

收购 Hytest 切入 IVD 上游原料, 产业链布局助力再上新台阶

投资要点

- **事件:** 5月16日, 公司公告拟以总价 5.45 亿欧元收购全球 IVD 上游原材料供应商 Hytest。
- **Hytest 为全球领先的 IVD 上游原料供应商, 收购估值合理。** HyTest 总部位于芬兰, 是 IVD 上游原料供应龙头企业, 在专业 IVD 原料厂商中排名数一数二, 其中心原料为世界金标准, 供应全球发光龙头。根据 Summa Equity 年报和收购公告, Hytest 2018~2020 年及 2021Q1 收入分别为 2.1、2.31、2.2、0.73 亿元。此次收购总价 5.45 亿欧元(约 42.6 亿人民币), 其中 4.65 亿欧元为股权价值, 其余为债务及锁箱利息, 按 2020 年 657 万欧元净利润测算 PE 为 83 倍, 但考虑到 2020 年标的公司受疫情有一定负面影响, 随着常规试剂原料恢复性增长, 新冠检测试剂原料贡献增量, 2021 年 Hytest 有望取得较好的收入增长, 叠加盈利能力改善和偿还债务后财务费用的减少, 预计 2021 年 Hytest 的估值将具备很强的吸引力, 因此仅从财务角度看, 当前的收购较为合理。
- **长期将彰显公司产业链布局的优势。** 本次并购从金额看是迈瑞历史上最大的并购, 也是迈瑞并购战略一贯的思路, 是一次技术型并购, EPS 增厚有限(2020 年 Hytest 净利润占迈瑞 2020 年净利润比重 0.77%)。但从长期战略角度看, 本次并购具有以下几点利好将长期提升迈瑞 IVD 的竞争力: 1) 从发光检测准确度看, 抗原抗体的质量影响极大(超过技术路线的影响), 通过本次并购, 公司化学发光产品及原料的核心研发能力将大幅提升, 后续有望在发光试剂上实现对现有龙头的突围; 2) Hytest 具备海外研发能力和生产能力, 优化上下游产业链将对公司全球化布局带来正向帮助; 3) 掌握上游原料, 将提升公司 IVD 试剂的生产的稳定性和安全性, 一体化优势有助于成本下降, 提升公司 IVD 业务毛利率。
- **“创新+并购+国际化”助力公司向全球 Top20 冲刺。** 如我们《“迈”向全球, “瑞”不可当》报告的观点, 公司依靠“创新+并购+国际化”实现三大产线技术和产品的升级以及渠道的完善, 成功在 2016 年以后实现王者归来, 2016~2019 年收入 CAGR=22.4%, 净利润 CAGR=43%, 且伴随国内的进口替代加速、中国企业全球竞争力的提升以及新冠疫情提升公司的品牌和渠道, 公司稳健高速增长态势有望延续多年。2) 从“可及市场及份额提升角度”和“5~10 年冲刺全球器械 20 强目标”两个角度来看公司 2030 年收入端的潜在在 150 亿美元左右; 3) 从市值空间看, 考虑到公司远高于全球巨头的盈利能力和成长能力, 预计百亿美元收入有望支撑迈瑞万亿元市值, 而这有望在 5~10 年内兑现。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2021-2023 年收入分别为 258.1、316.4、387.2 亿元, 归母净利润分别为 81.3、101.4、125.6 亿元, 对应 PE 分别为 67、54、44 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 汇率波动风险, 政策控费风险, 新产品研发不及预期。

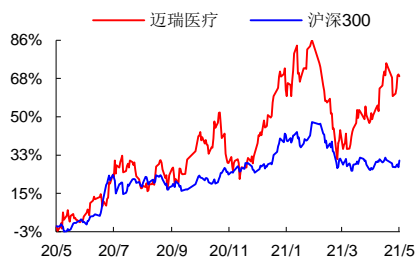
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	21025.85	25806.74	31635.33	38718.04
增长率	27.00%	22.74%	22.59%	22.39%
归属母公司净利润(百万元)	6657.68	8131.36	10144.43	12562.07
增长率	42.24%	22.14%	24.76%	23.83%
每股收益 EPS(元)	5.48	6.69	8.34	10.33
净资产收益率 ROE	28.59%	26.92%	26.20%	25.50%
PE	82	67	54	44
PB	23.51	18.12	14.13	11.11

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn
联系人: 周章庆
电话: 021-68416017
邮箱: zzzq@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	12.16
流通 A 股(亿股)	4.99
52 周内股价区间(元)	260.18-494.55
总市值(亿元)	5,472.68
总资产(亿元)	350.40
每股净资产(元)	20.56

相关研究

1. 迈瑞医疗(300760): 抗疫产品需求驱动 2020 年业绩高速增长, 2021 年 IVD 产线有望重回增长引擎 (2021-04-29)
2. 迈瑞医疗(300760): “迈”向全球, “瑞”不可当 (2021-04-10)
3. 迈瑞医疗(300760): Q3 业绩延续高速增长, 抗疫产品需求量仍维持高水平 (2020-10-31)
4. 迈瑞医疗(300760): 二季度业绩加速, IVD 和影像业务下半年有望改善 (2020-08-28)
5. 迈瑞医疗(300760): Q2 业绩加速成长, 抗疫产品海外放量 (2020-07-15)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	21025.85	25806.74	31635.33	38718.04	净利润	6659.60	8133.72	10147.36	12565.71
营业成本	7366.09	8848.43	10807.52	13108.59	折旧与摊销	483.08	458.03	458.03	458.03
营业税金及附加	217.54	303.86	362.91	440.81	财务费用	-61.42	0.00	-100.00	-100.00
销售费用	3611.69	4334.02	5200.83	6240.99	资产减值损失	-110.25	150.00	150.00	150.00
管理费用	897.37	1076.84	1238.37	1424.12	经营营运资本变动	1938.93	-3905.16	-280.67	-384.73
财务费用	-61.42	0.00	-100.00	-100.00	其他	-39.83	-115.98	-319.29	-74.15
资产减值损失	-110.25	150.00	150.00	150.00	经营活动现金流净额	8870.11	4720.60	10055.42	12614.85
投资收益	-4.47	0.00	0.00	0.00	资本支出	-630.29	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	18.77	9.39	10.95	其他	-4560.84	42.70	9.39	10.95
其他经营损益	0.00	500.00	500.00	500.00	投资活动现金流净额	-5191.13	42.70	9.39	10.95
营业利润	7455.16	9275.74	11564.30	14313.50	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-16.72	-32.87	-33.21	-34.29	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	7438.44	9242.86	11531.09	14279.21	股权融资	-18.68	0.00	0.00	0.00
所得税	778.84	1109.14	1383.73	1713.51	支付股利	-1823.54	-1331.54	-1626.27	-2028.89
净利润	6659.60	8133.72	10147.36	12565.71	其他	-10.90	122.58	100.00	100.00
少数股东损益	1.93	2.35	2.94	3.64	筹资活动现金流净额	-1853.13	-1208.96	-1526.27	-1928.89
归属母公司股东净利润	6657.68	8131.36	10144.43	12562.07	现金流量净额	1628.38	3554.35	8538.54	10696.92
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	15864.75	19419.10	27957.63	38654.55	成长能力				
应收和预付款项	1800.74	2739.81	3222.55	3890.47	销售收入增长率	27.00%	22.74%	22.59%	22.39%
存货	3540.72	4302.31	5445.85	6525.37	营业利润增长率	38.60%	24.42%	24.67%	23.77%
其他流动资产	425.29	492.62	603.88	739.08	净利润增长率	42.15%	22.14%	24.76%	23.83%
长期股权投资	25.54	25.54	25.54	25.54	EBITDA 增长率	46.51%	23.57%	22.48%	23.06%
投资性房地产	61.23	61.23	61.23	61.23	获利能力				
固定资产和在建工程	4128.95	3912.64	3696.33	3480.02	毛利率	64.97%	65.71%	65.84%	66.14%
无形资产和开发支出	2544.04	2305.30	2066.56	1827.82	三费率	21.15%	20.97%	20.04%	19.54%
其他非流动资产	4915.12	4912.14	4909.17	4906.19	净利率	31.67%	31.52%	32.08%	32.45%
资产总计	33306.39	38170.69	47988.74	60110.29	ROE	28.59%	26.92%	26.20%	25.50%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	19.99%	21.31%	21.15%	20.90%
应付和预收款项	3364.21	4279.47	5156.58	6248.16	ROIC	136.72%	126.16%	116.07%	135.20%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	37.46%	37.72%	37.69%	37.89%
其他负债	6651.80	3676.08	4095.93	4589.07	营运能力				
负债合计	10016.01	7955.55	9252.51	10837.23	总资产周转率	0.71	0.72	0.73	0.72
股本	1215.69	1215.69	1215.69	1215.69	固定资产周转率	7.15	8.35	11.00	14.56
资本公积	8152.58	8152.58	8152.58	8152.58	应收账款周转率	13.12	13.69	12.56	12.95
留存收益	14031.93	20831.76	29349.91	39883.10	存货周转率	2.41	2.17	2.18	2.17
归属母公司股东权益	23277.63	30200.04	38718.19	49251.38	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	119.77%	—	—	—
少数股东权益	12.75	15.10	18.04	21.68	资本结构				
股东权益合计	23290.38	30215.14	38736.23	49273.05	资产负债率	30.07%	20.84%	19.28%	18.03%
负债和股东权益合计	33306.39	38170.69	47988.74	60110.29	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.63	4.36	4.98	5.50
					速动比率	2.20	3.67	4.25	4.78
					股利支付率	27.39%	16.38%	16.03%	16.15%
业绩和估值指标					每股指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
EBITDA	7876.82	9733.76	11922.33	14671.53	每股收益	5.48	6.69	8.34	10.33
PE	82.20	67.30	53.95	43.57	每股净资产	19.15	24.84	31.85	40.51
PB	23.51	18.12	14.13	11.11	每股经营现金	7.30	3.88	8.27	10.38
PS	26.03	21.21	17.30	14.13	每股股利	1.50	1.10	1.34	1.67
EV/EBITDA	66.82	53.71	43.13	34.32					
股息率	0.33%	0.24%	0.30%	0.37%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn	
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn