

迈瑞医疗 (300760.SZ)

拟收购惠泰医疗控制权，进军心血管器械领域

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 医药生物 · 医疗器械

◆ 投资评级: 买入 (维持评级)

证券分析师: 张佳博 021-60375487 zhangjiabo@guosen.com.cn 执证编码: S0980523050001
 证券分析师: 张超 0755-81982940 zhangchao4@guosen.com.cn 执证编码: S0980522080001

事项:

公司公告: 拟通过全资子公司深迈控收购惠泰医疗控股股东和其他股东合计持有的惠泰医疗约 1412 万股股份, 占惠泰医疗总股本的 21.12%, 转让金额约 66.5 亿元, 交易资金全部来源于迈瑞医疗的自有资金。本次交易完成之后, 深迈控及其一致行动人珠海彤昇合计持有惠泰医疗约 1646 万股, 占惠泰医疗总股本的 24.61%, 惠泰医疗控股股东将变更为深迈控。基于上述交易完成后在惠泰医疗股权结构、董事会和监事会结构方面的安排, 迈瑞医疗能够对惠泰医疗实施控制, 并在迈瑞医疗合并报表层面实现对惠泰医疗的并表。

国信医药观点: 此次控股权并购有望实现“1+1>2”的协同效应。对于惠泰医疗而言, 有望借助于迈瑞在研发和营销体系等各方面优势, 不断提升产品在全球市场的竞争力, 拉动电生理、冠脉通路及外周血管介入产品的全球销售。对于迈瑞医疗而言, 惠泰医疗将为其扩充新的心血管业务线, 新增 300 亿美金的全球可及市场和 250 亿人民币的国内可及市场, 对于帮助迈瑞实现长期业绩的快速增长有着重要意义。迈瑞医疗作为国产医疗器械领袖, 研发和销售实力强劲, 国际化布局成果显著, 此次对于惠泰的控股权并购为其打开广阔的心血管器械赛道, 助力成长为全球医械龙头, 维持“买入”评级。

评论:

◆ 迈瑞医疗拟以 66.5 亿元收购惠泰医疗 21.12% 股权, 交易合并估值 302 亿

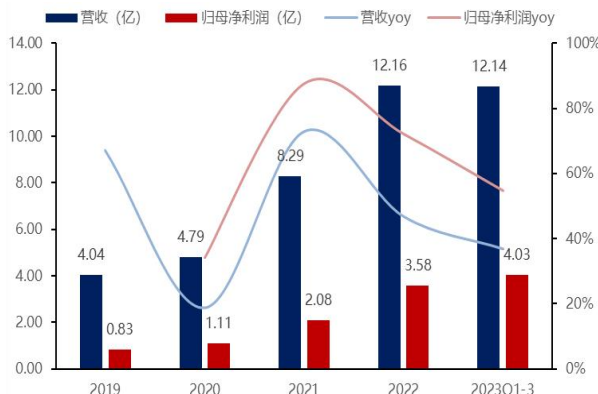
惠泰医疗的主营业务为电生理、冠脉通路及外周血管介入等产品的研发、生产和销售, 为我国电生理领域国产龙头企业及与心血管领域国产领先企业, 具备深厚的技术储备与丰富的产品矩阵。惠泰医疗保持了优异的成长性, 营收自 2019 年的 4.04 亿快速增长至 2022 年的 12.16 亿, CAGR 为 44.4%; 同期归母净利润由 0.83 亿增长至 3.58 亿, CAGR 高达 62.8%。2023 年前三季度实现营收 12.14 亿, 同比增长 36.8%; 归母净利润为 4.03 亿, 同比增长 54.8%。

图1: 惠泰医疗业务布局



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图2: 惠泰医疗 2019-2023 年前三季度营收和归母净利润情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

迈瑞医疗拟通过全资子公司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%，转让金额约 66.5 亿元，交易资金来源于迈瑞自有资金。交易完成后，深迈控及其一致行动人合计持有惠泰医疗约 1646 万股，占惠泰总股本的 24.61%，惠泰医疗控股股东将变更为深迈控，实际控制人变为李西廷和徐航，迈瑞医疗将在合并报表层面实现对惠泰医疗的并表。

表1: 股权转让方的持股情况和股份转让安排

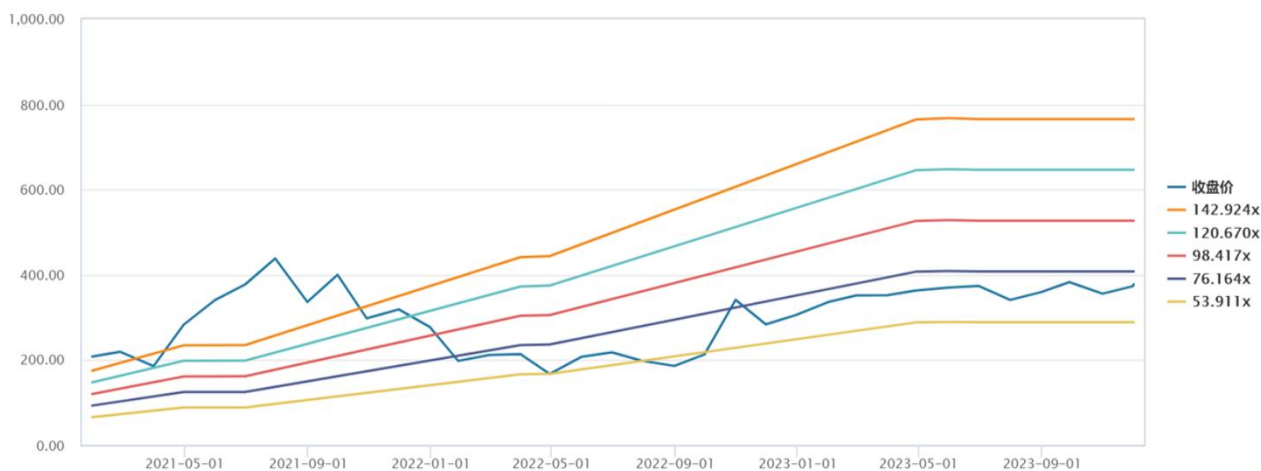
股东	股东类型	持有股份（股）	占公司总股本比例	此次转让股份（股）	占公司总股本比例
成正辉	控股股东、实际控制人、董事长、总经理	16,692,465	24.97%	4,173,116	6.24%
成灵	共同实际控制人	5,000,442	7.48%	5,000,442	7.48%
戴振华	董事、副总经理、财务负责人、董事会秘书	1,017,617	1.52%	188,695	0.28%
上海惠深	-	1,106,916	1.66%	469,919	0.70%
上海惠疗	-	38,929	0.06%	10,000	0.01%
启华三期	-	1,551,160	2.32%	958,444	1.43%
启明融科	-	1,506,857	2.25%	931,070	1.39%
启明融盈	-	474,253	0.71%	293,036	0.44%
QM33	-	1,878,200	2.81%	1,160,518	1.74%
扬州澎旭	-	935,070	1.40%	935,070	1.40%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理估算

注：持有股份指截止 1 月 28 日公告披露时持有的股份

本次交易合并估值 302 亿，对应惠泰医疗 1 月 26 日收盘价平均溢价率 25%，参照前 60 日均价平均溢价率为 23%。此次收购估值对应 23/24 年 Wind 一致预期的 PE 为 59/44X。

图3: 惠泰医疗 PE/PB Band



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 迈瑞医疗强势迈入心血管赛道，国产器械龙头强强联合引领行业发展

据 Evaluate Medtech 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。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，在国家政策持续推动下，行业加速发展。

近年来中国心律失常患者的电生理手术量快速增长，预计到 2024 年电生理手术量将达到 37.3 万例，2019-2024 年 CAGR 为 15.7%。导管消融手术中使用的介入类器械属于电生理器械，国内电生理器械市场规

模同步由 2015 年 14.8 亿元增长至 2019 年的 46.7 亿元，CAGR 为 33.2%。根据公司公告，国内每百万人电生理手术量约为 130 台，而美国则达到 1300 台/百万人，为国内的 10 倍。随着老龄化加剧、患者认知提升以及电生理技术的迭代升级，预计电生理行业将在中长期维持高速增长。

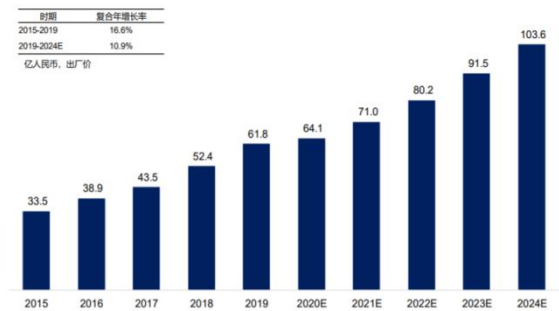
图4：2015–2024E 中国心律失常患者电生理手术量


资料来源：Frost&Sullivan，国信证券经济研究所整理

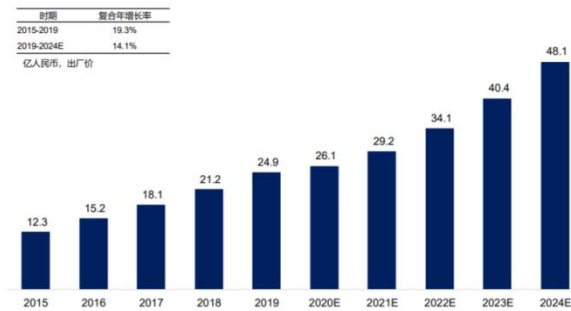
图5：2015–2024E 中国电生理器械市场规模


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

根据国家心血管病中心发布的《中国心血管健康与疾病报告 2022》显示，国内心血管疾病现患人数 3.3 亿，每 5 例死亡中就有 2 例死于心血管病。2019 年中国冠脉介入手术量达到 108.9 万台，占有血管介入手术量的 80%。2019 年国内冠脉介入器械的市场规模达 61.8 亿，随着渗透率将不断增加，驱动整体冠脉介入器械市场的快速增长。周围血管介入器械市场规模由 2015 年的 12.3 亿增长至 2019 年的 24.9 亿，CAGR 达 19.3%。

图6：2015–2024E 中国冠脉介入器械市场规模


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图7：2015–2024E 中国周围血管介入器械市场规模


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

根据公司公告，迈瑞医疗测算电生理全球可及市场空间超过 100 亿美元，其中国内超过 100 亿元人民币；冠脉通路和外周血管介入产品全球可及市场空间超过 200 亿美元，其中国内超过 150 亿元人民币，进入这些领域可以极大拓宽迈瑞的可及市场空间。

惠泰为心血管领域的国内细分龙头，在电生理、冠脉通路、外周血管介入领域均有布局，拥有领先的技术创新能力，以及从原材料到产品的耗材研发和生产能力。此次交易完成后，在惠泰医疗独立发展的基础上，两家公司将共同制定业务发展战略、研发和营销体系等各方面的整合规划，迈瑞医疗将赋能惠泰医疗不断提升产品在全球市场的竞争力。未来，迈瑞医疗还将以此为基础，横向拓展其它耗材领域，完善产品矩阵，进一步构建和丰富耗材型业务，提升公司整体竞争力。

◆ 投资建议：

此次控股权并购有望实现“1+1>2”的协同效应。对于惠泰医疗而言，有望借助于迈瑞在研发和营销体系等各方面优势，不断提升产品在全球市场的竞争力，拉动电生理、冠脉通路及外周血管介入产品的全球销售。对于迈瑞医疗而言，惠泰医疗将为其扩充新的心血管业务线，新增 300 亿美金的全球可及市场和 250 亿人民币的国内可及市场，对于帮助迈瑞实现长期业绩的快速增长有着重要意义。迈瑞医疗作为国产医疗器械领袖，研发和销售实力强劲，国际化布局成果显著，此次对于惠泰的控股权并购为其打开广阔的心血管器械赛道，助力成长为全球医械龙头，维持“买入”评级。

◆ 风险提示

医保控费政策风险，地缘政治风险，市场竞争风险，研发失败风险；商业化不及预期风险。

相关研究报告：

- 《迈瑞医疗（300760.SZ）-Q3 归母净利润同比增长 21%，海外加速突破高端客户》——2023-11-03
- 《迈瑞医疗（300760.SZ）—2023 年中报点评：业绩稳健增长，“国际化+平台化”成果显著》——2023-09-04
- 《迈瑞医疗（300760.SZ）—2022 年年报和 2023 年一季报点评：业绩稳健增长，创新研发和营销整合助力突破海外高端客户》——2023-05-03
- 《迈瑞医疗（300760.SZ）—2022 年三季报点评：国内医疗新基建叠加海外高端客户突破助力业绩稳健增长》——2022-10-29
- 《迈瑞医疗（300760.SZ）—2022 年中报点评：中期收入和净利稳健增长，新品推出和国际化步伐加快》——2022-08-25

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E	
现金及现金等价物	15361	23186	25549	30189	36433	营业收入	25270	30366	35722	43055	51794
应收款项	1916	2810	3425	4482	5676	营业成本	8843	10885	12690	15209	18137
存货净额	3565	4025	4812	5793	7071	营业税金及附加	282	348	411	480	575
其他流动资产	466	553	651	785	944	销售费用	3999	4802	5430	6631	7873
流动资产合计	21335	30606	34470	41281	50156	管理费用	897	1106	1608	1894	2227
固定资产	4898	6064	7481	9116	10835	研发费用	1869	2524	3608	4262	5076
无形资产及其他	2061	1977	1898	1819	1740	财务费用	(86)	(451)	(857)	(775)	(622)
投资性房地产	9783	8038	10450	12540	15048	投资收益	1	(5)	0	0	0
长期股权投资	26	61	261	461	661	资产减值及公允价值变动	142	50	(260)	(111)	(110)
资产总计	38103	46745	54560	65217	78439	其他收入	(542)	(206)	577	579	578
短期借款及交易性金融负债	85	97	200	250	250	营业利润	9066	10991	13151	15822	18996
应付款项	2281	2291	2578	3193	3901	营业外净收支	(49)	(37)	(39)	(40)	(40)
其他流动负债	6263	9382	9277	10537	12531	利润总额	9017	10954	13112	15782	18956
流动负债合计	8629	11770	12055	13980	16682	所得税费用	1013	1343	1573	1878	2237
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	2	4	4	4	5
其他长期负债	2506	2976	3176	3076	2976	归属于母公司净利润	8002	9607	11535	13900	16714
长期负债合计	2506	2976	3176	3076	2976	现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	11135	14746	15231	17056	19658	净利润	8002	9607	11535	13900	16714
少数股东权益	15	18	21	23	26	资产减值准备	(14)	(18)	67	35	40
股东权益	26953	31981	39308	48137	58754	折旧摊销	616	779	633	827	991
负债和股东权益总计	38103	46745	54560	65217	78439	公允价值变动损失	(142)	(50)	260	111	110
						财务费用	(86)	(451)	(857)	(775)	(622)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(2592)	3884	(3463)	(2451)	(2497)
每股收益	6.58	7.92	9.51	11.46	13.79	其它	16	20	(65)	(33)	(37)
每股红利	2.50	3.49	3.47	4.18	5.03	经营活动现金流	5886	14223	8968	12389	15322
每股净资产	22.17	26.38	32.42	39.70	48.46	资本开支	0	(1628)	(2299)	(2528)	(2781)
ROIC	40%	40%	33%	38%	42%	其它投资现金流	(2)	(5)	0	0	0
ROE	30%	30%	29%	29%	28%	投资活动现金流	(3)	(1668)	(2499)	(2728)	(2981)
毛利率	65%	64%	64%	65%	65%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	44%	43%	34%	34%	35%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	46%	45%	35%	36%	36%	支付股利、利息	(3039)	(4233)	(4208)	(5071)	(6097)
收入增长	20%	20%	18%	21%	20%	其它融资现金流	(308)	3736	103	50	0
净利润增长率	20%	20%	20%	20%	20%	融资活动现金流	(6386)	(4730)	(4105)	(5021)	(6097)
资产负债率	29%	32%	28%	26%	25%	现金净变动	(504)	7825	2364	4640	6243
息率	0.9%	1.3%	1.3%	1.6%	1.9%	货币资金的期初余额	15865	15361	23186	25549	30189
P/E	40.9	33.9	28.3	23.5	19.5	货币资金的期末余额	15361	23186	25549	30189	36433
P/B	12.1	10.2	8.3	6.8	5.6	企业自由现金流	7824	14451	5411	8691	11506
EV/EBITDA	29.0	24.7	27.2	22.4	18.4	权益自由现金流	7516	18187	6044	9346	12231

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032