

2016年10月27日

# 润达医疗 (603108.SH)

## 公司快报

### 深入拓展产品渠道，产业链不断纵向延伸

#### 投资要点

- ◆ 前三季度业绩靓丽，毛利率和净利率同步上升：**公司发布 2016 年三季报，2016 年前三季度公司实现营业收入 14.49 亿元，同比上升 28.25%，归母净利润 8470 万元，同比上升 37.92%。其中公司 2016 年第三季度实现营业收入 5.51 亿元，同比上升 32.68%，归母净利润 3619 万元，同比上升 38.71%。公司第三季度实现业绩的大幅增长，主要由于：（1）公司毛利率与净利率同比上升，公司 2016 年第一季度、第二季度和第三季的单季毛利率分别为 24.92%、26.37%和 28.72%，对应的净利率分别为 4.37%、6.95%和 7.12%。（2）公司今年收购的怡丹生物和鑫海润邦于今年三季度开始并表，为公司贡献一定的业绩。
- ◆ 深入拓展产品渠道，综合服务业务平台走向全国：**近期，公司行动不断，进一步深入拓展产品渠道。今年 7 月收购怡丹生物 45%股权（浙江省市场）、8 月收购鑫海润邦 100%股权（山东地区）、9 月与金泽瑞达成战略合作（东北市场）、10 月收购麦迪医疗 20%股权（福建地区）。我们认为未来有望出现更多的合作和并购。同时，公司自 2010 年开始为医院客户提供整体综合服务，近年来整体综合服务业务发展迅速，规模逐步扩大。目前，公司已向近 150 家客户提供整体综合服务，分别位于上海、江苏、安徽、山东、黑龙江、河北、云南、天津、内蒙古、湖北等地区，公司已开始从原本华东地区的区域性企业向全国性企业转变，逐步构建全国性的整体综合服务业务平台。
- ◆ 产业链纵向延伸，深度挖掘平台价值：**公司作为 IVD 综合服务商，正在利用自身优势积极拓展上下游业务。上游方面，公司 IVD 产品逐渐丰富，自产产品包括糖化血红蛋白分析仪及配套试剂、血气分析仪及配套试剂和多种生化试剂等上百个产品规格，同时通过投资与收购进一步丰富产品，增资北京润诺思，深入化学发光试剂的研发；战略投资武汉海吉力，完善分子诊断布局；收购 RBM43.1%股权，进入 POCT 领域；收购麦迪医疗 20%股权，拓展肿瘤早期筛查和远程医疗诊断的市场。下游方面，开始涉足第三方检验服务，2015 年 9 月，公司与广州金域合作设立上海润金医疗科技有限公司，共同开展医学实验室综合服务、区域性医学检验服务平台等业务；2016 年 4 月，公司与黑龙江省 4 家三甲医院分别签署了《合作协议》，共同建设临床医学精准检验检测中心。我们认为，公司产业链的纵向延伸有望为公司业绩带来新的增长点。
- ◆ 投资建议：**我们预测公司 2016 年至 2018 年每股收益分别为 0.48、0.64 和 0.78 元，给予增持-A 建议，6 个月目标价为 36 元，相当于 2016 年 75 倍的动态市盈率。
- ◆ 风险提示：**渠道建设不达预期，竞争加剧。

医药 | 医疗器械 III

投资评级	增持-A(首次)
6 个月目标价	36 元
股价(2016-10-26)	32.19 元

#### 交易数据

总市值 (百万元)	9,089.78
流通市值 (百万元)	3,967.59
总股本 (百万股)	282.38
流通股本 (百万股)	123.26
12 个月价格区间	23.11/110.40 元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.92	11.46	38.25
绝对收益	3.64	13.63	29.12

#### 分析师

徐曼  
 SAC 执业证书编号：S0910516020001  
 xuman@huajinsec.cn  
 021-20655643

#### 报告联系人

郑巧  
 zhengqiao@huajinsec.cn  
 021-20655738

#### 相关报告

**财务数据与估值**

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	1,358.5	1,628.6	2,052.1	2,647.2	3,282.5
同比增长(%)	32.4%	19.9%	26.0%	29.0%	24.0%
营业利润(百万元)	95.9	119.6	175.4	233.6	290.1
同比增长(%)	9.0%	24.7%	46.6%	33.2%	24.2%
净利润(百万元)	75.2	91.8	135.7	179.6	221.3
同比增长(%)	10.6%	22.1%	47.9%	32.3%	23.3%
每股收益(元)	0.27	0.32	0.48	0.64	0.78
PE	120.9	99.1	67.0	50.6	41.1
PB	19.1	9.8	7.5	6.6	5.8

数据来源：贝格数据华金证券研究所

**财务报表预测和估值数据汇总**

<b>利润表</b>						<b>财务指标</b>					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	1,358.5	1,628.6	2,052.1	2,647.2	3,282.5	<b>年增长率</b>					
减:营业成本	999.0	1,185.7	1,518.5	1,958.9	2,429.1	营业收入增长率	32.4%	19.9%	26.0%	29.0%	24.0%
营业税费	2.8	4.0	5.8	6.5	8.4	营业利润增长率	9.0%	24.7%	46.6%	33.2%	24.2%
销售费用	127.8	156.1	196.9	252.3	314.2	净利润增长率	10.6%	22.1%	47.9%	32.3%	23.3%
管理费用	93.6	110.1	142.9	181.9	225.4	EBITDA 增长率	32.9%	31.0%	5.4%	24.6%	19.2%
财务费用	29.6	33.4	-	-	-	EBIT 增长率	23.0%	22.0%	14.6%	33.2%	24.2%
资产减值损失	8.0	19.3	11.8	13.0	14.7	NOPLAT 增长率	21.6%	22.9%	17.1%	33.2%	24.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	38.7%	90.8%	-37.2%	107.6%	-24.6%
投资和汇兑收益	-1.8	-0.3	-0.7	-0.9	-0.7	净资产增长率	17.7%	95.2%	30.6%	13.4%	14.3%
<b>营业利润</b>	95.9	119.6	175.4	233.6	290.1						
加:营业外净收支	7.2	6.3	5.9	6.5	6.2	<b>盈利能力</b>					
<b>利润总额</b>	103.1	125.9	181.3	240.1	296.3	毛利率	26.5%	27.2%	26.0%	26.0%	26.0%
减:所得税	28.0	33.5	45.3	60.0	74.1	营业利润率	7.1%	7.3%	8.5%	8.8%	8.8%
<b>净利润</b>	75.2	91.8	135.7	179.6	221.3	净利润率	5.5%	5.6%	6.6%	6.8%	6.7%
						EBITDA/营业收入	12.6%	13.8%	11.5%	11.1%	10.7%
						EBIT/营业收入	9.2%	9.4%	8.5%	8.8%	8.8%
<b>资产负债表</b>						<b>偿债能力</b>					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	资产负债率	56.2%	45.2%	29.3%	36.0%	29.1%
货币资金	137.0	189.8	437.1	211.8	356.2	负债权益比	128.1%	82.4%	41.5%	56.2%	41.0%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.44	1.67	2.82	5.87	3.19
应收帐款	385.0	579.3	497.6	930.8	881.6	速动比率	1.00	1.13	2.12	3.91	2.20
应收票据	0.4	1.6	0.5	1.3	1.3	利息保障倍数	4.24	4.58			
预付帐款	34.6	40.8	59.4	64.2	91.7	<b>营运能力</b>					
存货	240.7	395.5	330.6	605.4	603.1	固定资产周转天数	45	57	47	29	17
其他流动资产	1.3	0.7	0.7	0.9	0.8	流动营业资本周转天数	99	140	112	121	128
可供出售金融资产	-	39.0	13.0	17.3	23.1	流动资产周转天数	196	222	222	214	206
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	90	107	94	97	99
长期股权投资	-	15.9	15.9	15.9	15.9	存货周转天数	55	70	64	64	66
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	256	307	299	263	239
固定资产	219.3	299.3	241.8	184.2	126.7	投资资本周转天数	145	205	174	160	153
在建工程	18.5	69.5	69.5	69.5	69.5						
无形资产	25.1	28.6	25.1	21.7	18.2	<b>费用率</b>					
其他非流动资产	23.1	33.9	24.0	24.9	25.9	销售费用率	9.4%	9.6%	9.6%	9.5%	9.6%
<b>资产总额</b>	1,084.9	1,693.8	1,715.2	2,147.8	2,214.1	管理费用率	6.9%	6.8%	7.0%	6.9%	6.9%
短期债务	280.0	512.3	-	9.8	-	财务费用率	2.2%	2.1%	0.0%	0.0%	0.0%
应付帐款	172.7	94.3	369.5	182.5	475.3	三费/营业收入	18.5%	18.4%	16.6%	16.4%	16.4%
应付票据	12.5	4.7	11.5	13.1	17.4	<b>投资回报率</b>					
其他流动负债	90.5	110.5	89.0	103.9	113.5	ROE	15.8%	9.9%	11.2%	13.1%	14.1%
长期借款	-	5.9	-	422.5	-	ROA	6.9%	5.5%	7.9%	8.4%	10.0%
其他非流动负债	53.6	37.6	32.9	41.4	37.3	ROIC	19.9%	17.6%	10.8%	22.9%	13.7%
<b>负债总额</b>	609.3	765.3	502.9	773.2	643.5	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	0.2	4.5	4.8	5.3	6.2	DPS(元)	0.01	0.07	0.05	0.08	0.11
股本	70.5	94.1	282.4	282.4	282.4	分红比率	5.6%	20.5%	10.7%	12.3%	14.5%
留存收益	404.9	829.9	925.1	1,086.9	1,282.0	股息收益率	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%	0.4%
<b>股东权益</b>	475.6	928.6	1,212.3	1,374.7	1,570.6						
						<b>业绩和估值指标</b>					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	EPS(元)	0.27	0.32	0.48	0.64	0.78
净利润	75.1	92.4	135.7	179.6	221.3	BVPS(元)	1.68	3.27	4.28	4.85	5.54
加:折旧和摊销	47.3	72.9	61.0	61.0	61.0	PE(X)	120.9	99.1	67.0	50.6	41.1
资产减值准备	8.0	19.3	-	-	-	PB(X)	19.1	9.8	7.5	6.6	5.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-260.2	-35.0	143.5	-44.8	51.5
财务费用	29.8	34.7	-	-	-	P/S	6.7	5.6	4.4	3.4	2.8
投资损失	1.8	0.3	0.7	0.9	0.7	EV/EBITDA	14.2	14.8	36.6	31.6	24.8
少数股东损益	-0.1	0.7	0.3	0.5	0.9	CAGR(%)	33.8%	34.0%	26.0%	33.8%	34.0%
营运资金的变动	-67.8	-440.0	401.2	-884.6	328.6	PEG	3.6	2.9	2.6	1.5	1.2
<b>经营活动产生现金流量</b>	36.1	-226.7	598.9	-642.6	612.5	ROIC/WACC	1.9	1.7	1.0	2.2	1.3
<b>投资活动产生现金流量</b>	-125.2	-281.8	25.3	-5.3	-6.4						
<b>融资活动产生现金流量</b>	38.2	562.4	-376.9	422.5	-461.7						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

徐曼声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券有限责任公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券有限责任公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn