

业绩符合预期, 净利率进一步提高

投资要点

- **事件:** 公司发布2023年年报, 总营收349.3亿元(+15%), 归母净利润115.8亿元(+20.6%), 扣非归母净利润114.3亿元(+20%)。同日, 公司发布2024年一季报, 2024Q1实现营收93.7亿(+12.1%) 归母净利润31.6亿(+22.9%), 扣非归母净利润30.4亿(+20.1%), 业绩符合预期。此外, 公司2023年度合计分红金额约为70.3亿元, 同比增长28.9%, 分红比例进一步提升至60.7%。
- **23年业绩符合预期, 净利率进一步提升。** 分季度看, 2023Q1/Q2/Q3/Q4单季度收入83.6/101.1/88.3/76.3亿元(+20.5%/+20.2%/+11.2%/+7.9%), 单季度归母净利润分别为25.7/38.7/33.9/17.5亿元(+22.1%/+21.6%/+20.5%/+16.2%)。24Q1单季度收入93.7亿元(+12.1%), 单季度归母净利润31.6亿(+22.9%), 一季度净利润增速较为明显。从盈利能力看, 23年毛利率66.2%(+2pp), 盈利能力维持高水平, 毛利率较高的体外诊断试剂和中高端监护类以及影像类产品的收入占比不断提升。23年销售费用率16.3%(+0.5pp), 管理费用率4.4%(+0pp), 研发费用率9.8%(+0.2pp), 财务费用率-2.4%(-1pp)。归母净利率33.2%(+1.5pp), 盈利能力持续提升。
- **体外诊断业务条线增速明显, 多因素拉动业绩快速增长。** 分业务线看: 1) 生命信息与支持23年收入152.3亿元(+13.8%), 增长主要得益于国内医疗新基建的开展和海外高端客户群突破的发力, 但8月份以来的医疗反腐对该业务的开展造成了一定影响。截至23/12月, 新基建待执行商机仍有200亿元。PMLS产线增长13.8%, 其中国际PMLS下半年增长超过20%。种子业务微创外科全年增速超过了30%, 硬镜系统的市场份额提升至国内第三, 2) 体外诊断收入23年收入124.2亿元(+21.1%), 自23/3月份以来, 国内常规诊疗活动实现了迅速复苏, 推动国内IVD全年实现了20%的快速增长, 其中试剂收入增长超过25%, 国内发光市场排名超过一名进口品牌并首次位列第四。国际IVD连续两年的复合增速超过了30%, 海外新突破超过100家ICL; 3) 医学影像23年收入为70.3亿元(+8.8%), 医疗反腐造成了国内公立医院正常的超声招标采购活动推迟, 海外基础医疗市场也受到了经济低迷和美元强势的影响, 使得产线23年增速有所放缓。但是其中超声高端型号增长超过了20%, 超声市场地位首次实现了国内第一、全球第三。分区域看: 国内市场收入213.8亿元(+14.5%), 海外市场收入135.5亿元(+15.8%)。受反腐影响, 国内公立医院正常的招投标活动显著推迟, 诊疗活动亦有所放缓, 其中对于PMLS和MIS的影响最大, 而对IVD的影响相对有限。国际市场下半年增长22%。增速表现最亮眼的依旧是发展中国家, 全年增速超过了20%, 北美市场连续两年的复合增速达到了18%。
- **持续高研发投入, 产品升级不断。** 23年研发费用34.3亿元, 公司持续加大产品创新研发, 尤其在高端领域不断突破。其中公司加速拓展“瑞智联”生态系统在院内的应用场景。基于公司在监护仪、麻醉机、呼吸机、输注泵等多产品的布局和优势, 目前已经推出包括全院、重症、围术期、急诊、心脏科、普护在内的多场景解决方案。通过集成床旁所有设备数据, 构建设备全息数据库, 与医院已有的临床数据库互补并有机结合, 助力大数据科研。化学发光预计24年将有20+项目上市, 影像中的超高端彩超昆仑 Resona A20 重磅上市后预计也将

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn
联系人: 陈辰
电话: 021-68416017
邮箱: chch@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	12.12
流通A股(亿股)	12.12
52周内股价区间(元)	256.8-317.36
总市值(亿元)	3,692.98
总资产(亿元)	508.33
每股净资产(元)	29.84

相关研究

1. 迈瑞医疗(300760): 23Q3 利润端稳健增长, 持续突破海外高端客户 (2023-11-05)
2. 迈瑞医疗(300760): 23H1 业绩符合预期, 常规业务复苏态势明显 (2023-09-10)

助力影像业务条线。

- **盈利预测与投资建议:** 预计 2024~2026 年归母净利润分别为 139.6、168、202.1 亿元，对应 EPS 为 11.52、13.85、16.67 元，对应 PE 为 26、22、18 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 汇率波动风险，政策控费风险，新产品研发不及预期风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	34931.90	42360.06	49904.11	59295.00
增长率	15.04%	21.26%	17.81%	18.82%
归属母公司净利润 (百万元)	11582.23	13962.66	16798.37	20212.91
增长率	20.56%	20.55%	20.31%	20.33%
每股收益 EPS (元)	9.55	11.52	13.85	16.67
净资产收益率 ROE	34.72%	31.93%	29.11%	27.12%
PE	32	26	22	18
PB	11.16	8.28	6.30	4.90

数据来源: Wind, 西南证券



盈利预测

关键假设：

假设 1：生命信息与支持类业务预计 24H2 将会收到医疗设备以旧换新政策利好，另外医联体项目预计也能贡献一部分增量。其中微创外科业务 24 年预计 11 亿，AED 业务预计 7-8 亿，加上 5 月惠泰医疗并表。预计 2024-2026 年销量分别上涨 23%、15%、17%。原业务线价格及毛利率短期内保持相对稳定，考虑到惠泰医疗的并表，预计整体毛利率略有提升。

假设 2：体外诊断产品中化学发光 24 年预计将有 20+ 检测项目上市，生化免疫单个客户试剂产出超过 500W 的客户预计 24 年要增加至 130 家，血球 BC-7500 系列装机 23 年超过 2000 台，收入体量持续提升。因此，预计 2024-2026 年销量将上涨 24%、23%、23%。价格及毛利率短期内保持稳定。

假设 3：医学影像类产品预计 24 年有医疗设备以旧换新政策利好，此外超高端彩超昆仑 Resona A20 23 年 11 月上市以来，受到产业界一致好评，填补了该领域的国产超高端空白，24 年预计单产品收入超过 4 亿，AI 技术赋能也有效提高了大单赢单率。预计 2024-2026 年销量将上涨 15%、15%、15%。价格及毛利率短期内保持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
生命信息与支持	收入	15252	18798	21614	25365
	增速	13.8%	23.2%	15.0%	17.4%
	毛利率	66.8%	67.7%	67.7%	67.8%
体外诊断	收入	12421	15401	18950	23237
	增速	21.1%	24.0%	23.0%	22.6%
	毛利率	64.3%	64.2%	64.3%	64.5%
医学影像	收入	7,034	8,102	9,278	10,627
	增速	8.8%	15.2%	14.5%	14.5%
	毛利率	69.1%	69.4%	69.4%	69.5%
其他	收入	57	59	62	66
	增速	378.5%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	39.9%	40.0%	40.0%	40.0%
合计	收入	34,932	42,360	49,904	59,295
	增速	15.0%	21.3%	17.8%	18.8%
	毛利率	66.2%	66.7%	66.7%	66.8%

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	34931.90	42360.06	49904.11	59295.00	净利润	11578.41	14482.66	17478.37	21087.91
营业成本	11820.71	14101.18	16619.03	19708.97	折旧与摊销	925.20	825.74	906.09	973.26
营业税金及附加	366.08	423.60	499.04	592.95	财务费用	-854.91	-800.00	-900.00	-1100.00
销售费用	5702.92	6843.50	7938.46	9129.23	资产减值损失	-529.51	-300.00	-150.00	-100.00
管理费用	1523.75	1858.98	2137.82	2565.39	经营营运资本变动	-2343.85	-1638.53	-205.45	-56.23
财务费用	-854.91	-800.00	-900.00	-1100.00	其他	2286.68	245.27	-26.14	26.46
资产减值损失	-529.51	-300.00	-150.00	-100.00	经营活动现金流净额	11062.03	12815.14	17102.87	20831.39
投资收益	-9.84	-5.00	-5.00	-5.00	资本支出	-2889.69	-1500.00	-1200.00	-1200.00
公允价值变动损益	79.40	100.00	150.00	200.00	其他	2196.76	136.63	145.00	195.00
其他经营损益	830.84	700.00	800.00	800.00	投资活动现金流净额	-692.93	-1363.37	-1055.00	-1005.00
营业利润	13069.86	16384.59	19638.62	23674.28	短期借款	7.75	0.25	0.50	-0.20
其他非经营损益	-58.93	-20.00	0.00	20.00	长期借款	1.38	0.00	0.00	0.00
利润总额	13010.93	16364.59	19638.62	23694.28	股权融资	-418.11	0.00	0.00	0.00
所得税	1432.52	1881.93	2160.25	2606.37	支付股利	-10667.91	-2316.45	-2792.53	-3359.67
净利润	11578.41	14482.66	17478.37	21087.91	其他	301.21	538.00	900.00	1100.00
少数股东损益	-3.81	520.00	680.00	875.00	筹资活动现金流净额	-10775.69	-1778.19	-1892.03	-2259.87
归属母公司股东净利润	11582.23	13962.66	16798.37	20212.91	现金流量净额	-305.22	9673.58	14155.84	17566.52
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	18787.18	28460.76	42616.60	60183.12	成长能力				
应收和预付款项	3759.72	4271.66	5145.25	6116.25	销售收入增长率	15.04%	21.26%	17.81%	18.82%
存货	3978.63	4631.49	5591.66	6594.44	营业利润增长率	18.92%	25.36%	19.86%	20.55%
其他流动资产	349.70	373.58	440.11	522.93	净利润增长率	20.47%	25.08%	20.68%	20.65%
长期股权投资	66.56	66.56	66.56	66.56	EBITDA 增长率	15.82%	24.89%	19.71%	19.87%
投资性房地产	41.49	41.49	41.49	41.49	获利能力				
固定资产和在建工程	7950.87	9042.61	9754.01	10398.24	毛利率	66.16%	66.71%	66.70%	66.76%
无形资产和开发支出	7629.00	7219.00	6809.00	6398.99	三费率	18.24%	18.66%	18.39%	17.87%
其他非流动资产	5376.86	5369.37	5361.88	5354.39	净利率	33.15%	34.19%	35.02%	35.56%
资产总计	47940.00	59476.52	75826.56	95676.42	ROE	34.72%	31.93%	29.11%	27.12%
短期借款	7.75	8.00	8.50	8.30	ROA	24.15%	24.35%	23.05%	22.04%
应付和预收款项	5611.20	6752.52	7903.82	9396.82	ROIC	36.19%	35.12%	38.26%	43.69%
长期借款	1.38	1.38	1.38	1.38	EBITDA/销售收入	37.62%	38.74%	39.36%	39.71%
其他负债	8973.63	7359.63	7872.04	8500.87	营运能力				
负债合计	14593.96	14121.53	15785.74	17907.36	总资产周转率	0.74	0.79	0.74	0.69
股本	1212.44	1212.44	1212.44	1212.44	固定资产周转率	7.17	6.75	6.56	6.91
资本公积	7090.78	7090.78	7090.78	7090.78	应收账款周转率	10.86	11.08	11.28	11.15
留存收益	25288.18	36934.40	50940.23	67793.47	存货周转率	2.87	3.23	3.21	3.22
归属母公司股东权益	33085.39	44574.34	58580.17	75433.41	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.91%	—	—	—
少数股东权益	260.65	780.65	1460.65	2335.65	资本结构				
股东权益合计	33346.04	45354.99	60040.82	77769.06	资产负债率	30.44%	23.74%	20.82%	18.72%
负债和股东权益合计	47940.00	59476.52	75826.56	95676.42	带息债务/总负债	0.06%	0.07%	0.06%	0.05%
					流动比率	2.66	3.92	4.76	5.47
					速动比率	2.27	3.44	4.27	4.98
					股利支付率	92.11%	16.59%	16.62%	16.62%
业绩和估值指标					每股指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	13140.15	16410.33	19644.71	23547.54	每股收益	9.55	11.52	13.85	16.67
PE	31.88	26.45	21.98	18.27	每股净资产	27.29	36.76	48.32	62.22
PB	11.16	8.28	6.30	4.90	每股经营现金	9.12	10.57	14.11	17.18
PS	10.57	8.72	7.40	6.23	每股股利	8.80	1.91	2.30	2.77
EV/EBITDA	26.27	20.44	16.35	12.90					
股息率	2.89%	0.63%	0.76%	0.91%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
