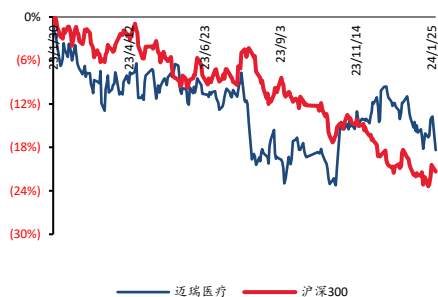


医药 医疗器械

收购惠泰控制权，巨头开启心血管业务新篇章

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本(百万股) 1,212.44
总市值/流通(百万元) 326,147.00
12个月内最高/最低价 341.19/253.48

相关研究报告

<<迈瑞医疗点评报告：第三季度国内收入放缓，海外增速环比提升>>--2023-11-02

<<再看迈瑞医疗(300760)：估值回归，市场前景依旧广阔>>--2023-10-24

<<迈瑞医疗点评报告：常规诊疗恢复，体外诊断和医学影像产线在二季度实现反弹>>--2023-09-04

证券分析师：谭紫媚

电话：0755-83688830

E-MAIL: tanzm@tpyzq.com

执业资格证书编号：S1190520090001

迈瑞医疗收购惠泰医疗控制权。1月28日，迈瑞医疗全资子公司深迈控拟通过协议转让方式以471.12元/股的价格，受让惠泰医疗约1412万股股份，占惠泰医疗总股本的21.12%。本次交易完成后，深迈控及其一致行动人珠海形昇合计持有惠泰医疗约1646万股股份，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，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。

巨头联合，迈瑞启程心血管业务新蓝海。与迈瑞医疗过往几次经典并购不同的是，本次并购涉及的心血管业务对迈瑞医疗来说是全新的赛道。根据Evaluate Medtech，全球心血管领域的市场规模达到560亿美元，其中中国心血管领域的市场规模超过500亿元。惠泰医疗在心血管赛道深耕多年，在心脏电生理、冠脉通路、外周血管介入领域均有布局，是国内心血管领域的细分龙头企业。迈瑞和惠泰在研发、营销、生产制造等多个环节均存在协同性，惠泰有望助力迈瑞更快进入心血管赛道、提升可及市场空间，而迈瑞成熟的全球销售网络也将推动惠泰国际化战略的加速实现。

盈利预测与投资评级：基于公司核心业务板块分析，我们预计2023-2025年公司营业收入分别为354.42/427.51/515.51亿元，同比增速分别为16.72%/20.62%/20.58%；归母净利润分别为116.52/140.27/169.36亿元，同比增速分别为21.28%/20.38%/20.74%。以1月29日收盘价计算，公司2023~2025年的EPS分别为9.61/11.57/13.97元/股，对应PE值分别为27.99/23.25/19.26，**维持“买入”评级。**

风险提示：收购带来的商誉减值风险；海外市场开拓不及预期的风险；市场竞争加剧的风险；新产品研发进度不及预期的风险；其他政策风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	30,366	35,442	42,751	51,551
(+/--%)	20.17%	16.72%	20.62%	20.59%
归母净利(百万元)	9,607	11,652	14,027	16,936
(+/--%)	20.07%	21.28%	20.38%	20.74%
摊薄每股收益(元)	7.94	9.61	11.57	13.97
市盈率(PE)	39.79	27.99	23.25	19.26

资料来源：Wind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

一、迈瑞医疗收购惠泰医疗控制权

1月28日，迈瑞医疗全资子公司深迈控拟通过协议转让方式以471.12元/股的价格，受让惠泰医疗约1412万股股份，占惠泰医疗总股本的21.12%。同时，深迈控与晨壹红启签署权益转让协议，深迈控拟以129.28万元的对价受让晨壹红启持有的珠海彤昇全部0.12%的普通合伙权益，深迈控将成为珠海彤昇普通合伙人和执行事务合伙人，并且迈瑞医疗仍持有珠海彤昇99.88%的有限合伙权益。本次交易完成后，深迈控及其一致行动人珠海彤昇合计持有惠泰医疗约1646万股股份，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。

本次交易合并估值为302亿元，对应惠泰医疗1月26日收盘价溢价率为25%，参照惠泰前60日均价溢价率为23%。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。

二、巨头联合，迈瑞启程心血管业务新蓝海

在迈瑞医疗的发展历程中，公司曾多次借助并购助力业务加速发展。与以往几次经典并购不同的是，本次并购涉及的心血管业务对迈瑞医疗来说是全新的赛道。惠泰医疗的主营业务中，心脏电生理在中国尚处于市场发展初期，行业增速快、国产化率低、未来前景广阔，而惠泰医疗是国内电生理行业的龙头企业。

迈瑞医疗收购惠泰医疗，对前者来说增添了新的业务板块，对后者来说补强了国内外营销渠道，强强联合有望带来国产电生理产品在海内外的新突破。

（一）拓展业务板块，迈瑞进军心血管大市场

根据Evaluate Medtech，全球心血管领域的市场规模达到560亿美元，其中中国心血管领域的市场规模超过500亿元，在全球和中国医疗器械市场规模中均排名第二。受到人口老龄化的影响，同时心血管手术渗透率低、手术技术仍在持续迭代升级，Evaluate Medtech预计全球心血管领域未来将长期维持双位数增长，其中国内心血管领域的行业增速将更高。

惠泰医疗在心血管赛道深耕多年，在心脏电生理、冠脉通路、外周血管介入领域均有布局，是国内心血管领域的细分龙头企业。同时，迈瑞医疗和惠泰医疗在研发、营销、生产制造等多个环节均存在协同性，惠泰有望助力迈瑞更快进入心血管赛道，提升可及市场空间。

(二) 电生理优势赛道，收购促进双方协同发展

根据迈瑞医疗测算，电生理全球可及市场空间超过 100 亿美元，其中中国超过 100 亿元。目前外资电生理厂商在中国市场的合计占有率接近 90%，国产化率具有极大提升空间。尽管起步较外资更晚，惠泰医疗的电生理产品在国内客户端已取得一定认可度。其中电生理电极标测导管、射频消融电极导管均为国内首家获得注册证的国产产品，同时被科技部认定为国家重点新产品，被深圳科工贸信委认定为深圳市自主创新产品。

心脏电生理领域的设备和耗材强相关，尤其是在三维电生理领域，设备与耗材配套使用。迈瑞在医疗设备领域的技术沉淀将有效地赋能惠泰医疗，帮助其快速提升产品性能。而惠泰医疗则在耗材方面显著领先，能实现从原料到生产工艺的完整覆盖，在保障产品质量的同时有效控制成本。此外，借助迈瑞的全球销售网络，惠泰的产品将更快触及全球客户，提升出海能力。

三、 盈利预测与投资评级

基于公司核心业务板块分析，我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 354.42/427.51/515.51 亿元，同比增速分别为 16.72%/20.62%/20.58%；归母净利润分别为 116.52/140.27/169.36 亿元，同比增速分别为 21.28%/20.38%/20.74%。以 1 月 29 日收盘价计算，公司 2023~2025 年的 EPS 分别为 9.61/11.57/13.97 元/股，对应 PE 值分别为 27.99/23.25/19.26，**维持“买入”评级。**

四、 风险提示

收购带来的商誉减值风险；海外市场开拓不及预期的风险；市场竞争加剧的风险；新产品研发进度不及预期的风险；其他政策风险

资产负债表 (百万)

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	15,361	23,186	27,474	38,688	52,096
应收和预付款项	2,028	2,950	3,574	4,428	5,478
存货	3,565	4,025	4,487	5,169	5,945
其他流动资产	380	445	540	632	720
流动资产合计	21,335	30,606	36,076	48,917	64,239
长期股权投资	26	61	86	116	151
投资性房地产	45	43	43	43	43
固定资产	3,772	4,261	4,516	4,268	4,065
在建工程	1,126	1,803	1,303	753	93
无形资产开发支出	2,201	2,274	2,188	2,104	2,020
长期待摊费用	84	83	71	59	47
其他非流动资产	30,848	38,221	48,637	61,640	77,124
资产总计	38,103	46,745	56,843	68,982	83,543
短期借款	0	0	0	0	0
应付和预收款项	2,281	2,291	2,633	3,194	3,860
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	8,854	12,455	14,323	16,780	19,660
负债合计	11,135	14,746	16,957	19,974	23,519
股本	1,216	1,212	1,212	1,212	1,212
资本公积	8,153	7,509	7,443	7,443	7,443
留存收益	18,994	24,369	32,118	41,236	52,244
归母公司股东权益	26,953	31,981	39,864	48,981	59,989
少数股东权益	15	18	23	28	34
股东权益合计	26,968	31,999	39,886	49,009	60,023
负债和股东权益	38,103	46,745	56,843	68,982	83,543

现金流量表 (百万)

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营性现金流	8,999	12,141	13,760	16,682	19,899
投资性现金流	-4,812	-3,220	-5,763	-559	-564
融资性现金流	-4,605	-5,194	-3,885	-4,909	-5,927
现金增加额	-590	3,841	4,288	11,214	13,408

利润表 (百万)

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	25,270	30,366	35,442	42,751	51,551
营业成本	8,843	10,885	12,640	15,331	18,527
营业税金及附加	282	348	407	490	591
销售费用	3,999	4,802	5,015	6,049	7,346
管理费用	1,106	1,320	1,541	1,816	2,189
财务费用	-86	-451	-406	-481	-677
资产减值损失	-132	-71	-90	-90	-90
投资收益	1	-5	0	0	0
公允价值变动	10	-21	0	0	0
营业利润	9,066	10,991	13,285	15,993	19,309
其他非经营损益	-49	-37	0	0	0
利润总额	9,017	10,954	13,285	15,993	19,309
所得税	1,013	1,343	1,629	1,961	2,367
净利润	8,004	9,611	11,656	14,032	16,942
少数股东损益	2	4	4	5	6
归母股东净利润	8,002	9,607	11,652	14,027	16,936

预测指标

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
毛利率	65.01%	64.15%	64.34%	64.14%	64.06%
销售净利率	31.66%	31.64%	32.88%	32.81%	32.85%
销售收入增长率	20.18%	20.17%	16.72%	20.62%	20.59%
EBIT 增长率	20.97%	17.70%	21.96%	20.44%	20.11%
净利润增长率	20.19%	20.07%	21.28%	20.38%	20.74%
ROE	29.69%	30.04%	29.23%	28.64%	28.23%
ROA	21.00%	20.55%	20.50%	20.33%	20.27%
ROIC	29.28%	28.74%	28.16%	27.64%	27.13%
EPS(X)	6.59	7.94	9.61	11.57	13.97
PE(X)	57.81	39.79	27.99	23.25	19.26
PB(X)	17.18	11.98	8.18	6.66	5.44
PS(X)	18.32	12.62	9.20	7.63	6.33
EV/EBITDA(X)	46.22	31.39	21.25	17.17	13.75

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

公司地址

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七号

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 17 楼 太平洋证券

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904

广州大道中圣丰广场 988 号 102 太平洋证券



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。