

迈瑞医疗 (300760.SZ)

单三季度营收增长 1.4%，国际市场保持良好增长

优于大市

核心观点

业绩表现受行业政策扰动，派发二次中期现金分红。2024 年前三季度公司实现营收 294.85 亿 (+7.99%)，归母净利 106.37 亿 (+8.16%)，剔除汇兑损益影响后增速为 11.00%。单三季度实现营收 89.54 亿 (+1.43%)，归母净利 30.76 亿元 (-9.31%)，因医疗领域整顿和设备更新项目等因素导致医院采购推迟，同时医院建设资金紧张和非刚性需求低迷，国内业绩拖累整体增速。公司第二次中期利润分配方案计划派发 20.01 亿元，分红比例超过 65%。

体外诊断业务拉动增长，国际市场持续发力。2024 年前三季度体外诊断产线增长超过 20%，受益于加速推动海外本地化生产和中大样本量实验室突破，国际体外诊断产线增长超过 30%，国内化学发光、生化、凝血等业务市占率稳步提升，其中化学发光的占有率有望在国内再超一名进口品牌并成为市场第三；前三季度医学影像产线增长超过 10%，主要受益于去年底上市的全身应用超高端超声 Resona A20 的放量；前三季度生命信息与支持产线下滑超过 10%，受益于海外高端战略客户的持续突破，国际增长超过 10%，但因招标采购推迟使得国内下滑超过 20%。分区域看，受益于海外高端战略客户和中大样本量实验室的持续突破，以及动物医疗、微创外科、AED 等种子业务的放量，国际市场前三季度增长超过 18%，其中欧洲和亚太增长均超过 30%。

剔除会计准则变化影响后的毛利率略有提升，财务费用率有所上升。2024Q3 毛利率 61.69%，新会计准则要求原本计入销售费用里的产品保修费重分类到成本中，同时要求进行追溯调整，影响 Q3 毛利率约 5.48pct，剔除后 24Q3 毛利率水平略有提升。24Q3 研发和销售费用分别增长 24.3%和 17.8%，同时利息收入下降近 50%，收购惠泰所评估的客户关系和非专利技术两项无形资产根据会计准则要求进行摊销，且人民币存款利率下降，以及中期分红和收购惠泰导致现金余额减少。2024Q3 归母净利率为 34.36%，仍高于去年全年。

投资建议：公司受益于国内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，下调收入和盈利预测，预计 2024-26 年收入为 378.32/448.61/521.54 亿（原为 406.69/488.01/568.62 亿），同比增速为 8.3%/18.6%/16.3%；归母净利润为 127.63/151.07/176.40 亿（原为 138.02/165.70/196.35 亿），同比增速 10.2%/18.4%/16.8%，当前股价对应 PE 为 27.3/23.0/19.7x。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：政策风险，汇率波动风险，医疗设备招采进度不及预期，地缘政治风险。

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	37,832	44,861	52,154
(+/-%)	20.2%	15.0%	8.3%	18.6%	16.3%
净利润(百万元)	9607	11582	12763	15107	17640
(+/-%)	20.1%	20.6%	10.2%	18.4%	16.8%
每股收益(元)	7.92	9.55	10.53	12.46	14.55
EBIT Margin	33.2%	34.6%	36.6%	37.0%	37.3%
净资产收益率 (ROE)	30.0%	35.0%	34.0%	35.3%	36.0%
市盈率 (PE)	36.2	30.1	27.3	23.0	19.7
EV/EBITDA	33.4	27.9	24.9	20.9	18.0
市净率 (PB)	10.89	10.52	9.27	8.13	7.10

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

证券分析师：张超

021-60375487

0755-81982940

zhangjiabo@guosen.com.cn zhangchao4@guosen.com.cn

S0980523050001

S0980522080001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	-
收盘价	287.12 元
总市值/流通市值	348116/348116 百万元
52 周最高价/最低价	351.60/221.66 元
近 3 个月日均成交额	2203.27 百万元

市场走势

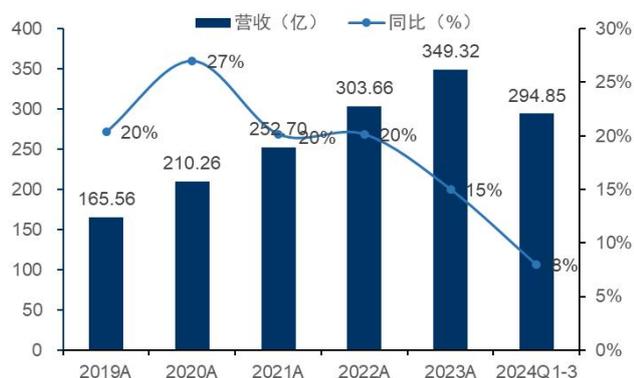


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

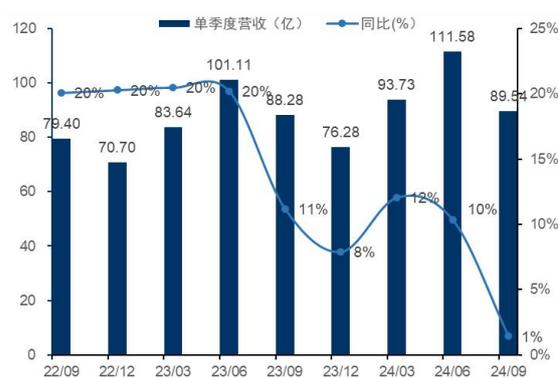
- 《迈瑞医疗 (300760.SZ) - 单二季度归母净利润增长 14%，体外诊断业务表现亮眼》——2024-09-09
- 《迈瑞医疗 (300760.SZ) - “创新+全球化” 器械龙头，引领产业数智化转型》——2024-07-14
- 《迈瑞医疗 (300760.SZ) - 业绩稳健增长，引领数智化转型升级》——2024-05-12
- 《迈瑞医疗 (300760.SZ) - 拟收购惠泰医疗控制权，进军心血管器械领域》——2024-01-30
- 《迈瑞医疗 (300760.SZ) - Q3 归母净利润同比增长 21%，海外加速突破高端客户》——2023-11-03

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

图5: 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6: 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

图7: 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

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (24/11/12)	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	287.12	3481	9.55	10.53	12.46	14.55	30.1	27.3	23.0	19.7	35%	1.8	优于大市
688271	联影医疗	139.40	1149	2.40	1.72	2.79	3.41	58.2	80.8	49.9	40.9	9%	6.5	优于大市
300832	新产业	67.09	527	2.10	2.48	3.03	3.76	31.9	27.1	22.1	17.9	22%	1.0	优于大市
300633	开立医疗	40.08	173	1.06	0.45	1.14	1.53	37.9	88.5	35.3	26.2	15%	6.6	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	22726	27260	33994	营业收入	30366	34932	37832	44861	52154
应收款项	2810	3492	3939	4793	5715	营业成本	10885	11821	13072	15377	17687
存货净额	4025	3979	4374	5254	6134	营业税金及附加	348	366	416	493	574
其他流动资产	553	576	681	808	939	销售费用	4802	5703	5448	6415	7510
流动资产合计	30606	26875	31770	38176	46853	管理费用	1320	1524	1583	1883	2175
固定资产	6064	7951	8662	9032	8933	研发费用	2923	3433	3556	4172	4850
无形资产及其他	1977	2225	2137	2049	1961	财务费用	(451)	(855)	(303)	(224)	(209)
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)	(550)
资产总计	46745	47940	55086	63023	72203	其他收入	(2373)	(2844)	(2627)	(3289)	(3944)
短期借款及交易性金融负债	97	112	150	200	200	营业利润	10991	13070	14428	17067	19912
应付款项	2291	2690	2799	3202	3633	营业外净收支	(37)	(59)	(60)	(60)	(54)
其他流动负债	9382	7300	9333	11133	13409	利润总额	10954	13011	14368	17007	19858
流动负债合计	11770	10103	12283	14535	17242	所得税费用	1343	1433	1609	1905	2224
长期借款及应付债券	0	1	1	1	1	少数股东损益	4	(4)	(4)	(5)	(6)
其他长期负债	2976	4490	4990	5390	5690	归属于母公司净利润	9607	11582	12763	15107	17640
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	17274	19926	22933	净利润	9607	11582	12763	15107	17640
少数股东权益	18	261	259	257	255	资产减值准备	(18)	666	174	128	59
股东权益	31981	33085	37552	42840	49014	折旧摊销	779	896	805	976	1128
负债和股东权益总计	46745	47940	55086	63023	72203	公允价值变动损失	92	450	550	550	550
						财务费用	(451)	(855)	(303)	(224)	(209)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	3884	(2945)	246	(376)	449
每股收益	7.92	9.55	10.53	12.46	14.55	其它	20	(667)	(176)	(130)	(61)
每股红利	4.50	5.80	6.84	8.10	9.46	经营活动现金流	14365	9982	14363	16255	19765
每股净资产	26.38	27.29	30.97	35.33	40.43	资本开支	0	(2615)	(2152)	(1937)	(1550)
ROIC	32%	36%	40%	49%	57%	其它投资现金流	(5)	(10)	(8)	(10)	(10)
ROE	30%	35%	34%	35%	36%	投资活动现金流	(40)	(2631)	(2165)	(1952)	(1565)
毛利率	64%	66%	65%	66%	66%	权益性融资	114	79	0	0	0
EBIT Margin	33%	35%	37%	37%	37%	负债净变化	0	1	0	0	0
EBITDA Margin	36%	37%	39%	39%	39%	支付股利、利息	(5456)	(7032)	(8296)	(9819)	(11466)
收入增长	20%	15%	8%	19%	16%	其它融资现金流	4298	2233	38	50	0
净利润增长率	20%	21%	10%	18%	17%	融资活动现金流	(6500)	(11750)	(8258)	(9769)	(11466)
资产负债率	32%	31%	32%	32%	32%	现金净变动	7825	(4398)	3939	4534	6734
息率	1.6%	2.0%	2.4%	2.8%	3.3%	货币资金的期初余额	15361	23186	18787	22726	27260
P/E	36.2	30.1	27.3	23.0	19.7	货币资金的期末余额	23186	18787	22726	27260	33994
P/B	10.9	10.5	9.3	8.1	7.1	企业自由现金流	-	6091	11194	13412	17296
EV/EBITDA	33.4	27.9	24.9	20.9	18.0	权益自由现金流	-	8326	11687	14010	17968

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