

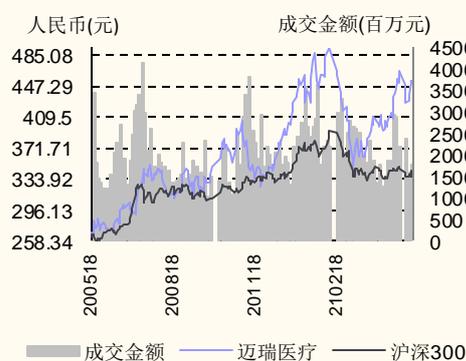
迈瑞医疗 (300760.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 450.17 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	12.16
已上市流通 A 股(亿股)	4.99
总市值(亿元)	5,472.68
年内股价最高最低(元)	494.55/263.02
沪深 300 指数	5111
创业板指	3034



收购 Hytest Invest Oy, 强化 IVD 业务布局

公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	16,556	21,026	25,379	30,601	36,741
营业收入增长率	20.38%	27.00%	20.70%	20.58%	20.06%
归母净利润(百万元)	4,681	6,658	8,046	9,930	12,171
归母净利润增长率	25.85%	42.24%	20.85%	23.41%	22.58%
摊薄每股收益(元)	3.850	5.476	6.618	8.168	10.012
每股经营性现金流净额	3.88	7.09	7.35	9.40	10.97
ROE(归属母公司)(摊薄)	25.17%	28.60%	29.07%	29.77%	29.93%
P/E	47.24	77.79	68.02	55.11	44.96
P/B	11.89	22.25	19.77	16.41	13.46

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 5月16日, 公司发布公告, 拟通过全资子公司香港全球及香港全球的全资子公司迈瑞荷兰以现金形式收购 Summa Equity AB 下属基金和 Spartak Co-Investment AB 持有的 Hytest Invest Oy 公司及其下属子公司 100% 股权, 收购总价预计约为 5.45 亿欧元。

经营分析

- 标的公司是全球 IVD 行业最重要的原材料供应商之一。本次收购后, 公司将持有 Hytest Invest Oy 公司及其下属子公司 100% 股权, 其中 Hytest Invest Oy 公司的间接子公司 Hytest Oy 成立于 1994 年, 总部位于芬兰图尔库市 (Turku), 主营体外诊断用抗原抗体等试剂原材料的研究、开发、生产、销售及抗体服务, 是全球体外诊断行业 (IVD) 最重要的原材料供应商之一, 在心脏标志物、炎症标志物、传染病、宠物、代谢、肿瘤、凝血、生育妊娠等领域拥有广泛布局, 其心肌肌钙蛋白 I (cTnI) 已成为心肌梗塞诊断的金标准生物标志物。
- Hytest Oy 产品销往六大洲 50 多个国家, 客户群基本涵盖全球主流体外诊断试剂公司。2020 年标的公司实现营收 2,809 万欧元, 实现净利润 657 万欧元。2021Q1 实现营收 930 万欧元, 实现净利润 292 万欧元。标的公司 2020 年业绩受到疫情影响, 交易估值以 2021 年预测为基准。
- 强化公司 IVD 原料的核心研发能力建设, 优化产业链全球化布局。IVD 业务是公司的核心主业之一, HyTest Oy 研发和生产的抗原抗体, 是化学发光等部分 IVD 产品关键原材料成分之一。本次收购有助于公司更好地整合产业链资源, 完善化学发光产品及原料的自研能力及供应链平台建设, 提升核心业务的综合竞争力。公司曾多次成功进行海外并购整合, 2008 年并购美国 Datascope 的监护业务; 2013 年并购 Zonare、Ulco 等公司, 国际化发展经验在国内医疗器械公司中处于领先水平。

盈利调整与投资建议

- 暂不考虑并购标的利润并表, 我们预计公司 21-23 年实现归母净利润分别为 80.46 亿元、99.30 亿元、121.71 亿元, 分别同比增长 21%、23%、23%。
- 维持“买入”评级。

风险提示

- 贸易摩擦相关风险; 汇率波动风险; 并购整合不达预期; 商誉减值风险等。

相关报告

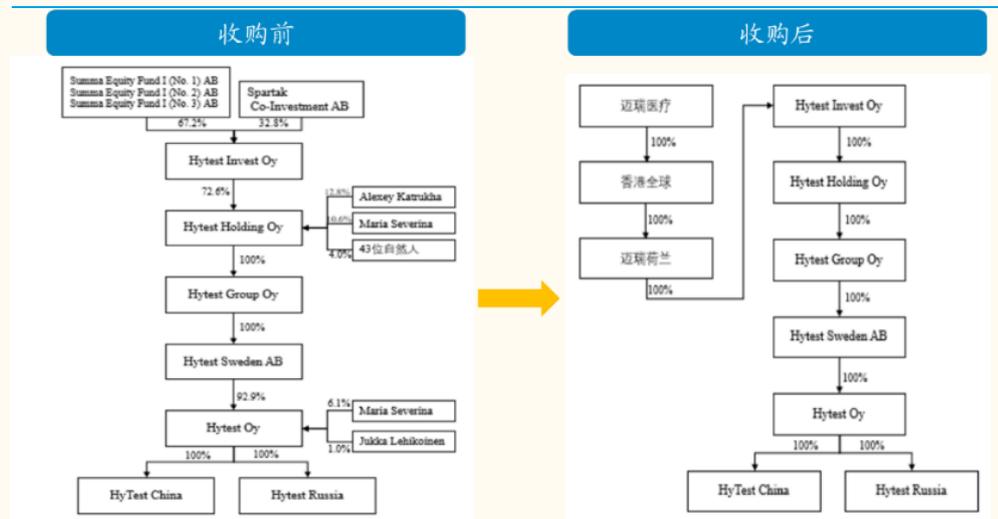
- 《业绩符合预期, 成长空间广阔-迈瑞医疗公司点评》, 2021.4.29
- 《Q3 略超预期, 品牌力提升打开成长空间-迈瑞医疗三季报点评》, 2020.10.29
- 《IVD 恢复常态化增长, 生命信息线维持高增长-迈瑞医疗公司点评》, 2020.10.15
- 《生命信息线放量超预期, 业绩增长具备持续性-迈瑞医疗中报点评》, 2020.8.28
- 《半年报超预期, 有望长期受益医疗体系建设-迈瑞医疗公司点评》, 2020.7.15

袁维

分析师 SAC 执业编号: S1130518080002
(8621)60230221
yuan_wei@gjzq.com.cn

- 公司拟收购公司 Hytest Invest Oy 及其下属子公司 100% 的股权。公司拟通过全资子公司香港全球及香港全球的全资子公司迈瑞荷兰以现金形式收购：(1) Summa Equity AB 下属基金和 Spartak Co-Investment AB 持有的 Hytest Invest Oy 的 100% 股权，(2) 由 Maria Severina 和 Alexey Katrukha 以及若干自然人股东在标的公司的子公司 Hytest Holding Oy 中持有的全部少数股权，(3) 由 Maria Severina 和 Jukka Lehto 在标的公司的间接子公司 Hytest Oy 中持有的全部少数股权，(4) 部分个人股东及自然人持有的 Hytest Holding Oy 公司 4,790,643 股期权。从而收购标的公司及其下属子公司 100% 股权，收购总价预计约为 5.45 亿欧元，交易完成后，公司将间接持有 Hytest Invest Oy 及其下属子公司 100% 的股权。
- 公司先后收购 Datascope 监护业务 (2008 年)、美国超声诊断企业 Zonare (2013 年)、澳大利亚医疗装备分销商 Ulco (2013 年)，具备较多国际并购经验。

图表 1：本次收购前后的标的公司及其下属子公司的股权结构变化



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：公司部分海外并购

时间	并购公司	并购价格	并购成果
2008	Datascope	2.02 亿美元	成为全球领先监护品牌，同时美国市场渠道进一步打开
2013	ZONARE	1.05 亿美元	获得高端超声影像技术，成为全球领先影像品牌
2013	Ulco	-	澳洲市场进一步打开
2021	Hytest Invest Oy	5.45 亿欧元	强化公司 IVD 原料的核心研发能力建设，优化产业链全球化布局

来源：公司公告，公司官微，国金证券研究所

- 2020 年标的公司实现营收 2,809 万欧元，实现净利润 657 万欧元。2021Q1 实现营收 930 万欧元，实现净利润 292 万欧元。

图表 3: 标的公司的财务情况

单位: 万欧元	2020	2021Q1
资产总额	16,211	16,547
负债总额	6,767	6,779
净资产	9,444	9,767
营业收入	2,809	930
净利润	657	292
经营活动产生的现金流量净额	441	N/A

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **Hytest Oy 是全球体外诊断行业 (IVD) 最重要的原材料供应商之一。** Hytest Oy 成立于 1994 年, 总部位于芬兰图尔库市 (Turku), 主营体外诊断用抗原抗体等试剂原材料的研究、开发、生产、销售及抗体服务, 是全球体外诊断行业 (IVD) 最重要的原材料供应商之一, 在心脏标志物、炎症标志物、传染病、宠物、代谢、肿瘤、凝血、生育妊娠等领域拥有广泛布局, 在心血管标志物检测、流感病毒检测和宠物检测等原料市场具有全球竞争优势。客户群基本涵盖全球主流体外诊断试剂公司。

图表 4: Hytest Oy 业务涵盖的临床领域



来源: 公司官网, 国金证券研究所

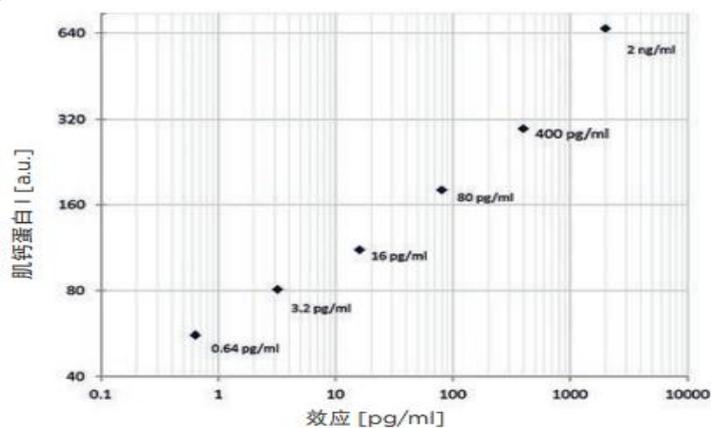
图表 5: Hytest Oy 化学发光平台项目



来源: 公司官微, 国金证券研究所

- **HyTest 心肌肌钙蛋白 I (cTnI) 是心肌梗塞诊断的金标准生物标志物。** HyTest 对肌钙蛋白 I 研究达 20 余年。2004 年, HyTest 的心肌肌钙蛋白复合物被选为国际肌钙蛋白标准品原料。进行免疫测定时, 检测限取决于多种因素——平台、标记、温育时间、所用缓冲液及其他因素。但抗体亲和力和始终是测定设计时最关键的考量因素。HyTest 抗体已成功用于开发新一代高灵敏度 cTnI 检测系统。cTnI 在游离状态下极其不稳定, 但是与 TnC 复合或形成 cTnI-cTnT-TnC 三元复合物时, 稳定性明显提高。

图表 6: HyTest 高敏 cTnI 定量检测 (检测限可达 0.64 pg/ml)



来源: 公司官网, 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)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	13,753	16,556	21,026	25,379	30,601	36,741
增长率		20.4%	27.0%	20.7%	20.6%	20.1%
主营业务成本	-4,597	-5,755	-7,366	-8,375	-9,945	-11,757
%销售收入	33.4%	34.8%	35.0%	33.0%	32.5%	32.0%
毛利	9,156	10,801	13,660	17,004	20,656	24,984
%销售收入	66.6%	65.2%	65.0%	67.0%	67.5%	68.0%
营业税金及附加	-192	-212	-218	-254	-306	-367
%销售收入	1.4%	1.3%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-3,202	-3,606	-3,612	-4,492	-5,401	-6,466
%销售收入	23.3%	21.8%	17.2%	17.7%	17.7%	17.6%
管理费用	-715	-765	-897	-1,041	-1,239	-1,470
%销售收入	5.2%	4.6%	4.3%	4.1%	4.1%	4.0%
研发费用	-1,267	-1,466	-1,869	-2,208	-2,632	-3,123
%销售收入	9.2%	8.9%	8.9%	8.7%	8.6%	8.5%
息税前利润 (EBIT)	3,779	4,752	7,064	9,009	11,078	13,558
%销售收入	27.5%	28.7%	33.6%	35.5%	36.2%	36.9%
财务费用	156	408	61	189	245	321
%销售收入	-1.1%	-2.5%	-0.3%	-0.7%	-0.8%	-0.9%
资产减值损失	-51	-165	140	-36	-16	-20
公允价值变动收益	113	0	0	0	0	0
投资收益	-113	0	-4	-5	-5	-5
%税前利润	n.a	0.0%	n.a	n.a	n.a	n.a
营业利润	4,278	5,379	7,455	9,157	11,302	13,853
营业利润率	31.1%	32.5%	35.5%	36.1%	36.9%	37.7%
营业外收支	-40	-11	-17	-10	-15	-20
税前利润	4,238	5,368	7,438	9,147	11,287	13,833
利润率	30.8%	32.4%	35.4%	36.0%	36.9%	37.7%
所得税	-513	-683	-779	-1,098	-1,354	-1,660
所得税率	12.1%	12.7%	10.5%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润	3,726	4,685	6,660	8,050	9,932	12,173
少数股东损益	7	4	2	4	3	2
归属于母公司的净利润	3,719	4,681	6,658	8,046	9,930	12,171
净利率	27.0%	28.3%	31.7%	31.7%	32.4%	33.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	3,726	4,685	6,660	8,050	9,932	12,173
少数股东损益	7	4	2	4	3	2
非现金支出	389	562	373	469	486	521
非经营收益	-235	-54	158	20	50	45
营运资金变动	155	-479	1,430	390	960	600
经营活动现金净流	4,035	4,713	8,620	8,929	11,428	13,339
资本开支	-675	-773	-1,180	-817	-677	-580
投资	0	-5	-20	0	0	0
其他	-18	0	-3,991	-5	-5	-5
投资活动现金净流	-693	-778	-5,191	-822	-682	-585
股权募资	5,796	0	0	0	0	0
债权募资	-1,866	0	0	-199	0	0
其他	-854	-1,218	-2,051	-3,647	-4,255	-4,863
筹资活动现金净流	3,076	-1,218	-2,051	-3,846	-4,255	-4,863
现金净流量	6,418	2,717	1,378	4,262	6,491	7,891

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	11,544	14,273	15,865	20,126	26,617	34,509
应收款项	1,762	1,940	1,834	2,135	2,482	2,870
存货	1,699	2,265	3,541	2,868	3,270	3,704
其他流动资产	188	246	392	363	369	399
流动资产	15,192	18,724	21,632	25,492	32,738	41,481
%总资产	70.2%	73.0%	64.9%	68.0%	72.9%	77.3%
长期投资	48	90	90	90	90	90
固定资产	3,409	3,659	4,129	4,294	4,429	4,484
%总资产	15.8%	14.3%	12.4%	11.5%	9.9%	8.4%
无形资产	2,436	2,422	2,574	2,766	2,923	3,028
非流动资产	6,435	6,910	11,675	12,000	12,163	12,202
%总资产	29.8%	27.0%	35.1%	32.0%	27.1%	22.7%
资产总计	21,627	25,634	33,306	37,493	44,901	53,684
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	1,878	2,282	2,738	2,976	3,677	4,516
其他流动负债	2,715	2,761	5,498	5,197	6,200	6,803
流动负债	4,592	5,043	8,236	8,173	9,877	11,319
%总资产	0	0	0	0	0	0
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	1,857	1,974	1,780	1,627	1,653	1,684
负债	6,449	7,017	10,016	9,800	11,530	13,003
普通股股东权益	15,158	18,593	23,278	27,677	33,351	40,660
其中：股本	1,216	1,216	1,216	1,216	1,216	1,216
未分配利润	5,145	8,600	13,424	17,823	23,498	30,806
少数股东权益	20	24	13	16	19	21
负债股东权益合计	21,627	25,634	33,306	37,493	44,901	53,684

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	3.059	3.850	5.476	6.618	8.168	10.012
每股净资产	12.469	15.294	19.148	22.766	27.434	33.446
每股经营现金净流	3.319	3.877	7.091	7.345	9.400	10.972
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	24.54%	25.17%	28.60%	29.07%	29.77%	29.93%
总资产收益率	17.20%	18.26%	19.99%	21.46%	22.11%	22.67%
投入资本收益率	21.79%	22.21%	27.10%	28.63%	29.21%	29.33%
增长率						
主营业务收入增长率	23.09%	20.38%	27.00%	20.70%	20.58%	20.06%
EBIT增长率	28.13%	25.75%	48.64%	27.54%	22.96%	22.39%
净利润增长率	43.65%	25.85%	42.24%	20.85%	23.41%	22.58%
总资产增长率	49.79%	18.53%	29.93%	12.57%	19.76%	19.56%
资产管理能力						
应收账款周转天数	39.7	35.7	27.0	26.0	25.0	24.0
存货周转天数	129.7	125.7	143.8	125.0	120.0	115.0
应付账款周转天数	75.6	69.0	67.9	70.0	75.0	80.0
固定资产周转天数	68.2	59.2	55.5	45.5	37.0	29.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-76.05%	-76.67%	-68.12%	-72.68%	-79.76%	-84.83%
EBIT利息保障倍数	-24.3	-11.7	-115.0	-47.7	-45.1	-42.2
资产负债率	29.82%	27.37%	30.07%	26.14%	25.68%	24.22%

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
买入	4	34	48	59	98
增持	1	5	9	12	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.20	1.13	1.16	1.17	1.00

来源：聚源数据

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-04-02	买入	254.83	N/A
2	2020-04-10	买入	271.49	N/A
3	2020-04-29	买入	274.10	N/A
4	2020-07-15	买入	326.41	N/A
5	2020-08-28	买入	327.30	N/A
6	2020-10-15	买入	382.00	N/A
7	2020-10-29	买入	374.00	N/A
8	2021-04-29	买入	456.00	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。

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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402