

分析师: 李琳琳

执业证书编号: S0730511010010

lill@ccnew.com 021-50588666-8045

低估的 IVD 流通服务龙头

——润达医疗 (603108) 调研分析报告

证券研究报告-调研分析报告

买入 (首次)

市场数据 (2019-03-05)

发布日期: 2019 年 03 月 06 日

收盘价(元)	9.28
一年内最高/最低(元)	16.57/6.74
沪深 300 指数	3816.01
市净率(倍)	2.35
流通市值(亿元)	47.17

基础数据 (2018-9-30)

每股净资产(元)	4.29
每股经营现金流(元)	0.39
毛利率(%)	27.38
净资产收益率-摊薄(%)	9.78
资产负债率(%)	58.94
总股本/流通股(万股)	57953.41/50828.21
B 股/H 股(万股)	0/0

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

投资要点:

- 公司致力于体外诊断流通服务领域, 主营业务为通过自有综合服务体系向各类医学实验室 (以二级及以上的公立医院实验室为主) 提供体外诊断产品及专业技术支持的综合服务, 是业内最早探索整体综合服务的企业之一。
- 2016 年全球体外诊断行业产值达 604.94 亿美元, 前六大巨头全球市场占有率超过 80%, 市场高度集中; 美国日本的前三大 IVD 流通服务企业占 30% 市场份额。我国 IVD 终端市场规模仅为 1200 亿人民币, 润达作为行业龙头, 市场份额仅为 3.58%。预计我国 IVD 行业未来将保持 15% 的增长速度, 行业集中度有望进一步提升。
- 公司的毛利率水平在 25%-27% 之间, 较一般性流通企业的 7-10% 要高, 主要得益于公司的高附加值集约服务。目前公司已完成了全国性战略布局。考虑到清晰的并购战略, 16.7 亿元的商誉减值风险不大。公司经营现金流持续改善, 并将维持良好状态。
- 未来 1-2 年的增长动力主要来源于: 1) 收购业务的进一步整合, 利用集约服务的推进, 增加客户粘性; 2) 拟通过发行可转债募集资金进一步优化自身的信息化服务水平; 3) 自主研发产品市场获得市场认可后有望纳入集约服务体系, 以提高公司整体的毛利率水平。
- 预计公司 2018 年每股收益为 0.57 元, 2019 年 0.83 元、2020 年 1.01 元, 对应 3 月 5 日收盘价 9.28 元, 市盈率为 16.28 倍, 11.18 倍和 9.19 倍, 考虑到公司并非纯医疗器械流通企业, 而是 IVD 领域一体化服务商, 其估值在国内 IVD 企业中最低, 与国际同类型公司丹纳赫 (最新估值为 33 倍) 相比, 估值差距也较大, 给予润达医疗 “买入” 的投资评级。

风险提示: 可转债项目无法顺利推进, 应收账款回笼出现问题, 集约业务进展低于预期

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2164.7	4318.8	6391.8	8309.4	10386.7
增长比率	32.9%	99.5%	48.0%	30.0%	25.0%
净利润(百万元)	116.4	219.2	328.7	480.0	585.4
增长比率	26.9%	88.3%	50.0%	46.0%	22.0%
每股收益(元)	0.20	0.38	0.57	0.83	1.01
市盈率(倍)	46.2	24.5	16.28	11.18	9.19

资料来源: 贝格数据, 中原证券

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

1. 公司简介

上海润达医疗科技股份有限公司成立于 1999 年，2015 年 5 月 27 日登陆 A 股，代码为 603108。公司致力于体外诊断流通服务领域，主营业务为通过自有综合服务体系向各类医学实验室（以二级及以上的公立医院实验室为主）提供体外诊断产品及专业技术支持的综合服务。公司是行业内最早形成专业的全方位技术服务能力的企业之一，也是最早探索整体综合服务的企业之一。

从产业链分布看，公司处于 IVD 产业链的中游，其上游为 IVD 产品供应商，强生、雅培、西门子、希森美康、积水、迈瑞等国内外知名品牌与公司建立了紧密的战略合作关系，供货体系覆盖 IVD 领域的主流产品；此外，公司自主研发的产品也在不断积累，较为成熟的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等；公司下游客户为各类医学实验室，包括医院、血站等。截至目前公司已向国内近 2000 家医疗机构提供检验设备以及医学实验室集约化服务。其中，集约化服务涵盖以下内容，包括：设备的配置，检验产品的统一物流配送，信息管理，质保计划，技术支持，流程优化，学术交流安排等。2018 年前三季度公司实现营业收入 43.36 亿元，归属于母公司股东的净利润 2.43 亿元，基本每股收益 0.42 元。

2. IVD 流通服务行业概述

体外诊断（下文简称“IVD”，In-Vitro Diagnostics）是指将血液、体液、组织等样本从人体中取出，使用体外检测试剂、试剂盒、校准物、质控物等对样本进行检测与校验，以便对疾病进行预防、诊断、治疗检测、后期观察、健康评价、遗传疾病预测等的过程。根据美国 FDA 对体外诊断产品的定义：是指对人体样品进行收集、制备和对样品进行检测的试剂、仪器和系统，通过它们对疾病或人体其他状态，包括人体健康状况进行的诊断，为治愈、减轻、治疗、预防疾病及其并发症提供信息。纵观整个 IVD 产业分布，上游为试剂所需原材料的生产，中游为系统开发，仪器及配套试剂生产和流通渠道服务，下游为医学检验，公司目前主要侧重于流通渠道服务。

2.1. 行业集中度不高，集约业务能力强的企业有望成为未来龙头

根据 Kalorama Information¹ 的统计分析，2016 年全球体外诊断行业产值达 604.94 亿美元，预计至 2021 年可达 723.12 亿美元。2016 至 2021 年，全球体外诊断行业的预计年均复合增长率在 4% 左右。IVD 产业前六大巨头全球市场占有率超过 80%（见图 1），高度集中。相比之下，我国体外诊断市场规模相对较小，行业数据显示，我国 IVD 终端市场规模仅为 1200 亿人民币。2016 年中国体外诊断费用每年人均支出不足 4 美元，同期世界人均体外诊断支出约 8.5 美元，发达国家每年人均支出已达 30 美元，我国体外诊断人均支出尚存较大的提升空间。

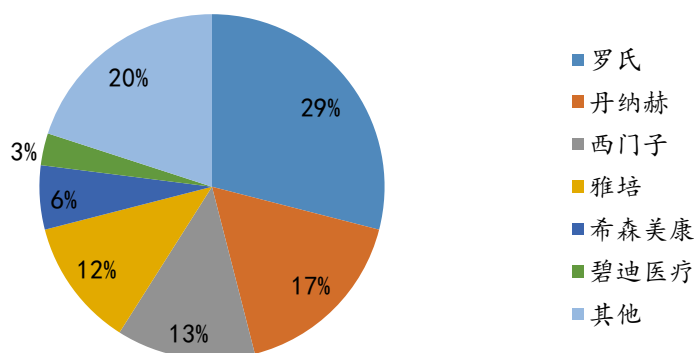
我国 IVD 流通服务领域的市场集中度仍然较低。截至目前，全国流通企业数量在 2000-3000 家左右，而润达作为行业内规模最大的综合服务提供商，2017 年实现营业收入 43 亿元，市场

份额仅为 3.58%，而美国日本的前三大流通企业占到了 30% 左右的市场份额。我国 IVD 流通服务企业存在规模较小，经销品牌较为单一，服务市场范围较小等问题。

市场集中度提升是行业未来的发展趋势。近两年，随着两票制等各类医疗改革政策的出台，我国 IVD 经销商已呈现出向集约服务商转型的趋势。由于 IVD 试剂种类众多，涉足的检验领域也非常细，能够规模性覆盖试剂产品品种以及提供全面的市场网络覆盖的集约服务商在客户面前才拥有更强的竞争力，这类企业往往在自身实现规模效应后，又能通过与上游供应商谈判取得更低的采购成本以及更合理的采购账期，从而快速做大做强。因此，那些服务网络和业务规模大，跨区域综合服务能力强，产品种类齐全，仓储管理和物流配送能力强，客户响应能力好，技术支持服务能力强的集约式服务企业将有望逐步成为行业内的龙头企业。

行业协会预计，在 2021 年前，我国的 IVD 行业将保持 15% 的自然年均增长速度。行业增长的驱动力主要来自于：国家政策的支持，老龄化程度的加大，分级诊疗的推进以及产品的迭代更新。

图 1：全球 IVD 企业市场占有率



资料来源：互联网，中原证券

表 1：全球前四大 IVD 企业财务数据

2017 年	Roche 罗氏	Danaher 丹纳赫	Abbott 雅培	Siemens 西门子
单位：百万	(瑞郎)	(美元)	(美元)	(欧元)
总营业收入	53299	18329.7	27390	84311
增长率	5%	8.60%	4.90%	4%
诊断业务排名	平	上升	下降 (含 Alere)	——
诊断业务收入	12079	5839.9	5616	4200
诊断业务增长率	5%	15.90%	5.50%	——
诊断业务占比	23%	32%	20.50%	5%

资料来源：互联网，中原证券

2.2. 业务区域性较强，具有技术壁垒，并购是快速做大做强的主要发展方式

IVD 流通服务行业上游主要为各个体外诊断产品以及试剂的供应商，下游为各个医学实验室，由于各个医学实验室分布在全国各地，国家对流通服务商也制定了严格的准入政策，比如，药监局规定，在当地未设立公司不能设立仓库，因此，相关的物流业务就无法开展；另外，取得医院这样特殊的客户群体需要一定时间积累；流通服务自身也需要专业的检验医学、实验统计学、机械、光学、电子信息等人才队伍支持，这都不是短时间内所能够建立起来的。综上，我们认为收购是 IVD 服务商快速做大做强的主要发展方式。以 IVD 行业国际巨头丹纳赫的发展历程为例，从 2004 年到 2017 年，通过不断并购，公司 IVD 业务得到了快速的发展，同时，丹纳赫借助并购将股价提升了 15 倍，业绩表现远远超出了同期标普指数中的 500 强企业和许多竞争对手。

优秀的资金管理能力是持续发展的关键因素，除了并购需要大量资金支持，企业规模扩大后的运营也需要大量的资金支持，由于集约式服务上游对接体外诊断产品大型制造商，下游对接医院等特殊客户群体，上游帐期一般较短，而下游回款帐期相对较长，流动资金会有所占用，尤其是在开拓新客户时，一般拥有 6-9 个月的资金回笼周期。因此，拥有较强的资金管理和支配能力是成为未来行业龙头的关键。

表 2：丹纳赫公司在 IVD 领域的历次收购

日期	标的公司	细分领域	交易金额	国家
2004	Radiometer	血气		丹麦
2005	高精度光学以 LeciaPOCT Microsystem AG	POCT	5.5 亿美元	德国
2006	Vision Systems	分子诊断	5.2 亿美元	
2009	Genetix	——	——	英国
2009	Molectular Devices	——	——	美国
2011	实验室设备生产商 Beckman Coulter	体外诊断	68 亿美元	美国
2012	Iris international	分子诊断	3.38 亿美元	美国
2012	Aperio Technologies	分子诊断	——	美国
2013	Quest HomeCue	血液诊断	3 亿美元	美国
2013	Normand Info SAS	分子诊断	——	法国
2014	乳腺病理诊断公司 Devicor Medical Products	——	——	美国
2014	临床微生物学诊断公司 Microbiology of systems	分子诊断	——	德国
2015	世界上最大的过滤、分离和净化产品供应商 PALL	——	138 亿美元	美国
2016	分子诊断公司 Cepheid	分子诊断	40 亿美元	美国
2016	色谱耗材公司 Phenomenex Inc	——	——	美国
2018	基因合成消耗品公司 Integrated	——	——	美国

资料来源：互联网，中原证券

2.3. 业务周期性不强，但财务报表具备周期性特征

该领域属于与人类健康密切相关的行业，需求刚性较强，不随经济周期波动而波动，但由

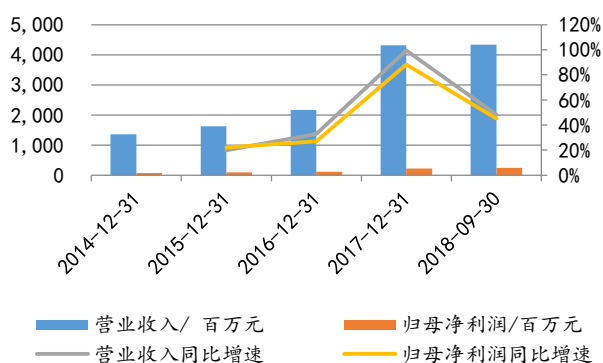
于业务的收入确认一般在四季度进行，因此报表显示每年四季度的收入相对较高。

3. 润达医疗投资要点分析

3.1. 通过并购基本完成全国战略布局，商誉减值风险不大

公司是 IVD 行业内规模最大的综合服务供应商，体外诊断产品涵盖了该领域绝大部分的检验项目，能够根据各级医学实验室对产品性能、购买价格、服务内容的需求，为其提供专业的个性化解决方案并有效实施；由于公司主要采用仪器和耗材联动销售的模式，即提供仪器出租或免费使用，通过耗材和试剂来带动收入增长，公司 95% 的收入来自于耗材和试剂的贡献。

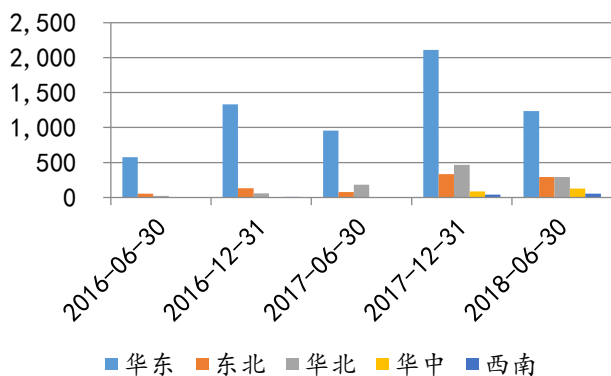
图 2：公司营业收入、归母净利润及增速变化



资料来源：Wind，中原证券

图 4：公司产品区域销售分布

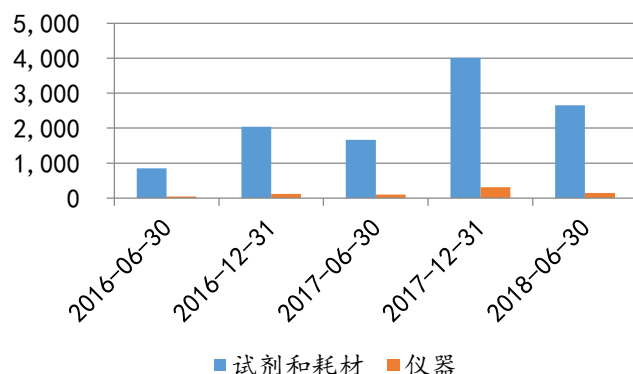
单位：百万元



资料来源：Wind，中原证券

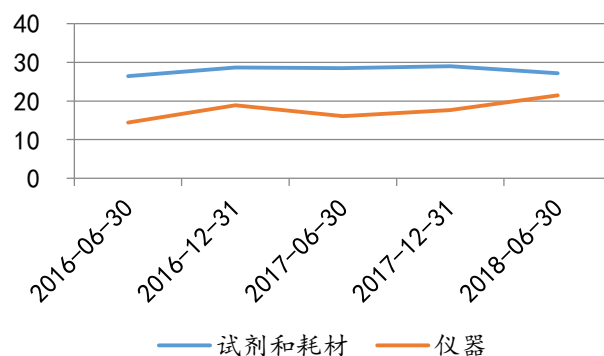
图 3：公司产品构成

单位：百万元



资料来源：Wind，中原证券

图 5：公司产品毛利率走势



资料来源：Wind，中原证券

目前公司主要收入和利润来自于华东地区。上市后，在巩固华东地区市场龙头的同时，公司通过投资和收购的方式快速向华东以外的区域扩张，借助区域优秀经销商将自己的业务模式复制到了新的区域。截至 2017 年底，润达医疗旗下已拥有三十余家全资或控股子公司，员工数量超过 1800 人，业务辐射华东、东北、华北、华中、西南等全国大部分省市及地区，产品种类及合作品牌覆盖体外诊断的细分领域，基本完成了全国范围的战略布局。近两年来，东北、华中和西南地区的业务增速较快。

图 6：润达医疗业务区域分布情况



资料来源：公司网站，中原证券

由于并购，公司产生了 16.7 亿的商誉，因不符合减值条件，目前并未进行减值，我们认为商誉的风险不大，主要考虑到公司合理的并购战略。前文提到，IVD 并购巨头丹纳赫，就是通过不断的并购实现了价值的快速增长，2011 年，丹纳赫以 69 亿美元收购了国际诊断巨头 Beckman Coulter，较当时收盘价溢价约 45%，现在贝克曼库尔特已经成为丹纳赫在体外诊断领域主要的利润贡献者。

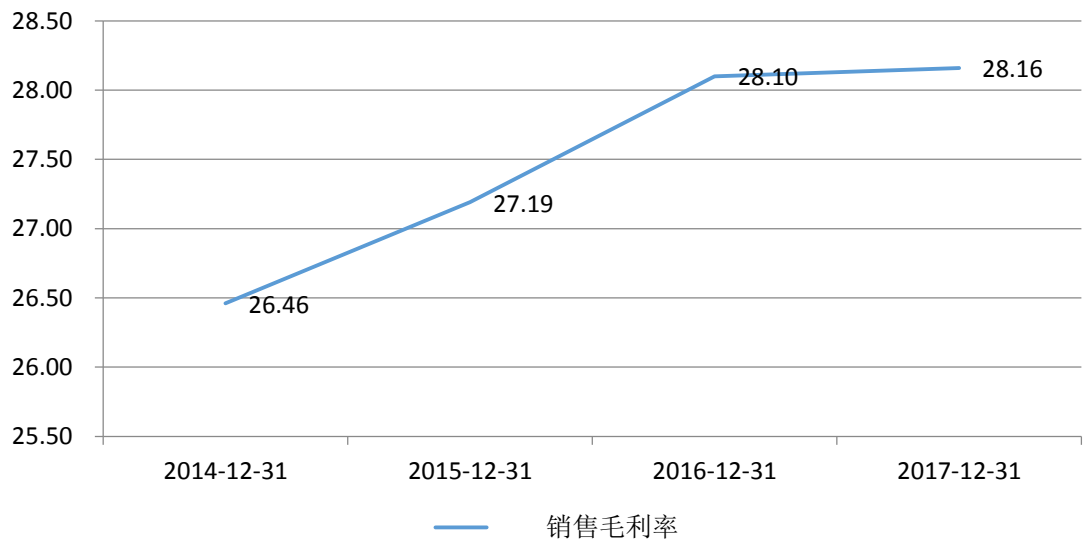
回到润达的收购标的选择战略上，公司一般会考虑当地排名靠前（一般为省内排名前 5），有综合服务能力的供应商，要求业务覆盖面广，具备综合服务能力，通过润达的集约式业务模式复制后，争取将并购标的做到全省第一。这一模式目前已取得了一定的成效，近两年，公司东北、华中和西南地区的收入增长较快。以公司并购的东北金泽瑞为例，该公司虽然成立时间不长，但前身是几家在东北地区拥有 20 年左右市场经验的公司，在东北市场 IVD 流通服务市场是绝对的龙头，与第二名拉开的差距较大；此外，目前润达并购的其他几个标的公司也是可以追溯 10 年朝上的合作伙伴，因此我们认为，这些标的实现业绩承诺的可能性较大，商誉减值风险较小。

3.2. 集约化服务有利于维持毛利率相对高位

前文提到集约化服务是 IVD 流通服务行业的发展趋势。一般的流通型企业的毛利率维持在 8%-10%之间，而公司作为集约化服务的先行者，综合毛利率达到了 27%-28%，这来自于优质服务的附加值，目前公司的销售人员和售后服务的人员占比为 1: 1。另外从对供应商的依赖度

看，前些年公司前十大供应商中排名首位的供应商占比达到了 30%-40%，而近几年随着集约服务平台的打造，公司的最大供应商占比已经下降到了 12%，平台价值凸显。除了常规的 IVD 产品经销业务外，公司还提供了较多的增值服务，以支持公司集约化业务的发展，下文就增值服务要点做个简述。

图 7：截至 2017 年润达医疗的毛利率走势



资料来源：Wind，中原证券

3.2.1. 全面的医院信息化系统建设能力

公司拥有医院检验科信息化建设能力，目前公司能够提供的信息系统分为三个类别：1）Lis 系统，该系统是实验室日常信息管理系统，主要功能包括数据采集、分析；2）实验室采购管理、库存管理、成本核算的电子化系统；3）类似淘宝的医院订货系统，从购货数量及品种智能提醒，订单审批，订单生成、物流跟踪、到货入库、到状态查询的一站式服务，提升了实验室采购人员的工作效率。这三个类别的系统可以与医院的原有系统实现无缝连接，打造医院整体的信息化服务平台。其中 Lis 系统覆盖了全国 30 个省市 8000 多家医院，处于行业领先地位。

公司信息系统的建设主体业务开展集中在旗下的瑞美和杰瑞两家公司，目前全国医院的电子病例系统已进入了更换周期，由于公司在该领域具备丰富的实践经验，开发的系统能够匹配几乎全国的所有医院，并且系统更换 10 天内即可完成测试并投入正常使用，未来公司将在现有的销售网络内实现信息化建设全覆盖。

3.2.2. 先进的冷链物流仓储管理能力

体外诊断产品有效期短，品种繁多，对物流管理能力要求较高，公司通过先进的物流信息化管理系统，配备了能够识别生产日期等信息的专业条形码系统和物流进销存管理系统，有效实现了实际产品的有效期和批次的管理；另外由于医院仓库存储能力有限，厂家排产和运输具

备周期，为了满足客户的正常和突发需求，公司设定了安全库存以满足和保障客户的实际供应需要。同时，为提高资金使用效率、加快存货周转和仓储管理效率，公司还设定了警戒库存标准。

为了达到 ISO15189 的要求，医院订购试剂时要求供应商在一年内提供尽量少的产品批号，公司对高值试剂为客户提供免费的批号保留服务，将客户订购的特定批号试剂在库存中为客户进行保留，有效的增加了客户的粘性。公司目前在上海金山地区拥有占地 56 亩的产品研发生产基地及物流仓储中心，包括 15000 立方米冷藏库，2300 平可调节阴凉库，900 立方米冷冻库以及 3000 平方米常温库，以满足试剂产品储存对温度和湿度的严格要求，确保产品质量。

综上，公司拥有严格的仓储物流管理制度，覆盖订单管理、产品配送、物流跟踪和产品交付整个运作流程，冷链物流仓储管理能力在行业内处于前列，确保公司能够为客户提供全面、快速、准确、及时的物流服务。

3.2.3. 实验室硬件和软件的建设和优化能力

公司能够根据实验室的大小，功能需求提供个性化建造和优化服务，在实验室的建造上也提供总包服务，比如上海虹桥华山新院 1000 平米的实验室规划项目就是公司着手进行的 EPC 工程之一。另外在国际通用标准临床实验室 ISO15189 认可方面，公司也拥有专家团队，能够提供相关的讲座、咨询和辅导工作。同时，公司通过帮助医院建立第三方质量控制管理系统也能够有效协助医院减少医患矛盾。

3.2.4. 无忧技术服务保证实验室粘性

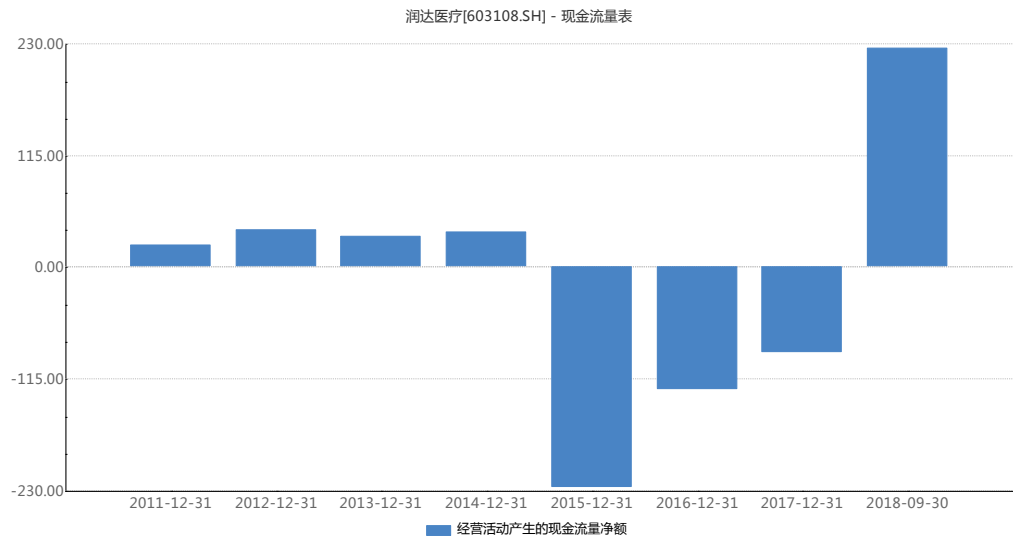
公司目前拥有 600 名专家，其中 400 名专家熟悉市场上所有的主流 IVD 仪器，提供 IVD 设备 24 小时全年无休的硬件支持服务，通过定期设备保养计划，充裕的零备件库存以及仪器备机，满足实验室设备的正常运作，响应速度达到 2 小时以内；另外 200 名专家能够协助实验室进行检测数据统计和分析，提供最新国内外研究方向以做参考，同时通过组织专业讲座与学术交流加强实验室对公司的粘性。

3.3. 经营性现金流持续改善

公司自 2017 年四季度后经营性现金流持续好转，2018 年 1-9 月经营活动产生的现金流量净额为 2.2548 亿元，与去年同期-1.5039 亿元相比有明显改善。主要原因有以下两点 1) 公司通过三方面管控手段加强了经营性现金流的管理。第一个管控手段，通过与上游厂家签订战略合作协议，保证了全国范围内较低的采购成本；另外通过信息化平台的搭建，从集团层面对各地库存灵活调拨，整体降低了公司的库存水平，提升了库存周转率；第二个管控手段，在付款帐期方面也取得了一定的优惠政策，从有些供应商提供的 0 帐期增长到 45 天帐期等；第三个管控手段，公司成立了专门的 AR 小组，加强了应收的精细化进程管控。2) 在公司并购的过程中，需要建立新公司来作为并购主体，这个过程中资金回笼慢，产生了一定的经营活动现金流净流出，一旦新业务正常运转后，现金流即回归正常。预计公司未来的经营性现金流将维持目前的良好状态。

图 8：润达医疗经营活动产生的现金流量净额

单位：百万元



资料来源：Wind，中原证券

4. 内生性增长是公司未来 1-2 业绩驱动力

4.1. 进一步整合收购业务，将集约服务推行到底

目前公司的全国性战略布局已经基本完成，未来公司会将高附加值的集约化业务推广到各个地区的各家医院，进一步整合收购业务，医院一旦签约，订单周期一般为 5-8 年，而合同到期后，轻易更换供应商的可能性较小。集约化采购规模扩大后，公司的品牌影响力得到进一步提升，在上游产品供应商处又可获得更优的采购方案，成本下降，毛利提升，公司业绩增长将进入良性循环通道。

4.2. 信息化服务能力有望进一步加强

3 月 1 日，公司公告，拟将通过公开发售 5.5 元可转债的方式，将部分募集资金投向公司信息化服务体系升级与开发，包括具备智能化请购、效期警示、性能验证、批号管理、订单自动拆单、库存成本分析等管理功能的 SIMS 系统的升级改造和 B2B 系统。对于终端客户而言，改造后的系统界面更加友好，符合最新的监管要求和客户需求，客户可通过 SIMS 系统管理体外诊断试剂出库、入库、库存分析；结合 B2B 系统，可实现试剂库存系统与供应链平台对接，订单自动上传，发货数据同步反馈。通过 SIMS 系统与 B2B 系统的结合运用，可实现从招标采购、到生产厂商、冷链运输、配送、医院验收、实验室使用、管控与决策等全供应链质量和成本的双行道、闭环管理，从而可追溯体外诊断试剂从发起采购至上机使用的完整流向。

另外，公司的信息化体系升级系统还包括 POCT 管理系统的开发，由于 POCT 在实际应用中存在使用科室多、仪器分布散、产品封闭性强等特点，从而导致 POCT 管理难度较大。目前国外的部分 POCT 仪器厂家提供了与自家仪器配套的管理软件，如雷度米特的 AQUIRE 和罗氏的 Cobas®IT1000 等，但这些系统更适合于管理单一品牌的 POCT 仪器设备，无法对其他

品牌的 POCT 设备进行统一的管理。公司拟开发 POCT 管理系统以更好满足客户需求。该系统将对接入系统的所有 POCT 设备进行统一网络化管理，实时监控仪器及质控状态、优化检测流程、规范检测报告、确保数据溯源性，帮助医院克服了在样本、仪器、人员及耗材管理等方面存在的障碍，有效提高设备管理的效率和安全性，实现对整个 POCT 检测过程的质量控制，保证仪器间测试结果的一致性，确保患者 POCT 检测结果的准确性。

以上可转债方案如若能顺利推进，也将成为公司未来业绩内生性增长的动力之一。

4.3. 自主研发产品获得市场认可后有望陆续纳入集约服务体系

公司目前拥有自己的高学历、跨学科研发团队，核心成员具有在著名跨国公司和中科院所属院所的工作经历，专业覆盖机械、电子、化学、医学等多个学科，成熟的产品包括糖化血红蛋白分析仪，血气分析仪及配套试剂，在研产品包括 POCT 仪器。对于自主研发产品的发展战略，公司规划产品研发成熟后，投放市场 2-3 年，让产品按照市场规律自行生长，获得大多数客户认可后，方可纳入公司集约服务体系。

近日，上海中科润达精准医学检验实验室率先使用国产设备通过了美国国家糖化血红蛋白标准计划（National Glycohemoglobin Standard Program, NGSP）一级实验室（Level - I Laboratory）认证并获得了认证证书。该认证的通过，标志着中科润达精准医学实验室糖化血红蛋白检测系统出具的检测结果符合国际标准，并可以溯源到国际权威的美国糖尿病控制和并发症临床研究（diabetes control and complication trial, DCCT）的参考方法，同时也说明了上海中科润达精准医学检验实验室规范化操作流程及高质量检测能力获得国际权威组织的认可。未来随着更多公司自主研发产品纳入集约服务体系，公司的综合毛利率有望进一步提升。

从长期看，公司将继续根据资金情况，适时地进行产业链整合以及渠道并购，不排除向上游领域进军的可能。

5. 盈利预测，估值及风险提示

预计公司 2018 年每股收益为 0.57 元，2019 年 0.83 元、2020 年 1.01 元，对应 3 月 5 日收盘价 9.28 元，市盈率为 16.28 倍，11.18 倍和 9.19 倍，考虑到公司并非纯医疗器械流通企业，而是 IVD 领域一体化服务商，其估值在国内 IVD 企业中最低，与国际同类型公司丹纳赫（最新估值为 33 倍）相比，估值差距也较大，给予润达医疗“买入”的投资评级。

风险提示：可转债项目无法顺利推进，应收账款回笼出现问题，集约业务进展低于预期

表 3: IVD 上市公司 TTM 估值一览表（3 月 5 日）

证券代码	证券简称	PE (TTM)	证券代码	证券简称	PE (TTM)
002030.SZ	达安基因	97.13	300206.SZ	理邦仪器	35.69
300676.SZ	华大基因	81.49	603716.SH	塞力斯	33.63
300289.SZ	利德曼	63.35	300244.SZ	迪安诊断	29.68
300685.SZ	艾德生物	61.78	600645.SH	中源协和	28.93
603882.SH	金域医学	58.58	300642.SZ	透景生命	27.17
300318.SZ	博晖创新	53.69	300639.SZ	凯普生物	26.15

002932.SZ	明德生物	50.65	002022.SZ	科华生物	25.05
000710.SZ	贝瑞基因	50.44	603387.SH	基蛋生物	24.99
603658.SH	安图生物	47.59	300463.SZ	迈克生物	24.57
300760.SZ	迈瑞医疗	43.33	300298.SZ	三诺生物	23.16
300109.SZ	新开源	42.51	300439.SZ	美康生物	22.73
300003.SZ	乐普医疗	37.80	300396.SZ	迪瑞医疗	21.16
300482.SZ	万孚生物	36.34	300406.SZ	九强生物	20.34
603108.SH	润达医疗	17.79			

资料来源：Wind，中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2164.7	4318.8	6391.8	8309.4	10386.7	成长性					
减: 营业成本	1,556.5	3,102.8	4,592.2	5,982.8	7,461.8	营业收入增长率	32.9%	99.5%	48.0%	30.0%	25.0%
营业税费	7.3	17.8	26.3	34.2	42.7	营业利润增长率	45.1%	119.3%	8.7%	54.7%	22.0%
销售费用	205.3	371.7	479.4	664.8	893.9	净利润增长率	26.9%	88.3%	50.0%	46.0%	22.0%
管理费用	164.4	291.8	326.0	581.7	727.1	EBITDA 增长率	46.2%	95.8%	32.3%	55.3%	24.7%
财务费用	51.0	107.1	277.2	452.2	542.2	EBIT 增长率	46.7%	117.5%	41.5%	58.1%	21.1%
资产减值损失	21.1	47.5	-	-	-	NOPLAT 增长率	47.1%	127.0%	41.9%	54.0%	21.1%
加: 公允价值变动收益	-	-8.0	-277.0	46.2	61.6	投资资本增长率	105.9%	95.3%	29.6%	8.4%	22.3%
投资和汇兑收益	14.4	9.1	-	-	-	净资产增长率	139.3%	23.7%	12.3%	15.3%	16.5%
营业利润	173.5	380.6	413.8	640.0	780.5	利润率					
加: 营业外净收支	6.1	6.1	13.1	-	-	毛利率	28.1%	28.2%	28.2%	28.0%	28.2%
利润总额	179.6	386.7	426.9	640.0	780.5	营业利润率	8.0%	8.8%	6.5%	7.7%	7.5%
减: 所得税	47.5	89.4	98.2	160.0	195.1	净利润率	5.4%	5.1%	5.1%	5.8%	5.6%
净利润	116.4	219.2	328.7	480.0	585.4	EBITDA/营业收入	15.2%	14.9%	13.3%	15.9%	15.8%
EBIT/营业收入	10.4%	11.3%	10.8%	13.1%	12.7%	运营效率					
固定资本周转天数	72	55	42	34	30	流动资产周转天数	180	136	151	158	159
流动资本周转天数	327	273	713	760	762	应收账款周转天数	132	123	240	240	240
存货周转天数	89	71	244	245	244	总资产周转天数	482	468	898	904	880
投资资本周转天数	310	308	316	286	265	投资回报率					
ROE	5.5%	9.6%	12.5%	15.5%	15.9%	ROA	3.2%	4.2%	1.3%	2.8%	1.7%
ROIC	13.6%	15.0%	10.9%	12.9%	14.4%	费用率					
销售费用率	9.5%	8.6%	7.5%	8.0%	8.6%	管理费用率	7.6%	6.8%	5.1%	7.0%	7.0%
财务费用率	2.4%	2.5%	4.3%	5.4%	5.2%	三费/营业收入	19.4%	17.8%	16.9%	20.4%	20.8%
偿债能力						资产负债率	45.9%	61.4%	87.5%	79.0%	87.7%
资产负债率	45.9%	61.4%	87.5%	79.0%	87.7%	负债权益比	84.9%	159.2%	702.1%	376.8%	716.2%
流动比率	1.65	1.20	1.11	1.29	1.20	速动比率	1.24	0.88	0.71	0.94	0.79
利息保障倍数	4.41	4.56	2.49	2.42	2.44	分红指标					
DPS (元)	0.04	0.08	-	-	-	分红比率	20.7%	20.1%	0.0%	0.0%	0.0%
股息收益率	0.4%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%	业绩和估值指标					
EPS (元)	0.20	0.38	0.57	0.83	1.01	BVPS (元)	3.65	3.95	4.53	5.34	6.36
PE (X)	46.2	24.5	16.4	11.2	9.2	PB (X)	2.5	2.4	2.0	1.7	1.5
P/FCF	-12.5	-10.8	2.2	5.8	5.3	P/S	2.5	1.2	0.8	0.6	0.5
EV/EBITDA	10.3	12.4	10.7	6.9	6.1	CAGR (%)	53.7%	25.3%	52.6%	53.7%	25.3%
PEG	0.9	1.0	0.3	0.2	0.4	ROIC/WACC	1.8	1.9	1.4	1.7	1.9
REP	0.8	0.8	1.0	0.8	0.6						

资料来源: 贝格数据, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

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分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或其他决定的唯一信赖依据。