

迈瑞医疗

300760

审慎增持 (维持)

三大产线稳健增长，产品结构全面升级

2019 年 08 月 30 日

市场数据

市场数据日期	2019-08-29
收盘价(元)	179.08
总股本(百万股)	1215.69
流通股本(百万股)	121.60
总市值(百万元)	217705.99
流通市值(百万元)	21776.13
净资产(百万元)	16296.82
总资产(百万元)	22911.14
每股净资产	13.41

主要财务指标

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	13753	16585	20116	24314
同比增长	23.1%	20.6%	21.3%	20.9%
净利润(百万元)	3719	4669	5804	7322
同比增长	43.6%	25.5%	24.3%	26.2%
毛利率	66.6%	66.4%	66.9%	67.4%
净利润率	27.0%	28.2%	28.9%	30.1%
净资产收益率(%)	24.5%	25.1%	23.8%	23.1%
每股收益(元)	3.06	3.84	4.77	6.02
每股经营现金流(元)	3.32	1.95	5.40	5.58

相关报告

《迈瑞医疗(300760)2019 年一季报点评：业绩符合市场预期，三大板块稳健增长》2019-04-29

《迈瑞医疗(300760)2018 年年报点评：三大板块稳健增长，创新驱动快速发展》2019-04-26

《迈瑞医疗(300760)新股报告：执国内器械行业牛耳，三大业务遥遥领先》2018-10-29

分析师：

徐佳熹

xujiaxi@xyzq.com.cn

S0190513080003

研究助理：

张佳博

zhangjb@xyzq.com.cn

投资要点

- 近日，迈瑞医疗发布 2019 年中报，报告期内公司实现营业收入 82.06 亿元，同比增长 20.52%；实现归母净利润 23.69 亿元，同比增长 26.57%；实现扣非归母净利润 23.29 亿元，同比增长 26.43%，非经常性损益对归母净利润的影响为 4057.98 万元。
- **盈利预测与评级：**公司作为我国医疗器械行业的绝对领导者，也是中国医疗器械国际化经营典范，我们看好公司的强大的研发与销售能力，调整对于公司的盈利预测，预计公司 2019-2021 年的 EPS 分别为 3.84 元、4.77 元、6.02 元，2019 年 8 月 29 日股价对应 PE 分别为 47X、38X、30X，维持“审慎增持”评级。

- **风险提示：**国内外市场竞争进一步加剧；汇率波动风险；中美贸易摩擦相关风险；经销商销售模式的风险；解禁风险。

报告正文

事件

- 近日，迈瑞医疗发布 2019 年中报，报告期内公司实现营业收入 82.06 亿元，同比增长 20.52%；实现归母净利润 23.69 亿元，同比增长 26.57%；实现扣非归母净利润 23.29 亿元，同比增长 26.43%，非经常性损益对归母净利润的影响为 4057.98 万元。

点评

- **业绩符合预期，国内海外稳健增长。**报告期内，公司实现营业收入 82.06 亿元，较上年同期增长 20.52%；实现归母净利润 23.69 亿元，同比增长 26.57%；实现扣非归母净利润 23.29 亿元，同比增长 26.43%，非经常性损益对归母净利润的影响为 4057.98 万元，主要为政府补助等所致。其中 Q2 单季度实现营业收入 43.00 亿元，同比增长 20.37%；实现归母净利润 13.63 亿元，同比增长 28.08%；实现扣非归母净利润 13.30 亿元，同比增长 25.02%。报告期内国内市场实现收入 47.91 亿元，占比近 58%，同比增长 20.62%；海外市场实现收入 34.15 亿元，占比近 42%，其中美国、欧洲、拉美地区的收入分别为 7.82 亿元，6.55 亿元和 5.39 亿元，分别同比增长 12.67%，15.53%和 43.23%。国内市场方面，得益于医改、分级诊疗和国家对医疗器械的扶持政策，进口替代趋势加快，公司产品覆盖中国近 11 万家医疗机构和 99%以上的三级医院，我们预计未来国内收入占比会进一步提升。国际市场方面，公司结合外延收购的战略不断提升市场渗透率，产品全面进入高端市场，赢得全球领先医疗结构的广泛认可。
- **三大板块均衡发展，产品结构全面升级。**公司主营业务继续呈现良好发展态势，且产品竞争力持续加强，产品结构中高端销售稳定提升。分板块来看，**生命信息与支持板块：**实现营业收入 32.26 亿元，同比增长 24.44%，毛利率为 65.42%，同比降低 1.32pp，毛利率下降的主要原因为关税影响。国内市场方面，公司以监护仪为切入，带动除颤仪、麻醉机、呼吸机、输注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。国际市场方面，公司产品的成熟度与技术先进性已经处于国际一流水平，多年积累的客户口碑以及渠道建设进一步发挥作用，帮助公司有效实现客户群突破，品牌声誉不断提升。其中监护仪是公司最为成熟的产品，近年来已经进入欧美众多知名综合大型医院和教学医院，报告期内国际增速接近 30%，高端监护仪 BeneView N 系列增长接近翻番。**体外诊断板块：**实现营业收入 28.45 亿元，同比增长 22.48%，毛利率为 63.18%，同比降低 2.34pp，主要由于仪器和试剂收入结构的变化所致。血球试剂估计实现 15%左右增长，生化试剂实现双位数增长，发光试剂实现 80%以上增长。公司持续投入产品和试剂的升级优化，分别推出了高速

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，在市场同档次竞争中性能卓越、质量可靠、具备成本优势，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。

医学影像板块：实现营业收入 19.74 亿元，同比增长 12.51%，毛利率为 68.05%，同比下降 4.08pp，主要原因为关税影响及报告期内海外大单毛利率相对较低所致。该产线增速较其他两大产线低的主要原因是宏观经济影响下，政府采购资金到位放缓以及部分民营机构采购延后，导致黑白超及低端彩超销售增长不及预期，高端彩超实现较好增长，RE 系列上半年增长 50%，在彩超中收入占比超过 30%，预计下半年开始彩超采购会逐步回暖。在该领域，公司已经从追随世界领先技术逐步进入引领世界技术的行列，报告期内推出了一系列覆盖高中低端的台式和便携彩超产品，将高端技术和功能往中低端产品下沉，从而更好的普及高端科技，让更多人可以享受优质的医疗产品技术和服务。随着产品竞争力的提升，公司有效实现了高端客户群的突破，在北美、欧洲等多家医院等实现高端台式以及便携彩超的装机，在国内医院渗透率也稳步提升，成功抢占了国际巨头的市场份额。

- **控费降本策略成效明显，净利率持续改善。**公司管理层加强经营效率的不断提升，报告期内销售费用为 17.06 亿，同比增加 12.15%，对应的销售费用率为 20.79%，同比降低 1.55pp；管理费用为 4.12 亿，同比增加 16.15%，对应的管理费用率为 5.02%，降低 0.19pp；财务费用为 -1.42 亿，同比减少 921.36%，其中汇兑损益为 -3981.73 万元，同比减少 38.17%，财务费用率为 1.72%，同比降低 1.52pp，主要系报告期内利息收入增加所致。报告期内毛利率为 30.82%，同比下降 1.24pp；净利率为 28.88%，同比增加 1.33pp，控费降本策略成效明显。经营活动产生的现金流量净额达 20.99 亿元，同比增长 39.45%，主要系报告期内公司业务规模和销售收入的增长所致。
- **盈利预测与评级：**公司作为我国医疗器械行业的绝对领导者，也是中国医疗器械国际化经营典范，我们看好公司的强大的研发与销售能力，调整对于公司的盈利预测，预计公司 2019-2021 年的 EPS 分别为 3.84 元、4.77 元、6.02 元，2019 年 8 月 29 日股价对应 PE 分别为 47X、38X、30X，维持“审慎增持”评级。
- **风险提示：**国内外市场竞争进一步加剧；汇率波动风险；中美贸易摩擦相关风险；经销商销售模式的风险；解禁风险。

表、迈瑞医疗分季度业绩对比(单位:百万元、元、%)

报告期	18-2Q	18-3Q	18-4Q	19-1Q	19-2Q	QOQ	2018-06	2019-06	YOY
营业收入	3572	3471	3474	3906	4299.6	20.4%	6808	8206	20.5%
营业成本	1180	1200	1195	1336	1517.0	28.6%	2203	2853	29.5%
毛利	2392	2271	2279	2570	2782.7	16.3%	4606	5353	16.2%
销售费用	845	821	860	801	904.3	7.0%	1521	1706	12.2%
管理费用	168	179	181	160	252.0	49.5%	355	412	16.2%
财务费用	-185	-167	25	124	-265.4	-	-14	-142	-
资产减值	-43	74	9	10	-30.4	-	-32	-21	-
公允价值	0	0	0	0	0	-	113	0	-100%
投资收益	0	0	0	0	0	-	-113	0	-
营业利润	1227	1140	955	1164	1567.8	27.8%	2183	2732	25.2%
利润总额	1221	1151	913	1163	1570.7	28.7%	2174	2734	25.7%
净利润	1064	1025	823	1006	1363.4	28.1%	1872	2369	26.6%
EPS	0.876	0.843	0.677	0.827	1.122	28.1%	1.540	1.949	26.6%
销售费用率	23.7%	23.7%	24.8%	20.5%	21.0%	-2.6%	22.3%	20.8%	-1.6%
管理费用率	4.7%	5.2%	5.2%	4.1%	5.9%	1.1%	5.2%	5.0%	-0.2%
财务费用率	-5.2%	-4.8%	0.7%	3.2%	-6.2%	-1.0%	-0.2%	-1.7%	-1.5%
所得税率	12.6%	10.8%	9.8%	13.5%	13.2%	0.6%	13.7%	13.3%	-0.4%
毛利率	67.0%	65.4%	65.6%	65.8%	64.7%	-2.2%	67.6%	65.2%	-2.4%
净利润率	29.8%	29.5%	23.7%	25.8%	31.7%	1.9%	27.5%	28.9%	1.4%

资料来源:天软投资系统,兴业证券经济与金融研究院整理

附表

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E					
流动资产	15192	19150	26134	33619					
货币资金	11544	14617	20733	27152					
交易性金融资产	0	0	0	0					
应收账款	1573	1964	2369	2855					
其他应收款	135	163	197	238					
存货	1699	2192	2583	3072					
非流动资产	6435	6115	5891	5647					
可供出售金融资产	0	0	0	0					
长期股权投资	0	0	0	0					
投资性房地产	39	0	0	0					
固定资产	2571	2851	2905	2848					
在建工程	837	419	209	105					
油气资产	0	0	0	0					
无形资产	901	836	775	712					
资产总计	21627	25266	32025	39267					
流动负债	4592	6626	6536	6567					
短期借款	0	1700	1200	800					
应付票据	0	12	7	10					
应付账款	940	1261	1508	1765					
其他	3652	3653	3822	3992					
非流动负债	1857	0	1034	910					
长期借款	0	0	0	0					
其他	1857	0	1034	910					
负债合计	6449	6626	7570	7477					
股本	1216	1216	1216	1216					
资本公积	8171	8171	8171	8171					
未分配利润	5145	8541	14250	21453					
少数股东权益	20	28	38	51					
股东权益合计	15178	18640	24454	31790					
负债及权益合计	21627	25266	32025	39267					

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E					
净利润	3719	4669	5804	7322					
折旧和摊销	338	249	267	274					
资产减值准备	51	-99	62	62					
无形资产摊销	115	110	113	112					
公允价值变动损失	-113	0	0	0					
财务费用	-92	-109	-90	-79					
投资损失	113	0	0	0					
少数股东损益	7	8	10	13					
营运资金的变动	178	-615	-511	-694					

利润表					单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E					
营业收入	13753	16585	20116	24314					
营业成本	4597	5578	6660	7930					
营业税金及附加	192	221	268	323					
销售费用	3202	3416	4124	4863					
管理费用	715	2123	2514	2918					
财务费用	-156	-109	-90	-79					
资产减值损失	51	55	60	60					
公允价值变动	113	0	0	0					
投资收益	-113	0	0	0					
营业利润	4278	5301	6579	8299					
营业外收入	27	40	60	80					
营业外支出	66	20	25	35					
利润总额	4238	5321	6614	8344					
所得税	513	644	800	1009					
净利润	3726	4677	5814	7335					
少数股东损益	7	8	10	13					
归属母公司净利润	3719	4669	5804	7322					
EPS(元)	3.06	3.84	4.77	6.02					

主要财务比率

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长性				
营业收入增长率	23.1%	20.6%	21.3%	20.9%
营业利润增长率	48.6%	23.9%	24.1%	26.1%
净利润增长率	43.6%	25.5%	24.3%	26.2%
盈利能力				
毛利率	66.6%	66.4%	66.9%	67.4%
净利率	27.0%	28.2%	28.9%	30.1%
ROE	24.5%	25.1%	23.8%	23.1%

偿债能力				
资产负债率	29.8%	26.2%	23.6%	19.0%
流动比率	3.31	2.89	4.00	5.12
速动比率	2.91	2.55	3.58	4.63
营运能力				
资产周转率	76.3%	70.7%	70.2%	68.2%
应收帐款周转率	885.2%	892.4%	894.8%	893.4%
每股资料(元)				
每股收益	3.06	3.84	4.77	6.02

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

经营活动产生现金流量	4035	2374	6568	6779	每股经营现金	3.32	1.95	5.40	5.58
投资活动产生现金流量	-693	55	-41	-39	每股净资产	12.47	15.31	20.08	26.11
融资活动产生现金流量	2892	644	-411	-321					
现金净变动	6418	3073	6116	6419	估值比率(倍)				
现金的期初余额	4950	11544	14617	20733	PE	58.5	46.6	37.5	29.7
现金的期末余额	11368	14617	20733	27152	PB	14.4	11.7	8.9	6.9

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn