



## 迈瑞医疗 (300760.CH)：3Q23 收入增速受行业反腐拖累，毛利率及费率改善带动净利稳健增长

公司 3Q23 收入增速放缓至+11% YoY，主因国内收入增速因反腐背景下设备采购招标延迟而承压，而海外收入继续受益于高端客户突破；公司通过毛利率及费率优化，使得 3Q23 扣非归母净利润仍实现同比+21%稳健增长。医疗反腐中，设备类产品受到的冲击更为明显，9月下旬以来招标、学术会议有回暖迹象，且公立医院有望于年底加速执行具刚性约束的采购预算，或对 4Q23 收入有拉动。维持“买入”评级及目标价人民币 390 元。

- 3Q23 收入增速受行业反腐拖累，公司通过毛利率及费率改善维持净利稳健增长。** 9M23/3Q23 收入同比+17.2%/+11.2%（其中国内+19%/+5%，国际+14%/+23%），3Q23 收入增速放缓主要受国内行业反腐下设备采购招标推迟影响，海外业务受益于高端客户突破及发展中国家增长提速；9M23/3Q23 扣非归母净利润+21.0%/+21.4%，3Q23 收入增速虽放缓，但通过毛利率提升（同比+2.6pcts）及三费率优化（同比-3.9pcts），扣非净利仍实现稳健增长。
- 生命信息与支持：**9M/3Q23 收入同比+21%/+8%（国内收入+29%/-3%，海外+11%/+21%），板块增长继续受益于：1）国内医疗新基建推进，但 3Q23 在行业反腐下医院采购招标出现延迟；2）海外高端客户群突破。9M23 医疗新基建贡献约 50 亿元收入，截至 3Q23 末，医疗新基建待执行商机 205 亿元。3Q23 板块毛利率同比持平。
- 体外诊断：**9M23/3Q23 收入同比+19%/+23%（国内+17%/+18%，海外+22%/+42%）。反腐对试剂消耗影响有限，海外中大样本量客户快速突破。9M23 化学发光收入约+20%，国内/海外新增装机 1350 台/超 2000 台。江西 24 省肾功及心肌酶生化试剂集采与安徽 25 省 IVD 集采均已完成集采方案意见征求，预计将于近期正式发布。此次两大集采参与省份较多，报价或仍趋激烈，但参考此前肝功生化及安徽化学发光集采，迈瑞均实现以价换量，若此次顺利中标，公司或有望进一步提升在国内生化与化学发光试剂中的市占率。
- 医学影像：**9M23/3Q23 收入同比+9%/持平（国内+5%/-4%，海外+13%/+6%）。3Q23 增速放缓同样因反腐影响采购招标推迟，海外市场也受到了经济低迷和美元强势的影响。9M23 海外超声收入+>15%，中端和高端超声收入占海外超声收入的比重首次超过一半。
- 维持“买入”评级及目标价人民币 390 元。**我们预计今年延误的设备采购需求将于明年有所释放，明年仍有望实现收入及净利增速不低于 20%的中长期增长目标，维持目标价人民币 390 元，对应 33x 2024E PE，较过去 3 年 PE 均值（42x）低 0.6 个标准差。
- 投资风险：**集采政策风险、医疗新基建放缓、海外拓展未如预期。

图表 1：盈利预测和财务指标

| 人民币百万元   | 2021   | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入     | 25,270 | 30,366 | 35,355 | 43,403 | 52,340 |
| 同比变动 (%) | 20.2%  | 20.2%  | 16.4%  | 22.8%  | 20.6%  |
| 归母净利润    | 8,002  | 9,607  | 11,580 | 14,323 | 17,327 |
| 同比变动 (%) | 20.2%  | 20.1%  | 20.5%  | 23.7%  | 21.0%  |
| PE (X)   | 43.4   | 36.0   | 29.9   | 24.2   | 20.0   |

E=浦银国际预测 资料来源：公司报告、浦银国际

胡泽宇 CFA

医疗分析师

ryan\_hu@spdbi.com

(852) 2808 6446

2023 年 11 月 1 日

### 评级

买入

|                 |         |
|-----------------|---------|
| 目标价 (人民币)       | 390.00  |
| 潜在升幅/降幅         | +36%    |
| 目前股价 (人民币)      | 286.02  |
| 52 周内股价区间 (人民币) | 253-353 |
| 总市值 (百万人民币)     | 346,782 |
| 近 3 月日均成交额 (百万) | 1,437   |

注：数据截至 2023 年 10 月 31 日

### 市场预期区间

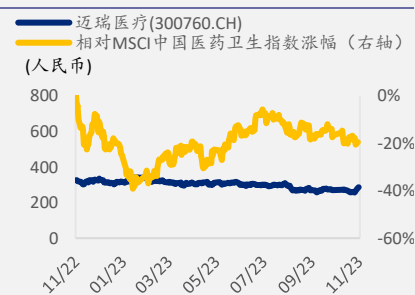


▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

注：数据截至 2023 年 10 月 31 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

### 股价表现



资料来源：Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究

## 财务报表分析与预测 - 迈瑞医疗

### 利润表

| (百万人民币)      | 2021A         | 2022A         | 2023E         | 2024E         | 2025E         |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>营业收入</b>  | <b>25,270</b> | <b>30,366</b> | <b>35,355</b> | <b>43,403</b> | <b>52,340</b> |
| 营业成本         | -8,843        | -10,885       | -12,067       | -14,964       | -18,120       |
| <b>毛利润</b>   | <b>16,427</b> | <b>19,480</b> | <b>23,288</b> | <b>28,438</b> | <b>34,220</b> |
| 税金及附加        | -282          | -348          | -389          | -477          | -576          |
| 销售费用         | -3,999        | -4,802        | -5,657        | -6,684        | -7,930        |
| 管理费用         | -1,106        | -1,320        | -1,556        | -1,693        | -1,937        |
| 研发费用         | -2,524        | -2,923        | -3,535        | -4,340        | -5,234        |
| 财务费用         | 86            | 451           | 650           | 450           | 400           |
| 其他收益         | 575           | 580           | 636           | 868           | 1,047         |
| 投资净收益        | 1             | -5            | -8            | -8            | -8            |
| 公允价值变动净收益    | 10            | -21           | 61            | 10            | 10            |
| 资产减值损失       | -132          | -71           | -170          | -100          | -80           |
| 信用减值损失       | 6             | -37           | -70           | -10           | -8            |
| 资产处置收益       | 4             | 6             | 4             | 4             | 4             |
| <b>营业利润</b>  | <b>9,066</b>  | <b>10,991</b> | <b>13,255</b> | <b>16,458</b> | <b>19,909</b> |
| 营业外收入        | 23            | 35            | 42            | 43            | 52            |
| 营业外支出        | -72           | -72           | -106          | -130          | -157          |
| <b>利润总额</b>  | <b>9,017</b>  | <b>10,954</b> | <b>13,191</b> | <b>16,371</b> | <b>19,804</b> |
| 所得税          | -1,013        | -1,343        | -1,609        | -2,046        | -2,476        |
| <b>净利润</b>   | <b>8,004</b>  | <b>9,611</b>  | <b>11,582</b> | <b>14,325</b> | <b>17,329</b> |
| 减：少数股东损益     | 2             | 4             | 2             | 2             | 2             |
| <b>归母净利润</b> | <b>8,002</b>  | <b>9,607</b>  | <b>11,580</b> | <b>14,323</b> | <b>17,327</b> |

### 资产负债表

| (百万人民币)        | 2021A         | 2022A         | 2023E         | 2024E         | 2025E         |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>货币资金</b>    | <b>15,361</b> | <b>23,186</b> | <b>23,880</b> | <b>28,691</b> | <b>34,699</b> |
| 现金及等价物         | 15,133        | 18,974        | 19,668        | 24,479        | 30,487        |
| 其他             | 228           | 4,212         | 4,212         | 4,212         | 4,212         |
| 应收票据及应收账款      | 1,790         | 2,661         | 3,390         | 4,162         | 5,019         |
| 存货             | 3,565         | 4,025         | 4,595         | 5,699         | 6,901         |
| 其他流动资产         | 618           | 734           | 937           | 1,074         | 1,225         |
| <b>流动资产合计</b>  | <b>21,335</b> | <b>30,606</b> | <b>32,802</b> | <b>39,625</b> | <b>47,844</b> |
| 固定资产           | 3,772         | 4,261         | 5,047         | 5,439         | 5,783         |
| 在建工程           | 1,126         | 1,803         | 1,839         | 1,876         | 1,913         |
| 无形资产           | 2,061         | 1,977         | 2,002         | 2,022         | 2,039         |
| 商誉             | 4,218         | 4,403         | 4,500         | 5,400         | 6,480         |
| 其他非流动资产        | 5,591         | 3,696         | 5,273         | 5,470         | 5,680         |
| <b>非流动资产合计</b> | <b>16,768</b> | <b>16,139</b> | <b>18,661</b> | <b>20,207</b> | <b>21,895</b> |
| 短期借款           | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 应付票据及应付账款      | 2,281         | 2,291         | 2,810         | 3,485         | 4,220         |
| 合同负债           | 2,408         | 4,143         | 2,800         | 3,220         | 3,703         |
| 应付职工薪酬         | 1,771         | 2,162         | 2,475         | 3,038         | 3,664         |
| 应交税费           | 474           | 573           | 800           | 800           | 800           |
| 其他应付款          | 1,309         | 1,901         | 1,750         | 1,750         | 1,750         |
| 其他流动负债         | 386           | 699           | 600           | 610           | 621           |
| <b>流动负债合计</b>  | <b>8,629</b>  | <b>11,770</b> | <b>11,235</b> | <b>12,903</b> | <b>14,757</b> |
| 长期借款           | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 长期应付职工薪酬       | 1,812         | 2,161         | 2,121         | 2,604         | 3,140         |
| 其他非流动负债        | 694           | 816           | 922           | 961           | 1,003         |
| <b>非流动负债合计</b> | <b>2,506</b>  | <b>2,976</b>  | <b>3,043</b>  | <b>3,565</b>  | <b>4,143</b>  |
| 实收资本(或股本)      | 1,216         | 1,212         | 1,212         | 1,212         | 1,212         |
| 资本公积金          | 8,153         | 7,509         | 7,700         | 7,700         | 7,700         |
| 其它综合收益         | -410          | -109          | -120          | -132          | -145          |
| 盈余公积金          | 608           | 608           | 608           | 608           | 608           |
| 未分配利润          | 18,386        | 23,761        | 28,764        | 34,953        | 42,440        |
| 少数股东权益         | 15            | 18            | 20            | 22            | 24            |
| <b>所有者权益合计</b> | <b>26,968</b> | <b>31,999</b> | <b>37,185</b> | <b>43,363</b> | <b>50,839</b> |

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

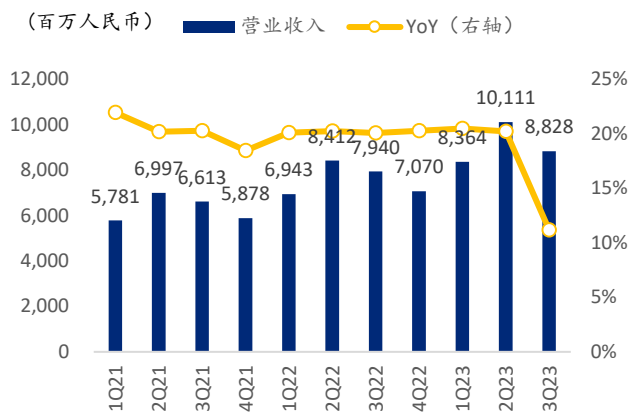
### 现金流量表

| (百万人民币)           | 2021A         | 2022A         | 2023E         | 2024E         | 2025E         |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>净利润</b>        | <b>8,004</b>  | <b>9,611</b>  | <b>11,582</b> | <b>14,325</b> | <b>17,329</b> |
| 固定资产折旧            | 364           | 431           | 515           | 610           | 657           |
| 无形资产摊销            | 253           | 348           | 375           | 380           | 384           |
| 财务费用              | -227          | -241          | -650          | -450          | -400          |
| 存货的减少             | -134          | -523          | -570          | -1,104        | -1,202        |
| 经营性应收项目的减少        | -153          | -1,047        | -823          | -869          | -965          |
| 经营性应付项目的增加        | 615           | 3,094         | 641           | 1,721         | 1,897         |
| 其他                | 277           | 468           | -2,791        | 232           | 281           |
| <b>经营活动现金流量净额</b> | <b>8,999</b>  | <b>12,141</b> | <b>8,280</b>  | <b>14,844</b> | <b>17,980</b> |
| 资本开支              | 1,402         | -1,916        | -1,700        | -1,400        | -1,400        |
| 其他                | -6,215        | -1,304        | -142          | -940          | -1,121        |
| <b>投资活动现金流量净额</b> | <b>-4,812</b> | <b>-3,220</b> | <b>-1,842</b> | <b>-2,340</b> | <b>-2,521</b> |
| 取得借款收到的现金         | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 偿还债务支付的现金         | 441           | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 分配股利或偿付利息         | -3,039        | -4,233        | -5,927        | -7,684        | -9,440        |
| 其他                | -2,006        | -961          | 183           | -9            | -10           |
| <b>筹资活动现金流量净额</b> | <b>-4,605</b> | <b>-5,194</b> | <b>-5,744</b> | <b>-7,693</b> | <b>-9,450</b> |
| 现金及现金等价物净增加       | -590          | 3,841         | 694           | 4,811         | 6,009         |
| 期初现金及现金等价物        | 15,723        | 15,133        | 18,974        | 19,668        | 24,479        |
| <b>期末现金及现金等价物</b> | <b>15,133</b> | <b>18,974</b> | <b>19,668</b> | <b>24,479</b> | <b>30,487</b> |

### 财务和估值比率

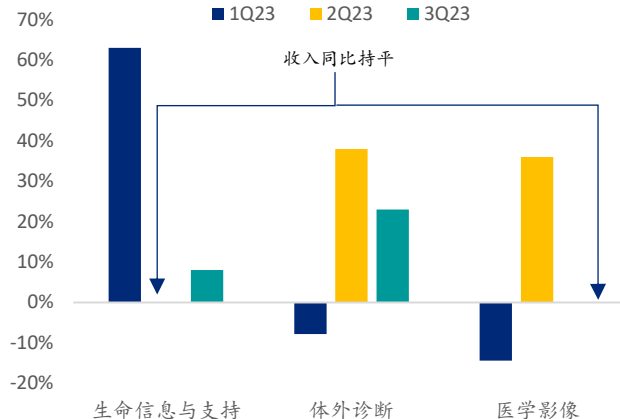
|                   | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>每股数据 (人民币)</b> |       |       |       |       |       |
| 摊薄每股收益            | 6.59  | 7.94  | 9.55  | 11.81 | 14.29 |
| 每股销售额             | 20.80 | 25.09 | 29.16 | 35.80 | 43.17 |
| 每股股息              | 3.50  | 4.50  | 5.42  | 6.71  | 8.12  |
| <b>同比变动</b>       |       |       |       |       |       |
| 收入                | 20.2% | 20.2% | 16.4% | 22.8% | 20.6% |
| 经营溢利              | 21.6% | 21.2% | 20.6% | 24.2% | 21.0% |
| 归母净利润             | 20.2% | 20.1% | 20.5% | 23.7% | 21.0% |
| <b>费用与利润率</b>     |       |       |       |       |       |
| 毛利率               | 65.0% | 64.2% | 65.9% | 65.5% | 65.4% |
| 经营利润率             | 35.9% | 36.2% | 37.5% | 37.9% | 38.0% |
| 归母净利率             | 31.7% | 31.6% | 32.8% | 33.0% | 33.1% |
| <b>回报率</b>        |       |       |       |       |       |
| 平均股本回报率           | 31.8% | 32.6% | 33.5% | 35.6% | 36.8% |
| 平均资产回报率           | 22.4% | 22.7% | 23.6% | 25.7% | 26.7% |
| <b>资产效率</b>       |       |       |       |       |       |
| 应收账款周转天数          | 24.0  | 26.8  | 35.0  | 35.0  | 35.0  |
| 库存周转天数            | 146.7 | 127.3 | 139.0 | 139.0 | 139.0 |
| 应付账款周转天数          | 78.0  | 76.6  | 85.0  | 85.0  | 85.0  |
| <b>财务杠杆</b>       |       |       |       |       |       |
| 流动比率 (x)          | 2.5   | 2.6   | 2.9   | 3.1   | 3.2   |
| 速动比率 (x)          | 2.1   | 2.3   | 2.5   | 2.6   | 2.8   |
| 现金比率 (x)          | 1.8   | 2.0   | 2.1   | 2.2   | 2.4   |
| 负债/权益             | 0.4   | 0.5   | 0.4   | 0.4   | 0.4   |
| <b>估值</b>         |       |       |       |       |       |
| 市盈率 (x)           | 43.4  | 36.0  | 29.9  | 24.2  | 20.0  |
| 股息率               | 1.2%  | 1.6%  | 1.9%  | 2.3%  | 2.8%  |

图表 2: 迈瑞营业收入及同比变动



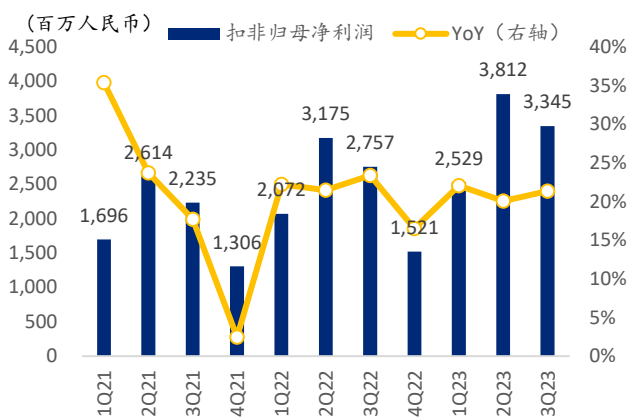
资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 3: 迈瑞核心业务板块收入同比增速



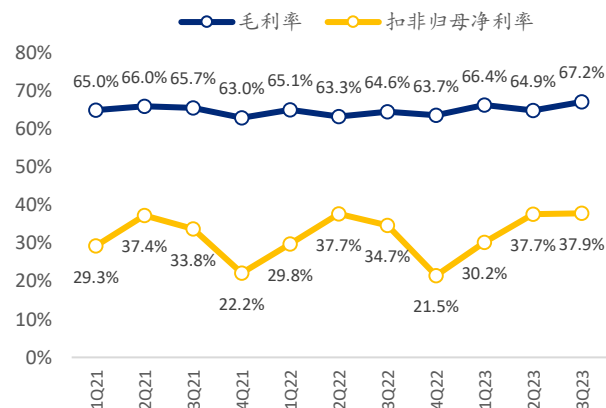
资料来源: 公司数据、浦银国际

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 2023 年 8 月 30 日; 资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7: A 股&海外医疗器械企业估值表

| 股票代码                 | 公司名称  | 股价<br>(当地货币) | 市值<br>(百万美元) | 过去 1 个<br>月股价变<br>动 (%) | 年初至今<br>股价变动<br>(%) | 12 个月滚动远期市<br>盈率 (x) |       | 市盈率 (x) |       |       | 净利润增速<br>2023-25E CAGR | PEG |
|----------------------|-------|--------------|--------------|-------------------------|---------------------|----------------------|-------|---------|-------|-------|------------------------|-----|
|                      |       |              |              |                         |                     | 现值                   | 3 年均值 | 2023E   | 2024E | 2025E |                        |     |
| <b>医疗设备</b>          |       |              |              |                         |                     |                      |       |         |       |       |                        |     |
| 300760 CH            | 迈瑞医疗  | 286.02       | 47,398       | 6.0                     | (9.5)               | 25.6                 | 41.6  | 29.8    | 24.9  | 20.7  | 19.9%                  | 1.5 |
| 688301 CH            | 奕瑞科技  | 33.65        | 4,611        | (2.3)                   | 5.6                 | 15.1                 | 18.7  | 14.7    | 15.2  | 13.2  | 3.9%                   | 3.8 |
| 300633 CH            | 开立医疗  | 223.45       | 3,108        | (8.8)                   | (31.7)              | 24.0                 | 44.5  | 31.2    | 22.9  | 17.6  | 29.3%                  | 1.1 |
| 600055 CH            | 万东医疗  | 48.27        | 2,841        | (1.0)                   | (12.0)              | 34.0                 | 45.2  | 42.4    | 32.7  | 25.5  | 28.7%                  | 1.5 |
| 300206 CH            | 理邦仪器  | 17.94        | 1,724        | (3.0)                   | (8.2)               | NA                   | 31.6  | 49.8    | NA    | NA    | NA                     | NA  |
| 300246 CH            | 宝莱特   | 10.69        | 850          | (2.7)                   | (11.1)              | 19.1                 | 17.4  | 23.2    | 18.4  | 14.4  | 26.5%                  | 0.9 |
| <b>市值加权平均</b>        |       |              |              |                         |                     | 25.0                 | 39.7  | 29.2    | 24.3  | 20.0  |                        | 1.5 |
| <b>市值加权平均 (不含迈瑞)</b> |       |              |              |                         |                     | 22.5                 | 32.0  | 26.8    | 21.9  | 17.5  |                        | 1.2 |
| <b>高值耗材</b>          |       |              |              |                         |                     |                      |       |         |       |       |                        |     |
| 300003 CH            | 乐普医疗  | 17.24        | 4,431        | 4.9                     | (24.9)              | 12.6                 | 16.3  | 14.8    | 12.3  | 10.4  | 19.2%                  | 0.8 |
| 688161 CH            | 威高骨科  | 41.41        | 2,264        | 2.3                     | (20.7)              | 27.1                 | 24.3  | 33.1    | 26.2  | 20.4  | 25.2%                  | 1.3 |
| 688198 CH            | 佰仁医疗  | 133.75       | 2,497        | (1.4)                   | 3.7                 | 109.7                | 132.9 | 139.3   | 105.3 | 84.7  | 28.6%                  | 4.9 |
| 688617 CH            | 惠泰医疗  | 355.78       | 3,251        | (7.1)                   | 15.9                | 37.1                 | 59.1  | 47.7    | 35.5  | 26.2  | 34.6%                  | 1.4 |
| 002901 CH            | 大博医疗  | 39.08        | 2,211        | 20.1                    | 14.8                | 43.3                 | 25.9  | 66.8    | 40.5  | 28.7  | 52.3%                  | 1.3 |
| 688016 CH            | 心脉医疗  | 194.50       | 1,913        | 4.9                     | 2.9                 | 23.4                 | 40.5  | 29.3    | 22.5  | 17.3  | 30.2%                  | 1.0 |
| <b>市值加权平均</b>        |       |              |              |                         |                     | 39.4                 | 47.5  | 51.1    | 37.7  | 25.5  |                        | 1.5 |
| <b>低值耗材</b>          |       |              |              |                         |                     |                      |       |         |       |       |                        |     |
| 688029 CH            | 南微医学  | 88.39        | 2,269        | 15.6                    | 7.6                 | 27.2                 | 44.2  | 34.0    | 26.2  | 19.8  | 30.4%                  | 1.1 |
| 300677 CH            | 英科医疗  | 22.06        | 1,987        | (1.3)                   | 4.9                 | NA                   | 5.9   | NA      | NA    | NA    | NA                     | NA  |
| 605369 CH            | 拱东医疗  | 58.24        | 896          | 4.7                     | (44.9)              | 15.2                 | 25.1  | 23.1    | 14.3  | 16.3  | 19.2%                  | 1.2 |
| <b>市值加权平均</b>        |       |              |              |                         |                     | 14.6                 | 26.2  | 19.0    | 14.0  | 11.6  |                        | 1.1 |
| <b>IVD</b>           |       |              |              |                         |                     |                      |       |         |       |       |                        |     |
| 300832 CH            | 新产业   | 68.21        | 7,325        | 7.4                     | 36.0                | 26.4                 | 28.1  | 32.6    | 25.4  | 19.8  | 28.2%                  | 1.2 |
| 603658 CH            | 安图生物  | 44.45        | 3,562        | (2.8)                   | (28.1)              | 16.7                 | 26.5  | 20.0    | 16.2  | 13.0  | 23.7%                  | 0.8 |
| 300685 CH            | 艾德生物  | 21.72        | 1,182        | (12.6)                  | (17.9)              | 27.6                 | 44.4  | 34.8    | 26.5  | 22.1  | 24.6%                  | 1.4 |
| 300463 CH            | 迈克生物  | 15.73        | 1,317        | 4.7                     | (9.1)               | 12.5                 | 15.0  | 19.3    | 11.7  | 11.4  | 30.1%                  | 0.6 |
| 300482 CH            | 万孚生物  | 26.33        | 1,600        | 3.6                     | (17.4)              | 14.7                 | 19.4  | 15.6    | 14.6  | 13.2  | 26.0%                  | 0.6 |
| 300298 CH            | 三诺生物  | 30.13        | 2,324        | 17.4                    | (10.7)              | 32.7                 | 34.9  | 39.2    | 31.6  | 24.8  | 25.7%                  | 1.5 |
| 688575 CH            | 亚辉龙   | 22.43        | 1,742        | 17.1                    | 14.1                | 25.9                 | 23.6  | 33.0    | 24.9  | 18.9  | 359.8%                 | 0.1 |
| <b>市值加权平均</b>        |       |              |              |                         |                     | 23.4                 | 27.6  | 28.9    | 22.6  | 18.1  |                        | 1.0 |
| <b>海外医疗器械</b>        |       |              |              |                         |                     |                      |       |         |       |       |                        |     |
| GEHC US              | GE 医疗 | 66.87        | 30,442       | (1.7)                   | 14.5                | 15.8                 | 18.6  | 17.6    | 15.5  | 13.7  | 16.2%                  | 1.1 |
| PHIA NA              | 飞利浦   | 18.93        | 17,575       | (5.1)                   | 31.9                | 12.9                 | 16.7  | 14.6    | 12.6  | 10.7  | NA                     | NA  |
| SHL GR               | 西门子医疗 | 46.40        | 52,339       | (3.4)                   | (0.7)               | 20.0                 | 23.8  | 23.2    | 20.3  | 17.5  | 24.0%                  | 1.0 |
| MDT US               | 美敦力   | 70.21        | 93,417       | (10.4)                  | (9.7)               | 13.3                 | 18.2  | 13.3    | 13.7  | 12.8  | 14.6%                  | 0.9 |
| SYK US               | 史赛克   | 268.20       | 101,857      | (1.9)                   | 9.7                 | 23.8                 | 25.3  | 25.9    | 23.4  | 21.2  | 15.1%                  | 1.7 |
| BSX US               | 波士顿科学 | 50.62        | 74,119       | (4.1)                   | 9.4                 | 23.0                 | 23.6  | 25.2    | 22.6  | 20.1  | 30.0%                  | 0.8 |
| <b>市值加权平均</b>        |       |              |              |                         |                     | 19.3                 | 22.0  | 21.0    | 19.2  | 17.2  |                        | 1.1 |
| <b>A 股医疗器械市值加权平均</b> |       |              |              |                         |                     | 26.5                 | 38.0  | 32.3    | 25.7  | 20.8  |                        | 1.4 |
| <b>海外医疗器械市值加权平均</b>  |       |              |              |                         |                     | 19.3                 | 22.0  | 21.0    | 19.2  | 17.2  |                        | 1.1 |

注: E=Bloomberg 一致预期; 数据截至 2023 年 10 月 31 日港股收盘;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 8: 迈瑞医疗财务预测变动

| 人民币百万     | 新预测    | 2023E<br>前预测 | 变动    | 新预测    | 2024E<br>前预测 | 变动    | 新预测    | 2025E<br>前预测 | 变动    |
|-----------|--------|--------------|-------|--------|--------------|-------|--------|--------------|-------|
| 营业收入      | 35,355 | 36,110       | -2.1% | 43,403 | 43,463       | -0.1% | 52,340 | 52,385       | -0.1% |
| 同比变动      | 16.4%  | 18.9%        | -2.5  | 22.8%  | 20.4%        | 2.4   | 20.6%  | 20.5%        | 0.1   |
| 毛利润       | 23,288 | 23,370       | -0.4% | 28,438 | 27,850       | 2.1%  | 34,220 | 33,462       | 2.3%  |
| 毛利率 (%)   | 65.9%  | 64.7%        | 1.2   | 65.5%  | 64.1%        | 1.4   | 65.4%  | 63.9%        | 1.5   |
| 归母净利润     | 11,580 | 11,541       | 0.3%  | 14,323 | 13,924       | 2.9%  | 17,327 | 16,724       | 3.6%  |
| 归母净利率 (%) | 32.8%  | 32.0%        | 0.8   | 33.0%  | 32.0%        | 1.0   | 33.1%  | 31.9%        | 1.2   |

资料来源: 浦银国际预测

图表 9: SPDBI 目标价: 迈瑞医疗



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 10: 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/目标价/预测发布日期 | 行业       |
|------------------|--------|--------|----|---------|---------------|----------|
| 2359 HK Equity   | 药明康德   | 94.0   | 买入 | 112.4   | 2023年10月31日   | CRO/CDMO |
| 603259 CH Equity | 药明康德   | 86.5   | 买入 | 110.6   | 2023年10月31日   | CRO/CDMO |
| 3759 HK Equity   | 康龙化成   | 18.7   | 买入 | 29.0    | 2023年10月31日   | CRO/CDMO |
| 300759 CH Equity | 康龙化成   | 33.3   | 持有 | 37.0    | 2023年10月31日   | CRO/CDMO |
| 2269 HK Equity   | 药明生物   | 48.6   | 买入 | 73.0    | 2023年8月25日    | CRO/CDMO |
| 300760 CH Equity | 迈瑞医疗   | 286.0  | 买入 | 390.0   | 2023年11月1日    | 医疗器械     |
| 2252 HK Equity   | 微创机器人  | 16.3   | 买入 | 30.0    | 2023年9月4日     | 医疗器械     |
| 2500 HK Equity   | 启明医疗   | 4.4    | 买入 | 10.0    | 2023年9月5日     | 医疗器械     |
| 9996 HK Equity   | 沛嘉医疗   | 7.4    | 买入 | 14.0    | 2023年9月5日     | 医疗器械     |
| 2160 HK Equity   | 心通医疗   | 1.8    | 买入 | 3.4     | 2023年9月5日     | 医疗器械     |
| 2325 HK Equity   | 云康集团   | 12.0   | 买入 | 17.2    | 2023年9月6日     | ICL      |
| 241 HK Equity    | 阿里健康   | 4.6    | 持有 | 4.3     | 2022年5月26日    | 互联网医疗    |
| 1833 HK Equity   | 平安好医生  | 18.3   | 持有 | 20.0    | 2023年7月21日    | 互联网医疗    |
| 13.HK Equity     | 和黄医药   | 31.4   | 买入 | 44.0    | 2023年8月4日     | 生物科技     |
| HCM.US Equity    | 和黄医药   | 20.2   | 买入 | 28.2    | 2023年8月4日     | 生物科技     |
| 1952 HK Equity   | 云顶新耀   | 27.8   | 买入 | 25.0    | 2023年4月4日     | 生物科技     |
| 9995 HK Equity   | 荣昌生物   | 44.6   | 买入 | 58.0    | 2023年3月30日    | 生物科技     |
| 9688 HK Equity   | 再鼎医药   | 19.8   | 买入 | 51.5    | 2023年3月13日    | 生物科技     |
| ZLAB US Equity   | 再鼎医药   | 25.4   | 买入 | 66.0    | 2023年3月13日    | 生物科技     |
| 6622 HK Equity   | 兆科眼科   | 4.2    | 买入 | 12.5    | 2023年3月28日    | 生物科技     |
| BGNE US Equity   | 百济神州   | 186.6  | 买入 | 305.0   | 2023年3月6日     | 生物科技     |
| 6160 HK Equity   | 百济神州   | 113.3  | 买入 | 183.0   | 2023年3月6日     | 生物科技     |
| 688235 CH Equity | 百济神州   | 148.5  | 买入 | 182.0   | 2023年3月6日     | 生物科技     |
| 1801 HK Equity   | 信达生物   | 46.1   | 买入 | 51.5    | 2023年3月29日    | 生物科技     |
| 9926 HK Equity   | 康方生物   | 43.9   | 买入 | 65.0    | 2023年3月16日    | 生物科技     |
| IMAB US Equity   | 天境生物   | 1.3    | 买入 | 22.5    | 2022年7月27日    | 生物科技     |
| 9969 HK Equity   | 诺诚健华   | 6.2    | 买入 | 15.0    | 2023年3月29日    | 生物科技     |
| 9966.HK Equity   | 康宁杰瑞   | 11.5   | 买入 | 13.6    | 2022年12月16日   | 生物科技     |
| 2162.HK Equity   | 康诺亚    | 58.2   | 买入 | 79.0    | 2023年3月20日    | 生物科技     |
| 2696.HK Equity   | 复宏汉霖   | 12.6   | 持有 | 19.0    | 2022年7月27日    | 生物科技     |
| 2616.HK Equity   | 基石药业   | 2.1    | 持有 | 4.25    | 2023年3月17日    | 生物科技     |
| 6855.HK Equity   | 亚盛医药   | 25.4   | 买入 | 28.1    | 2022年7月27日    | 生物科技     |
| 2256.HK Equity   | 和誉     | 2.9    | 买入 | 5.6     | 2022年7月27日    | 生物科技     |
| 2142.HK Equity   | 和铂医药   | 1.4    | 买入 | 6.0     | 2022年7月27日    | 生物科技     |
| 6996.HK Equity   | 德琪医药   | 1.6    | 买入 | 5.4     | 2023年4月18日    | 生物科技     |
| 6998.HK Equity   | 嘉和生物   | 1.2    | 买入 | 6.1     | 2022年7月27日    | 生物科技     |
| 1177 HK Equity   | 中国生物制药 | 3.0    | 买入 | 5.5     | 2023年4月12日    | 制药       |

注: 截至2023年10月31日港股收盘价

资料来源: Bloomberg、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

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

