

# 迈瑞医疗 (300760): 核心产品市占率稳步提升, 新兴呼吸机业务出口受益

2020年04月07日

推荐/维持

迈瑞医疗 | 公司报告

## 报告摘要:

**事件:** 国产呼吸机供不应求, 有经销商称现在价格涨幅大概在 30% 到 80% 之间, 呼吸机生产商表示没有现货, 订单已经排到七八月份。目前, 迈瑞医疗海外呼吸机订单量高达约上万台, 订单约排至约 6 月份。

**疫情期间, 公司呼吸机供不应求。**在国内抗疫期间, 迈瑞医疗呼吸机月度累计供货量约 1000 台以上。随着海外疫情爆发, 国内企业已经开始接海外订单, 目前, 迈瑞医疗海外呼吸机订单量高达约上万台, 订单约排至 6 月份。

**核心产品实现市占率稳步提升, 高端客户群突破。**随着公司品牌竞争力、自主创新能力不断强化, 核心产品加速国内市场的进口替代, 实现海外市场高端客户群的深度突破。2019 年国内市场收入增长超过 20%, 国际市场收入增长提速至双位数。

**主营业务保持稳健增长, 高端产品表现亮眼。**2019 年, 生命信息与支持业务实现营业收入 63.41 亿元, 同比增长 21.38%。其中, N 系列高端监护仪, 国内市场销售金额接近翻倍, 国际市场增速约 40% 以上; Re 系列高端彩超产品, 国内市场增速超过 50%。体外诊断业务实现营业收入 58.14 亿元, 同比增长 25.69%。全球新装化学发光产品台数约 3000 台, 全球收入规模约 13 亿元, 增速高于 70%; 高端五分类的血球检测、CRP 一体化检测、血液细胞自动化流水线等带动国内市场收入增长约 25% 以上。医学影像业务实现营业收入 40.39 亿元, 同比增长 12.30%, 位居行业前列。新兴业务中的呼吸机、输注泵业务增长均超过 40%。

**盈利预测与投资评级:** 预计公司 2020 年-2022 年实现营业收入分别为 203.02 亿元、245.59 亿、294.84 亿元; 归母净利润分别为 59.28 亿元、73.15 亿元和 89.33 亿元; EPS 分别为 4.88 元、6.02 元和 7.35 元, 对应 PE 分别为 52.68X、42.69X 和 34.96X。给予“推荐”评级。

**风险提示:** 产品销售、研发进度不及预期、汇率波动风险

## 财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	13,753.3	16,555.9	20,302.3	24,559.1	29,484.0
增长率(%)	23.09%	20.38%	22.63%	20.97%	20.05%
净利润(百万元)	3,719.24	4,680.65	5,927.65	7,315.20	8,933.05
增长率(%)	43.65%	25.85%	26.64%	23.41%	22.12%
净资产收益率(%)	24.54%	25.17%	24.40%	23.34%	22.36%
每股收益(元)	3.34	3.85	4.88	6.02	7.35
PE	76.91	66.72	52.68	42.69	34.96
PB	20.60	16.80	12.85	9.96	7.82

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 公司简介:

公司的主营业务覆盖生命信息与支持、体外诊断、医学影像三大领域。

## 未来 3-6 个月重大事项提示:

无

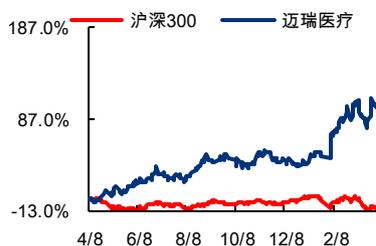
## 发债及交叉持股介绍:

无

## 交易数据

52 周股价区间 (元)	256.88-131.7
总市值 (亿元)	3122.87
流通市值 (亿元)	1282.18
总股本/流通 A 股 (亿股)	121569/49913
流通 B 股/H 股 (亿股)	/
52 周日均换手率	1.56

## 52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

## 分析师: 胡博新

010-66554032

hubx@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480519050003

研究助理: 李勇

010-66554041

liyong\_yjs@dxzq.net.cn

## 1. 疫情期间呼吸机供不应求

海外市场呼吸机紧缺，加急订单难以满足临床需求。欧洲地区疫情全面爆发，医疗资源严重紧缺，欧盟委员会于3月25日披露，全欧洲呼吸机的供应链只能满足需求量的10%。意大利、西班牙分别作出将不再为60岁以上患者、65岁以上的老年患者提供呼吸机的决定。另外，随着疫情大流行期，美国重症医学会估计或将有96万左右的病患需要配备呼吸机。美国与德、英、法、意合计现存呼吸机数量约为212700台，合计需求缺口可能达到约992000台，亟需扩大国内已有产能或进口解决。

表 1：海外部分发达国家呼吸机存量与需求情况（截至 2020 年 3 月 28 日）

	现存呼吸机数量（台）	紧急订购（台）	估计需求量（台）	备注
美国	174700	>30000	960000	美国重症医学会估计，在未来的疫情大流行期，或将有96万左右的病患需要配备呼吸机
德国	25000	10000	-	德国公司 Draegerwerk 与德国政府达成了总共 10000 台呼吸机的购买协议
英国	5000	10000	20000	英国要求国内厂商转型生产呼吸机等设备
法国	5000	-	-	-
意大利	3000	5000	12000	意大利的呼吸机数量只能满足不到 25% 需求
<b>合计</b>	<b>212700</b>	<b>&gt;55000</b>	<b>992000</b>	

资料来源：要闻社，科创板日报，公开资料，东兴证券研究所

国内企业呼吸机月度累计供货量超过 1.5 万台。自国内疫情爆发至 3 月 3 日，工信部重点监测企业共为湖北（主要是武汉）提供了无创呼吸机约 1.4 万台、有创呼吸机 2900 余台。

表 2：疫情期间中国呼吸机月度供货量（截至 2020 年 3 月 3 日）

	产能（台/年）	产量（台/月）	国内生产商
无创呼吸机	168000	14000	鱼跃医疗、瑞迈特、斯百瑞等
有创呼吸机	34800	2900	迈瑞医疗、北京谊安、深圳科曼等

资料来源：工信部，东兴证券研究所

迈瑞医疗呼吸机供不应求。随着国内疫情平稳，海外疫情爆发，国内企业已经开始接海外订单，目前，公司产能已达到约 100 台/天，公司海外呼吸机订单量高达约上万台，订单约排至 6 月份。

表 3：公司呼吸机业绩弹性估算

销售收入（亿元）	医用呼吸机折扣率与出厂单价（万元人民币）						出货数量（台）
	30%	40%	50%	60%	70%	80%	
满产时间（天）	6.0	8.0	10.0	12.0	14.0	16.0	
10	0.6	0.8	1.0	1.2	1.4	1.6	1000
20	1.2	4.0	2.0	2.4	2.8	3.2	2000
30	1.8	6.0	3.0	3.6	4.2	4.8	3000
40	2.4	8.0	4.0	4.8	5.6	6.4	4000
50	3.0	10.0	5.0	6.0	7.0	8.0	5000
60	3.6	12.0	6.0	7.2	8.4	9.6	6000
70	4.2	14.0	7.0	8.4	9.8	11.2	7000

80	4.8	16.0	8.0	9.6	11.2	12.8	8000
90	5.4	18.0	9.0	10.8	12.6	14.4	9000
100	6.0	20.0	10.0	12.0	14.0	16.0	10000
110	6.6	22.0	11.0	13.2	15.4	17.6	11000
120	7.2	24.0	12.0	14.4	16.8	19.2	12000
130	7.8	26.0	13.0	15.6	18.2	20.8	13000
140	8.4	28.0	14.0	16.8	19.6	22.4	14000
150	9.0	30.0	15.0	18.0	21.0	24.0	15000

注：销售收入=单日产量\*出厂单价\*满产时间；

公司于3月31日披露呼吸机单日产能近100台，假设公司单日产量为100台计；

公司有创呼吸机SV300、SV600历史中标价格分别为14.88万元/台、25.45万元/台，假设公司呼吸机终端价以均价20万元计，出厂价按照终端价30%-80%折扣计

资料来源：迈瑞医疗，东兴证券研究所

## 2. 核心产品实现市占率稳步提升，高端客户群突破

医疗器械行业处在黄金发展期，行业红利促进企业高速增长。随着国内企业技术突破与行业支持政策落地，国产替代趋势催生“性价比红利”，国产器械逐渐实现由低端向高端发展，由低级医院向高端医疗机构渗透。公司秉承提供“一站式”整体化解决方案的服务理念，核心业务持续高速增长：1) **深入围手术期领域，提供全面的生命监护支持。**公司在国内以监护仪产品为导入口，布局围手术期科室整体系列协同产品，为医院提供监护整体解决方案；国际市场上，公司已凭借国际一流的产品质量形成良好的品牌效应，高端监护仪产品已经在国际高端医院实现装机。2019年生命信息与支持业务实现营业收入63.41亿元，同比增长21.38%。其中，N系列高端监护仪，国内市场销售金额接近翻倍，国际市场增速约40%以上；Re系列高端彩超产品，国内市场增速超过50%。2) **不断丰富体外诊断产品，增强检验板块协同性。**公司推出化学发光免疫分析产品及多种配套试剂，产品可靠质量，具备成本优势，预计将对进口品牌形成更明显的取代作用。同时，化学发光产品将与生化分析、高端五分类血液细胞分析和CRP一体化检测形成更好的协同作用，进一步扩大中高端医院市场占有率。2019年体外诊断业务实现营业收入58.14亿元，同比增长25.69%。新装化学发光产品台数约2000台，全年增速高于70%；高端五分类的血球检测、生化免疫流水线等带动国内市场收入增长约25%以上。3) **夯实医学影像市场地位，彩超继续向高端市场进军。**2019年医学影像业务实现营业收入40.39亿元，同比增长12.30%，位居行业前列。其中，高端彩超产品填补了国产彩超在高端市场的空白，随着高端医院对产品的认可，已经在海内外形成较好的客户黏性，给公司提供了新的增长动力。同时，公司为强化产品竞争力，将高端功能下沉到中低端产品，中低端产品全面实现功能升级。4) **新兴业务实现高速增长，其中呼吸机、输注泵业务2019年增长均超过40%。**

**强化自主研发推动产品高端化升级。**公司根据市场导向，构建了国际领先的医疗产品创新体系（MPI），在全球范围内已设立八大研发中心，确保新产品培育期、成熟期交替向前不断档。同时，公司开启了全球第九个研发中心（武汉研究院）的建设，高效的研发投入为公司产品的不断突破奠定了坚实基础。

**立足国内市场，进行全球化布局。**为培育国际市场竞争能力，公司选择全球领先医疗机构作为长期合作伙伴，已经与包含梅奥诊所、麻省总医院在内的国际一流医疗机构合作，公司产品已获得美国、英国、德国、法国等国家的广泛认可，逐渐形成了强有力的国际品牌效应，实现海外市场高端客户群的深度突破。2019年国际市场收入增长提速至双位数。

**内生增长夯实基础，外延并购做大做强。**公司在追求自身产品质量过硬、技术领先的同时，通过海内外并

购不断获得广阔的营销渠道与一流的产品技术。公司在 2008 年开启全球并购以来，分别在生命信息与支持业务、体外诊断业务、医学影像学业务、内窥镜及骨科高值耗材业务等进行了多次并购，通过对现有资源的不断整合，已经形成了集研发、销售、制造一体化的全球性发展平台，为公司做大做强提供了长期动力。

**盈利预测与投资评级：**预计公司 2020 年-2022 年实现营业收入分别为 203.02 亿元、245.59 亿、294.84 亿元；归母净利润分别为 59.28 亿元、73.15 亿元和 89.33 亿元；EPS 分别为 4.88 元、6.02 元和 7.35 元，对应 PE 分别为 52.68X、42.69X 和 34.96X。给予“推荐”评级。

**风险提示：**产品销售、研发进度不及预期、汇率波动风险

**附表：公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产合计</b>	15192	18724	25284	33342	43040	<b>营业收入</b>	13753	16556	20302	24559	29484
货币资金	11544	14273	20241	27211	35667	<b>营业成本</b>	4597	5755	6491	7888	9441
应收账款	1573	1668	2045	2474	2970	营业税金及附加	192	212	260	315	378
其他应收款	125	102	125	151	181	营业费用	3202	3606	4732	5725	6873
预付款项	122	137	178	215	267	管理费用	715	765	1062	1284	1592
存货	1699	2265	2554	3104	3715	财务费用	-156	-408	0	0	0
其他流动资产	49	89	127	169	219	研发费用	1267	1466	1466	1466	1466
<b>非流动资产合计</b>	6435	6910	6214	5949	5686	资产减值损失	50.94	-156.72	-156.72	-156.72	-156.72
长期股权投资	0	5	5	5	5	公允价值变动收益	112.64	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	2571	2684	2470	2255	2040	投资净收益	-112.65	0.00	15.00	15.00	15.00
无形资产	901	953	896	842	792	加: 其他收益	397.10	385.46	385.46	385.46	385.46
其他非流动资产	123	282	0	0	0	<b>营业利润</b>	4278	5379	6847	8437	10291
<b>资产总计</b>	21627	25634	31499	39291	48726	营业外收入	26.59	39.28	0.00	0.00	0.00
<b>流动负债合计</b>	4592	5043	5367	6110	6934	营业外支出	66.42	49.82	49.82	49.82	49.82
短期借款	0	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	4238	5368	6797	8387	10241
应付账款	935	1242	1381	1679	2009	所得税	513	683	865	1068	1304
预收款项	1003	988	1291	1724	2204	<b>净利润</b>	3726	4685	5932	7319	8937
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	7	4	4	4	4
<b>非流动负债合计</b>	1857	1974	1805	1805	1805	归属母公司净利润	3719	4681	5928	7315	8933
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>负债合计</b>	6449	7017	7172	7915	8739	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	20	24	28	32	36	营业收入增长	23.09%	20.38%	22.63%	20.97%	20.05%
实收资本(或股本)	1216	1216	1216	1216	1216	营业利润增长	48.57%	25.73%	27.30%	23.22%	21.97%
资本公积	8171	8171	8171	8171	8171	归属于母公司净利润增长	43.65%	25.85%	26.64%	23.41%	22.12%
未分配利润	5145	8600	14324	21389	30016	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益合计	15158	18593	24298	31344	39951	毛利率(%)	66.57%	65.24%	68.03%	67.88%	67.98%
<b>负债和所有者权益</b>	21627	25634	31499	39291	48726	净利率(%)	27.09%	28.30%	29.22%	29.80%	30.31%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润(%)</b>					
						<b>ROE(%)</b>					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		24.54%	25.17%	24.40%	23.34%	22.36%
<b>经营活动现金流</b>	4035	4722	5547	7075	8617	<b>偿债能力</b>					
净利润	3726	4685	5932	7319	8937	资产负债率(%)	30%	27%	23%	20%	18%
折旧摊销	338.16	405.35	275.17	272.31	269.56	流动比率	3.31	3.71	4.71	5.46	6.21
财务费用	-156	-408	0	0	0	速动比率	2.94	3.26	4.24	4.95	5.67
应收账款减少	-150	-95	-377	-429	-496	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	-137	-15	303	433	480	总资产周转率	0.76	0.70	0.71	0.69	0.67
<b>投资活动现金流</b>	-693	-778	736	145	145	应收账款周转率	9	10	11	11	11
公允价值变动收益	113	0	0	0	0	应付账款周转率	14.44	15.22	15.48	16.05	15.99
长期投资减少	0	0	20	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	-113	0	15	15	15	每股收益(最新摊薄)	3.34	3.85	4.88	6.02	7.35
<b>筹资活动现金流</b>	2892	-1242	-315	-251	-306	每股净现金流(最新摊薄)	5.13	2.22	4.91	5.73	6.96
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	12.47	15.29	19.99	25.78	32.86
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	122	0	0	0	0	P/E	76.91	66.72	52.68	42.69	34.96
资本公积增加	5587	0	0	0	0	P/B	20.60	16.80	12.85	9.96	7.82
<b>现金净增加额</b>	6234	2702	5968	6970	8457	EV/EBITDA	67.53	55.54	41.02	32.75	26.20

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业	为什么呼吸机那么紧缺	2020-03-30
行业	海外疫情全面爆发，加速环 ICU 医疗设备链扩张	2020-03-18
行业	环 ICU 医疗设备链迎来增量窗口期	2020-03-11
公司点评	一站式整体解决方案服务商，强化研发创新推动产品高端化升级	2019-08-29
行业点评	高值耗材降价更趋合理化，关注创新型高成长企业	2019-05-31
行业	产业报告系列（二）之医药篇：医疗器械发展朝气蓬勃，注重高成长性细分领域	2019-05-09

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 分析师：胡博新

药学专业，9年证券行业医药研究经验，曾在医药新财富团队担任核心成员。对原料药、医疗器械、血液制品行业有长期跟踪经验。

## 研究助理简介

### 研究助理：李勇

医药生物行业分析师，上海社会科学院世界经济学硕士、山东大学药学学士，曾就职于基业常青经济研究院，2019年加盟东兴证券研究所，主要覆盖医疗器械、医疗服务领域。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。