

证券研究报告

医疗器械



买入 (维持)

迈瑞医疗 (300760)

三大板块稳步增长，高潜业务放量可期

2023年5月30日

市场数据

日期	2023-05-29
收盘价(元)	312.02
总股本(百万股)	1,212.44
流通股本(百万股)	1,212.44
净资产(百万元)	34652.48
总资产(百万元)	48558.71
每股净资产(元)	28.58

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《【兴证医药】迈瑞医疗(300760.SZ)推荐迈瑞医疗:增速稳健、估值合理的国际巨头》2022-03-13

《【兴证医药】迈瑞医疗(300760)10亿员工持股计划发布,年复合增速不低于20%》2022-01-20

《【兴证医药】迈瑞医疗(300760)二次回购彰显信心,三瑞生态引领发展》2022-01-14

分析师:

孙媛媛

sunyuanyuan@xyzq.com.cn

S0190515090001

黄翰漾

huanghanyang@xyzq.com.cn

S0190519020002

东楠

dongnan@xyzq.com.cn

S0190521030001

投资要点

- **事件:** 迈瑞医疗发布了 2022 年年报及 2023 年一季报。2022 年度,公司实现营业收入为 303.66 亿元,同比增长 20.17%;实现归属母公司所有者的净利润 96.07 亿元,同比增长 20.07%;实现扣非后归属母公司所有者的净利润 95.25 亿元,同比增长 21.33%;实现经营现金流净额 121.41 亿元,同比增长 34.92%。2023 年一季报,公司实现营业收入 83.64 亿元,同比增长 20.47%;实现归母净利润 25.71 亿元,同比增长 22.14%;实现扣非归母净利润 25.29 亿元,同比增长 22.05%;实现经营现金流净额 13.33 亿元,同比增长 53.30%。
- **盈利预测与估值:** 公司作为我国医疗器械行业龙头,也是中国医疗器械国际化的经营典范。我们看好公司强大的研产销一体化能力,随着公司产品品质逐步跻身国际一流行列,业务线不断丰富完善;加之,分级诊疗、贴息贷款等政策的推进,与国家政策对国产产品的大力支持,同时医用耗材常态化集采亦有望加速公司市占率提升,迈瑞的多条强势产品线进口替代正当时。此外,公司海外市场空间广阔,高端客群已有突破;微创外科、动物医疗、AED 等种子业务潜力可期。我们调整了盈利预测,预计 2023-2025 年公司 EPS 分别为 9.53 元、11.45 元、13.81 元,对应 2023 年 5 月 29 日收盘价,市盈率分别为 32.7 倍、27.2 倍、22.6 倍;维持“买入”评级。
- **风险提示:** 并购整合失败、产品竞争加剧、产品研发失败、汇率波动、国际贸易摩擦风险等。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	30366	36583	43975	53024
同比增长	20.2%	20.5%	20.2%	20.6%
归母净利润(百万元)	9607	11555	13887	16744
同比增长	20.1%	20.3%	20.2%	20.6%
毛利率	64.2%	63.9%	63.0%	63.0%
ROE	30.0%	30.3%	30.2%	29.9%
每股收益(元)	7.92	9.53	11.45	13.81
市盈率	39.4	32.7	27.2	22.6

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

报告正文

事件

- 近日，迈瑞医疗发布了 2022 年年报及 2023 年一季报。2022 年度，公司实现营业收入为 303.66 亿元，同比增长 20.17%；实现归属母公司所有者的净利润 96.07 亿元，同比增长 20.07%；实现扣非后归属母公司所有者的净利润 95.25 亿元，同比增长 21.33%；实现经营现金流净额 121.41 亿元，同比增长 34.92%。2023 年一季报，公司实现营业收入 83.64 亿元，同比增长 20.47%；实现归母净利润 25.71 亿元，同比增长 22.14%；实现扣非归母净利润 25.29 亿元，同比增长 22.05%；实现经营现金流净额 13.33 亿元，同比增长 53.30%。

点评

- **三大板块稳步增长，高潜业务放量可期。**2022 年，公司生命信息与支持业务实现营业收入 134.01 亿元，同比增长 20.15%，其中微创外科增长超过 60%。得益于国内医疗新基建的开展和海外高端客户群的突破，生命信息与支持业务在报告期实现了快速增长，增速相比上一年显著提速。公司体外诊断业务实现营业收入 102.56 亿元，同比增长 21.39%，其中化学发光增长近 30%。国内体外诊断试剂消耗在受到常规门急诊量、体检量、手术量下降带来的负面影响下，通过加大仪器和流水线的装机，以及加速渗透海外中大样本量客户，体外诊断业务仍然实现了快速增长。公司医学影像业务实现营业收入 64.64 亿元，同比增长 19.14%，其中超声增长超过 20%。得益于全新高端超声 R 系列和全新中高端超声 I 系列迅速上量带来的海内外高端客户群的突破，医学影像业务在报告期内实现了快速增长。凭借可靠的产品质量、及时的产能供应、完善的售后服务，公司三大业务领域的产品在过去三年大量进入了海内外全新高端客户群，迅速提升了迈瑞的影响力和知名度。从中长期来看，公司将重点培育包括微创外科、动物医疗、AED 等种子业务，同时积极探索分子诊断等新兴赛道，这些突破将会极大地拓展迈瑞的可及市场和核心能力，为公司谋求长远发展奠定坚实的基础。
- **保持高研发投入，产品不断丰富。**2022 年研发投入达 31.91 亿元，占同期营业收入的比重达 10.51%；2023 年第一季度研发投入 9.38 亿元，占营业收入的比重达到 11.21%，同比增长 26.30%，产品不断丰富，技术持续迭代，尤其高端产品不断实现突破。2022 年，在生命信息与支持领域推出了“瑞智联”生态-普护解决方案、“瑞智联”生态-智慧急救解决方案、“瑞智联”生态-智慧管理解决方案等解决方案。在体外诊断领域推出了小型生化免疫流水线 M1000、全新一代高端凝血分析仪 CX-9000 及配套试剂、全自动生化分析仪 BS-600M 等新产品，这些重磅产品的推出将成为助力体外诊断业务延续高速增长的坚实基础。在医学影像领域主要推出了高端全身机 Resona R9 铂金

版、高端妇产机 Nueva R9 铂金版、基层彩超解决方案 Consona N9/8/7/6 等新产品和解决方案。2023 年第一季度，在生命信息与支持领域，公司推出了超声高频集成手术设备、HyLED C 系列手术灯等新产品。在体外诊断领域，推出了全自动微生物鉴定药敏分析仪 AF-600、高血压免疫试剂醛固酮（ALD）二代和肾素（renin）二代等新产品。截至 2023 年 3 月 31 日，公司累计申请专利 8,892 件，其中发明专利 6,357 件；共计授权专利 4,187 件，其中发明专利授权 1,953 件。

- **开拓海外市场，高端客户群不断突破。**报告期内，凭借优质的质量和完善的服务，公司获取了大量的订单，监护、检验、超声产品和整体解决方案进入了更多的高端医院、集团医院和大型连锁实验室，加快了在各国公立市场及高端客户群的突破。2022 年，在生命信息与支持领域，公司突破了超过 300 家全新高端客户，除此以外，还有超过 450 家已有高端客户实现了更多产品的横向突破。在体外诊断领域，公司突破了接近 300 家全新高端客户，除此以外，还有超过 120 家已有高端客户实现了更多产品的横向突破，涵盖部分当地顶级教学医院/大型实验室等。在医学影像领域，公司突破了超过 80 家全新高端客户，除此以外，还有超过 80 家已有高端客户实现了更多产品的横向突破。
- **费用分析。**费用方面，2022 年，销售费用 48.02 亿元，同比增长 20.07%，销售费用率 15.81%，同比下降 0.02 个百分点；管理费用 13.20 亿元，同比增长 19.39%，管理费用率 4.35%，同比下降 0.03 个百分点；财务费用-4.51 亿元，同比下降 3.65 亿元，主要系 2022 年汇兑损益变化所致；研发费用 29.23 亿元，同比增长 15.78%，研发费用率 9.62%，同比下降 0.37 个百分点。2023 年第一季度，销售费用 13.74 亿元，同比增长 28.04%，销售费用率 16.42%，同比下增长 0.97 个百分点；管理费用 4.57 亿元，同比增长 27.54%，管理费用率 5.46%，同比增长 0.30 个百分点；财务费用-0.06 亿元，同比增长 0.02 亿元；研发费用 8.52 亿元，同比增长 21.07%，研发费用率 10.19%，同比增长 0.05 个百分点。
- **盈利预测与评级：**公司作为我国医疗器械行业龙头，也是中国医疗器械国际化的经营典范。我们看好公司强大的研产销一体化能力，随着公司产品品质逐步跻身国际一流行列，业务线不断丰富完善；加之，分级诊疗、贴息贷款等政策的推进，与国家政策对国产产品的大力支持，同时医用耗材常态化集采亦有望加速公司市占率提升，迈瑞的多条强势产品线进口替代正当时。此外，公司海外市场空间广阔，高端客群已有突破；微创外科、动物医疗、AED 等种子业务潜力可期。我们调整了盈利预测，预计 2023-2025 年公司 EPS 分别为 9.53 元、11.45 元、13.81 元，对应 2023 年 5 月 29 日收盘价，市盈率分

别为 32.7 倍、27.2 倍、22.6 倍；维持“买入”评级。

- **风险提示：**并购整合失败、产品竞争加剧、产品研发失败、汇率波动、国际贸易摩擦风险。

表 2、公司分季度业绩对比 (单位: 百万元、元、%)

主要数据	21-4Q	22-1Q	22-2Q	22-3Q	22-4Q	QOQ	2021-12	2022-12	YOY
营业收入	6943	8412	7940	7070	8364	20.5%	25270	30366	20.2%
营业成本	2423	3085	2808	2569	2811	16.0%	8843	10885	23.1%
毛利	4520	5327	5132	4501	5554	22.9%	16427	19480	18.6%
销售费用	1073	1079	1178	1471	1374	28.0%	3999	4802	20.1%
管理费用	358	260	312	389	457	27.5%	1106	1320	19.4%
财务费用	-8	-215	-259	31	-6	-	-86	-451	-
研发费用	704	646	737	835	852	21.1%	2524	2923	15.8%
资产减值	-21	-8	-20	-23	-43	-	-132	-71	-
公允价值	8	-29	0	0	0	-100.0%	10	-21	-316.4%
投资收益	-1	-1	-1	-1	-1	-	1	-5	-723.7%
营业利润	2402	3604	3214	1771	2900	20.7%	9066	10991	21.2%
利润总额	2406	3603	3220	1725	2888	20.0%	9017	10954	21.5%
归母净利润	2105	3183	2815	1505	2571	22.1%	8002	9607	20.1%
EPS	1.736	2.625	2.321	1.241	2.121	22.1%	6.600	7.924	20.1%
销售费用率	15.5%	12.8%	14.8%	20.8%	16.4%	1.0pcts	15.8%	15.8%	0.0pcts
管理费用率	5.2%	3.1%	3.9%	5.5%	5.5%	0.3pcts	4.4%	4.3%	0.0pcts
财务费用率	-0.1%	-2.6%	-3.3%	0.4%	-0.1%	0.0pcts	-0.3%	-1.5%	-1.1pcts
研发费用率	10.1%	7.7%	9.3%	11.8%	10.2%	0.1pcts	10.0%	9.6%	-0.4pcts
所得税率	12.4%	11.6%	12.6%	12.8%	10.9%	-1.5pcts	11.2%	12.3%	1.0pcts
毛利率	65.1%	63.3%	64.6%	63.7%	66.4%	1.3pcts	65.0%	64.2%	-0.9pcts
净利率	30.3%	37.8%	35.4%	21.3%	30.7%	0.4pcts	31.7%	31.6%	0.0pcts

资料来源: 天软投资系统, 兴业证券经济与金融研究院整理

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	30606	37045	46050	57276
货币资金	23186	28123	35182	44247
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	2661	3206	3853	4646
预付款项	289	351	432	522
存货	4025	4883	6011	7253
其他	445	482	571	607
非流动资产	16139	15753	15351	14950
长期股权投资	61	65	65	65
固定资产	4261	3859	3458	3056
在建工程	1803	1803	1803	1803
无形资产	1977	1977	1977	1977
商誉	4403	4417	4417	4417
长期待摊费用	83	83	83	83
其他	3552	3550	3550	3550
资产总计	46745	52797	61401	72226
流动负债	11770	12089	12731	13438
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2291	2779	3421	4128
其他	9479	9310	9310	9310
非流动负债	2976	2601	2734	2770
长期借款	0	0	0	0
其他	2976	2601	2734	2770
负债合计	14746	14690	15465	16208
股本	1212	1212	1212	1212
资本公积	7509	7509	7509	7509
未分配利润	23761	29860	37685	47760
少数股东权益	18	22	27	33
股东权益合计	31999	38108	45937	56018
负债及权益合计	46745	52797	61401	72226

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	9607	11555	13887	16744
折旧和摊销	805	402	402	402
资产减值准备	108	73	94	107
资产处置损失	-6	-4	-5	-5
公允价值变动损失	21	7	9	11
财务费用	-241	-401	-493	-694
投资损失	5	3	3	3
少数股东损益	4	4	5	6
营运资金的变动	1524	-985	-1398	-1560
经营活动产生现金流量	12141	10043	12635	15049
投资活动产生现金流量	-3220	-56	-7	-9
融资活动产生现金流量	-5194	-5049	-5569	-5974
现金净变动	3841	4938	7059	9065
现金的期初余额	15133	23186	28123	35182
现金的期末余额	18974	28123	35182	44247

利润表

单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	30366	36583	43975	53024
营业成本	10885	13205	16256	19617
税金及附加	348	402	484	583
销售费用	4802	5670	6596	7954
管理费用	1320	1537	1759	2121
研发费用	2923	3402	3958	4772
财务费用	-451	-401	-493	-694
其他收益	580	561	570	568
投资收益	-5	-3	-3	-3
公允价值变动收	-21	-7	-9	-11
信用减值损失	-37	-21	-22	-24
资产减值损失	-71	-98	-95	-92
资产处置收益	6	4	5	5
营业利润	10991	13203	15861	19115
营业外收入	35	34	33	34
营业外支出	72	72	72	72
利润总额	10954	13166	15822	19077
所得税	1343	1606	1930	2327
净利润	9611	11559	13891	16749
少数股东损益	4	4	5	6
归属母公司净利润	9607	11555	13887	16744
EPS(元)	7.92	9.53	11.45	13.81

主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	20.2%	20.5%	20.2%	20.6%
营业利润增长率	21.2%	20.1%	20.1%	20.5%
归母净利润增长	20.1%	20.3%	20.2%	20.6%
盈利能力				
毛利率	64.2%	63.9%	63.0%	63.0%
归母净利率	31.6%	31.6%	31.6%	31.6%
ROE	30.0%	30.3%	30.2%	29.9%
偿债能力				
资产负债率	31.5%	27.8%	25.2%	22.4%
流动比率	2.60	3.06	3.62	4.26
速动比率	2.26	2.66	3.15	3.72
营运能力				
资产周转率	71.6%	73.5%	77.0%	79.4%
应收账款周转率	1343.9%	1195.3%	1194.1%	1195.8%
存货周转率	270.5%	280.4%	282.2%	279.7%
每股资料(元)				
每股收益	7.92	9.53	11.45	13.81
每股经营现金	10.01	8.28	10.42	12.41
每股净资产	26.38	31.41	37.87	46.18
估值比率(倍)				
PE	39.4	32.7	27.2	22.6
PB	11.8	9.9	8.2	6.8

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并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的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。其中:A股市场以沪深300指数为基准;新三板市场以三板成指为基准;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。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100020	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn