

迈瑞医疗 (300760 CH)

收购惠泰医疗，强势切入心血管介入赛道

1月28日，迈瑞医疗公告拟通过全资子公司深迈控以66.5亿元自有资金收购惠泰医疗控股股东成正辉及其他股东合计持有的惠泰医疗约1,412万股股份，占惠泰医疗总股本的21.12%。同时，深迈控拟以129.28万元受让晨壹红启持有的珠海彤昇全部0.12%的普通合伙权益，珠海彤昇持有惠泰医疗233.5万股，占股3.49%。深迈控将成为珠海彤昇GP和执行事务合伙人，迈瑞医疗仍继续为珠海彤昇的LP。本次交易完成后，深迈控及其一致行动人珠海彤昇将合计持有惠泰医疗约24.61%的股权，深迈控将成为惠泰医疗的控股股东。交易完成后，惠泰医疗原实控人成正辉仍将拥有惠泰医疗18.73%的股权，以及8.73%的表决权，并拟担任惠泰医疗的副董事长兼总经理。我们认为，管理团队的稳定将有利于后续的并购整合。

■ **收购惠泰医疗将贡献业绩增量。**惠泰医疗公告预计2023年实现归母净利润5.10-5.65亿元，同比增长42.5%-57.8%。根据彭博一致预期，2024年惠泰医疗有望实现收入22.1亿元，归母净利润6.7亿元。我们预计此交易仍需一段时间才会完成。假设惠泰医疗自2024年初开始全年并表，我们估计此项并购将拉动迈瑞医疗2024E/25E收入增长5.2%和5.7%，拉动归母净利润分别增长1.2%和1.3%。截至2023年三季度末，迈瑞医疗货币资金余额为196.7亿元，我们估计迈瑞医疗2023年将产生121亿元经营现金流，90亿元自由现金流。因此，公司资产负债表强劲，此次现金收购不会对迈瑞医疗产生资金压力。此次并购将新增约65-70亿元商誉。

■ **控股收购，估值稍有溢价。**根据我们的测算，本次交易的估值约为45倍FY24E PE（基于彭博一致预期），对应惠泰医疗1月26日收盘价溢价约25%。我们认为，约25%的控制权溢价相对合理。迈瑞医疗将通过收购惠泰医疗能快速切入心血管介入赛道，支撑公司的长期快速发展。惠泰医疗是中国电生理领域的龙头企业。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。目前中国电生理市场的接近90%的市场份额被进口品牌占据，未来国产替代空间大。

■ **积极并购，成长为全球器械龙头。**在人口老龄化的趋势下，耗材类产品有望长期快速增长。此前，迈瑞医疗通过自研+并购的模式，相继拓展了微创外科和骨科赛道，进军高值耗材市场，以此打造公司的第二增长曲线。根据弗若斯特沙利文，IVD、医疗影像设备和心血管器械是2021年全球医疗器械市场收入排名前三的细分市场，合计市场占比46.2%。目前迈瑞医疗的核心业务已涵盖IVD和医疗影像设备领域，收购完成后，迈瑞医疗得以迅速拓展第三大医疗器械细分市场。此外，惠泰医疗三季度海外业务增长超90%，海外收入占比约16%，拥有较强的出海潜力。通过此次收购，迈瑞医疗将充分利用全球市场的资源优势完善惠泰医疗的全球化布局，实现强强联合，提升迈瑞医疗在全球市场的综合竞争力。

■ **维持买入评级，目标价383.83元人民币。**考虑到此次交易尚未完成，我们暂未调整对于迈瑞医疗的盈利预期，基于8年的DCF模型，目标价383.83元人民币（WACC：9.4%，永续增长率：3.0%）。

财务资料

(截至12月31日)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
销售收入(百万人民币)	25,270	30,366	35,654	42,817	51,366
同比增长(%)	20.2	20.2	17.4	20.1	20.0
净利润(百万人民币)	8,004.0	9,610.7	11,615.5	13,869.4	16,585.5
同比增长(%)	20.2	20.1	20.9	19.4	19.6
市盈率(倍)	40.8	33.9	28.1	23.5	19.7
净负债比率(%)	(57.0)	(72.5)	(71.0)	(72.0)	(73.1)

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

买入（维持）

目标价	383.83 人民币
(此前目标价)	383.43 人民币)
潜在升幅	42.7%
当前股价	269.00 人民币

中国医药

武煜, CFA

(852) 3900 0842

jillwu@cmbi.com.hk

王云逸

(852) 3916 1729

cathywang@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万人民币)	325,474.1
3月平均流通量(百万人民币)	882.7
52周内股价高/低(百万人民币)	339.36/256.80
总股本(百万)	1209.9

资料来源：FactSet

股东结构

Smartco Development Limited	27.0%
Magnifice (HK) Limited	24.5%

资料来源：深交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-7.4%	-4.7%
3-月	1.2%	8.1%
6-月	-12.9%	4.3%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

图 1: 盈利预测调整

人民币 百万元	新预测			过往预测			差值 (%)		
	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E
营业收入	35,654	42,817	51,366	35,654	42,817	51,366	0.00%	0.00%	0.00%
毛利	23,466	28,147	33,722	23,466	28,147	33,722	0.00%	0.00%	0.00%
营业利润	13,236	15,798	18,884	13,236	15,798	18,884	0.00%	0.00%	0.00%
归母净利润	11,611	13,864	16,579	11,611	13,864	16,579	0.00%	0.00%	0.00%
基本每股收益 (元)	9.58	11.44	13.67	9.58	11.44	13.67	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	65.82%	65.74%	65.65%	65.82%	65.74%	65.65%	0ppt	0ppt	0ppt
营业利润率	37.12%	36.90%	36.76%	37.12%	36.90%	36.76%	0ppt	0ppt	0ppt
净利润率	32.57%	32.38%	32.28%	32.57%	32.38%	32.28%	0ppt	0ppt	0ppt

资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 2: DCF 估值分析

DCF 估值 (人民币百万元)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
息税前利润	15,200	18,185	21,705	25,653	30,130	35,220	40,966	47,461
税率	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%
息税前利润*(1-税率)	13,376	16,003	19,101	22,575	26,514	30,994	36,050	41,766
+ 折旧与摊销	1,115	1,239	1,351	1,447	1,525	1,586	1,631	1,663
- 营运资金变化	-933	-1,115	-1,301	-1,479	-1,702	-1,942	-2,199	-2,461
- 资本支出	-1,735	-1,735	-1,735	-1,635	-1,535	-1,435	-1,335	-1,235
自由现金流	11,823	14,392	17,415	20,908	24,802	29,202	34,147	39,732
终值								641,771

永续增长率	3.0%
加权平均资本成本 WACC	9.4%
股本成本	12.0%
债务成本	5.3%
市场风险系数 β	0.90
无风险利率	3.0%
市场风险溢价	10.0%
目标负债率	35.0%
有效公司税率	15.0%

终值	313,314
现值	434,602
净负债	-30,792
少数股东权益	28
股权价值	465,367
股份数 (百万股)	1,212
DCF 每股价值 (人民币)	383.83

资料来源: 招银国际环球市场预测

图 3: 敏感性分析

		加权平均资本成本 WACC				
		8.4%	8.9%	9.4%	9.9%	10.4%
永续增长率	4.0%	539.21	481.62	434.86	396.17	363.65
	3.5%	495.49	447.16	407.17	373.56	344.93
	3.0%	459.91	418.57	383.83	354.23	328.74
	2.5%	430.38	394.46	363.87	337.53	314.61
	2.0%	405.48	373.86	346.63	322.94	302.17

资料来源：招银国际环球市场预测

图 4: 招银国际与市场预测

人民币 百万元	招银国际环球市场预测			市场预测			差值 (%)		
	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E
营业收入	35,654	42,817	35,595	35,595	42,786	51,166	0.17%	0.07%	0.39%
毛利	23,466	28,147	23,138	23,138	27,802	33,261	1.42%	1.24%	1.38%
营业利润	13,236	15,798	12,943	12,943	15,642	18,780	2.27%	0.99%	0.55%
归母净利润	11,611	13,864	11,629	11,629	14,006	16,824	-0.15%	-1.01%	-1.45%
基本每股收益 (元)	9.58	11.44	9.60	9.60	11.55	13.81	-0.19%	-1.02%	-0.96%
毛利率	65.82%	65.74%	65.00%	65.00%	64.98%	65.01%	+0.81ppt	+0.76ppt	+0.64ppt
营业利润率	37.12%	36.90%	36.36%	36.36%	36.56%	36.70%	+0.76ppt	+0.34ppt	+0.06ppt
净利润率	32.57%	32.38%	32.67%	32.67%	32.74%	32.88%	-0.1ppt	-0.35ppt	-0.6ppt

资料来源：彭博，招银国际环球市场预测

财务分析

损益表	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 12月31日 (百万人民币)						
销售收入	21,026	25,270	30,366	35,654	42,817	51,366
销售成本	(7,366)	(8,843)	(10,885)	(12,188)	(14,670)	(17,644)
毛利润	13,660	16,427	19,480	23,466	28,147	33,722
销售费用	(3,612)	(3,999)	(4,802)	(5,526)	(6,637)	(7,936)
行政费用	(897)	(1,106)	(1,320)	(1,604)	(1,905)	(2,260)
研发费用	(1,869)	(2,524)	(2,923)	(3,494)	(4,196)	(5,034)
其他	(156)	(196)	103	75	69	73
以公允价值计量的盈亏	0	10	(21)	(21)	(21)	(21)
投资盈亏	(4)	1	(5)	(5)	(5)	(5)
其他盈亏	334	453	478	346	346	346
运营利润	7,455	9,066	10,991	13,236	15,798	18,884
其他	(17)	(49)	(37)	(37)	(37)	(37)
税前利润	7,438	9,017	10,954	13,199	15,761	18,847
所得税	(779)	(1,013)	(1,343)	(1,584)	(1,891)	(2,262)
净利润	6,660	8,004	9,611	11,616	13,869	16,586
非控股权益	(2)	(2)	(4)	(4)	(5)	(6)
归母净利润	6,658	8,002	9,607	11,611	13,864	16,579
调整后净利润	6,540	7,850	9,525	11,525	13,778	16,493
总股息	3,039	4,252	5,456	6,652	8,012	9,664
资产负债表						
年结 12月31日 (百万人民币)						
流动资产	21,632	21,335	30,606	34,142	40,160	47,470
现金与现金等价物	15,865	15,361	23,186	26,228	30,792	36,362
应收账款	1,539	1,790	2,661	2,930	3,519	4,222
存货	3,541	3,565	4,025	4,249	5,115	6,151
预付款项	206	238	289	289	289	289
其他流动资产	481	380	445	445	445	445
非流动资产	11,675	16,768	16,139	17,836	18,195	18,431
物业及厂房及设备 (净额)	3,199	3,772	4,261	5,696	6,994	8,169
递延税项	502	596	755	755	755	755
无形资产	1,145	2,061	1,977	1,628	1,280	932
商誉	1,225	4,218	4,403	4,403	4,403	4,403
其他非流动资产	5,604	6,120	4,743	5,353	4,763	4,172
总资产	33,306	38,103	46,745	51,977	58,356	65,901
流动负债	8,236	8,629	11,770	12,039	12,560	13,184
短期债务	0	0	0	0	0	0
应付账款	1,500	2,281	2,291	2,559	3,081	3,705
应付税款	347	474	573	573	573	573
其他流动负债	6,389	5,874	8,906	8,906	8,906	8,906
非流动负债	1,780	2,506	2,976	2,976	2,976	2,976
长期债务	0	0	0	0	0	0
递延收入	157	105	93	93	93	93
其他非流动负债	1,623	2,401	2,883	2,883	2,883	2,883
总负债	10,016	11,135	14,746	15,015	15,536	16,161
股本	1,216	1,216	1,212	1,212	1,212	1,212
资本盈余	608	608	608	608	608	608
其他储备	21,454	25,129	30,161	35,120	40,972	47,887
股东权益总额	23,278	26,953	31,981	36,940	42,792	49,707
少数股东权益	13	15	18	23	28	34
总负债和股东权益	33,306	38,103	46,745	51,977	58,356	65,901

现金流量表	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 12月31日 (百万人民币)						
经营现金流						
税前利润	7,438	9,017	10,954	13,199	15,761	18,847
折旧摊销	483	717	911	978	1,115	1,239
税款	(779)	(1,013)	(1,343)	(1,584)	(1,891)	(2,262)
营运资金变化	1,376	328	1,524	(225)	(933)	(1,115)
其他	352	(50)	96	(224)	(300)	(402)
净经营现金流	8,870	8,999	12,141	12,145	13,751	16,308
投资现金流						
资本开支	(1,183)	(1,402)	(1,916)	(2,000)	(2,000)	(2,000)
收购与投资	0	(3,520)	0	0	0	0
处理短期投资所得现金	0	0	0	0	0	0
其他	(4,008)	110	(1,304)	(935)	265	265
净投资现金流	(5,191)	(4,812)	(3,220)	(2,935)	(1,735)	(1,735)
融资现金流						
已支付股息	(1,824)	(3,039)	(4,233)	(6,168)	(7,452)	(9,002)
净借贷	0	(441)	0	0	0	0
发行股票所得现金	0	0	0	0	0	0
其他	(30)	(1,125)	(961)	0	0	0
净融资现金流	(1,853)	(4,605)	(5,194)	(6,168)	(7,452)	(9,002)
净现金流变动						
年初现金	14,094	15,723	15,133	23,186	26,228	30,792
汇率变动	(197)	(171)	114	0	0	0
年末现金	15,723	15,133	18,974	26,228	30,792	36,362
增长率	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 12月31日						
销售收入	27.0%	20.2%	20.2%	17.4%	20.1%	20.0%
毛利润	26.5%	20.3%	18.6%	20.5%	19.9%	19.8%
经营利润	38.6%	21.6%	21.2%	20.4%	19.3%	19.5%
净利润	42.2%	20.2%	20.1%	20.9%	19.4%	19.6%
调整后净利润	41.7%	20.0%	21.3%	21.0%	19.5%	19.7%
盈利能力比率	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 12月31日						
毛利率	65.0%	65.0%	64.2%	65.8%	65.7%	65.7%
营业利润率	35.5%	35.9%	36.2%	37.1%	36.9%	36.8%
调整后净利润率	31.1%	31.1%	31.4%	32.3%	32.2%	32.1%
股本回报率	31.8%	31.9%	32.6%	33.7%	34.8%	35.9%
资产负债比率	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 12月31日						
净负债/股东权益比率 (倍)	(0.7)	(0.6)	(0.7)	(0.7)	(0.7)	(0.7)
流动比率 (倍)	2.6	2.5	2.6	2.8	3.2	3.6
应收账款周转天数	28.1	24.0	26.8	30.0	30.0	30.0
存货周转天数	143.8	146.7	127.3	127.3	127.3	127.3
应付帐款周转天数	68.0	78.0	76.6	76.6	76.6	76.6
估值指标	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 12月31日						
市盈率	49.1	40.8	33.9	28.1	23.5	19.7
市净率	14.0	12.1	10.2	8.8	7.6	6.6
股息 (%)	0.9	1.3	1.7	2.0	2.5	3.0
企业价值/销售额	14.8	12.3	10.0	8.4	6.9	5.6
企业价值/EBIT	42.1	34.8	28.8	23.6	19.4	15.9
企业价值/EBITDA	39.5	32.2	26.5	21.9	18.1	14.9

资料来源：公司及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。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，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决策。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章) 下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章) 所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。