

迈瑞医疗 (300760.SZ)

单二季度归母净利润增长 14%，体外诊断业务表现亮眼

核心观点

营收增长受行业政策扰动，归母净利增速受同期汇兑损益影响。2024年上半年公司实现营业收入 205.3 亿元 (+11.1%)，归母净利润 75.6 亿元 (+17.4%)，剔除汇兑损益影响后增速为 22.1%。单二季度实现营业收入 111.6 亿元 (+10.4%)，归母净利润 44 亿元 (+13.7%)，剔除汇兑损益影响后增速为 24%。受国内医疗行业整顿及设备更新政策影响，今年医疗设备招采活动因普遍处于观望状态而有所延迟。

体外诊断业务拉动增长，超声业务突破高端。2024年上半年生命信息与支持业务实现营收 80.09 亿元 (-7.59%)，截至 2024 年 6 月末，国内医疗新基建待释放的市场空间提升至 240 亿，推迟的采购项目未来仍将全部释放；微创外科上半年增长超过 90%，硬镜系统实现翻倍增长，高值耗材业务如超声刀开始逐步放量。体外诊断业务实现营收 76.58 亿元 (+28.16%)，其中化学发光业务增长超过 30%；国内体外诊断业务上半年增长超过 25%，其中国内血球业务上半年增长超过 30%，MT 8000 全实验室智能化流水线在上市一周年全国装机已突破 100 条，且超过 90%为三级医院；海外中大样本量客户的渗透速度仍在持续加快，推动国际体外诊断业务上半年增长超过 30%。医学影像业务实现营收 42.74 亿元 (+15.49%)，其中超声高端及以上型号增长超过 40%，进一步巩固超声业务国内市场第一的行业地位；公司加速海外高端客户突破的进程，进一步巩固超声业务全球第三的行业地位。

毛净利率进一步提升，销售和研发费用率有所下降。2024年上半年销售毛利率 66.25% (+0.66pp)，销售净利率 36.90% (+2.03pp)，耗材类和高端产品收入占比提升持续增强盈利能力。销售费用率 14.30% (-1.05pp)，管理费用率 4.01% (-0.30pp)，研发费用率 8.65% (-1.37pp)，规模效应推动费用率稳中有降；财务费用率-1.43% (+1.67pp)，主要由于汇兑损益变化。

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。考虑行业政策影响，小幅下调收入和盈利预测，预计 2024-26 年收入为 406.69/488.01/568.62 亿（原为 415.61/504.80/597.43 亿），同比增速为 16.4%/20.0%/16.5%；归母净利润为 138.02/165.70/196.35 亿（原为 139.79/168.85/203.01 亿），同比增速 19.2%/20.1%/18.5%，当前股价对应 PE 为 21.3/17.7/14.9x。公司作为国产医疗器械龙头，研发和销售实力强劲，国际化布局成果显著，维持“优于大市”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	40,669	48,801	56,862
(+/-%)	20.2%	15.0%	16.4%	20.0%	16.5%
净利润(百万元)	9607	11582	13802	16570	19635
(+/-%)	20.1%	20.6%	19.2%	20.1%	18.5%
每股收益(元)	7.92	9.55	11.38	13.67	16.19
EBIT Margin	33.2%	34.6%	36.2%	36.7%	37.3%
净资产收益率 (ROE)	30.0%	35.0%	36.4%	37.9%	38.8%
市盈率 (PE)	30.6	25.3	21.3	17.7	14.9
EV/EBITDA	28.4	23.7	20.1	16.7	14.2
市净率 (PB)	9.18	8.87	7.74	6.71	5.80

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

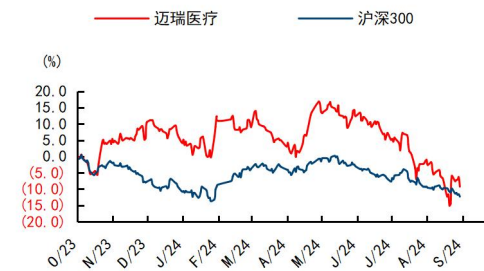
zhangchao4@guosen.com.cn

S0980522080001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	242.10 元
总市值/流通市值	293532/293532 百万元
52 周最高价/最低价	316.10/224.71 元
近 3 个月日均成交额	1007.63 百万元

市场走势



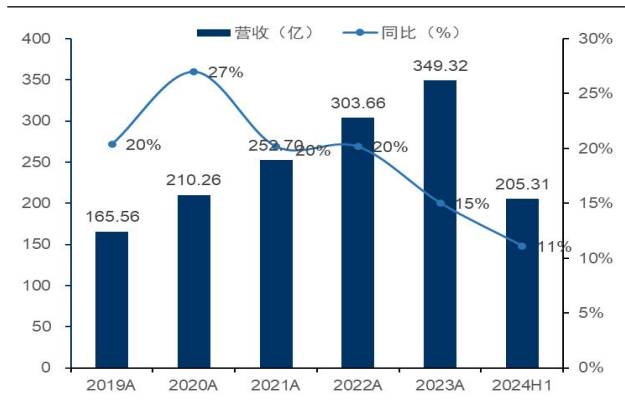
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《迈瑞医疗 (300760.SZ) - “创新+全球化” 医械龙头，引领产业数智化转型》——2024-07-14
- 《迈瑞医疗 (300760.SZ) - 业绩稳健增长，引领数智化转型升级》——2024-05-12
- 《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

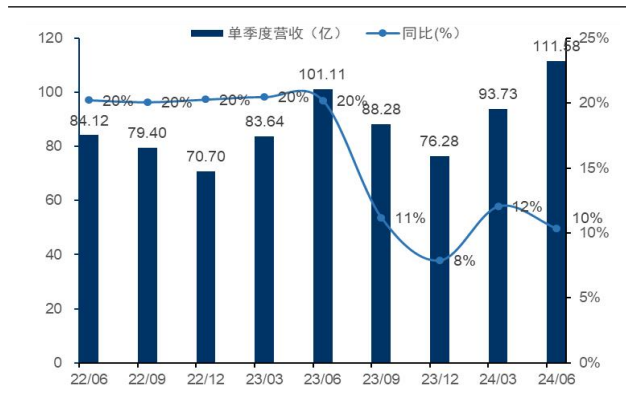
营收增长受行业政策扰动，归母净利润增速受同期汇兑损益影响。2024 年上半年实现营业收入 205.3 亿元 (+11.1%)，归母净利润 75.6 亿元 (+17.4%)，剔除汇兑损益影响后的增速为 22.1%。单二季度实现营业收入 111.6 亿元 (+10.4%)，归母净利润 44 亿元 (+13.7%)，剔除汇兑损益影响后的增速为 24%。受国内医疗行业整顿及设备更新政策影响，今年医疗设备招采活动因普遍处于观望状态而有所延迟。

图1: 迈瑞医疗营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



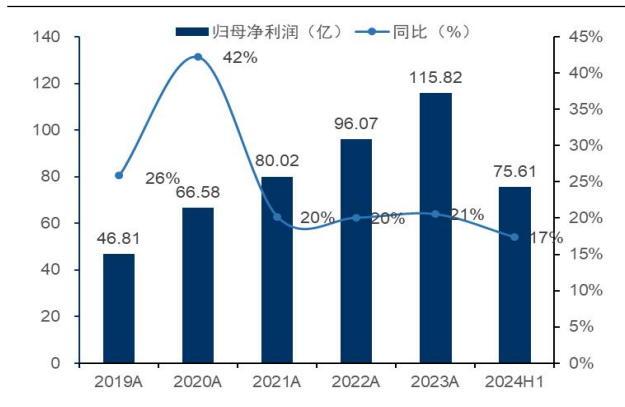
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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:2024 年上半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 40.2%、38.4%和 21.4%。耗材类收入占比呈现持续提升趋势，体外诊断业务成为拉动收入增长的核心动力。

生命信息与支持业务实现营收 80.09 亿元，同比下降 7.59%。医疗行业整顿和医疗设备更新项目导致今年上半年招标采购活动持续推迟，使得该业务线承担较大的压力。积压的采购需求总量并未受到影响，推迟的采购项目未来仍将全部释放。截至 2024 年 6 月末，国内医疗新基建待释放的市场空间进一步提升至 240 亿元以上。海外市场的采购需求已经基本复苏，公司加速渗透高端客户群，整体产品和数智化解决方案的优势不断扩大，拉动国际生命信息与支持业务上半年实现双位数增长。微创外科上半年增长超过 90%，硬镜系统实现翻倍增长，高值耗材业务如超声刀开始逐步放量。

体外诊断业务实现营收 76.58 亿元，同比增长 28.16%，其中化学发光业务增长超过 30%。在门诊、手术等诊疗需求的持续增长下，试剂等耗材类业务增长迅猛且确定性高，国内体外诊断业务上半年增长超过 25%。其中，国内血球业务上半年增长超过 30%，进一步巩固公司国内血球市场第一的地位，并持续拉开与竞争对手之间的份额差距。得益于新一代智能流水线和创新试剂的上市、以及化学发光试剂集采的逐步落地，今年公司化学发光的国内市占率有望再超一家进口品牌。此外，流水线装机持续提速，其中 MT 8000 全实验室智能化流水线在上市一周年全国装机已突破 100 条，且超过 90%为三级医院。海外中大样本量客户的渗透速度仍在持续加快，上半年成功突破超过 60 家海外第三方连锁实验室，并完成首条 MT 8000 流水线的装机，推动国际体外诊断业务上半年增长超过 30%。

医学影像业务实现营收 42.74 亿元，同比增长 15.49%，其中超声高端及以上型号增长超过 40%。国内市场受益于去年底推出的国产首款超高端超声平台 Resona A20 放量，公司进一步巩固超声业务国内市场第一的行业地位。随着今年底公司妇产应用的超高端超声上市，公司有望进一步突破长期被进口品牌占据的超高端市场。公司加大海外高端市场的覆盖投入力度，加速高端客户突破的进程，进一步巩固超声业务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

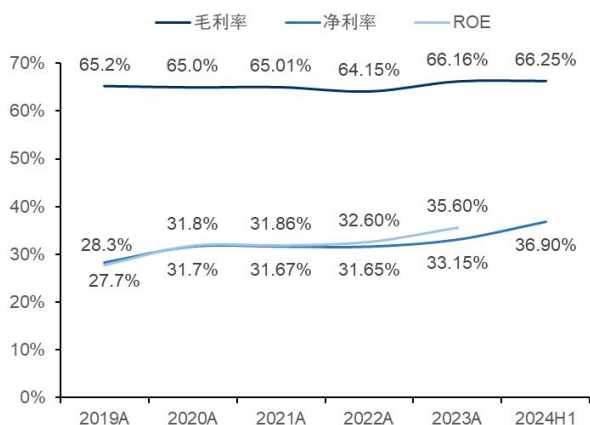


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

分区域看: 2024 年上半年国内市场收入 126.24 亿元 (+7.2%)，海外市场收入 79.06 亿元 (+18.1%)。公司加快各国公立市场及高端客户群的突破，国际战略客户贡献收入占国际市场销售比例达 14%。上半年在生命信息与支持、体外诊断和医学影像业务上分别突破了近 40 家、140 家、60 家全新高端客户。

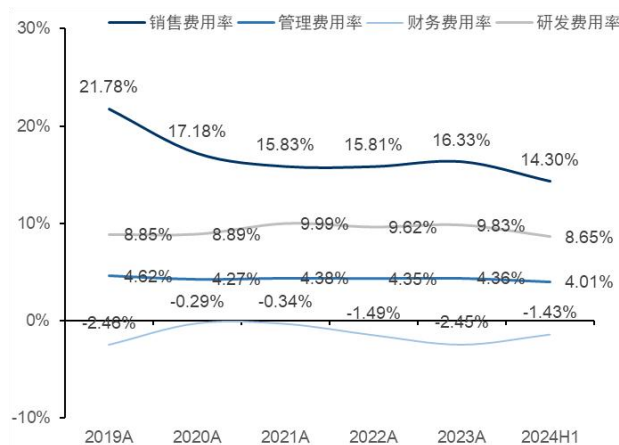
毛净利率进一步提升，销售和研发费用率有所下降。2024 年上半年销售毛利率 66.25% (+0.66pp)，耗材类和高端产品收入占比提升持续增强盈利能力。销售费用率 14.30% (-1.05pp)，管理费用率 4.01% (-0.30pp)，规模效应推动费用率稳中有降；研发费用率 8.65% (-1.37pp)，公司保持高强度研发投入，研发投入 19.40 亿，占营收比例达 9.45%；财务费用率-1.43% (+1.67pp)，主要由于汇兑损益变化。销售净利率 36.90% (+2.03pp)，盈利能力进一步增强。

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

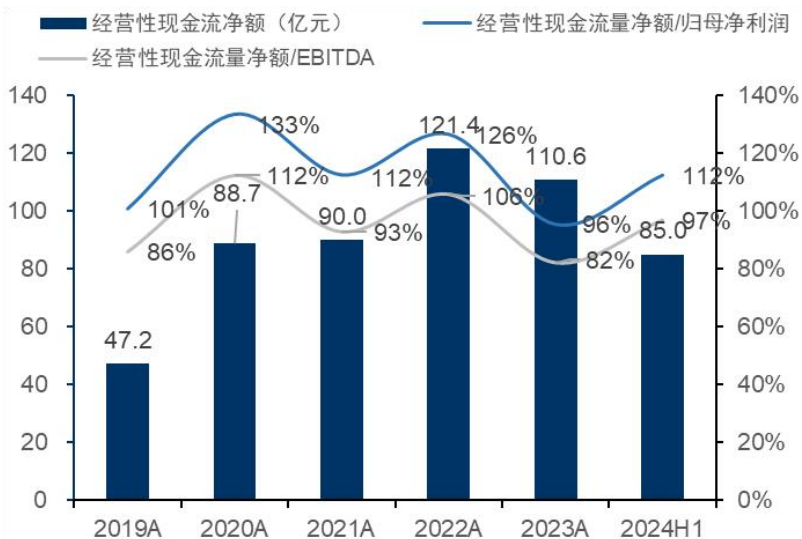
图10: 迈瑞医疗四项费用率变化情况



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 85.0 亿 (+89.51%)，经营性现金流与归母净利润的比值为 112%，保持健康优质。截至 2024 年 6 月末，公司货币资金账面余额为 205.99 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

“三瑞”数智化方案带动国内外高端客户突破和设备销售放量。截至 2024 年 6 月末，“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 900 家、近 330 家和 13000 套。“瑞智联”生态系统上半年新增装机超过 200 家，增长迅猛；“瑞影云++”项目上半年完成装机近 2,400 套，持续

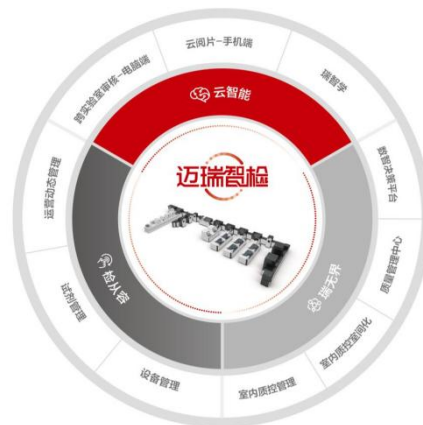
提速。“三瑞”数智化方案过去三年实现的累计销售额、以及带动的设备销售额共计约 45 亿元。

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。考虑国内医疗行业整顿及设备更新政策影响，下调收入和盈利预测，预计2024-26年收入为406.69/488.01/568.62亿（原为415.61/504.80/597.43亿），同比增速为16.4%/20.0%/16.5%；归母净利润为138.02/165.70/196.35亿（原为139.79/168.85/203.01亿），同比增速19.2%/20.1%/18.5%，当前股价对应PE为21.3/17.7/14.9x。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，将逐步成长为全球医械龙头，维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (24/9/6)	总市值 亿元	EPS				PE			ROE (扣非)		PEG	投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	(23A)		
300760	迈瑞医疗	242.10	2935	9.55	11.38	13.67	16.19	25.3	21.3	17.7	14.9	35%	1.1	优于大市
688271	联影医疗	102.75	847	2.40	2.91	3.60	4.37	42.9	35.3	28.5	23.5	9%	1.6	优于大市
300832	新产业	67.25	528	2.10	2.63	3.32	4.11	32.0	25.6	20.3	16.4	22%	0.8	优于大市
300633	开立医疗	29.48	128	1.06	1.35	1.72	2.20	27.9	21.8	17.1	13.4	15%	0.8	优于大市

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

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	23501	28660	35956	营业收入	30366	34932	40669	48801	56862
应收款项	2810	3492	4234	5214	6231	营业成本	10885	11821	13548	16127	18653
存货净额	4025	3979	4545	5532	6496	营业税金及附加	348	366	439	537	625
其他流动资产	553	576	732	878	1024	销售费用	4802	5703	6507	7759	8871
流动资产合计	30606	26875	33062	40345	49777	管理费用	1320	1524	1756	2090	2420
固定资产	6064	7951	8662	9032	9108	研发费用	2923	3433	3782	4490	5174
无形资产及其他	1977	2225	2137	2049	1961	财务费用	(451)	(855)	(610)	(634)	(569)
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)	(550)	(550)	(350)
资产总计	46745	47940	56378	65193	75302	其他收入	(2373)	(2844)	(2853)	(3607)	(4269)
短期借款及交易性金融负债	97	112	150	200	200	营业利润	10991	13070	15615	18756	22233
应付款项	2291	2690	2909	3371	3848	营业外净收支	(37)	(59)	(60)	(60)	(54)
其他流动负债	9382	7300	10153	12257	14721	利润总额	10954	13011	15555	18696	22179
流动负债合计	11770	10103	13212	15829	18768	所得税费用	1343	1433	1758	2131	2551
长期借款及应付债券	0	1	1	1	1	少数股东损益	4	(4)	(5)	(5)	(6)
其他长期负债	2976	4490	4990	5390	5690	归属于母公司净利润	9607	11582	13802	16570	19635
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	18203	21220	24460	净利润	9607	11582	13802	16570	19635
少数股东权益	18	261	259	257	255	资产减值准备	(18)	666	174	128	84
股东权益	31981	33085	37916	43715	50588	折旧摊销	779	896	805	976	1128
负债和股东权益总计	46745	47940	56378	65193	75302	公允价值变动损失	92	450	550	550	350
						财务费用	(451)	(855)	(610)	(634)	(569)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	3884	(2945)	658	(263)	513
每股收益	7.92	9.55	11.38	13.67	16.19	其它	20	(667)	(176)	(130)	(86)
每股红利	4.50	5.80	7.40	8.88	10.53	经营活动现金流	14365	9982	15813	17831	21623
每股净资产	26.38	27.29	31.27	36.06	41.72	资本开支	0	(2615)	(2152)	(1937)	(1550)
ROIC	32%	36%	43%	55%	64%	其它投资现金流	(5)	(10)	(8)	(10)	(10)
ROE	30%	35%	36%	38%	39%	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%	36%	37%	37%	负债净变化	0	1	0	0	0
EBITDA Margin	36%	37%	38%	39%	39%	支付股利、利息	(5456)	(7032)	(8971)	(10770)	(12763)
收入增长	20%	15%	16%	20%	17%	其它融资现金流	4298	2233	38	50	0
净利润增长率	20%	21%	19%	20%	18%	融资活动现金流	(6500)	(11750)	(8934)	(10720)	(12763)
资产负债率	32%	31%	33%	33%	33%	现金净变动	7825	(4398)	4714	5159	7296
息率	1.9%	2.4%	3.1%	3.7%	4.3%	货币资金的期初余额	15361	23186	18787	23501	28660
P/E	30.6	25.3	21.3	17.7	14.9	货币资金的期末余额	23186	18787	23501	28660	35956
P/B	9.2	8.9	7.7	6.7	5.8	企业自由现金流	-	6091	12372	14624	18860
EV/EBITDA	28.4	23.7	20.1	16.7	14.2	权益自由现金流	-	8326	12873	15245	19566

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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