	18	261	268	276	286
所有者权益合计	31,999	33,346	38,723	45,311	53,246

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

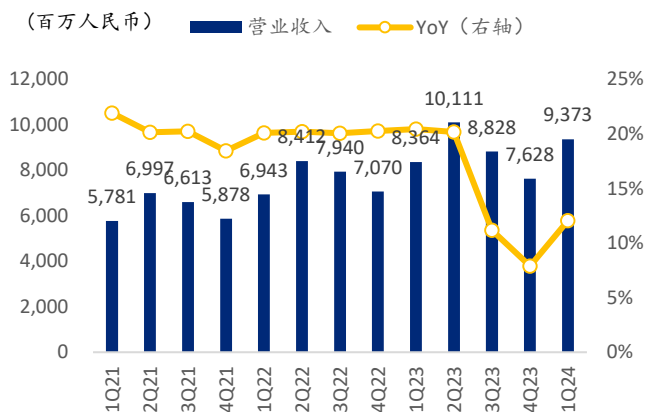
现金流量表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	9,611	11,578	13,916	16,741	20,166
固定资产折旧	431	512	663	704	740
无形资产摊销	348	384	432	445	456
财务费用	-241	-217	-450	-400	-400
存货的减少	-523	-201	133	-906	-976
经营性应收项目的减少	-1,047	-681	-339	-849	-972
经营性应付项目的增加	3,094	-769	-266	1,737	1,944
其他	468	456	420	130	164
经营活动现金流量净额	12,141	11,062	14,508	17,602	21,121
资本开支	-1,916	-2,689	-1,500	-1,500	-1,500
其他	-1,304	1,996	664	-49	-51
投资活动现金流量净额	-3,220	-693	-836	-1,549	-1,551
取得借款收到的现金	0	0	0	0	0
偿还债务支付的现金	0	-19	-3	0	0
分配股利或偿付利息	-4,233	-10,670	-7,995	-9,759	-11,838
其他	-961	-87	-91	10	11
筹资活动现金流量净额	-5,194	-10,776	-8,089	-9,749	-11,827
现金及现金等价物净增加额	3,841	-305	5,584	6,303	7,744
期初现金及现金等价物	15,133	18,974	18,668	24,252	30,555
期末现金及现金等价物	18,974	18,668	24,252	30,555	38,299

财务和估值比率

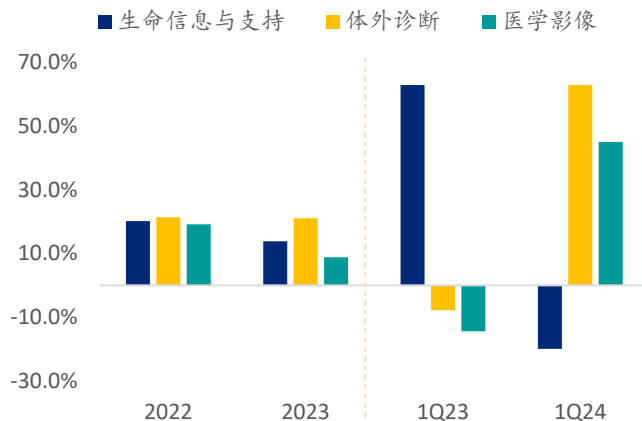
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	7.94	9.56	11.47	13.80	16.62
每股销售额	25.09	28.83	34.05	41.31	49.64
每股股息	4.50	5.80	6.97	8.38	10.09
同比变动					
收入	20.2%	15.0%	18.2%	21.3%	20.2%
经营溢利	21.2%	18.9%	22.1%	20.2%	20.5%
归母净利润	20.1%	20.6%	20.1%	20.3%	20.5%
费用与利润率					
毛利率	64.2%	66.2%	66.0%	65.4%	65.3%
经营利润率	36.2%	37.4%	38.6%	38.3%	38.4%
归母净利润率	31.6%	33.2%	33.7%	33.4%	33.5%
回报率					
平均股本回报率	32.6%	35.4%	38.6%	39.8%	40.9%
平均资产回报率	22.7%	24.5%	27.4%	28.9%	29.9%
资产效率					
应收账款周转天数	26.8	31.1	32.0	32.0	32.0
库存周转天数	127.3	123.6	100.0	100.0	100.0
应付账款周转天数	76.6	76.9	75.0	75.0	75.0
财务杠杆					
流动比率 (x)	2.6	2.7	2.9	3.2	3.5
速动比率 (x)	2.3	2.3	2.6	2.8	3.1
现金比率 (x)	2.0	1.9	2.2	2.4	2.6
负债/权益	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
估值					
市盈率 (x)	38.1	31.6	26.3	21.9	18.2
市销率 (x)	12.0	10.5	8.9	7.3	6.1
股息率	1.5%	1.9%	2.3%	2.8%	3.3%

图表 2：迈瑞营业收入及同比变动



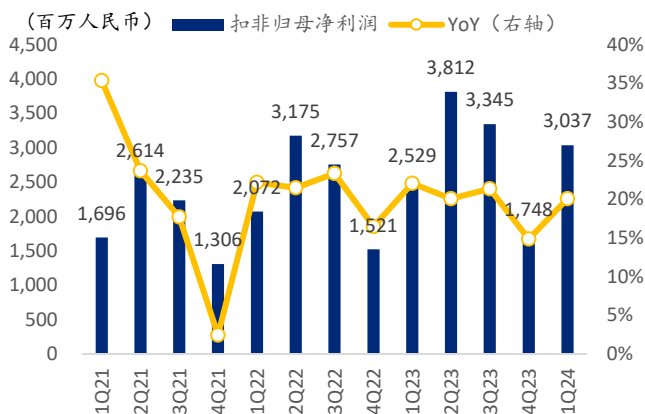
资料来源：公司数据、浦银国际

图表 3：迈瑞核心业务板块收入同比增速



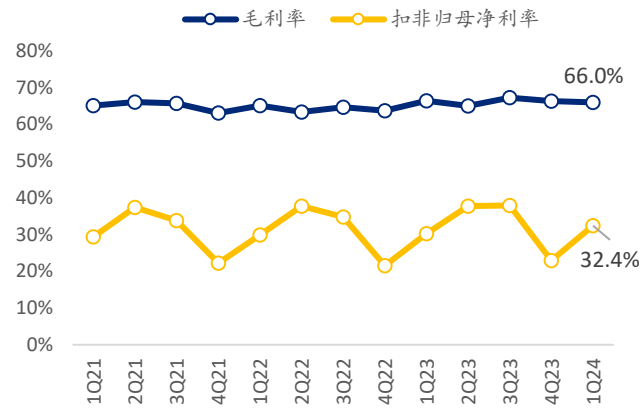
资料来源：公司数据、浦银国际

图表 4：迈瑞扣非归母净利润及同比变动



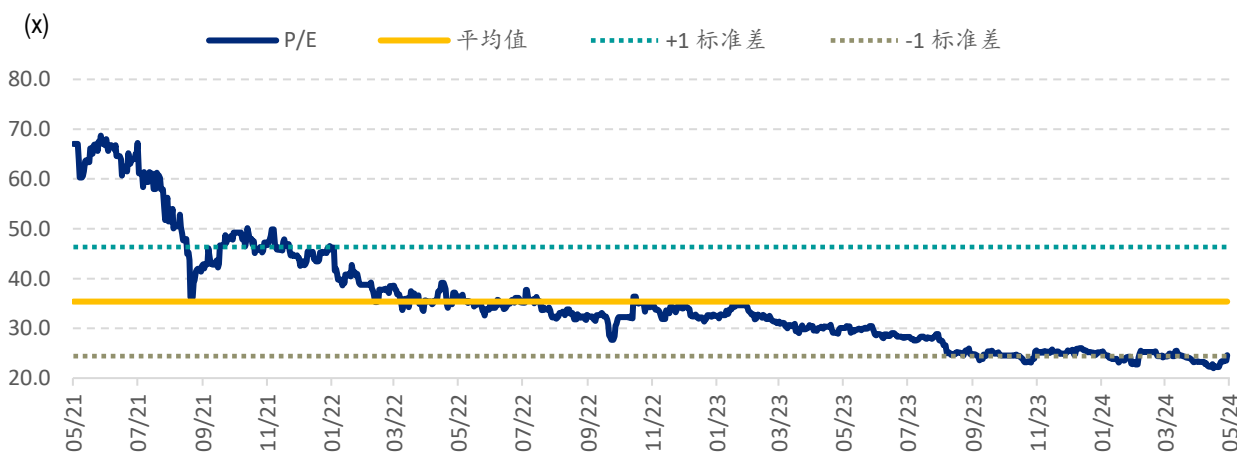
资料来源：公司数据、浦银国际

图表 5：迈瑞毛利率&扣非归母净利润率



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 6：迈瑞医疗 12 个月前瞻市盈率



注：数据截至 2024 年 4 月 29 日；资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 7: SPDBI 目标价: 迈瑞医疗



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 8: SPDBI 医药行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级/目标价/预测发布日期	行业
13.HK Equity	和黄医药	31.0	买入	39.0	2024年2月29日	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	18.9	买入	25.0	2024年2月29日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	12.6	买入	47.0	2024年2月29日	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	16.1	买入	60.0	2024年2月29日	生物科技
BGNE US Equity	百济神州	156.5	买入	275.0	2024年2月27日	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	94.4	买入	165.0	2024年2月27日	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	134.5	买入	175.0	2024年2月27日	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	0.9	买入	5.4	2023年4月18日	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	23.9	买入	25.0	2023年4月4日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	27.9	持有	33.0	2024年4月29日	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	4.5	买入	15.0	2023年3月29日	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	39.8	买入	60.0	2024年3月21日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	1.6	买入	12.5	2023年3月28日	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	0.9	持有	4.25	2023年3月17日	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	49.0	买入	65.0	2024年3月20日	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	4.7	买入	13.6	2022年12月16日	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	33.5	买入	58.0	2024年3月27日	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	1.8	买入	22.5	2022年7月27日	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	16.8	持有	19.0	2022年7月27日	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	17.6	买入	28.1	2022年7月27日	生物科技
2256.HK Equity	和誉	3.3	买入	5.6	2022年7月27日	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	1.2	买入	6.0	2022年7月27日	生物科技
6998.HK Equity	嘉和生物	1.3	买入	6.1	2022年7月27日	生物科技
1177 HK Equity	中国生物制药	2.8	买入	5.1	2024年4月9日	制药
2359 HK Equity	药明康德	36.3	买入	48.0	2024年4月30日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	44.6	买入	60.0	2024年4月30日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	10.0	买入	16.8	2024年4月26日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	20.0	持有	22.4	2024年4月26日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	14.0	持有	20.0	2024年3月27日	CRO/CDMO
300760 CH Equity	迈瑞医疗	302.1	买入	390.0	2024年4月30日	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	14.8	买入	15.1	2024年4月3日	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	5.6	买入	10.0	2023年9月5日	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	3.7	买入	14.0	2023年9月5日	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	1.0	买入	3.4	2023年9月5日	医疗器械
2172 HK Equity	微创脑科学	9.3	买入	15.5	2024年4月3日	医疗器械
688351 CH Equity	微电生理	25.5	买入	27.9	2023年11月16日	医疗器械
2190 HK Equity	归创通桥	10.5	买入	16.0	2024年3月22日	医疗器械
688617 CH Equity	惠泰医疗	481.6	买入	454.0	2023年11月30日	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	11.1	买入	13.1	2024年3月28日	ICL
241 HK Equity	阿里健康	3.0	持有	4.3	2022年5月26日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	11.2	持有	15.0	2024年3月21日	互联网医疗

注：股价截至2024年4月29日收盘；

资料来源：Bloomberg、浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国 - 浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此，浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。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士。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。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际持有本报告所述公司（云康集团 2325.HK）逾 1% 的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司（云康集团 2325.HK）在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”：未来 12 个月，预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”：未来 12 个月，预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”：未来 12 个月，预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义（相对于 MSCI 中国指数）：

“超配”：未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”：未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”：未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明：(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写 (ii) 其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关；(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第 571 章））内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

