

迈瑞医疗 (300760 CH)

25 省 IVD 试剂集采规则延续性强，促进国产替代

2023 年 10 月 11 日，安徽省医保局发布关于《二十五省（区、兵团）2023 年体外诊断试剂省际联盟集中带量采购文件（征求意见稿）》，包括安徽省在内的 25 省（区、兵团）组成采购联盟对 HPV-DNA 检测、HCG 检测（化学发光法）、性激素六项（化学发光法）、传染病八项（酶联免疫法和化学发光法）、糖代谢两项（化学发光法）五大试剂品类进行集中带量采购，采购周期 2 年。

■ **IVD 试剂首次进行组套报价，规则利好产品线齐全、市场份额较高的龙头厂商。**本次集采中，性激素六项、传染病八项、糖代谢两项产品各按组套进行分组竞价及采购；首年累计意向采购量前 90% 涵盖的企业进入 A 组，其余进入 B 组，不能满足组套检测项目品种齐全要求的，单独进入 C 组且不参与分量。其余集采产品按照实际检测项目划分，区分检测小项进行分组竞价及采购，意向采购量前 90% 的企业进入 A 组，其余进入 B 组。我们认为此次集采强调产品线的完备性，使得小企业不太可能通过单个产品低价抢占市场。产品线齐全、市场份额较高的龙头企业有机会进入 A 组，从而以优势价格获得更高的分配量。

■ **沿用“保底价规则”，保底降幅为 50%。**本轮集采拟中选规则延续“保底价规则”的设定，若产品组套基于最高有效申报价整体申报降幅大于 50% 或产品申报价格不高于最高有效申报价的 0.5 倍，即拟中选，不受其他数量限制。但若按此规则压线中选，则不参与待分配量的分配。此次 50% 的保底降幅相较于去年肝功生化省联盟集采的 40% 稍有扩大，但仍在市场预期之内。我们认为最终价格降幅可能相较于最高有效申报价略大于 50%，目前最高有效申报价尚未公布。

■ **IVD 集采或为国产替代机遇。**此前，迈瑞医疗参与的多个 IVD 集采均带动公司 IVD 市场份额快速提升。比如，2021 年安徽省化学发光集采落地后，2022 年公司在安徽省的化学发光业务实现了超 85% 的增长，并突破空白三级医院 35 家，市场占有率提升至 20% 以上，成为安徽市场第一；预计江西 23 省肝功生化集采在 2023 年逐步落地之后，公司在当地的市占率将提升约一倍。国内化学发光市场仍由进口品牌主导，2021 年进口市占率超 70%，国产替代空间巨大。此次 25 省联盟集采规模大，是迈瑞医疗迅速扩大市场份额，快速渗透三级医院的机会，我们看好公司 IVD 业务长期快速增长。

■ **维持买入评级，目标价 380.03 元人民币。**基于 9 年的 DCF 模型，维持 380.03 元人民币的目标价（WACC：9.0%，terminal growth rate：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	35,778	42,939	51,472
同比增长(%)	20.2	20.2	17.8	20.0	19.9
归母净利润(百万人民币)	8,002	9,607	11,596	13,872	16,526
同比增长(%)	20.2	20.1	20.7	19.6	19.1
调整后净利润(百万人民币)	7,850	9,525	11,510	13,786	16,440
同比增长(%)	20.0	21.3	20.8	19.8	19.3
每股收益(人民币)	6.59	7.94	9.56	11.44	13.63
市盈率(倍)	41.2	34.2	28.4	23.7	19.9
净负债比率(%)	(57.0)	(72.5)	(70.7)	(71.5)	(72.6)

资料来源：公司、彭博及招银国际环球市场预测

买入（维持）

目标价	人民币 380.03
(此前目标价)	人民币 380.03)
潜在升幅	39.9%
当前股价	人民币 271.70

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)	328,741.0
3 月平均流通量(百万人民币)	1,396.3
52 周内股价高/低(百万人民币)	341.88/257.68
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%

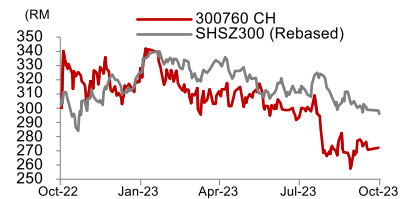
资料来源：深交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 - 月	0.7%	3.7%
3 - 月	-7.8%	-2.5%
6 - 月	-12.3%	-1.7%

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	35,778	42,939	51,472	35,778	42,939	51,472	0.00%	0.00%	0.00%
毛利	23,211	27,803	33,280	23,211	27,803	33,280	0.00%	0.00%	0.00%
营业利润	13,219	15,806	18,823	13,219	15,806	18,823	0.00%	0.00%	0.00%
归母净利润	11,596	13,872	16,526	11,596	13,872	16,526	0.00%	0.00%	0.00%
基本每股收益 (元)	9.56	11.44	13.63	9.56	11.44	13.63	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	64.87%	64.75%	64.66%	64.87%	64.75%	64.66%	0ppt	0ppt	0ppt
营业利润率	36.95%	36.81%	36.57%	36.95%	36.81%	36.57%	0ppt	0ppt	0ppt
净利润率	32.41%	32.31%	32.11%	32.41%	32.31%	32.11%	0ppt	0ppt	0ppt

资料来源：迈瑞医疗，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)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
息税前利润	12,696	15,208	18,126	21,557	25,428	29,863	34,892	40,571	46,935
税率	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%
息税前利润*(1-税率)	11,173	13,383	15,951	18,970	22,376	26,280	30,705	35,703	41,303
+折旧与摊销	974	1,101	1,217	1,321	1,411	1,483	1,538	1,578	1,606
- 营运资金变化	-288	-945	-1,125	-1,312	-1,490	-1,706	-1,945	-2,199	-2,465
- 资本支出	-2,835	-1,635	-1,635	-1,635	-1,535	-1,435	-1,335	-1,235	-1,135
自由现金流	9,023	11,905	14,407	17,344	20,762	24,622	28,963	33,848	39,309
终值									679,041

永续增长率	3.0%
加权平均资本成本 WACC	9.0%
股本成本	11.5%
债务成本	5.0%
市场风险系数 β	0.85
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	313,619
现值	434,667
净负债	-26,121
少数股东权益	23
股权价值	460,766
股份数 (百万股)	1,212
DCF 每股价值 (人民币)	380.03

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				
		8.0%	8.5%	9.0%	9.5%	10.0%
永续增长率	4.0%	553.69	487.69	435.17	392.42	356.98
	3.5%	504.02	449.47	405.08	368.28	337.30
	3.0%	464.36	418.25	380.03	347.87	320.44
	2.5%	431.96	392.27	358.86	330.39	305.85
	2.0%	405.00	370.30	340.73	315.25	293.09

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	35,778	42,939	51,472	36,224	43,420	52,024	-1.23%	-1.11%	-1.06%
毛利	23,211	27,803	33,280	23,463	28,113	33,719	-1.07%	-1.10%	-1.30%
营业利润	13,219	15,806	18,823	12,948	15,627	18,770	2.09%	1.15%	0.28%
归母净利润	11,596	13,872	16,526	11,593	13,899	16,736	0.03%	-0.20%	-1.26%
基本每股收益 (元)	9.56	11.44	13.63	9.57	11.48	13.83	-0.07%	-0.35%	-1.41%
毛利率	64.87%	64.75%	64.66%	64.77%	64.75%	64.81%	+0.1ppt	0ppt	-0.16ppt
营业利润率	36.95%	36.81%	36.57%	35.74%	35.99%	36.08%	+1.2ppt	+0.82ppt	+0.49ppt
净利润率	32.41%	32.31%	32.11%	32.00%	32.01%	32.17%	+0.41ppt	+0.29ppt	-0.06ppt

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	35,778	42,939	51,472
销售成本	(7,366)	(8,843)	(10,885)	(12,567)	(15,136)	(18,192)
毛利润	13,660	16,427	19,480	23,211	27,803	33,280
销售费用	(3,612)	(3,999)	(4,802)	(5,438)	(6,441)	(7,721)
行政费用	(897)	(1,106)	(1,320)	(1,574)	(1,868)	(2,213)
研发费用	(1,869)	(2,524)	(2,923)	(3,506)	(4,208)	(5,044)
其他	(156)	(196)	103	76	68	70
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	478	478	478
运营利润	7,455	9,066	10,991	13,219	15,806	18,823
其他	(17)	(49)	(37)	(37)	(37)	(37)
税前利润	7,438	9,017	10,954	13,182	15,769	18,786
所得税	(779)	(1,013)	(1,343)	(1,582)	(1,892)	(2,254)
净利润	6,660	8,004	9,611	11,600	13,877	16,532
非控股权益	(2)	(2)	(4)	(4)	(5)	(6)
归母净利润	6,658	8,002	9,607	11,596	13,872	16,526
调整后净利润	6,540	7,850	9,525	11,510	13,786	16,440
总股息	3,039	4,252	5,456	6,643	8,016	9,633

资产负债表	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	21,632	21,335	30,606	34,178	40,172	47,423
现金与现金等价物	15,865	15,361	23,186	26,121	30,631	36,115
应收账款	1,539	1,790	2,661	2,941	3,529	4,231
存货	3,541	3,565	4,025	4,382	5,277	6,343
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	17,873	18,278	18,568
物业及厂房及设备 (净额)	3,199	3,772	4,261	5,601	6,813	7,910
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	5,485	5,027	4,569
总资产	33,306	38,103	46,745	52,051	58,450	65,991
流动负债	8,236	8,629	11,770	12,118	12,658	13,299
短期债务	0	0	0	0	0	0
应付账款	1,500	2,281	2,291	2,639	3,178	3,820
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	15,095	15,634	16,276
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	35,113	40,968	47,861
归属于母公司所有者权益总额	23,278	26,953	31,981	36,933	42,789	49,681
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	52,051	58,450	65,991

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	13,182	15,769	18,786
折旧摊销	483	717	911	974	1,101	1,217
税款	(779)	(1,013)	(1,343)	(1,582)	(1,892)	(2,254)
营运资金变化	1,376	328	1,524	(288)	(945)	(1,125)
其他	352	(50)	96	(358)	(432)	(532)
净经营现金流	8,870	8,999	12,141	11,928	13,601	16,091
投资现金流						
资本开支	(1,183)	(1,402)	(1,916)	(1,900)	(1,900)	(1,900)
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)	(2,835)	(1,635)	(1,635)
融资现金流						
已支付股息	(1,824)	(3,039)	(4,233)	(6,157)	(7,456)	(8,973)
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)	(6,157)	(7,456)	(8,973)
净现金流变动						
年初现金	14,094	15,723	15,133	23,186	26,121	30,631
汇率变动	(197)	(171)	114	0	0	0
年末现金	15,723	15,133	18,974	26,121	30,631	36,115
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%	17.8%	20.0%	19.9%
毛利润	26.5%	20.3%	18.6%	19.1%	19.8%	19.7%
经营利润	38.6%	21.6%	21.2%	20.3%	19.6%	19.1%
净利润	42.2%	20.2%	20.1%	20.7%	19.6%	19.1%
调整后净利润	41.7%	20.0%	21.3%	20.8%	19.8%	19.3%
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%	64.9%	64.8%	64.7%
营业利润率	35.5%	35.9%	36.2%	36.9%	36.8%	36.6%
调整后净利润率	31.1%	31.1%	31.4%	32.2%	32.1%	31.9%
股本回报率	31.8%	31.9%	32.6%	33.7%	34.8%	35.8%
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	49.6	41.2	34.2	28.4	23.7	19.9
市净率	14.2	12.2	10.3	8.9	7.7	6.6
股息 (%)	0.9	1.3	1.7	2.0	2.4	2.9
企业价值 / 销售额	14.9	12.4	10.1	8.5	7.0	5.7
企业价值 / EBIT	42.5	35.2	29.2	23.9	19.6	16.2
企业价值 / EBITDA	39.9	32.6	26.8	22.2	18.3	15.2

资料来源：公司及招银国际环球市场。

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有关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定。

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、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定。

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关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给非《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。