

业绩快速增长，品牌认可度大幅提升

迈瑞医疗 (300760.SZ)

推荐 (维持评级)

核心观点:

- **事件**公司发布 2020 年报和 2021 年一季度报。2020 年实现营业收入 210.26 亿元(+27.00%)，归母净利润 66.58 亿元(+42.24%)，扣非归母净利润 66.40 亿元(+41.70%)，EPS 为 5.48 元/股；经营性现金流净额 88.70 亿元(+87.85%)；拟每 10 股派发现金股利 25 元(含税)。2021 年一季度实现营收 57.81 亿元(+21.93%)，归母净利润 17.15 亿元(+30.59%)，扣非归母净利润 16.96 亿元(+35.35%)，EPS 为 1.41 元/股。
- **20 年业绩符合预期，21Q1 保持稳健增长**分季度看，20Q1-Q4 收入增速分别为 21.4%/35.4%/31.8%/18.8%，其中 Q2 和 Q3 表现亮眼，Q4 增速有所放缓，主要系人民币汇率上升所致。毛利率方面，20 年毛利率为 64.97%，同比下降 0.3pp。期间费用控制良好，销售费用率 17.18%(-4.60pp)，管理费用率 4.26%(-0.35pp)，财务费用率-0.29%(-2.17pp)，研发费用率 8.89%(基本持平)。21Q1 公司收入增速 21.93%，扣非归母净利润增速 35.35%，保持稳健增长。毛利率 65.03%，同比增长 0.51pp，销售费用率 14.46%，同比下降 3.57pp，公司盈利能力提升。
- **生命信息与支持业务高速增长，品牌认可度大幅提升**受益于新冠疫情，生命信息与支持业务大幅加速，20 年实现收入 100.06 亿元(+54.18%)，保持高速增长态势。其中，监护仪和除颤仪的销量分别为 28.0 万台(+48.83%)、5.9 万台(+47.80%)。公司品牌认可度大幅提升，市场推广周期缩短，报告期内公司完成了 700 多家高端客户的突破，品牌推广效果显著。
- **体外诊断业务平稳增长，单机和级联仪器实现客户群突破**报告期内，公司体外诊断业务实现营业收入 66.46 亿元(+14.31%)，平稳增长。其中，体外诊断试剂和体外诊断分析仪销售量分别为 1191.26 万盒(+4.05%)、4.75 万台(+2.90%)。20Q2 起，公司开始向海外市场出口新冠 IgG/IgM 抗体检测试剂，弥补了疫情对体外诊断业务造成的部分影响。另外，公司在 20 年加强了单机和级联仪器的布局，高端五分类血液细胞+CRP 分析仪、高速生化分析仪、高速化学发光免疫分析仪持续实现客户群突破，为以后可持续的试剂放量奠定基础。
- **医学影像业务增速放缓，预计 21 年恢复较快增长**20 年公司医学影像业务实现收入 41.96 亿元(+3.88%)，增速有放缓。彩超产品销售量为 2.50 万台(+5.17%)。为应对全球新冠疫情，公司推出 MX 及 ME 系列高端便携彩超产品，发布 AI 相关智能诊断工具。国际市场方面，公司通过针对性的 POC 解决方案，实现在欧洲、独联体、拉美等国际范围内的顶级医院客户的装机，提升了在国际高端医院的渗透率和覆盖率；国内市场方面，超声产品向临床科室不断渗透。我们预计 21 年医学影像业务有望恢复较快增长。

分析师

孟令伟

☎: 010-80927652

✉: menglingwei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520070001

刘晖

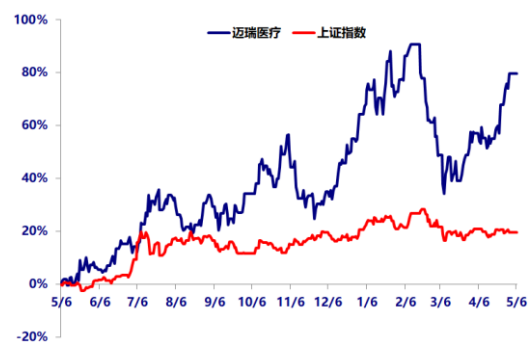
☎: 010-80927655

✉: liuhui_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520080003

行业数据

2021.04.30



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

- **持续保持高研发投入，高端产品不断实现突破** 20 年公司研发投入 20.96 亿元，同比增长 27.04%，占收比 9.97%。公司持续保持高研发投入，不断丰富产品管线，尤其在高端产品不断实现突破。(1)生命信息与支持领域，公司推出了 TM70 遥测(1.4G)、BeneFusion 输注泵中央站、BeneFusion n 系列输注泵 (nVP/nSP/nDS)、NB350 新生儿无创呼吸机、VS 8/9 监护仪、uMED 除颤仪等新产品；(2)医学影像领域，主要推出了超声综合应用解决方案“昆仑 R9、昆仑 I9”、妇儿应用解决方案“女娲 R9、女娲 I9”、介入超声解决方案“北辰 R9”、新一代便携超声 MX\ME 系列、“瑞影云++”影像云服务平台；(3)体外诊断领域，公司推出了三维荧光、全自动末梢血、高速 CRP 一体机 BC-7500 CRP 系列血液细胞分析仪、实验室全自动化流水线 M6000 等一系列新产品。
- **投资建议**我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 81.24/99.10/121.41 亿元，对应 EPS 分别为 6.68/8.15/9.99 元，当前股价对应 PE 为 70/57/47X，维持“推荐”评级。
- **风险提示**高值耗材带量集采进度超预期的风险；新品研发进度不及预期的风险；汇兑损益风险。

表 1: 主要财务指标

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	21025.85	25766.90	31244.74	37711.16
增长率 (%)	27.00%	22.55%	21.26%	20.70%
归母净利润 (百万元)	6657.68	8124.32	9909.98	12140.50
增长率 (%)	42.24%	22.03%	21.98%	22.51%
EPS (元)	5.48	6.68	8.15	9.99
PE	77.79	69.78	57.21	46.70
EV/EBITDA(X)	66.52	60.95	49.61	39.65

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表 2: 利润表财务数据

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	21025.85	25766.90	31244.74	37711.16
营业成本	7366.09	8909.01	10569.29	12489.09
营业税金及附加	217.54	298.40	342.55	425.08
营业费用	3611.69	4509.21	5749.03	6938.85
管理费用	897.37	1145.19	1361.08	1659.41
财务费用	-61.42	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-110.25	-9.96	-8.56	-9.03
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-4.47	-2.74	-4.98	-5.01
营业利润	7455.16	9195.90	11144.16	13697.01
营业外收入	53.67	0.00	0.00	0.00

营业外支出	70.39	0.00	0.00	0.00
利润总额	7438.44	9195.90	11144.16	13697.01
所得税	778.84	1066.79	1229.82	1550.25
净利润	6659.60	8129.11	9914.34	12146.75
少数股东损益	1.93	4.79	4.36	6.25
归属母公司净利润	6657.68	8124.32	9909.98	12140.50
EBITDA	7546.94	8920.52	10758.85	13159.12
EPS (元)	5.48	6.68	8.15	9.99

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表 3: 资产负债表财务数据

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	21631.50	30227.10	41504.88	54981.88
现金	15864.75	23275.66	33223.91	45156.70
应收账款	1443.12	2044.20	2367.35	2902.13
其它应收款	294.83	367.84	443.40	536.23
预付账款	205.53	236.65	285.47	335.47
存货	3540.72	4023.47	4875.66	5720.95
其他	282.55	279.28	309.08	330.40
非流动资产	11674.89	12199.86	12777.17	13337.04
长期投资	25.54	25.54	25.54	25.54
固定资产	3199.11	3580.00	4005.52	4416.16
无形资产	1145.08	1290.42	1451.18	1606.80
其他	7305.15	7303.89	7294.93	7288.53
资产总计	33306.39	42426.96	54282.05	68318.92
流动负债	8236.24	9227.69	11168.45	13058.57
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	1499.59	1849.88	2180.32	2581.98
其他	6736.64	7377.81	8988.13	10476.58
非流动负债	1779.77	1779.77	1779.77	1779.77
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1779.77	1779.77	1779.77	1779.77
负债合计	10016.01	11007.46	12948.22	14838.34
少数股东权益	12.75	17.54	21.90	28.15
归属母公司股东权益	23277.63	31401.95	41311.93	53452.43
负债和股东权益	33306.39	42426.96	54282.05	68318.92

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表 4: 现金流量表财务数据

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	8870.11	8252.34	10853.02	12818.01
净利润	6659.60	8129.11	9914.34	12146.75
折旧摊销	483.08	301.32	310.90	307.71
财务费用	204.63	0.00	0.00	0.00
投资损失	4.47	2.74	4.98	5.01
营运资金变动	1429.95	-193.22	611.22	345.91
其它	88.38	12.39	11.57	12.62
投资活动现金流	-5191.13	-841.43	-904.77	-885.21
资本支出	-1179.88	-838.69	-899.79	-880.20
长期投资	-20.00	0.00	0.00	0.00
其他	-3991.25	-2.74	-4.98	-5.01
筹资活动现金流	-1853.13	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-1853.13	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1628.38	7410.91	9948.24	11932.80

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表格目录

表 1: 主要财务指标	2
表 2: 利润表财务数据	2
表 3: 资产负债表财务数据	3
表 4: 现金流量表财务数据	4

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

孟令伟：北京大学生物医药专业博士。专业能力突出，博士期间从事创新药研发工作，深度参与创新药临床前研究与临床申报，熟悉创新药研发与创新服务产业链，对医药行业景气度及产业链变化理解深入。2018 年加入中国银河证券。

刘晖：北京大学汇丰商学院西方经济学硕士，生命科学学院学士。2018 年加入中国银河证券。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-80928021 gengyouyou@ChinaStock.com.cn