

2023 年 10 月 31 日
迈瑞医疗 (300760.SZ)

ESSENCE

 **公司快报**

证券研究报告

医疗器械

Q3 国内业务短期受行业调整影响，海外业务保持快速增长趋势

■ **事件：**公司发布 2023 年三季报。2023 年前三季度，公司实现收入 273 亿元，同比增长 17.2%；归母净利润 98.34 亿元，同比增长 21.4%；扣非归母净利润 96.86 亿元，同比增长 21.02%；毛利率 66.12%，同比提升 1.8pct；净利率 36.02%，同比提升 1.2pct。单三季度来看，公司实现收入 88.28 亿元，同比增长 11.2%；归母净利润 33.92 亿元，同比增长 20.52%；扣非归母净利润 33.45 亿元，同比增长 21.35%；毛利率 67.21%，同比提升 2.6 pct；净利率 38.43%，同比提升 2.97 pct。Q3 公司毛利率与净利率提升预计与当期业务结构变化，海外客户与高端客户收入占比提升相关。

■ 上半年公司受益于国内新基建与常规诊疗复苏，Q3 在国内行业调整背景下业务增速有所放缓，海外市场放量对业绩形成支撑。

(1) 2022.12-2023.02，国内市场 ICU 病房建设显著提速，监护仪、呼吸机、输注泵等重症所需设备的紧急采购量大幅增加。公司此期间的产能大幅倾斜在了相关重症产品上，生命信息与支持业务和国内市场在 23Q1 分别实现了 60%以上和 30%以上的高速增长。

(2) 2023.03-2023.07，国内医院常规诊疗活动加速恢复，公司体外诊断试剂消耗和超声采购等常规业务开始呈现迅速复苏的趋势，并且常规产品和国际市场的产能 3 月份以来也已经恢复，使得体外诊断和医学影像业务、以及国际市场的增速在二季度实现了反弹，其中体外诊断和医学影像业务二季度增长均超过了 35%，发展中国家二季度增速恢复至 20%以上。

(3) 2023.08 以来，受到全国范围整治医疗领域不正之风的影响，国内公立医院正常的招投标活动显著推迟，对公司国内各项业务的开展造成了影响。同时，得益于公司在海外持续的高端客户群突破和加快推动全面的本地化平台建设，公司国际市场三季度增速环比二季度进一步提速至 20%以上，其中发展中国家增速进一步提速至 30%以上。

■ **公司保持高研发投入，高端产品持续突破。**

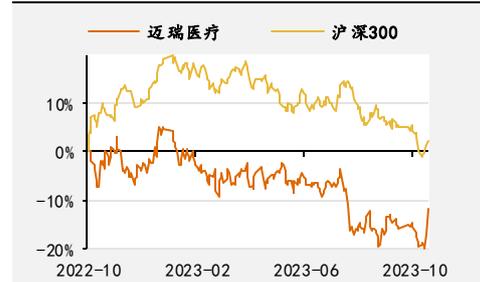
2023 年前三季度，公司实现研发投入 28.11 亿元，占营业收入的比重达 10.3%，同比增长 23.3%，产品持续创新迭代，在高端领域不断实现突破。2023Q3，公司在体外诊断领域，推出了 MT8000 全实验室智能化流水线、乙型肝炎病毒 e 抗体测定试剂盒、高敏心肌肌钙蛋白 I 测定试剂盒、氨基末端脑利钠肽前体测定试剂盒等新产品。在医学影像领域，推出了高端台式彩超 ResonaR9 铂金版（北美）、高端体

投资评级	买入-A 维持评级
6 个月目标价	335.23 元
股价 (2023-10-30)	283.08 元

交易数据

总市值(百万元)	343,217.91
流通市值(百万元)	343,217.63
总股本(百万股)	1,212.44
流通股本(百万股)	1,212.44
12 个月价格区间	256.8/341.88 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	7.8	1.9	-13.4
绝对收益	4.9	-8.3	-12.2

马帅 分析师

SAC 执业证书编号：S1450518120001

mashuai@essence.com.cn

相关报告

迈瑞医疗 23H1 业绩稳健向上，国内新基建+海外市场突破持续驱动增长	2023-09-03
22A&23Q1 业绩符合我们预期，主业均衡发展，持续突破高端市场提升国际影响力	2023-04-29
迈瑞医疗 Q3 业绩符合预期，业务发展稳中有进	2022-10-31

检台式彩超 Hepatus 9 (中国)、面向国际客户的 X 光数字化升级解决方案 RetroPad 等新产品。在生命信息与支持领域，公司推出了 4K 三维内窥镜荧光摄像系统和电子镜、AniFM3 系 (I3、S3) 动物专用输注泵等新产品。

投资建议：

买入-A 投资评级，6 个月目标价 335.23 元。我们预计公司 2023 年-2025 年的收入增速分别为 18.1%、21.7%、20.0%，净利润的增速分别为 20.7%、20.5%、20.2%，成长性突出；维持给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 335.23 元，相当于 2023 年 35 倍的动态市盈率。

风险提示：医疗设备采购的政策影响；海外业务的不确定性；新产品放量的不确定性。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	25,269.6	30,365.6	35,850.0	43,611.7	52,353.3
净利润	8,001.6	9,607.2	11,600.0	13,981.0	16,802.5
每股收益(元)	6.60	7.92	9.57	11.53	13.86
每股净资产(元)	22.23	26.38	31.91	37.23	43.59

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	40.3	33.6	27.8	23.1	19.2
市净率(倍)	12.0	10.1	8.3	7.1	6.1
净利润率	31.7%	31.6%	32.4%	32.1%	32.1%
净资产收益率	29.7%	30.0%	30.0%	31.0%	31.8%
股息收益率	1.3%	1.7%	1.9%	2.3%	2.8%
ROIC	328.6%	148.2%	206.8%	161.6%	189.4%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	25,269.6	30,365.6	35,850.0	43,611.7	52,353.3	成长性					
减: 营业成本	8,842.7	10,885.3	12,461.1	15,198.7	18,259.7	营业收入增长率	20.2%	20.2%	18.1%	21.7%	20.0%
营业税费	282.0	348.3	394.1	488.8	587.5	营业利润增长率	21.6%	21.2%	20.0%	20.6%	20.2%
销售费用	3,998.9	4,801.6	5,198.3	6,280.1	7,643.6	净利润增长率	20.2%	20.1%	20.7%	20.5%	20.2%
管理费用	1,105.7	1,320.1	1,469.9	1,853.5	2,094.1	EBITDA 增长率	22.0%	19.0%	26.5%	20.7%	20.1%
研发费用	2,524.2	2,922.6	3,513.3	4,317.6	5,130.6	EBIT 增长率	21.4%	18.5%	27.5%	21.0%	20.6%
财务费用	-86.0	-451.0	-199.5	-245.5	-298.7	NOPLAT 增长率	20.4%	16.0%	23.9%	20.5%	20.1%
加: 资产/信用减值损失	-125.9	-107.9	-124.6	-119.5	-117.3	投资资本增长率	157.3%	-11.2%	54.2%	2.4%	13.8%
公允价值变动收益	9.9	-21.4	-	-	-	净资产增长率	15.8%	18.7%	21.0%	16.7%	17.1%
投资和汇兑收益	0.8	-5.1	-2.9	-2.4	-3.5						
营业利润	9,065.7	10,990.5	13,185.4	15,896.7	19,115.6	利润率					
加: 营业外净收支	-48.6	-37.0	-34.1	-39.9	-37.0	毛利率	65.0%	64.2%	65.2%	65.1%	65.1%
利润总额	9,017.1	10,953.6	13,151.3	15,856.8	19,078.6	营业利润率	35.9%	36.2%	36.8%	36.5%	36.5%
减: 所得税	1,013.0	1,342.8	1,547.6	1,871.1	2,270.4	净利润率	31.7%	31.6%	32.4%	32.1%	32.1%
净利润	8,004.1	9,610.8	11,603.7	13,985.7	16,808.2	EBITDA/营业收入	35.7%	35.3%	37.9%	37.6%	37.6%
						EBIT/营业收入	33.2%	32.8%	35.4%	35.2%	35.4%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	50	48	44	38	33
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	-36	-41	-32	-17	-10
货币资金	15,361.1	23,185.7	25,630.1	32,067.7	38,915.7	流动资产周转天数	306	308	328	319	324
交易性金融资产	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	25	27	28	27	27
应收帐款	1,784.7	2,807.8	2,740.1	3,734.8	4,196.1	存货周转天数	51	45	48	47	46
应收票据	131.7	2.1	228.5	60.1	244.6	总资产周转天数	509	503	497	465	445
预付帐款	237.9	289.4	313.5	431.1	456.4	投资资本周转天数	62	70	71	71	64
存货	3,565.3	4,024.9	5,483.0	5,986.5	7,494.8	投资回报率					
其他流动资产	254.2	295.9	245.5	265.2	268.9	ROE	29.7%	30.0%	30.0%	31.0%	31.8%
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROA	21.0%	20.6%	22.2%	23.2%	24.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROIC	328.6%	148.2%	206.8%	161.6%	189.4%
长期股权投资	26.4	60.8	60.8	60.8	60.8	费用率					
投资性房地产	45.3	43.4	43.4	43.4	43.4	销售费用率	15.8%	15.8%	14.5%	14.4%	14.6%
固定资产	3,771.8	4,261.0	4,516.5	4,717.7	4,850.1	管理费用率	4.4%	4.3%	4.1%	4.3%	4.0%
在建工程	1,126.3	1,802.7	1,870.7	2,028.2	2,225.9	研发费用率	10.0%	9.6%	9.8%	9.9%	9.8%
无形资产	2,201.3	2,273.6	2,250.2	2,214.0	1,986.1	财务费用率	-0.3%	-1.5%	-0.6%	-0.6%	-0.6%
其他非流动资产	9,597.2	7,698.0	8,923.8	8,757.3	8,407.6	四费/营业收入	29.8%	28.3%	27.8%	28.0%	27.8%
资产总额	38,103.0	46,745.2	52,306.0	60,366.7	69,150.2	偿债能力					
短期债务	-	-	-	-	-	资产负债率	29.2%	31.5%	26.0%	25.2%	23.5%
应付帐款	3,590.2	4,192.0	4,579.5	6,234.3	6,732.2	负债权益比	41.3%	46.1%	35.1%	33.7%	30.8%
应付票据	-	-	1.3	0.3	0.6	流动比率	2.47	2.60	3.10	3.39	3.79
其他流动负债	5,038.9	7,577.8	6,599.4	6,332.1	6,862.1	速动比率	2.06	2.26	2.61	2.91	3.24
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-97.71	-22.07	-63.60	-62.53	-62.00
其他非流动负债	2,505.9	2,976.3	2,420.7	2,634.3	2,677.1	分红指标					
负债总额	11,135.0	14,746.1	13,600.9	15,201.0	16,271.9	DPS(元)	3.49	4.50	4.95	6.21	7.50
少数股东权益	15.2	18.3	21.8	26.4	32.1	分红比率	52.9%	56.8%	51.8%	53.8%	54.1%
股本	1,215.7	1,212.4	1,212.4	1,212.4	1,212.4	股息收益率	1.3%	1.7%	1.9%	2.3%	2.8%
留存收益	27,146.8	31,877.4	37,470.9	43,926.8	51,633.8						
股东权益	26,968.0	31,999.1	38,705.2	45,165.7	52,878.3						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	6.60	7.92	9.57	11.53	13.86
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	BVPS(元)	22.23	26.38	31.91	37.23	43.59
净利润	8,004.0	9,610.7	11,600.0	13,981.0	16,802.5	PE(X)	40.3	33.6	27.8	23.1	19.2
加: 折旧和摊销	633.1	805.4	892.8	1,038.1	1,161.6	PB(X)	12.0	10.1	8.3	7.1	6.1
资产减值准备	125.9	107.9	-	-	-	P/FCF	75.5	31.2	37.7	23.4	20.7
公允价值变动损失	-9.9	21.4	-	-	-	P/S	12.8	10.6	9.0	7.4	6.2
财务费用	-226.9	-240.6	-199.5	-245.5	-298.7	EV/EBITDA	49.0	33.2	21.5	17.4	14.2
投资收益	-0.8	5.1	2.9	2.4	3.5	CAGR(%)	20.4%	20.5%	20.3%	20.4%	20.5%
少数股东损益	2.5	3.5	3.7	4.7	5.7	PEG	2.0	1.6	1.4	1.1	0.9
营运资金的变动	35.1	6,566.8	-3,929.5	280.5	-760.4	ROIC/WACC	31.3	14.1	19.7	15.4	18.0
经营活动产生现金流量	8,998.6	12,141.1	8,370.4	15,061.2	16,914.3	REP	2.3	4.6	1.7	2.1	1.6
投资活动产生现金流量	-4,812.1	-3,219.8	-1,191.3	-1,364.1	-1,268.0						
融资活动产生现金流量	-4,604.9	-5,194.3	-4,734.6	-7,259.5	-8,798.3						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034