

迈瑞医疗 (300760.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

迈瑞拟收购惠泰股权，强强联合拓宽 心血管业务

事件

2024年1月28日，迈瑞发布公告，拟通过全资子公司深圳迈瑞科技控股有限责任公司（下称：深迈控）收购惠泰控股股东和其他股东合计持有的惠泰约1412万股股份，占惠泰医疗总股本的21.12%。本次交易完成后，惠泰医疗控股股东将变更为深迈控，实际控制人将变更为李西廷和徐航。本次转让金额约66.5亿元。根据公告，截至《股份转让协议》签署日，成正辉持有惠泰医疗1669万股股份，占惠泰医疗总股本的24.97%，为惠泰医疗控股股东、实际控制人、董事长、总经理。股份转让协议一中成正辉拟转让股份总数6.24%，股份1转让完成后惠泰医疗董事长和法定代表人均应由受让方提名的人士担任，并拟由成正辉担任副董事长兼总经理。

经营分析

公司进军心血管领域，强强联合拓展版图。据 Evaluate Medtech 报告估算，在全球医疗器械市场规模排名中，心血管相关领域排名第二，且保持高速增长。在中国，心血管领域产品如电生理等市场规模大、渗透率相对较低，近年来在国家政策推动下，行业加速发展。公司有望充分利用全球市场营销资源覆盖优势，推动电生理及相关耗材的业务发展，提升标的公司业务的全球化布局，促使标的公司实现从国内领先至国际领先的跨越。

惠泰医疗研发能力将进一步增强，海外市场销售有望协同。惠泰医疗在心脏电生理以及血管介入领域一直拥有较强的产品研发及生产制造能力，引入国产医疗设备龙头迈瑞作为控股股东后有望在三维标测设备、射频消融仪等设备产品研发能力上进一步加强。同时海外市场自有品牌有望通过迈瑞已经建立的海外完善渠道实现协同经营。

盈利预测、估值与评级

暂不考虑并购对报表的影响，我们维持前期预测，预计2023-2025年公司归母净利润分别为116.17、139.47、167.45亿元，同比增长21%、20%、20%，EPS分别为9.58、11.50、13.81元，现价对应PE为30、25、21倍，维持“买入”评级。

风险提示

整合不及预期风险；汇率波动风险；研发进展不及预期风险；市场竞争加剧风险；集采降价超预期风险等。

医药组

分析师：袁维 (执业 S1130518080002)

yuan_wei@gjzq.com.cn

分析师：何冠洲 (执业 S1130523080002)

heguanzhou@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：284.32 元

相关报告：

- 《迈瑞医疗公司点评：ROW 持续突破，种子业务积极拓展》，2023.10.29
- 《迈瑞医疗公司点评：体外诊断及医学影像高增长，海外高端客户持续...》，2023.8.30
- 《迈瑞医疗公司点评：收购海外知名体外诊断品牌，贡献海外业务增长...》，2023.8.1



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	25,270	30,366	35,449	42,927	51,772
营业收入增长率	20.18%	20.17%	16.74%	21.10%	20.60%
归母净利润(百万元)	8,002	9,607	11,617	13,947	16,745
归母净利润增长率	20.19%	20.07%	20.92%	20.05%	20.07%
摊薄每股收益(元)	6.582	7.924	9.582	11.503	13.811
每股经营性现金流净额	7.40	10.01	7.64	13.42	14.91
ROE(归属母公司)(摊薄)	29.69%	30.04%	29.07%	28.08%	27.20%
P/E	57.86	39.88	27.75	23.11	19.25
P/B	17.18	11.98	8.07	6.49	5.24

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	21,026	25,270	30,366	35,449	42,927	51,772
增长率	20.2%	20.2%	20.2%	16.7%	21.1%	20.6%
主营业务成本	-7,366	-8,843	-10,885	-12,372	-14,982	-18,068
%销售收入	35.0%	35.0%	35.8%	34.9%	34.9%	34.9%
毛利	13,660	16,427	19,480	23,077	27,945	33,704
%销售收入	65.0%	65.0%	64.2%	65.1%	65.1%	65.1%
营业税金及附加	-218	-282	-348	-408	-494	-595
%销售收入	1.0%	1.1%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%
销售费用	-3,612	-3,999	-4,802	-5,140	-6,439	-7,869
%销售收入	17.2%	15.8%	15.8%	14.5%	15.0%	15.2%
管理费用	-897	-1,106	-1,320	-1,595	-1,889	-2,237
%销售收入	4.3%	4.4%	4.3%	4.5%	4.4%	4.3%
研发费用	-1,869	-2,524	-2,923	-3,580	-4,164	-5,022
%销售收入	8.9%	10.0%	9.6%	10.1%	9.7%	9.7%
息税前利润 (EBIT)	7,064	8,516	10,088	12,354	14,960	17,980
%销售收入	33.6%	33.7%	33.2%	34.9%	34.9%	34.7%
财务费用	61	86	451	460	496	654
%销售收入	-0.3%	-0.3%	-1.5%	-1.3%	-1.2%	-1.3%
资产减值损失	-140	-126	-108	0	0	0
公允价值变动收益	0	10	-21	0	0	0
投资收益	-4	1	-5	0	5	5
%税前利润	n.a	0.0%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	7,455	9,066	10,991	13,224	15,868	19,044
营业利润率	35.5%	35.9%	36.2%	37.3%	37.0%	36.8%
营业外收支	-17	-49	-37	-37	-37	-37
税前利润	7,438	9,017	10,954	13,187	15,831	19,007
利润率	35.4%	35.7%	36.1%	37.2%	36.9%	36.7%
所得税	-779	-1,013	-1,343	-1,569	-1,884	-2,262
所得税率	10.5%	11.2%	12.3%	11.9%	11.9%	11.9%
净利润	6,660	8,004	9,611	11,617	13,947	16,745
少数股东损益	2	2	4	0	0	0
归属于母公司的净利润	6,658	8,002	9,607	11,617	13,947	16,745
净利率	31.7%	31.7%	31.6%	32.8%	32.5%	32.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	6,660	8,004	9,611	11,617	13,947	16,745
少数股东损益	2	2	4	0	0	0
非现金支出	623	843	1,019	716	824	910
非经营收益	158	-182	-395	619	39	38
营运资金变动	1,430	333	1,906	-3,684	1,461	379
经营活动现金净流	8,870	8,999	12,141	9,268	16,272	18,073
资本开支	-1,180	-1,381	-1,842	426	-1,048	-1,208
投资	-20	-3,520	-37	0	0	0
其他	-3,991	88	-1,341	-1	4	3
投资活动现金净流	-5,191	-4,812	-3,220	425	-1,045	-1,205
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	-441	0	-359	0	0
其他	-1,853	-4,164	-5,194	-3,646	-4,250	-4,854
筹资活动现金净流	-1,853	-4,605	-5,194	-4,004	-4,250	-4,854
现金净流量	1,628	-590	3,841	5,689	10,978	12,013

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	15,865	15,361	23,186	28,837	39,787	51,780
应收款项	1,834	1,916	2,810	4,150	4,555	5,068
存货	3,541	3,565	4,025	4,406	5,541	6,732
其他流动资产	392	492	585	709	610	690
流动资产	21,632	21,335	30,606	38,103	50,492	64,270
%总资产	64.9%	56.0%	65.5%	72.8%	77.8%	81.4%
长期投资	90	106	129	130	132	134
固定资产	4,129	4,898	6,064	6,944	7,224	7,377
%总资产	12.4%	12.9%	13.0%	13.3%	11.1%	9.3%
无形资产	2,574	6,504	6,759	6,947	6,864	6,980
非流动资产	11,675	16,768	16,139	14,237	14,424	14,685
%总资产	35.1%	44.0%	34.5%	27.2%	22.2%	18.6%
资产总计	33,306	38,103	46,745	52,339	64,916	78,955
短期借款	0	85	97	0	0	0
应付款项	2,738	3,590	4,192	4,527	5,440	6,418
其他流动负债	5,498	4,954	7,481	5,284	7,219	8,343
流动负债	8,236	8,629	11,770	9,811	12,660	14,761
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	1,780	2,506	2,976	2,549	2,574	2,616
负债	10,016	11,135	14,746	12,360	15,234	17,377
普通股股东权益	23,278	26,953	31,981	39,961	49,664	61,560
其中：股本	1,216	1,216	1,212	1,212	1,212	1,212
未分配利润	13,424	18,386	23,761	31,741	41,444	53,340
少数股东权益	13	15	18	18	18	18
负债股东权益合计	33,306	38,103	46,745	52,339	64,916	78,955

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	5.476	6.582	7.924	9.582	11.503	13.811
每股净资产	19.148	22.171	26.377	32.959	40.962	50.774
每股经营现金净流	7.296	7.402	10.014	7.644	13.421	14.906
每股股利	1.000	1.500	2.500	3.000	3.500	4.000
回报率						
净资产收益率	28.60%	29.69%	30.04%	29.07%	28.08%	27.20%
总资产收益率	19.99%	21.00%	20.55%	22.20%	21.48%	21.21%
投入资本收益率	27.10%	27.74%	27.42%	27.22%	26.53%	25.72%
增长率						
主营业务收入增长率	27.00%	20.18%	20.17%	16.74%	21.10%	20.60%
EBIT增长率	48.64%	20.56%	18.46%	22.46%	21.10%	20.19%
净利润增长率	42.24%	20.19%	20.07%	20.92%	20.05%	20.07%
总资产增长率	29.93%	14.40%	22.68%	11.97%	24.03%	21.63%
资产管理能力						
应收账款周转天数	27.0	22.4	25.9	39.0	35.0	32.0
存货周转天数	143.8	146.7	127.3	130.0	135.0	136.0
应付账款周转天数	67.9	78.0	76.6	80.0	79.0	76.0
固定资产周转天数	55.5	54.5	51.2	49.8	41.4	34.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-68.12%	-56.68%	-72.15%	-72.13%	-80.08%	-84.09%
EBIT利息保障倍数	-115.0	-99.1	-22.4	-26.9	-30.2	-27.5
资产负债率	30.07%	29.22%	31.55%	23.62%	23.47%	22.01%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-04-20	买入	328.31	N/A
2	2022-08-22	买入	289.50	N/A
3	2022-10-12	买入	301.77	N/A
4	2022-10-28	买入	327.00	N/A
5	2023-04-28	买入	309.00	N/A
6	2023-08-01	买入	296.00	N/A
7	2023-08-30	买入	271.60	N/A
8	2023-10-29	买入	265.85	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806