



300760.SZ

增持

市场价格：人民币 168.55

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	62.4	14.3	24.4	0.0
相对深证成指	29.1	7.5	31.6	(1.6)

发行股数(百万)	1,216
流通股(%)	10
总市值(人民币 百万)	204,905
3个月日均交易额(人民币 百万)	351
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
Smartco Development Limited	27

资料来源：公司公告，聚源，中银国际证券
以2019年7月1日收市价为标准

相关研究报告

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物

邓周宇

075582560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517050001

张威亚

weiya.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517070002

迈瑞医疗

医疗器械龙头地位稳固，政策助力更上一层楼

公司目前是国内业务规模最大、拥有同行业最全产品线、国内外领先的医疗器械及解决方案供应商，产品主要覆盖生命信息支持、体外诊断、医学影像三大领域。公司坚持自主创新，通过内生外延拓展，力求国际化战略。公司多个产品在国内市占率前三，国内外享有很高声誉。我们认为，国内器械行业迎来发展的黄金十年，公司作为器械行业的绝对龙头，有望率先受益，维持增持评级。

支撑评级的要点

■ **创新研发、外延并购、国际化战略成就国内最大的医疗器械服务商。**公司自成立起深耕医疗器械行业，通过内生和外延拓展公司产品线，坚持研发和销售并重，力求国际化的发展战略。公司研发费用占营收比例常年保持10%以上，建立了遍布全球的8大研发中心，创新研发助力公司产品从中低端到高端的产业升级，实现民族品牌从跟跑到领跑的跨越式发展。公司立足自身优势业务，并购高端技术及市场，实现产品线的横向多样化和销售渠道的快速覆盖。公司自2000年开始国际化战略，经过近20年的国际业务发展，公司产品远销全球190多个国家和地区，进入大量全球顶尖医院与研究机构的核心科室。

■ **生命信息支持、体外诊断、医学影像三大基石业务鼎足发展。**三大主业均保持稳健发展，2015-2018年复合增速分别为18.16%、24.07%、17.2%。生命信息板块是公司的传统优势业务，在国内市场已经享有较高的品牌声誉，国外市场已经进入欧美众多知名综合大型医院和教学医院，随着高端产品陆续投入市场放量，该板块盈利能力增强；体外诊断是增长最快的子版块，其中化学发光领域公司后来者居上，试剂检测布局全面，仪器覆盖低中高端，满足不同医疗机构需求，仪器投放速度业内领先；医学影像领域公司超声产品实现了中低端到高端市场的全覆盖，国内独家拥有区域成像技术和剪切波弹性成像技术，高端台式彩超Resona-7已投入市场，放量将拉动彩超业务高速增长。

■ **国内器械市场发展迎来黄金十年，龙头公司率先受益。**根据中国医药物资协会数据，中国医疗器械市场近10年整体复合增长率达到20.5%，远超世界整体6.5%的复合增长水平。中国市场存在极大的产品普及需求，拥有较大的增量空间，未来很长一段时间将维持高速扩容态势。分级诊疗政策使得基层市场扩容，医疗需求大幅增加；同时鼓励采购国产器械装备，利于加快进口替代的进程；政策鼓励创新研发，优先审评等政策鼓励企业加大创新研发。国产医疗器械相比进口产品具有明显的价格优势，国内龙头企业的品牌、产品质量等更有保障，在国内企业的竞争中更有优势。受益于分级诊疗、鼓励研发创新、进口替代等政策，我国器械行业迎来发展的黄金十年，我们认为，公司作为器械行业的绝对龙头，凭借着强大的研发、销售、品牌能力，在竞争中具有明显优势，有望率先受益，市场份额进一步提升。

估值

■ 我们预计2019-2021年实现净利润分别为45.10亿元、54.70亿元、66.47亿元，维持增持评级。

评级面临的主要风险

■ 耗材集采降价、汇率波动、新品市场拓展低于预期、新技术研发失败等。

投资摘要

年结日：12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	11,174	13,753	16,895	20,609	24,873
变动(%)	24	23	23	22	21
净利润(人民币 百万)	2,589	3,719	4,510	5,470	6,647
全面摊薄每股收益(人民币)	2.366	3.059	3.710	4.500	5.468
变动(%)	61.8	29.3	21.3	21.3	21.5
全面摊薄市盈率(倍)	71.2	55.1	45.4	37.5	30.8
价格/每股现金流量(倍)	55.9	50.8	39.5	42.0	25.6
每股现金流量(人民币)	3.02	3.32	4.27	4.02	6.59
企业价值/息税折旧前利润(倍)	62.5	36.3	37.3	29.0	22.6
每股股息(人民币)	0.000	1.000	1.113	1.350	1.640
股息率(%)	n.a.	0.6	0.7	0.8	1.0

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	11,174	13,753	16,895	20,609	24,873
销售成本	(3,832)	(4,790)	(5,857)	(7,093)	(8,527)
经营费用	(4,120)	(3,637)	(5,952)	(7,086)	(8,357)
息税折旧前利润	3,222	5,327	5,086	6,431	7,989
折旧及摊销	(304)	(331)	(361)	(382)	(402)
经营利润 (息税前利润)	2,918	4,995	4,726	6,049	7,587
净利息收入/(费用)	(267)	156	100	100	100
其他收益/(损失)	(50)	(40)	279	32	(38)
税前利润	2,600	5,111	5,105	6,181	7,649
所得税	(330)	(513)	(587)	(711)	(880)
少数股东权益	12	7	8	0	122
净利润	2,589	3,719	4,510	5,470	6,647
核心净利润	2,289	4,588	4,522	5,475	6,651
每股收益 (人民币)	2.366	3.059	3.710	4.500	5.468
核心每股收益 (人民币)	2.092	3.774	3.720	4.504	5.471
每股股息 (人民币)	0.000	1.000	1.113	1.350	1.640
收入增长(%)	24	23	23	22	21
息税前利润增长(%)	105	71	(5)	28	25
息税折旧前利润增长(%)	89	65	(5)	26	24
每股收益增长(%)	62	29	21	21	22
核心每股收益增长(%)	37	80	(1)	21	21

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	2,600	5,111	5,105	6,181	7,649
折旧与摊销	304	331	361	382	402
净利息费用	267	(156)	(100)	(100)	(100)
运营资本变动	791	402	1,428	(756)	1,330
税金	13	(1,379)	(587)	(711)	(880)
其他经营现金流	(675)	(275)	(1,022)	(113)	(391)
经营活动产生的现金流	3,300	4,035	5,185	4,883	8,010
购买固定资产净值	22	78	40	40	40
投资减少/增加	78	(168)	3	(33)	(47)
其他投资现金流	(87)	(602)	(328)	(103)	(80)
投资活动产生的现金流	13	(693)	(285)	(96)	(87)
净增权益	0	(1,216)	(1,353)	(1,641)	(1,994)
净增债务	(1,699)	(1,844)	64	5	(8)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(754)	5,925	96	(47)	(114)
融资活动产生的现金流	(2,453)	2,892	(1,140)	(1,581)	(1,895)
现金变动	861	6,234	3,760	3,206	6,028
期初现金	4,467	5,270	11,544	15,304	18,510
公司自由现金流	3,313	3,342	4,900	4,787	7,922
权益自由现金流	1,882	1,342	4,865	4,692	7,815

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	5,348	11,619	15,670	18,768	24,820
应收帐款	1,569	1,753	2,486	2,549	3,559
库存	1,567	1,699	2,147	2,620	3,092
其他流动资产	107	122	177	180	244
流动资产总计	8,591	15,192	20,479	24,117	31,715
固定资产	3,105	3,409	3,201	2,971	2,722
无形资产	958	1,036	924	811	699
其他长期资产	443	591	454	494	513
长期资产总计	4,507	5,036	4,579	4,277	3,933
总资产	14,438	21,627	26,452	29,782	37,030
应付帐款	999	940	1,483	1,488	2,028
短期债务	1,801	0	50	50	50
其他流动负债	3,436	3,652	5,086	4,452	6,355
流动负债总计	6,236	4,592	6,619	5,990	8,433
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	1,548	1,857	1,508	1,638	1,668
股本	1,094	1,216	1,216	1,216	1,216
储备	5,519	13,925	17,082	20,911	25,564
股东权益	6,613	15,140	18,297	22,127	26,780
少数股东权益	34	20	28	28	150
总负债及权益	14,438	21,627	26,452	29,782	37,030
每股帐面价值 (人民币)	6.04	12.45	15.05	18.20	22.03
每股有形资产 (人民币)	5.17	11.60	14.29	17.53	21.45
每股净负债/(现金)(人民币)	(3.17)	(9.50)	(12.55)	(15.18)	(20.14)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	28.8	38.7	30.1	31.2	32.1
息税前利润率(%)	26.1	36.3	28.0	29.4	30.5
税前利润率(%)	23.3	37.2	30.2	30.0	30.8
净利率(%)	23.2	27.0	26.7	26.5	26.7
流动性					
流动比率(倍)	1.4	3.3	3.1	4.0	3.8
利息覆盖率(倍)	10.9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.1	2.9	2.8	3.6	3.4
估值					
市盈率(倍)	71.2	55.1	45.4	37.5	30.8
核心业务市盈率(倍)	80.6	44.7	45.3	37.4	30.8
市净率(倍)	27.9	13.5	11.2	9.3	7.7
价格/现金流(倍)	55.9	50.8	39.5	42.0	25.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	62.5	36.3	37.3	29.0	22.6
周转率					
存货周转天数	123.8	124.5	119.8	122.7	122.3
应收帐款周转天数	43.9	44.1	45.8	44.6	44.8
应付帐款周转天数	27.4	25.7	26.2	26.3	25.8
回报率					
股息支付率(%)	0.0	32.7	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	46.8	34.2	27.0	27.1	27.2
资产收益率(%)	18.6	24.9	17.4	19.0	20.1
已运用资本收益率(%)	7.8	7.9	6.7	6.7	6.8

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测