

300760.SZ

迈瑞医疗

增持

原评级: 增持

市场价格:人民币 343.6

板块评级:强于大市

抗疫持续助力业绩增长，高端产品不断突破

2020 年 1-3 季度公司实现营业收入 160.64 亿元（+29.76），实现归母净利润 53.64 亿元（+46.09%）。Q3 单季度公司实现营业收入 54.99 亿元（+31.75%），实现归母净利润 19.10 亿元（+ 46.65%）。医疗新基建背景下，公司生命信息与支持业务有较大增长潜力。

支撑评级的要点

- **抗疫持续助力业绩增长，海外推广加速。**2020 年 Q1-Q3 公司实现营业收入 160.64 亿元，同比增长 29.76%，实现归母净利润 53.64 亿元，同比增长 46.09%。Q3 单季度公司实现营业收入 54.99 亿元，同比增长 31.75%，实现归母净利润 19.10 亿元，同比增长 46.65%。海外仍然受到新冠疫情的较大影响，对呼吸机、监护仪等医疗器械仍有较大的需求。迈瑞在海外对呼吸机、监护仪等医疗器械的采购中，拓展了大量高端客户，品牌知名度与影响力迅速提高。公司体外诊断业务一定程度上受到了疫情的负面影响，但是公司通过向俄罗斯等地区出口新冠抗体检测试剂，在一定程度了弥补了疫情的负面影响。由于化学发光试剂与分析仪系统较为封闭，新冠抗体检测试剂的销售也带动了公司化学发光分析仪在当地的销售。
- **医疗新基建助力医疗器械市场扩容，生命信息与支持业务仍有较大增长潜力。**新冠疫情暴露了我国医疗基础设施建设的需求，发改委发布《公共卫生防控救治能力建设方案》，强调扩增县级医院重症监护病区床位，加强城市重症监护病区建设。公司生命信息与支持业务品线丰富，可满足各层级医院需求。
- **坚持创新研发，高端产品不断突破。**公司 Q1-Q3 研发费用为 13.51 亿元，在营业收入中占比为 8.4%，Q3 单季度研发费用为 4.47 亿元，在营业收入中占比为 8.13%。公司高端产品不断实现技术突破，根据公司官网新闻高端麻醉设备 A9/A8 于 2020 年已于海外上市。A9/A8 为全球第一台搭载 HFNC 技术的麻醉机，HFNC 技术可以延长诱导期的安全呼吸氧合时间。

估值

- 2020，2021，2022 年公司实现净利润分别为 60.49 亿元，70.64 亿元，87.34 亿元，EPS 分别为 4.976 元，5.810 元，7.814 元，维持***增持***评级。

评级面临的主要风险

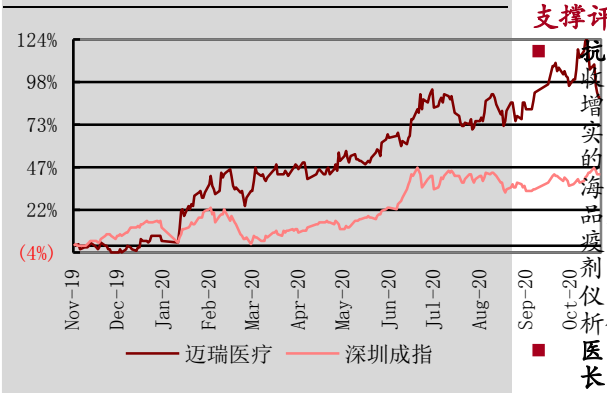
- 耗材集采降价的风险；汇率波动风险；新产品市场拓展低于预期；新技术研发失败的风险。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入(人民币 百万)	13,753	16,556	20,996	25,471	30,844
变动(%)	23	20	27	21	21
净利润(人民币 百万)	3,719	4,681	6,049	7,064	8,734
全面摊薄每股收益(人民币)	3.059	3.850	4.976	5.810	7.184
变动(%)	29.3	25.8	29.2	16.8	23.6
全面摊薄市盈率(倍)	112.3	89.2	69.1	59.1	47.8
价格/每股现金流量(倍)	103.5	88.5	58.8	68.9	43.0
每股现金流量(人民币)	3.32	3.88	5.84	4.99	7.98
企业价值/息税折旧前利润(倍)	76.2	59.6	57.7	47.9	38.7
每股股息(人民币)	1.000	1.500	1.493	1.743	2.155
股息率(%)	0.3	0.4	0.4	0.5	0.6

资料来源：公司公告，中银证券预测

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	91.5	(3.2)	8.1	89.0
相对深证成指	62.2	(2.9)	4.6	47.0

发行股数(百万)	1,216
流通股(%)	41
总市值(人民币 百万)	417,712
3 个月日均交易额(人民币 百万)	1,590
净负债比率(%)(2020E)	净现金
主要股东(%)	
Smartco Development Limited	27

资料来源：公司公告，聚源，中银证券
以 2020 年 11 月 24 日收市价为标准

相关研究报告

《迈瑞医疗》 20201118
《迈瑞医疗》 20201113
《迈瑞医疗》 20200828

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物：医疗器械

证券分析师： 邓周宇
(86755)82560525
zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517050001

损益表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	**13,753**	**16,556**	**20,996**	**25,471**	**30,844**
销售成本	(4,790)	(5,967)	(7,347)	(8,993)	(10,809)
经营费用	(3,637)	(3,820)	(6,752)	(8,243)	(10,045)
息税折旧前利润	**5,327**	**6,769**	**6,898**	**8,234**	**9,990**
折旧及摊销	(331)	(394)	(425)	(449)	(473)
经营利润(息税前利润)	**4,995**	**6,375**	**6,473**	**7,784**	**9,517**
净利息收入/(费用)	156	408	210	255	308
其他收益/(损失)	(40)	(11)	135	(85)	(4)
税前利润	**5,111**	**6,772**	**6,818**	**7,954**	**9,822**
所得税	(513)	(683)	(764)	(891)	(1,080)
少数股东权益	7	4	5	0	8
净利润	**3,719**	**4,681**	**6,049**	**7,064**	**8,734**
核心净利润	**4,601**	**6,083**	**6,049**	**7,062**	**8,733**
每股收益(人民币)	3.059	3.850	4.976	5.810	7.184
核心每股收益(人民币)	3.785	5.004	4.976	5.809	7.183
每股股息(人民币)	1.000	1.500	1.493	1.743	2.155
收入增长(%)	23	20	27	21	21
息税前利润增长(%)	71	28	2	20	22
息税折旧前利润增长(%)	65	27	2	19	21
每股收益增长(%)	29	26	29	17	24
核心每股收益增长(%)	81	32	(1)	17	24

资料来源：公司公告，中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	5,111	6,772	6,818	7,954	9,822
折旧与摊销	331	394	425	449	473
净利息费用	(156)	(408)	(210)	(255)	(308)
运营资本变动	402	241	1,138	(691)	1,377
税金	(1,379)	(2,083)	(764)	(891)	(1,080)
其他经营现金流	(275)	(195)	(304)	(504)	(579)
经营活动产生的现金流	**4,035**	**4,722**	**7,103**	**6,064**	**9,703**
购买固定资产净值	78	63	40	40	40
投资减少/增加	(168)	70	(34)	(49)	0
其他投资现金流	(602)	(911)	(324)	(104)	(80)
投资活动产生的现金流	**(693)**	**(778)**	**(319)**	**(113)**	**(40)**
净增权益	(1,216)	(1,824)	(1,815)	(2,119)	(2,620)
净增债务	(1,844)	0	64	(10)	2
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	5,952	555	158	152	87
融资活动产生的现金流	**2,892**	**(1,242)**	**(1,539)**	**(1,874)**	**(2,310)**
现金变动	6,234	2,702	5,245	4,077	7,353
期初现金	5,270	11,544	14,273	19,518	23,595
公司自由现金流	3,342	3,944	6,784	5,950	9,663
权益自由现金流	1,342	3,536	6,639	5,686	9,356

资料来源：公司公告，中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	11,619	14,525	19,768	23,881	31,259
应收帐款	1,753	1,797	3,077	2,764	4,184
库存	1,699	2,265	2,713	3,371	3,903
其他流动资产	122	137	215	204	294
流动资产总计	**15,192**	**18,724**	**25,772**	**30,220**	**39,641**
固定资产	3,409	3,659	3,418	3,152	2,864
无形资产	1,036	1,099	955	811	667
其他长期资产	591	829	645	705	733
长期资产总计	**5,036**	**5,587**	**5,018**	**4,669**	**4,264**
总资产	**21,627**	**25,634**	**32,100**	**36,184**	**45,196**
应付帐款	940	1,244	1,730	1,843	2,352
短期债务	0	0	50	50	50
其他流动负债	3,652	3,799	5,669	4,614	6,989
流动负债总计	**4,592**	**5,043**	**7,449**	**6,507**	**9,392**
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	1,857	1,974	1,793	1,875	1,881
股本	1,216	1,216	1,216	1,216	1,216
储备	13,925	17,379	21,613	26,557	32,671
股东权益	**15,140**	**18,594**	**22,829**	**27,773**	**33,887**
少数股东权益	20	24	29	29	37
总负债及权益	**21,627**	**25,634**	**32,100**	**36,184**	**45,196**
每股帐面价值(人民币)	12.45	15.30	18.78	22.85	27.87
每股有形资产(人民币)	11.60	14.39	17.99	22.18	27.33
每股净负债/(现金)(人民币)	(9.50)	(11.74)	(16.01)	(19.37)	(25.42)

资料来源：公司公告，中银证券预测

主要比率 (%)

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	38.7	40.9	32.9	32.3	32.4
息税前利润率(%)	36.3	38.5	30.8	30.6	30.9
税前利润率(%)	37.2	40.9	32.5	31.2	31.8
净利率(%)	27.0	28.3	28.8	27.7	28.3
流动性					
流动比率(倍)	3.3	3.7	3.5	4.6	4.2
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.9	3.3	3.1	4.1	3.8
估值					
市盈率(倍)	112.3	89.2	69.1	59.1	47.8
核心业务市盈率(倍)	90.8	68.7	69.1	59.2	47.8
市净率(倍)	27.6	22.5	18.3	15.0	12.3
价格/现金流(倍)	103.5	88.5	58.8	68.9	43.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	76.2	59.6	57.7	47.9	38.7
周转率					
存货周转天数	124.5	121.2	123.6	123.5	122.8
应收帐款周转天数	44.1	39.1	42.4	41.9	41.1
应付帐款周转天数	25.7	24.1	25.8	25.6	24.8
回报率					
股息支付率(%)	32.7	39.0	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	34.2	27.7	29.2	27.9	28.3
资产收益率(%)	24.9	24.3	19.9	20.2	20.8
已运用资本收益率(%)	7.9	6.9	7.3	7.0	7.1

资料来源：公司公告，中银证券预测