

证券研究报告—动态报告

医药保健

医疗器械与服务

迈瑞医疗(300760)
买入

2020 年年报暨 2021 年一季报点评

(维持评级)

2021 年 05 月 07 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	1,216/499
总市值/流通(百万元)	548,034/225,010
上证综指/深圳成指	3,443/14,264
12 个月最高/最低(元)	503.51/252.08

相关研究报告:

《迈瑞医疗-300760-2020 年三季报点评: 器械龙头加速全球化, 抗疫产品延续高速增长》——2020-10-30
 《迈瑞医疗-300760-2020 年中报点评: 业绩超出预期, 抗疫产品高速增长》——2020-08-28
 《迈瑞医疗-300760-2020 年一季报点评: 疫情拉动生命监护线, 国际化进程加速》——2020-04-30
 《迈瑞医疗-300760-2019 年年报点评: 器械龙头稳健, 高端产品引领增长》——2020-04-02
 《迈瑞医疗-300760-2019 年业绩预告点评: 业绩稳健, 高端产品高速增长》——2020-01-21

证券分析师: 朱寒青

电话: 0755-81981837
 E-MAIL: zhuhanqing@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519070002

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评
海外加快突破, 器械龙头稳步远航
● 业绩快速增长, 略超预期

2020 年实现营收 210.26 亿元 (+27.0%), 归母净利润 66.58 亿元 (+42.2%), 扣非归母净利润 65.40 亿元 (+41.7%)。2021Q1 实现营收 57.81 亿元 (+21.9%), 归母净利润 17.15 亿元 (+30.6%)。新冠疫情拉动生命信息与支持业务的监护仪、呼吸机、输注泵, 医学影像业务的便携彩超、移动 DR, 体外诊断业务的新冠 IgG/IgM 抗体检测试剂等加速增长, 在国内和国际市场实现高端客户群突破, 市占率进一步提升。2020 年毛利率 64.97% (-0.27pp)。销售费用率 17.18% (-4.60pp), 管理费用率(含研发) 13.16% (-0.31pp), 财务费用率 -0.29% (-2.17pp)。期间费用率合计 30.04% (-2.75pp), 继续降本增效。

● 监护线高速增长, 海外欧洲和拉美引领高增长

分业务线来看, 2020 年生命信息与支持收入 100.06 亿元 (+54.18%), 其中监护仪、除颤仪的销售量同比增加超过 47%; 体外诊断收入 66.46 亿元 (+14.31%); 医学影像收入 41.96 亿元 (+3.88%)。分区域来看, 国内收入 111.10 亿元 (+16.53%), 受益疫情相关产品出口加快, 国际市场 91.16 亿元 (+41.21%), 且产品成功进驻 700 多家高端医疗机构, 加快了海外拓展。欧洲和拉美分别实现 69%、45% 的高增长。

● 研发创新不断突破, 筑造护城河

2020 年研发投入 20.96 亿元 (+27.54%), 占收入比例达到 9.97%, 在兽用和微创外科业务持续投入, 不断推出新产品, 新获得医疗器械注册证 207 个, 累计授权专利 3165 件。

● 风险提示: 基层扩容低于预期, 研发风险, 汇率波动等。
● 投资建议: 器械龙头扬帆远航, 维持“买入”评级

上调 21-22 年、新增 23 年预测, 预计 2021-2023 年归母净利润分别为 80.2/96.6/117.8 亿(原 77.0/92.5 亿), 增速 21%/21/22%, 当前股价对应 PE 分别为 68/57/46x, 三年复合增长约 20%。公司作为中国器械领域龙头, 产品管线丰富, 立足全球市场, 海外国际化进程加快, 将稳步提升排名, 从中国器械龙头走向全球器械龙头, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	16,556	21,026	25,300	30,597	37,068
(+/-%)	20.4%	27.0%	20.3%	20.9%	21.1%
净利润(百万元)	4681	6658	8021	9661	11780
(+/-%)	25.8%	42.2%	20.5%	20.5%	21.9%
摊薄每股收益(元)	3.85	5.48	6.60	7.95	9.69
EBIT Margin	27.9%	33.6%	34.4%	34.1%	34.3%
净资产收益率(ROE)	25.2%	28.6%	27.5%	26.6%	26.2%
市盈率(PE)	116.6	82.0	68.0	56.5	46.3
EV/EBITDA	110.1	73.7	60.9	50.9	42.1
市净率(PB)	29.35	23.44	18.69	15.03	12.13

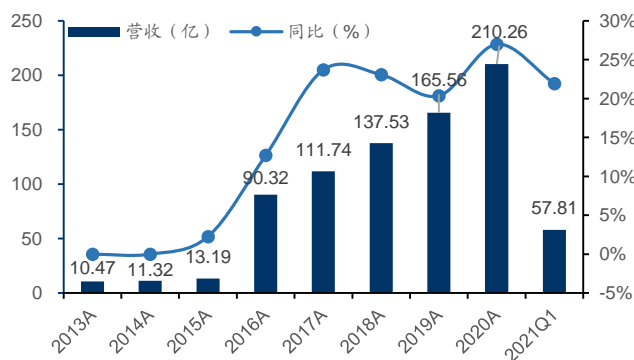
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

业绩高速增长，超出预期。2020年实现营业收入210.26亿元(+27.0%)，归母净利润66.58亿元(+42.2%)，扣非归母净利润65.40亿元(+41.7%)。2021Q1实现营业收入57.81亿元(+21.9%)，归母净利润17.15亿元(+30.6%)。2020年，受新冠疫情的影响，生命信息与支持业务的监护仪、呼吸机、输注泵，医学影像业务的便携彩超、移动DR，体外诊断业务的新冠IgG/IgM抗体检测试剂等和疫情直接相关的产品增长不同程度加速。其中，新冠疫情对生命信息与支持业务的拉动作用尤为显著。2020年分区域来看，国内收入111.10亿元(+16.53%)，受益进口替代加快以及基层扩容。国际市场91.16亿元(+41.21%)，且产品成功突破700多家高端医疗机构，品牌推广至少提前五年时间，其中北美收入16.76亿，同比增长2.26%，欧洲收入23.06亿，同比增长69.38%。拉丁美洲收入15.28亿，同比增长45.33%，亚太区收入15.48亿，同比增长6.77%，海外主要是欧洲和拉美地区快速增长。公司拟以截至2020年12月31日的总股本12.16亿股为基数，向全体股东每10股派发现金股利人民币25元(含税)，共计派发现金股利人民币30.39亿元(含税)。

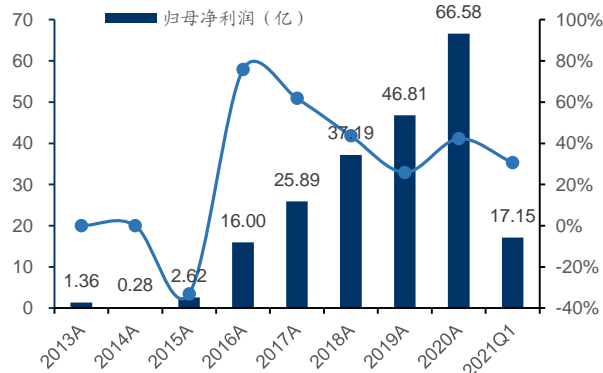
2021Q1，生命信息与支持业务仍然有较高增长，IVD国内常规业务基本恢复，叠加新冠相关试剂收入增加，有较高增长，影像线国际增速仍待恢复。

图 1：迈瑞医疗营业收入及增速（单位：亿元、%）



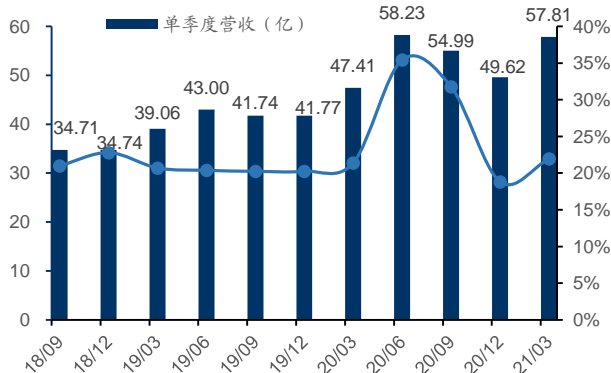
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：迈瑞医疗归母净利润及增速（单位：亿元、%）



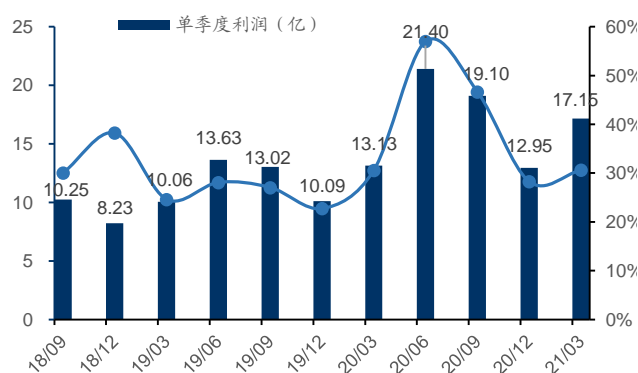
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：迈瑞医疗分季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：迈瑞医疗分季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

体外诊断高速增长，生命信息稳健，影像业务经历低谷开始恢复。2020 年生命信息与支持业务占比 47.59%，实现收入 100.06 亿元，同比增长 54.2%；体外诊断业务占比 31.61%，实现营业收入 66.46 亿元，同比增长 14.31%，医学影像业务占比 19.96%，实现收入 41.39 亿元，同比增长 3.88%。

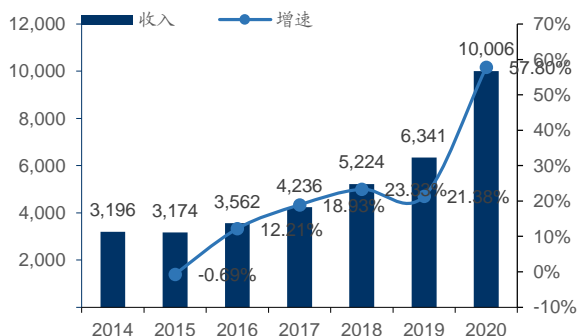
► **生命信息与支持业务：**2020 年公司生命信息与支持业务占比 47.59%，实现收入 100.06 亿元，同比增长 54.18%，毛利率 67.98% (+2.37pp)。作为疫情期间需求量最大的业务领域，生命信息与支持业务中的监护仪、呼吸机、输注泵以及瑞智联 IT 解决方案此次发挥了巨大的作用。融合了智能化、提前预警、转运模块的高端 N 系列监护仪，同时具备有创和无创模式、以及自带氧疗功能的 SV 系列呼吸机，提供更安全、精准、高效的输注解决方案的 BeneFusion 系列输注泵，可进行远程监护并有效减少医护人员感染风险的瑞智联 IT 解决方案，这些都成为了助力各国医疗机构战胜疫情的强力科技武器。同时，公司在全球范围的品牌影响力和市场知名度得到了前所未有的提升，未来公司将进一步提升生命信息与支持业务的竞争优势，持续提高市场渗透率和占有率。各产品销量增速分别为监护仪 (+48.83%)、麻醉机 (-6.41%)、除颤仪 (+47.80%)、灯床塔 (-14.14%)。在疫情刺激下，市场对于监护仪、除颤仪的需求激增，促进了监护仪和除颤仪的销售。目前，公司监护仪的市占率超过 50%。

► **体外诊断业务：**2020 年公司体外诊断业务占比 31.61%，实现营业收入 66.46 亿元，同比增长 14.31%，毛利率 59.73% (-2.80pp)。虽然体外诊断的常规试剂消耗在疫情期间有所放缓，但公司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上量奠定了良好的基础。公司也推出了灵敏度高特异性好的新冠 IgG/IgM 抗体检测试剂产品。

► **医学影像业务：**2020 年公司医学影像业务占比 19.96%，实现收入 41.39 亿元，同比增长 3.88%，毛利率 66.18% (-2.24pp)。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。通过针对性的 POC 解决方案，实现在欧洲、独联体、拉美等国际范围内顶级医院客户的装机，提升了在国际高端医院、连锁集团医院的渗透率和覆盖率。国内市场自 3 月份以来已经逐渐开始恢复对台式超声的正常采购，其中二、三级医院的恢复进度较快，并且随着超声产品向临床科室的不断渗透，公司将在国内超声市场迎来更多的发展机遇。

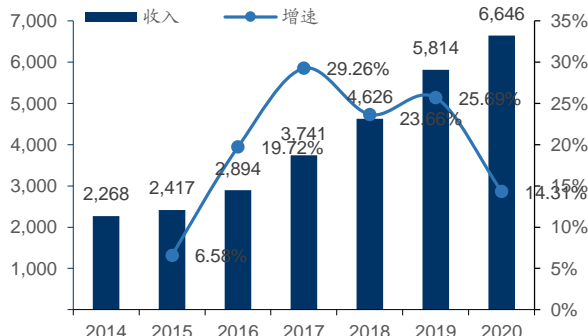
► 2020 年公司医疗器械注册证数量达到 716 个，年内新增 207 个。

图 5：生命信息与支持业务收入及增速（单位：亿元、%）



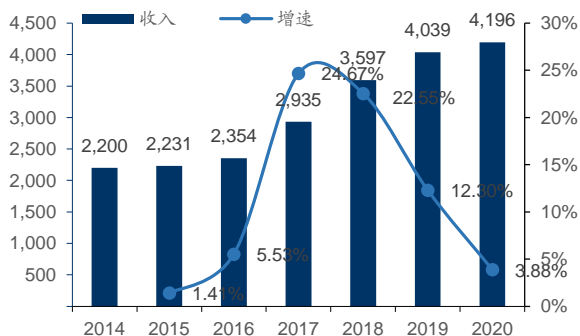
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：体外诊断业务收入及增速（单位：亿元、%）



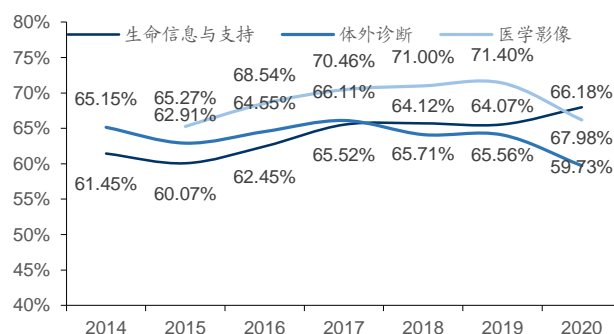
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 医学影像业务 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

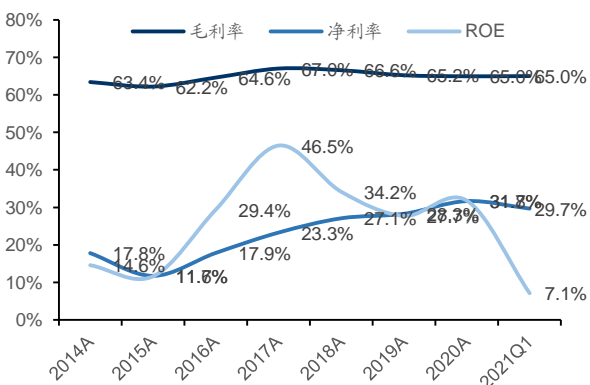
图 8: 三大类业务毛利率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

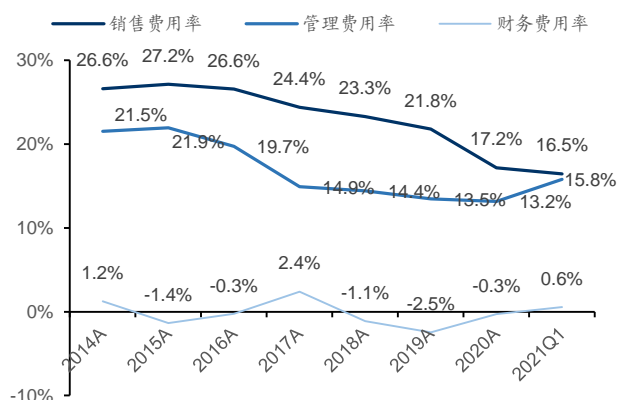
毛利率下降, 期间费用率下降, 盈利能力提升。2020 年销售毛利率 64.97% (-0.27pp)。销售费用率 17.18% (-4.60pp), 管理费用率 (含研发) 13.16% (-0.31pp), 财务费用率 -0.29% (-2.17pp)。期间费用率合计 30.04% (-2.75pp), 继续降本增效, 销售净利率 31.67% (+3.38pp), 盈利能力进一步提升。

图 9: 迈瑞医疗毛利率、净利率、ROE 变化情况



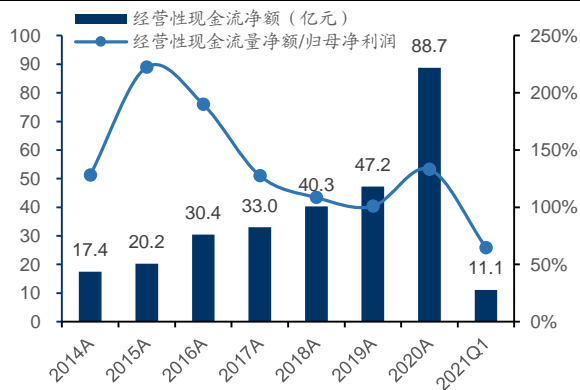
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 10: 迈瑞医疗三项费用率变化情况



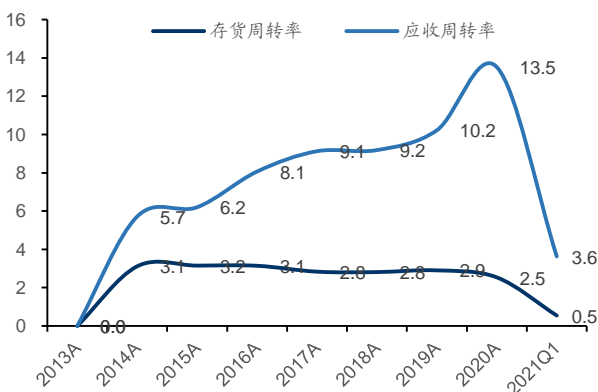
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 11: 迈瑞医疗经营性现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

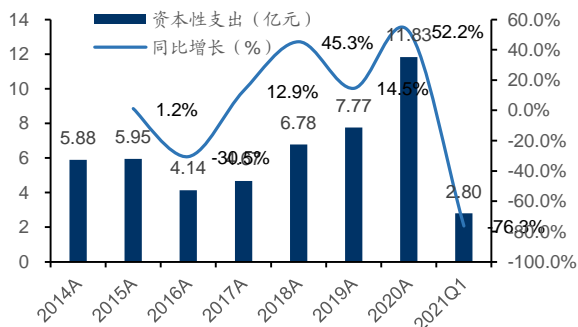
图 123: 迈瑞医疗主要流动资产周转情况



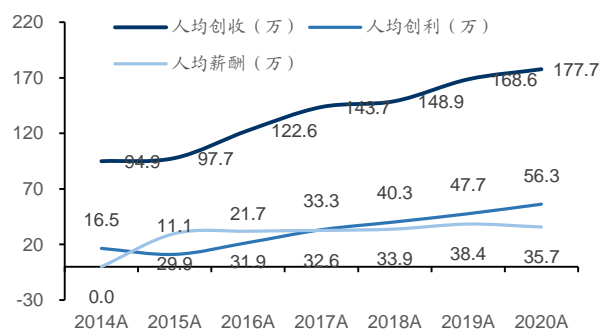
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

经营性现金流保持同步增长，存货周转率有所上行。公司现金流质量持续提高，经营性现金流净额与净利润比值为 0.88，基本匹配。应收周转率近年来保持上行趋势，存货周转率大体稳健，公司动销健康。

公司人效持续上升。人均创收逐年提升，2020 年人均创收 177.7 万。

图 4：迈瑞医疗资本开支情况


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 54：迈瑞医疗人效情况


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

持续高比例研发投入，壮大研发队伍。2020 年研发投入 20.96 亿元(+27.54%)，占收入比例达到 9.97%。公司采取自主研发模式，目前已建立起基于全球资源配置的研发创新平台，设有九大研发中心，共有 3070 名研发工程师，分布在深圳、武汉、南京、北京、西安、成都、美国硅谷、美国新泽西和美国西雅图。报告期内，第九个研发中心——武汉研究院项目的建设进展顺利。公司在输注泵解决方案、新生儿无创呼吸机、超声综合应用方案、妇儿应用解决方案、介入超声解决方案、专用肝纤检测、影像云服务平台、高端便携彩超、AI 智能诊断工具、高端五分类血液细胞分析仪的高端参数、样本分析仪全自动化流水线、单机和级联仪器等方面进行了重点布局。

自主研发硕果累累，专利申请筑造护城河。公司注重通过专利来保护自主知识产权，截至 2020 年 12 月 31 日，共计申请专利 6412 件，其中发明专利 4552 件；共计授权专利 3165 件，其中发明专利授权 1561 件。2020 年度，“监护设备及其生理参数处理方法与系统”获得第七届广东省专利奖；“疟原虫感染的红细胞的识别方法及装置”获得 2020 年度深圳市专利奖。

产品推陈出新，在研产品线丰富。2020 年度，公司推出了一系列能为医护人员创造显著临床价值的创新产品和解决方案。在生命信息与支持领域，公司推出了 TM70 遥测（1.4G）、BeneFusio 输注泵中央站、BeneFusionn 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、4K 内窥镜摄像系统、硬镜器械、R80 医用桥梁式吊塔等新产品；在医学影像领域，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、专用肝纤检测 Hepatus 6/5 肝超仪、“瑞影云++”影像云服务平台；在体外诊断领域，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 以及一系列生化和免疫试剂新产品。

质量管理体系达到国际高标准。公司持续优化管理职责、生产控制、纠正预防、设计控制等模块，产品成功打入欧美等发达国家市场。2020 年，公司质量体系顺利通过各类审核共 21 次。2020 年，鉴于公司在新冠疫情下表现出的优异的产

品性能、应急生产及交付能力、售后支持服务等多方面的优势，公司的呼吸机、监护仪等抗疫设备大量进入了海内外全新的高端客户群，大大缩短了公司品牌和产品的推广周期。

营销网络完备，全球化运营。2020年，公司在国际市场完成了700多家高端客户的突破，超过了历年国际市场高端客户突破数之和。在欧洲，公司突破了100多家高端客户，包括德国柏林大学附属夏里特医院、英国皇家伦敦医院、英国格兰奇大学医院、丹麦奥尔堡大学医院、法国蒙多大学医院、日内瓦大学医院、西班牙巴塞罗那妇女儿童医院等。在北美，公司也成功地实现了高端客户群的突破，包括美国佛蒙特中部医疗中心、罗伯特伍德巴纳巴斯医疗集团、贝斯以色列女执事医疗中心、北密西西比医疗服务中心等。

盈利预测：我们根据公司各条产线的销量和价格分别进行预测，得出以下结果。

表 1：迈瑞医疗盈利预测

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	备注
营业总收入 (百万)	9,032	11,174	13,753	16,556	21,026	25,300	30,597	37,068	
YOY	12.7%	23.7%	23.1%	20.4%	27.0%	20.3%	20.9%	21.1%	
毛利率	64.62%	67.03%	66.57%	65.24%	64.97%	67.41%	67.06%	66.69%	
一、生命信息与支持类	3,562	4,236	5,224	6,341	10,006	12,020	14,960	18,645	生命信息支持业务 20%左右增长，毛利率稳中有升
YOY	12.21%	18.93%	23.3%	21.4%	57.8%	20.1%	24.5%	24.6%	
毛利率	62.45%	65.52%	65.71%	65.56%	67.98%	67.03%	66.36%	65.71%	
监护仪	1,465	1,620	2,052	2,419	4,320	5,221	6,312	7,632	
YOY	11.8%	10.6%	26.6%	17.9%	78.6%	20.8%	20.9%	20.9%	
毛利率	70.79%	72.63%	72.70%	73.00%	75.70%	75.00%	74.00%	73.00%	
麻醉机	420	542	693	795	781	925	1,096	1,298	
YOY	14.2%	28.9%	27.9%	14.6%	-1.7%	18.5%	18.5%	18.5%	
毛利率	64.21%	66.16%	66.10%	66.10%	67.00%	66.50%	66.30%	66.10%	
灯床塔	302	379	499	690	711	854	1,024	1,229	
YOY	-8.1%	25.6%	31.6%	38.4%	3.0%	20.0%	20.0%	20.0%	
毛利率	55.04%	60.22%	60.10%	60.10%	61.00%	61.00%	60.50%	60.10%	
除颤仪	222	333	433	564	834	1,126	1,463	1,902	
YOY	17.9%	50.0%	29.8%	30.4%	47.8%	35.0%	30.0%	30.0%	
毛利率	67.77%	66.19%	66.00%	66.10%	67.00%	66.30%	66.50%	66.50%	
其他	1,153	1,362	1,548	1,830	3,358	3,896	5,064	6,584	
YOY	17.7%	18.1%	13.7%	18.2%	83.5%	16.0%	30.0%	30.0%	
毛利率	52.13%	58.11%	58.00%	58.00%	60.00%	58.00%	58.00%	58.00%	
二、体外诊断类	2,894	3,741	4,626	5,814	6,646	8,232	9,844	11,772	体外诊断 20%+增长，毛利率由于市场推广等下滑，未来随着试剂销售占比提升有所提升
YOY	19.72%	29.26%	23.66%	25.69%	14.31%	23.87%	19.58%	19.59%	
毛利率	64.55%	66.11%	64.12%	64.07%	59.73%	65.20%	65.10%	65.00%	
试剂	1,508	1,951	2,442	3,352	3,731	4,702	5,583	6,630	
YOY	30.37%	29.33%	25.19%	37.24%	11.33%	26.00%	18.75%	18.75%	
毛利率	75.71%	78.19%	76.00%	76.00%	71.00%	76.00%	76.00%	76.00%	
仪器	1,286	1,640	1,997	2,390	2,656	3,208	3,873	4,677	
YOY	17.77%	27.49%	21.76%	19.71%	11.13%	20.75%	20.75%	20.75%	
毛利率	52.15%	53.48%	52.00%	52.00%	46.00%	52.00%	52.00%	52.00%	
其他	99	150	187	225	259	323	388	465	
三、医学影像类	2,354	2,935	3,597	4,039	4,196	4,841	5,550	6,365	医学影像业务 15%左右增长，毛利率由于市场竞争而下滑，未来随着高端产品占比提高稳中有升
YOY	5.53%	24.67%	22.55%	12.30%	3.88%	15.36%	14.65%	14.67%	
毛利率	68.54%	70.46%	71.00%	71.40%	66.18%	72.25%	72.50%	72.76%	
彩超	1,650	2,123	2,679	3,179	3,176	3,668	4,237	4,894	
YOY	13.83%	28.66%	26.22%	18.64%	-0.09%	15.50%	15.50%	15.50%	
毛利率	72.92%	75.49%	75.70%	77.00%	70.00%	76.80%	77.00%	77.20%	
其他	704	812	918	1,010	1,020	1,173	1,313	1,471	
四、其他主营	212	220	263	325	133	159	191	229	

业务								
YOY	12.72%	3.64%	20%	23%	-59%	20%	20%	20%
毛利率	58.42%	67.46%	66.35%	66.35%	62.21%	66.40%	66.40%	66.40%
五、其他业务	9	41	43	36	45	47	52	57
YOY	301.83%	343.65%	6%	-16%	23%	5%	10%	10%
毛利率	68.79%	58.29%	66.93%	58.00%	63.64%	59.00%	60.00%	60.00%
销售费用率	26.58%	24.40%	23.28%	21.78%	17.18%	19.20%	18.80%	18.70%
管理费用率	19.74%	14.90%	14.41%	13.47%	13.16%	13.30%	13.20%	13.10%
财务费用率	-0.26%	2.39%	-1.13%	-1.00%	-0.29%	0.00%	0.00%	0.00%

销售费用率平稳；规模效应，管理费用率略下降趋势

资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理预测

投资建议：微调盈利预测，维持“买入”评级。随着新基建拉动医疗器械配置需求提升和产品升级，海外疫情使得公司加快了高端医院拓展，公司收入保持20%以上快速发展，而规模效益以及高端产品的高速增长也将助力毛利率稳定，管理费用率和销售费用率下降，盈利能力增强。公司作为器械领域的龙头，优势显著，产品立足全球市场，伴随监护、超声等高端产品发力和化学发光的迅速装机，业绩稳健增长。上调21-22年、新增23年预测，预计2021-2023年归母净利润分别为80.2/96.6/117.8亿（原77.0/92.5亿），增速21%/21/22%，当前股价对应PE分别为68/57/46x，三年复合增长约20%。公司作为中国器械领域龙头，产品管线丰富，立足全球市场，海外国际化进程加快，将稳步提升排名，从中国器械龙头走向全球器械龙头，维持“买入”评级。

表 2：国内医疗器械上市公司估值

代码	公司简称	股价 5月6日	总市值 亿元	EPS				PE				CAGR	2021 PEG	评级
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E			
300003	乐普医疗	31	559	1.00	1.29	1.60	2.01	31.0	24.1	19.4	15.4	18%	0.9	买入
300633	开立医疗	29.46	119	-0.11	0.55	0.71	0.95	-257.2	54.0	41.3	31.0	5%	-0.2	无
603658	安图生物	119.23	538	1.66	2.62	3.42	4.41	71.9	45.6	34.9	27.0	33%	1.2	无
300463	迈克生物	46.77	260	1.43	1.75	2.16	2.67	32.8	26.7	21.6	17.5	18%	1.1	买入
	平均								37.6	29.3	22.7	19%		
300760	迈瑞医疗	448.85	5457	5.48	6.60	7.95	9.69	82.0	68.0	56.5	46.3	27%	3.2	买入
600276	恒瑞医药	82.12	4378	1.19	1.47	1.79	2.14	69.2	55.7	46.0	38.3	22%	2.6	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理预测，安图生物、开立医疗为Wind一致预测，CAGR为2021-2023年

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	15865	22078	28381	36385	营业收入	21026	25300	30597	37068
应收款项	1595	2287	2803	3186	营业成本	7366	8245	10079	12347
存货净额	3541	3358	4297	5414	营业税金及附加	218	324	392	474
其他流动资产	607	730	883	1070	销售费用	3612	4858	5875	6932
流动资产合计	21632	28477	36388	46080	管理费用	2767	3167	3821	4619
固定资产	4129	5073	6025	6944	财务费用	(61)	(433)	(548)	(727)
无形资产及其他	1145	1099	1053	1008	投资收益	(4)	(39)	(15)	(19)
投资性房地产	6375	6375	6375	6375	资产减值及公允价值变动	110	110	126	115
长期股权投资	26	26	26	26	其他收入	224	0	0	0
资产总计	33306	41051	49867	60433	营业利润	7455	9210	11090	13519
短期借款及交易性金融负债	0	1844	1844	1844	营业外净收支	(17)	(17)	(17)	(17)
应付款项	1500	1724	2048	2345	利润总额	7438	9193	11073	13502
其他流动负债	6737	6500	7895	9552	所得税费用	779	1170	1410	1719
流动负债合计	8236	10067	11787	13742	少数股东损益	2	2	3	3
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	6658	8021	9661	11780
其他长期负债	1780	1780	1754	1681					
长期负债合计	1780	1780	1754	1681	现金流量表 (百万元)				
负债合计	10016	11847	13541	15422	净利润	6658	8021	9661	11780
少数股东权益	13	15	17	19	资产减值准备	(25)	68	36	38
股东权益	23278	29189	36309	44991	折旧摊销	472	444	549	637
负债和股东权益总计	33306	41051	49867	60433	公允价值变动损失	(110)	(110)	(126)	(115)
					财务费用	(61)	(433)	(548)	(727)
					营运资本变动	(2421)	(577)	122	232
					其它	27	(67)	(34)	(36)
					经营活动现金流	4600	7779	10209	12537
					资本开支	(854)	(1301)	(1366)	(1434)
					其它投资现金流	(4)	0	0	0
					投资活动现金流	(879)	(1301)	(1366)	(1434)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(1824)	(2109)	(2541)	(3098)
					其它融资现金流	1518	1844	0	0
					融资活动现金流	(2130)	(265)	(2541)	(3098)
					现金净变动	1592	6213	6303	8005
					货币资金的期初余额	14273	15865	22078	28381
					货币资金的期末余额	15865	22078	28381	36385
					企业自由现金流	3522	6164	8409	10515
					权益自由现金流	5039	8386	8887	11149

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	5.48	6.60	7.95	9.69
每股红利	1.50	1.73	2.09	2.55
每股净资产	19.15	24.01	29.87	37.01
ROIC	31%	33%	39%	46%
ROE	29%	27%	27%	26%
毛利率	65%	67%	67%	67%
EBIT Margin	34%	34%	34%	34%
EBITDA Margin	36%	36%	36%	36%
收入增长	27%	20%	21%	21%
净利润增长率	42%	20%	20%	22%
资产负债率	30%	29%	27%	26%
息率	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%
P/E	82.0	68.0	56.5	46.3
P/B	23.4	18.7	15.0	12.1
EV/EBITDA	73.7	60.9	50.9	42.1

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或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提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本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。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032