



迈瑞医疗 (300760.CH)：国内业务受行业整顿影响稍显乏力，公司有意持续提高分红比例

公司 1H24 收入增速稍显乏力，主因国内业务受行业整顿影响增速平缓，海外业务则继续维持稳健增长。目前设备更新相关采购仍未大规模开启，公司 2H24E 业绩将很大程度上取决于政策落地进展。此外，公司宣布中期派息人民币 4.06 元/股（按公告当日收盘价计算，股息率为 1.8%），并有意持续提高分红比例。维持“买入”评级，调整目标价至人民币 350 元。

• **1H24 海外业务稳健，国内业务受行业整顿影响稍显乏力；剔除汇兑损益影响，归母净利增速仍>20%。** 1H/2Q24 收入同比+11%/+10%（国内+7%/+7%，海外+18%/+16%），其中 1H24 1) 生命信息与支持收入同比-8%；2) 体外诊断收入同比+28%；3) 医学影像收入同比+16%。2Q24 整体延续了 1Q24 “海外好于国内，耗材好于设备”的趋势，主因在国内医疗行业整顿背景下设备采购招投标推迟，且设备更新项目相关采购仍未大规模落地，未能有效拉动国内订单增长。1H/2Q24 毛利率同比+0.7pcts/+1.6pcts，此外三大期间费率同比-2.7pcts/-4.1pcts，拉动 1H/2Q24 归母净利同比+17%/+14%，若剔除汇兑损益影响，归母净利同比+22%/24%。

• **全年收入增速将很大程度取决于设备更新政策的落地，但在去年同期低基数下，预计 2H24 收入增速仍将有所回暖。** 受行业整顿影响，公司设备类产品 1H24 收入同比下滑 12%，2H24 设备类收入将很大程度受到设备更新项目审批进度、配套资金到位情况的影响。由于目前设备更新项目审批进度仍较缓慢，考虑上配套资金到位需要额外的时间，我们预计设备更新对公司 2025 年收入的拉动将更为显著，对公司 2024 年收入的拉动或较为有限，但考虑到 2H23 收入基数较低，2H24 收入从同比增速看仍将有所回暖。

• **大股东承诺未来半年不减持，派发 4.06 元/股中期股息。** 公司宣布每股派中期息人民币 4.06 元，派息率 65% (vs 2023 年派息率: 61%)，按公告当日收盘价计算，股息率为 1.8%，公司表示有意逐步提高现金分红比例。此外，公司控股股东、员工平台等所有内部持股平台均承诺自 8 月 30 日起 6 个月内不减持。

• **维持“买入”评级，调整目标价至人民币 350 元。** 考虑到设备更新 2H24 将逐步落地，叠加去年同期低基数影响，预计 2H24 增速将有所回暖，我们预计 2024 年收入增速+17%。调整目标价至人民币 350 元，对应 25x 2025E PE，较过去 3 年 PE 均值低 0.8 个标准差。

• **投资风险：** 集采政策风险、医疗新基建放缓、行业整顿影响持续、地缘政治影响。

图表 1：盈利预测和财务指标

(百万人民币)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	30,366	34,932	40,770	49,395	59,437
同比变动 (%)	20.2%	15.0%	16.7%	21.2%	20.3%
归母净利润	9,607	11,582	13,906	17,025	20,642
同比变动 (%)	20.1%	20.6%	20.1%	22.4%	21.2%
PE (X)	31.6	26.2	21.9	17.9	14.7

E=浦银国际预测 资料来源：公司公告、浦银国际

胡泽宇 CFA

医药分析师

ryan_hu@spdbi.com

(852) 2808 6446

阳景

首席医药分析师

Jing_yang@spdbi.com

(852) 2808 6434

2024 年 9 月 2 日

评级

买入

目标价 (人民币)	350.00
潜在升幅/降幅	+40%
目前股价 (人民币)	250.80
52 周内股价区间 (人民币)	224-316
总市值 (百万人民币)	304,080
近 3 月日均成交额 (百万)	1,007

注：数据截至 2024 年 8 月 30 日

市场预期区间

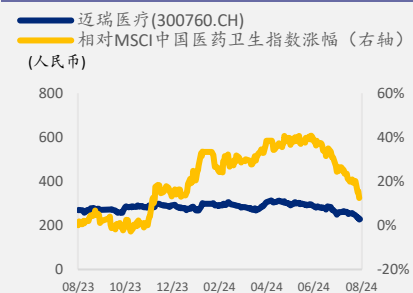


▲ SPDB 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

注：数据截至 2024 年 8 月 30 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源：Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测 - 迈瑞医疗

利润表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	30,366	34,932	40,770	49,395	59,437
营业成本	-10,885	-11,821	-13,592	-16,770	-19,973
毛利润	19,480	23,111	27,178	32,625	39,465
税金及附加	-348	-366	-444	-538	-648
销售费用	-4,802	-5,703	-6,115	-7,162	-8,321
管理费用	-1,320	-1,524	-1,672	-1,828	-2,080
研发费用	-2,923	-3,433	-3,588	-4,446	-5,944
财务费用	451	855	400	400	400
其他收益	580	831	815	988	1,189
投资净收益	-5	-10	100	100	100
公允价值变动净收益	-21	79	160	100	100
资产减值损失	-71	-530	-550	-440	-352
信用减值损失	-37	-244	-300	-240	-192
资产处置收益	6	2	10	11	11
营业利润	10,991	13,070	15,994	19,570	23,727
营业外收入	35	56	33	49	59
营业外支出	-72	-115	-102	-123	-149
利润总额	10,954	13,011	15,925	19,496	23,638
所得税	-1,343	-1,433	-1,991	-2,437	-2,955
净利润	9,611	11,578	13,934	17,059	20,683
减：少数股东损益	4	-4	28	34	41
归母净利润	9,607	11,582	13,906	17,025	20,642

资产负债表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	23,186	18,787	21,166	23,737	28,363
现金及等价物	18,974	18,668	21,047	23,619	28,244
其他	4,212	119	119	119	119
应收票据及应收账款	2,661	3,297	3,909	4,736	5,699
存货	4,025	3,979	4,469	5,513	6,566
其他流动资产	734	813	1,196	1,333	1,488
流动资产合计	30,606	26,875	30,740	35,320	42,117
固定资产	4,261	5,490	6,528	6,742	6,930
在建工程	1,803	2,461	2,600	2,652	2,705
无形资产	1,977	2,225	6,793	10,473	13,439
商誉	4,403	5,062	11,000	11,000	11,000
其他非流动资产	3,696	5,827	3,404	3,610	3,835
非流动资产合计	16,139	21,065	30,325	34,478	37,909
短期借款	0	8	5	5	5
应付票据及应付账款	2,291	2,690	4,096	4,594	4,925
合同负债	4,143	1,973	2,269	2,610	3,001
应付职工薪酬	2,162	2,267	3,262	3,952	4,755
应交税费	573	653	1,100	1,100	1,100
其他应付款	1,901	2,041	2,100	2,100	2,100
其他流动负债	699	470	530	538	547
流动负债合计	11,770	10,103	13,362	14,899	16,433
长期借款	0	1	1	1	1
长期应付职工薪酬	2,161	2,943	1,835	2,223	2,675
其他非流动负债	816	1,547	2,385	2,468	2,556
非流动负债合计	2,976	4,491	4,221	4,692	5,232
实收资本(或股本)	1,212	1,212	1,212	1,212	1,212
资本公积金	7,509	7,091	7,000	7,000	7,000
其它综合收益	-109	157	30	33	36
盈余公积金	608	608	608	608	608
未分配利润	23,761	24,680	30,143	36,832	44,941
少数股东权益	18	261	4,889	4,923	4,964
所有者权益合计	31,999	33,346	43,482	50,208	58,361

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

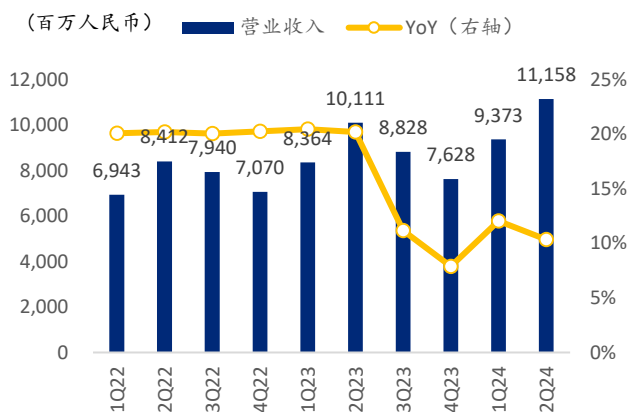
现金流量表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	9,611	11,578	13,934	17,059	20,683
固定资产折旧	431	512	663	788	814
无形资产摊销	348	384	432	1,320	2,034
财务费用	-241	-217	-400	-400	-400
存货的减少	-523	-201	-490	-1,045	-1,053
经营性应收项目的减少	-1,047	-681	-734	-923	-1,072
经营性应付项目的增加	3,094	-769	1,351	1,576	1,586
其他	468	456	4,071	185	220
经营活动现金流量净额	12,141	11,062	18,827	18,561	22,812
资本开支	-1,916	-2,689	-6,700	-6,000	-6,000
其他	-1,304	1,996	-1,750	-60	-61
投资活动现金流量净额	-3,220	-693	-8,450	-6,060	-6,061
取得借款收到的现金	0	0	0	0	0
偿还债务支付的现金	0	-19	-3	0	0
分配股利或偿付利息	-4,233	-10,670	-8,043	-9,937	-12,133
其他	-961	-87	49	7	7
筹资活动现金流量净额	-5,194	-10,776	-7,998	-9,930	-12,126
现金及现金等价物净增加额	3,841	-305	2,379	2,571	4,625
期初现金及现金等价物	15,133	18,974	18,668	21,047	23,619
期末现金及现金等价物	18,974	18,668	21,047	23,619	28,244

财务和估值比率

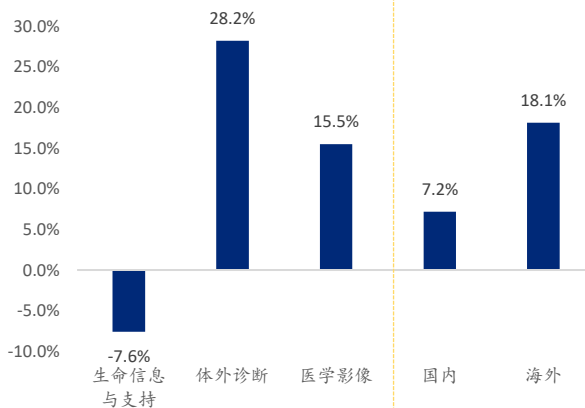
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	7.94	9.56	11.47	14.04	17.02
每股销售额	25.09	28.83	33.62	40.74	49.02
每股股息	4.50	5.80	6.96	8.53	10.34
同比变动					
收入	20.2%	15.0%	16.7%	21.2%	20.3%
经营溢利	21.2%	18.9%	22.4%	22.4%	21.2%
归母净利润	20.1%	20.6%	20.1%	22.4%	21.2%
费用与利润率					
毛利率	64.2%	66.2%	66.7%	66.1%	66.4%
经营利润率	36.2%	37.4%	39.2%	39.6%	39.9%
归母净利润率	31.6%	33.2%	34.1%	34.5%	34.7%
回报率					
平均股本回报率	32.6%	35.4%	36.2%	36.3%	38.0%
平均资产回报率	22.7%	24.5%	25.6%	26.1%	27.6%
资产效率					
应收账款周转天数	26.8	31.1	35.0	35.0	35.0
库存周转天数	127.3	123.6	120.0	120.0	120.0
应付账款周转天数	76.6	76.9	110.0	100.0	90.0
财务杠杆					
流动比率 (x)	2.6	2.7	2.3	2.4	2.6
速动比率 (x)	2.3	2.3	2.0	2.0	2.2
现金比率 (x)	2.0	1.9	1.6	1.6	1.7
负债/权益	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
估值					
市盈率 (x)	31.6	26.2	21.9	17.9	14.7
市销率 (x)	10.0	8.7	7.5	6.2	5.1
股息率	1.8%	2.3%	2.8%	3.4%	4.1%

图表 2: 迈瑞营业收入及同比变动



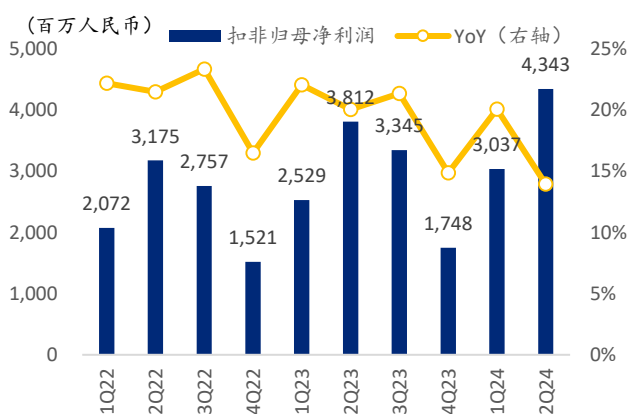
资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 3: 迈瑞核心业务板块 1H24 收入同比增速



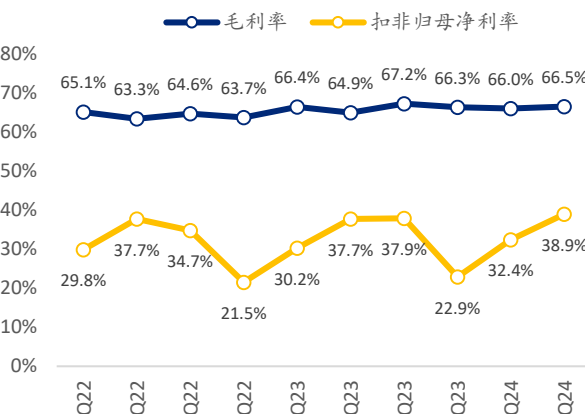
资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 4: 迈瑞扣非归母净利润及同比变动



资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 5: 迈瑞毛利率&扣非归母净利润率



资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 6: 迈瑞医疗 12 个月前瞻市盈率



注: 数据截至 2024 年 8 月 29 日; 资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7: SPDBI 目标价: 迈瑞医疗



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 8: SPDBI 医药行业覆盖公司

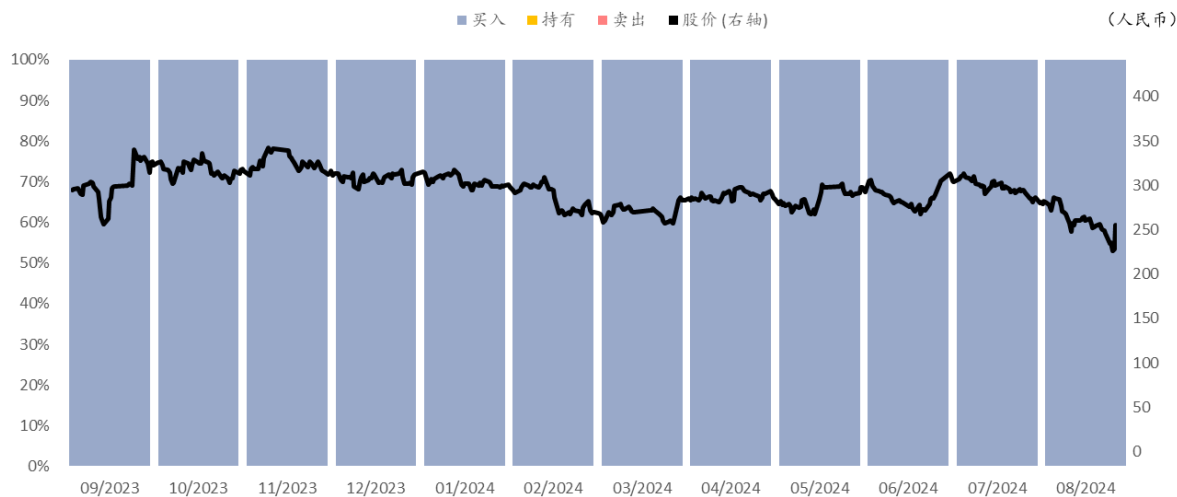
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级/目标价/预测发布日期	行业
13.HK Equity	和黄医药	27.8	买入	40.5	2024年8月1日	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	17.8	买入	26.0	2024年8月1日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	15.2	买入	47.0	2024年8月7日	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	19.6	买入	60.0	2024年8月7日	生物科技
BGNE US Equity	百济神州	198.5	买入	285.0	2024年8月8日	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	116.9	买入	171.0	2024年8月8日	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	145.5	买入	181.0	2024年8月8日	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	0.6	买入	5.4	2023年4月18日	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	20.7	买入	25.0	2023年4月4日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	12.5	持有	26.0	2024年8月19日	生物科技
688331 CH Equity	荣昌生物	25.6	持有	35.0	2024年8月19日	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	5.0	买入	8.0	2024年8月21日	生物科技
688428 CH Equity	诺诚健华	10.4	买入	12.5	2024年8月21日	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	42.5	买入	60.0	2024年8月29日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	1.4	买入	12.5	2023年3月28日	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	1.6	持有	4.25	2023年3月17日	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	49.1	买入	63.0	2024年8月30日	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	2.5	买入	13.6	2022年12月16日	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	35.3	买入	58.0	2024年8月29日	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	1.1	买入	22.5	2022年7月27日	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	23.0	持有	19.0	2022年7月27日	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	33.2	买入	28.1	2022年7月27日	生物科技
2256.HK Equity	和誉	3.1	买入	5.6	2022年7月27日	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	1.2	买入	6.0	2022年7月27日	生物科技
6998.HK Equity	嘉和生物	1.5	买入	6.1	2022年7月27日	生物科技
1177 HK Equity	中国生物制药	3.2	买入	5.5	2024年8月13日	制药
2359 HK Equity	药明康德	34.3	买入	48.0	2024年7月30日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	39.2	买入	60.0	2024年7月30日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	8.9	买入	16.8	2024年8月28日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	20.0	持有	22.4	2024年8月28日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	11.2	持有	18.5	2024年8月22日	CRO/CDMO
300760 CH Equity	迈瑞医疗	250.8	买入	350.0	2024年9月2日	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	7.1	买入	15.1	2024年4月3日	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	5.6	买入	10.0	2023年9月5日	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	2.7	买入	10.2	2024年6月18日	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	0.7	买入	3.4	2023年9月5日	医疗器械
2172 HK Equity	微创脑科学	7.7	买入	15.5	2024年4月3日	医疗器械
688351 CH Equity	微电生理	21.7	买入	27.9	2024年8月23日	医疗器械
2190 HK Equity	归创通桥	11.0	买入	16.4	2024年8月21日	医疗器械
688617 CH Equity	惠泰医疗	345.2	买入	454.0	2023年11月30日	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	8.0	买入	13.1	2024年3月28日	ICL
241 HK Equity	阿里健康	3.0	持有	4.0	2024年5月28日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	10.1	持有	11.4	2024年8月22日	互联网医疗

注: A股、港股股价截至2024年8月30日, 美股股价截至2024年8月29日;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

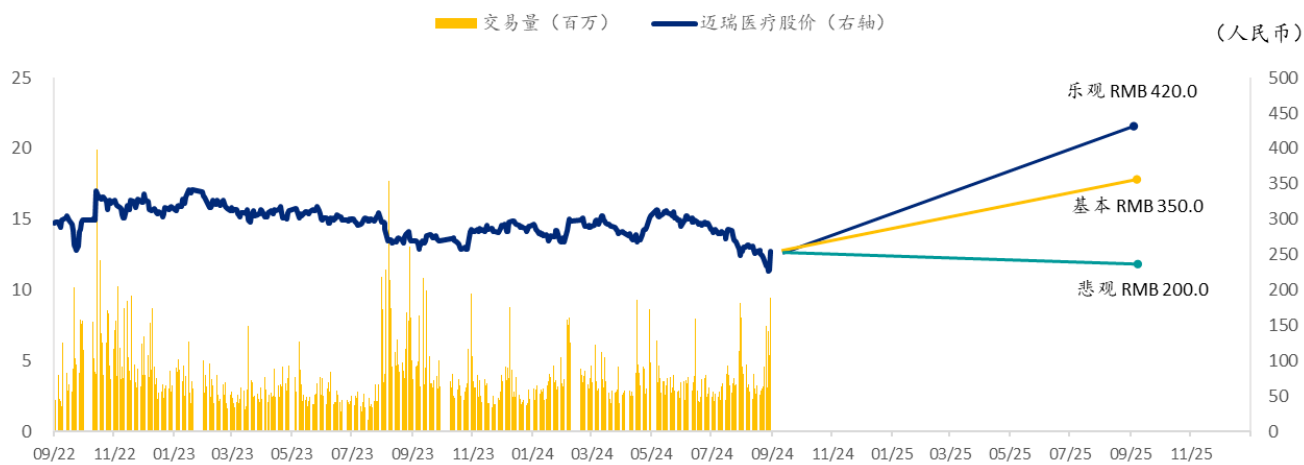
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 9: 迈瑞医疗市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 10: 迈瑞医疗 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 人民币 420.0 元

概率: 30%

- 2023-26E 收入复合增速 > 25%;
- 毛利率提升至 67%;
- 2023-26E 归母净利润复合增速 > 30%;

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 人民币 200.0 元

概率: 20%

- 2023-26E 收入复合增速 < 10%;
- 毛利率降低至 63%;
- 2023-26E 归母净利润复合增速 < 10%;

资料来源: 浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国 - 浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此，浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际持有本报告所述公司（云康集团 2325.HK）逾 1% 的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司（云康集团 2325.HK）在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”：未来 12 个月，预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”：未来 12 个月，预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”：未来 12 个月，预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义（相对于 MSCI 中国指数）：

“超配”：未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”：未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”：未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明：(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写 (ii) 其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关；(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第 571 章））内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

