



买入（维持）

所属行业：医药生物/医疗器械
当前价格(元)：247.49

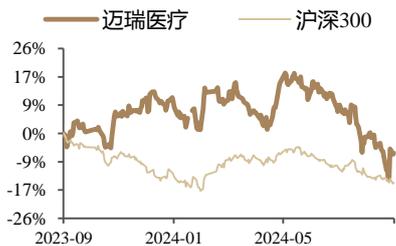
证券分析师

周新明

资格编号：S0120524060001

邮箱：zhouxm@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-4.94	-13.22	-14.70
相对涨幅(%)	-1.66	-7.51	-6.14

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1.《——迈瑞医疗 23 年半年报点评-迈瑞医疗 (300760.SZ)：国内市场复苏强劲，海外渗透加速》，2023.9.4

迈瑞医疗 24 中报点评：IVD 表现亮眼，影像高端市场不断突破

投资要点

事件：1. 24H1，公司实现营业收入 205.31 亿元 (+11.12%，同比，下同)，实现归母净利润 75.61 亿元 (+17.37%)，实现扣非归母净利润 73.80 亿元 (+16.39%)；
2. 24Q2 营业收入 111.58 亿元 (+10.35%)，归母净利润 44.01 亿元 (+13.69%)，扣非归母净利润 43.43 亿元 (+13.94%)。

海外稳健增长，高端客户群稳步扩张。24H1，公司境内收入为 126.24 亿元 (+7.16%)，境外收入 79.06 亿元 (+18.09%)，在总营收占比为 38.51% (+2.28pct)，其中亚太及欧洲市场保持高增长势头，亚太市场收入 17.63 亿元 (+30.09%)，欧洲市场收入 15.03 亿元 (+37.93%)。国际战略客户贡献收入占国际市场销售比例达 14%，生命信息与支持领域新突破近 40 家高端客户，体外诊断领域新突破近 140 家高端客户，医学影像领域新突破近 60 家高端客户。我们认为，公司三大产品线在海外高端客户群体的不断突破，将为公司未来海外业务的持续快速增长提供坚实的基础。

体外诊断表现亮眼，医学影像高端市场持续突破：从三大业务线来看：

- 1) 生命信息与支持收入 80.09 亿元 (-7.59%)，其中微创外科增长超过 90%，硬镜系统实现了翻倍增长，高值耗材业务如超声刀开始逐步放量。业务整体下滑主要受行业整顿及设备更新政策所导致院内招标延误的影响；从国内市场来看，由于医疗行业整顿和医疗设备更新项目导致了今年上半年招标采购活动持续推迟，使得该业务线国内部分承担了较大的压力，上半年出现了双位数下滑。但我们预计，随着未来设备更新政策的不断落地，相关积压的需求有望逐步释放，带动公司监护板块国内业务快速恢复。
- 2) 体外诊断收入 76.58 亿元 (28.16%)，其中，化学发光业务增长超过 30%，主要因门诊、手术等诊疗需求的推动下保持高增长；其中国内血球业务增长超 30%，MT 8000 全实验室智能化流水线上市一周年装机破 100 条，超过 90%为三级医院，国外业务整体增长超 30%，24H1 突破超 60 家海外第三方实验室；国际体外诊断产线上半年增长超过了 30%，得益于对国际体外诊断生产制造、物流配送、临床支持、IT 服务等本地平台能力的建设进度加快，以及 DiaSys 的整合进展顺利，使得海外中大样本量客户的渗透速度仍在持续加快。
- 3) 医学影像收入 42.74 亿元 (+15.49%)，其中超声高端及以上型号增长超过 40%，主要受益于去年底上市的超高端超声平台 Resona A20 放量。公司进一步巩固了超声业务国内市场第一的行业地位，推动国内医学影像产线上半年增长超过了 20%。此外，海外中低端超声采购需求的景气度持续低迷，但公司通过持续加大海外高端市场的覆盖与投入力度，加速了高端客户突破的进程。
- 4) 并购进入心血管领域，为业绩增长提供新动能，公司通过收购科创板上市公司惠泰医疗，将进入心血管领域相关赛道，提升业务可及市场空间，培育新的业务增长点。据行业研究报告和公司的预估，全球心血管领域的市场规模达到 560 亿美元，其中国内心血管领域的市场规模超过 500 亿元人民币，24 年 1 月，公司发布公告收购惠泰医疗，通过本次交易，迈瑞医疗将以此进入心血管领域相关赛道，未来，迈瑞医疗将继续完善产品矩阵，进一步丰富耗材类业务，提升公司整体竞争力。

盈利预测与投资评级：根据上半年经营情况，我们预计公司 24-26 年归母净利润为 139/167/201 亿元，当前市值对应 PE 为 22/18/15 倍，维持“买入”评级

风险提示：行业政策变化，汇率波动，中美贸易摩擦，新产品销售不及预期等。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	1,212.44		2022	2023	2024E	2025E	2026E
流通 A 股(百万股):	1,212.44	营业收入(百万元)	30,366	34,932	41,774	50,104	60,100
52 周内股价区间(元):	226.52-311.60	(+/-)YOY(%)	20.2%	15.0%	19.6%	19.9%	19.9%
总市值(百万元):	300,067.12	净利润(百万元)	9,607	11,582	13,906	16,712	20,092
总资产(百万元):	60,625.70	(+/-)YOY(%)	20.1%	20.6%	20.1%	20.2%	20.2%
每股净资产(元):	32.04	全面摊薄 EPS(元)	7.92	9.55	11.47	13.78	16.57
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	64.2%	66.2%	66.2%	66.7%	66.7%
		净资产收益率(%)	30.0%	35.0%	33.3%	28.6%	28.4%
		资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所					
		备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润					

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	9.56	11.47	13.78	16.57
每股净资产	27.29	34.46	48.24	58.31
每股经营现金流	9.12	11.74	14.90	17.79
每股股利	5.80	6.50	6.50	6.50
价值评估(倍)				
P/E	30.40	21.58	17.95	14.93
P/B	10.65	7.18	5.13	4.24
P/S	8.59	7.18	5.99	4.99
EV/EBITDA	24.81	16.77	13.28	10.73
股息率%	2.0%	2.6%	2.6%	2.6%
盈利能力指标(%)				
毛利率	66.2%	66.2%	66.7%	66.7%
净利润率	33.1%	33.3%	33.4%	33.4%
净资产收益率	35.0%	33.3%	28.6%	28.4%
资产回报率	24.2%	25.1%	22.7%	22.8%
投资回报率	32.8%	31.7%	27.1%	26.6%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	15.0%	19.6%	19.9%	19.9%
EBIT 增长率	17.6%	22.8%	19.2%	18.4%
净利润增长率	20.6%	20.1%	20.2%	20.2%
偿债能力指标				
资产负债率	30.4%	24.1%	20.3%	19.4%
流动比率	2.7	3.9	5.0	5.3
速动比率	2.2	3.3	4.4	4.7
现金比率	1.9	3.0	4.1	4.3
经营效率指标				
应收帐款周转天数	30.7	26.3	21.8	21.4
存货周转天数	121.9	115.7	120.0	119.2
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.7
固定资产周转率	7.2	7.4	8.6	10.0

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	11,582	13,906	16,712	20,092
少数股东损益	-4	0	0	0
非现金支出	1,813	1,263	1,361	1,459
非经营收益	-932	784	24	3
营运资金变动	-1,398	-1,713	-35	12
经营活动现金流	11,062	14,240	18,062	21,567
资产	-2,667	-1,485	-1,490	-1,485
投资	-2,182	0	0	0
其他	4,156	2,492	28	43
投资活动现金流	-693	1,007	-1,462	-1,442
债权募资	-19	-1,127	0	0
股权募资	79	-181	0	0
其他	-10,836	-5,053	-11	-7,892
融资活动现金流	-10,776	-6,361	-11	-7,892
现金净流量	-305	8,908	16,589	12,232

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为9月3日
 资料来源：公司年报（2022-2023），德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	34,932	41,774	50,104	60,100
营业成本	11,821	14,113	16,674	20,012
毛利率%	66.2%	66.2%	66.7%	66.7%
营业税金及附加	366	480	576	721
营业税金率%	1.0%	1.1%	1.1%	1.2%
营业费用	5,703	6,412	8,017	9,556
营业费用率%	16.3%	15.3%	16.0%	15.9%
管理费用	1,524	1,796	2,154	2,584
管理费用率%	4.4%	4.3%	4.3%	4.3%
研发费用	3,433	4,052	4,910	5,950
研发费用率%	9.8%	9.7%	9.8%	9.9%
EBIT	12,418	15,250	18,172	21,515
财务费用	-855	-552	-819	-1,317
财务费用率%	-2.4%	-1.3%	-1.6%	-2.2%
资产减值损失	-530	-150	-150	-150
投资收益	-10	-12	28	43
营业利润	13,070	15,837	19,026	22,867
营业外收支	-59	-35	-35	-35
利润总额	13,011	15,802	18,991	22,832
EBITDA	13,457	16,264	19,283	22,724
所得税	1,433	1,896	2,279	2,740
有效所得税率%	11.0%	12.0%	12.0%	12.0%
少数股东损益	-4	0	0	0
归属母公司所有者净利润	11,582	13,906	16,712	20,092

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	18,787	27,695	44,284	56,517
应收账款及应收票据	3,297	2,801	3,279	3,874
存货	3,979	5,096	6,021	7,227
其它流动资产	813	992	1,138	1,313
流动资产合计	26,875	36,585	54,723	68,930
长期股权投资	67	67	67	67
固定资产	5,490	5,728	5,919	6,062
在建工程	2,461	2,461	2,461	2,461
无形资产	2,225	1,975	1,675	1,325
非流动资产合计	21,065	18,815	19,004	19,094
资产总计	47,940	55,400	73,726	88,025
短期借款	8	8	8	8
应付票据及应付账款	2,690	2,940	3,474	4,169
预收账款	1	0	0	0
其它流动负债	7,404	6,349	7,429	8,821
流动负债合计	10,103	9,297	10,911	12,998
长期借款	1	1	1	1
其它长期负债	4,490	4,065	4,065	4,065
非流动负债合计	4,491	4,066	4,066	4,066
负债总计	14,594	13,363	14,977	17,064
实收资本	1,212	1,212	1,212	1,212
普通股股东权益	33,085	41,777	58,489	70,700
少数股东权益	261	261	261	261
负债和所有者权益合计	47,940	55,400	73,726	88,025

信息披露

分析师与研究助理简介

周新明 德邦证券研究所 所长助理兼医药首席分析师，医药行业全覆盖。本科、硕士分别毕业于浙江大学材料科学专业、北京大学卫生经济学专业，具有 10 年证券从业经验。分别在 2023 年、2022 年、2021 年、2016 年获得新财富医药生物行业第四、三、四、三名。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。