

业绩符合预期，高端产品维持高增长

事件

公司发布三季报业绩预告，中报收入、归母净利润和扣非归母净利润预告中值分别为 20%、25%和 25%；同时公司发布全年业绩预告，收入和归母净利润增速中值分别为 20%和 25%。

简评

三季报业绩与中报相近，符合我们的预期

公司中报收入、归母净利润和扣非利润增速分别为 21%、27%和 26%，我们预计三季报与中报相近，国内增速仍高于国外，均为 20%左右；IVD 增速高于生命信息支持高于彩超，高端产品和新兴业务维持高增长，毛利率与中报持平。

国内基层市场设备行业增速放缓，高端产品进口替代维持高增长

我们预计三季报高端产品仍维持高增长，部分高端产品有所加速。尽管 19 年国内基层设备行业增速相比 17-18 年有所放缓，但是公司高端产品在二级和三级医院得到较高的认可度，通过进口替代维持高增长，增速仍高于行业增速；我们预计公司 R 系列彩超国内增速为 50%左右，化学发光国内增速超过 80%。国外市场来看，公司高端产品正在进行高端客户群突破，目前市场份额较小还有较大的增长空间。

高端产品具备较强竞争力，海外高端客户群持续突破

公司三大主营业务面向的市场空间超过 1000 亿美元，目前监护仪、彩超、血球等产品已经具备了跟国际企业竞争的实力，但是目前市场份额较小，未来具备较大的成长空间。例如监护仪已经成为 GE 飞利浦的强劲对手并推出了领先创新的产品，RE 系列彩超的图像清晰度和操作流大幅提升，未来 3-5 年还有望推出更高端的心脏彩超。公司近几年也在加强国外销售渠道建设，目前已经正在突破海外高端客户群，包括法国第一大医院集团成员法国索邦大学教学医院、被评为西班牙管理最佳医院的西班牙圣胡安迪奥斯儿童医院等。随着依托高端产品实现客户群突破，国外增速有望逐渐提升。

迈瑞医疗 (300760)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-86451162

执业证书编号：S1440517050001

发布日期：2019 年 10 月 14 日

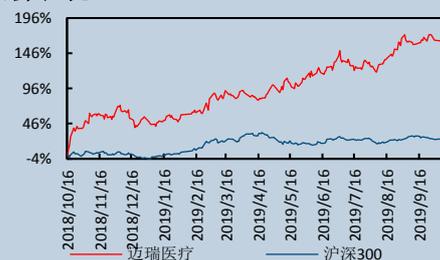
当前股价：182.36 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
12 月最高/最低价 (元)	1.16/2.69	14.69/11.99	276.24/252.87
总股本 (万股)			121,569.13
流通 A 股 (万股)			12,160.0
总市值 (亿元)			2,216.93
流通市值 (亿元)			221.75
近 3 月日均成交量 (万)			205.52
主要股东			
SmartcoDevelopmentLimited			26.9%

股价表现



相关研究报告

- 19.08.28 【中信建投医疗器械II】迈瑞医疗 (300760):中高端市场渗透率持续提升，龙头优势进一步凸显
- 19.04.29 【中信建投医疗器械II】迈瑞医疗 (300760):一季度业绩略超预期，看好全年增长潜力
- 19.04.25 【中信建投医疗器械II】迈瑞医疗 (300760):高端产品放量带动高增长，加强研发投入力度提升长期竞争力

重视研发创新，继续推出新品

2019 年上半年研发费用同比增长 10%，占收入比例为 8.6%。2019 年，生命信息支持板块中，公司对主要产品的性能和软件系统进行优化升级，并推出了 HYPERVISOR X 亚重症中央站、腹腔镜气腹机、光学硬管腹腔镜等新产品。IVD 方面公司新推出了 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；近期推出的迈瑞 M6000 整合生化、免疫、血液、凝血四大自主检测系统，为中国首条全自主检测模块流水线。医学影像板块中，新推出了中高端台式彩超 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，我们预计公司未来推出科室细分的彩超，心脏彩超正在积极研发布局中。

进口替代和产品力提升为长逻辑，维持买入评级

短期来看，公司有望在高端市场进口替代和国外客户群突破背景下维持快速增长；中期来看公司强大高效的研发平台有望将推出更多高端新品，全球竞争力进一步提升；长期来看公司已在国内外并购方面积累了较多经验，产品品类和全球市场空间将进一步打开。我们继续看好公司的发展潜力，预计 2019-2021 年归母净利润分别为 46、55 和 66 亿元，增速为 23%、21%和 20%，对应 PE 为 48、40 和 33 倍，维持买入评级。

风险提示

新产品推广进度不及预期，汇兑损益对公司业绩产生影响。

预测和比率

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万）	13,753.4	16,696.6	19,935.7	23,603.9
营业收入增长率	23.1%	21.4%	19.4%	18.4%
净利润（百万）	3,719.2	4,573.9	5,530.1	6,635.6
净利润增长率	43.6%	23.0%	20.9%	20.0%
EPS（元）	3.06	3.76	4.55	5.46
P/E	60	48	40	33

资料来源：中信建投证券研究发展部

报表预测

	2018	2019E	增长率	2020E	增长率	2021E	增长率
利润表（百万元）							
营业收入	13,753.4	16,696.6	21.4%	19,935.7	19.4%	23,603.9	18.4%
营业成本	4,597.4	5,459.8	18.8%	6,497.0	19.0%	7,706.7	18.6%
营业税金及附加	192.2	213.7	11.2%	245.2	14.7%	288.0	17.4%
营业费用	3,202.2	3,731.7	16.5%	4,350.0	16.6%	4,978.1	14.4%
管理费用	1,982.3	2,367.6	19.4%	2,799.0	18.2%	3,316.3	18.5%
财务费用	-155.8	-58.2	-62.6%	-66.3	13.8%	-52.5	-20.8%
资产减值损失	50.9	30.2	-40.7%	30.3	0.3%	31.3	3.2%
公允价值变动收益	112.6	56.3	-50.0%	17.2	-69.4%	24.0	39.5%
投资净收益	-112.7	40.3	-135.7%	55.2	37.1%	45.0	-18.5%
营业利润	4,278.2	5,048.4	18.0%	6,152.9	21.9%	7,405.1	20.4%
营业外收入	26.6	141.3	431.5%	105.2	-25.6%	92.6	-12.0%
营业外支出	66.4	36.5	-45.1%	22.6	-38.1%	22.4	-0.9%
利润总额	4,238.3	5,153.3	21.6%	6,235.5	21.0%	7,475.3	19.9%
所得税	512.6	567.9	10.8%	689.0	21.3%	823.8	19.6%
净利润	3,725.7	4,585.4	23.1%	5,546.5	21.0%	6,651.6	19.9%
少数股东损益	6.5	11.5	76.2%	16.4	43.1%	16.0	-2.6%
归属母公司净利润	3,719.2	4,573.9	23.0%	5,530.1	20.9%	6,635.6	20.0%
EBITDA	4,059.7	5,342.6	31.6%	6,527.8	22.2%	7,876.0	20.7%
EPS（摊薄）	3.06	3.76	23.0%	4.55	20.9%	5.46	20.0%
资产负债表（百万元）							
流动资产	15,192.5	18,254.0	20.2%	22,008.0	20.6%	28,417.5	29.1%
现金	11,543.8	13,499.1	16.9%	16,697.4	23.7%	22,011.3	31.8%
应收账款	1,572.7	2,236.9	42.2%	2,379.9	6.4%	3,034.2	27.5%
其它应收款	54.6	21.5	-60.7%	56.1	161.0%	48.9	-12.8%
预付账款	122.4	167.9	37.2%	172.4	2.7%	227.1	31.7%
存货	1,698.9	2,035.6	19.8%	2,512.1	23.4%	2,868.3	14.2%
其他	200.0	293.1	46.5%	190.1	-35.1%	227.7	19.8%
非流动资产	6,434.9	7,503.6	16.6%	7,750.2	3.3%	7,535.7	-2.8%
长期投资	-	-	-	-	-	-	-
固定资产	2,571.2	2,700.7	5.0%	2,795.0	3.5%	2,854.4	2.1%
无形资产	900.6	848.8	-5.8%	813.3	-4.2%	700.7	-13.9%
其他	2,963.0	3,954.1	33.4%	4,141.8	4.7%	3,980.7	-3.9%
资产总计	21,627.4	25,757.6	19.1%	29,758.1	15.5%	35,953.2	20.8%
流动负债	4,592.1	5,902.3	28.5%	5,628.0	-4.6%	7,101.5	26.2%
短期借款	-	-	-	-	-	-	-
应付账款	934.5	1,313.2	40.5%	1,421.5	8.3%	1,781.5	25.3%
其他	3,657.5	4,589.1	25.5%	4,206.5	-8.3%	5,320.0	26.5%
非流动负债	1,857.0	1,508.3	-18.8%	1,637.8	8.6%	1,667.7	1.8%
长期借款	-	-	-	-	-	-	-

	2018	2019E	增长率	2020E	增长率	2021E	增长率
其他	1,857.0	1,508.3	-18.8%	1,637.8	8.6%	1,667.7	1.8%
负债合计	6,449.1	7,410.6	14.9%	7,265.8	-2.0%	8,769.2	20.7%
少数股东权益	20.0	31.5	57.3%	47.9	52.2%	63.8	33.4%
归属母公司股东权益	15,178.3	18,347.0	20.9%	22,492.3	22.6%	27,184.0	20.9%
负债和股东权益	21,627.4	25,757.6	19.1%	29,758.1	15.5%	35,953.2	20.8%
现金流量表（百万元）							
经营活动现金流	4,034.6	3,740.9	-7.3%	5,472.9	46.3%	7,666.8	40.1%
净利润	3,725.7	4,573.9	22.8%	5,530.1	20.9%	6,635.6	20.0%
折旧摊销	338.2	352.4	4.2%	441.1	25.2%	523.4	18.6%
财务费用	-91.8	-58.2	-36.6%	-66.3	13.8%	-52.5	-20.8%
投资损失	112.7	-40.3	-135.7%	-55.2	37.1%	-45.0	-18.5%
营运资金变动	2,781.9	-1,154.8	-141.5%	-410.5	-64.5%	565.4	-237.7%
其它	-2,832.1	67.8	-102.4%	33.6	-50.4%	40.0	19.0%
投资活动现金流	-692.6	-730.7	5.5%	-751.5	2.8%	-469.9	-37.5%
资本支出	-	-	-	-	-	-	-
长期投资	-	-	-	-	-	-	-
其他	638.7	-730.7	-214.4%	-751.5	2.8%	-469.9	-37.5%
筹资活动现金流	2,892.1	-1,054.9	-136.5%	-1,523.1	44.4%	-1,883.1	23.6%
短期借款	-1,801.1	-	-100.0%	-	-	-	-
长期借款	-	-	-	-	-	-	-
其他	4,693.2	-1,054.9	-122.5%	-1,523.1	44.4%	-1,883.1	23.6%
现金净增加额	6,234.1	1,955.3	-68.6%	3,198.3	63.6%	5,313.9	66.1%

资料来源：公司公告，中信建投证券

分析师介绍

贺菊颖：医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年医药行业研究经验。2012-2013 年新财富医药行业第 6 名和第 3 名；2007-2011 年，新财富医药行业第 4、2、5、2 名（团队），负责整体投资方向判断。

报告贡献人

王在存 010-86451382 wangzaicun@csc.com.cn

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezgs@csc.com.cn

社保组

吴桑 wusang@csc.com.cn

创新业务组

高雪 010-86451347 gaoxue@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

沈晓瑜 shenxiaoyu@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮琦 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛皎 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

王定润 wangdingrun@csc.com.cn

深广销售组

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

XU SHUFENG 0755-23953843

xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859