

迈瑞医疗 (300760)

证券研究报告

2019年10月14日

三季度预告业绩稳增长，龙头效应凸显

事件：公司发布前三季度业绩预告，预计前三季度营业收入为 118.22 亿元-128.50 亿元，比上年同期增长 15%-25%；归母净利润为 34.76 亿元-37.66 亿元，比上年同期增长 20%-30%。在非经常性损益方面，公司预计 2019 年前三季度对归母净利润影响金额约为 4,800 万元。2019 年前三季度扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润增长率预计为 20%-30%。

单季度看，2019 年第三季度营业收入预计为 39.92 亿元-43.39 亿元，比上年同期增长 15%-25%；归母净利润为 12.30 亿元-13.32 亿元，比上年同期增长 20%-30%。

2019 年全年公司预计营业收入为 158 亿元-172 亿元，较上年同期增长 15%-25%；预计归属于母公司股东的净利润为 45 亿元-48 亿元，较上年同期增长 20%-30%。

医疗器械高端科技行业，研发和生产壁垒高

从全球来看，器械行业集中度更高，全球 TOP50 器械公司多集中在欧美日发达国家，而鲜有第三世界的全球化品牌，器械跨学科、跨领域，团队协作性产品，对工业制造水平及配套产业链发达水平要求很高，绝非简单的原材料、核心电子元件的堆叠和组装，而是对于整个器械系统的理解，叠加对临床需求的认识，而制造出更符合临床需求的，能稳定、安全用于诊断、治疗的高端科技产品。

横看全球，纵观历史，医疗器械估值相对较高，我们认为专利悬崖、仿制壁垒、研发成功概率、研发投入效率等是核心因素。1.器械无专利悬崖，生命周期更久；2.器械研发投入效率约为医药更高；3.器械研发成功概率高于药品；4.器械发展逻辑是螺旋式上升，市占率提升是关键。

迈瑞核心优势是不断挖深拓宽护城河的能力

产品与营销，是现阶段医疗行业的重要两个核心能力，而管理和规范是协同产品与营销的重要工具。随着国内技术的快速发展和全球化信息交互，中国制造开始进入新的阶段。曾营销导向的时代已经逐步成为历史，产品导向将是下一轮产业发展的核心要素。而管理能力是企业做大做强的保障，迈瑞在早期发展中就以国际一线品牌为对标，多年美国市场的严苛历练，使得公司具有了与全球巨头分庭抗礼的实力。

我们预测公司 2019-2021 年净利润为 46.59/57.56/69.50 亿元，对应 EPS 为 3.83/4.73/5.72 元/股，目标价 191.5 元/股，维持“买入”评级。

风险提示：中美贸易战谈判超出市场预期；经济低迷超出预期；财政紧缩超出预期；进口企业调整竞争策略超预期等。

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	16,874.94	20,582.14	24,937.23
增长率(%)	23.72	23.09	22.70	21.97	21.16
EBITDA(百万元)	4,137.95	5,326.84	5,495.79	6,740.73	8,072.82
净利润(百万元)	2,589.15	3,719.24	4,658.63	5,755.59	6,950.12
增长率(%)	61.78	43.65	25.26	23.55	20.75
EPS(元/股)	2.13	3.06	3.83	4.73	5.72
市盈率(P/E)	85.62	59.61	47.59	38.52	31.90
市净率(P/B)	33.49	14.63	11.49	9.16	7.44
市销率(P/S)	19.84	16.12	13.14	10.77	8.89
EV/EBITDA	0.00	22.64	37.28	29.62	23.98

资料来源：wind，天风证券研究所

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	182.36 元
目标价格	191.5 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)	121.60
A 股总市值(百万元)	221,693.46
流通 A 股市值(百万元)	22,174.98
每股净资产(元)	13.41
资产负债率(%)	28.78
一年内最高/最低(元)	196.60/58.56

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-半年报点评:三大产品线稳健增长,降本增效运营效率持续提升》 2019-08-29
- 《迈瑞医疗-公司点评:2019H 利润端预计同比增长 20-30%》 2019-07-12
- 《迈瑞医疗-公司点评:行业、龙头、公司的三重溢价,内在价值凸显》 2019-07-03

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	17,858.96	23,692.63	30,407.98
应收票据及应收账款	1,422.96	1,627.33	2,289.96	1,200.16	3,028.45
预付账款	107.30	122.41	164.01	180.99	228.81
存货	1,567.44	1,698.95	1,985.43	2,624.68	2,807.68
其他	205.03	183.40	424.57	325.12	416.11
流动资产合计	8,573.08	15,175.86	22,722.93	28,023.57	36,889.04
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	28,837.46	33,981.98	42,633.22
短期借款	1,801.12	0.00	1,500.81	2,140.62	2,777.60
应付票据及应付账款	998.78	940.37	1,381.43	1,492.00	1,904.86
其他	3,436.27	3,651.69	5,115.31	4,439.82	6,384.85
流动负债合计	6,236.17	4,592.06	7,997.56	8,072.44	11,067.31
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	9,505.89	9,710.27	12,735.04
少数股东权益	34.20	19.99	40.22	60.90	83.48
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	18,075.66	22,995.12	28,599.01
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	19,331.57	24,271.71	29,898.19
负债和股东权益总	14,438.44	21,627.39	28,837.46	33,981.98	42,633.22

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	2,601.19	3,725.74	4,658.63	5,755.59	6,950.12
折旧摊销	317.69	338.16	255.35	267.72	276.14
财务费用	253.68	(91.79)	(123.17)	(138.18)	(175.74)
投资损失	(9.24)	112.65	112.65	112.65	112.65
营运资金变动	1,191.70	797.09	414.08	48.70	254.52
其它	(1,054.66)	(847.26)	77.62	38.26	(7.17)
经营活动现金流	3,300.37	4,034.59	5,395.17	6,084.74	7,410.53
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)	(173.33)
投资活动现金流	13.08	(692.62)	(191.56)	(197.33)	(153.23)
债权融资	1,843.91	0.00	1,515.08	2,159.64	2,788.70
股权融资	(426.40)	5,874.96	105.15	138.18	175.74
其他	(3,870.03)	(2,982.84)	(508.65)	(2,351.56)	(3,506.38)
筹资活动现金流	(2,452.53)	2,892.12	1,111.58	(53.74)	(541.95)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	860.93	6,234.08	6,315.19	5,833.67	6,715.36

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	16,874.94	20,582.14	24,937.23
营业成本	3,684.01	4,597.40	5,386.48	6,586.28	7,905.10
营业税金及附加	147.86	192.24	234.53	282.03	345.62
营业费用	2,726.86	3,202.23	3,712.49	4,445.74	5,261.75
管理费用	647.33	715.11	675.00	946.78	1,246.86
研发费用	1,018.11	1,267.16	1,518.74	1,708.32	2,189.49
财务费用	267.37	(155.80)	(123.17)	(138.18)	(175.74)
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)	(112.65)	(112.65)	(112.65)
其他	(126.94)	(394.06)	112.64	190.84	285.83
营业利润	2,879.59	4,278.16	5,363.61	6,611.19	7,972.42
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	5,323.78	6,571.36	7,932.59
所得税	330.18	512.58	643.86	794.74	959.37
净利润	2,601.19	3,725.74	4,679.92	5,776.62	6,973.22
少数股东损益	12.04	6.51	21.29	21.03	23.10
归属于母公司净利润	2,589.15	3,719.24	4,658.63	5,755.59	6,950.12
每股收益(元)	2.13	3.06	3.83	4.73	5.72

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	23.72%	23.09%	22.70%	21.97%	21.16%
营业利润	85.91%	48.57%	25.37%	23.26%	20.59%
归属于母公司净利润	61.78%	43.65%	25.26%	23.55%	20.75%
获利能力					
毛利率	67.03%	66.57%	68.08%	68.00%	68.30%
净利率	23.17%	27.04%	27.61%	27.96%	27.87%
ROE	39.11%	24.54%	24.15%	23.77%	23.31%
ROIC	84.84%	133.17%	153.33%	228.44%	310.48%
偿债能力					
资产负债率	53.91%	29.82%	32.96%	28.57%	29.87%
净负债率	-51.49%	-76.05%	-84.55%	-88.72%	-92.38%
流动比率	1.38	3.31	2.84	3.47	3.33
速动比率	1.13	2.94	2.60	3.15	3.08
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	8.93	9.18
总资产周转率	0.82	0.76	0.67	0.66	0.65
每股指标(元)					
每股收益	2.13	3.06	3.83	4.73	5.72
每股经营现金流	2.71	3.32	4.44	5.01	6.10
每股净资产	5.45	12.47	15.87	19.92	24.52
估值比率					
市盈率	85.62	59.61	47.59	38.52	31.90
市净率	33.49	14.63	11.49	9.16	7.44
EV/EBITDA	0.00	22.64	37.28	29.62	23.98
EV/EBIT	0.00	24.15	39.10	30.85	24.83

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