



## 迈瑞医疗 (300760.CH)：1H22 业绩符合预期，毛利率因运费与汇率略有承压

1H22 业绩增速符合市场预期，2Q22 国内疫情出现小高峰，但在新基建、重磅产品放量以及海外复苏拉动下，公司收入与净利依旧稳健增长。我们维持公司“买入”评级及医疗器械板块首选，下调目标价 4% 至 375 元，考虑到：1) 8 月起国内疫情出现反弹或对 2H22 销售造成一定影响；及 2) 年内运费上涨及汇率变动对毛利率带来的压力。

- 1H22 增长稳健，符合市场预期。**1H22 收入/归母净利/扣非归母净利同比增长 20.2%/21.7%/21.8% 至 154 亿/53 亿/52 亿人民币，符合市场预期，其中 **2Q22** 收入/归母净利/扣非归母净利同比增长 20.2%/21.0%/21.5%。分区域看，**国内** 1H22 同比增长 22%，得益于医疗新基建项目开展及 IVD 和超声重磅产品亮眼表现；2Q22 增速环比有所下滑主要因国内疫情影响；**国际** 1H22 同比增长 18%，主要受益于海外常规采购业务复苏以及生命信息与超声产品在海外高端客户的持续突破。1H22 毛利率同比下滑 1.4pcts 至 64.1%，主因：1) 原油上涨导致运费同比增长 70%；2) 欧元兑人民币贬值，收入中的欧元占比高于营业成本中欧元占比，从而导致毛利率下滑。
- IVD 引领各产线增长。**1) **IVD**：在国内疫情反复对 IVD 试剂销售造成一定影响下，1H22 收入仍然同比增长 30%，海外常规试剂消耗的复苏和重磅产品放量带动 IVD 增长；2) **医学影像**：1H22 收入同比增长 22%，期内超声采购活动回暖，海内外高端客户持续突破，全新高端超声 R 系列和中高端超声 I 系列迅速上量；3) **生命信息与支持**：1H22 收入同比增长 12%，扣除抗疫相关产品增长超 30%，主要受到国内医疗新基建推进和海外高端客户突破驱动。
- 肝功能生化试剂省际集采短期可能带来毛利率压力，但有助中长期市占率提升。**由江西牵头的肝功能生化试剂省际联盟集采已于 8 月 14 日完成产品信息申报，共涉及 22 个省，涵盖 26 项试剂。由于生产诊断试剂竞争充分，我们预计此次集采降价幅度或较大，但迈瑞 2021 年肝功生化试剂收入约 1.8 亿人民币，仅占公司收入/IVD 收入 0.7%/2.1%。此外，迈瑞生化诊断产品来自三级医院的销售占比仅为 13%，国内市占率约 12%，参考安徽化学发光试剂集采后迈瑞相关产品 1H22 收入增长超 80% 的经验，我们认为借助此次集采迈瑞生化诊断产品三级医院渗透率及国内市占率有望快速提升。
- 维持“买入”评级，降目标价 4% 至 375 元人民币。**基于：1) 国内疫情 8 月起出现反弹或对下半年国内销售造成一定影响；2) 毛利率受运费上涨及汇率影响，我们下调 2022-24E 收入、归母净利、扣非归母净利预测 1-4%，并相应下调目标价 4% 至 375.0 元人民币，对应 39x 2023E PE，较公司过去 3 年均值低 1.0 个标准差。
- 投资风险：政策风险、行业增速放缓、公司市占率提升慢于预期。**

图表 1：盈利预测和财务指标

人民币百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	21,026	25,442	30,500	36,985	45,016
同比变动 (%)	27.0%	21.0%	20.7%	21.3%	21.7%
归母净利润	6,658	8,415	9,701	11,673	14,098
同比变动 (%)	42.2%	26.4%	21.2%	20.3%	20.8%
PE (X)	54.6	45.4	37.4	31.1	25.7

E=浦银国际预测 资料来源：公司公告、浦银国际

胡泽宇 CFA

助理分析师

ryan\_hu@spdbi.com

(852) 2808 6446

丁政宁

医疗分析师

ethan\_ding@spdbi.com

(852) 2808 6442

2022 年 8 月 23 日

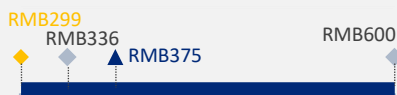
### 评级

买入

目标价 (人民币)	375.0
潜在升幅/降幅	25%
目前股价 (人民币)	299.0
52 周内股价区间 (人民币)	277-402
总市值 (百万人民币)	362,556
近 3 月日均成交额 (百万)	1,276

注：数据截至 2022 年 8 月 22 日

### 市场预期区间

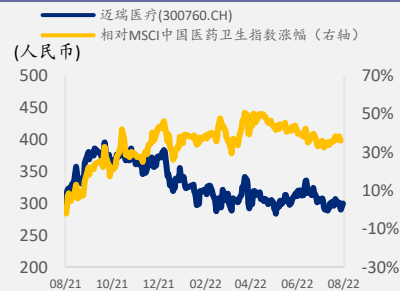


▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

注：数据截至 2022 年 8 月 22 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)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>21,026</b>	<b>25,270</b>	<b>30,500</b>	<b>36,985</b>	<b>45,016</b>
营业成本	-7,366	-8,843	-10,906	-13,251	-16,155
<b>毛利润</b>	<b>13,660</b>	<b>16,427</b>	<b>19,594</b>	<b>23,735</b>	<b>28,860</b>
税金及附加	-218	-282	-305	-370	-450
销售费用	-3,612	-3,999	-4,575	-5,548	-6,752
管理费用	-897	-1,106	-1,281	-1,479	-1,801
研发费用	-1,869	-2,524	-2,974	-3,625	-4,457
财务费用	61	86	400	200	150
其他收益	476	575	457	555	675
投资净收益	-4	1	-5	1	2
公允价值变动净收益	0	10	-40	20	10
资产减值损失	-110	-132	-100	-60	-20
信用减值损失	-30	6	-20	-10	-10
资产处置收益	-2	4	2	2	2
<b>营业利润</b>	<b>7,455</b>	<b>9,066</b>	<b>11,154</b>	<b>13,421</b>	<b>16,210</b>
营业外收入	54	23	30	37	45
营业外支出	-70	-72	-91	-111	-135
<b>利润总额</b>	<b>7,438</b>	<b>9,017</b>	<b>11,093</b>	<b>13,347</b>	<b>16,120</b>
所得税	-779	-1,013	-1,387	-1,668	-2,015
<b>净利润</b>	<b>6,660</b>	<b>8,004</b>	<b>9,706</b>	<b>11,679</b>	<b>14,105</b>
减: 少数股东损益	2	2	5	6	7
<b>归母净利润</b>	<b>6,658</b>	<b>8,002</b>	<b>9,701</b>	<b>11,673</b>	<b>14,098</b>
<b>扣非归母净利润</b>	<b>6,540</b>	<b>7,850</b>	<b>9,596</b>	<b>11,610</b>	<b>14,036</b>

### 资产负债表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>货币资金</b>	<b>15,865</b>	<b>15,361</b>	<b>13,869</b>	<b>17,473</b>	<b>21,049</b>
现金及等价物	15,723	15,133	13,869	17,473	21,049
其他	142	228	0	0	0
应收票据及应收账款	1,539	1,790	3,342	3,141	3,823
存货	3,541	3,565	4,422	5,373	6,551
其他流动资产	687	618	718	822	945
<b>流动资产合计</b>	<b>21,632</b>	<b>21,335</b>	<b>22,351</b>	<b>26,809</b>	<b>32,368</b>
固定资产	3,199	3,772	4,359	4,883	5,349
在建工程	930	1,126	1,408	1,436	1,465
无形资产	1,145	2,061	1,876	1,779	1,703
商誉	1,225	4,218	4,218	5,062	6,074
其他非流动资产	5,176	5,591	7,617	9,012	10,679
<b>非流动资产合计</b>	<b>11,675</b>	<b>16,768</b>	<b>19,479</b>	<b>22,173</b>	<b>25,271</b>
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1,500	2,281	2,540	3,086	3,762
合同负债	3,293	2,408	2,000	2,100	2,205
应付职工薪酬	1,517	1,771	2,135	2,589	3,151
应交税费	347	474	700	700	700
其他应付款	1,239	1,309	1,500	1,500	1,500
其他流动负债	340	386	446	475	506
<b>流动负债合计</b>	<b>8,236</b>	<b>8,629</b>	<b>9,321</b>	<b>10,450</b>	<b>11,825</b>
长期借款	0	0	0	0	0
长期应付职工薪酬	1,389	1,812	915	1,110	1,350
其他非流动负债	391	694	761	787	816
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,780</b>	<b>2,506</b>	<b>1,676</b>	<b>1,897</b>	<b>2,166</b>
实收资本(或股本)	1,216	1,216	1,212	1,212	1,212
资本公积金	8,153	8,153	7,156	7,156	7,156
其它综合收益	-123	-410	-400	-440	-484
盈余公积金	608	608	608	608	608
未分配利润	13,424	18,386	23,237	29,073	36,122
少数股东权益	13	15	20	26	33
<b>所有者权益合计</b>	<b>23,290</b>	<b>26,968</b>	<b>30,833</b>	<b>36,636</b>	<b>43,648</b>

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)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>净利润</b>	<b>6,660</b>	<b>8,004</b>	<b>9,706</b>	<b>11,679</b>	<b>14,105</b>
固定资产折旧	299	364	421	484	540
无形资产摊销	173	253	436	396	376
财务费用	205	-227	-400	-200	-150
存货的减少	-1,448	-134	-857	-951	-1,178
经营性应收项目的减少	-3	-153	-1,642	123	-777
经营性应付项目的增加	2,827	615	-83	1,195	1,480
其他	158	277	-2,064	-1,272	-1,535
<b>经营活动现金流量净额</b>	<b>8,870</b>	<b>8,999</b>	<b>5,517</b>	<b>11,453</b>	<b>12,860</b>
资本开支	-1,183	1,402	-1,500	-1,300	-1,300
其他	-4,008	-6,215	-71	-875	-1,045
<b>投资活动现金流量净额</b>	<b>-5,191</b>	<b>-4,812</b>	<b>-1,571</b>	<b>-2,175</b>	<b>-2,345</b>
取得借款收到的现金	0	0	0	0	0
偿还债务支付的现金	0	441	0	0	0
分配股利或偿付利息	-1,824	3,039	-4,451	-5,636	-6,899
其他	-30	-8,085	-759	-37	-41
<b>筹资活动现金流量净额</b>	<b>-1,853</b>	<b>-4,605</b>	<b>-5,210</b>	<b>-5,673</b>	<b>-6,940</b>
现金及现金等价物净增加额	1,628	-590	-1,264	3,604	3,576
期初现金及现金等价物	14,094	15,723	15,133	13,869	17,473
<b>期末现金及现金等价物</b>	<b>15,723</b>	<b>15,133</b>	<b>13,869</b>	<b>17,473</b>	<b>21,049</b>

### 财务和估值比率

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>每股数据 (人民币)</b>					
摊薄每股收益	5.48	6.59	7.99	9.63	11.63
每股销售额	17.30	20.80	25.12	30.50	37.13
每股股息	2.50	3.50	4.00	4.81	5.81
<b>同比变动</b>					
收入	27.0%	20.2%	20.7%	21.3%	21.7%
经营溢利	38.6%	21.6%	23.0%	20.3%	20.8%
归母净利润	42.2%	20.2%	21.2%	20.3%	20.8%
<b>费用与利润率</b>					
毛利率	65.0%	65.0%	64.2%	64.2%	64.1%
经营利润率	35.5%	35.9%	36.6%	36.3%	36.0%
归母净利率	31.7%	31.7%	31.8%	31.6%	31.3%
<b>回报率</b>					
平均股本回报率	31.8%	31.8%	33.6%	34.6%	35.1%
平均资产回报率	22.6%	22.4%	24.3%	25.7%	26.5%
<b>资产效率</b>					
应收账款周转天数	28.1	24.0	40.0	31.0	31.0
库存周转天数	143.8	146.7	148.0	148.0	148.0
应付账款周转天数	68.0	78.0	85.0	85.0	85.0
<b>财务杠杆</b>					
流动比率 (x)	2.6	2.5	2.4	2.6	2.7
速动比率 (x)	2.2	2.1	1.9	2.1	2.2
现金比率 (x)	1.9	1.8	1.5	1.7	1.8
负债/权益	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
<b>估值</b>					
市盈率 (x)	54.6	45.4	37.4	31.1	25.7
股息率	0.8%	1.2%	1.3%	1.6%	1.9%

图表 2: 迈瑞 1H22/2Q22 核心财务指标及变动

	1H22	1H21	同比变动	2Q22	2Q21	同比变动
营业收入	15,355.6	12,778.3	20.2%	8,412.5	6,997.3	20.2%
毛利润	9,847.6	8,378.9	17.5%	5,327.4	4,619.8	15.3%
毛利率	64.1%	65.6%	-1.4 pcts	63.3%	66.0%	-2.7 pcts
销售费用	2,152.0	1,875.1	14.8%	1,079.1	923.4	16.9%
占收入比例	14.0%	14.7%	-0.7 pcts	12.8%	13.2%	-0.4 pcts
管理费用	618.8	590.3	4.8%	260.4	265.7	-2.0%
占收入比例	4.0%	4.6%	-0.6 pcts	3.1%	3.8%	-0.7 pcts
研发费用	1,350.1	1,061.5	27.2%	646.1	473.6	36.4%
占收入比例	8.8%	8.3%	0.5 pcts	7.7%	6.8%	0.9 pcts
营业利润	6,005.3	4,922.5	22.0%	3,603.7	3,017.3	19.4%
营业利润率	39.1%	38.5%	0.6 pcts	42.8%	43.1%	-0.3 pcts
归母净利润	5,287.7	4,344.4	21.7%	3,182.6	2,629.4	21.0%
归母净利率	34.4%	34.0%	0.4 pcts	37.8%	37.6%	0.3 pcts
扣非归母净利润	5,247.1	4,309.4	21.8%	3,174.9	2,613.7	21.5%
扣非归母净利率	34.2%	33.7%	0.4 pcts	37.7%	37.4%	0.4 pcts

资料来源: 公司数据、浦银国际

## • 迈瑞核心业务板块表现

### 国内 vs 海外:

- 国内 1H22 收入同比增长 21.8%，2Q22 增速环比放缓，主要受到国内疫情影响。期内影响国内收入增速的核心因素主要为：
  - 1) 以大医院扩容为主的医疗新基建带动增长；
  - 2) 重磅产品如 IVD 产线的血球 BC-7500 系列、化学发光 CL-8000i、生化 BS-2800M，医学影像产线中的高端超声 R 系列和全新中高端超声 I 系列销售快速增长；
  - 3) 国内疫情 2Q22 出现小高峰，对 IVD 试剂销售带来负面影响；
- 海外 1H22 收入增速 17.7%，2Q22 增速较 1Q22 提升，主因：
  - 1) 发达国家及地区高端客户持续突破；
  - 2) 疫情后常规采购加速恢复；
  - 3) 1Q22 海外收入增速受去年同期高基数影响（1Q22 YoY: +38%）。剔除新冠产品影响，海外 1H22/2Q22 收入增速超 40%/45%。

## 生命信息与支持

1H22 收入同比增长 12.5%，其中海外业务 2Q22 增速环比提升，主因 1Q22 增速受到去年同期高基数影响(1Q21 海外收入增长超 60%，主因欧洲负压 ICU 建设需求巨大，叠加新兴国家因疫情对板块内监护仪、呼吸机等产品需求增加)；剔除新冠产品影响，板块 1H22 收入同比增速超 30%；

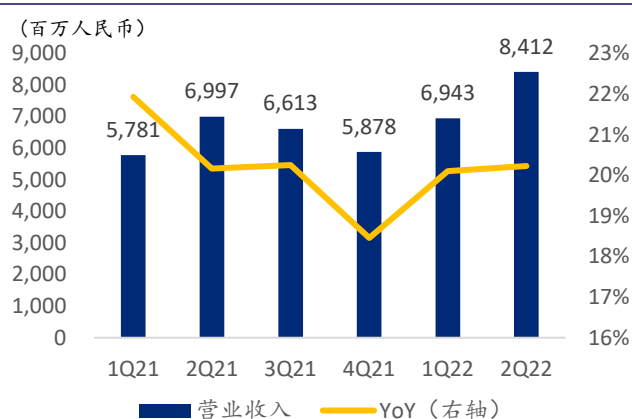
## 体外诊断

1H22 收入同比增长 29.8%，其中国内 IVD 试剂的销售增速部分受到国内疫情负面影响。重磅产品如血球 BC-7500 系列、化学发光 CL-8000i、生化 BS-2800M 销售亮眼。

## 医学影像

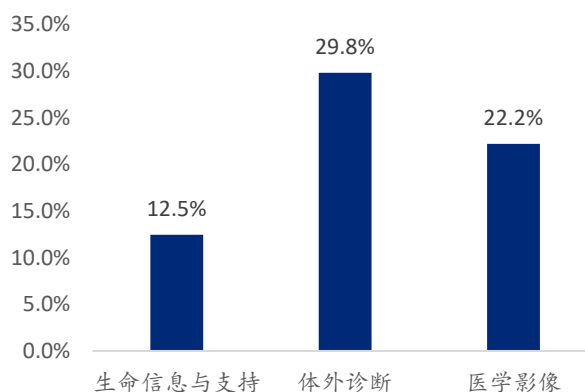
1H22 收入同比增长 22.2%，主要受益于高端超声 R 系列和全新中高端超声 I 系列迅速上量带来的海内外高端客户群的突破。

图表 3：迈瑞营业收入及同比变动



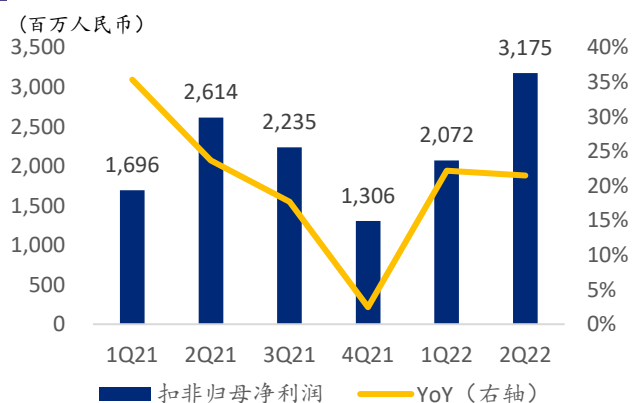
资料来源：公司数据、浦银国际

图表 4：迈瑞核心业务板块 1H22 收入增速



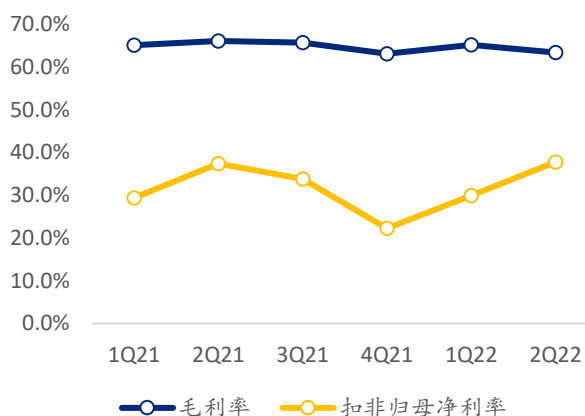
资料来源：公司数据、浦银国际

图表 5：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 6：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

## • 财务预测调整及估值

### 下调 2022-24E 营业收入、归母净利、扣非归母净利预测 1-4%

- 下调 2022-24E 营业收入预期约 1%，考虑因素包括：**1)** 国内部分地区疫情于今年 8 月起出现反弹，对国内销售或带来一定负面影响；**2)** 欧元区客户因汇率购买力受到影响，海外业务增长或受到一定冲击；
- 调低 2022-24E 全年毛利率预期 0.8-1.1pcts，考虑到：**1)** 运费上涨；**2)** 欧元兑人民币汇率处于下行通道，1H22 欧元兑人民币汇率下跌 9%；**3)** 肝功生化试剂省际集采即将启动，或对 IVD 产线毛利率带来一定压力。

分板块看，我们预计生命信息与支持板块 2021-24E 收入年均复合增速 14.8%；体外诊断 26.7%；医学影像 24.4%。

图表 7：迈瑞医疗财务预测变动

人民币百万	2022E			2023E			2024E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	30,500	30,760	-0.8%	36,985	37,395	-1.1%	45,016	45,604	-1.3%
同比变动	20.7%	21.7%	-1.0pcts	21.3%	21.6%	-0.3 pcts	21.7%	22.0%	-0.3 pcts
毛利润	19,594	20,005	-2.1%	23,735	24,361	-2.6%	28,860	29,740	-3.0%
毛利率 (%)	64.2%	65.0%	-0.8 pcts	64.2%	65.1%	-0.9 pcts	64.1%	65.2%	-1.1 pcts
归母净利润	9,701	9,828	-1.3%	11,673	12,042	-3.1%	14,098	14,693	-4.0%
归母净利率 (%)	31.8%	31.9%	-0.1 pcts	31.6%	32.2%	-0.6 pcts	31.3%	32.2%	-0.9 pcts
扣非归母净利润	9,596	9,676	-0.8%	11,610	11,888	-2.3%	14,036	14,535	-3.4%
扣非归母净利率 (%)	31.5%	31.5%	0.0 pcts	31.4%	31.8%	-0.4 pcts	31.2%	31.9%	-0.7 pcts

资料来源：浦银国际预测



## 下调目标价 4%至 375 元人民币，对应 39x 2023E PE

该目标估值倍数较迈瑞医疗过去 3 年平均估值水平（50x）低 1.0 个标准差（见图表 8）。

该目标估值倍数相较目前 A 股医疗设备块 2023E PE 估值倍数 33x 存在一定溢价，主要反映迈瑞作为行业龙头享更确定的增长前景、更强的研发能力、更大的规模效应以及更强的出海能力。

图表 8：迈瑞医疗 12 个月前瞻市盈率



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 9: A 股医疗器械企业估值表

股票代码	公司名称	股价 (人民币)	市值 (人民币百 万)	过去 1 个 月股价变 动 (%)	年初至今 股价变动 (%)	12 个月滚动远期 市盈率		市盈率			EPS 同比变动				
						现值	3 年均值	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E		
<b>大型&amp;家用设备</b>															
300760 CH	迈瑞医疗	299.0	362,556	(4.0)	(24.0)	31.8	49.5	36.1	29.8	24.7	21.8	21.2	20.5		
002223 CH	鱼跃医疗	27.7	27,729	13.8	(25.5)	15.9	22.1	17.4	15.2	12.9	8.4	14.7	18.1		
688301 CH	奕瑞科技	496.7	36,037	11.4	(0.2)	48.1	55.8	59.0	43.4	33.6	26.0	35.9	29.1		
300869 CH	康泰医学	25.6	10,270	(8.2)	(37.2)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA		
301087 CH	可孚医疗	42.9	8,942	1.4	(31.5)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA		
300633 CH	开立医疗	41.6	17,803	7.6	28.1	45.7	45.3	54.5	41.9	32.1	21.1	30.1	30.6		
600055 CH	万东医疗	23.4	16,424	11.9	1.3	NA	32.4	58.8	NA	NA	20.6	NA	NA		
300206 CH	理邦仪器	10.6	6,172	5.8	(26.3)	NA	16.6	NA	NA	NA	NA	NA	NA		
300246 CH	宝莱特	16.4	2,876	2.1	(27.0)	27.0	27.1	32.6	24.5	17.7	12.1	32.7	38.5		
<b>市值加权平均</b>						<b>32.7</b>	<b>48.0</b>	<b>37.5</b>	<b>30.4</b>	<b>24.9</b>					
<b>市值加权平均 (不含迈瑞)</b>						<b>36.3</b>	<b>41.5</b>	<b>43.5</b>	<b>33.2</b>	<b>25.9</b>					
<b>高值耗材</b>															
300003 CH	乐普医疗	17.6	31,743	(1.6)	(22.7)	13.1	20.4	14.3	12.5	10.4	27.5	14.4	19.6		
688161 CH	威高骨科	50.3	20,120	1.9	(21.5)	21.7	23.0	24.8	20.3	16.4	11.0	21.8	24.0		
688198 CH	佰仁医疗	122.6	16,627	(0.2)	(33.4)	89.3	150.5	135.8	74.6	38.1	135.1	82.0	95.7		
688617 CH	惠泰医疗	172.7	11,511	(15.2)	(39.0)	30.5	72.5	38.4	27.3	20.5	39.4	40.7	33.4		
002901 CH	大博医疗	35.8	14,934	(3.2)	(29.7)	18.2	34.9	20.3	17.2	14.2	4.5	17.9	21.0		
688016 CH	心脉医疗	142.8	10,279	(15.7)	(41.4)	20.5	59.0	24.9	18.6	14.1	33.3	34.1	31.9		
002382 CH	蓝帆医疗	8.7	8,731	0.6	(46.9)	NA	10.9	NA	NA	NA	NA	NA	NA		
688108 CH	赛诺医疗	6.2	2,554	(3.2)	(23.6)	NA	191.3	NA	NA	NA	NA	NA	NA		
<b>市值加权平均</b>						<b>30.1</b>	<b>53.0</b>	<b>40.0</b>	<b>26.7</b>	<b>17.9</b>					
<b>低值耗材</b>															
300529 CH	健帆生物	43.9	35,345	(5.4)	(16.7)	18.5	40.0	22.4	16.8	12.8	33.0	33.4	31.3		
688029 CH	南微医学	80.9	15,144	5.4	(43.9)	30.7	58.0	37.9	27.6	21.9	29.3	37.2	26.2		
300677 CH	英科医疗	22.8	15,037	(3.6)	(52.8)	4.0	14.2	4.9	3.7	NA	-58.9	33.5	NA		
605369 CH	拱东医疗	131.0	14,754	3.4	(8.0)	30.8	32.9	36.7	28.2	21.0	29.5	30.5	34.3		
<b>市值加权平均</b>						<b>20.3</b>	<b>37.2</b>	<b>24.7</b>	<b>18.5</b>	<b>13.6</b>					
<b>IVD</b>															
300832 CH	新产业	39.9	31,390	(7.9)	(9.6)	19.2	34.9	23.1	17.5	13.7	38.6	32.5	27.4		
603658 CH	安图生物	47.8	28,018	6.2	(11.2)	19.2	38.8	22.7	17.7	14.1	29.7	28.5	25.3		
002030 CH	达安基因	17.7	24,827	(4.0)	(12.3)	NA	37.2	NA	NA	NA	NA	NA	NA		
688289 CH	圣湘生物	28.0	16,459	(1.7)	(29.3)	7.6	10.5	6.9	8.1	7.8	7.6	-15.1	4.5		
688298 CH	东方生物	106.9	17,954	(6.4)	(34.3)	2.1	6.7	1.5	2.8	2.5	153.7	-47.8	11.5		
300685 CH	艾德生物	27.5	10,945	(10.9)	(34.7)	31.1	55.1	35.9	28.9	23.0	26.2	24.0	25.7		
300463 CH	迈克生物	19.0	11,631	(2.5)	(35.3)	10.2	22.4	11.3	9.7	8.2	-3.1	16.6	17.5		
300482 CH	万孚生物	35.7	15,881	(7.9)	(8.8)	11.4	30.3	10.6	11.9	11.2	137.6	-11.2	6.6		
300298 CH	三诺生物	28.9	16,322	(8.6)	(9.5)	39.9	33.7	43.6	38.0	31.4	222.9	14.8	21.1		
688575 CH	亚辉龙	20.5	11,612	(4.6)	(18.7)	17.5	28.3	13.5	21.1	14.6	293.6	-36.2	44.2		
<b>市值加权平均</b>						<b>17.5</b>	<b>29.3</b>	<b>19.1</b>	<b>16.9</b>	<b>13.8</b>					
<b>A 股医疗器械市值加权平均</b>						<b>28.0</b>	<b>43.8</b>	<b>32.8</b>	<b>26.0</b>	<b>20.6</b>					

\*E=Bloomberg 一致预期; 数据截至 2022 年 8 月 22 日; 资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 10: SPDBI 目标价: 迈瑞医疗



资料来源: Bloomberg、浦银国际



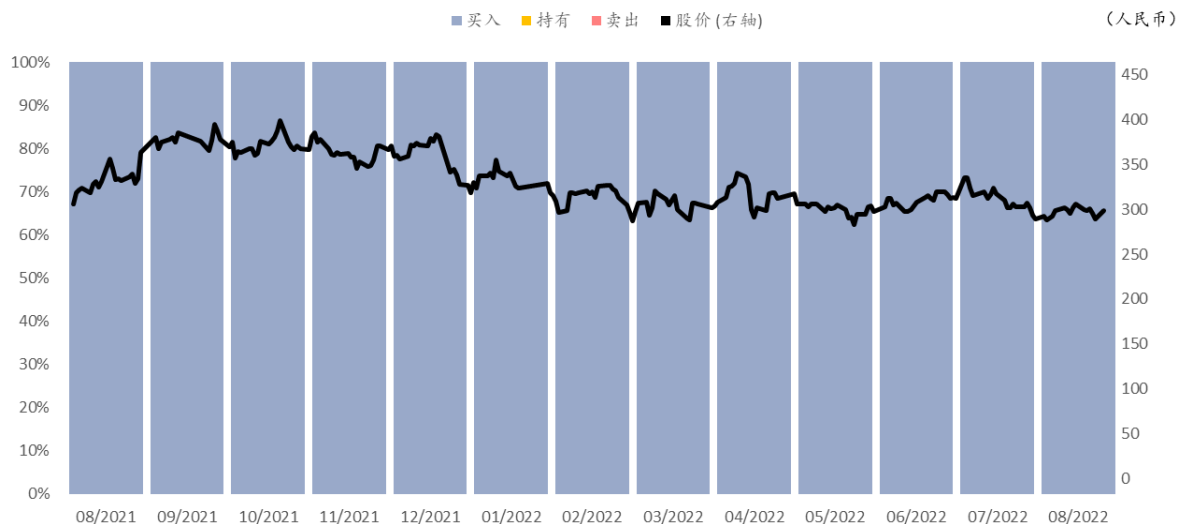
图表 11: SPDBI 医疗行业覆盖公司

股票代码	公司	现价(LC)	评级	目标价(LC)	评级及目标价发布日期	行业
2359 HK Equity	药明康德	89.9	买入	176.0	2022年4月26日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	90.4	买入	155.0	2022年4月26日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	55.0	买入	143.0	2022年5月3日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	71.7	买入	154.3	2022年5月3日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	68.2	买入	116.0	2022年8月18日	CRO/CDMO
241 HK Equity	阿里健康	4.3	持有	4.3	2022年5月26日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安健康	19.8	持有	20.0	2022年3月16日	互联网医疗
1952 HK Equity	云顶新耀	12.1	买入	25.6	2022年8月17日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	49.6	买入	75.0	2022年4月28日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	33.7	买入	53.0	2022年8月11日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	3.0	买入	13.5	2022年3月25日	生物科技
BGNE US Equity	百济神州	174.8	买入	251.0	2022年8月11日	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	106.2	买入	150.0	2022年8月11日	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	104.5	买入	148.0	2022年8月11日	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	33.1	买入	55.0	2022年8月11日	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	21.5	买入	36.0	2022年7月27日	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	6.0	买入	22.5	2022年7月27日	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	11.7	买入	16.5	2022年7月27日	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	5.9	买入	10.8	2022年7月27日	生物科技
13.HK Equity	和黄医药	21.1	买入	40.0	2022年8月11日	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	13.0	买入	25.7	2022年8月11日	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	31.6	买入	44.5	2022年7月27日	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	15.9	持有	19.0	2022年7月27日	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	4.0	持有	5.0	2022年7月27日	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	15.9	买入	28.1	2022年7月27日	生物科技
2256.HK Equity	和誉	3.6	买入	5.6	2022年7月27日	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	3.0	买入	6.0	2022年7月27日	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	3.9	买入	9.5	2022年7月27日	生物科技
6998.HK Equity	嘉和生物	3.1	买入	6.1	2022年7月27日	生物科技
1177 HK Equity	中国生物制药	4.2	买入	6.9	2022年4月1日	制药
300760 CH Equity	迈瑞医疗	289.5	买入	375.0	2022年8月23日	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	17.3	买入	23.0	2022年8月16日	ICL

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至2022年8月22日港股收盘价。

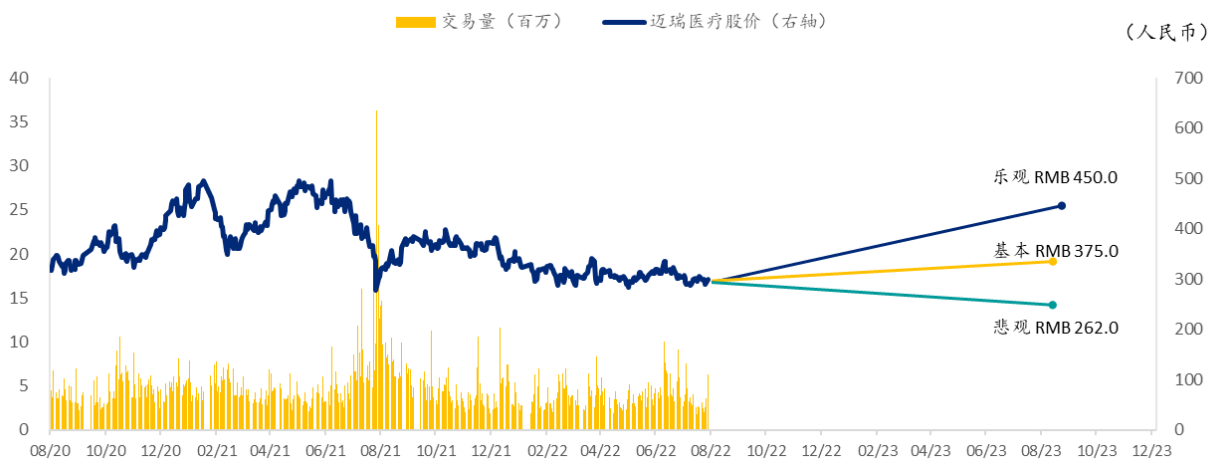
## SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 12: 迈瑞医疗市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 13: 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: 450.0 人民币

概率: 30%

- 2020-23E 收入复合增速 >25%;
- 毛利率提升至 67%;
- 2020-23E 归母净利复合增速 >30%;

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 262.0 人民币

概率: 20%

- 2020-23E 收入复合增速 <16%;
- 毛利率降低至 63%;
- 2020-23E 归母净利复合增速 <20%;

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团—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) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 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

#### 周文硕

tallan\_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

### 浦银国际证券财富管理团队

#### 陈岑

angel\_chen@spdbi.com

852-2808 6475

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

