

2019年08月28日

迈瑞医疗 (300760.SZ)

公司快报

医药 | 医疗器械 III

 投资评级 **买入-B(维持)**

股价(2019-08-28) 181.91 元

交易数据

总市值(百万元)	221,146.40
流通市值(百万元)	22,120.26
总股本(百万股)	1,215.69
流通股本(百万股)	121.60
12个月价格区间	58.56/184.92 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	8.74	14.87	-10.87
绝对收益	12.99	23.99	

分析师

周新明
 SAC 执业证书编号: S0910519070001
 zhouxinming@huajinsec.cn
 021-20377037

分析师

王睿
 SAC 执业证书编号: S0910519080003
 wangrui@huajinsec.cn
 021-20377036

相关报告

迈瑞医疗: 三大业务齐头并进, 龙头优势显著
 2019-04-26

迈瑞医疗: 业绩符合预期, 龙头优势明显
 2019-03-04

迈瑞医疗: 厚积薄发的医疗器械龙头
 2019-01-11

业绩符合预期, 三大业务领域持续稳健增长

事件: 公司公告 2019 年半年报, 公司 2019 年上半年实现营业收入 82.06 亿元, 同比增长 20.52%; 归母净利润 23.69 亿元, 同比增长 26.57%; 扣非后归母 23.29 亿元, 同比增长 26.43%; 经营性现金流 20.99 亿元, 同比增长 39.45%。

◆ **业绩符合预期, 三大业务领域持续稳健增长:** 分产品线看, 公司生命信息与支持业务实现营收 32.26 亿元, 同比增长 24.44%, 以监护仪为切入, 带动除颤仪、麻醉机、呼吸机、输液泵等同领域产品同步增长的协同效应进一步放大, 科室整体解决方案以及信息化建设初见成效, 国内市场占有率继续稳步上升。体外诊断业务实现营收 28.45 亿元, 同比增长 22.48%。2019H1 公司推出了高速生化分析和化学发光免疫分析的自动化级联系统以及配套生化、免疫试剂产品, 协同高端五分类血液细胞分析和 CRP 一体化检测, 以及血液细胞自动化流水线的产品优势, 快速提升在中高端医院的渗透率, 提升市场份额, 业绩增长亮眼。医学影像业务实现营收 19.74 亿元, 同比增长 12.51%, 主要受到上半年政府招标延后、民营医院采购放缓等因素所致, 增速有所下降。

◆ **毛利率有所下滑, 费用管控能力进一步提升:** 2019H1 公司整体毛利率 65.23%, 其中生命信息与支持产品毛利率 65.42%, 同比下滑 1.32pp, 主要因为海外毛利率水平低于国内产品, 海外销售提升较快导致业务整体毛利率下滑; 体外诊断毛利率 63.18%, 同比下滑 2.34pp, 主要由于市场竞争加剧导致价格有所下滑; 医学影像毛利率 68.05%, 同比下滑 4.08pp, 下滑较多主要是招标价格有所下滑所致。费用管控能力进一步提升, 2019H1 公司销售费用率 23.28%, 同比下降 1.55pp; 管理费用率 13.62%, 同比下降 0.99 pp; 财务费用率 -1.72%, 同比下降 1.52pp。

◆ **加大研发投入比重, 新产品不断推陈出新:** 2019H1 公司研发投入 7.78 亿元, 同比增长 10.15%, 占营收比重 9.48%。科研成果方面, 公司 2019H1 推出了 HYPERVISOR X 亚重症中央站、腹腔镜气腹机、光学硬管腹腔镜、中高端台式彩超 DC-80 X-Insight 版、新低端便携彩超 Z50/Z60 及新黑白超 DP50 专家版、低端台式彩超 DC-30 V2.0 版、BS-2000M 全自动生化分析仪(M2)、CL-6000i M2 全自动化学发光免疫分析仪、生化免疫试剂产品(肿瘤、甲功、贫血、肝纤)平台优化等一系列在市场同档次里性能卓越、质量可靠、具备成本优势的产品和升级版本。此外公司作为牵头单位承担两项国家科技部重点研发计划, 作为参与单位参与两项国家科技部重点研发计划, 在新产品研发和高端产品临床示范应用方面, 得到了国家的认可和支持。

◆ **销售服务网络强劲, 成功进驻多家高端医疗机构:** 目前公司拥有营销人员近 3000 人, 在国内超过 30 个省市自治区均设有分公司; 在境外超过 30 个国家拥有子公司, 产品远销 190 多个国家及地区。公司产品已经覆盖我国 11 万家医疗机构和 99% 以上的三甲医院, 包括全国知名的北京协和医院、中国人民解放军总医院、上海瑞金医院等。在国际市场上公司产品是梅奥诊所、约翰·霍普金斯医院、麻省总医院、克利夫兰医学中心等全球领先的医疗机构的长期合作伙伴。2019H1 公司产品成功进驻多家高端医疗机构, 在全球顶尖的心胸外科医院“英国皇家帕普沃斯医院”

(Royal Papworth Hospital) 实现了全院监护解决方案的覆盖。

◆ **投资建议：**迈瑞医疗作为我国第一，全球领先的医疗器械公司，龙头优势明显。公司目前在监护仪、血球分析仪、中低端彩超等产品技术上已经可以和国外尖端产品媲美，高端化学发光、自动化流水线、高端专科彩超等领域不断技术突破。预计 2019、2020、2021 年营收分别为 167.15 亿元、202.76 亿元、245.97 亿元，净利润分别为 45.62 亿元、55.22 亿元、67.12 亿元，给予买入-B 建议。

◆ **风险提示：**贸易战影响；耗材降价风险；两票制风险；研发失败风险；并购风险；汇率风险

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	11,173.8	13,753.4	16,715.3	20,276.4	24,596.6
同比增长(%)	23.7%	23.1%	21.5%	21.3%	21.3%
营业利润(百万元)	2,879.6	4,278.2	5,239.0	6,191.8	7,517.2
同比增长(%)	85.9%	48.6%	22.5%	18.2%	21.4%
净利润(百万元)	2,589.2	3,719.2	4,562.4	5,521.6	6,712.4
同比增长(%)	61.8%	43.6%	22.7%	21.0%	21.6%
每股收益(元)	2.13	3.06	3.75	4.54	5.52
PE	85.4	59.5	48.5	40.1	32.9
PB	33.4	14.6	11.5	9.2	7.5

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

财务指标

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	11,173.8	13,753.4	16,715.3	20,276.4	24,596.6
减:营业成本	3,684.0	4,597.4	5,521.3	6,700.6	8,052.6
营业税费	147.9	192.2	205.6	263.6	322.0
销售费用	2,726.9	3,202.2	3,744.2	4,531.8	5,534.2
管理费用	1,665.4	715.1	2,340.1	2,838.7	3,320.5
财务费用	267.4	-155.8	-200.0	-120.0	-50.0
资产减值损失	31.8	50.9	45.0	50.0	50.0
加:公允价值变动收益	-111.4	112.6	290.0	100.0	100.0
投资和汇兑收益	9.2	-112.7	-110.0	80.0	50.0
营业利润	2,879.6	4,278.2	5,239.0	6,191.8	7,517.2
加:营业外净收支	51.8	-39.8	-39.8	91.9	128.5
利润总额	2,931.4	4,238.3	5,199.2	6,283.7	7,645.7
减:所得税	330.2	512.6	614.7	741.5	910.3
净利润	2,589.2	3,719.2	4,562.4	5,521.6	6,712.4

资产负债表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	5,270.3	11,543.8	18,200.1	18,802.4	29,693.1
交易性金融资产	25.4	-	-	-	-
应收帐款	1,568.1	1,697.9	1,552.3	2,953.6	2,409.6
应收票据	0.5	54.6	9.3	59.1	32.7
预付帐款	107.3	122.4	164.6	176.9	237.6
存货	1,567.4	1,698.9	1,307.1	2,897.3	1,821.2
其他流动资产	51.8	74.9	242.9	123.2	147.0
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-
投资性房地产	45.1	38.6	38.6	38.6	38.6
固定资产	2,495.7	2,571.2	2,716.3	2,461.3	2,206.4
在建工程	609.7	837.4	337.4	337.4	337.4
无形资产	958.2	1,036.5	1,369.5	1,202.6	1,035.6
其他非流动资产	1,739.1	1,951.3	2,392.0	2,035.0	2,111.8
资产总额	14,438.4	21,627.4	28,330.0	31,087.3	40,070.9
短期债务	1,801.1	-	1,000.0	-	-
应付帐款	1,849.0	1,871.7	3,342.9	2,532.6	4,800.5
应付票据	28.8	5.8	67.9	2.1	93.7
其他流动负债	2,557.3	2,714.5	3,163.2	2,927.0	4,086.0
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	1,548.1	1,857.0	1,508.3	1,637.8	1,667.7
负债总额	7,784.3	6,449.1	9,082.4	7,099.6	10,647.9
少数股东权益	34.2	20.0	42.0	62.6	85.7
股本	1,094.1	1,215.7	1,215.7	1,215.7	1,215.7
留存收益	5,518.9	13,924.6	17,990.0	22,709.4	28,121.6
股东权益	6,654.1	15,178.3	19,247.6	23,987.7	29,423.0

现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	2,601.2	3,725.7	4,562.4	5,521.6	6,712.4
加:折旧和摊销	317.7	338.2	421.9	421.9	421.9
资产减值准备	31.8	50.9	-	-	-
公允价值变动损失	111.4	-112.6	290.0	100.0	100.0
财务费用	253.7	-91.8	-200.0	-120.0	-50.0
投资损失	-9.2	112.7	110.0	-80.0	-50.0
少数股东损益	12.0	6.5	22.0	20.6	23.1
营运资金的变动	1,189.5	785.1	1,552.8	-3,565.4	5,041.4
经营活动产生现金流量	3,300.4	4,034.6	6,759.2	2,298.7	12,198.8
投资活动产生现金流量	13.1	-692.6	-802.0	-19.0	-50.0
融资活动产生现金流量	-2,452.5	2,892.1	699.1	-1,677.4	-1,258.1

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年增长率					
营业收入增长率	23.7%	23.1%	21.5%	21.3%	21.3%
营业利润增长率	85.9%	48.6%	22.5%	18.2%	21.4%
净利润增长率	61.8%	43.6%	22.7%	21.0%	21.6%
EBITDA 增长率	71.9%	70.7%	2.5%	18.9%	21.5%
EBIT 增长率	84.1%	77.4%	0.9%	20.5%	23.0%
NOPLAT 增长率	113.8%	29.8%	22.6%	20.5%	22.8%
投资资本增长率	-17.3%	10.4%	-67.1%	353.9%	-123.4
净资产增长率	44.6%	128.1%	26.8%	24.6%	22.7%

盈利能力

毛利率	67.0%	66.6%	67.0%	67.0%	67.3%
营业利润率	25.8%	31.1%	31.3%	30.5%	30.6%
净利润率	23.2%	27.0%	27.3%	27.2%	27.3%
EBITDA/营业收入	27.9%	38.7%	32.7%	32.0%	32.1%
EBIT/营业收入	25.2%	36.3%	30.1%	29.9%	30.4%

偿债能力

资产负债率	53.9%	29.8%	32.1%	22.8%	26.6%
负债权益比	117.0%	42.5%	47.2%	29.6%	36.2%
流动比率	1.38	3.31	2.84	4.58	3.82
速动比率	1.13	2.94	2.66	4.05	3.62
利息保障倍数	10.53	-32.06	-25.20	-50.60	-149.34

营运能力

固定资产周转天数	75	66	57	46	34
流动营业资本周转天数	-32	-27	-46	-23	-26
流动资产周转天数	256	311	395	413	434
应收帐款周转天数	43	43	35	40	39
存货周转天数	42	43	32	37	35
总资产周转天数	442	472	538	527	521
投资资本周转天数	97	75	43	49	25

费用率

销售费用率	24.4%	23.3%	22.4%	22.4%	22.5%
管理费用率	14.9%	5.2%	14.0%	14.0%	13.5%
财务费用率	2.4%	-1.1%	-1.2%	-0.6%	-0.2%
三费/营业收入	41.7%	27.4%	35.2%	35.8%	35.8%

投资回报率

ROE	39.1%	24.5%	23.8%	23.1%	22.9%
ROA	18.0%	17.2%	16.2%	17.8%	16.8%
ROIC	84.8%	133.2%	147.9%	541.5%	146.5%

分红指标

DPS(元)	-	1.00	0.41	0.66	1.07
分红比率	0.0%	32.7%	10.9%	14.5%	19.4%
股息收益率	0.0%	0.5%	0.2%	0.4%	0.6%

业绩和估值指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EPS(元)	2.13	3.06	3.75	4.54	5.52
BVPS(元)	5.45	12.47	15.80	19.68	24.13
PE(X)	85.4	59.5	48.5	40.1	32.9
PB(X)	33.4	14.6	11.5	9.2	7.5
P/FCF	151.4	138.9	29.1	215.6	18.1
P/S	19.8	16.1	13.2	10.9	9.0
EV/EBITDA	-	22.6	37.2	31.1	24.2
CAGR(%)	28.7%	21.8%	41.7%	28.7%	21.8%
PEG	3.0	2.7	1.2	1.4	1.5
ROIC/WACC	8.1	12.7	14.1	51.7	14.0

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

周新明、王睿声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn