

三大业务高速增长，盈利能力持续提升

买入|维持

——迈瑞医疗 2018 年报点评

事件:

4月23日，公司公告2018年报，报告期内公司实现营收137.53亿元，同比增长23.09%；归母净利润37.19亿元，同比增长43.65%；扣非归母净利润36.90亿元，同比增长43.05%，基本每股收益3.34元。

公告利润分配预案，拟向全体股东每10股派发现金红利10元(含税)。

● 三大业务营收高增长，高端产品发力，盈利能力显著提升

(1) 生命信息与支持:板块实现营业收入52.24亿元，同比增长23.33%，占总营收的37.98%。预计未来仍能保持20%+增速。

(2) 体外诊断:板块实现营业收入46.56亿元，同比增长23.66%，占总营收33.63%。体外诊断设备和试剂的销量较上年分别提升11.70%和22.73%，高端产品占比亦逐步提升。

(3) 医学影像板块实现营业收入35.97亿元，同比增长22.55%，占总营收26.15%，板块整体毛利率为71.00%，较上年同比增长0.54%。彩超销量较上年同比增长20.21%，较低于收入增速，主要系高端系列昆仑和女娲产品优化结构，带动单价和整体毛利提升。

● 行业景气度高，政策引领基层需求扩容

在县级医院层面，国家提出“大病不出县”，并明确提出到2020年，500家县医院和县中医医院分别达到“三级医院”和“三级中医医院”服务能力要求。在基层医疗层面，国家在全国范围内开展“优质服务基层行”活动，将推动3.7万家乡镇卫生院和3.5万家社区卫生服务中心升级成二级医院。县级、基层医疗机构的改革建设意在“筑巢引凤”，通过提升设备配置，吸引留住基层医疗人才，提升基层服务能力，利好平台型设备企业成长。

● 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，中短期将较大受益于国家基层政策推动，基层扩容+国产替代双轮驱动，中长期有望进一步突破高端和国际领域，具有较高的确定性成长空间。我们预计公司19-21年实现营业收入分别为166.80/200.93/240.66亿元，归母净利润为45.59/56.37/68.65亿元，EPS为3.75/4.64/5.65元/股，对应PE为34/28/23倍，给予目标价150元，维持“买入”评级。

● 风险提示

新产品研发进展不达预期；政策执行不达预期；汇率波动风险；产品价格下降风险

附表：盈利预测

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	11173.80	13753.36	16680.40	20092.87	24065.50
收入同比 (%)	23.7	23.1	21.3	20.5	19.8
归母净利润(百万元)	2589.15	3719.24	4558.62	5636.97	6865.47
归母净利润同比 (%)	61.8	43.6	22.6	23.7	21.8
ROE (%)	39.1	24.5	23.1	22.2	21.3
每股收益 (元)	2.13	3.06	3.75	4.64	5.65
市盈率(P/E)	0.00	35.70	34.14	27.60	22.67

资料来源: Wind, 国元证券研究中心

当前价/目标价: 131.05元/150.00元

目标期限: 6个月

基本数据

52周最高/最低价(元): 135.48 / 70.27

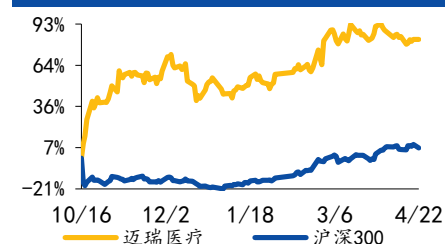
A股流通股(百万股): 121.60

A股总股本(百万股): 1215.69

流通市值(百万元): 15564.80

总市值(百万元): 155608.48

过去一年股价走势



资料来源: Wind

相关研究报告

《风劲好扬帆，医疗影像进口替代之路》2018.10.15

报告作者

分析师 金红

执业证书编号 S0020515090001

电话 021-51097188

邮箱 jinhong@gyzq.com.cn

联系人 刘慧敏

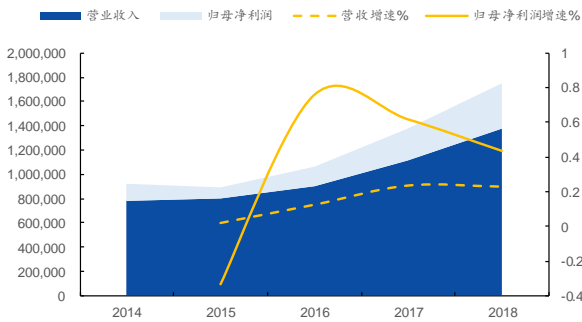
电话 021-51097188

邮箱 liuhuimin@gyzq.com.cn

三大业务营收高增长，高端产品发力，盈利能力显著提升。

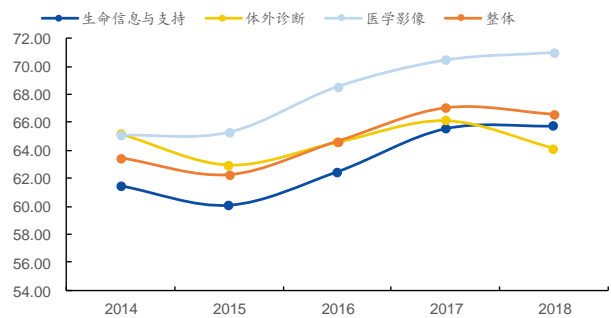
- (1) **生命信息与支持**板块实现营业收入 52.24 亿元，同比增长 23.33%，占总营收的 37.98%。其中监护仪、除颤仪、麻醉机、灯床塔分别实现 26.02%、44.26%、29.23%和 31.57%的销量高增长，高于收入增速。板块整体毛利率为 65.71%，较上年同比增长 0.19%，主要得益于两方面，一是高端产品优化，新一代中端监护仪 ePM 系列、高端监护仪 N 系列不断推出和被市场认可，高毛利产品占比提升，二是监护仪等产品随着销量上升，在材料成本、生产成本方面达到规模效应，更加高效。预计随着县级、基层市场扩容，监护仪、麻醉机、灯床塔和除颤仪有望维持 20%的增长势头。
- (2) **体外诊断**板块实现营业收入 46.56 亿元，同比增长 23.66%，占总营收 33.63%。体外诊断设备和试剂的销量较上年分别提升 11.70%和 22.73%，高端产品占比亦逐步提升。板块整体毛利率下滑 2.00%，主要系公司为新产品快速实现竞争优势，略微牺牲短期利润率以换取更大的市场份额。2018 年公司化学发光产品同比实现 80%的强劲增长，在 2018 年国内市场新增装机数量居首位，市场份额显著提升。2019 年公司将推出发光机联产品，有望继续推进高端产品升级。
- (3) **医学影像**板块实现营业收入 35.97 亿元，同比增长 22.55%，占总营收 26.15%，板块整体毛利率为 71.00%，较上年同比增长 0.54%。彩超销量较上年同比增长 20.21%，较低于收入增速，主要系高端系列昆仑和女娲产品优化结构，带动单价和整体毛利提升。

图 1：迈瑞医疗营收情况



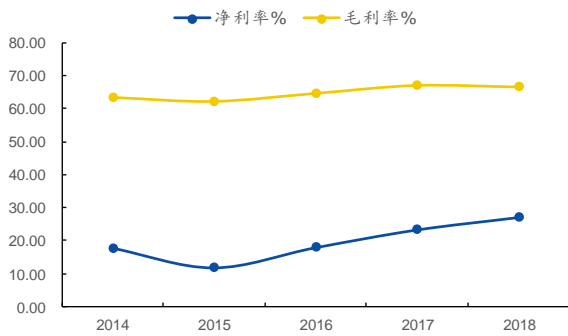
资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 2：迈瑞医疗分产品毛利率情况

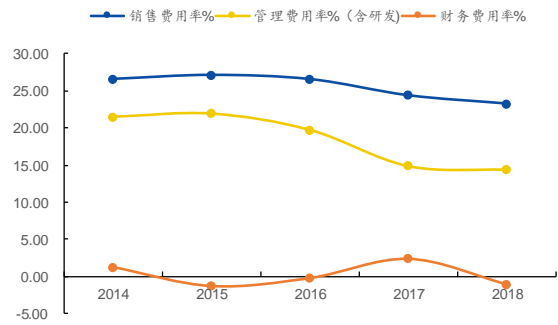


资料来源：Wind, 国元证券研究中心

费用控制良好，净利率提升 3.81pcts。公司 2018 年期间费用控制合理，其中销售费用率为 23.28%，较去年同期下降 1.12pct；管理费用率(不含研发费用)为 5.20%，较去年同期下降 0.59pct；研发费用率为 9.21%，较去年同期增长 0.10pct；财务费用率为 -1.13%，较去年同期下降 3.52pct，主要系报告期内人民币较美元贬值明显，产生较大汇兑收益。公司 2018 年实现毛利率 66.57%，较去年同期下降 0.46pct，但管理效率提升，期间费用均有所下降，推动净利率提升至 27.09%，较去年提升 3.81pct。

图 3：迈瑞医疗历年毛利率、净利率


资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 4：迈瑞医疗历年期间费用率


资料来源：Wind，国元证券研究中心

运营能力显著提升，引领行业水平。公司 2018 年应收账款周转天数和存货周转天数分别为 39.20 和 127.89，较去年同期实现增长，且高于行业平均水平。公司市场地位稳固，账期拖欠较短，公司运营能力、存货管理能力和账期管理能力都较强。

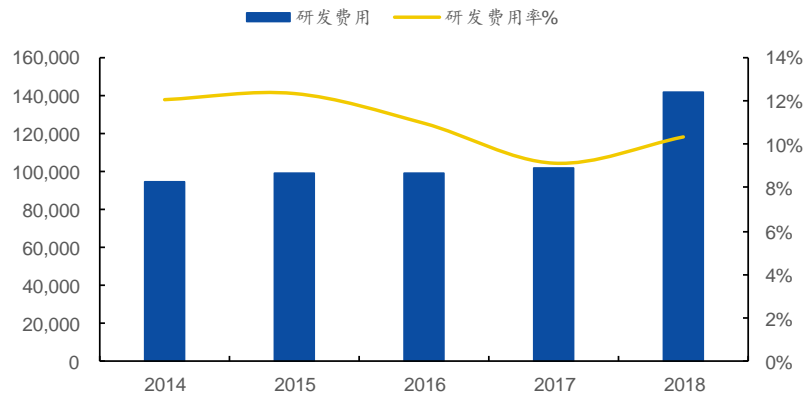
表 1. 迈瑞医疗运营能力

	2014	2015	2016	2017	2018
存货周转天数	115.57	114.23	114.51	126.97	127.89
应收账款周转天数	62.99	58.05	44.64	39.45	39.20
存货周转率	3.12	3.15	3.14	2.84	2.81
应收账款周转率	5.72	6.20	8.06	9.13	9.18
流动资产周转率	0.84	0.98	1.26	1.41	1.16
总资产周转率	0.54	0.59	0.71	0.82	0.76
应付账款周转率	5.01	5.22	5.21	4.58	4.83
应付账款周转天数	71.90	68.96	69.12	78.63	74.57

资料来源：wind，国元证券研究中心

研发投入驱动未来成长，高端制造引领平台化、全球化。医疗器械行业以技术突破为驱动，是公司保持高增长的核心竞争力。公司采用国际领先的医疗产品创新体系（MPI, Medical Product Innovation），以市场导向为核心，通过需求管理、产品规划、组合管理等行为，以保证开发正确的市场需要的产品。公司在全球设有八大研发中心，拥有 2258 名研发工程师，新增近 500 人，较去年同期增长 24.45%。2018 年研发投入达到 14.20 亿元，占总营收比例为 10.33%，较上年增长 25.5%，占比提升 0.20%。近年来，公司推出 N 系列高端监护仪、Zonare 系列升级超声产品、以及高速免疫分析仪 CL-6000i 等产品，有望持续进行产品结构优化。

图 5：迈瑞医疗研发费用情况



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

产业景气度提升，中国市场进口替代+基层扩容双轮驱动。2018 年公司在国内市场实现营收 77.97 亿元，占比 56.7%，同比增长 29.28%。公司在国内的品牌认可度提升，细分产品市场份额仍在提升，基层扩容需求+国产替代进程加速，利好迈瑞产品在国内持续增长。国际市场实现营收 59.55 亿元，占比 43.4%，同比增长 15.82%，主要系拉美和欧洲市场拉动。随着国际营销渠道拓展和本地化营销体系的日臻完善，国际市场的增速有望维持或小幅提升。

政策利好，引领基层市场扩容，利好平台型龙头企业继续拓展。

县级医院：“大病不出县”，五大中心建设加码医疗器械购置。基层医疗机构服务能力的提升一直是国家医改的重要组成部分，近年来，卫健委多次下达文件要求提高县医院医疗服务能力。2018 年 11 月，国家卫健委印发《全面提升县级医院综合能力工作方案(2018-2020 年)》，明确提出，到 2020 年，500 家县医院（包括部分贫困县县医院）和县中医医院分别达到“三级医院”和“三级中医医院”服务能力要求。县级医院的升级要求其进一步完善各科室诊疗能力，对监护仪、体液检测、医疗影像设备的配置水平也提出了更高的标准，将进一步激发基层市场的增长动力。

表 1. 五大中心相应医学影像设备需求

名称	相关文件	设备
胸痛中心	胸痛中心建设与管理指导原则（试行）	CT、超声、DR、DSA、内窥镜等
卒中中心	医院卒中中心建设与管理指导原则（试行）	监护仪、CT、超声、MRI、DSA 等
创伤中心	创伤中心建设与管理指导原则（试行）	CT、超声、MRI、DR、DSA、内窥镜等
危重孕产妇救治中心	危重孕产妇和新生儿救治中心建设与管理指南	监护仪、超声、移动 DR 等
危重儿童和新生儿救治中心	危重孕产妇和新生儿救治中心建设与管理指南	监护仪、超声、移动 DR 等

资料来源：政府文件，国元证券研究中心

基层医院：向二级医院升级带来设备增量空间。2018 年 9 月，国家卫健委、国家中医药管理局发出通知，决定在全国范围内开展“优质服务基层行”活动，并制定乡镇卫生院和社区卫生服务中心服务能力标准，要求对照标准提升服务能力和改善

服务质量，将推动 3.7 万家乡镇卫生院和 3.5 万家社区卫生服务中心升级成二级医院。长期以来基层医疗机构的建设（乡镇卫生院、城市社区卫生服务中心）缺乏统一评审标准，财政投入不到位，导致基层医疗机构普遍存在技术人才缺乏、资源分布不均和服务能力较弱等问题。“优质服务基层行”意在“筑巢引凤”，通过合理配置设备，引入相应的医院人员。

表2. 基层医疗机构基本设备配置要求

设备类别	社区卫生服务中心（站）			乡镇卫生院		
	A类	B类	C类	A类	B类	C类
心电图机	√	√	√	√	√	√
血球计数仪	√	√	√	√	√	√
B超	√	√		√	√	
DR	√	√		√	√	
彩超	√	√		√	√	
全自动生化分析仪	√	√		√	√	
血凝仪	√	√		√	√	
十二导联心电图机	√	√		√	√	
呼吸机	√			√	√	
CT				√		

资料来源：政府文件、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	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	8590.79	15192.49	21996.55	28592.50	36697.59
现金	5270.35	11543.77	18228.20	24085.70	31336.89
应收账款	1422.96	1627.33	1599.49	1926.71	2307.65
其他应收款	149.98	134.82	159.95	192.67	230.77
预付账款	107.30	122.41	162.53	194.18	230.55
存货	1567.44	1698.95	1781.17	2128.03	2526.54
其他流动资产	72.76	65.21	65.21	65.21	65.21
非流动资产	5847.65	6434.89	6209.34	6119.61	6029.88
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	2495.73	2571.23	2571.23	2571.23	2571.23
无形资产	848.61	900.65	810.92	721.19	631.46
其他非流动资产	2503.31	2963.02	2827.20	2827.20	2827.20
资产总计	14438.44	21627.39	28205.89	34712.12	42727.48
流动负债	6236.17	4592.06	6620.83	7478.79	8614.92
短期借款	1801.12	0.00	600.00	300.00	100.00
应付账款	998.78	940.37	1039.02	1241.35	1473.81
其他流动负债	3436.27	3651.69	4981.81	5937.44	7041.11
非流动负债	1548.14	1857.01	1857.01	1857.01	1857.01
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	1548.14	1857.01	1857.01	1857.01	1857.01
负债合计	7784.31	6449.07	8477.84	9335.80	10471.93
少数股东权益	34.20	19.99	29.13	40.42	54.18
股本	1094.09	1215.69	1215.69	1215.69	1215.69
资本公积	2584.75	8171.27	8171.27	8171.27	8171.27
留存收益	2941.08	5771.36	10311.96	15948.93	22814.40
归属母公司股东权益	6619.93	15158.32	19698.92	25335.89	32201.36
负债和股东权益	14438.44	21627.39	28205.89	34712.12	42727.48

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	3300.37	4034.59	6076.26	6105.98	7397.17
净利润	2601.19	3725.74	4567.75	5648.27	6879.23
折旧摊销	317.69	338.16	89.73	89.73	89.73
财务费用	253.68	-91.79	2.99	4.48	1.99
投资损失	-9.24	112.65	112.65	-50.00	-50.00
营运资金变动	125.89	155.18	1327.39	419.51	482.22
其他经营现金流	11.14	-205.35	-24.25	-6.00	-6.00
投资活动现金流	13.08	-692.62	29.17	56.00	56.00
资本支出	-455.75	-674.97	141.82	6.00	6.00
长期投资	552.54	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-83.71	-17.64	-112.65	50.00	50.00
筹资活动现金流	-2452.53	2892.12	579.00	-304.48	-201.99
短期借款	-63.84	-1801.12	600.00	-300.00	-200.00
长期借款	-1677.80	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	121.60	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-107.80	5586.52	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-603.08	-1014.88	-21.00	-4.48	-1.99
现金净增加额	860.93	6234.08	6684.42	5857.51	7251.18

利润表

单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	11173.80	13753.36	16680.40	20092.87	24065.50
营业成本	3684.01	4597.40	5417.73	6472.75	7684.89
营业税金及附加	147.86	192.24	216.85	261.21	288.79
营业费用	2726.86	3202.23	3669.69	4319.97	5174.08
管理费用	647.33	715.11	2418.66	2813.00	3321.04
财务费用	267.37	-155.80	-51.21	-73.22	-109.27
资产减值损失	31.78	50.94	-18.25	0.00	0.00
公允价值变动收益	-111.41	112.64	0.00	0.00	0.00
投资净收益	9.24	-112.65	-112.65	50.00	50.00
营业利润	2879.59	4278.16	5215.29	6450.16	7856.98
营业外收入	69.87	26.59	20.00	20.00	20.00
营业外支出	18.09	66.42	15.00	15.00	15.00
利润总额	2931.37	4238.33	5220.29	6455.16	7861.98
所得税	330.18	512.58	652.54	806.90	982.75
净利润	2601.19	3725.74	4567.75	5648.27	6879.23
少数股东损益	12.04	6.51	9.14	11.30	13.76
归属母公司净利润	2589.15	3719.24	4558.62	5636.97	6865.47
EBITDA	3267.31	4117.37	5047.20	6315.68	7686.44
EPS (元)	2.13	3.06	3.75	4.64	5.65

主要财务比率

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	23.7	23.1	21.3	20.5	19.8
营业利润(%)	85.9	48.6	21.9	23.7	21.8
归属母公司净利润(%)	61.8	43.6	22.6	23.7	21.8
获利能力					
毛利率(%)	67.0	66.6	67.5	67.8	68.1
净利率(%)	23.2	27.0	27.3	28.1	28.5
ROE(%)	39.1	24.5	23.1	22.2	21.3
ROIC(%)	78.3	91.4	206.6	342.5	652.5
偿债能力					
资产负债率(%)	53.9	29.8	30.1	26.9	24.5
净负债比率(%)	13.7	0.0	2.1	0.9	0.2
流动比率	1.38	3.31	3.32	3.82	4.26
速动比率	1.11	2.91	3.03	3.51	3.94
营运能力					
总资产周转率	0.82	0.76	0.67	0.64	0.62
应收账款周转率	9.03	9.02	10.34	11.40	11.37
应付账款周转率	4.39	4.74	5.47	5.68	3.39
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.13	3.06	3.75	4.64	5.65
每股经营现金流(最新摊薄)	2.71	3.32	5.00	5.02	6.08
每股净资产(最新摊薄)	5.45	12.47	16.20	20.84	26.49
估值比率					
P/E	0.00	35.70	34.14	27.60	22.67
P/B	0.00	8.76	7.90	6.14	4.83
EV/EBITDA	-1.01	29.44	27.34	20.87	16.18

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间接损失承担任何责任。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告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