

## 一季度增长态势良好, 看好全年业绩表现

### 投资要点

- **事件:** 公司2019年一季度实现营业收入39.0亿元, 同比增长20.7%; 归母净利润10.0亿元, 同比增长24.6%; 扣非后净利润10.0亿元, 同比增长28.3%。
- **三大板块增长态势良好, 业绩略超市场预期。** 公司2019Q1实现营业收入和归母净利润同比增长20.7%和24.6%, 业绩偏上限, 略超市场预期。**分板块来看:** 1) 生命信息与支持: 高端监护仪、麻醉机和呼吸机等产品持续替代进口, 预计一季度收入增速超过20%; 2) 医学影像: 预计一季度增速接近20%, 主要是受到前期宏观经济形势不明朗的影响, 民营医疗机构采购节奏有所放缓, 同时基层市场政府资金到位节奏也有所放慢。考虑到目前国内经济形势出现好转的势头, 以及基层市场政府采购资金在3月份开始到位, 预计从二季度开始, 公司医学影像业务将开始发力; 3) 体外诊断: 化学发光目前依旧处于快速放量的阶段, 血球产品保持稳定增长, 预计血球产品一季度收入增速在15-20%之间。总体来看, 一季度公司各板块业务保持了较好的增长趋势, 我们看好公司2019年全年的业绩表现。
- **海外市场增速大幅提高, 国内市场稳定增长。** 分区域看: 1) **海外市场:** 国际新兴市场的需求旺盛, 目前增长较快, 我们预计拉美地区收入增速超过50%, 欧洲地区预计有20-25%的增长, 北美地区收入增长预计超过10%。随着公司在海外市场销售渠道不断整合和理顺, 我们判断海外市场增速将不断提升; 2) **国内市场:** 县级医院升级改造项目不断落地, 公司来自二级医院收入的增速明显提升, 预计2019Q1收入占比在30-35%之间, 随着分级诊疗和基层扩容持续推进, 预计中低端市场空间将进一步打开。三级医院方面, 公司Resona系列、高通量化学发光仪和高端监护仪等产品渗透率不断提升, 预计高端市场将继续带动公司整体业务稳定高增长。
- **产品线种类日益齐全, 稳定高增长可期。** 我们认为公司产品线正在不断丰富, 同时通过大力拓展国内外市场, 产品也得到快速放量。1) **产品拓展:** 三大业务板块中, 生命信息与支持 and 体外诊断领域还不断有新的各细分领域产品推出, 公司同时还布局了具有高成长性的微创、高值耗材等领域, 我们认为凭借公司强大的研发能力和充沛的资金支持, 新增业务将不断做大, 为公司贡献更多利润; 2) **市场拓展:** 国内分级诊疗和进口替代的大趋势依旧明确, 各级医疗机构的市场空间不断扩大, 公司作为国产器械龙头, 市场份额正在稳步提升。同时公司在海外市场布局多年, 全球化销售体系结构日益完善, 全面进军海外市场的条件已经成熟, 我们判断海外市场即将进入高增长阶段, 成为公司长期增长点。
- **盈利预测与评级。** 我们预计2019-2021年EPS分别为3.77元、4.64元和5.76元, 对应估值分别约为36倍、29倍和24倍。考虑到公司在国内外市场还具有较大的增长空间, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 产品销量或低于预期的风险; 汇兑损益超预期的风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	13753.36	16793.79	20436.51	24661.45
增长率	23.09%	22.11%	21.69%	20.67%
归属母公司净利润(百万元)	3719.24	4584.12	5638.07	6999.27
增长率	43.65%	23.25%	22.99%	24.14%
每股收益EPS(元)	3.06	3.77	4.64	5.76
净资产收益率ROE	24.55%	24.16%	23.79%	23.67%
PE	44	36	29	24
PB	10.88	8.69	6.95	5.57

数据来源: Wind, 西南证券

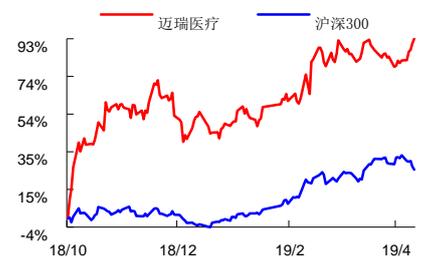
### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广  
执业证号: S1250513110001  
电话: 021-58351962  
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 陈铁林  
执业证号: S1250516100001  
电话: 023-67909731  
邮箱: ctl@swsc.com.cn

分析师: 何治力  
执业证号: S1250515090002  
电话: 023-67898264  
邮箱: hzl@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	12.16
流通A股(亿股)	1.22
52周内股价区间(元)	70.27-135.81
总市值(亿元)	1,651.03
总资产(亿元)	221.48
每股净资产(元)	13.29

### 相关研究

1. 迈瑞医疗(300760): 业绩符合预期, 三大产品线持续快速增长 (2019-04-23)
2. 迈瑞医疗(300760): 业绩符合预期, 三大产品线均20%以上增长 (2019-02-28)
3. 迈瑞医疗(300760): 业绩延续高速增长态势的国内医疗器械龙头 (2018-10-30)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	13753.36	16793.79	20436.51	24661.45	净利润	3725.74	4592.14	5647.93	7011.51
营业成本	4597.40	5605.35	6749.41	8150.09	折旧与摊销	338.16	271.05	271.05	271.05
营业税金及附加	192.24	231.98	281.44	340.82	财务费用	-155.80	-47.78	-64.01	-84.17
销售费用	3202.23	3694.63	4496.03	5178.90	资产减值损失	50.94	60.00	70.00	80.00
管理费用	715.11	2149.61	2615.87	3156.67	经营营运资本变动	-166.67	54.87	172.67	201.10
财务费用	-155.80	-47.78	-64.01	-84.17	其他	242.22	-82.91	-295.14	-74.59
资产减值损失	50.94	60.00	70.00	80.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>4034.59</b>	<b>4847.36</b>	<b>5802.51</b>	<b>7404.91</b>
投资收益	-112.65	30.00	40.00	50.00	资本支出	-2179.91	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	112.64	37.96	62.85	54.55	其他	1487.29	84.59	102.85	104.55
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-692.62</b>	<b>84.59</b>	<b>102.85</b>	<b>104.55</b>
<b>营业利润</b>	<b>4278.16</b>	<b>5167.96</b>	<b>6390.61</b>	<b>7943.69</b>	短期借款	-1801.12	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-39.83	47.78	19.24	18.91	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>4238.33</b>	<b>5215.74</b>	<b>6409.85</b>	<b>7962.60</b>	股权融资	5708.12	0.00	0.00	0.00
所得税	512.58	623.61	761.92	951.09	支付股利	-900.00	-743.85	-916.82	-1127.61
净利润	3725.74	4592.14	5647.93	7011.51	其他	-114.88	29.76	64.01	84.17
少数股东损益	6.51	8.02	9.86	12.24	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>2892.12</b>	<b>-714.08</b>	<b>-852.82</b>	<b>-1043.45</b>
归属母公司股东净利润	3719.24	4584.12	5638.07	6999.27	<b>现金流量净额</b>	<b>6418.23</b>	<b>4217.87</b>	<b>5052.55</b>	<b>6466.01</b>
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	11543.77	15761.64	20814.19	27280.20	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1874.91	2381.38	2898.21	3474.39	销售收入增长率	23.09%	22.11%	21.69%	20.67%
存货	1698.95	2094.92	2701.81	3189.93	营业利润增长率	48.57%	20.80%	23.66%	24.30%
其他流动资产	74.86	71.10	86.52	104.41	净利润增长率	43.23%	23.25%	22.99%	24.14%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	28.74%	20.87%	22.38%	23.23%
投资性房地产	38.57	38.57	38.57	38.57	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	3408.60	3233.03	3057.47	2881.90	毛利率	66.57%	66.62%	66.97%	66.95%
无形资产和开发支出	2412.88	2319.66	2226.44	2133.22	三费率	27.35%	34.52%	34.49%	33.46%
其他非流动资产	574.84	572.58	570.31	568.04	净利率	27.09%	27.34%	27.64%	28.43%
<b>资产总计</b>	<b>21627.39</b>	<b>26472.89</b>	<b>32393.51</b>	<b>39670.66</b>	ROE	24.55%	24.16%	23.79%	23.67%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	17.23%	17.35%	17.44%	17.67%
应付和预收款项	3487.69	4260.79	5175.49	6232.26	ROIC	87.73%	103.15%	127.85%	160.79%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	32.43%	32.10%	32.28%	32.97%
其他负债	2961.38	3203.51	3478.33	3814.80	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>6449.07</b>	<b>7464.30</b>	<b>8653.82</b>	<b>10047.06</b>	总资产周转率	0.76	0.70	0.69	0.68
股本	1215.69	1215.69	1215.69	1215.69	固定资产周转率	5.43	6.76	8.86	11.57
资本公积	8171.27	8171.27	8171.27	8171.27	应收账款周转率	8.59	8.78	8.62	8.62
留存收益	5753.34	9593.61	14314.86	20186.52	存货周转率	2.58	2.74	2.73	2.73
归属母公司股东权益	15158.32	18980.57	23701.82	29573.48	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.03%	—	—	—
少数股东权益	19.99	28.01	37.87	50.12	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>15178.32</b>	<b>19008.59</b>	<b>23739.69</b>	<b>29623.59</b>	资产负债率	29.82%	28.20%	26.71%	25.33%
负债和股东权益合计	21627.39	26472.89	32393.51	39670.66	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.31	3.62	3.90	4.16
					速动比率	2.94	3.25	3.50	3.77
					股利支付率	24.20%	16.23%	16.26%	16.11%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	3.06	3.77	4.64	5.76
					每股净资产	12.49	15.64	19.53	24.37
					每股经营现金	3.32	3.99	4.77	6.09
					每股股利	0.74	0.61	0.75	0.93
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	4460.51	5391.23	6597.65	8130.58					
PE	44.39	36.02	29.28	23.59					
PB	10.88	8.69	6.95	5.57					
PS	12.00	9.83	8.08	6.69					
EV/EBITDA	34.28	27.58	21.77	16.87					
股息率	0.55%	0.45%	0.56%	0.68%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn