

迈瑞医疗 (300760)

证券研究报告

2022年05月02日

全球网络布局加速，成长性业务与高端产品共同发

事件：

4月20日，公司发布2021年报与2022年一季报。2021年全年实现收入252.70亿元，同比+20.18%，归母净利润80.02亿元，同比+20.19%，扣非后归母净利润78.50亿元，同比+20.04%；2022年第一季度实现收入69.43亿元，同比+20.10%，归母净利润21.05亿元，同比+22.74%，扣非后归母净利润20.72亿元，同比+22.20%。

点评：

三大主线蓄势前行，盈利能力稳定提升

2021年国内医疗新基建加速开展，全球常规试剂消耗量显著复苏，驱动公司业绩高速增长：1) 生命信息与支持业务收入111.53亿元(+11.47%)，扣除抗疫产品后增长超55%，6大产品市场份额均成为国内第一，呼吸机、监护仪等抗疫设备大量进入海内外全新高端客户群；2) 体外诊断业务收入84.49亿元(+27.12%)，扣除抗疫产品后增长超40%，BC-7500CRP新品全年装机超千台，血球业务成为国内第一；3) 医学影像业务收入54.26亿元(+29.29%)，超声业务成为国内第二。公司2021年销售费用率15.83%，同比-1.29pct，销售效率持续提升；管理费用率4.38%，同比基本持平；研发费用率9.99%，同比+1.1pct，主要系增加了对研发人员在内的现金激励。

2022Q1公司毛利率为65.10%，同比+0.08pct，净利率为30.35%，同比+0.67pct，费用结构不断优化，盈利能力稳定提升。

形成庞大全球化研发网络，延续海外高端突破趋势

2021年，剔除新冠相关产品和汇率变动的的影响，国际市场销售收入全年增长近50%。公司在欧洲及新兴市场国家实现约730家空白高端客户的全新突破、超过700家已有高端客户的横向突破，未来新兴市场有望接棒国内成为长期增长驱动力。公司研发费用为25.24亿元，同比增长35.05%，在欧洲新设立研发中心，形成了庞大的全球化研发、营销及服务网络。

高端产品不断丰富，AED和微创外科等新兴业务高速发力

2021年至2022Q1，公司在高端产品不断实现突破：体外诊断领域，推出细胞、生化、发光、尿液等多款新品；医学影像领域，实现多形态高端彩超和DR在妇产、眼科、肝脏等多场景应用；生命信息与支持领域，推出“瑞智联”生态系统·智监护+、HyPixel R1 4K超高清荧光内窥镜摄像系统等新产品。此外，公司加大了对动物医疗、微创外科、骨科、AED新业务的投入，在欧洲部分国家实现了大规模的AED装机，成为公司新的增长极。

盈利预测与投资评级：考虑到疫情的不确定性，我们对公司预期略有下调，预计2022-2024年营业收入分别为306.83/372.92/449.99亿元（2022/2023年前值为314.96/386.35亿元），归母净利润分别为97.76/118.73/143.54亿元（2022/2023年前值为101.78/125.53亿元）。维持“买入”评级。

风险提示：行业政策变化、疫情影响、汇率波动、产品价格下降的风险等

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	21,025.85	25,269.58	30,683.32	37,292.19	44,999.01
增长率(%)	27.00	20.18	21.42	21.54	20.67
EBITDA(百万元)	9,511.06	11,799.14	11,910.04	14,272.60	17,025.69
净利润(百万元)	6,657.68	8,001.55	9,775.61	11,873.29	14,354.05
增长率(%)	42.24	20.19	22.17	21.46	20.89
EPS(元/股)	5.49	6.60	8.06	9.79	11.84
市盈率(P/E)	54.35	45.22	37.02	30.48	25.21
市净率(P/B)	15.55	13.43	9.62	7.34	5.70
市销率(P/S)	17.21	14.32	11.79	9.70	8.04
EV/EBITDA	52.26	37.48	27.89	22.15	17.94

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/医疗器械
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	312.5元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,212.44
流通A股股本(百万股)	1,212.44
A股总市值(百万元)	378,887.94
流通A股市值(百万元)	378,887.63
每股净资产(元)	23.12
资产负债率(%)	26.83
一年内最高/最低(元)	502.00/276.31

作者

杨松 分析师
SAC执业证书编号：S1110521020001
yangsong@tfzq.com

张雪 分析师
SAC执业证书编号：S1110521020004
zhangxue@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《迈瑞医疗-公司深度研究:医疗新基建引领需求，“三瑞”系统构建智慧医疗生态圈》2021-12-06
- 《迈瑞医疗-季报点评:经营和研发效率持续优化，IVD销售格局进一步打开》2021-10-19
- 《迈瑞医疗-半年报点评:常规业务复苏和新基建驱动增长，海外市场多维突破》2021-08-27

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	15,864.75	15,361.06	26,003.77	41,007.87	51,888.76
应收票据及应收账款	1,539.19	1,790.37	3,183.25	2,381.88	4,264.29
预付账款	205.53	237.87	258.04	352.71	389.34
存货	3,540.72	3,565.33	4,406.50	5,568.98	6,410.24
其他	481.31	380.21	724.49	463.08	856.35
流动资产合计	21,631.50	21,334.85	34,576.05	49,774.51	63,808.98
长期股权投资	25.54	26.36	26.36	26.36	26.36
固定资产	3,199.11	3,771.79	3,378.14	2,984.48	2,590.82
在建工程	929.84	1,126.31	1,126.31	1,126.31	1,126.31
无形资产	1,319.49	2,201.27	1,885.29	1,569.30	1,253.31
其他	6,200.90	9,642.44	7,968.12	8,906.90	8,789.96
非流动资产合计	11,674.89	16,768.17	14,384.21	14,613.34	13,786.76
资产总计	33,306.39	38,103.02	48,960.25	64,387.85	77,595.74
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	1,499.59	2,281.11	1,842.34	3,218.61	2,998.65
其他	3,443.24	3,939.77	7,392.33	9,702.87	8,848.09
流动负债合计	4,942.84	6,220.88	9,234.67	12,921.49	11,846.74
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,779.77	2,505.90	2,086.65	2,124.11	2,238.89
非流动负债合计	1,779.77	2,505.90	2,086.65	2,124.11	2,238.89
负债合计	10,016.01	11,134.98	11,321.32	15,045.60	14,085.63
少数股东权益	12.75	15.24	15.24	15.24	15.24
股本	1,215.69	1,215.69	1,212.44	1,212.44	1,212.44
资本公积	8,152.58	8,152.58	8,152.58	8,152.58	8,152.58
留存收益	14,031.93	18,994.26	28,769.87	40,643.16	54,997.21
其他	(122.58)	(1,409.73)	(511.21)	(681.17)	(867.37)
股东权益合计	23,290.38	26,968.05	37,638.94	49,342.26	63,510.11
负债和股东权益总计	33,306.39	38,103.02	48,960.25	64,387.85	77,595.74

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	6,659.60	8,004.05	9,775.61	11,873.29	14,354.05
折旧摊销	483.08	633.12	709.64	709.64	709.64
财务费用	204.63	(226.92)	0.00	0.00	0.00
投资损失	4.47	(0.81)	1.22	1.63	0.68
营运资金变动	(2,591.37)	920.27	(684.17)	2,582.91	(4,009.01)
其它	4,109.69	(331.06)	(0.00)	0.00	0.00
经营活动现金流	8,870.11	8,998.65	9,802.31	15,167.47	11,055.37
资本支出	1,300.39	4,535.86	419.25	(37.46)	(114.78)
长期投资	20.54	0.81	0.00	0.00	0.00
其他	(6,512.07)	(9,348.79)	(417.40)	34.60	113.90
投资活动现金流	(5,191.13)	(4,812.12)	1.85	(2.86)	(0.88)
债权融资	61.42	171.06	(56.72)	9.45	12.61
股权融资	(3,179.18)	(1,287.15)	895.28	(169.97)	(186.20)
其他	1,264.63	(3,488.78)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(1,853.13)	(4,604.87)	838.55	(160.51)	(173.59)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,825.85	(418.34)	10,642.71	15,004.09	10,880.89

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	21,025.85	25,269.58	30,683.32	37,292.19	44,999.01
营业成本	7,366.09	8,842.72	10,487.29	12,724.57	15,307.60
营业税金及附加	217.54	281.99	329.93	400.99	489.96
营业费用	3,611.69	3,998.95	4,541.13	5,519.24	6,659.85
管理费用	897.37	1,105.68	1,304.04	1,602.75	1,933.98
研发费用	1,869.30	2,524.18	2,914.92	3,580.05	4,364.90
财务费用	(61.42)	(85.97)	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	(139.93)	(125.92)	(106.45)	(111.57)	(79.54)
公允价值变动收益	0.00	9.88	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(4.47)	0.81	(1.22)	(1.63)	(0.68)
其他	(185.47)	(348.45)	0.00	0.00	0.00
营业利润	7,455.16	9,065.72	10,998.34	13,351.38	16,162.51
营业外收入	53.67	23.24	38.46	38.46	33.39
营业外支出	70.39	71.87	71.13	71.13	71.38
利润总额	7,438.44	9,017.08	10,965.67	13,318.70	16,124.51
所得税	778.84	1,013.04	1,190.05	1,445.42	1,770.46
净利润	6,659.60	8,004.05	9,775.61	11,873.29	14,354.05
少数股东损益	1.93	2.49	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	6,657.68	8,001.55	9,775.61	11,873.29	14,354.05
每股收益(元)	5.49	6.60	8.06	9.79	11.84

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	27.00%	20.18%	21.42%	21.54%	20.67%
营业利润	38.60%	21.60%	21.32%	21.39%	21.05%
归属于母公司净利润	42.24%	20.19%	22.17%	21.46%	20.89%
获利能力					
毛利率	64.97%	65.01%	65.82%	65.88%	65.98%
净利率	31.66%	31.66%	31.86%	31.84%	31.90%
ROE	28.60%	29.69%	25.98%	24.07%	22.61%
ROIC	190.26%	328.65%	157.09%	150.85%	393.21%
偿债能力					
资产负债率	30.07%	29.22%	23.12%	23.37%	18.15%
净负债率	-68.12%	-56.64%	-69.01%	-83.03%	-81.62%
流动比率	2.63	2.47	3.74	3.85	5.39
速动比率	2.20	2.06	3.27	3.42	4.85
营运能力					
应收账款周转率	13.00	15.18	12.34	13.40	13.54
存货周转率	7.24	7.11	7.70	7.48	7.51
总资产周转率	0.71	0.71	0.70	0.66	0.63
每股指标(元)					
每股收益	5.49	6.60	8.06	9.79	11.84
每股经营现金流	7.32	7.42	8.08	12.51	9.12
每股净资产	19.20	22.23	31.03	40.68	52.37
估值比率					
市盈率	54.35	45.22	37.02	30.48	25.21
市净率	15.55	13.43	9.62	7.34	5.70
EV/EBITDA	52.26	37.48	27.89	22.15	17.94
EV/EBIT	54.99	39.55	29.65	23.31	18.72

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com