

综合服务优势正在逐步体现的 IVD 流通与服务龙头

- **业绩总结：**2015H1 公司实现营收 7.14 亿元（+21.01%）、净利润 3.53 亿元（+32.12%）、扣非后净利润 3.52 亿元（+44.60%）；2015Q2 公司营收为 3.99 亿元（+18.54%）；净利润 2240 万元（+13.95%）。
- **市场拓展促进营收稳步增长，服务完善促进净利率提升。**2015H1 实现营收 7.14 亿元（+21%），主要系公司核心经销的试剂和耗材业务收入实现 6.6 亿元，自产产品实现收入 4400 万，同比增速 27%。随着公司服务范围和深度的增加，以及华东地区外的市场拓展，报告期内，公司直销客户实现收入 3.3 亿元，营收占比达 47%，华东地区以外实现收入 0.72 亿元，营收占比达 10%。2015H1 净利润增速远高于收入增速的主要原因为：随着公司综合服务体系的进一步完善，以及自产产品毛利的提高使得公司产品毛利率同比提高约 0.8%，公司净利润率提高了 0.5%，我们认为公司综合服务能力优势和优势正在逐步显现，下半年业绩增速有望延续。
- **公司业务顺应医改大趋势，为 IVD 流通和服务行业稀缺标的。**公司作为医学实验室综合服务商，除了代理销售和物流配送以外，公司还提供了全方位的高品质技术服务，能够满足客户在售前、售中和售后的个性化需求，深度绑定终端优质客户，建立了长期稳定的合作关系。在取消药品加成的大趋势下，检验科将逐渐成为医院新的创收中心，在检测项目收费价格政府定价的背景下，医院有充足的动力通过控制采购成本来提高运营效率，公司的强大物流和综合服务具有明显的成本优势，将成为医院采购的首选，依托终端医院客户规模优势，对上游产品具备较强的议价能力，未来可开展 GPO 等新业务。
- **投资产业基金或将加快产业整合步伐。**公司出资 2000 万元参与设立 7 亿元规模产业基金，产业基金以医疗大健康为投资领域，重点关注体外诊断、医疗大数据、互联网医疗等方向。借助产业投资基金，公司将撬动大量资金寻找优质标的，加快在医疗大健康产业的战略布局和并购整合步伐，后续外延式扩张预期强烈。
- **盈利预测及评级：**我们假设公司试剂和仪器近三年增速分别为 20%和 10%，预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 1.04 元、1.25 元、1.44 元，对应 PE 分别为 49 倍、40 倍、35 倍。公司为体外诊断流通与服务领域的龙头企业和稀缺标的，业务发展顺应医改趋势，存在外延式扩张预期，我们首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**市场渠道扩张或低于预期；外延并购进度或低于预期；。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	1358.50	1604.64	1920.79	2299.08
增长率	32.42%	18.12%	19.70%	19.69%
归属母公司净利润（百万元）	75.16	97.78	117.70	135.83
增长率	10.63%	30.09%	20.37%	15.41%
每股收益 EPS（元）	0.80	1.04	1.25	1.44
净资产收益率 ROE	15.79%	16.49%	16.70%	16.29%
PE	63	49	40	35
PB	10.01	8.04	6.76	5.72

数据来源：Wind，西南证券

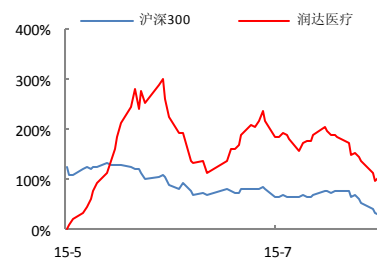
西南证券研究发展中心

分析师：朱国广
执业证号：S1250513070001
电话：021-68413530
邮箱：zhugg@swsc.com.cn

联系人：周平
电话：023-67791327
邮箱：zp@swsc.com.cn

联系人：陈铁林
电话：023-67909731
邮箱：ctl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：西南证券

基础数据

总股本(亿股)	0.94
流通 A 股(亿股)	0.24
52 周内股价区间(元)	-
总市值(亿元)	47.63
总资产(亿元)	15.94
每股净资产(元)	9.22

相关研究

关键假设:

1、试剂耗材业务在 2015-2017 的收入增速分别为 20%、20%、20%，毛利率分别为 26%、25.5%、25%；

2、仪器业务在 2015-2017 的收入增速分别为 10%、10%、10%，毛利率分别为 17%、17%、17%。

表 1: 润达医疗业务分拆盈利预测

百万元	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
合计: 营业收入	772.34	1,025.89	1,358.50	1,604.64	1,920.79	2,299.08
yoy	22.31%	32.83%	32.42%	18.12%	19.70%	19.69%
合计: 营业成本	542.68	736.96	999.04	1,189.19	1,430.71	1,721.63
毛利率	29.74%	28.16%	26.46%	25.89%	25.51%	25.12%
试剂和耗材						
收入	683.35	929.36	1266.05	1,519.26	1,823.11	2,187.73
yoy		36.0%	36.2%	20.00%	20.00%	20.00%
成本	472.13	666.13	926.73	1,124.25	1,358.22	1,640.80
毛利率	30.91%	28.32%	26.80%	26.00%	25.50%	25.00%
仪器						
收入	78.82	76.59	67.83	74.61	82.07	90.28
yoy		-2.8%	-11.4%	10.00%	10.00%	10.00%
成本	65.75	59.73	58.1	61.93	68.12	74.93
毛利率	16.58%	22.01%	14.34%	17.00%	17.00%	17.00%
其他						
收入	3.83	4.78	6.15	10.76	15.61	21.07
yoy		24.8%	28.7%	75.00%	45.00%	35.00%
成本	1.69	2.15	1.23	3.01	4.37	5.90
毛利率	55.87%	55.02%	80.00%	72.00%	72.00%	72.00%

数据来源: 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1358.50	1604.64	1920.79	2299.08	净利润	75.11	97.71	117.61	135.73
营业成本	999.04	1189.19	1430.71	1721.63	折旧与摊销	47.27	30.00	30.00	30.00
营业税金及附加	2.83	5.03	5.60	6.55	财务费用	29.56	12.10	11.68	11.56
销售费用	127.82	147.63	172.87	206.92	资产减值损失	7.99	8.00	9.00	10.00
管理费用	93.62	115.30	136.33	163.06	经营营运资本变动	-115.04	-63.35	-116.48	-123.45
财务费用	29.56	12.10	11.68	11.56	其他	-8.77	-3.13	-1.28	-1.32
资产减值损失	7.99	8.00	9.00	10.00	经营活动现金流净额	36.11	81.33	50.53	62.52
投资收益	-1.75	0.00	0.00	0.00	资本支出	-114.45	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-10.75	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-125.20	0.00	0.00	0.00
营业利润	95.90	127.38	154.61	179.36	短期借款	27.00	-24.17	-1.50	-6.23
其他非经营损益	7.19	6.38	6.29	6.47	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	103.09	133.76	160.90	185.83	股权融资	0.00	23.60	0.00	0.00
所得税	27.98	36.05	43.29	50.10	支付股利	-3.98	-4.41	-5.73	-6.90
净利润	75.11	97.71	117.61	135.73	其他	15.15	-52.86	-11.68	-11.56
少数股东损益	-0.06	-0.07	-0.09	-0.10	筹资活动现金流净额	38.17	-57.84	-18.91	-24.69
归属母公司股东净利润	75.16	97.78	117.70	135.83	现金流量净额	-50.94	23.50	31.62	37.83
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	136.97	160.46	192.08	229.91	成长能力				
应收和预付款项	420.00	491.42	593.36	708.77	销售收入增长率	32.42%	18.12%	19.70%	19.69%
存货	240.73	286.56	344.75	414.85	营业利润增长率	9.03%	32.83%	21.38%	16.01%
其他流动资产	1.32	1.55	1.86	2.23	净利润增长率	10.55%	30.09%	20.37%	15.41%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	33.11%	-1.88%	15.81%	12.55%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	237.72	210.88	184.03	157.18	毛利率	26.46%	25.89%	25.51%	25.12%
无形资产和开发支出	26.54	23.60	20.67	17.74	三费率	18.48%	17.14%	16.71%	16.60%
其他非流动资产	21.62	21.41	21.19	20.97	净利率	5.53%	6.09%	6.12%	5.90%
资产总计	1084.89	1195.88	1357.95	1551.65	ROE	15.79%	16.49%	16.70%	16.29%
短期借款	280.00	255.83	254.33	248.10	ROA	6.92%	8.17%	8.66%	8.75%
应付和预收款项	225.77	283.04	332.53	400.98	ROIC	13.64%	12.70%	13.74%	13.93%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	12.71%	10.56%	10.22%	9.61%
其他负债	103.50	64.48	66.68	69.34	营运能力				
负债合计	609.27	603.35	653.54	718.42	总资产周转率	1.41	1.41	1.50	1.58
股本	70.53	94.13	94.13	94.13	固定资产周转率	7.95	7.80	10.73	15.11
资本公积	101.31	101.31	101.31	101.31	应收账款周转率	3.82	3.69	3.71	3.70
留存收益	303.60	396.97	508.94	637.87	存货周转率	4.78	4.51	4.53	4.53
归属母公司股东权益	475.44	592.41	704.37	833.31	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	109.85%	—	—	—
少数股东权益	0.19	0.12	0.03	-0.07	资本结构				
股东权益合计	475.63	592.53	704.41	833.24	资产负债率	56.16%	50.45%	48.13%	46.30%
负债和股东权益合计	1084.89	1195.88	1357.95	1551.65	带息债务/总负债	45.96%	42.40%	38.92%	34.53%
					流动比率	1.44	1.71	1.89	2.04
					速动比率	1.00	1.19	1.31	1.42
					股利支付率	5.30%	4.51%	4.87%	5.08%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	172.72	169.48	196.28	220.92	每股收益	0.80	1.04	1.25	1.44
PE	63.37	48.71	40.47	35.06	每股净资产	5.05	6.30	7.48	8.85
PB	10.01	8.04	6.76	5.72	每股经营现金	0.38	0.86	0.54	0.66
PS	3.51	2.97	2.48	2.07	每股股利	0.04	0.05	0.06	0.07
EV/EBITDA	21.61	28.55	24.48	21.55					
股息率	0.08%	0.09%	0.12%	0.14%					

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
	增持：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 指数涨幅在-10%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。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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 15 楼

邮编: 200120

邮箱: research@swsc.com.cn

北京

地址: 北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编: 100033

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

上海地区

蒋诗烽 (地区销售总监)

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳 (地区销售负责人)

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟 (地区销售总监)

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn