

迈瑞医疗 (300760)

证券研究报告

2020年02月17日

看好行业长期发展空间及公司竞争力，上调目标价

迈瑞大力支持疫情相关设备，大批仪器进驻雷神山火神山等医院

此次湖北新冠病毒疫情牵动人心，迈瑞作为国内器械龙头积极行动，在火神山项目中，迈瑞前线工程师们48小时装机，按时完成约1800台设备的交付，涵盖生命信息与支持产线大部分产品、体外诊断产线几乎全线产品以及医学影像产线的放射产品，具体包括监护仪、呼吸机、输注泵、除颤仪、血球分析仪及血球流水线、生化免疫流水线、化学发光分析仪、凝血仪、尿液流水线以及移动DR。

此外在雷神山医院中，迈瑞交付超过1200台设备，其中主要是监护仪、呼吸机、除颤仪、输注泵、体外诊断和便携彩超等设备。除火神山、雷神山之外，迈瑞团队及时赶往武汉市金银潭医院、武汉市普爱医院、武汉市汉口医院等定点救治医疗机构，支援安装数千台医疗设备。

增量目前来看可能大于减少，对一季度业绩会有积极影响

迈瑞作为国内龙头，第一品牌形象深入人心，同时具备产品质量的可靠性和性能匹配性，能够快速反应，满足短期且大量的临床需求，在此次疫情中配合及时。疫情对于迈瑞业务上同时具有正面影响和负面影响，增量目前来看可能大于减少，对一季度业绩会有积极影响。

正面影响：生命线上监护仪、呼吸机、输注泵的需求量大大增加，目前的订单量远超去年同期；IVD线血常规和CRP作为疫情检测的必备项，疫情对血球（包括CRP）的新增装机将会产生积极的正面影响；医学影像线移动DR和便携超声都有所促进。

2003年SARS后，ICU成为医院评级的重要指标，迎来其高速发展期，但是目前来看中国人均占有的ICU病床数，与西方发达国家相比显然是不够的。中国每10万人拥有的ICU床位数平均为3.19张，而德国、加拿大每10万人拥有的ICU床位数分别高达24.6和13.5张。

目标价上调至291.6元/股，维持“买入”评级

长期看，疫情有望推动国家加强基础卫生建设，同时迈瑞品牌进一步深入人心，将为公司带来持续性发展契机。

参考公司最新的2019年业绩预告，同时结合疫情期间的影响，我们预计迈瑞19-21年归母净利润由原来的46.6亿、57.6亿、69.5亿上调至48.0亿、59.0亿、72.2亿，对应EPS由原来的3.83、4.73、5.72元/股上调至3.95、4.86、5.94元/股。创新当前，稀缺龙头的估值溢价都比以前有所提升，我们给予2020年60X估值，目标价上调至291.6元/股，维持“买入”评级。

风险提示：财政政策风险；汇率风险；进口企业调整竞争策略超预期风险；经济情况超预期变化风险等

投资评级

行业	医药生物/医疗器械
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	241.35元
目标价格	291.6元

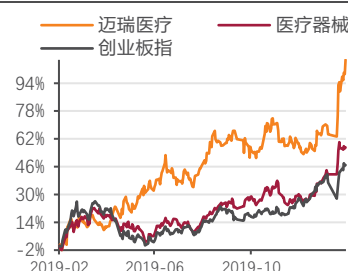
基本数据

A股总股本(百万股)	1,215.69
流通A股股本(百万股)	499.13
A股总市值(百万元)	287,571.77
流通A股市值(百万元)	118,070.21
每股净资产(元)	14.48
资产负债率(%)	27.99
一年内最高/最低(元)	241.00/111.32

作者

郑薇 分析师
SAC执业证书编号：S1110517110003
zhengwei@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《迈瑞医疗-公司点评:2019业绩预期增长稳健，行业龙头地位强势》2020-01-20
- 《迈瑞医疗-季报点评:业绩稳健增长，公司运营效率持续提升》2019-10-30
- 《迈瑞医疗-公司点评:三季度预告业绩稳健增长，龙头效应凸显》2019-10-14

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	11,173.80	13,753.36	16,668.37	20,568.77	25,237.88
增长率(%)	23.72	23.09	21.19	23.40	22.70
EBITDA(百万元)	4,137.95	5,326.84	5,662.02	6,909.28	8,378.16
净利润(百万元)	2,589.15	3,719.24	4,804.48	5,904.26	7,219.79
增长率(%)	61.78	43.65	29.18	22.89	22.28
EPS(元/股)	2.13	3.06	3.95	4.86	5.94
市盈率(P/E)	113.32	78.89	61.07	49.69	40.64
市净率(P/B)	44.32	19.36	15.11	11.99	9.69
市销率(P/S)	26.26	21.33	17.60	14.26	11.63
EV/EBITDA	0.00	22.64	48.83	39.25	31.61

资料来源：wind，天风证券研究所



近期迈瑞医疗作为核心资产股价屡创新高，我们认为迈瑞作为国内医疗器械龙头，其价值逐步被投资者所认识，享受估值溢价。对标医药领域的其他龙头和医疗器械相关标的，我们给予 2020 年迈瑞 60X 估值，目标价上调至 291.6 元/股，维持“买入”评级。

表 1: 可比公司估值情况 (收盘价单位: 元; EPS 单位: 元/股)

证券代码	证券简称	收盘价	2020 PE	2021 PE	2020 EPS	2021 EPS
600276.SH	恒瑞医药	92.38	59.86	47.28	1.54	1.95
603259.SH	药明康德	114.00	67.17	53.07	1.70	2.15
300015.SZ	爱尔眼科	42.18	71.26	54.48	0.59	0.77
603658.SH	安图生物	122.25	53.86	41.74	2.27	2.93
801153.SI	医疗器械 II (申万)		44.37	35.49		

资料来源: Wind, 天风证券研究所

具体行业分析及公司逻辑欢迎关注我们之前两篇深度报告:

2019 年 05 月 29 日《迈瑞医疗百场路演疑问反馈与价值思考》

2018 年 10 月 19 日《医疗器械龙头登陆 A 股, 国之重器高瞻远瞩》

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	5,270.35	11,543.77	18,007.55	23,933.97	30,931.37
应收票据及应收账款	1,422.96	1,627.33	2,242.01	1,245.84	3,033.75
预付账款	107.30	122.41	160.51	173.49	226.85
存货	1,567.44	1,698.95	1,940.33	2,522.81	2,784.26
其他	205.03	183.40	420.50	328.92	418.37
流动资产合计	8,573.08	15,175.86	22,770.89	28,205.04	37,394.61
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	2,495.73	2,571.23	2,787.44	2,879.71	2,884.61
在建工程	609.65	837.37	538.42	371.05	252.63
无形资产	958.16	1,036.47	923.85	811.23	698.62
其他	1,784.11	1,989.83	1,846.20	1,878.76	1,890.70
非流动资产合计	5,847.65	6,434.89	6,095.91	5,940.76	5,726.55
资产总计	14,438.44	21,627.39	28,885.42	34,163.45	43,138.79
短期借款	1,801.12	0.00	1,515.83	2,164.03	2,825.12
应付票据及应付账款	998.78	940.37	1,353.01	1,428.81	1,889.70
其他	3,436.27	3,651.69	5,046.09	4,402.87	6,381.55
流动负债合计	6,236.17	4,592.06	7,914.93	7,995.71	11,096.37
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,548.14	1,857.01	1,508.33	1,637.83	1,667.72
非流动负债合计	1,548.14	1,857.01	1,508.33	1,637.83	1,667.72
负债合计	7,784.31	6,449.07	9,423.26	9,633.54	12,764.10
少数股东权益	34.20	19.99	40.85	62.07	85.53
股本	1,094.09	1,215.69	1,215.69	1,215.69	1,215.69
资本公积	2,584.75	8,171.27	8,171.27	8,171.27	8,171.27
留存收益	5,518.86	13,924.61	18,205.62	23,252.15	29,073.48
其他	(2,577.78)	(8,153.25)	(8,171.27)	(8,171.27)	(8,171.27)
股东权益合计	6,654.13	15,178.32	19,462.16	24,529.91	30,374.70
负债和股东权益总	14,438.44	21,627.39	28,885.42	34,163.45	43,138.79

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	2,601.19	3,725.74	4,804.48	5,904.26	7,219.79
折旧摊销	317.69	338.16	255.35	267.72	276.14
财务费用	253.68	(91.79)	(123.62)	(139.38)	(178.19)
投资损失	(9.24)	112.65	112.65	112.65	50.00
营运资金变动	1,191.70	797.09	417.07	5.45	294.14
其它	(1,054.66)	(847.26)	78.29	38.81	(6.27)
经营活动现金流	3,300.37	4,034.59	5,544.22	6,189.51	7,655.61
资本支出	(39.94)	459.87	408.68	(49.50)	20.10
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	53.02	(1,152.49)	(600.24)	(147.83)	(110.68)
投资活动现金流	13.08	(692.62)	(191.56)	(197.33)	(90.58)
债权融资	1,843.91	0.00	1,530.09	2,183.04	2,836.22
股权融资	(426.40)	5,874.96	105.60	139.38	178.19
其他	(3,870.03)	(2,982.84)	(524.57)	(2,388.18)	(3,582.04)
筹资活动现金流	(2,452.53)	2,892.12	1,111.11	(65.76)	(567.63)
汇率变动影响	0.00	0.00	65.00	70.00	0.00
现金净增加额	860.93	6,234.08	6,528.77	5,996.42	6,997.40

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	11,173.80	13,753.36	16,668.37	20,568.77	25,237.88
营业成本	3,684.01	4,597.40	5,320.54	6,376.32	7,722.79
营业税金及附加	147.86	192.24	231.66	281.85	349.78
营业费用	2,726.86	3,202.23	3,500.36	4,525.13	5,400.91
管理费用	647.33	715.11	666.73	1,028.44	1,514.27
研发费用	1,018.11	1,267.16	1,500.15	1,645.50	2,019.03
财务费用	267.37	(155.80)	(123.62)	(139.38)	(178.19)
资产减值损失	31.78	50.94	50.94	44.55	48.81
公允价值变动收益	(111.41)	112.64	56.33	17.23	(30.26)
投资净收益	9.24	(112.65)	(47.65)	(42.65)	(50.00)
其他	(126.94)	(394.06)	(17.36)	50.84	160.53
营业利润	2,879.59	4,278.16	5,530.28	6,780.94	8,280.21
营业外收入	69.87	26.59	26.59	26.59	26.59
营业外支出	18.09	66.42	66.42	66.42	66.42
利润总额	2,931.37	4,238.33	5,490.45	6,741.11	8,240.38
所得税	330.18	512.58	664.02	815.27	996.59
净利润	2,601.19	3,725.74	4,826.44	5,925.84	7,243.79
少数股东损益	12.04	6.51	21.96	21.58	23.99
归属于母公司净利润	2,589.15	3,719.24	4,804.48	5,904.26	7,219.79
每股收益(元)	2.13	3.06	3.95	4.86	5.94

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	23.72%	23.09%	21.19%	23.40%	22.70%
营业利润	85.91%	48.57%	29.27%	22.61%	22.11%
归属于母公司净利润	61.78%	43.65%	29.18%	22.89%	22.28%
获利能力					
毛利率	67.03%	66.57%	68.08%	69.00%	69.40%
净利率	23.17%	27.04%	28.82%	28.70%	28.61%
ROE	39.11%	24.54%	24.74%	24.13%	23.84%
ROIC	84.84%	133.17%	158.19%	234.67%	316.87%
偿债能力					
资产负债率	53.91%	29.82%	32.62%	28.20%	29.59%
净负债率	-51.49%	-76.05%	-84.66%	-88.67%	-92.50%
流动比率	1.38	3.31	2.88	3.53	3.37
速动比率	1.13	2.94	2.63	3.21	3.12
营运能力					
应收账款周转率	9.03	9.02	8.62	11.79	11.79
存货周转率	8.60	8.42	9.16	9.22	9.51
总资产周转率	0.82	0.76	0.66	0.65	0.65
每股指标(元)					
每股收益	2.13	3.06	3.95	4.86	5.94
每股经营现金流	2.71	3.32	4.56	5.09	6.30
每股净资产	5.45	12.47	15.98	20.13	24.92
估值比率					
市盈率	113.32	78.89	61.07	49.69	40.64
市净率	44.32	19.36	15.11	11.99	9.69
EV/EBITDA	0.00	22.64	48.83	39.25	31.61
EV/EBIT	0.00	24.15	51.14	40.83	32.69

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com