

评级：买入（维持）

市场价格：309.00元

分析师：祝嘉琦

执业证书编号：S0740519040001

电话：021-20315150

Email: zhujq@zts.com.cn

分析师：谢木青

执业证书编号：S0740518010004

电话：021-20315895

Email: xiemq@zts.com.cn

分析师：于佳喜

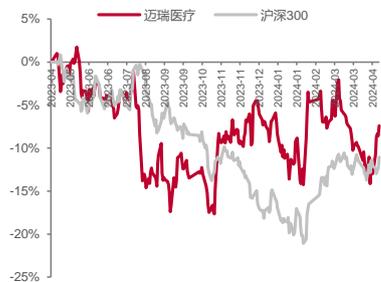
执业证书编号：S0740523080002

Email: yujx03@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,212
流通股本(百万股)	1,212
市价(元)	309.00
市值(百万元)	374,644
流通市值(百万元)	374,644

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1、迈瑞医疗（300760.SZ）：业绩超预期，诊断、彩超业务快速恢复
- 2、迈瑞医疗（300760.SZ）：海外业务持续高增长，国内业务快速恢复
- 3、迈瑞医疗（300760.SZ）：并购全球IVD 原材料供应商，持续强化诊断产业竞争力

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	30,366	34,932	41,922	50,318	60,399
增长率 yoy%	20%	15%	20%	20%	20%
净利润(百万元)	9,607	11,582	13,937	16,783	20,137
增长率 yoy%	20%	21%	20%	20%	20%
每股收益(元)	7.92	9.55	11.50	13.84	16.61
每股现金流量	10.01	9.12	9.82	13.78	16.19
净资产收益率	30%	35%	30%	26%	24%
P/E	39	32	27	22	19
P/B	12	11	8	6	5

备注：股价信息截止至2024年5月18日

投资要点

- 事件：公司发布2023年年报以及2024年一季度报，2023年公司实现营业收入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%；扣非归母净利润114.34亿元，同比增长20.04%。2024年一季度，公司实现营业收入93.73亿元，同比增长12.06%，实现归母净利润31.60亿元，同比增长22.90%，实现扣非净利润30.37亿元，同比增长20.08%。
- 分季度来看：2023年单四季度公司实现营收76.28亿元，同比增长7.90%，归母净利润17.48亿，同比增长16.15%，扣非归母净利润17.48亿，同比增长14.88%，在国内反腐等政策压力下仍然维持稳健增速。2024年一季度，公司实现营业收入93.73亿元，同比增长12.06%，环比增长22.87%，实现归母净利润31.60亿元，同比增长22.90%，实现扣非净利润30.37亿元，同比增长20.08%。2024Q1公司监护业务在同期高基数整体表现相对稳健，IVD、影像业务均实现恢复性高增。
- 政策扰动下国内生命信息与支持业务增长稳定，海外高端医院加速渗透。2023年生命信息与支持实现收入152.5亿元，同比增长13.8%，其中微创外科增长超过了30%，硬镜系统市占率提升至国内第三。2023H1国内医疗新基建浪潮带动监护相关产品采购需求持续提升，但下半年以来，医疗行业整顿行动导致部分招标采购活动推迟，同时四季度医疗专项债暂时停发影响新基建项目推进，公司相关业务增速有所减弱，截至目前国内新基建商机仍超过200亿元，预计未来有望陆续释放；海外市场公司加速渗透高端客户群，在英国、法国、德国等重点市场均实现突破，2023年下半年以来海外增速超过20%，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。
- 体外诊断需求显著复苏，高端设备装机加速。体外诊断实现营业收入124.2亿元，同比增长21.1%。其中国际体外诊断业务连续两年的复合增速超过了30%。2023年3月以来，国内常规门急诊、体检、手术等诊疗活动的快速恢复，诊断试剂消耗也随之显著复苏，血球、发光、生化等多业务线均有亮眼表现。设备方面，2023年公司血球BC-7500装机超过2000台，进一步巩固行业龙头地位，发光新增装机2000台以上，其中高速机占比接近60%，中高端设备的持续铺展带动公司不断打开大样本市场，实现市占率提升，2024年公司在国内市场份额首次超过一家进口品牌位列第四。同时针对海外市场公司不断加大国际市场的开拓力度和本地平台化能力建设，为国际化业务的中长期增长夯实基础。
- 国内第一全球第三，高端超声驱动影像市场份额快速提升。2023年，公司医学影像实现收入70.3亿元，同比增长8.8%，其中超声高端型号增长超过20%。2023年7月以来，国内医疗行业整顿行动导致超声的招标采购活动显著推迟，导致医学影像业务下半年增长放缓，尽管如此，公司国内业务仍在强大的产品竞争力和高标准的合规体系驱动下，加快份额提升，首次超越进口竞对成为国内超声行业第一。在海外市场，公司加大海外高端市场覆盖投入力度，推动海外超声高端型号实现超25%增长，超声业务首次实现了全球第三的行业地位。公司2023年发布了Resona A20、Recho R9等超高端超声平台，超声技术正式迈入国际一流水平，未来有望在中高端市场持续发力，实现海内外高端客户群的全面突破。
- 盈利预测与投资建议：根据公司公告，我们预计未来公司国内市场在医疗新基建、院内诊疗复苏等趋势下快速增长，海外高端客户有望持续突破，但国内政策变化短期内可能造成不确定性，预计2024-2026年公司收入419.22、503.18、603.99亿元（调整前24-25年431.22、519.07亿元），同比增长20%、20%、20%；预计公司归母净利润139.37、167.83、201.37亿元（调整前139.11、167.18亿元），同比增长20%、20%、20%。公司当前股价对应2024-2026年27、22、19倍PE，考虑到公司是国内医疗器械龙头企业，国内市场占据领先地位，海外产品持续快速放量，维持“买入”评级。
- 风险提示事件：新产品研发风险，政策变化风险，行业竞争加剧风险，研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险等。

## 内容目录

23 全年业绩表现良好，24Q1 国内需求持续恢复 .....	- 3 -
诊断业务持续高增，影像、监护市场份额稳步突破 .....	- 6 -
风险提示 .....	- 9 -

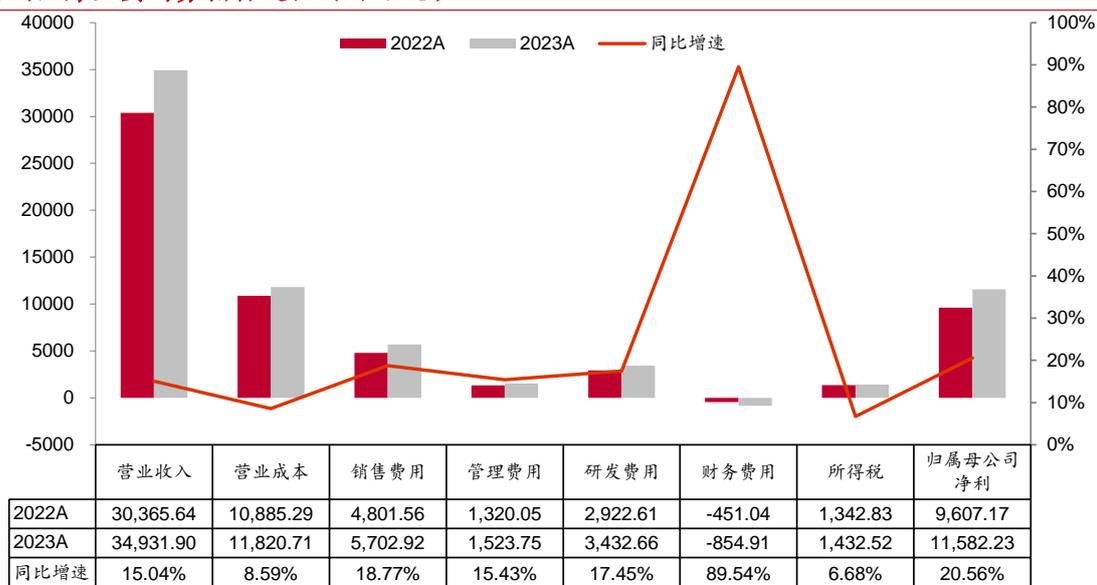
## 图表目录

图表 1: 迈瑞医疗主要财务指标变化 (百万元) .....	- 3 -
图表 2: 迈瑞医疗主营业务收入情况 (百万元) .....	- 3 -
图表 3: 迈瑞医疗归母净利润情况 (百万元) .....	- 3 -
图表 4: 迈瑞医疗分季度财务数据 (百万元) .....	- 4 -
图表 5: 迈瑞医疗分季度营业收入变化 (百万元) .....	- 4 -
图表 6: 迈瑞医疗分季度归母净利润变化 (百万元) .....	- 4 -
图表 7: 公司主要业务收入均实现快速增长 (2023 收入, 百万元) .....	- 5 -
图表 8: 迈瑞医疗盈利能力变化情况 .....	- 6 -
图表 9: 迈瑞医疗期间费用率变化情况 .....	- 6 -
图表 10: 公司监护产线实现良好增长 (收入, 百万元) .....	- 6 -
图表 11: 体外诊断产线增长情况 (收入, 百万元) .....	- 7 -
图表 12: 影像产线业务快速增长 (收入, 百万元) .....	- 8 -
图表 13: 迈瑞医疗财务报表预测 .....	- 10 -

## 23 全年业绩表现良好，24Q1 国内需求持续恢复

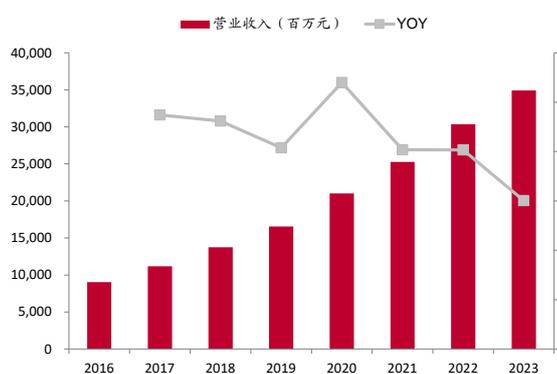
- 2023 年公司实现营业收入 349.32 亿元，同比增长 15.04%；归母净利润 115.82 亿元，同比增长 20.56%；扣非归母净利润 114.34 亿元，同比增长 20.04%。

图表 1: 迈瑞医疗主要财务指标变化 (百万元)



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 2: 迈瑞医疗主营业务收入情况 (百万元)



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 3: 迈瑞医疗归母净利润情况 (百万元)



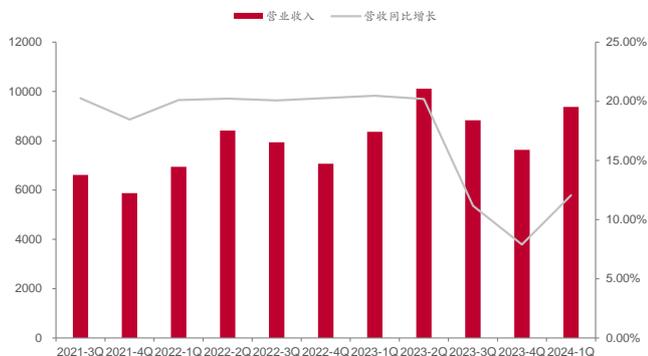
来源: wind, 中泰证券研究所

- **分季度来看：**2023 年单四季度公司实现营收 76.28 亿元，同比增长 7.90%，归母净利润 17.48 亿，同比增长 16.15%，扣非归母净利润 17.48 亿，同比增长 14.88%，在国内反腐等政策压力下仍然维持稳健增速。2024 年一季度，公司实现营业收入 93.73 亿元，同比增长 12.06%，环比增长 22.87%，实现归母净利润 31.60 亿元，同比增长 22.90%，实现扣非净利润 30.37 亿元，同比增长 20.08%。2024Q1 公司监护业务在同期高基数整体表现相对稳健，IVD、影像业务均实现恢复性高增。

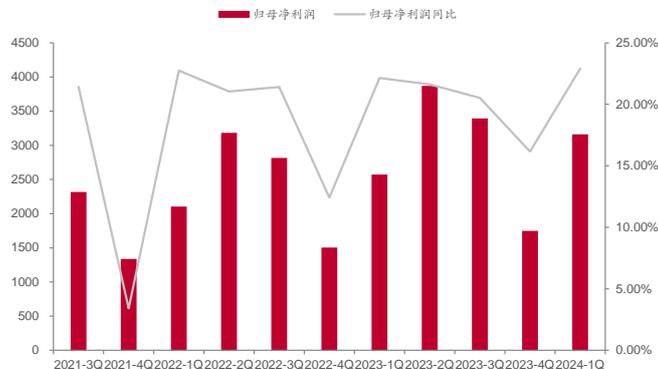
**图表 4：迈瑞医疗分季度财务数据（百万元）**

	2021-3Q	2021-4Q	2022-1Q	2022-2Q	2022-3Q	2022-4Q	2023-1Q	2023-2Q	2023-3Q	2023-4Q	2024-1Q
营业收入	6,613.16	5,878.07	6,943.11	8,412.47	7,940.25	7,069.81	8,364.28	10,111.49	8,828.02	7,628.10	9,372.81
营收同比增长	20.25%	18.46%	20.10%	20.22%	20.07%	20.27%	20.47%	20.20%	11.18%	7.90%	12.06%
营收环比增长	-5.49%	-11.12%	18.12%	21.16%	-5.61%	-10.96%	18.31%	20.89%	-12.69%	-13.59%	22.87%
营业成本	2,270.41	2,172.91	2,422.99	3,085.03	2,808.33	2,568.93	2,810.68	3,545.55	2,894.87	2,569.61	3,190.13
营业费用	968.56	1,155.33	1,072.95	1,079.09	1,178.43	1,471.09	1,373.82	1,460.76	1,154.78	1,713.56	1,485.48
管理费用	253.24	262.10	358.38	260.44	312.08	389.16	457.08	338.56	320.15	407.95	473.35
财务费用	-42.93	0.01	-7.68	-215.5	-258.65	30.79	-5.88	-565.68	-33.44	-249.92	-123.74
营业利润	2,672.74	1,470.52	2,401.54	3,603.73	3,213.83	1,771.42	2,899.68	4,430.28	3,870.72	1,869.17	3,572.28
利润总额	2,667.15	1,433.65	2,405.71	3,602.52	3,220.05	1,725.28	2,887.6	4,422.19	3,877.19	1,823.95	3,557.71
所得税	347.33	94.93	298.73	419.2	404.55	220.35	315.26	551.32	484.88	81.06	395.92
归母净利润	2,318.45	1,338.67	2,105.07	3,182.58	2,814.68	1,504.84	2,571.12	3,870.87	3,392.31	1,747.92	3,159.90
归母净利润同比	21.41%	3.41%	22.74%	21.04%	21.40%	12.41%	22.14%	21.63%	20.52%	16.15%	22.90%

来源：wind，中泰证券研究所

**图表 5：迈瑞医疗分季度营业收入变化（百万元）**


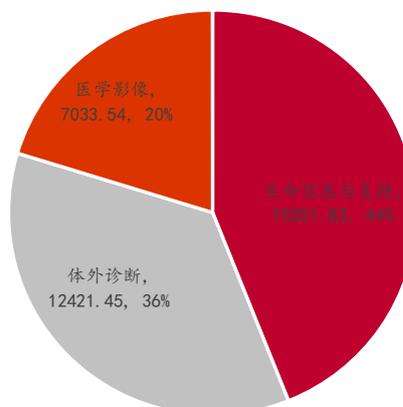
来源：wind，中泰证券研究所

**图表 6：迈瑞医疗分季度归母净利润变化（百万元）**


来源：wind，中泰证券研究所

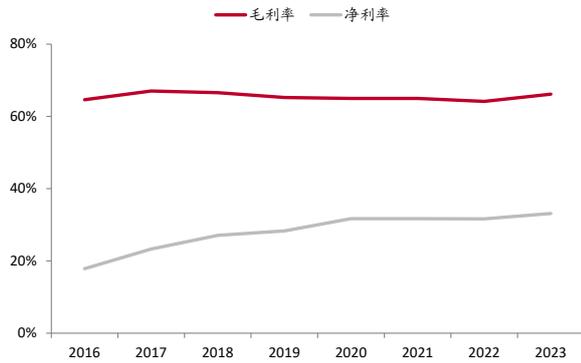
- **分业务来看：**公司三大核心业务线持续表现亮眼，2023 年生命信息与支撑实现收入 152.5 亿元，同比增长 13.8%，体外诊断实现营业收入 124.2 亿元，同比增长 21.1%，医学影像实现收入 70.3 亿元，同比增长 8.8%。

图表 7: 公司主要业务收入均实现快速增长 (2023 收入, 百万元)

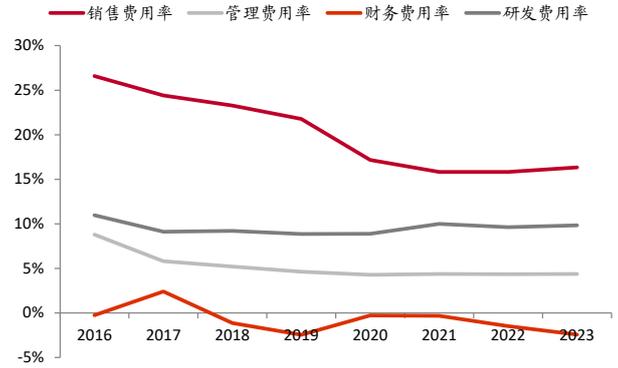


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **规模效应驱动下利润, 盈利能力稳中向好。**2023 年公司销售费用率 16.33%, 同比提升 0.51pp, 主要因公司持续加强全球营销及服务网络建设投入, 管理费用率 4.36%, 同比提升 0.01pp, 基本保持稳定, 财务费用率-2.45%, 同比下降 0.96 pp, 主要因汇率变动带来汇兑损益增加, 研发费用率 9.83%, 同比提升 0.20 pp。伴随公司整体收入体量的增大, 规模效应越发显著, 带动利润率进一步提升, 2023 年公司毛利率 66.16%, 同比提升 2.01 pp, 净利率 33.15%, 同比提升 1.50 pp。

**图表 8: 迈瑞医疗盈利能力变化情况**


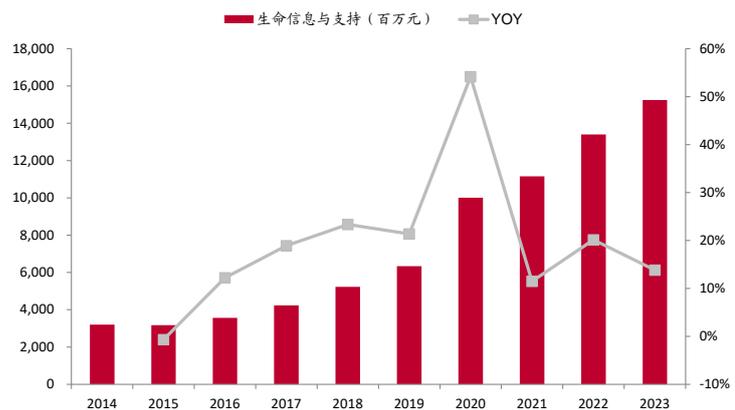
来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 9: 迈瑞医疗期间费用率变化情况**


来源: wind, 中泰证券研究所

### 诊断业务持续高增，影像、监护市场份额稳步突破

- 政策扰动下国内生命信息与支持业务增长稳定，海外高端医院加速渗透。** 2023 年生命信息与支持实现收入 152.5 亿元，同比增长 13.8%，其中微创外科增长超过了 30%，硬镜系统市场占有率提升至国内第三。2023H1 国内医疗新基建浪潮带动监护相关产品采购需求持续提升，但下半年以来，医疗行业整顿行动导致部分招标采购活动推迟，同时四季度医疗专项债暂时停发影响新基建项目推进，公司相关业务增速有所减弱，截至目前国内新基建商机仍超过 200 亿元，预计未来有望陆续释放；海外市场公司加速渗透高端客户群，在英国、法国、德国等重点市场均实现突破，下半年以来海外增速超过 20%，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。

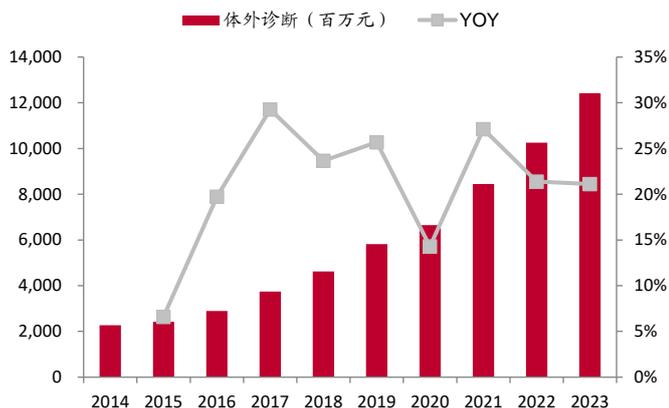
**图表 10: 公司监护产线实现良好增长 (收入, 百万元)**


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 体外诊断需求显著复苏，高端设备装机加速。** 体外诊断实现营业收入 124.2 亿元，同比增长 21.1%。其中国际体外诊断业务连续两年的复合增速超过了 30%。2023 年 3 月以来，国内常规门急诊、体检、手术等诊疗活动的快速恢复，诊断试剂消耗也随之显著复苏，血球、发光、生

化等多业务线均有亮眼表现。设备方面，2023 年公司血球 BC-7500 装机超过 2000 台，进一步巩固行业龙头地位，发光新增装机 2000 台以上，其中高速机占比接近 60%，中高端设备的持续铺展带动公司不断打开大样本市场，实现市占率提升，2024 年公司在国内市场份额首次超过一家进口品牌位列第四。同时针对海外市场公司不断加大国际市场的开拓力度和本地平台化能力建设，为国际化业务的中长期增长夯实基础。

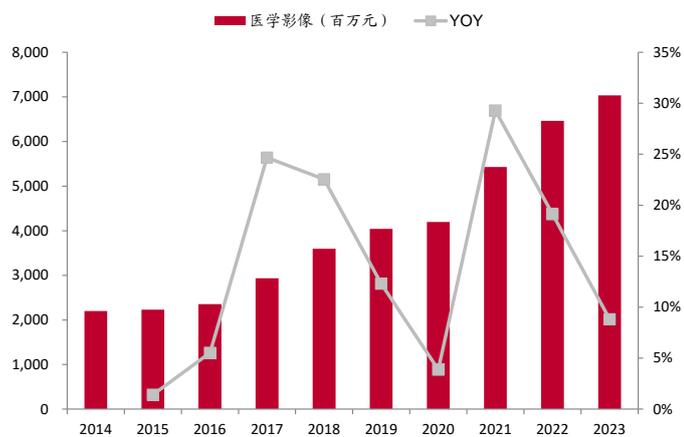
**图表 11: 体外诊断产线增长情况 (收入, 百万元)**



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 国内第一全球第三, 高端超声驱动影像市场份额快速提升。**2023 年, 公司医学影像实现收入 70.3 亿元, 同比增长 8.8%, 其中超声高端型号增长超过 20%。2023 年 7 月以来, 国内医疗行业整顿行动导致超声的招标采购活动显著推迟, 导致医学影像业务下半年增长放缓, 尽管如此, 公司国内业务仍在强大的产品竞争力和高标准的合规体系驱动下, 加快份额提升, 首次超越进口竞对成为国内超声行业第一。在海外市场, 公司加大海外高端市场覆盖投入力度, 推动海外超声高端型号实现超 25% 增长, 超声业务首次实现了全球第三的行业地位。公司 2023 年发布了 Resona A20、Recho R9 等超高端超声平台, 超声技术正式迈入国际一流水平, 未来有望在中高端市场持续发力, 实现海内外高端客户群的全面突破。

图表 12: 影像产线业务快速增长 (收入, 百万元)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

## 风险提示

- **新产品研发风险：** 医用器械行业对技术创新和产品研发能力要求较高、研发周期较长。因此在新产品研发的过程中，可能面临因研发技术路线出现偏差、研发投入成本过高、研发进程缓慢而导致研发失败的风险。
- **政策变化风险：** 医用耗材行业受国家的严格管控，在持续深入的医改背景下，两票制、集中采购、检验收费降价等政策变化可能对行业和公司带来负面影响，从而产生业绩波动。
- **市场竞争加剧风险：** 公司主要产品为医用耗材，近两年国内企业在技术上持续突破，已开始逐步实现进口替代，未来可能出现市场竞争进一步加剧的风险。
- 研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

图表 13: 迈瑞医疗财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	18,787	30,023	46,699	66,444	营业收入	34,932	41,922	50,318	60,399
应收票据	2	0	0	0	营业成本	11,821	14,270	17,178	20,680
应收账款	3,295	3,995	4,444	5,181	税金及附加	366	439	548	654
预付账款	268	362	427	503	销售费用	5,703	6,802	8,164	9,740
存货	3,979	4,567	5,325	6,204	管理费用	1,524	1,787	2,145	2,514
合同资产	0	0	0	0	研发费用	3,433	4,078	4,894	5,814
其他流动资产	545	472	569	690	财务费用	-855	-578	-884	-1,092
流动资产合计	26,875	39,420	57,466	79,022	信用减值损失	-244	-10	-10	-10
其他长期投资	52	55	57	60	资产减值损失	-530	0	0	0
长期股权投资	67	67	67	67	公允价值变动收益	79	0	0	0
固定资产	5,490	5,323	5,234	5,215	投资收益	-10	40	40	40
在建工程	2,461	2,561	2,561	2,461	其他收益	831	500	500	500
无形资产	2,225	2,691	2,950	3,271	营业利润	13,070	15,656	18,804	22,621
其他非流动资产	10,770	10,789	10,808	10,815	营业外收入	56	0	50	0
非流动资产合计	21,065	21,486	21,677	21,889	营业外支出	115	0	0	0
<b>资产合计</b>	<b>47,940</b>	<b>60,905</b>	<b>79,143</b>	<b>100,911</b>	<b>利润总额</b>	<b>13,011</b>	<b>15,656</b>	<b>18,854</b>	<b>22,621</b>
短期借款	8	97	226	335	所得税	1,433	1,724	2,076	2,491
应付票据	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>11,578</b>	<b>13,932</b>	<b>16,778</b>	<b>20,130</b>
应付账款	2,690	2,854	3,487	4,260	少数股东损益	-4	-5	-6	-7
预收款项	1	0	1	1	<b>归属母公司净利润</b>	<b>11,582</b>	<b>13,937</b>	<b>16,784</b>	<b>20,137</b>
合同负债	1,973	587	704	846	NOPLAT	10,818	13,418	15,992	19,158
其他应付款	2,041	2,041	2,041	2,041	EPS (按最新股本摊薄)	9.55	11.50	13.84	16.61
一年内到期的非流动负债	105	105	105	105					
其他流动负债	3,285	3,751	4,373	5,031	<b>主要财务比率</b>				
流动负债合计	10,103	9,435	10,937	12,618	<b>会计年度</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
长期借款	1	101	301	501	<b>成长能力</b>				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	15.0%	20.0%	20.0%	20.0%
其他非流动负债	4,490	4,490	4,490	4,490	EBIT增长率	15.7%	24.0%	19.2%	19.8%
非流动负债合计	4,491	4,591	4,791	4,991	归母公司净利润增长率	20.6%	20.3%	20.4%	20.0%
<b>负债合计</b>	<b>14,594</b>	<b>14,026</b>	<b>15,729</b>	<b>17,609</b>	<b>获利能力</b>				
归属母公司所有者权益	33,085	46,623	63,164	83,058	毛利率	66.2%	66.0%	65.9%	65.8%
少数股东权益	261	256	251	244	净利率	33.1%	33.2%	33.3%	33.3%
<b>所有者权益合计</b>	<b>33,346</b>	<b>46,879</b>	<b>63,414</b>	<b>83,302</b>	ROE	34.7%	29.7%	26.5%	24.2%
<b>负债和股东权益</b>	<b>47,940</b>	<b>60,905</b>	<b>79,143</b>	<b>100,911</b>	ROIC	45.1%	36.9%	31.1%	27.7%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	30.4%	23.0%	19.9%	17.5%
					债务权益比	13.8%	10.2%	8.1%	6.5%
					流动比率	2.7	4.2	5.3	6.3
					速动比率	2.3	3.7	4.8	5.8
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.7	0.7	0.6	0.6
					应收账款周转天数	31	31	30	29
					应付账款周转天数	76	70	66	67
					存货周转天数	122	108	104	100
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	9.55	11.50	13.84	16.61
					每股经营现金流	9.12	9.82	13.78	16.19
					每股净资产	27.29	38.45	52.10	68.50
					<b>估值比率</b>				
					P/E	32	27	22	19
					P/B	11	8	6	5
					EV/EBITDA	36	30	25	21

来源: 中泰证券研究所

## ■ 投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、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。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。