

2019年02月28日

迈瑞医疗 (300760.SZ)

公司快报

医药 | 医疗器械 III

 投资评级 **买入-B(维持)**
 股价(2019-02-28) 127.30 元

交易数据

总市值(百万元)	154,757.50
流通市值(百万元)	15,479.68
总股本(百万股)	1,215.69
流通股本(百万股)	121.60
12个月价格区间	58.56/127.30 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.34	-3.83	9.76
绝对收益	22.43	13.16	

分析师

 盖斌赫
 SAC 执业证书编号: S091051680002
 gaibinhe@huajinsec.cn
 021-20377177

报告联系人

 王睿
 wangrui@huajinsec.cn
 021-20377036

相关报告

 迈瑞医疗: 厚积薄发的医疗器械龙头
 2019-01-11

业绩符合预期, 龙头优势明显

事件: 公司发布 2018 年业绩快报, 公司 2018 年实现营业收入 137.53 亿元, 同比增长 23.09%; 实现归母净利润 37.19 亿元, 同比增长 43.65%。其中公司四季度实现营业收入 34.73 亿元, 同比增长 22.76%; 实现归母净利润 8.22 亿元, 同比增长 38.15%。

◆ **业绩符合预期:** 公司 18 年实现营收 137.53 亿元, 同比增长 23.09%; 实现归母净利润 37.19 亿元, 同比增长 43.65%。其中公司四季度实现营业收入 34.73 亿元, 同比增长 22.76%; 实现归母净利润 8.22 亿元, 同比增长 38.15%, 增速基本与前三季度持平。公司营收保持较快增速, 预计公司生命信息、体外诊断、医学影像三大板块增速均在 20% 以上; 预计国内市场增速 25-30%, 国际市场上增速在 15-20% 左右。公司的净利润增速大幅高于营收增速, 主要由于公司产品结构的不断优化升级, 中高端产品占比逐渐上升, 管理经营效率也不断提升, 净利率提升显著。

◆ **三大板块全线开花。**分产品线看, 预期公司三大板块全面开花, 生命信息板块监护仪龙头地位无可撼动, 监护、除颤、麻醉市占率逐步提升, 未来增速稳健保持在 15% 左右。体外诊断板块短期看公司血球生化产品优势明显, 技术与国际领先水平相媲美, 此外将依托特色 CRP 产品和高端血球流水线进一步提升市场份额。中长期增长有赖于化学发光和高端产品线, 壁垒高优势明显, 预计未来增速 25% 左右。医学影像板块公司预期未来在基层仍能保持较高的中标优势, 陆续推出的昆仑 R6、R7 等高端产品, 在域光平台、剪切波弹性成像等方面优势较高, 经过 2-3 年的市场推广目前已经进入放量收获期, 有望实现量价齐升, 预计未来整体彩超增速在 25% 左右。

◆ **龙头优势明显, 未来增长可期:** 由于医疗器械行业本身技术迭代快, 细分行业天花板较低等特点, 内生研发水平较高以及外延整合能力较强的龙头企业优势突出。迈瑞医疗作为我国第一, 全球领先的医疗器械公司, 龙头优势明显。公司目前在监护仪、血球分析仪、中低端彩超等产品技术上已经可以和国外尖端产品媲美, 高端化学发光、自动化流水线、高端专科彩超等领域不断技术突破。未来公司一方面受益于基层分级诊疗推动进一步做到基层市场下沉, 另一方面不断技术突破推出高尖端产品进驻三甲等终端机构, 未来业绩增长依然可期。

◆ **投资建议:** 预计 2019、2020 年营收分别为 166.52 亿元、200.24 亿元, 净利润分别为 45.9 亿元、55.69 亿元, 给予买入-B 建议。

◆ **风险提示:** 贸易战影响; 耗材降价风险; 两票制风险; 研发失败风险; 并购风险; 汇率风险

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	9,031.7	11,173.8	13,753.4	16,652.4	20,024.4
同比增长(%)	12.7%	23.7%	23.1%	21.1%	20.2%
营业利润(百万元)	1,548.9	2,879.6	4,278.2	5,127.8	6,185.0

同比增长(%)	61.1%	85.9%	48.6%	19.9%	20.6%
净利润(百万元)	1,600.5	2,589.2	3,719.2	4,590.2	5,569.7
同比增长(%)	75.9%	61.8%	43.6%	23.4%	21.3%
每股收益(元)	1.32	2.13	3.06	3.78	4.58
PE	96.7	59.8	41.6	33.7	27.8
PB	34.2	23.4	14.8	10.3	7.5

数据来源: 贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	9,031.7	11,173.8	13,753.4	16,652.4	20,024.4	年增长率					
减: 营业成本	3,195.3	3,684.0	4,470.5	5,346.8	6,323.2	营业收入增长率	12.7%	23.7%	23.1%	21.1%	20.2%
营业税费	130.8	147.9	169.2	216.5	257.2	营业利润增长率	61.1%	85.9%	48.6%	19.9%	20.6%
销售费用	2,400.9	2,726.9	3,080.8	3,830.1	4,605.6	净利润增长率	75.9%	61.8%	43.6%	23.4%	21.3%
管理费用	1,783.0	1,665.4	1,925.5	2,381.3	2,803.4	EBITDA 增长率	55.0%	71.9%	42.7%	20.9%	20.9%
财务费用	-23.6	267.4	-200.0	-120.0	-50.0	EBIT 增长率	78.9%	84.1%	44.8%	22.8%	22.5%
资产减值损失	101.4	31.8	45.0	50.0	50.0	NOPLAT 增长率	107.3%	110.3%	28.8%	22.8%	22.7%
加: 公允价值变动收益	-4.6	-111.4	125.6	100.0	100.0	投资资本增长率	-45.9%	-17.3%	6.9%	38.2%	-74.2%
投资和汇兑收益	113.8	9.2	-110.0	80.0	50.0	净资产增长率	-29.6%	44.6%	57.9%	43.9%	37.0%
营业利润	1,548.9	2,879.6	4,278.2	5,127.8	6,185.0	盈利能力					
加: 营业外净收支	302.6	51.8	-39.8	105.7	149.3	毛利率	64.6%	67.0%	67.5%	67.9%	68.4%
利润总额	1,851.6	2,931.4	4,238.3	5,233.5	6,334.3	营业利润率	17.2%	25.8%	31.1%	30.8%	30.9%
减: 所得税	239.4	330.2	501.1	617.5	736.6	净利润率	17.7%	23.2%	27.0%	27.6%	27.8%
净利润	1,600.5	2,589.2	3,719.2	4,590.2	5,569.7	EBITDA/营业收入	20.1%	27.9%	32.4%	32.3%	32.5%
						EBIT/营业收入	16.9%	25.2%	29.7%	30.1%	30.6%
资产负债表						偿债能力					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	资产负债率	64.5%	53.9%	40.4%	31.5%	26.9%
货币资金	4,466.9	5,270.3	7,950.9	10,626.5	19,172.5	负债权益比	182.0%	117.0%	67.9%	46.0%	36.8%
交易性金融资产	-	25.4	-	-	-	流动比率	1.31	1.38	1.84	2.87	3.62
应收帐款	1,093.7	1,568.1	1,106.2	2,594.3	1,776.9	速动比率	1.13	1.13	1.69	2.44	3.43
应收票据	25.1	0.5	46.4	13.9	48.3	利息保障倍数	-64.74	10.53	-20.39	-41.73	-122.70
预付帐款	91.7	107.3	137.6	153.2	191.9	营运能力					
存货	1,031.2	1,567.4	866.5	2,474.8	1,222.2	固定资产周转天数	81	75	67	55	41
其他流动资产	602.1	51.8	1,074.5	576.1	567.4	流动营业资本周转天数	12	-32	-34	-13	-19
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	285	256	259	299	354
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	48	43	35	40	39
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	41	42	32	36	33
投资性房地产	51.5	45.1	45.1	45.1	45.1	总资产周转天数	505	442	420	429	453
固定资产	2,179.4	2,495.7	2,659.3	2,422.9	2,186.4	投资资本周转天数	187	97	74	75	45
在建工程	795.7	609.7	109.7	109.7	109.7	费用率					
无形资产	935.7	958.2	1,319.7	1,181.3	1,042.9	销售费用率	26.6%	24.4%	22.4%	23.0%	23.0%
其他非流动资产	1,701.1	1,739.1	2,325.5	1,885.5	1,975.0	管理费用率	19.7%	14.9%	14.0%	14.3%	14.0%
资产总额	12,974.0	14,438.4	17,641.3	22,083.3	28,338.3	财务费用率	-0.3%	2.4%	-1.5%	-0.7%	-0.2%
短期债务	1,865.0	1,801.1	1,000.0	-	-	三费/营业收入	46.1%	41.7%	34.9%	36.6%	36.8%
应付帐款	1,507.4	1,849.0	2,373.2	2,587.4	3,331.7	投资回报率					
应付票据	41.8	28.8	84.2	34.7	115.5	ROE	35.4%	39.1%	35.6%	30.5%	27.0%
其他流动负债	2,161.5	2,557.3	2,631.8	3,101.3	2,894.1	ROA	12.4%	18.0%	21.2%	20.9%	19.8%
长期借款	1,677.8	-	-	-	-	ROIC	21.8%	84.8%	132.2%	151.8%	134.8%
其他非流动负债	1,119.8	1,548.1	1,046.2	1,238.1	1,277.5	分红指标					
负债总额	8,373.3	7,784.3	7,135.3	6,961.4	7,618.7	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	80.9	34.2	52.1	77.8	105.8	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	1,094.1	1,094.1	1,215.7	1,215.7	1,215.7	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	3,367.5	5,518.9	9,238.1	13,828.3	19,398.0						
股东权益	4,600.7	6,654.1	10,505.9	15,121.9	20,719.5						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1,612.2	2,601.2	3,719.2	4,590.2	5,569.7	EPS(元)	1.32	2.13	3.06	3.78	4.58
加: 折旧和摊销	301.1	317.7	374.9	374.9	374.9	BVPS(元)	3.72	5.45	8.60	12.37	16.96
资产减值准备	101.4	31.8	-	-	-	PE(X)	96.7	59.8	41.6	33.7	27.8
公允价值变动损失	4.6	111.4	125.6	100.0	100.0	PB(X)	34.2	23.4	14.8	10.3	7.5
财务费用	20.4	253.7	-200.0	-120.0	-50.0	P/FCF	25.6	105.9	49.6	70.2	18.0
投资损失	-113.8	-9.2	110.0	-80.0	-50.0	P/S	17.1	13.9	11.3	9.3	7.7
少数股东损益	11.7	12.0	17.9	25.7	28.0	EV/EBITDA	-	-	33.1	26.7	20.8
营运资金的变动	3,557.1	1,189.5	-611.1	-1,046.5	2,520.9	CAGR(%)	42.0%	29.1%	58.4%	42.0%	29.1%
经营活动产生现金流量	3,039.5	3,300.4	3,536.6	3,844.3	8,493.5	PEG	2.3	2.1	0.7	0.8	1.0
投资活动产生现金流量	1,060.1	13.1	-758.4	-15.1	-50.2	ROIC/WACC	2.1	8.1	12.7	14.6	12.9
融资活动产生现金流量	-1,792.9	-2,452.5	-97.6	-1,153.5	102.7						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

盖斌赫声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn