

业绩符合预期, IVD和影像业务引领增长

投资要点

- **事件:** 公司发布2021年三季度报, 前三季度收入193.9亿元(+20.7%), 归母净利润66.6亿元(+24.2%), 扣非归母净利润65.4亿元(+24.3%), 经营活动现金流净额70亿元(+1.8%)。
- **业绩符合预期, 盈利能力进一步提升。**分季度看, Q1/Q2/Q3单季度收入57.8/70/66.1亿元(+21.9%/+20.2%/+20.3%), 单季度归母净利润分别为17.2/26.3/23.2亿元(+30.6%/+22.8%/+21.4%), 单季度扣非归母净利润分别为16.7/26.1/22.4亿元(+35.3%/+23.7%/+17.7%), 21Q3单季度扣非业绩同比增速低于全口径, 主要因非经常损益中的政府补助在季度间波动, 剔除政府补助影响, Q3扣非业绩增速为+21.62%, 内生看业绩稳健增长。**从盈利能力看,**2021前三季度毛利率65.6%(-1.2pp), 剔除运费会计调整的影响, 预计毛利率基本持平, 四费率27%(-2.9pp), 主要因销售费用率下降2.9pp至14.7%, 运费会计调整得加销售效率提升使得销售费用率进一步下降, 管理费用率、研发费用率、财务费用率基本稳定, 综合上述因素, 前三季度归母净利率34.4%(+1pp), 盈利能力进一步提升。
- **IVD和影像业务引领增长。**分区域看, 国内是主要增长驱动力, 预计2021前三季度国内增速40%+, 国际收入略有下降, 预计Q4国际增速在低基数下恢复高速增长。**分产品线看,**监护线在高基数下维持两位数增长, 主要得益于国内医疗新基建的逐步开展, 以及AED和微创外科等新兴业务的高速发力; IVD线增速预计25~30%, 疫情反复和海外新冠试剂高基数导致增速比上半年30.8%的增长有所放缓, 其中国内发光预计增长50%以上, 装机量约1300台, 血球40%以上, 生化增长接近25%以上, 疫情控制后常规业务恢复继续驱动IVD成为增长引擎; 影像业务增速超过30%, 比中报26.9%的增速继续提升, 主要因Q3国内、国际超声采购恢复高速增长。
- **“创新+并购+国际化”有望助力公司成为全球器械巨头。**2021前三季度公司研发投入17.9亿元(+19%), 占收入比重9.2%, 后疫情时代一方面加大对体外诊断领域的自动化、智能化流水线, 以及微生物子业务和生命信息与支持领域的呼吸机子业务、院内和跨院区监护及互联互通等方面的研发投入, 另一方面重点培育微创外科、动物医疗、AED等细分赛道, 同时, 积极探索超高端彩超、分子诊断、骨科等种子业务, 并采用内外部研发相结合的方式, 加快在这些领域的研发节奏。2021年9月公司对Hytest的收购交割完成, 顺利切入IVD上游原料, 产业链布局助力公司再上新台阶。叠加公司全球化的销售渠道, 有望在5~10年内成为全球器械前20强的国产巨头公司, 发展前景确定性强。
- **盈利预测与投资建议。**维持原预测, 预计2021-2023年收入分别为255、313、383.1亿元, 归母净利润分别为81.2、101.6、125.7亿元, 对应PE分别为56、45、36倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 汇率波动风险, 政策控费风险, 新产品研发不及预期。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	21025.85	25497.71	31304.49	38311.04
增长率	27.00%	21.27%	22.77%	22.38%
归属母公司净利润(百万元)	6657.68	8124.55	10157.22	12569.39
增长率	42.24%	22.03%	25.02%	23.75%
每股收益EPS(元)	5.48	6.68	8.36	10.34
净资产收益率ROE	28.59%	26.90%	26.22%	25.51%
PE	69	56	45	36
PB	19.60	15.11	11.78	9.26

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn
联系人: 周章庆
电话: 021-68416017
邮箱: zzq@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	12.16
流通A股(亿股)	12.16
52周内股价区间(元)	278.09-495.99
总市值(亿元)	4,562.49
总资产(亿元)	356.24
每股净资产(元)	21.22

相关研究

1. 迈瑞医疗(300760): 业绩略超预期, 常规业务高增长 (2021-08-26)
2. 迈瑞医疗(300760): 收购Hytest切入IVD上游原料, 产业链布局助力公司再上新台阶 (2021-05-17)
3. 迈瑞医疗(300760): 抗疫产品需求驱动2020年业绩高增长, 2021年IVD产线有望重回增长引擎 (2021-04-29)
4. 迈瑞医疗(300760): “迈”向全球, “瑞”不可当 (2021-04-10)
5. 迈瑞医疗(300760): Q3业绩延续高速增长, 抗疫产品需求量仍维持高水平 (2020-10-31)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	21025.85	25497.71	31304.49	38311.04	净利润	6659.60	8126.90	10160.16	12573.03
营业成本	7366.09	8731.37	10682.65	12957.94	折旧与摊销	483.08	458.03	458.03	458.03
营业税金及附加	217.54	300.22	359.12	436.17	财务费用	-61.42	0.00	-100.00	-100.00
销售费用	3611.69	4153.44	4984.13	5980.95	资产减值损失	-110.25	150.00	150.00	150.00
管理费用	897.37	1076.84	1238.37	1424.12	经营营运资本变动	1938.93	-3887.42	-280.18	-380.68
财务费用	-61.42	0.00	-100.00	-100.00	其他	-39.83	-116.79	-319.15	-74.22
资产减值损失	-110.25	150.00	150.00	150.00	经营活动现金流净额	8870.11	4730.72	10068.85	12626.16
投资收益	-4.47	0.00	0.00	0.00	资本支出	-630.29	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	18.77	9.39	10.95	其他	-4560.84	42.70	9.39	10.95
其他经营损益	0.00	500.00	500.00	500.00	投资活动现金流净额	-5191.13	42.70	9.39	10.95
营业利润	7455.16	9267.99	11578.84	14321.83	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-16.72	-32.87	-33.21	-34.29	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	7438.44	9235.12	11545.63	14287.54	股权融资	-18.68	0.00	0.00	0.00
所得税	778.84	1108.21	1385.48	1714.50	支付股利	-1823.54	-1331.54	-1624.91	-2031.44
净利润	6659.60	8126.90	10160.16	12573.03	其他	-10.90	122.58	100.00	100.00
少数股东损益	1.93	2.35	2.94	3.64	筹资活动现金流净额	-1853.13	-1208.96	-1524.91	-1931.44
归属母公司股东净利润	6657.68	8124.55	10157.22	12569.39	现金流量净额	1628.38	3564.46	8553.33	10705.67
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	15864.75	19429.21	27982.54	38688.21	成长能力				
应收和预付款项	1800.74	2706.70	3188.53	3849.23	销售收入增长率	27.00%	21.27%	22.77%	22.38%
存货	3540.72	4243.30	5382.90	6449.43	营业利润增长率	38.60%	24.32%	24.93%	23.69%
其他流动资产	425.29	486.72	597.57	731.31	净利润增长率	42.15%	22.03%	25.02%	23.75%
长期股权投资	25.54	25.54	25.54	25.54	EBITDA 增长率	46.51%	23.48%	22.73%	22.98%
投资性房地产	61.23	61.23	61.23	61.23	获利能力				
固定资产和在建工程	4128.95	3912.64	3696.33	3480.02	毛利率	64.97%	65.76%	65.88%	66.18%
无形资产和开发支出	2544.04	2305.30	2066.56	1827.82	三费率	21.15%	20.51%	19.56%	19.07%
其他非流动资产	4915.12	4912.14	4909.17	4906.19	净利率	31.67%	31.87%	32.46%	32.82%
资产总计	33306.39	38082.79	47910.37	60018.99	ROE	28.59%	26.90%	26.22%	25.51%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	19.99%	21.34%	21.21%	20.95%
应付和预收款项	3364.21	4223.47	5097.62	6177.04	ROIC	136.72%	126.53%	116.88%	136.11%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	37.46%	38.14%	38.13%	38.32%
其他负债	6651.80	3650.99	4069.17	4556.79	营运能力				
负债合计	10016.01	7874.47	9166.79	10733.83	总资产周转率	0.71	0.71	0.73	0.71
股本	1215.69	1215.69	1215.69	1215.69	固定资产周转率	7.15	8.25	10.89	14.41
资本公积	8152.58	8152.58	8152.58	8152.58	应收账款周转率	13.12	13.62	12.57	12.95
留存收益	14031.93	20824.95	29357.26	39895.21	存货周转率	2.41	2.15	2.18	2.17
归属母公司股东权益	23277.63	30193.23	38725.53	49263.48	销售商品提供劳务收到现金营业收入	119.77%	—	—	—
少数股东权益	12.75	15.10	18.04	21.68	资本结构				
股东权益合计	23290.38	30208.33	38743.57	49285.16	资产负债率	30.07%	20.68%	19.13%	17.88%
负债和股东权益合计	33306.39	38082.79	47910.37	60018.99	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.63	4.41	5.03	5.55
					速动比率	2.20	3.71	4.30	4.83
					股利支付率	27.39%	16.39%	16.00%	16.16%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标				
EBITDA	7876.82	9726.02	11936.86	14679.86	每股收益	5.48	6.68	8.36	10.34
PE	68.53	56.16	44.92	36.30	每股净资产	19.15	24.84	31.85	40.52
PB	19.60	15.11	11.78	9.26	每股经营现金	7.30	3.89	8.28	10.39
PS	21.70	17.89	14.57	11.91	每股股利	1.50	1.10	1.34	1.67
EV/EBITDA	55.27	44.39	35.45	28.10					
股息率	0.40%	0.29%	0.36%	0.45%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	黄青	销售经理	17521028523	17521028523	hq1@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn