

迈瑞医疗 (300760.SZ)

业绩稳健增长，引领数智化转型升级

买入

核心观点

2023 年收入同比增长 15%，归母净利润维持稳健增长。2023 年公司实现营收 349.32 亿 (+15.0%)，归母净利润 115.82 亿 (+20.6%)。其中单四季度营收 76.28 亿 (+7.9%)，归母净利润 17.48 亿 (+16.2%)。自 8 月以来的行业整顿行动使得国内设备的招标采购活动出现大面积推迟，但体外诊断和种子业务仍保持快速放量，公司盈利能力不断增强。2024 年一季度实现营收 93.73 亿 (+12.1%)，归母净利润 31.60 亿 (+22.9%)，去年同期国内的紧急采购需求量使得今年国内市场整体在高基数下实现个位数增长，其中去年同期受抑制的国内体外诊断和医学影像业务均实现恢复性高增长。去年同期产能倾斜国内导致国际市场基数较低，在海外高端客户群突破持续加快的助力下，国际市场整体今年一季度增长近 30%，其中发展中国家增长超过 30%。

体外诊断业务领衔增长，超声业务持续突破高端。2023 年生命信息与支持业务实现营收 152.52 亿元 (+13.81%)，截至 2023 年末，国内医疗新基建待释放的市场空间仍超过 200 亿，预计对该产线增长会带来显著贡献。体外诊断业务实现营收 124.21 亿元 (+21.12%)，其中国际 IVD 业务连续两年复合增速超过 30%。BC-7500 系列全年装机超过 2000 台，成为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 2000 台，其中高速机占比达到近六成，在国内市场份额首次超过一家进口品牌并列第四。医学影像业务实现营收 70.34 亿元 (+8.82%)，公司在国内发布国产首款超高端超声平台 Resona A20，并加速海外高端客户突破，海外超声高端型号增长超过 25%，助力超声业务首次实现了国内第一和全球第三的行业地位。

毛净利率提升，各项费用率保持稳定。2023 年毛利率 66.16% (+2.01pp)；销售费用率和管理费用率均维持稳定，同时保持高强度研发投入，研发费用率 9.83% (+0.20pp)，研发投入 37.79 亿 (+18.43%)；财务费用率下降 0.96pp，主要由于利息收入增加；净利率 33.15% (+1.50pp)，盈利能力进一步增强。

投资建议：公司在国内受益于医疗新基建和产品迭代升级，并在海外加快高端客户拓展。微创外科、心血管等种子业务高速放量，“三瑞”数智化方案引领转型升级。综合考虑行业政策影响和惠泰医疗并表，维持 2024-25 年净利润预测，新增 2026 年利润预测，2024-26 年归母净利润 139.79/168.85/203.01 亿元，同比增速 20.7%/20.8%/20.2%，当前股价对应 PE=26.4/21.9/18.2x。公司作为国产医疗器械领袖，研发和销售实力强劲，国际化布局成果显著，将快速成长为全球医械龙头，维持“买入”评级。

风险提示：集采政策风险，汇率波动风险，医疗设备招采进度不及预期。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	30,366	34,932	41,561	50,480	59,743
(+/-%)	20.2%	15.0%	19.0%	21.5%	18.4%
净利润(百万元)	9607	11582	13979	16885	20301
(+/-%)	20.1%	20.6%	20.7%	20.8%	20.2%
每股收益(元)	7.92	9.55	11.53	13.93	16.74
EBIT Margin	33.2%	34.6%	35.3%	35.6%	36.1%
净资产收益率 (ROE)	30.0%	35.0%	35.9%	37.6%	40.1%
市盈率 (PE)	38.5	31.9	26.4	21.9	18.2
EV/EBITDA	35.4	29.6	25.1	20.7	17.4
市净率 (PB)	11.55	11.17	9.49	8.23	7.29

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

医药生物·医疗器械

证券分析师：张佳博 021-60375487 zhangjiabo@guosen.com.cn S0980523050001
 证券分析师：张超 0755-81982940 zhangchao4@guosen.com.cn S0980522080001

基础数据

投资评级 买入(维持)
 合理估值
 收盘价 304.72 元
 总市值/流通市值 369455/369455 百万元
 52 周最高价/最低价 325.00/253.48 元
 近 3 个月日均成交额 1077.06 百万元

市场走势



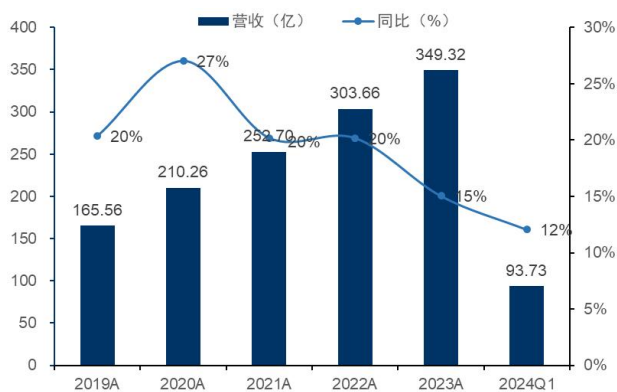
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《迈瑞医疗 (300760.SZ) - 拟收购惠泰医疗控制权，进军心血管器械领域》——2024-01-30
- 《迈瑞医疗 (300760.SZ) - Q3 归母净利润同比增长 21%，海外加速突破高端客户》——2023-11-03
- 《迈瑞医疗 (300760.SZ) - 2023 年中报点评：业绩稳健增长，“国际化+平台化”成果显著》——2023-09-04
- 《迈瑞医疗 (300760.SZ) - 2022 年年报和 2023 年一季度报点评：业绩稳健增长，创新研发和营销整合助力突破海外高端客户》——2023-05-03
- 《迈瑞医疗 (300760.SZ) - 2022 年三季度报点评：国内医疗新基建叠加海外高端客户突破助力业绩稳健增长》——2022-10-29

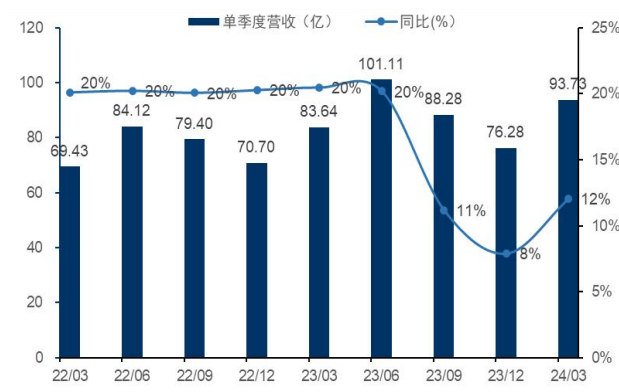
2023 年收入同比增长 15%，归母净利维持稳健增长。2023 年公司实现营收 349.32 亿(+15.0%)，归母净利润 115.82 亿(+20.6%)，扣非归母净利润 114.34 亿(+20.0%)。其中单四季度营收 76.28 亿(+7.9%)，归母净利润 17.48 亿(+16.2%)。自 8 月以来的医疗行业整顿行动使得国内设备的招标采购活动出现了大面积推迟，导致生命信息与支持和超声业务下半年的增长有所放缓，但体外诊断业务和微创外科等种子业务仍保持快速放量，公司盈利能力进一步增强，凸显规模效应。2024 年一季度实现营收 93.73 亿(+12.1%)，归母净利润 31.60 亿(+22.9%)，去年同期国内重症病房建设所带来的紧急采购需求量远超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下实现个位数增长，其中去年同期受抑制的国内体外诊断和医学影像业务均实现恢复性高增长。去年同期产能倾斜国内导致国际市场基数较低，同时在海外高端客户群突破持续加快的助力下，国际市场整体今年一季度增长近 30%，其中发展中国家增长超过 30%。

图1: 迈瑞医疗营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



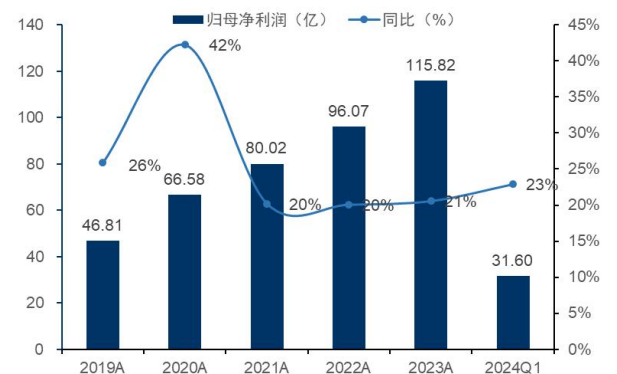
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 迈瑞医疗单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 迈瑞医疗归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 迈瑞医疗单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

分产线看:2023 年生命信息与支持产线、体外诊断产线和医学影像产线的收入占比分别为 43.9%、35.7%和 20.3%。随着高毛利产品收入占比提升，规模效应进一步体现，各产线毛利率均有不同幅度增长。

生命信息与支持业务实现营收 152.52 亿元，同比增长 13.81%。国内医疗新基建的推进和国际市场需求的复苏带来正面贡献，但自 8 月以来的行业整顿使得国内

设备招标采购出现大面积延迟，导致该产线下半年增长有所放缓。但种子业务微创外科全年增速依旧超过 30%，公司硬镜系统的市占率提升至国内第三。截至 2023 年末，国内医疗新基建待释放的市场空间仍然超过 200 亿。国际市场的采购需求已基本复苏，使得国际生命信息与支持业务下半年增长超过 20%。

体外诊断业务实现营收 124.21 亿元，同比增长 21.12%，其中国际体外诊断连续两年复合增速超过 30%。BC-7500 系列全年装机超过 2000 台，进一步巩固公司国内血球市场第一的行业地位，并成为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 2000 台，其中高速机占比达到近六成，在国内市场份额首次超过一家进口品牌并位列第四。海外中大样本量客户的渗透速度仍在持续加快，公司全年成功突破超过 100 家海外第三方连锁实验室，成为拉美第一大实验室 DASA 的独家血球供应商。

医学影像业务实现营收 70.34 亿元，同比增长 8.82%。超声常规采购自 3 月以来得到恢复，并且国际市场中高端超声持续放量，但行业整顿行动同样也使得超声下半年的招标采购活动出现推迟。但公司凭借强大的产品竞争力和高标准的合规体系，抓住当前环境下市场份额提升的机会，首次成为国内超声市场行业第一的厂家。公司于 2023 年底在国内发布国产首款超高端超声平台 Resona A20，标志公司超声技术已经正式迈入国际一流水平。国际市场中低端超声的需求景气度持续受到宏观经济低迷的影响，但公司加速高端客户突破，海外超声高端型号增长超过 25%，助力超声业务首次实现了全球第三的行业地位。

图5：生命信息与支持业务收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：体外诊断业务收入及增速（单位：亿元、%）



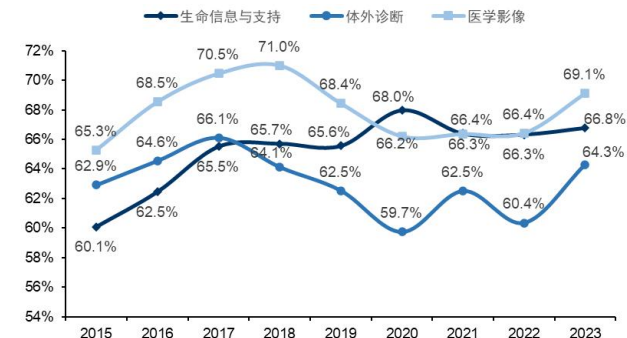
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：医学影像业务（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：三大类业务毛利率



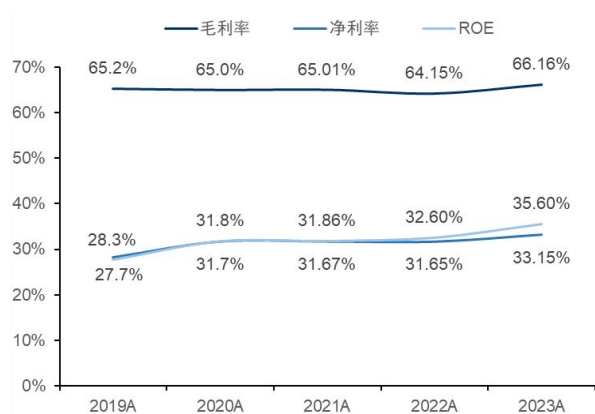
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

分区域看：国内市场收入 213.82 亿元 (+14.5%)，海外市场收入 135.50 亿元 (+15.8%)。公司在海外市场获取了大量的订单，监护、检验、超声产品和整体

解决方案进入了更多的高端医院、集团医院和大型连锁实验室，生命信息与支持、体外诊断和医学影像三条产线 2023 年分别突破接近 300 家、超过 450 家和超过 200 家全新高端客户。

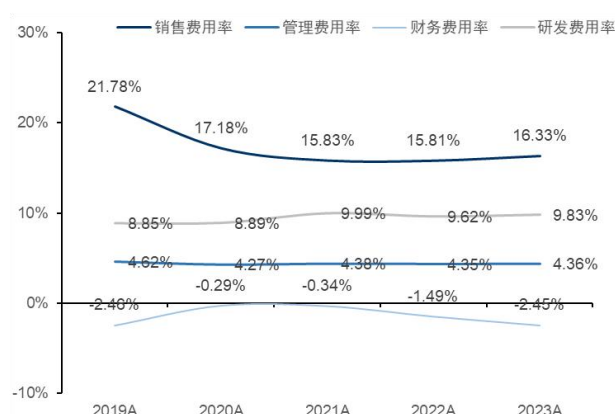
毛净利率进一步提升，各项费用率保持稳定。2023 年销售毛利率 66.16% (+2.01pp)。销售费用率 16.33% (+0.51pp)，管理费用率 4.36% (+0.01pp)，维持稳定；研发费用率 9.83% (+0.20pp)，公司保持高强度研发投入，全年研发投入 37.79 亿，同比增长 18.43%；财务费用率-2.45% (-0.96pp)，主要由于利息收入增加。销售净利率 33.15% (+1.50pp)，盈利能力进一步增强。

图9: 迈瑞医疗毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

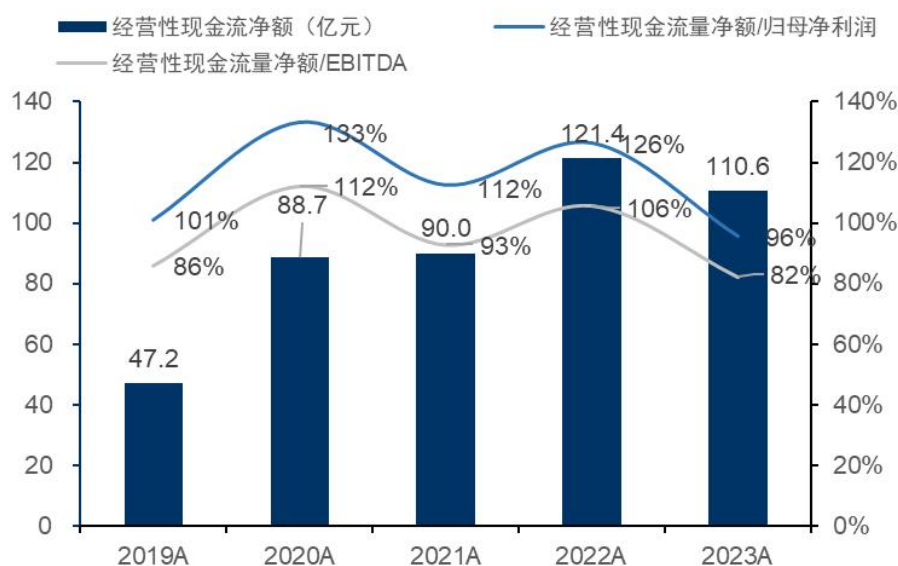
图10: 迈瑞医疗四项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

经营性现金流保持健康优质。公司经营性现金流净额为 110.6 亿，ICU 病房建设的紧急采购于 3 月份基本完成后，公司产品进入正常交付周期。经营性现金流与归母净利润的比值为 96%，保持健康优质。截至 2023 年末，公司货币资金账面余额为 187.87 亿。

图11: 迈瑞医疗经营性现金流情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

以迈瑞为代表的医疗器械龙头企业已先行开启了从数字化向数智化的转型。基于

广阔的业务布局、领先的市场地位及庞大的装机体量，公司初步完成了“设备+IT+AI”的智能医疗生态系统搭建，在国内外多个顶级医院均已落地全院级数智化整体解决方案。公司以 IT 赋能硬件，串联起丰富的医疗大数据资源，以自研的智能软件算法赋能软件，帮助迈瑞的多款高端产品率先实现智慧化的辅助诊断功能，未来将通过对临床的深度理解，生成能够辅助临床决策的智能化生态系统。

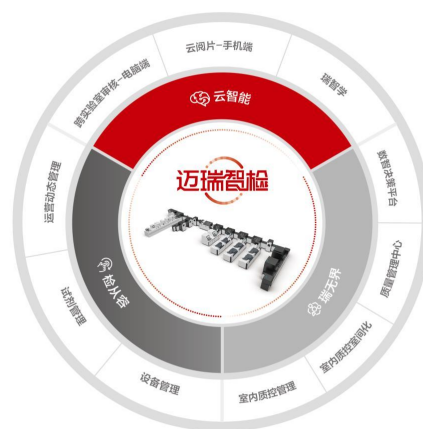
“三瑞”生态系统助力公司向数智化生态方案商转型升级。截至 2023 年末，“瑞智联”生态系统、迈瑞智检”实验室解决方案和“瑞影云++”项目分别累计实现装机超 700 家、210 家和 10000 套。“瑞智联”生态系统全年新增装机超过 400 家，增长迅猛；“瑞影云++”项目全年完成装机近 5,500 套，持续提速。“三瑞”方案提高公司在大型医院的赢单率的同时显著提高了客户黏性。

图12: 迈瑞医疗“瑞智联”生态系统



资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

图13: 迈瑞医疗“迈瑞智检”实验室解决方案



资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

投资建议：公司在国内受益于医疗新基建和产品迭代升级，并同步在海外加快高端客户拓展。体外诊断业务领衔增长，微创外科、心血管等种子业务高速放量，“三瑞”数智化方案引领转型升级，规模效应及高端产品占比提升促进盈利水平提升。综合考虑行业政策影响和惠泰医疗并表，下调 2024-25 年收入预测，新增 2026 年收入预测，预计 2024-26 年收入为 415.61/504.80/597.43 亿（2024-25 年原为 430.55/517.94 亿）；维持 2024-25 年盈利预测，新增 2026 年盈利预测，2024-26 年归母净利润 139.79/168.85/203.01 亿元，同比增速 20.7%/20.8%/20.2%，当前股价对应 PE=26.4/21.9/18.2x。公司作为国产医疗器械龙头，研发实力强劲，海外国际化进程加快，将逐步转变为全球医械龙头，维持“买入”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (2024/5/10)	总市值 亿元	EPS				PE			ROE (扣非)		PEG (24E)	投资 评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	(23A)		
300760	迈瑞医疗	304.59	3693	9.55	11.53	13.93	16.74	31.9	26.4	21.9	18.2	35%	1.3	买入
688271	联影医疗	132.56	1093	2.40	2.88	3.54	4.40	55.3	46.1	37.5	30.1	9%	2.0	增持
300832	新产业	77.83	612	2.10	2.63	3.32	4.11	37.0	29.6	23.4	18.9	22%	0.9	买入
300633	开立医疗	40.40	175	1.06	1.34	1.70	2.16	38.2	30.2	23.7	18.7	15%	1.1	无

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 除迈瑞医疗、新产业外, 其余均为 Wind 一致预测

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	23186	18787	24472	29647	35787	营业收入	30366	34932	41561	50480	59743
应收款项	2810	3492	4327	5394	6547	营业成本	10885	11821	13881	16669	19556
存货净额	4025	3979	4665	5738	6840	营业税金及附加	348	366	457	581	687
其他流动资产	553	576	748	909	1075	销售费用	4802	5703	6691	8077	9499
流动资产合计	30606	26875	34263	41747	50319	管理费用	1320	1524	1876	2290	2676
固定资产	6064	7951	8881	9469	9763	研发费用	2923	3433	4073	4997	5873
无形资产及其他	1977	2225	2137	2049	1961	财务费用	(451)	(855)	(748)	(757)	(836)
投资性房地产	8038	10822	12446	13690	14375	投资收益	(5)	(10)	(10)	(10)	(10)
长期股权投资	61	67	72	77	82	资产减值及公允价值变动	(92)	(450)	(300)	(300)	(100)
资产总计	46745	47940	57798	67032	76500	其他收入	(2373)	(2844)	(3279)	(4179)	(5066)
短期借款及交易性金融负债	97	112	150	200	200	营业利润	10991	13070	15815	19132	22986
应付款项	2291	2690	2986	3496	4051	营业外净收支	(37)	(59)	(60)	(60)	(54)
其他流动负债	9382	7300	10463	12787	15645	利润总额	10954	13011	15754	19072	22932
流动负债合计	11770	10103	13599	16483	19896	所得税费用	1343	1433	1780	2193	2637
长期借款及应付债券	0	1	1	1	1	少数股东损益	4	(4)	(5)	(6)	(7)
其他长期负债	2976	4490	4990	5390	5690	归属于母公司净利润	9607	11582	13979	16885	20301
长期负债合计	2976	4491	4991	5391	5691	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	14746	14594	18590	21875	25587	净利润	9607	11582	13979	16885	20301
少数股东权益	18	261	259	257	255	资产减值准备	(18)	666	205	160	115
股东权益	31981	33085	38949	44901	50658	折旧摊销	779	896	805	977	1128
负债和股东权益总计	46745	47940	57798	67032	76500	公允价值变动损失	92	450	300	300	100
						财务费用	(451)	(855)	(748)	(757)	(836)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	3884	(2945)	847	(150)	721
每股收益	7.92	9.55	11.53	13.93	16.74	其它	20	(666)	(207)	(162)	(117)
每股红利	3.49	8.80	6.69	9.02	12.00	经营活动现金流	14365	9983	15929	18009	22249
每股净资产	26.38	27.29	32.12	37.03	41.78	资本开支	0	(2615)	(2152)	(1937)	(1550)
ROIC	32%	36%	43%	55%	65%	其它投资现金流	(5)	(10)	(8)	(10)	(10)
ROE	30%	35%	36%	38%	40%	投资活动现金流	(40)	(2631)	(2165)	(1952)	(1565)
毛利率	64%	66%	67%	67%	67%	权益性融资	114	79	0	0	0
EBIT Margin	33%	35%	35%	36%	36%	负债净变化	0	1	0	0	0
EBITDA Margin	36%	37%	37%	38%	38%	支付股利、利息	(4233)	(10670)	(8116)	(10932)	(14544)
收入增长	20%	15%	19%	21%	18%	其它融资现金流	1852	9507	38	50	0
净利润增长率	20%	21%	21%	21%	20%	融资活动现金流	(6501)	(11751)	(8078)	(10882)	(14544)
资产负债率	32%	31%	33%	33%	34%	现金净变动	7825	(4398)	5685	5175	6140
息率	1.1%	2.9%	2.2%	3.0%	3.9%	货币资金的期初余额	15361	23186	18787	24472	29647
P/E	38.5	31.9	26.4	21.9	18.2	货币资金的期末余额	23186	18787	24472	29647	35787
P/B	11.6	11.2	9.5	8.2	7.3	企业自由现金流	-	6091	12513	14780	19364
EV/EBITDA	35.4	29.6	25.1	20.7	17.4	权益自由现金流	-	15599	13025	15422	20080

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032