

业绩符合预期，三大板块齐头并进

——迈瑞医疗 (300760.SZ) 2018 年年报点评

公司动态

◆事件:

公司发布 18 年年报，18 年实现收入 137.5 亿、归母净利润 37.19 亿、扣非归母净利润 36.91 亿元，分别同比增长 23.09%、43.65%、43.05%，实现 EPS 3.34 元，符合市场预期。

◆点评:

18Q4 业绩提速，符合预期。18Q3 和 Q4 单季度收入同比增长 21% 和 23%，归母净利润同比增长 30% 和 38%，18Q4 有所提升。利润增速明显高于收入增速的原因在于公司 18 年 10 月上市募资带来的财务费用节省。

三大板块齐头并进。18 年，生命信息与支持、IVD、医学影像三板块齐头并进，收入分别为 52 亿、46 亿、36 亿，同比增长 23%、24%、23%，占比 38%、34%、26%。从销量增长看，18 年监护仪为 26%，麻醉机 29%、灯床塔 32%、除颤机 44%、彩超 20%。化学发光 18 年新装机超 1000 台，累计约 3000 台，单机产出约 25 万，贡献试剂收入约 6 亿。凭借 N、昆仑、太行、化学发光等系列产品放量，预计 19 年 IVD 收入将超 20% 增长，生命信息与支持、医学影像板块收入将保持 20% 左右增长。

充分受益器械下沉+进口替代。14 年以来，中国医学装备协会共组织过 5 批优秀国产医疗器械遴选工作，入选品种在各地基层医院的招采中可享受倾斜。迈瑞的血球分析仪、生化仪、超声、麻醉剂、呼吸机、化学发光仪等主力产品均入选。三级医院仍占据一半以上市场，目前主要由外资占据。公司 18 年研发投入 14.2 亿，同比增长 26%，在内资上市公司中优势明显，正逐步实现技术突破，进口替代正当时，如监护仪 (N 系列)、超声 (昆仑系列)、血液分析 (太行系列)、化学发光等。

◆盈利预测与投资评级:迈瑞作为完成全球化布局的医疗器械龙头，高端化、平台化稳步推进，地位十分稳固，远期空间大。考虑公司成熟产品增长超预期，我们上调 19-20 年 EPS 预测为 3.78/4.52 元 (原为 3.71/4.46 元)，新增 21 年 EPS 预测为 5.47 元，分别同比+23%/20%/21%，对应 19-21 年 PE 为 35/29/24 倍，维持“买入”评级。

◆风险提示:产品放量低于预期；IVD 降价高于预期；并购整合不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	11,174	13,753	16,594	19,860	23,611
营业收入增长率	23.72%	23.09%	20.65%	19.68%	18.89%
净利润 (百万元)	2,589	3,719	4,592	5,501	6,651
净利润增长率	61.78%	43.65%	23.47%	19.79%	20.91%
EPS (元)	2.13	3.06	3.78	4.52	5.47
ROE (归属母公司) (摊薄)	39.11%	24.54%	24.78%	24.28%	24.05%
P/E	62	43	35	29	24
P/B	24.1	10.5	8.6	7.0	5.8

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 4 月 23 日

买入 (维持)

当前价: 131.05 元

分析师

林小伟 (执业证书编号: S0930517110003)

021-52523871

linxiaowei@ebsecn.com

宋硕 (执业证书编号: S0930518060001)

021-52523872

songshuo@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股): 12.16

总市值(亿元): 1593.16

一年最低/最高(元): 58.56/139.02

近 3 月换手率: 17.69%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-4.33	-7.06	0.00
绝对	0.50	20.79	0.00

资料来源: Wind

相关研报

业绩符合预期，三大板块齐头并进——迈瑞医疗 (300760.SZ) 2019 年一季报预告点评

.....2019-04-10
业绩继续超行业较高增长，器械龙头多点开花——迈瑞医疗 (300760.SZ) 18 年业绩快报点评

.....2019-02-28
业绩符合预期，平台化、高端化、全球化稳步推进——迈瑞医疗 (300760.SZ) 18 年业绩预告点评

.....2019-01-31

1、业绩符合预期，三大板块齐头并进

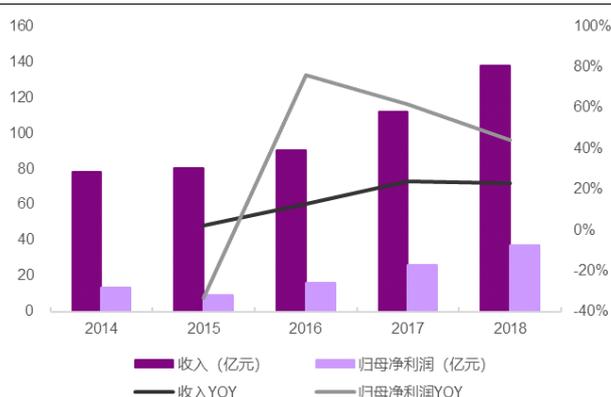
公司发布 18 年年报，18 年实现收入 137.5 亿、归母净利润 37.19 亿、扣非归母净利润 36.91 亿元，分别同比增长 23.09%、43.65%、43.05%，实现 EPS 3.34 元，符合市场预期：

1) **分季度看**：18Q3 和 Q4 单季度收入同比增长 21%和 23%，归母净利润同比增长 30%和 38%，18Q4 有所提升。利润增速明显高于收入增速的原因在于公司 18 年 10 月上市募资带来的财务费用节省。

2) **分板块看**：生命信息与支持、体外诊断、医学影像三大板块齐头并进，18 年收入分别同比增长 23%、24%、23%，占比分别为 38%、34%、26%。

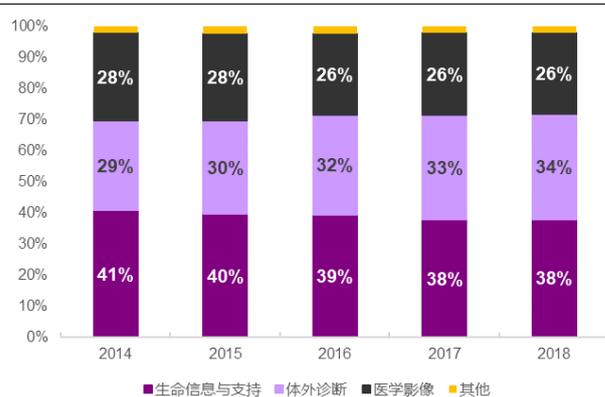
3) **分市场看**：公司已经在境外地区的超过 30 个国家设有 39 家子公司。18 年，国内市场贡献收入 78 亿，同比增长 29%；海外市场贡献收入 60 亿，同比增长 16%。两者占比分别为 57%和 43%。海外业务增速较低原因在于美国市场受到关税提高影响。

图 1：迈瑞 18 年收入 137.5 亿，同比增速 23%



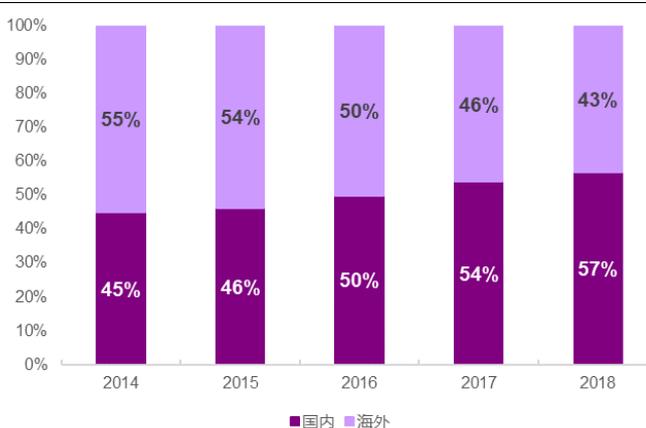
资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 2：迈瑞三大业务板块齐头并进



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 3：18 年海外市场贡献了 43% 的收入



资料来源：公司公告、光大证券研究所

2、器械王者，平台+高端+全球化稳步推进

2.1、医疗器械行业强者恒强，迈瑞地位稳固

平台化、高端化、全球化的医疗器械龙头。迈瑞成立于1991年，成立之初就专注于医疗器械的研发、生产和销售。在27年的发展历史中，迈瑞持续进行三个维度的拓展：平台化、高端化、全球化。

图4：迈瑞是国内医疗器械产业的开拓者



资料来源：公司公告、光大证券研究所

表1：迈瑞多条产品线处于领先地位（2018年）

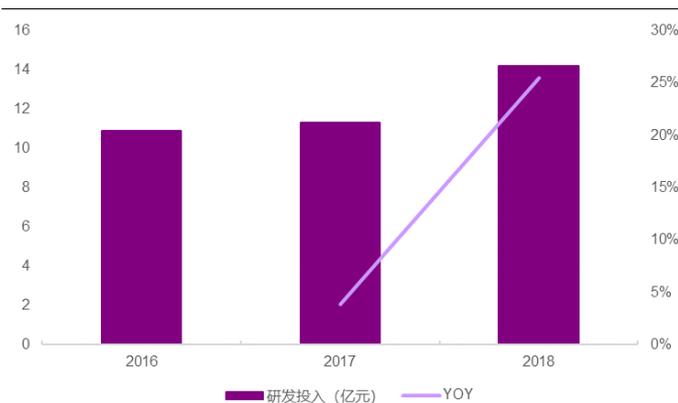
业务板块	产品	国内市场市占率	国际市场市占率
生命信息与支持	监护仪	第一	第三
	麻醉机	第三	第三
	除颤仪	第二	第五
体外诊断	生化分析仪	第二	
	血球分析仪	第二	第三
	化学发光	第七	
医学影像	超声	第三	第六

资料来源：公司公告、光大证券研究所

医疗器械强者恒强，迈瑞龙头地位稳固。医疗器械行业的强者恒强趋势明显，主要在于两方面原因：

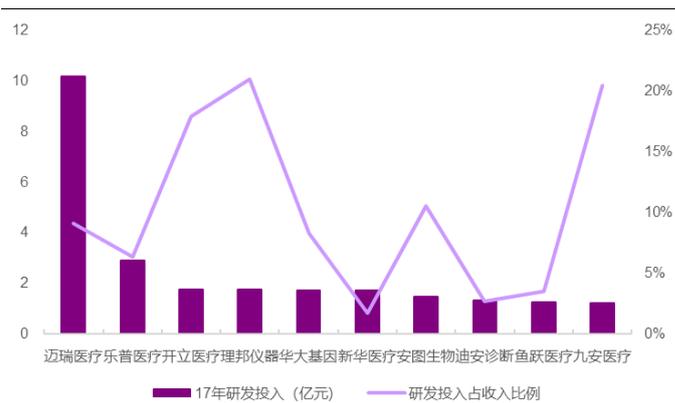
- 1) 供应商依赖：**医疗设备相比于药品，更加依赖上游元器件供应商。换言之，在上游元器件合格的情况下，某类医疗设备的低端产品壁垒不高。对于医疗器械的优势企业可以较容易地推出新产品的低端型号。传统业务提供现金流，再大力研发投入进行有针对性的技术攻关，或者收购，该优势企业就有较大概率在新产品中进入国内第一梯队。迈瑞18年研发投入高达14.2亿，优势明显。
- 2) 分散集采招标：**医疗器械招标不同于药品，其招采权主要是以医院为单位。具备打包供应能力的医疗器械厂商具有明显的优势。迈瑞目前的产品线集中于医院的手术室、检验科、影像科，协同效应显著。

图 5：18 年迈瑞研发投入 14.2 亿，同比增长 26%



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 6：迈瑞研发投入优势明显 (亿元)



资料来源：公司公告、光大证券研究所

注：由于部分可比企业暂未公布 18 年数据，我们选取 17 年数据进行比较

2.2、三大板块多点开花，受益器械下沉+进口替代

主力产品国家背书，受益器械下沉浪潮。随着分级诊疗政策的推进，医疗器械正逐步下沉到基层医院。自 2014 年以来，中国医学装备协会共组织过 5 批优秀国产医疗器械遴选工作，入选品种在各地基层医院的招采中都可享受一定的倾斜。迈瑞的血球分析器、生化仪、超声、麻醉剂、呼吸机、化学发光仪等主力产品均成功入选。

高端产品持续突破，进口替代正当时。医疗器械下游应用市场一半以上由三级医院占据，是医疗器械的主战场。三级医院相对更加看重产品的技术水平、品牌声誉，目前主要由外资产品占据。迈瑞近年正逐步在各类器械领域实现技术突破，进口替代正当时。

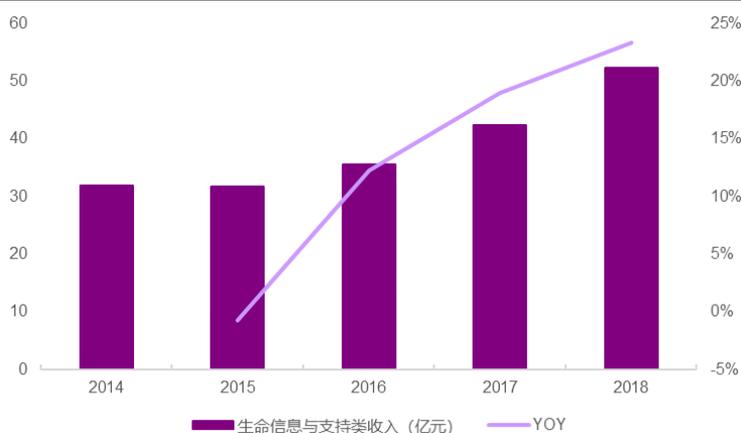
2.2.1、生命信息与支持：18 年收入 52 亿，同比增长 23%

18 年，公司生命信息与支持业务实现收入 52.24 亿元，同比增长 23.33%。主要产品均实现较高增长：

1) 监护仪：18 年销量增长 26%。作为迈瑞的起家业务，其国内市占率已经接近 50%，但在 2016 年之前，迈瑞仅有常规监护仪，缺乏 ICU、手术室主要使用的高端监护仪。2016 年，迈瑞的 N 系列监护仪上市，首次进入高端领域，监护仪业务迎来新一轮较高增长。

2) 其他：18 年，麻醉机、灯床塔、除颤机销量分别增长 29%、32%、44%。

图 7：18 年生命信息与支持收入 52 亿，同比增长 23%



资料来源：公司公告、光大证券研究所

2.2.2、IVD：18 年收入 46 亿，同比增长 24%

18 年，公司体外诊断业务实现收入 46.26 亿元，同比增长 23.66%。近年推出的新产品表现亮眼：

1) 化学发光：迈瑞的化学发光产品自 13 年问世以来，高速增长，16-17 年均实现翻倍增长，预计 18 年继续接近翻倍增长，实现试剂销售约 6 亿元。目前其已经进入国内第一梯队，拥有 64 个配套试剂，主流项目已经配齐。18 年新增装机 1000 台以上，累计超 3000 台，单机产出约 25 万。公司 19 年将要推出的发光级联产品，增强高端市场竞争力。

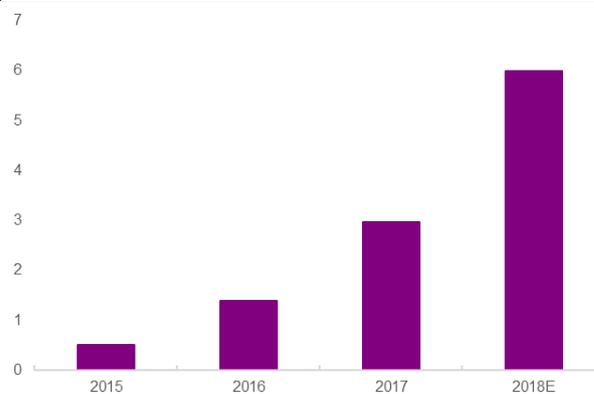
2) 血液分析流水线：血球分析市场相对成熟，迈瑞市占率已经达到 27%，主要竞争对手希森美康。不同于外资厂商的强势，迈瑞更加重视国内市场需求。为此，迈瑞于 2012 年开发出了针对国内市场的实现“血球+CRP”分析的 BC-5390CRP；于 2014 年推出国产第一套整合血常规、糖化血红蛋白、CRP 模块的血液分析流水线——太行 CAL8000。血液分析流水线的推出，使得迈瑞具备了和希森美康在三级医院主战场、全方位正面竞争的能力。

图 8：18 年 IVD 收入 46 亿，同比增长 24%



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 9：预计 18 年化学发光试剂收入约 6 亿



资料来源：公司公告、光大证券研究所预测

图 10: CAL8000 血液分析流水线

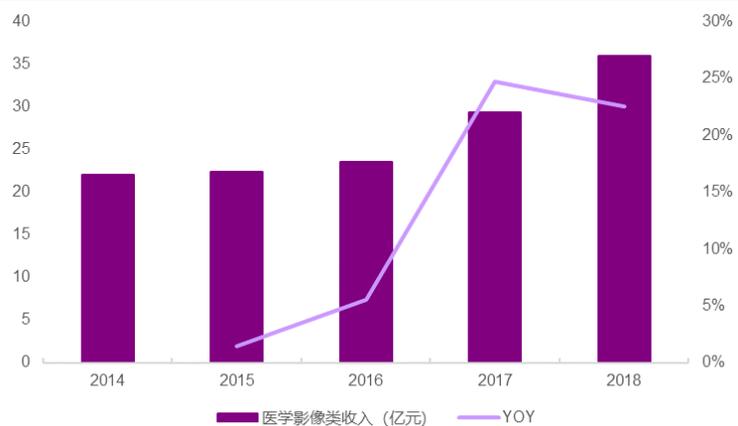


资料来源：公司官网、光大证券研究所

2.2.3、医学影像：18 年收入 36 亿，同比增长 23%

18 年，公司医学影像业务实现收入 35.97 亿元，同比增长 22.55%。迈瑞早在 2001 年就布局超声设备，但由于高端成像技术迟迟未能突破，在 2015 年之前，迈瑞仅有中低端产品。2013 年，迈瑞收购了美国 Zonare，获得了域光成像技术，随后自研剪切波弹性成像技术，终于在 2015 年推出了国产第一台高端彩超——昆仑系列彩超。目前，国内超声市场仍有 80% 被外资占据，迈瑞市占率不到 10%，进口替代刚刚起步。18 年，公司彩超产品销量增长 20%，随着高端产品占比提升，收入增速高于销量。

图 11: 18 年医学影像收入 36 亿，同比增长 23%



资料来源：公司公告、光大证券研究所

凭借 N、昆仑、太行、化学发光等系列产品放量，预计 19 年 IVD 收入将超 20% 增长，生命信息与支持、医学影像板块收入将保持 20% 左右增长。

3、投资评级

迈瑞作为完成全球化布局的医疗器械龙头，高端化、平台化稳步推进，地位十分稳固，远期空间大。考虑公司成熟产品增长超预期，我们上调 19-20 年 EPS 预测为 3.78/4.52 元(原为 3.71/4.46 元)，新增 21 年 EPS 预测为 5.47 元，分别同比+23%/20%/21%，对应 19-21 年 PE 为 35/29/24 倍，维持“买入”评级。

4、风险分析

1) 产品放量低于预期

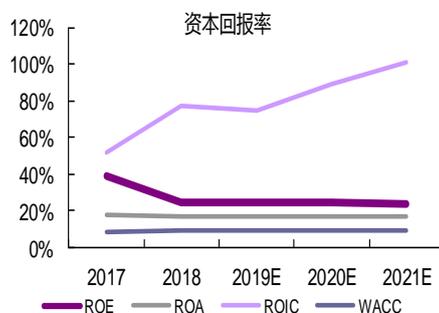
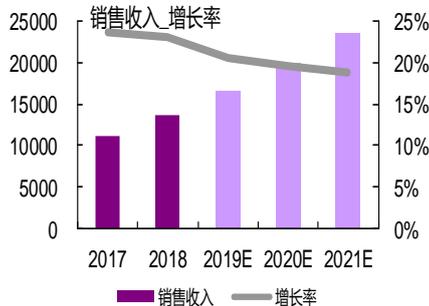
公司产品众多，并且监护仪等产品市占率较高、化学发光等新产品需要市场认可，存在增长低于预期的风险。

2) IVD 降价高于预期

IVD 行业存在集采、阳光采购等政策风险，导致产品较大幅度降价的可能。

3) 并购整合不及预期

医疗器械细分领域众多，在发展过程中必然伴随着并购，存在整合不及预期的风险。



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	11,174	13,753	16,594	19,860	23,611
营业成本	3,684	4,597	5,446	6,446	7,582
折旧和摊销	318	338	50	60	71
营业税费	148	192	232	278	330
销售费用	2,727	3,202	3,825	4,532	5,226
管理费用	1,665	715	2,459	3,019	3,554
财务费用	267	-156	-372	-500	-646
公允价值变动损益	-111	113	0	0	0
投资收益	9	-113	350	160	0
营业利润	2,880	4,278	5,237	6,221	7,479
利润总额	2,931	4,238	5,237	6,271	7,579
少数股东损益	12	7	12	12	12
归属母公司净利润	2,589	3,719	4,592	5,501	6,651

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	14,438	21,627	27,612	33,231	39,298
流动资产	8,591	15,192	19,908	25,294	31,091
货币资金	5,270	11,544	15,373	19,847	24,961
交易型金融资产	25	0	0	0	0
应收帐款	1,423	1,573	1,965	2,383	2,777
应收票据	0	55	38	42	65
其他应收款	146	0	0	0	0
存货	1,567	1,699	2,202	2,665	2,901
可供出售投资	0	0	227	200	200
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	2,496	0	132	285	452
无形资产	849	901	904	908	921
总负债	7,784	6,449	9,046	10,533	11,591
无息负债	5,940	6,449	9,046	10,533	11,591
有息负债	1,844	0	0	0	0
股东权益	6,654	15,178	18,567	22,698	27,707
股本	1,094	1,216	1,216	1,216	1,216
公积金	3,132	8,779	8,779	8,779	8,779
未分配利润	2,387	5,145	8,522	12,641	17,638
少数股东权益	34	20	32	44	56

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	3,300	4,035	5,483	4,834	5,712
净利润	2,589	3,719	4,592	5,501	6,651
折旧摊销	318	338	50	60	71
净营运资金增加	225	402	-785	568	939
其他	168	-425	1,626	-1,294	-1,948
投资活动产生现金流	13	-693	-1,378	-133	-340
净资本支出	-456	-675	-174	-320	-340
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	469	-18	-1,204	187	0
融资活动现金流	-2,453	2,892	-275	-228	-258
股本变化	0	122	0	0	0
债务净变化	-1,699	-1,844	0	0	0
无息负债变化	1,110	509	2,596	1,488	1,057
净现金流	705	6,418	3,830	4,473	5,114

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	23.72%	23.09%	20.65%	19.68%	18.89%
净利润增长率	61.78%	43.65%	23.47%	19.79%	20.91%
EBITDA 增长率	87.96%	64.84%	-14.40%	23.11%	22.84%
EBIT 增长率	105.44%	71.20%	-9.61%	23.16%	22.88%
估值指标					
PE	62	43	35	29	24
PB	24	11	9	7	6
EV/EBITDA	44	28	32	25	20
EV/EBIT	49	30	32	26	20
EV/NOPLAT	55	34	37	29	23
EV/Sales	13	11	9	7	6
EV/IC	28	26	27	26	23
盈利能力 (%)					
毛利率	67.03%	66.57%	67.18%	67.54%	67.89%
EBITDA 率	28.96%	38.78%	27.51%	28.30%	29.24%
EBIT 率	26.11%	36.32%	27.21%	28.00%	28.94%
税前净利润率	26.23%	30.82%	31.56%	31.58%	32.10%
税后净利润率 (归属母公司)	23.17%	27.04%	27.67%	27.70%	28.17%
ROA	18.02%	17.23%	16.67%	16.59%	16.95%
ROE (归属母公司) (摊薄)	39.11%	24.54%	24.78%	24.28%	24.05%
经营性 ROIC	52.07%	77.60%	74.53%	88.87%	100.82%
偿债能力					
流动比率	1.38	3.31	2.98	3.36	3.97
速动比率	1.13	2.94	2.65	3.01	3.60
归属母公司权益/有息债务	3.59	-	-	-	-
有形资产/有息债务	6.43	-	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	2.13	3.06	3.78	4.52	5.47
每股红利	0.00	1.00	1.14	1.36	1.64
每股经营现金流	2.71	3.32	4.51	3.98	4.70
每股自由现金流(FCFF)	1.86	3.05	3.90	3.36	4.02
每股净资产	5.45	12.47	15.25	18.63	22.75
每股销售收入	9.19	11.31	13.65	16.34	19.42

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也不, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼