

# 润达医疗 (603108)

## 常规业务恢复在即, AI 多场景应用落地

买入 (维持)

2024年05月12日

证券分析师 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 徐梓煜

执业证书: S0600522080001

xuzy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	10494	9147	10501	11992	13803
同比 (%)	18.45	(12.84)	14.80	14.20	15.10
归母净利润 (百万元)	417.75	273.30	362.41	436.25	525.59
同比 (%)	9.87	(34.58)	32.61	20.38	20.48
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.70	0.46	0.61	0.73	0.88
P/E (现价&最新摊薄)	26.20	40.06	30.21	25.09	20.83

关键词: #大比例分红

### 投资要点

- **2023H2 短期承压, 有望逐步边际改善:** 公司短期受外部宏观环境和医疗政策影响, 2023H2 开始业务受到较大影响。公司 2023 年实现营收 91.47 亿元 (-12.8%, 括号内为同比, 下同); 归母净利润 2.73 亿元 (-34.6%); 扣非归母净利润 1.49 亿元 (-62.2%)。单季度看, 2024Q4 公司收入和归母净利润同比增速分别为-21.1%和-109.1%, 短期压力较大。从 2024Q1 来看, 政策端仍有一定压力; 公司 2024 年一季度实现营收 20.72 亿元 (-4.9%); 归母净利润 2260 万元 (-72.1%)。我们认为公司目前业务已经触底, 2024 年有望逐季度恢复。
- **商业业务受政策影响, 工业业务保持增长:** 分业务看, 1) 集约化业务/区域检验中心业务收入 26.3 亿元 (-1.2%), 集约化/区检中心客户数为 409 家; 2) 2023 年工业板块实现收入 5.61 亿元 (+15.7%); 3) ICL 业务收入 2.96 亿元 (-78.14%), ICL 业务在疫后明显收缩; 剔除 ICL 业务后, 公司 2023 年常规业务收入为 88.45 亿元, 同比下滑 3.2%。
- **IVD 行业仍保持高增长:** 根据 2022 年发布的《中国卫生健康统计年鉴》的统计数据, 2021 年国内公立医院检验收入为 4093 亿元, 同比增长 33.67%。其中, 2021 年国内公立医院住院病人检查收入为 1,957 亿元, 同比增长 32.32%; 门诊病人检查收入为 2,136 亿元, 同比增长 34.93%。其中, 对应于中间渠道检测服务商市场规模约 1,200-1,600 亿元左右。
- **与华为盘古云深度合作, 在多场景应用落地:** 润达医疗和华为合作后, 依托华为盘古云, 推出“良医小慧”健康助理、生成式病历、数字人智慧服务等产品。公司 AI 产品在多应用场景落地: 1) 在药店应用场景, 公司和柳药集团在智慧药房、智慧医院、智慧医疗云等领域开展全面深度合作; 2) 在体检应用场景, 公司与美年健康合作, 打造国内首款健康管理 AI 机器人——“健康小美”数智健管师。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑到政策影响, 我们将 2024-2025 年归母净利润 6.3/7.9 亿元的预期下调为 3.6/4.4 亿元, 预计 2026 年的归母净利润为 5.3 亿元, 2024-2026 年 P/E 估值分别为 30/25/21X; 基于公司商业板块集约化模式扩容, 深度绑定国药, 工业板块各管线加速放量, AI 业务开始落地, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** DRG/DIP 等政策风险; 集约化模式推广不及预期; 工业条线推广不及预期; 反腐存在不确定性等。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	18.28
一年最低/最高价	11.20/27.70
市净率(倍)	2.57
流通 A 股市值(百万元)	10,947.03
总市值(百万元)	10,947.03

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	7.12
资产负债率(% ,LF)	61.71
总股本(百万股)	598.85
流通 A 股(百万股)	598.85

### 相关研究

- 《润达医疗(603108): 2022 年报点评: 疫后恢复逻辑明确, 工业品加速成长》  
2023-04-27
- 《润达医疗(603108): 2022 三季报点评: Q3 业绩快速恢复, 看好国润成长空间》  
2022-10-27

## 内容目录

1. 短期业务受到政策端影响，有望开始边际改善 .....	3
2. IVD 行业短期政策扰动，长期国家支持 .....	5
3. AI 产品多领域应用落地，看好公司智能化转型 .....	5
4. 盈利预测与估值 .....	7
5. 风险提示 .....	7

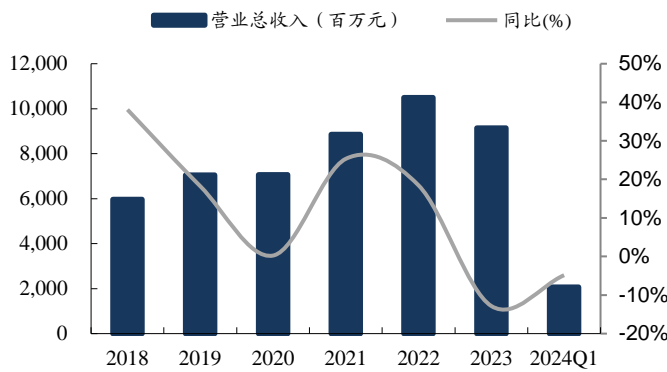
## 图表目录

图 1: 公司 2018-2024Q1 收入情况 .....	3
图 2: 公司 2018-2024Q1 归母净利润情况 .....	3
图 3: 公司毛利率和净利率情况 .....	3
图 4: 公司期间费用率情况 .....	3
图 5: 集约化业务/区域检验中心收入情况 .....	4
图 6: 集约化业务/区域检验中心客户情况 .....	4
图 7: 工业板块收入情况 .....	4
图 8: 工业板块毛利率情况 .....	4
图 9: 公立医院检验收入（住院，亿元） .....	5
图 10: 公立医院检验收入（门诊，亿元） .....	5
图 11: 润达数字化转型方案 .....	6

## 1. 短期业务受到政策端影响，有望开始边际改善

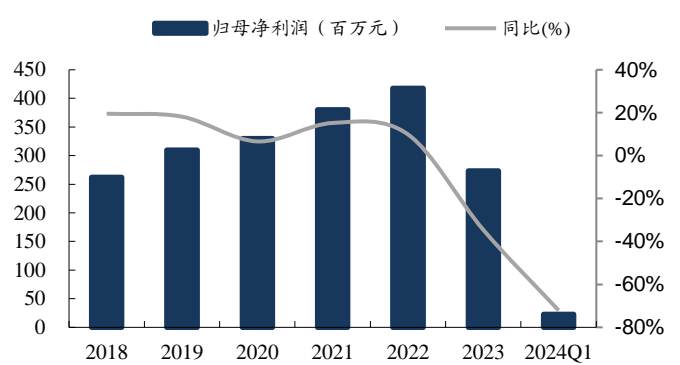
**2023H2 短期承压，有望逐步边际改善。**公司短期受外部宏观环境和医疗政策影响，2023H2 开始业务受到较大影响。公司 2023 年实现营收 91.47 亿元 (-12.8%，括号内为同比，下同)；归母净利润 2.73 亿元 (-34.9%)；扣非归母净利润 1.49 亿元 (-62.2%)。单季度看，2024Q4 公司收入和归母净利润同比增速分别为-21.1%和-109.1%，短期压力较大。从 2024Q1 来看，政策端仍有一定压力；公司 2024 年一季度实现营收 20.72 亿元 (-4.9%)；归母净利润 2260 万元 (-72.1%)。我们认为公司目前业务已经触底，2024 年有望逐季度恢复。

图 1：公司 2018-2024Q1 收入情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

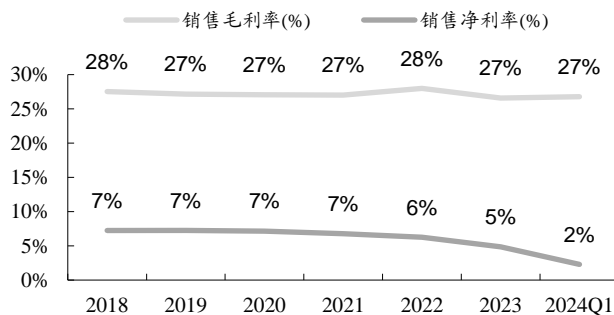
图 2：公司 2018-2024Q1 归母净利润情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

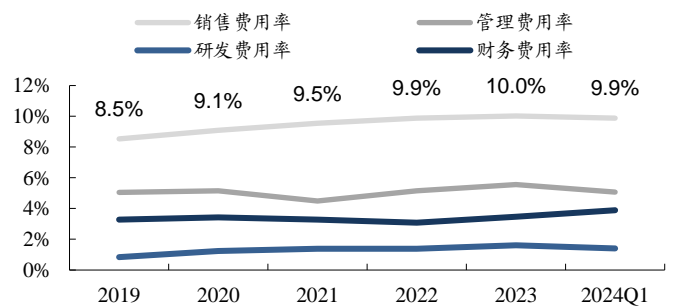
**毛利率基本平稳，净利率短期承压。**公司 2023 年毛利率为 26.6%，受到政策影响小幅下滑，但总体平稳。期间费用率方面，各费用率稳定，其中管理费用率和销售费用率随着公司结构优化而在 2024Q1 下滑，研发费用率同比提升主要因为新工业产品和 AI 产品的研发提升。综合来看，公司 2023 年-2024Q1 的净利率短期承压，随着政策端影响的逐步恢复，我们预计公司 2024Q2-Q4 盈利能力有望逐步回升。

图 3：公司毛利率和净利率情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

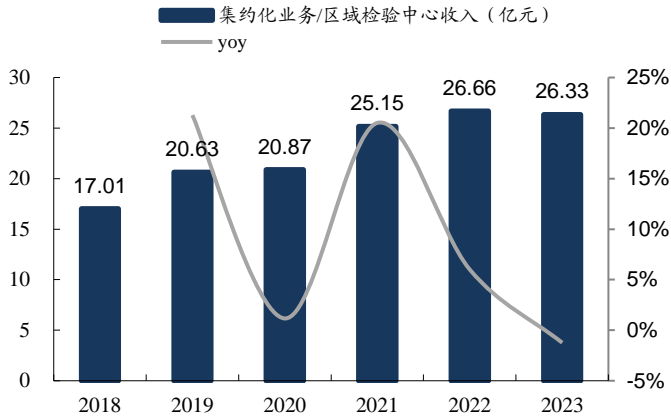
图 4：公司期间费用率情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

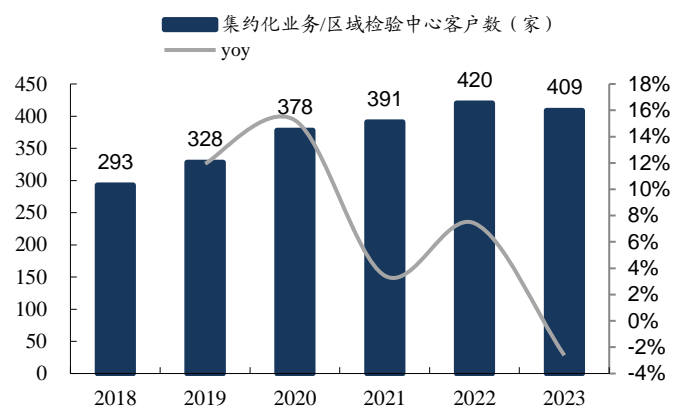
**集约化业务总体保持稳定。**公司 2023 年集约化业务/区域检验中心业务收入 26.3 亿元 (-1.2%)，小幅度受到政策端影响。集约化客户数量方面，集约化/区检中心客户数在 2023 年为 409 家，由于政策收紧，客户数量小幅下滑。

图 5: 集约化业务/区域检验中心收入情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

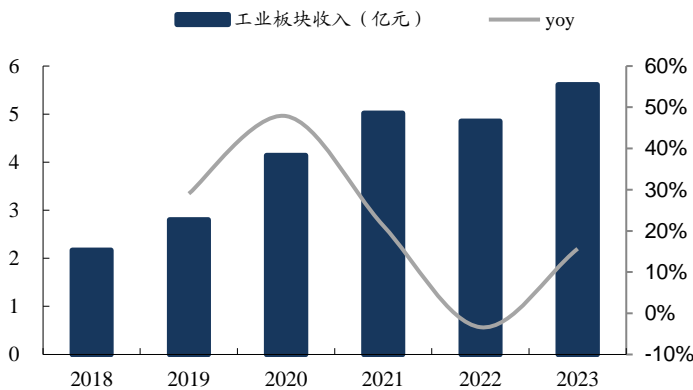
图 6: 集约化业务/区域检验中心客户情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

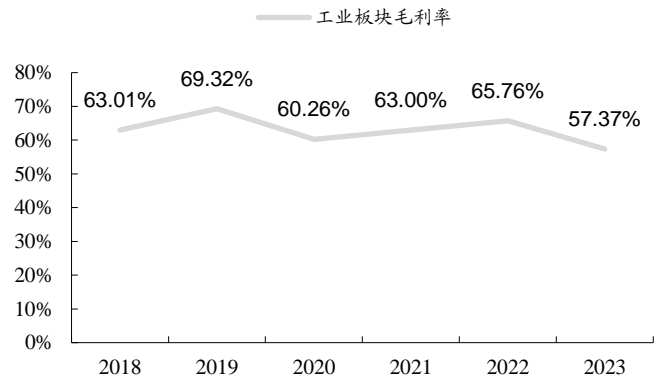
**工业板块在大环境收紧大背景下仍保持增长。**公司 2023 年工业板块实现收入 5.61 亿元 (+15.7%)，仍保持良好增长态势。毛利率方面，因为 2023H2 入院难度加大，毛利率受到一定影响。

图 7: 工业板块收入情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 8: 工业板块毛利率情况

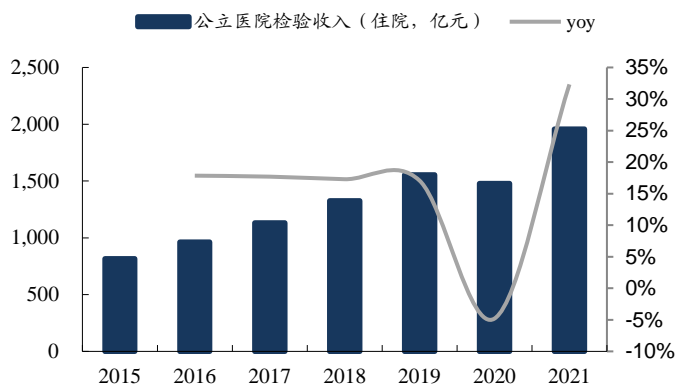


数据来源：wind，东吴证券研究所

## 2. IVD 行业短期政策扰动，长期国家支持

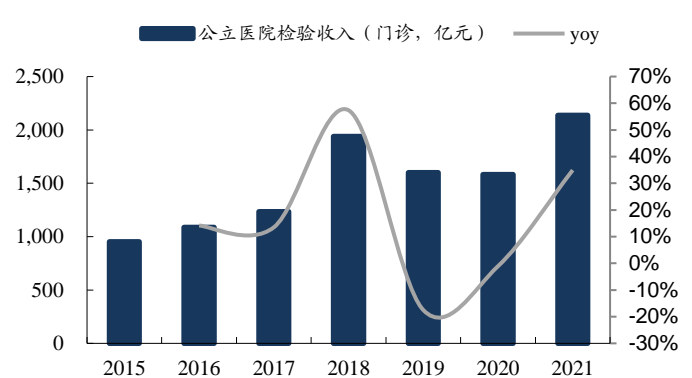
**IVD 行业仍保持高增长。**根据 2022 年发布的《中国卫生健康统计年鉴》的统计数据，2021 年国内公立医院检验收入为 4093 亿元，同比增长 33.67%。其中，2021 年国内公立医院住院病人检查收入为 1,957 亿元，同比增长 32.32%；门诊病人检查收入为 2,136 亿元，同比增长 34.93%。其中，对应于中间渠道检测服务商市场规模约 1,200-1,600 亿元左右。

图 9：公立医院检验收入（住院，亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 10：公立医院检验收入（门诊，亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

医保控费及药品零加成背景下，公立医院“以药养医”的医疗体制逐步发生变化，开始回归医学本质“循证医学”，其中检验、影像等医技领域越来越受重视，目前公立医院的结余主要来自于检验科、影像、病理等医技科室。公立医院对检验科成本管控、质量管理越来越重视，如何实现检验科开源节流是医疗机构迫切需求，检验科精细化管理是未来趋势。

针对中国特殊的医疗体制和国情，集约化整体解决方案或将是未来方向，符合国家医改及检验科发展需求。集约化整体解决方案一方面利用集约化平台采购规模大议价能力强，有助于降低医院检验科试剂耗材等综合采购成本，另一方面，通过信息化服务及技术支持服务从检验报告单产出各环节如试剂库存效期管理、定标、质控、校准、性能验证等进行全方面成本及质量把控，大幅降低检验科跑冒滴漏，试剂损耗等综合成本，实现检验科节流。同时通过提供新产品新技术临床培训服务、实验报告解读支持等服务提升实验室检测能力和水平，实现检验科开源。

综上，我们认为集约化是医保控费的背景下的大趋势之一。公司作为国内最早开展集约化模式的企业之一，在集约化的大趋势下，占据先发优势。

## 3. AI 产品多领域应用落地，看好公司智能化转型

**公司注重信息化系统研发。**公司发布智慧检验系统，以大数据、人工智能等技术为

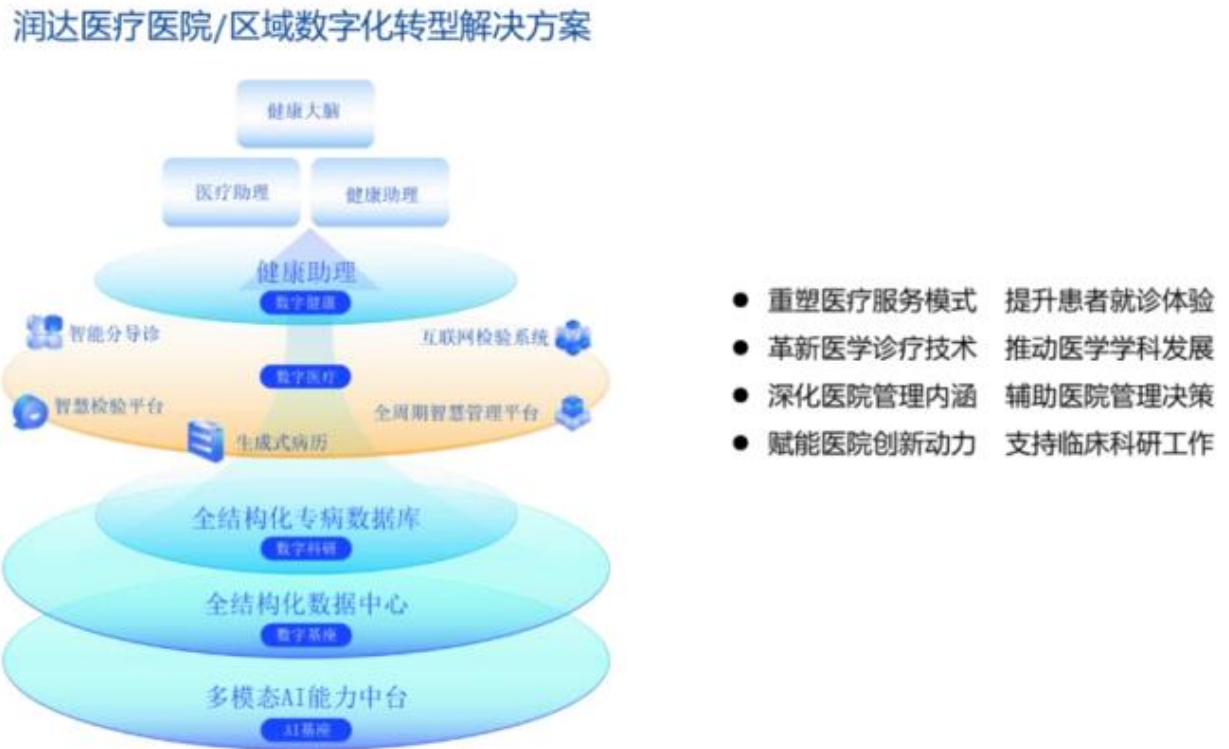


基础，在临床检验信息管理、实验室智慧化管理、质量控制管理、检验大数据分析解读等各环节赋能传统检验医疗服务向精益化、智慧化转型升级，实现数字化检验诊疗。

**与华为深度合作。**公司与华为盘古云合作开发，推出“良医小慧”健康助理、生成式病历、数字人智慧服务等产品。公司在 2023 年携手华为发布《城市智慧医疗云解决方案（白皮书）》，为客户提供大模型辅助临床决策、大模型辅助患者服务、大模型辅助科研、大模型辅助医院运营管理等医院/区域数字化转型解决方案，重塑医疗服务模式，满足客户的不同需求和期望的同时，推动数字健康产业的创新和升级。

**公司 AI 产品在多应用场景落地。**1) 在药店应用场景,公司和柳药集团在智慧药房、智慧医院、智慧医疗云等领域开展全面深入合作; 2) 在体检应用场景,公司与美年健康合作,打造国内首款健康管理 AI 机器人——“健康小美”数智健管师。未来公司 AI 产品有望在多应用场景逐步落地,应用场景广阔。

图 11: 润达数字化转型方案



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

#### 4. 盈利预测与估值

考虑到政策影响,我们将2024-2025年归母净利润6.3/7.9亿元的预期下调为3.6/4.4亿元,预计2026年的归母净利润为5.3亿元,2024-2026年P/E估值分别为30/25/21X;基于公司商业板块集约化模式扩容,深度绑定国药,工业板块各管线加速放量,AI业务开始落地,首次覆盖,给予“买入”评级。

#### 5. 风险提示

**DRG/DIP等政策风险:** DRG、DIP、集采等控费政策的推进可能导致检验科规模收缩,从而导致IVD配送规模减少。

**集约化模式推广不及预期:** 集约化模式因需要提供信息化等增量读物,存在推行不及预期可能。

**工业条线推广不及预期:** 工业产品管线需要和现有厂商竞争,且未来集采下存在竞争加剧,推广不及预期的风险。

**反腐存在不确定性:** 反腐有进一步推进的风险。

## 润达医疗三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>9,394</b>	<b>10,517</b>	<b>11,904</b>	<b>13,313</b>	<b>营业总收入</b>	<b>9,147</b>	<b>10,501</b>	<b>11,992</b>	<b>13,803</b>
货币资金及交易性金融资产	1,126	1,881	1,667	1,466	营业成本(含金融类)	6,716	7,718	8,802	10,118
经营性应收款项	6,623	6,649	8,030	9,323	税金及附加	47	44	52	63
存货	1,377	1,675	1,866	2,138	销售费用	917	1,040	1,191	1,374
合同资产	0	0	0	0	管理费用	509	578	672	767
其他流动资产	268	312	342	386	研发费用	147	163	182	215
<b>非流动资产</b>	<b>4,916</b>	<b>4,989</b>	<b>4,943</b>	<b>4,908</b>	财务费用	317	379	386	404
长期股权投资	1,172	1,268	1,321	1,395	加:其他收益	31	32	42	46
固定资产及使用权资产	1,191	1,079	900	721	投资净收益	232	158	180	207
在建工程	19	16	14	13	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	77	82	87	92	减值损失	(123)	(15)	(20)	(15)
商誉	2,012	2,084	2,147	2,200	资产处置收益	12	7	10	13
长期待摊费用	143	144	145	146	<b>营业利润</b>	<b>647</b>	<b>762</b>	<b>920</b>	<b>1,114</b>
其他非流动资产	303	316	329	342	营业外净收支	9	5	6	6
<b>资产总计</b>	<b>14,310</b>	<b>15,506</b>	<b>16,847</b>	<b>18,222</b>	<b>利润总额</b>	<b>656</b>	<b>767</b>	<b>926</b>	<b>1,121</b>
<b>流动负债</b>	<b>7,528</b>	<b>8,019</b>	<b>8,536</b>	<b>8,960</b>	减:所得税	213	192	231	280
短期借款及一年内到期的非流动负债	5,489	5,639	5,739	5,819	<b>净利润</b>	<b>443</b>	<b>575</b>	<b>694</b>	<b>840</b>
经营性应付款项	1,521	1,682	2,024	2,274	减:少数股东损益	169	213	258	315
合同负债	99	168	172	189	<b>归属母公司净利润</b>	<b>273</b>	<b>362</b>	<b>436</b>	<b>526</b>
其他流动负债	419	531	601	678	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.46	0.61	0.73	0.88
非流动负债	1,335	1,465	1,595	1,705	EBIT	741	959	1,093	1,267
长期借款	501	601	701	781	EBITDA	1,143	1,428	1,547	1,755
应付债券	602	602	602	602	毛利率(%)	26.58	26.50	26.60	26.70
租赁负债	88	118	148	178	归母净利率(%)	2.99	3.45	3.64	3.81
其他非流动负债	144	144	144	144	收入增长率(%)	(12.84)	14.80	14.20	15.10
<b>负债合计</b>	<b>8,863</b>	<b>9,484</b>	<b>10,130</b>	<b>10,665</b>	归母净利润增长率(%)	(34.58)	32.61	20.38	20.48
归属母公司股东权益	4,280	4,643	5,079	5,604					
少数股东权益	1,167	1,380	1,638	1,953					
<b>所有者权益合计</b>	<b>5,447</b>	<b>6,022</b>	<b>6,716</b>	<b>7,557</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>14,310</b>	<b>15,506</b>	<b>16,847</b>	<b>18,222</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	730	1,258	201	279	每股净资产(元)	7.06	7.67	8.40	9.28
投资活动现金流	(227)	(403)	(247)	(257)	最新发行在外股份(百万股)	599	599	599	599
筹资活动现金流	(331)	(115)	(183)	(237)	ROIC(%)	4.17	5.73	6.10	6.59
现金净增加额	171	740	(229)	(216)	ROE-摊薄(%)	6.39	7.81	8.59	9.38
折旧和摊销	401	469	454	488	资产负债率(%)	61.93	61.16	60.13	58.53
资本开支	(297)	(435)	(345)	(362)	P/E (现价&最新股本摊薄)	40.06	30.21	25.09	20.83
营运资本变动	(331)	(27)	(1,185)	(1,266)	P/B (现价)	2.59	2.38	2.18	1.97

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。



## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>