

润达医疗 (603108)

整合持续推进，龙头地位越发稳固

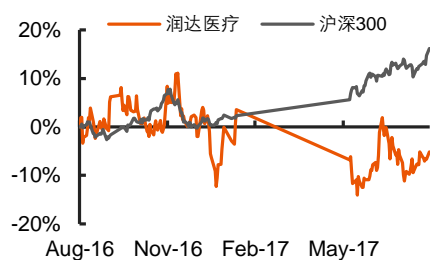
推荐 (维持)

现价: 16.39 元

主要数据

| | |
|---------------|----------------------|
| 行业 | 生物医药 |
| 公司网址 | www.rundamedical.com |
| 大股东/持股 | 朱文怡/20.26% |
| 实际控制人/持股 | 朱文怡/20.14% |
| 总股本(百万股) | 580 |
| 流通 A 股(百万股) | 222 |
| 流通 B/H 股(百万股) | 0 |
| 总市值 (亿元) | 94.99 |
| 流通 A 股市场值(亿元) | 36.36 |
| 每股净资产(元) | 3.73 |
| 资产负债率(%) | 48.90 |

行情走势图



相关研究报告

- 《润达医疗*603108*收购长春金泽瑞与上海瑞美，多维度强化公司实力》 2017-07-06
- 《润达医疗*603108* 渠道扩张迅速有效，期待进一步整合》 2017-04-27
- 《润达医疗*603108*全国整合卓有成效，业绩逐步显现》 2017-03-29
- 《润达医疗*603108* 携手柳药，推动广西医检集约化发展》 2017-03-03

证券分析师

叶寅 投资咨询资格编号
S1060514100001
021-22662299
YEYIN757@PINGAN.COM.CN

魏巍 投资咨询资格编号
S1060514110001
021-20632019
WEIWEI093@PINGAN.COM.CN

研究助理

倪亦道 一般从业资格编号
S1060116040040
021-38640502
NIYIDAO242@PINGAN.COM.CN

投资要点

事项:

公司公布2017年中报: 上半年实现营收17.63亿元, 同比增长96.32%; 实现归属净利润9621.07万元, 同比增长98.01%, 扣非后归属净利润9293.49万元, 同比增长98.72%。符合市场预期。

平安观点:

■ 本体增长较快，并表后体量快速扩张:

在积极进行全国市场开拓, 增加打包业务供应的同时, 公司上半年总体毛利率为 27.77%, 比上年同期增加 2.07PP, 其中核心业务医药商业毛利率为 26.07%, 同比上升 2.32PP。销售费用率为 8.55%, 同比上升 0.36PP; 管理费用率为 6.95%, 同比下降 0.16PP。总体净利率 5.46%, 同比提升 0.05PP。

根据我们测算, 润达本体 (即公司整体扣除怡丹生物、鑫海润邦及东南悦达三个主要并表公司) 上半年收入应该在 11 亿元左右, 相比去年同期增长约 25%, 符合市场预期。而本体的净利润 (公司整体扣除怡丹生物、鑫海润邦、东南悦达及国控润达) 约 5038 万元, 增长超 12%, 利润增速相对较慢与本体承担更多集团内非盈利和低毛利率业务有关。

国控润达 (润达 49% 参股) 开始进入盈利期, 17H1 实现收入 4.90 亿元, 同比增长 64.08%, 实现净利润 2201.38 万元, 同比增长 196.53%。净利率上升至 4.49%, 预计还有进一步向上空间。

怡丹生物、鑫海润邦及东南悦达 (17 年 2 月末完成工商变更) 上半年实现收入约 6.5 亿元左右, 贡献归属净利润约 3500 万元。拆分来看, 全年实现业绩承诺难度不大, 甚至有超预期可能。

经过渠道整合与开拓, 公司上半年商业收入总规模达到 16.87 亿元, 市场份额迅速上升至 4% 左右, IVD 渠道龙头地位更趋稳固。待长春金泽瑞 (预计 17 年收入规模可达 7 亿元) 完成并表后, 公司市场份额将进一步增加。

■ 坚持检验科集约供应，服务领域向外拓展:

| | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1629 | 2165 | 3581 | 5482 | 6260 |
| YoY(%) | 19.9 | 32.9 | 65.4 | 53.1 | 14.2 |
| 净利润(百万元) | 92 | 116 | 227 | 379 | 457 |
| YoY(%) | 22.1 | 26.9 | 94.6 | 67.1 | 20.6 |
| 毛利率(%) | 27.2 | 28.1 | 27.0 | 27.5 | 27.4 |
| 净利率(%) | 5.6 | 5.4 | 6.3 | 6.9 | 7.3 |
| ROE(%) | 10.0 | 5.9 | 10.6 | 15.1 | 15.4 |
| EPS(摊薄/元) | 0.16 | 0.20 | 0.39 | 0.65 | 0.79 |
| P/E(倍) | 103.5 | 81.6 | 41.9 | 25.1 | 20.8 |
| P/B(倍) | 10.3 | 4.5 | 4.0 | 3.4 | 3.0 |

公司长期坚持检验科集约化供应，集成医院数量已达 200 余家，上半年公司引入更多产品种类，强化供应体系，增强用户满意度。同时公司参股麦迪医疗，将服务领域延伸至病理科，为未来病理科智能化布局打下基础。并在黑龙江、上海设立精准检验中心，为客户提供特检类服务。此外公司参与多地临检中心建设，探索新的检验科服务运营模式。

产品方面，公司目前正在增发收购深圳瑞莱的过程中，完成并购后公司将进一步丰富 POCT 产品菜单，为医院检验科外的其他科室提供更多产品选择。

- **整合成果初现，深耕医院满足客户需求，维持“推荐”评级：**公司是华东地区 IVD 渠道龙头，15 年上市后全国扩张布局加速，目前基本已拥有全国级龙头地位。公司在快速扩张和集约供应推进过程中保持了较好的毛利率水平，后续进一步发展可期。考虑到长春金泽瑞与瑞美电脑的并购（假设 18 年初并表），调整公司盈利预测为 2017-2019 年 EPS 0.39/0.65/0.79 元（未考虑可能的深圳瑞源并表的因素，原预测 0.39/0.57/0.74 元），对应 18 年仅 25.1xPE，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**渠道建设不达预期，政策风险。

资产负债表

单位:百万元

| 会计年度 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 2722 | 3059 | 4649 | 3909 |
| 现金 | 920 | 1022 | 548 | 824 |
| 应收账款 | 1004 | 1184 | 2471 | 1876 |
| 其他应收款 | 8 | 2 | 4 | 3 |
| 预付账款 | 105 | 70 | 195 | 108 |
| 存货 | 674 | 779 | 1429 | 1096 |
| 其他流动资产 | 685 | 781 | 1431 | 1098 |
| 非流动资产 | 1386 | 1319 | 1259 | 1194 |
| 长期投资 | 194 | 194 | 194 | 194 |
| 固定资产 | 567 | 508 | 449 | 391 |
| 无形资产 | 37 | 32 | 28 | 23 |
| 其他非流动资产 | 589 | 585 | 589 | 587 |
| 资产总计 | 4108 | 4378 | 5908 | 5103 |
| 流动负债 | 1653 | 1852 | 2511 | 1620 |
| 短期借款 | 1098 | 1132 | 1670 | 700 |
| 应付账款 | 194 | 533 | 571 | 692 |
| 其他流动负债 | 361 | 187 | 270 | 229 |
| 非流动负债 | 233 | 40 | 478 | 40 |
| 长期借款 | 113 | 0 | 438 | 0 |
| 其他非流动负债 | 120 | 40 | 40 | 40 |
| 负债合计 | 1886 | 1892 | 2989 | 1660 |
| 少数股东权益 | 105 | 109 | 164 | 231 |
| 股本 | 322 | 580 | 580 | 580 |
| 资本公积 | 1307 | 1340 | 1340 | 1340 |
| 留存收益 | 489 | 458 | 836 | 1293 |
| 归属母公司股东权益 | 2117 | 2377 | 2756 | 3212 |
| 负债和股东权益 | 4108 | 4378 | 5908 | 5103 |

现金流量表

单位:百万元

| 会计年度 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | -125 | 245 | -1477 | 1601 |
| 净利润 | 132 | 227 | 379 | 457 |
| 折旧摊销 | 105 | 76 | 80 | 85 |
| 财务费用 | 53 | 66 | 97 | 86 |
| 投资损失 | -14 | -92 | -150 | -190 |
| 营运资金变动 | -378 | -68 | -1944 | 1089 |
| 其他经营现金流 | -24 | 37 | 62 | 74 |
| 投资活动现金流 | -829 | 32 | 128 | 168 |
| 资本支出 | -8 | -27 | -23 | -23 |
| 长期投资 | -657 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | -164 | 59 | 150 | 190 |
| 筹资活动现金流 | 1668 | -176 | 875 | -1493 |
| 短期借款 | 586 | 34 | 538 | -970 |
| 长期借款 | 107 | -113 | 438 | -438 |
| 普通股增加 | 228 | 258 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 868 | 33 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -121 | -387 | -100 | -86 |
| 现金净增加额 | 714 | 102 | -474 | 276 |

利润表

单位:百万元

| 会计年度 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 2165 | 3581 | 5482 | 6260 |
| 营业成本 | 1556 | 2616 | 3974 | 4545 |
| 营业税金及附加 | 7 | 11 | 16 | 19 |
| 营业费用 | 205 | 340 | 521 | 595 |
| 管理费用 | 164 | 269 | 411 | 470 |
| 财务费用 | 51 | 66 | 97 | 86 |
| 资产减值损失 | 21 | 20 | 20 | 20 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 14 | 92 | 150 | 190 |
| 营业利润 | 174 | 352 | 592 | 716 |
| 营业外收入 | 7 | 8 | 8 | 8 |
| 营业外支出 | 1 | 2 | 2 | 2 |
| 利润总额 | 180 | 358 | 599 | 722 |
| 所得税 | 47 | 95 | 159 | 191 |
| 净利润 | 132 | 263 | 440 | 531 |
| 少数股东损益 | 16 | 37 | 62 | 74 |
| 归属母公司净利润 | 116 | 227 | 379 | 457 |
| EBITDA | 328 | 494 | 770 | 887 |
| EPS (元) | 0.20 | 0.39 | 0.65 | 0.79 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入(%) | 32.9 | 65.4 | 53.1 | 14.2 |
| 营业利润(%) | 45.1 | 102.8 | 68.3 | 20.8 |
| 归属于母公司净利润(%) | 26.9 | 94.6 | 67.1 | 20.6 |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率(%) | 28.1 | 27.0 | 27.5 | 27.4 |
| 净利率(%) | 5.4 | 6.3 | 6.9 | 7.3 |
| ROE(%) | 5.9 | 10.6 | 15.1 | 15.4 |
| ROIC(%) | 13.6 | 12.3 | 19.7 | 13.2 |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率(%) | 45.9 | 43.2 | 50.6 | 32.5 |
| 净负债比率(%) | 1.2 | -13.1 | -10.7 | 8.1 |
| 流动比率 | 1.6 | 1.7 | 1.9 | 2.4 |
| 速动比率 | 1.2 | 1.2 | 1.3 | 1.7 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.7 | 0.8 | 1.1 | 1.1 |
| 应收账款周转率 | 2.7 | 3.3 | 3.0 | 2.9 |
| 应付账款周转率 | 15.8 | 9.9 | 9.9 | 9.9 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.20 | 0.39 | 0.65 | 0.79 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | ##### | 0.42 | -2.55 | 2.76 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 3.7 | 4.1 | 4.8 | 5.5 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 81.6 | 41.9 | 25.1 | 20.8 |
| P/B | 4.5 | 4.0 | 3.4 | 3.0 |
| EV/EBITDA | 31.2 | 19.6 | 14.6 | 10.8 |

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。



平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033