业绩高速增长，海外放量加速品牌推广

——迈瑞医疗 2020 半年报点评

买入|维持

事件：

2020 年 8 月 27 日，公司公告 2020 半年报：1H20 实现营业收入 105.64 亿元，同比增长 28.75%，归母净利润 34.54 亿元，同比增长 45.78%，扣非归母净利润 33.66 亿元，同比增长 44.56%。

国元观点：

● **Q2 业绩高速增长，生命信息与支持业务表现靓丽**

受益于疫情对监护仪、呼吸机、移动 DR 等抗疫产品的需求，公司 Q2 业绩持续高增长。从单季度看，Q2 实现营收 58.23 亿元，同比增长 35.43%，归母净利润 21.40 亿元，同比大幅增长 56.99%，增速高于 Q1 的 30.58%，预计主要由于毛利率的提升、一季度奖励和激励费用增加、汇率波动、线下推广费用和差旅费用下降等因素。1H20 毛利率为 65.96%，同比略增长 0.73pct。三大业务板块收入均实现了增长，其中**生命信息与支持业务占比最大，增速最快，成为上半年业绩增长“主力军”**：

- **生命信息与支持业务：**实现收入 53.43 亿元，**占总营收 50.58%，同比大幅增长 62.26%**。疫情驱动公司监护仪、呼吸机需求激增，公司高端 N 系列监护仪、具备有创/无创双模式的 SV 系列呼吸机等高端产品快速入驻海内外医院终端，极大缩短了产品推广周期，提升了品牌影响力和市场认知度，为后续产品放量、提高市占率奠定基础。
- **体外诊断业务：**实现收入 30.30 亿元，占总营收比 28.68%，同比增长 6.49%。常规诊断试剂销售受门诊量下滑影响有所承压，预计目前已基本恢复，上半年化学发光免疫分析仪装机量预计超过 1000 台，或带动试剂持续放量。Q2 海外新冠抗体试剂需求大增，对冲了疫情对 IVD 业务的负面影响，预计下半年将持续受益于海外疫情对检测试剂的需求。
- **医学影像业务：**实现收入 21.05 亿元，占总营收比 19.93%，同比增长 6.67%。一季度彩超业务影响较大，但自 3 月起便携彩超和移动 DR 需求增加弥补了彩超销量下滑的影响，其中移动 DR 在国际市场品牌影响力得到提升，为开拓国际市场奠定基础。

三大核心业务之外，公司也在积极布局**骨科、分子诊断、兽用器械、硬镜、超声刀**等新兴板块，或成为未来新的业绩增长点。

● **经营性现金流大幅提升，费用控制良好**

销售、管理和财务费用率分别为 18.13%（-2.66pct）、13.04%（-0.58pct）、-1.42%（+0.3pct），主要系线下营销推广和差旅费用减少所致。研发费用率为 8.55%，始终保持稳定的研发投入，尤其是在高端产品领域不断突破，在注射泵、输液泵、呼吸机、内窥镜、超声等产品上推陈出新，进一步巩固产品核心竞争力。经营性现金流净额为 42.09 亿元，同比增长 100.57%，高于收入和利润增速，运营周转能力大幅提升。

● **投资建议与盈利预测**

迈瑞医疗作为医疗器械第一大股，持续向平台化、高端化、全球化推进，品牌和技术实力在疫情期间得到强化，考虑下半年海外疫情持续发酵，公司生命信息与支持业务或继续贡献业绩，而 IVD 和影像业务也基本恢复，因此我们上调盈利预测，我们预计公司 20-22 年实现营业收入分别为 208.84/250.51/300.21 亿元，同比增长 26.14%/19.95%/19.84%，归母净利润为 60.45/72.81/87.84 亿元，同比增长 29.15%/20.46%/20.64%，EPS 为 4.97/5.99/7.23 元/股，对应 PE 为 64x/53x/44x，**维持“买入”评级。**

● **风险提示**

新冠疫情影响风险；行业政策变化风险；产品价格下降风险；中美贸易摩擦相关风险；产品研发风险；汇率波动风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	13753.36	16555.99	20883.88	25051.07	30021.39
收入同比（%）	23.09%	20.38%	26.14%	19.95%	19.84%
归母净利润(百万元)	3719.24	4680.65	6044.84	7281.41	8784.30
归母净利润同比(%)	43.65%	25.85%	29.15%	20.46%	20.64%
ROE（%）	24.54%	25.17%	26.49%	25.75%	24.50%
每股收益（元）	3.06	3.85	4.97	5.99	7.23
市盈率(P/E)	103.65	82.36	63.77	52.94	43.88

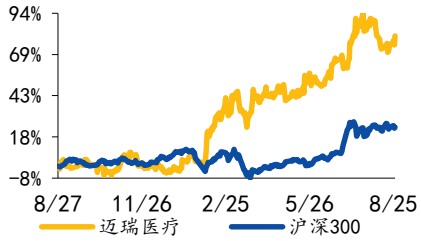
资料来源：Wind,国元证券研究中心

当前价：　327.30 元

基本数据

52 周最高/最低价（元）：	352.6 / 171.91
A 股流通股（百万股）：	499.13
A 股总股本（百万股）：	1215.69
流通市值（百万元）：	163366.64
总市值（百万元）：	397895.75

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-迈瑞医疗（300760）2020Q1 季报点评-疫情助推成长，口碑走向国际》2020.04.28

《国元证券公司研究-迈瑞医疗（300760）2019 年报点评-业绩稳定增长，疫情增强品牌力认知度》2020.04.02

报告作者

分析师　常启辉

执业证书编号　S0020517090001

电话　021-51097188-1936

邮箱　changqihui@gyzq.com.cn

联系人　刘慧敏

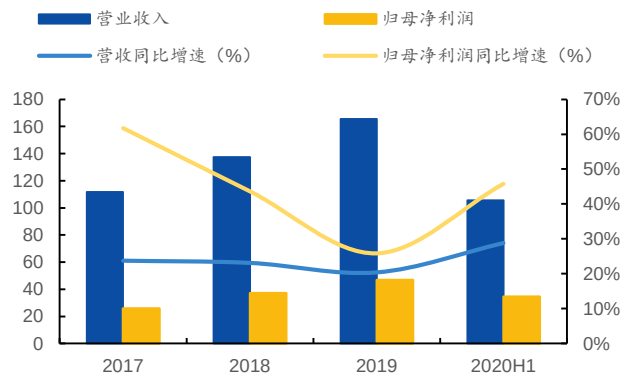
电话　021-51097188

邮箱　liuhuimin@gyzq.com.cn

1.Q2 业绩高速增长，经营性现金流大幅提升

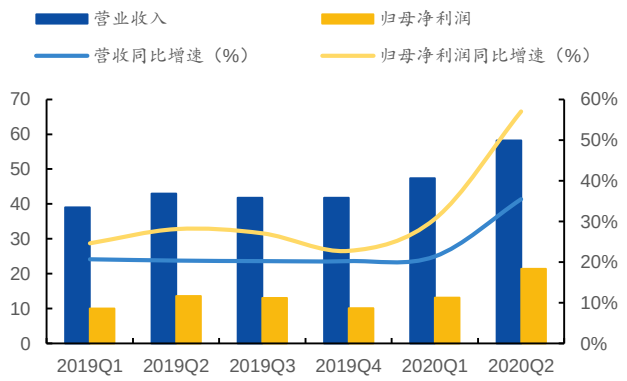
受益于疫情对监护仪、呼吸机、移动 DR 等抗疫产品的需求，公司 Q2 业绩持续高增长。2020 年上半年实现营业收入 105.64 亿元，同比增长 28.75%，归母净利润 34.54 亿元，同比增长 45.78%。从单季度看，Q1 实现收入 47.41 亿元，同比增长 21.39%，归母净利润 13.13 亿元，同比增长 30.58%；Q2 实现营收 58.23 亿元，同比增长 35.43%，归母净利润 21.40 亿元，同比大幅增长 56.99%，增速高于 Q1，主要由于毛利率的提升、一季度奖励和激励费用增加、汇率波动、线下推广费用和差旅费用下降等因素。1H20 毛利率为 65.96%，同比略增长 0.73pct，预计系毛利率较高的新冠检测试剂销量增加所致。

图 1：2017-2020H1 公司营收和归母净利润（亿元、%）



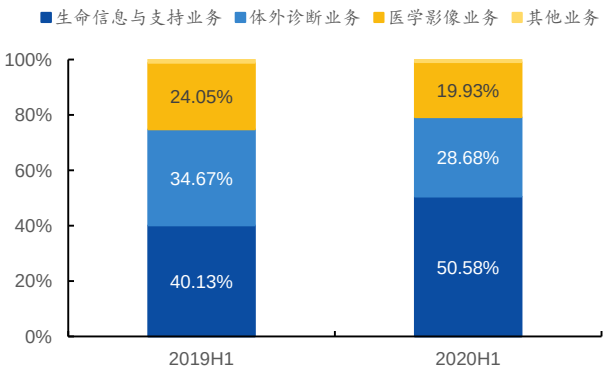
资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 2：公司单季度营收和归母净利润（亿元、%）



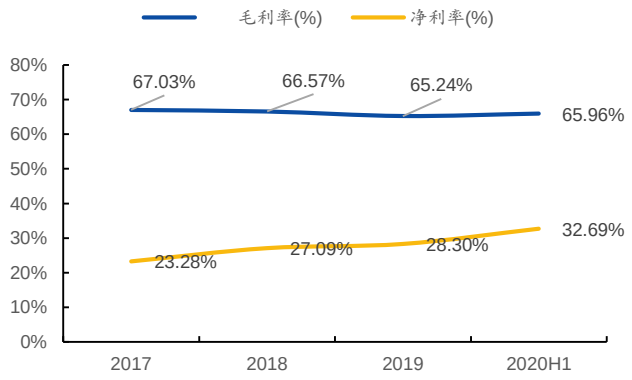
资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 3：公司三大业务营收占比情况（%）



资料来源：Wind，国元证券研究中心

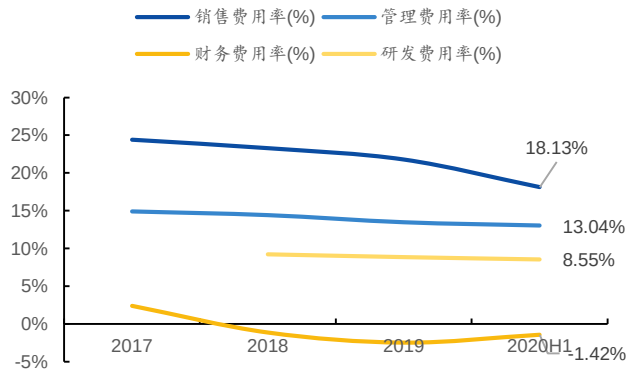
图 4：公司毛利率和净利率变化（%）



资料来源：Wind，国元证券研究中心

经营性现金流大幅提升，费用控制良好。公司销售费用率为 18.13%，同比下降 2.66pct，预计主要系疫情期间相关线下市场推广费用、差旅费用减少所致；管理费用率为 13.04%，同比下降 0.58pct，预计主要系疫情期间招聘延迟，新员工工薪费用减少所致；财务费用率为-1.42%，同比增加 0.3pct。研发投入为 10.04 亿元，同比增长 29.06%。经营性现金流净额为 42.09 亿元，同比增长 100.57%，高于收入和利润增速，运营周转能力大幅提升。

图 5：公司三费和研发费用率情况（%）



资料来源：Wind，国元证券研究中心

2. 生命信息与支持业务表现亮眼，海内外产品放量加速品牌推广

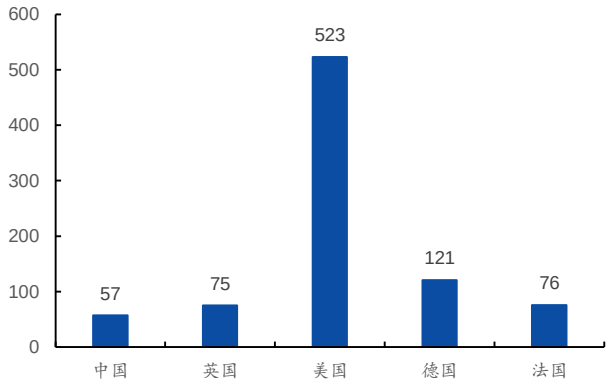
疫情期间公司展现国内医疗器械龙头高效率、高质量、高产量，品牌力、认知度得到强化。三大业务板块收入均实现了增长，其中生命信息与支持业务占比最大，增速最快，成为上半年业务增长“主力军”。

（1）生命信息与支持业务

生命信息与支持业务实现收入 53.43 亿元，占总营收 50.58%，同比大幅增长 62.26%。疫情驱动公司监护仪、呼吸机需求激增，公司高端 N 系列监护仪、具备有创/无创双模式的 SV 系列呼吸机等高端产品快速入驻海内外医院终端，极大缩短了产品推广周期。此外，公司急救科室建设上体解决方案获得认可，快速响应和匹配“小汤山”模式医院和方舱医院建设，以高效率、高品质、高产量强化自己的品牌力。**疫情期间展现的重要实力和品牌口碑有望帮助公司进一步提升产品知名度和认可度。**

疫情暴露国内医疗资源配置不足，监护仪、呼吸机等或加速放量。疫情之前，国内呼吸机保有量约 8 万台，百万人均拥有量少于欧美国家。疫情爆发后，国内呼吸机严重短缺，暴露了现有医疗机构呼吸机等医疗设备配置不足的弊端，尤其是重症监护室（ICU）等重要科室。5 月 20 日，国家发改委等部门公布《公共卫生防控救治能力建设方案》，提出加快 ICU 病床建设和医疗资源配置以弥补重大公共卫生事件防控救治能力的短板。公司呼吸机、监护仪、输注泵等产品在疫情期间品牌影响力和知名度进一步提升，在后续的招标采购中有望实现长期稳定放量。同时，海外疫情的持续发酵也加速了公司呼吸机等产品在国际市场的推广，提升了公司在国际市场的竞争力。

图 6：各国每百万人呼吸机拥有数量对比（台）



资料来源：公开资料整理，国元证券研究中心

（2）体外诊断业务

体外诊断业务实现收入 30.30 亿元，占总营收比 28.68%，同比增长 6.49%。上半年 IVD 常规诊断试剂销售受门诊量下滑影响有所承压，预计目前已基本恢复正常水平。同时，公司在包括高速化学发光免疫分析仪在内的仪器端积极拓展客户群，上半年化学发光免疫分析仪装机量预计超过 1000 台，有利于后续驱动试剂销量的上升。受疫情影响，**二季度公司新冠抗体检测试剂盒需求大增，对冲了疫情对 IVD 业务的负面影响**，预计下半年将持续受益于海外疫情对新冠检测试剂的需求。未来公司将进一步扩大国内市场的竞争优势，同时借助这次疫情积极开拓国际市场，逐步建立品牌影响力，为公司业绩增量带来持续贡献。

（3）医学影像业务

医学影像业务实现收入 21.05 亿元，占总营收比 19.93%，同比增长 6.67%。一季度受疫情影响，彩超的销售受到一定的负面影响，但自 3 月起公司**便携彩超和移动 DR** 需求增加，弥补了彩超销量下滑对该业务板块的影响，其中移动 DR 在国际市场品牌影响力得到有力提升。

持续推出新品类，积极布局新业务。公司产品管线丰富，上半年推出数十个新产品系列，覆盖多个领域，包括高端注射泵、NB300 新生儿小儿呼吸机、4K 内窥镜摄像系统、DC-30 Full HD 超声以及一系列生化和免疫试剂新产品。此外，公司第九个研发中心武汉研究院项目进展顺利，拟建设 2000 人规模的团队，进一步增强公司的研发实力，保证产品研发的可持续性。三大核心业务之外，公司也在积极布局**骨科、分子诊断、兽用器械、硬镜、超声刀**等新兴板块，丰富公司产品管线品类，或成为未来新的业绩增长点。

长期来看，疫情消散，正常医疗需求将回归，后续医疗卫生体系建设或有望加强。同时，我们认为应该更加重视公司在此次疫情期间展现的品牌力量，进口医疗器械在国内、国外医院端具有较强的品牌粘性、品牌信任度，使得进口替代难以快速突破。而在此次疫情期间，不论是国内还是国外，迈瑞都显示出自己快速响应的服务能力，提供高质量、高产量设备的技术能力，技术和口碑助力更强大的销售实力。

3. 盈利预测

迈瑞医疗作为医疗器械第一大股，持续向平台化、高端化、全球化推进，品牌和技术实力在疫情期间得到强化，考虑下半年海外疫情持续发酵，公司生命信息与支持业务或继续贡献业绩，而 IVD 和影像业务也基本恢复，因此我们上调盈利预测，我们预计公司 20-22 年实现营业收入分别为 208.84/250.51/300.21 亿元，同比增长 26.14%/19.95%/19.84%，归母净利润为 60.45/72.81/87.84 亿元，同比增长 29.15%/20.46%/20.64%，EPS 为 4.97/5.99/7.23 元/股，对应 PE 为 64x/53x/44x，**维持“买入”评级**。

风险提示：新冠疫情影响风险；行业政策变化风险；产品价格下降风险；中美贸易摩擦相关风险；产品研发风险；汇率波动风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	13753.36	16555.99	20883.88	25051.07	30021.39
收入同比（%）	23.09%	20.38%	26.14%	19.95%	19.84%
归母净利润(百万元)	3719.24	4680.65	6044.84	7281.41	8784.30
归母净利润同比(%)	43.65%	25.85%	29.15%	20.46%	20.64%
ROE（%）	24.54%	25.17%	26.49%	25.75%	24.50%
每股收益（元）	3.06	3.85	4.97	5.99	7.23
市盈率(P/E)	103.65	82.36	63.77	52.94	43.88

资料来源：Wind,国元证券研究中心

财务预测表

资产负债表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	15192	18724	24253	30801	39511
现金	11544	14273	18253	23654	30970
应收账款	1573	1668	2428	2912	3490
其他应收款	135	245	627	752	901
预付账款	122	137	274	331	397
存货	1699	2265	2525	3043	3653
其他流动资产	120	137	146	110	100
非流动资产	6435	6910	6579	6286	5977
长期投资	0	5	0	0	0
固定资产	2571	2684	2916	2867	2680
无形资产	901	953	953	953	953
其他非流动资产	2963	3267	2709	2465	2343
资产总计	21627	25634	30832	37087	45488
流动负债	4520	5043	6158	6858	7687
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	935	1242	1372	1654	1985
其他流动负债	3585	3801	4786	5204	5701
非流动负债	1930	1974	1816	1900	1892
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1930	1974	1816	1900	1892
负债合计	6449	7017	7974	8759	9579
少数股东权益	20	24	34	47	62
股本	1216	1216	1216	1216	1216
资本公积	8171	8171	8171	8171	8171
留存收益	5753	9207	13429	18887	26455
归属母公司股东权益	15158	18593	22824	28282	35847
负债和股东权益	21627	25634	30832	37087	45488

现金流量表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	4035	4722	5097	6309	7408
净利润	3726	4685	6055	7294	8799
折旧摊销	338	405	261	293	309
财务费用	-156	-408	-670	-863	-1125
投资损失	113	0	0	0	0
营运资金变动	178	-465	-664	-579	-662
其他经营现金流	-164	505	115	164	86
投资活动现金流	-693	-778	28	52	2
资本支出	678	777	0	0	0
长期投资	0	5	-34	0	0
其他投资现金流	-14	4	-6	52	2
筹资活动现金流	2892	-1242	-1144	-960	-94
短期借款	-1801	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	122	0	0	0	0
资本公积增加	5587	0	0	0	0
其他筹资现金流	-1015	-1242	-1144	-960	-94
现金净增加额	6418	2726	3980	5401	7316

利润表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	13753	16556	20884	25051	30021
营业成本	4597	5755	6861	8270	9927
营业税金及附加	192	212	292	351	426
营业费用	3202	3606	4594	5636	6905
管理费用	715	765	1128	1253	1591
研发费用	1267	1466	2100	2400	2500
财务费用	-156	-408	-670	-863	-1125
资产减值损失	-51	-157	-30	20	25
公允价值变动收益	113	0	0	0	0
投资净收益	-113	0	0	0	0
营业利润	4278	5379	6930	8394	10124
营业外收入	27	39	40	40	40
营业外支出	66	50	50	50	50
利润总额	4238	5368	6920	8384	10114
所得税	513	683	865	1090	1315
净利润	3726	4685	6055	7294	8799
少数股东损益	7	4	10	13	15
归属母公司净利润	3719	4681	6045	7281	8784
EBITDA	4461	5376	6521	7824	9308
EPS（元）	3.06	3.85	4.97	5.99	7.23

主要财务比率					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	23.1%	20.4%	26.1%	20.0%	19.8%
营业利润(%)	48.6%	25.7%	28.8%	21.1%	20.6%
归属母公司净利润(%)	43.6%	25.8%	29.1%	20.5%	20.6%
获利能力					
毛利率(%)	66.6%	65.2%	67.1%	67.0%	66.9%
净利率(%)	27.0%	28.3%	28.9%	29.1%	29.3%
ROE(%)	24.5%	25.2%	26.5%	25.7%	24.5%
ROIC(%)	74.2%	82.7%	98.7%	113.9%	130.3%
偿债能力					
资产负债率(%)	29.8%	27.4%	25.9%	23.6%	21.1%
净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	3.36	3.71	3.94	4.49	5.14
速动比率	2.95	3.24	3.49	4.01	4.62
营运能力					
总资产周转率	0.76	0.70	0.74	0.74	0.73
应收账款周转率	9	10	10	9	9
应付账款周转率	4.83	5.29	5.25	5.47	5.46
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	3.06	3.85	4.97	5.99	7.23
每股经营现金流(最新摊薄)	3.32	3.88	4.19	5.19	6.09
每股净资产(最新摊薄)	12.47	15.29	18.77	23.26	29.49
估值比率					
P/E	103.65	82.36	63.77	52.94	43.88
P/B	25.43	20.73	16.89	13.63	10.75
EV/EBITDA	83	69	57	47	40

投资评级说明

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、 分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：（0551）62207952	传真：（021）68869125
	电话：（021）51097188