

迈瑞医疗 (300760)

证券研究报告

2019年04月10日

Q1 扣非后归母净利润增长 20-30%，业绩稳健向上

事件：公司发布 2019 年一季度业绩预告，预计 2019Q1 实现营收 37.2-40.5 亿元，同比增长 15%-25%，归母净利润为 9.44-10.25 亿元，同比增长 17%-27%，非经常性损益对归属于上市公司股东的净利润影响金额约为 760 万元，扣非后归母净利润增速为 20%-30%，保持稳健增长。

三大业务板块预计维持稳健增长，新兴业务（免疫发光、硬镜等）增长较快，国内国际在营销开拓和本地化运营推进下实现共同发展，公司继续维持精细化管理模式，提升整体效率，利润增速高于营收增速。

医疗器械受益于分级诊疗+进口替代，中国大市场亟待挖掘

截至 2017 年，全球医疗器械市场约为 4,030 亿美元，行业增速为 5%，中国市场规模为 4,583 亿元（RMB），行业增速 24%。医疗器械作为国家重点扶持的高端新经济制造业，符合产业升级趋势，政策支持，顺着分级诊疗和鼓励进口替代的大势，医疗器械具有长期投资的价值。从 2016 年开始，上市公司规模企业增速超过行业增速，进口替代正在发生。随着国内一批优秀的医疗器械公司崛起，技术的更迭周期缩短，叠加中国庞大人口基数红利，中国医疗器械的需求仍然具有很大的增长潜力。

迈瑞作为国产器械龙头，多条产品线市占率位列国内前列

医疗器械子行业众多，不同细分，其产品技术、工艺、渠道都有很大的差异，行业技术隔绝，跨产品线难度较大，而迈瑞则做到了多产品线均衡同步发展。迈瑞三条基石产品线分别是生命信息与支持，医学影像、体外诊断，其中多个细分品种市占率已经成为国内前列，产品的品牌影响力被医疗圈广泛认可。

近年来，迈瑞医疗的监护线监护仪、麻醉机、除颤机、超声线的产品、体外诊断线的生化、血球等产品的市占率都位居国内前列，改变了过去一直 GPS 的格局。随着迈瑞技术实力、客户口碑的不断螺旋上升，未来有望继续抢占更多市场份额，成为进口替代的主力军。

维持“买入”评级

2019Q1 公司业绩实现稳健增长，迎来新一年开门红。我们预计 2019-2020 年营收为 169.92/208.60 亿元，实现净利润 46.6/57.7 亿元，EPS 为 3.83/4.75 元，对应 PE 为 34X/27X，维持“买入”评级。

风险提示：基层扩容不达预期，分级诊疗难以推动基层市场的发展；医院和医保局对于成本和支付的控制，导致产品价格下降的风险；拓展新产品线不达预期等

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	130.15 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,215.69
流通 A 股股本(百万股)	121.60
A 股总市值(百万元)	158,222.22
流通 A 股市值(百万元)	15,826.24
每股净资产(元)	7.06
资产负债率(%)	47.40
一年内最高/最低(元)	139.02/58.56

作者

郑薇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517110003
zhengwei@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《迈瑞医疗-公司点评:18 年收入稳健增长，降本增效提升业绩》2019-02-27
- 2 《迈瑞医疗-公司点评:业绩预告符合预期，器械龙头蓄势待发》2019-01-31
- 3 《迈瑞医疗-公司点评:国产器械龙头，进口替代开启新一轮业绩增长周期》2018-11-06

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	9,031.72	11,173.80	13,753.82	16,992.05	20,859.81
增长率(%)	12.71	23.72	23.09	23.54	22.76
EBITDA(百万元)	1,814.59	3,119.84	4,310.79	5,619.13	6,903.73
净利润(百万元)	1,600.46	2,589.15	3,718.96	4,660.66	5,771.05
增长率(%)	75.90	61.78	43.64	25.32	23.82
EPS(元/股)	1.32	2.13	3.06	3.83	4.75
市盈率(P/E)	98.86	61.11	42.54	33.95	27.42
市净率(P/B)	35.01	23.90	15.14	10.47	7.58
市销率(P/S)	17.52	14.16	11.50	9.31	7.59
EV/EBITDA	0.00	0.00	35.28	25.85	20.40

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	4,466.87	5,270.35	7,256.79	13,851.69	18,336.93	营业收入	9,031.72	11,173.80	13,753.82	16,992.05	20,859.81
应收账款	1,093.67	1,568.07	2,340.18	1,177.95	3,140.98	营业成本	3,195.25	3,684.01	4,304.95	5,267.54	6,362.24
预付账款	91.66	107.30	119.95	165.10	176.15	营业税金及附加	130.82	147.86	172.32	227.96	272.41
存货	1,031.17	1,567.44	1,268.31	2,243.82	1,957.32	营业费用	2,400.93	2,726.86	3,025.84	3,738.25	4,589.16
其他	627.18	77.63	1,129.36	602.49	632.19	管理费用	1,783.03	1,665.44	2,002.56	2,402.51	3,007.98
流动资产合计	7,310.56	8,590.79	12,114.59	18,041.05	24,243.56	财务费用	(23.62)	267.37	2.49	(37.03)	(72.37)
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	101.38	31.78	162.97	98.71	97.82
固定资产	2,179.39	2,495.73	2,641.23	2,701.95	2,698.80	公允价值变动收益	(4.64)	(111.41)	(108.02)	18.78	23.49
在建工程	795.74	609.65	401.79	289.07	203.44	投资净收益	113.84	9.24	120.31	120.31	120.31
无形资产	935.69	958.16	867.20	776.23	685.27	其他	(214.21)	(126.94)	(24.57)	(278.17)	(287.59)
其他	1,752.66	1,784.11	1,684.81	1,702.02	1,715.27	营业利润	1,548.94	2,879.59	4,094.98	5,433.20	6,746.36
非流动资产合计	5,663.48	5,847.65	5,595.03	5,469.28	5,302.79	营业外收入	327.53	69.87	211.74	203.05	161.55
资产总计	12,974.04	14,438.44	17,709.62	23,510.34	29,546.35	营业外支出	24.92	18.09	50.90	31.30	33.43
短期借款	1,864.96	1,801.12	1,000.00	1,000.00	1,000.00	利润总额	1,851.56	2,931.37	4,255.81	5,604.94	6,874.48
应付账款	1,507.41	1,848.96	2,688.64	2,620.81	3,684.31	所得税	239.37	330.18	480.91	902.40	1,048.36
其他	2,203.28	2,586.09	2,433.92	3,408.76	2,516.97	净利润	1,612.18	2,601.19	3,774.90	4,702.55	5,826.12
流动负债合计	5,575.65	6,236.17	6,122.56	7,029.57	7,201.27	少数股东损益	11.73	12.04	55.95	41.89	55.07
长期借款	1,677.80	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	1,600.46	2,589.15	3,718.96	4,660.66	5,771.05
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	1.32	2.13	3.06	3.83	4.75
其他	1,119.84	1,548.14	1,046.21	1,238.06	1,277.47						
非流动负债合计	2,797.64	1,548.14	1,046.21	1,238.06	1,277.47	主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
负债合计	8,373.29	7,784.31	7,168.76	8,267.63	8,478.74	成长能力					
少数股东权益	80.94	34.20	87.35	128.54	182.38	营业收入	12.71%	23.72%	23.09%	23.54%	22.76%
股本	1,094.09	1,094.09	1,215.69	1,215.69	1,215.69	营业利润	61.11%	85.91%	42.21%	32.68%	24.17%
资本公积	2,692.56	2,584.75	2,584.75	2,584.75	2,584.75	归属于母公司净利润	75.90%	61.78%	43.64%	25.32%	23.82%
留存收益	3,367.51	5,518.86	9,237.82	13,898.48	19,669.53	获利能力					
其他	(2,634.35)	(2,577.78)	(2,584.75)	(2,584.75)	(2,584.75)	毛利率	64.62%	67.03%	68.70%	69.00%	69.50%
股东权益合计	4,600.75	6,654.13	10,540.86	15,242.71	21,067.61	净利率	17.72%	23.17%	27.04%	27.43%	27.67%
负债和股东权益总	12,974.04	14,438.44	17,709.62	23,510.34	29,546.35	ROE	35.41%	39.11%	35.58%	30.84%	27.63%
						ROIC	21.82%	84.84%	133.57%	104.89%	265.00%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	资产负债率	64.54%	53.91%	40.48%	35.17%	28.70%
净利润	1,612.18	2,601.19	3,718.96	4,660.66	5,771.05	净负债率	41.67%	5.47%	6.36%	-9.97%	-32.00%
折旧摊销	301.11	317.69	213.32	222.96	229.74	流动比率	1.31	1.38	1.98	2.57	3.37
财务费用	20.44	253.68	2.49	(37.03)	(72.37)	速动比率	1.13	1.13	1.77	2.25	3.09
投资损失	(113.84)	(9.24)	(120.31)	(120.31)	(120.31)	营运能力					
营运资金变动	3,557.14	1,189.51	(1,624.65)	1,983.37	(1,550.87)	应收账款周转率	7.53	8.40	7.04	9.66	9.66
其它	(2,337.51)	(1,052.47)	(52.07)	60.67	78.56	存货周转率	8.89	8.60	9.70	9.68	9.93
经营活动现金流	3,039.53	3,300.37	2,137.74	6,770.32	4,335.80	总资产周转率	0.71	0.82	0.86	0.82	0.79
资本支出	(147.55)	(39.94)	561.93	(111.86)	10.59	每股指标(元)					
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	1.32	2.13	3.06	3.83	4.75
其他	1,207.66	53.02	(476.96)	151.38	52.01	每股经营现金流	2.50	2.71	1.76	5.57	3.57
投资活动现金流	1,060.11	13.08	84.97	39.52	62.61	每股净资产	3.72	5.45	8.60	12.43	17.18
债权融资	3,542.76	1,843.91	1,431.64	1,158.14	1,210.85	估值比率					
股权融资	3,427.97	(426.40)	178.80	125.91	124.22	市盈率	98.86	61.11	42.54	33.95	27.42
其他	(8,763.59)	(3,870.03)	(1,846.70)	(1,499.00)	(1,248.25)	市净率	35.01	23.90	15.14	10.47	7.58
筹资活动现金流	(1,792.86)	(2,452.53)	(236.27)	(214.95)	86.82	EV/EBITDA	0.00	0.00	35.28	25.85	20.40
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	0.00	0.00	37.12	26.92	21.10
现金净增加额	2,306.78	860.93	1,986.45	6,594.90	4,485.24						

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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com