

2015年10月22日
证券研究报告·深度报告

润达医疗(603108) 医药生物

买入(上调)

当前价: 74.98元

目标价: 89.39元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

迈向全国的医学实验室综合服务平台

投资要点

- 推荐逻辑:** IVD 综合流通服务符合行业发展趋势, 公司为其中翘楚, 具备发展成为龙头的潜力, 目前已进入华东向全国复制的高速扩张阶段, 业绩增长确定性强; 公司平台属性突出, 或将在现有业务深化的基础上谋求产业链延伸, 尤其是向下游服务领域延伸将显著提升估值。
- IVD 流通行业向集约化发展, 公司具备龙头潜质。** IVD 流通市场规模约 800-900 亿元, 并以 15% 的速度增加; 顺应医改趋势, 医院检验科的利润中心地位逐步凸显, 高附加值成为 IVD 流通商征战市场的有力武器, 将促进 IVD 流通产业加速向集约化、专业化、规模化方向发展; 公司开展的 MD 综合流通服务符合行业发展趋势, 可通过提供高附加值的服务增强客户粘性, 扩大终端规模与市占率, 并在此基础上逐步实现规模效应; 从竞争环境来看, IVD 实验室综合服务是一个孕育龙头的行业, 公司为其中翘楚, 具备发展成为行业龙头的潜质。
- 业务模式极具竞争力, 已开启全国范围横向扩张。** 公司坐拥全方位的专业技术服务、齐全丰富的产品种类、灵活的商业模式与雄厚背景资源等竞争优势, 可深度绑定医院检验科、满足客户个性化需求、迅速渗透各级市场并实现规模快速扩张。在不断开发新医院终端及现有终端采购规模扩大的共同作用下, 我们预计原有华东地区网点仍将保持 15% 以上增速; 上市后全国性网点正在加速铺设, 我们预计随着其它网点的陆续放量, 公司华东外区域未来 3 年收入复合增速在 50% 以上, 业绩进入高速增长阶段。
- 深入挖掘平台价值, 产业链纵向延伸雏形已现。** 作为国内鲜有的跨区域 IVD 综合服务商, 公司平台属性突出。我们认为公司未来或将深入挖掘其平台价值, 在现有业务深化的基础上谋求产业链延伸。1) 向上: 自产产品已逐渐获得市场认可, 近几年销售额保持 30% 以上的高速增长, 有望借助营销平台实现快速放量; 目前主要布局在糖化血红蛋白分析领域, 未来或将延伸至其他领域。2) 向下: 子公司昆涑生物开展第三方质控服务, 与金域检验设立合资公司开展第三方检验服务, 参与设立的两支并购基金或也在酝酿下游服务领域的新增长点。
- 盈利预测与投资建议。** 2016 年申万医疗服务行业的行业 PE 均值为 65 倍, 尽管公司收入仍然依托流通业务, 相对其它医疗服务公司或有估值折价, 但考虑到公司作为 A 股 IVD 流通服务的唯一标的, 且具备产业链延伸的平台属性, 我们认为给予其 2016 年 65 倍 PE 较为合理, 2016 年合理股价将为 89.39 元, 上调至“买入”评级。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1358.50	1674.54	2027.90	2459.17
增长率	32.42%	23.26%	21.10%	21.27%
归属母公司净利润(百万元)	75.16	101.03	129.44	160.18
增长率	10.63%	34.42%	28.12%	23.75%
每股收益 EPS(元)	0.80	1.07	1.38	1.70
净资产收益率 ROE	15.79%	11.33%	12.75%	13.71%
PE	94	70	55	44
PB	14.84	7.52	6.60	5.74

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: 张肖星

电话: 021-68415020

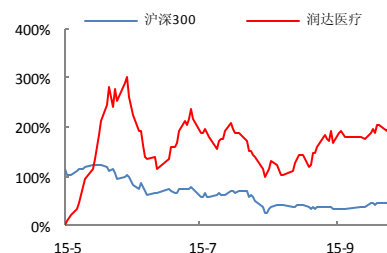
邮箱: zxxing@swsc.com.cn

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)	64.16
总资产(亿元)	15.94
每股净资产(元)	9.22

相关研究

1. 润达医疗(603108): 综合服务优势正在逐步体现的 MD 流通与服务龙头 (2015-08-27)

投资要件

关键假设

- 1) “雅培二代”对公司业绩冲击逐渐减缓，华东区域收入增速回落，毛利率逐步稳定；
- 2) 随着全国性网点的铺设，未来几年为华东外市场高速发展期；
- 3) 全国范围内的市场开拓致使公司销售费用率呈上升趋势；
- 4) 规模效应尚未体现，管理费用率保持稳定。

我们区别于市场的观点

市场普遍认为公司为流通型企业，现有业务中的流通服务只是提升附加值的一种手段。我们则认为公司流通服务的开展不仅为公司业务核心竞争力所在，还赋予了公司平台型企业的属性，未来或将深入挖掘其平台价值。

市场普遍认为 IVD 行业规模较小，其流通业利润空间有限。我们对 IVD 产业链进行分析后发现 IVD 流通商的市场规模约 800-900 亿元，且还在以 15% 左右的速度增加，从规模和增速来看均充满活力。

市场普遍认为公司开展的流通服务业务模式壁垒低，很容易被其它企业模仿，难以实现跨区域扩张。我们则认为专业壁垒与资本壁垒将使 IVD 流通行业向集约化、规模化方向发展，且相对其它医药子行业来说较低的技术壁垒与政策壁垒更易于公司发挥先行者优势快速复制扩张。此外，公司还与国药器械保持良好的合作关系，可借力实现跨区域快速扩张。

股价上涨的催化因素

- 1) 新网点建成放量；
- 2) 宣布上下游产业链延伸新进展；
- 3) 外延式扩张预期兑现。

估值和目标价格

我们预测公司 2015-2017 年摊薄后 EPS 分别是 1.07 元、1.38 元、1.70 元，2015 年 10 月 22 日收盘价对应 2015-2017 年动态 PE 分别为 70 倍、55 倍和 44 倍。

2016 年中万三级行业—医疗服务行业的行业 PE 均值为 65 倍。尽管公司收入仍然依托流通业务，相对其它医疗服务公司或有估值折价，但考虑到公司作为 A 股 IVD 流通服务的唯一标的，具备产业链延伸的平台属性，我们认为给予其 2016 年 65 倍 PE 较为合理，2016 年合理股价将为 89.39 元，上调至“买入”评级。

投资风险

- 1) 新网点市场开拓或低于预期风险；
- 2) 供应商相对集中风险；
- 3) 营运资本短缺风险。

目 录

1. 公司是医学实验室综合服务平台型企业	1
1.1 综合服务体系打造完全，步入发展快车道.....	1
1.2 股权结构合理，子公司已具产业链一体化雏形.....	1
1.3 主营 IVD 仪器及试剂耗材，业绩呈现高速增长.....	2
2. IVD 流通行业向集约化发展，公司具备龙头潜质	4
2.1 IVD 流通市场规模约 800-900 亿元，预计增速 15%.....	4
2.2 专业化分工与医院成本诉求推动行业向集约化发展.....	4
2.3 综合服务符合行业趋势，客户粘性奠定成长基石.....	6
2.4 专业+成本筑起护城河，行业龙头正在孕育.....	8
3. 业务模式极具竞争力，开启全国范围横向扩张	11
3.1 公司为 IVD 流通服务翘楚，竞争优势突出.....	11
3.2 从华东迈向全国，高速增长时代来临.....	14
4. 深度挖掘平台价值，产业链纵向延伸雏形已现	16
4.1 向上：自产产品有望借助平台实现快速放量.....	16
4.2 向下：已发展质控服务，或将切入检验服务.....	18
5. 盈利预测与投资建议	19
5.1 未来 3 年盈利预测.....	19
5.2 相对估值.....	20
6. 风险提示	21

图 目 录

图 1: 润达医疗成长历程.....	1
图 2: 润达医疗股权结构及子公司分布.....	2
图 3: 润达医疗营业收入构成.....	2
图 4: 润达医疗毛利构成.....	2
图 5: 润达医疗营业收入及增速.....	3
图 6: 润达医疗净利润及增速.....	3
图 7: 润达医疗毛利率与净利率.....	3
图 8: 润达医疗期间费用率.....	3
图 9: 医院诊断产业链各环节增值额相对终端诊断价格占比.....	4
图 10: IVD 行业特点及对流通商的要求.....	5
图 11: 取消药品加成后检验科利润中心地位凸显.....	5
图 12: 检验科提高结余的主要方式.....	5
图 13: IVD 综合服务商业务模式.....	6
图 14: 合富医疗 IVD 产品销售额及增速.....	7
图 15: 合富医疗净利润及增速.....	7
图 16: 合富医疗总资产周转率.....	8
图 17: 合富医疗净利率.....	8
图 18: IVD 实验室综合服务波特五力竞争分析.....	10
图 19: 润达医疗主要经营模式.....	11
图 20: 润达医疗背景资源雄厚.....	14
图 21: 润达医疗医学实验室综合服务覆盖区域.....	14
图 22: 润达医疗华东地区营业收入及增速.....	15
图 23: 润达医疗华东地区毛利率.....	15
图 24: 润达医疗黑龙江地区营业收入及增速.....	15
图 25: 润达医疗黑龙江地区收入占比.....	15
图 26: 润达医疗华东外地区营业收入及增速.....	16
图 27: 润达医疗华东外地区毛利率.....	16
图 28: 国内主要糖化血红蛋白分析仪器生产商及其获得许可时间.....	17
图 29: 润达医疗自产产品销售额及增速.....	17
图 30: 润达医疗自产产品毛利率.....	17

表 目 录

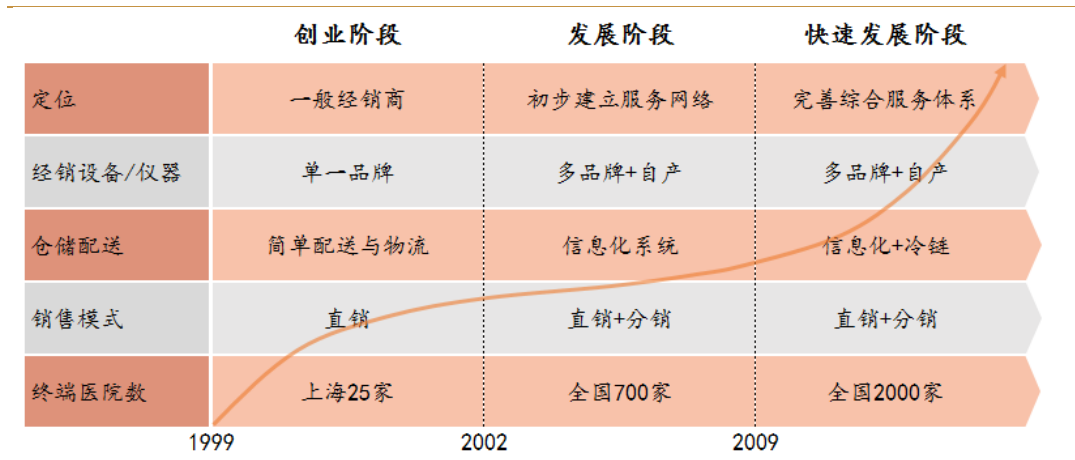
表 1: 参与医院检验科控费的两类第三方参与者	6
表 2: 合富医疗“层峰计划”运作细节	7
表 3: 药品与 IVD 产品对比	8
表 4: 国内主要 IVD 流通公司概况	9
表 5: 国内主要 IVD 产品制造商产品线	9
表 6: 国内各主要 IVD 流通服务企业服务覆盖面	12
表 7: 国内各主要 IVD 流通企业代理品牌	12
表 8: 润达医疗直销模式与分销模式对比	13
表 9: 润达医疗单纯销售与联动销售对比	13
表 10: 昆涑生物质控服务内容	18
表 11: 分地区收入及毛利率	19
表 12: 可比公司估值表	20
附表: 财务预测与估值	22

1. 公司是医学实验室综合服务平台型企业

1.1 综合服务体系打造完全，步入发展快车道

润达医疗成立于 1999 年，2002 年起开启了由一般经销商向医学实验室综合服务商的蜕变之旅。公司的综合服务主要为向各类医学实验室提供体外诊断产品、专业技术支持、实验室设计等一系列“打包的综合服务”，服务对象为归属于各级医院的医学实验室（主要为医院的检验科，又称临床实验室）、第三方医学实验室、体检中心、疾控中心和血站等。

图 1：润达医疗成长历程



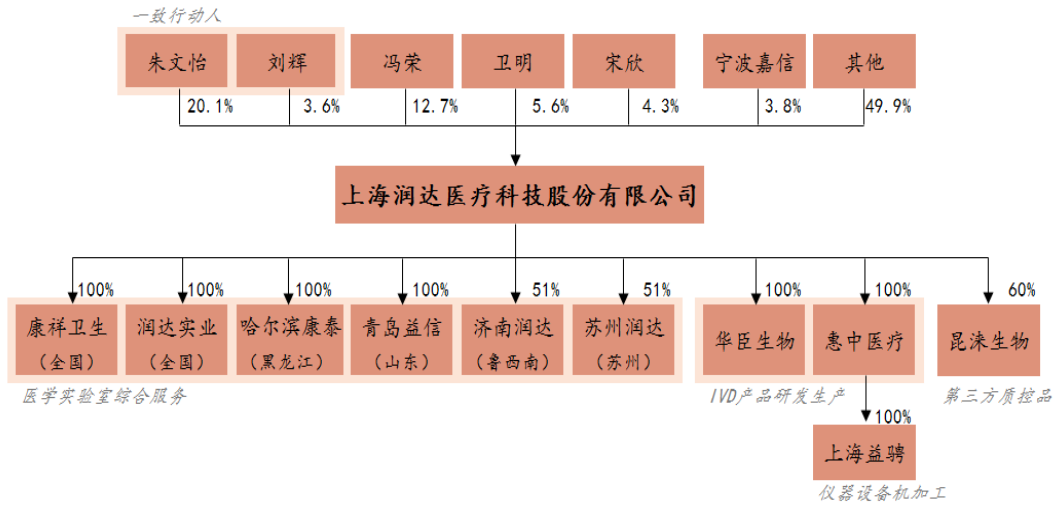
数据来源：公司公告，西南证券

发展至今，公司已成为立足华东、辐射全国的成熟医学实验室综合服务商，建立了完善的综合服务体系，形成多品牌+自产的产品梯队，终端覆盖 2000 余家医院。公司已于 2015 年 5 月通过 IPO 登录 A 股市场，并成为目前 A 股市场上唯一主营业务为体外诊断产品流通服务的上市公司。随着上市后融资渠道的拓宽，我们认为公司将加速实现全国范围内的业务扩张，或将发展成为 IVD 流通服务领域的龙头企业。

1.2 股权结构合理，子公司已具产业链一体化雏形

公司的实际控制人为朱文怡、刘辉母子，二者合计持股比例为 23.7%。刘辉先生同时也担任公司董事长职务，治理层与股东的利益一致性将更有利于提升治理效率。

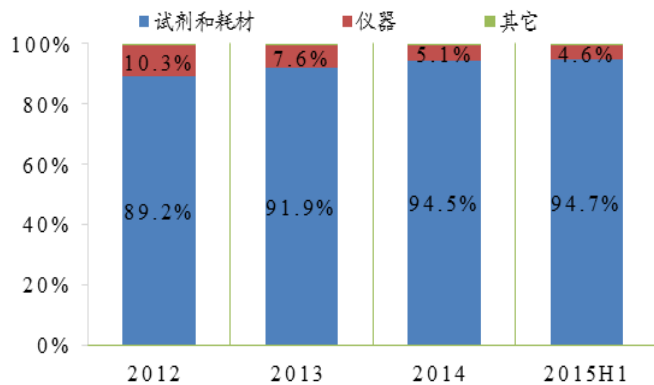
公司通过直接或间接控制共拥有 7 家全资子公司、3 家控股子公司。子公司业务主要包括医学实验室综合服务、IVD 产品研发生产与第三方质控品，已具备产业链一体化雏形。

图 2: 润达医疗股权结构及子公司分布


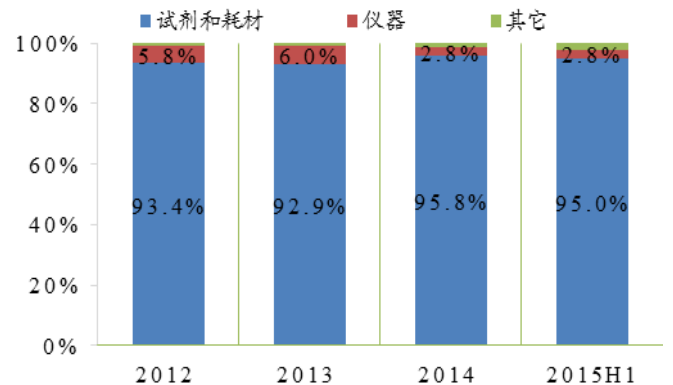
数据来源: 公司公告, 西南证券

1.3 主营 IVD 仪器及试剂耗材, 业绩呈现高速增长

公司的收入构成主要来自于 IVD 仪器及试剂耗材。其中试剂和耗材的收入与毛利占比均在 95% 左右, 毛利占比略大于收入占比。这与 IVD 的行业特点相关: 试剂和耗材需求稳定且消费频次高, 为各 IVD 企业的主要收入来源, 且其单价较低, 销售成本可以直接转嫁给消费者, 因此盈利能力高于仪器。

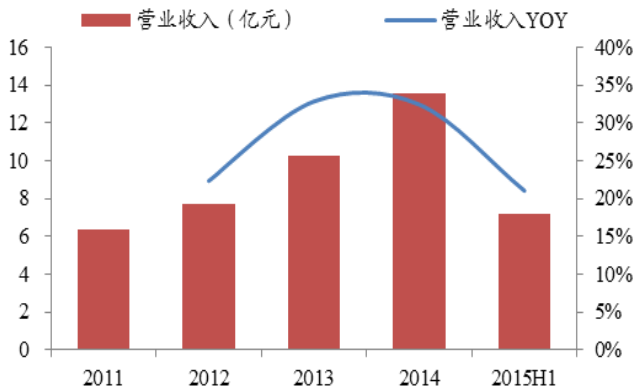
图 3: 润达医疗营业收入构成


数据来源: 公司公告, 西南证券

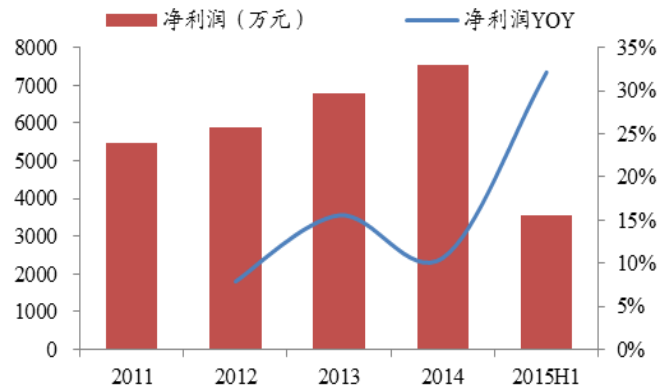
图 4: 润达医疗毛利构成


数据来源: 公司公告, 西南证券

在 IVD 市场稳步扩张与高客户粘性商业模式的共同作用下, 2011-2014 年公司营业收入年均复合增速为 29.1%, 2015H1 实现营业收入 7.1 亿元, 同比增长 21%; 2011-2014 年公司净利润复合增速为 11.3%, 2015H1 实现净利润 3538 万元, 同比增长 32.1%。

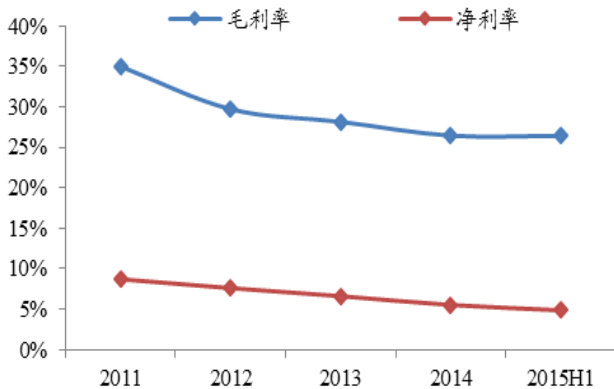
图 5: 润达医疗营业收入及增速


数据来源: 公司公告、西南证券

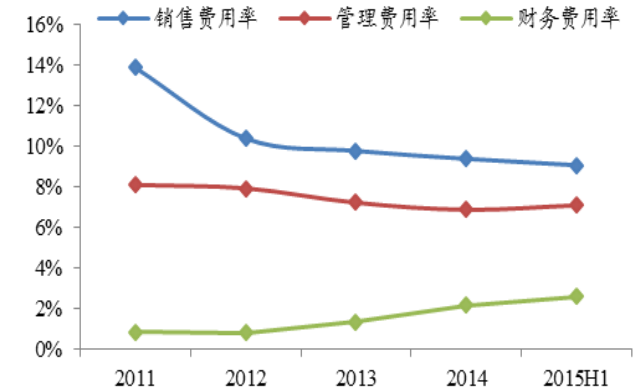
图 6: 润达医疗净利润及增速


数据来源: 公司公告、西南证券

利润增速对收入增速的赶超源于公司盈利能力的逐步走强,随着公司综合服务体系的进一步完善,规模效应逐步体现,2015H1公司净利率同比提升0.3个百分点(2014H1为4.5%),其中,期间费用率同比降低4.2个百分点(2014H1为23.1%)。但由于2013年起,公司供应商雅培的销售渠道调整,将上海多家一级经销商变更为公司的经销商,该部分增量业务(也称雅培二代)在一定程度上拉低了毛利率,此外,由于公司的分销、联动营销等业务模式以及未签署经销协议品牌产品收入增长对早期毛利率具有侵蚀效应,导致近几年公司的整体毛利率呈下滑趋势,2015H1公司毛利率同比降低3.4个百分点。我们预计随着雅培二代对公司的影响趋于稳定及规模效应逐步体现,公司未来的毛利率将逐渐趋于稳定。

图 7: 润达医疗毛利率与净利率


数据来源: 公司公告、西南证券

图 8: 润达医疗期间费用率


数据来源: 公司公告、西南证券

2. IVD 流通行业向集约化发展，公司具备龙头潜质

2.1 IVD 流通市场规模约 800-900 亿元，预计增速 15%

在医药分家、药品招标降价、政府补贴机制不到位的背景下，为了弥补收入，提高医疗服务和检查费用已成为医院发展的必然趋势。同时，二代基因测序和微流控等新技术，互联网+、大数据和健康管理等新兴模式以及精准医疗等新目标都为 IVD 行业开辟了新的天地。我们认为体外诊断是当前医药行业增速整体下滑大趋势下，少数充满活力并保持较快增速发展的子行业。

2014 年中国体外诊断市场规模约 350 亿元，然而，这仅仅是按出厂口径计算的市场规模。从体外诊断出厂到终端的增值链条看，正向推算其流通市场规模在 800-900 亿元；反向推算来看，一般医院检验科收入占医院总收入 8-12%，药品收入占医院总收入 40%，2014 年中国药品市场规模达 1.3 万亿，其中医院市场（含城市和县级等级医院）占比超 70%，约 9000 亿元，则 2014 年体外诊断医院终端市场规模达 2200 亿元，IVD 流通商的市场规模约 800-900 亿元。且随着门诊量的增加和检验项目的增多，我们预计国内 IVD 流通市场空间还在以 15% 左右的速度增加。

图 9：医院诊断产业链各环节增值额相对终端诊断价格占比

	上游原材料	IVD 生产商	IVD 流通商	医院	患者
生化诊断	3%	7%	20%	70%	诊断项目价格
化学发光（进口）	2%	25%	28%	45%	
化学发光（国产）	2%	18%	25%	55%	

数据来源：西南证券

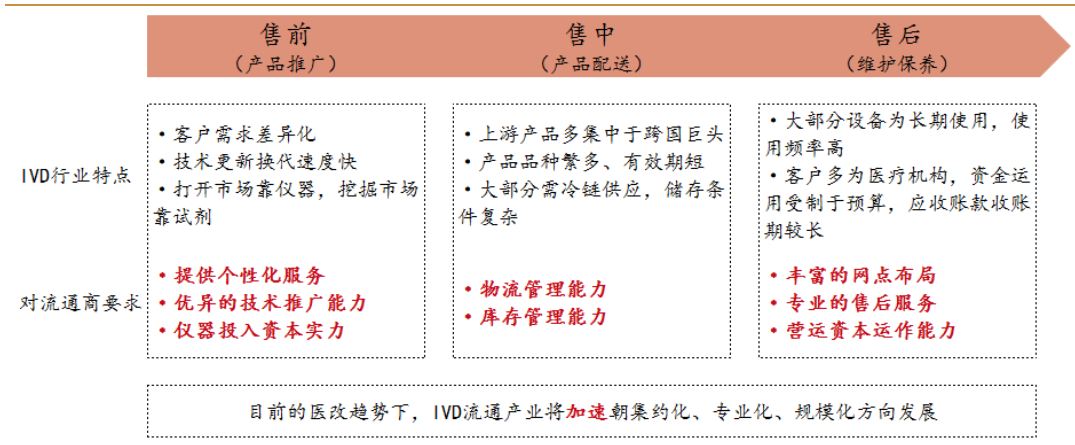
从市场空间来看，润达医疗 2014 年收入规模约 13.6 亿元，目前市占率仅 1.5%-2%，可见相对发展空间十分宽阔；15% 左右的行业增速也给予了公司的长足的发展动力。保守估计 2020 年国内 IVD 流通市场规模达到 1500 亿元，若届时公司市占率达到 10%，则未来几年内收入的年均复合增速可达 50% 左右，远超行业水平。

2.2 专业化分工与医院成本诉求推动行业向集约化发展

2.2.1 从 IVD 行业特点看其流通：这是一个向集约化方向发展的行业

与市场上大多数商品一样，IVD 产品的销售也要经历售前、售中和售后三个阶段。但由于 IVD 行业的特殊性，其销售的各环节均体现出社会化大分工这一特征，除了传统的研发、制造、经销与销售外，在库存管理、应收账款管理与维修方面也逐步产生更精密的分工，流通商在其中面临着发展机遇，也正是这些因素促成 IVD 流通向集约化、专业化、规模化发展。

图 10: IVD 行业特点及对流通商的要求



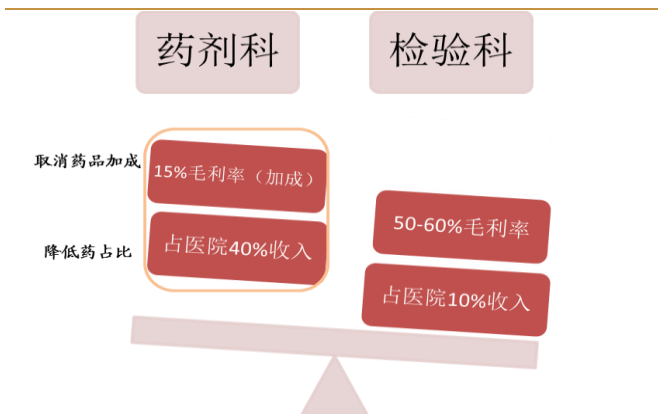
数据来源: 西南证券

2.2.2 从医院诉求看 IVD 流通: 这是一个附加值制胜的行业

由于我国医疗资源主要集中在医院, 因此, 医院市场自古以来便是药品和器械流通商的必争之地。药品收入与检查收入占据了医院收入的大部分, 随着医改进程的深化, 取消药品加成是大势所趋, 检验科将成为利润中心, 近年来, 住院病人人均检查费用占比不断攀升, 检查收入占医院收入的比例也逐步增大。

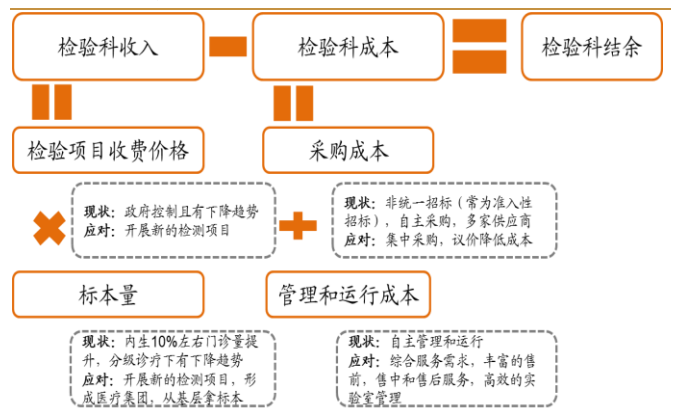
与药占比指标类似, 医院虽然无检验费用占比指标, 但行业内一般认为超过 15% 为过度检查, 且检验科收入端的价格由政府控制, 在医改趋势下, 其优化效率, 降低成本、提升盈利能力需求显得更为迫切。在此背景下, 能够提供高附加值的流通商往往更受青睐。IVD 流通的附加值可体现为从产品组合、仓储配送等各环节减少医院采购 IVD 产品时发生的采购成本、时间成本、人力成本、仓储成本等。我们认为, 顺应医改趋势和医院利益诉求, 高附加值将成为 IVD 流通商征战市场的有力武器, 高附加值对流通商的综合素质要求较高, 将促进 IVD 流通产业加速向集约化、专业化、规模化发展。

图 11: 取消药品加成后检验科利润中心地位凸显



数据来源: 西南证券

图 12: 检验科提高结余的主要方式



数据来源: 西南证券

目前市场上主要有两类第三方参与者参与医院检验科控费, 一类是综合流通服务商, 另一类是第三方医学实验室, 前者以润达医疗、海尔斯和赛里斯等为代表, 后者以迪安诊断、金城检验和四川大家等为代表。

表 1: 参与医院检验科控费的两类第三方参与者

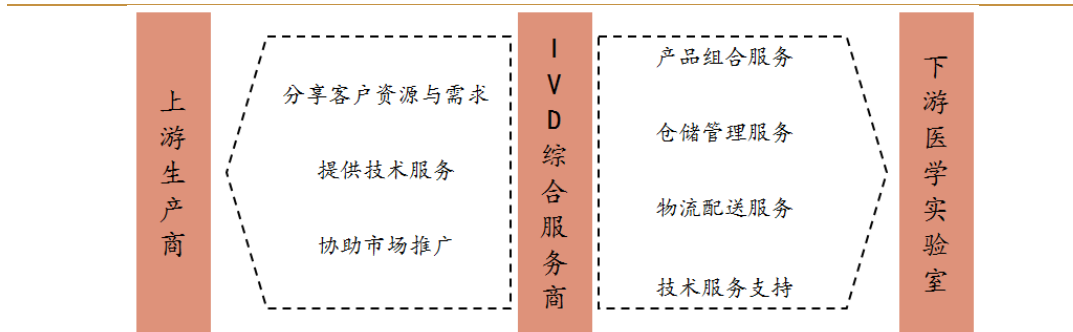
参与者	模式	满足医院诉求	盈利模式	与非合作医院关系
综合流通服务商	分部小包（实力较小的代理商）	控成本	经销货差价	无业务竞争，可向片区内所有医疗机构扩张， 市场空间最大
	整体大包（综合实力强的代理商）	控成本+提高管理和运行效率	经销货差价+增值服务	
第三方医学实验室	实验室共建（政府立医院，买卖关系）	增收入+控成本+提高管理和运行效率	主要第三方检验服务+经销货差价	有业务竞争，在一个地市仅可与一家二级或三级医院合作
	实验室托管（非政府立医院，利益分成）	增收入+控成本+提高管理和运行效率	主要第三方检验服务+经销货差价	

数据来源：西南证券

相比而言，第三方医学实验室满足医院诉求的方式更为多样化，但在现有国内医疗体系下，医疗资源主要集中在医院，综合流通服务在解决与医院的利益分成矛盾、处理与医院的业务竞争上均更显灵活性。因此，我们判断综合流通服务商在参与医院控费时更具扩张潜力。

2.3 综合服务符合行业趋势，客户粘性奠定成长基石

润达医疗定位于专业的 IVD 实验室综合服务商。IVD 实验室综合服务商以及其所拥有的专业物流仓储系统、技术服务和服务网络是体外诊断产品产业链中不可或缺的环节。相对一般的流通商，综合服务商通过提供高附加值的服务增强客户粘性，以实现终端规模的扩大与市占率的提升，并在此基础上逐步实现规模效应。

图 13: IVD 综合服务商业务模式


数据来源：西南证券

对上游，IVD 综合服务商在提升产业链整体运作效率的附加价值方面倍受青睐，为上游制造企业建立一种具备经济效益的服务渠道，协助其进入市场，以提升市场占有率。对下游，IVD 综合服务商通过附加服务增强客户粘性，如存货管理、品牌多样化，提供整体的专业服务，使各医院采购对象由多元化转为集中化，品种由杂乱转为统一，产品质量由参差不齐到标准化，检验技术信息由零星化转为系统化，从而为医院节省巨大的成本。

参考国外经验，体外诊断产品的流通与服务模式已经非常成熟，例如美国的 Cardinal Health、意大利的 Bomi Group、台湾的合富医疗等。

- 美国 Cardinal Health: 提供来自 400 多家制造商的 8 万余种产品；拥有遍布美国的 40 个配送中心和 2 个客户服务中心；凭借优秀的仓储和营销网络管理在 24-48h 内为各地客户提供服务。

- **意大利 Bomi Group:** 目前在欧洲和拉丁美洲有 11 个仓库; 为 87 家体外诊断产品供应商提供综合服务; 为客户提供专业的冷链仓储, 物流配送及客户库存管理。
- **台湾合富医疗:** 业务主要集中在中国大陆地区, 提供全院体外诊断集中采购及物流管理服务。

我们以合富医疗为案例说明 IVD 综合服务商的运作方式与经营成果:

合富医疗于 1997 年成立, 业务范围主要集中于中国大陆。在临床检验领域探索了十余年后, 于 2008 年提出“层峰计划”, 即提供全院体外诊断集中采购及物流管理服务, 在统一物流的服务下最大化经营效益。其核心是全院统一采购, 同时协助医院从“加强监管、填补漏洞、降低成本、资源共享”等多方面提升管理效益。

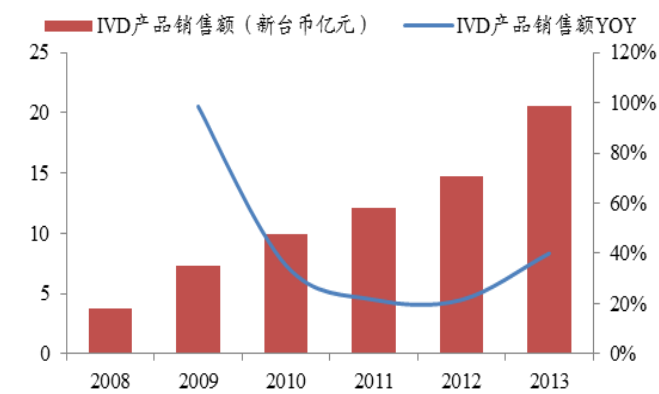
表 2: 合富医疗“层峰计划”运作细节

	服务环节	服务内容
IVD 服务	客户选择	按医院现有病床数与历年业绩筛选出“高经济价值”医院作为合作对象, 统一物流, 提供全院体外诊断集中采购及物流管理服务
	销售方案	将不同的设备与耗材做多种产品组合, 提供个性化销售方案
	售后服务	“4 小时回应, 8 小时到位”
其它附加服务	学科共建	将台湾各医疗体系成功的学科营运模式引入大陆医院, 以加速专科发展
	医院管理	协同台湾各大医疗机构为大陆医院提供精细化经营管理的辅导服务, 大陆医院可通过合富赴台培训

数据来源: 台湾合富医疗, 西南证券

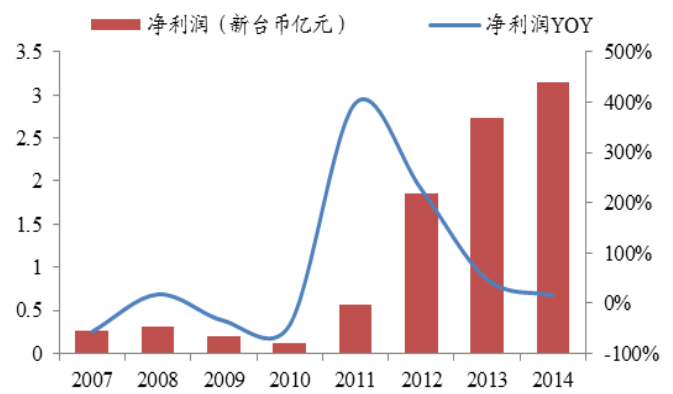
2008 年“层峰计划”推出后, 合富医疗成功通过客户粘性建设实现业务的快速扩张, 截止 2013 年 11 月, 累计合作的二、三级医院及军队医院共有 441 家, 市占率约 5.3%。自“层峰计划”推出以来, 合富医疗的销售规模实现了快速增长, 2008-2013 年其 IVD 产品的销售年增速达到 40.9%, 2008-2014 年公司整体净利润的年均增速为 47.3%。

图 14: 合富医疗 IVD 产品销售额及增速



数据来源: 台湾合富医疗, 西南证券

图 15: 合富医疗净利润及增速



数据来源: 台湾合富医疗, 西南证券

2.4 专业+成本筑起护城河，行业龙头正在孕育

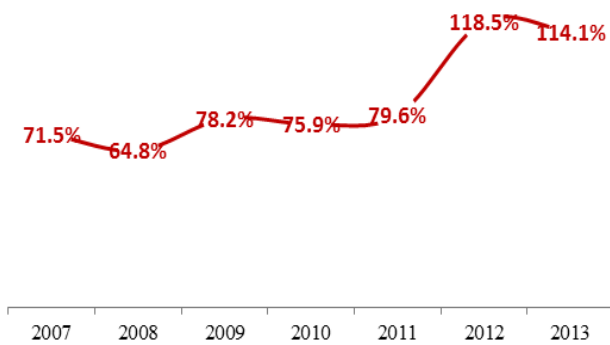
我们通过波特五力模型对 IVD 流通环节综合服务的国内竞争环境进行了分析：

➤ 新进对手：经验需求与资本需求向新进对手筑起壁垒

所谓“工欲善其事，必先利其器”，综合服务平台的搭建不仅需要团队经验的积累，还需要耗费巨大的前期投资，包括销售人员的配备、物流与库存系统的搭建、前期用于打开市场的仪器投入、对医院的应收账款投资等。经验需求与资本需求向新进对手筑起壁垒。

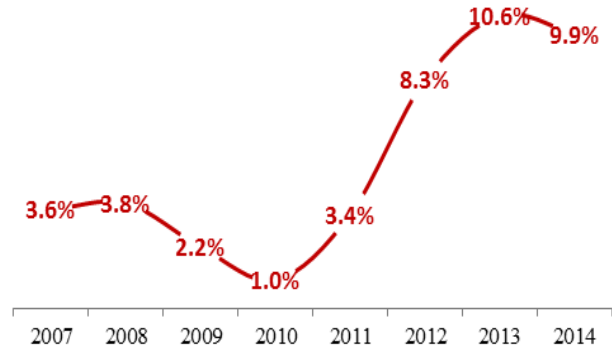
以合富医疗为例，由于前期的仪器、物流与信息系统等固定资产投入较多，层峰计划实行后 3 年内公司整体的资产周转率均处于相对低位，直至 2012 年折旧的影响逐渐减少、销售收入的规模扩大方有明显上升。从盈利能力来看，“层峰计划”的实行对公司的盈利能力存在短期的“吞噬效应”，净利率呈下滑趋势，2011 年后，规模效应逐渐体现，净利率直线攀升，近年来维持在 10% 左右。

图 16: 合富医疗总资产周转率



数据来源：台湾合富医疗，西南证券

图 17: 合富医疗净利率



数据来源：台湾合富医疗，西南证券

➤ 替代者：药品制造商欲切入 IVD 综合服务领域所需转换成本较大

IVD 综合服务商的潜在替代者主要来自药品流通商。对药品流通商来说，IVD 产品推广、运输、售后中体现的专业化分工是其进入 IVD 综合服务领域的主要壁垒。相对药品来说，IVD 产品具有多样性、复杂性、非标性和时效性等特点，药品制造商欲切入 IVD 综合服务领域所需的转换成本较大。

表 3: 药品与 IVD 产品对比

	药品	IVD 产品
多样性	大型三甲医院全院药品品规在 1500 种左右	大型三甲医院检验项目可达 1000-2000 种
复杂性	药品仅是单一产品	IVD 涉及仪器与试剂耗材的搭配，还涉及产品的更新换代
非标性	同一通用名下的药品是一样的	同一通用名下的 MD 产品的检测方法及原理可能不同
时效性	药品有效期一般为 1-5 年	IVD 产品有效期一般为 1 年内，需要良好的有效期管理

数据来源：西南证券

➤ **现有竞争者：目前国内能提供综合服务、具有规模优势的跨区域服务商数量较少**

目前国内的 IVD 综合服务与流通还处于早期发展阶段。IVD 分销商较多，但具有较明显的区域性，缺乏规模优势，经销品牌单一，行业处于待整合状态。少数企业能提供 IVD 服务，但能够提供综合服务、具有规模优势的跨区域服务商数量较少，目前仅合富医疗和润达医疗。

表 4：国内主要 IVD 流通公司概况

	活动区域	业务模式
威士达医疗	北京、天津、上海、南京、杭州、广州、福州、昆明、成都、长沙、武汉	流通（主要为设备）
执信医疗（山东）	山东	流通（主要为设备）
海尔施	江苏、浙江、上海	服务+流通，收入来自流通，服务提升附加值
广州宝迪科技	广东	服务+流通，收入来自流通，服务提升附加值
合富医疗	除新疆、西藏外大陆地区	服务+流通，收入来自流通，服务提升附加值
赛里斯	湖北、湖南、江苏	服务+流通，收入来自流通，服务提升附加值
润达医疗	华东及黑龙江，即将拓展至华北、华中、华南、华西地区	服务+流通，收入来自流通，服务提升附加值
迪安诊断	全国大部分地区	服务+流通，服务流通均贡献收入，但其服务为诊断服务

数据来源：各公司官网，西南证券

➤ **上游供应商：国内有望在短期内实现产业链延伸的 IVD 生产商较少**

IVD 流通服务的上游议价压力主要来自于 IVD 制造商的产业链延伸压力。对 IVD 制造商来说，产品线的齐全性与上下游渠道的完善性是其进入 IVD 综合服务领域的主要壁垒。在产品线的建设上，国内大多数 IVD 生产商的自有产品梯队难以完全覆盖终端医学实验室的需求，对其它海外厂商的产品资源整合能力往往不如现有的 IVD 流通商；在上下游的渠道建设上，前期渠道投资与过长的应收账款回收期为 IVD 产品制造商进入综合服务领域竖起了无形壁垒。从产品线布局和渠道建设来看，国内有望在短期内发展成为 IVD 综合服务商的 IVD 产品制造商较少。

表 5：国内主要 IVD 产品制造商产品线

代码	公司名	临床生化	免疫诊断		分子诊断			血液检测	血球检测	微生物检测	尿液检测	微量元素	POCT			其他相关耗材	代理销售
			酶联免疫	化学发光	PCR	基因芯片	基因测序						血气生化	免疫诊断	分子诊断		
300463	迈克生物	√	√	√	√			√						√		√	√
002030	达安基因				√	√	√									√	√
002022	科华生物	√	√		√									√		√	√
000513	丽珠集团	√	√											√			√
300439	美康生物	√												√		√	√
300406	九强生物	√															√
300289	利德曼	√	√	√												√	√
300206	理邦仪器								√				√	√			
300396	迪瑞医疗	√	√						√		√					√	
300482	万孚生物											√	√				√

代码	公司名	临床生化	免疫诊断		分子诊断			血液检测	血球检测	微生物检测	尿液检测	微量元素	POCT			其他相关耗材	代理销售
			酶联免疫	化学发光	PCR	基因芯片	基因测序						血气生化	免疫诊断	分子诊断		
300318	博晖创新				√							√		√			
A14458	安图生物		√	√						√						√	√
MR.N	迈瑞	√	√					√	√		√						
8247.HK	中生北控	√	√		√												

数据来源：公开资料，西南证券

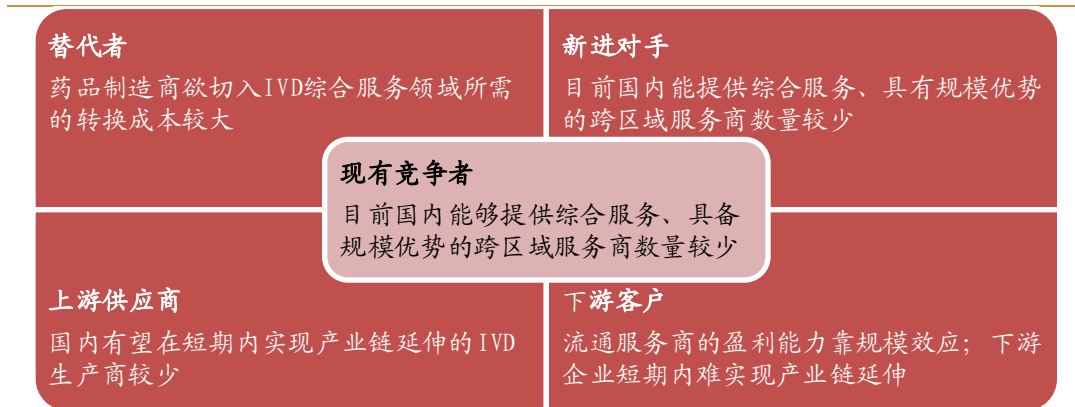
➤ 下游客户：流通服务商盈利能力靠规模效应，下游企业短期内难实现产业链延伸

IVD 流通服务的下游议价压力主要来自于医疗机构和第三方实验室。目前，我国诊断试剂主要以满足医学诊断需求为目标，OTC 诊断产品在整体市场占比仅约 6%，且多以验孕试棒和血糖仪为主。因此医疗机构占据了 IVD 产品的大部分终端，在 IVD 产业链中处于强势地位，议价能力较强。但我们认为，随着 IVD 流通服务商规模扩大，规模效应将有助于增强其销售环节的成本控制能力，且随着医疗机构对 IVD 流通服务依赖性的形成，其下游议价能力将逐渐减弱。

第三方实验室进入 IVD 流通服务领域的优势在于其已通过检验外包等业务与下游医院建立起了良好的客户关系，主要壁垒则是综合服务系统构建成本与上游渠道资源。目前国内市场兼具第三方诊断业务与 IVD 流通业务的公司为迪安诊断，其起家于 IVD 流通，随后在搭建流通平台的基础上切入诊断服务领域，因此我们认为迪安诊断也是最有潜质向 IVD 流通服务领域发展的下游公司。但我们认为若迪安诊断欲切入 IVD 流通服务领域，还尚需要漫长的发展期：若采取并购模式，国内市场可供并购整合的 IVD 流通服务标的较为稀缺；若采取自建模式，其在团队、物流、信息系统等方面的构建均尚不完善，且其上游供应商主要为罗氏，难以全面、个性化地提供足以覆盖整个检验科需求的 IVD 产品组合。

综合来看，国内 IVD 实验室综合服务还处于发展初期，对于已经发展了较大规模的润达医疗来说，来自现有竞争者、替代者、新进对手的竞争压力均较小，而与下游客户之间的议价能力则有望通过规模效应进一步加强。因此，我们认为，IVD 实验室综合服务是一个孕育龙头的行业，润达医疗为其中翘楚，具备发展成为行业龙头的基因。

图 18：IVD 实验室综合服务波特五力竞争分析



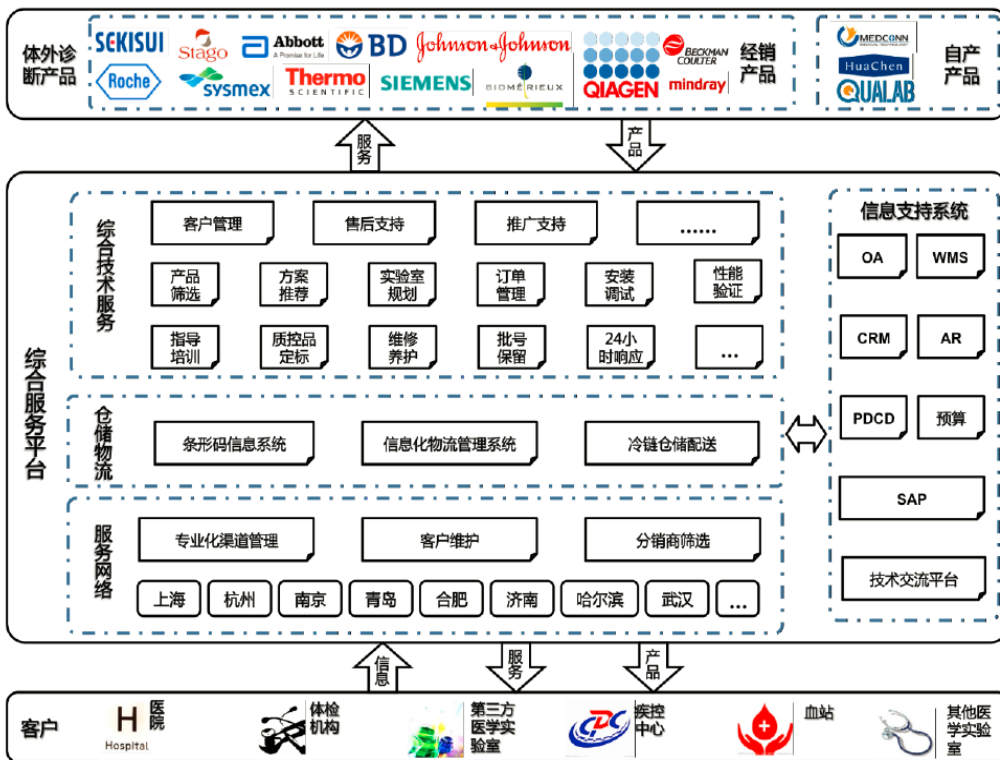
数据来源：西南证券

3. 业务模式极具竞争力，开启全国范围横向扩张

3.1 公司为 IVD 流通服务翘楚，竞争优势突出

公司的综合服务体系主要包括较为齐全的产品组合选择方案、专业技术服务团队与服务网络、信息化管理的仓储物流配送系统，能够为各类医学实验室的检验工作提供全方位技术支持服务，也能够为产品制造商提供完善的销售支持及客户渠道管理等综合服务。

图 19：润达医疗主要经营模式



数据来源：公司公告，西南证券

具体来看，公司的竞争优势体现在以下几点：

3.1.1 全方位的专业技术服务：深度绑定医院检验科

尽管目前国内已有部分 IVD 流通企业开始涉足流通服务，但能全面覆盖流通环节的企业并不多。公司提供的专业技术服务对流通环节的售前、售中和售后均实现了全方位覆盖，不仅如此，还参与了医院实验室设计环节。目前直接或间接管理的二甲及以上医院有 86 家，每年新签约医院数约 30 余家。我们认为公司将通过全方位深度服务绑定检验科，从而排他性地控制医院的 IVD 采购渠道，实现销售规模的扩大和下游议价能力的提升。

表 6: 国内各主要 IVD 流通服务企业服务覆盖面

	售前		售中			售后	其它	
	产品组合	学术推广	冷链物流	库存管理	安装培训	及时售后	实验室设计	医院管理
润达医疗	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
合富医疗	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
海尔施	✓	✓	✓		✓	✓	✓	
赛里斯		✓			✓	✓		

数据来源: 各公司公告, 西南证券

3.1.2 产品种类齐全丰富: 可满足客户个性化需求

相对其它 IVD 产品流通商来说, 公司的产品梯队建设较为完善, 构建的体外诊断产品体系涵盖 13 个产品种类, 近 4000 个品种规格, 覆盖体外诊断领域的主要检验项目。目前经销的产品包括强生、雅培、西门子、希森美康、积水、碧迪等众多国内外知名品牌, 终端用户为国内二级以上医院; 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, 可适应国内二级及以下医院对体外诊断产品的需求。**我们认为多品牌、全产品类的优质产品有助于公司设计满足客户的个性化需求的产品组合, 通过合理的组合搭配使客户在性能和价格方面取得综合平衡, 并通过规模化采购获取较为优惠的采购成本。**

表 7: 国内各主要 IVD 流通企业代理品牌

	主要经营品牌
润达医疗	强生、雅培、积水、碧迪、思塔高、希森美康、西门子等 15 家, 自产产品
威士达医疗	希森美康、美国 IRIS、日本 ARKRAY 等
执信医疗(山东)	罗氏、希森美康、碧迪等
海尔施	贝克曼库尔特、沃芬集团、Immucor 等
广州宝迪	西门子、奥林巴斯、强生、雅培等
合富医疗	国内外各主要 MD 产品生产商
赛里斯	西门子、德国 BE、梅里埃、奥地利 TC 等
迪安诊断	罗氏、法国梅里埃、凯杰生物、德国科宝等

数据来源: 公司公告, 西南证券

3.1.3 商业模式灵活: 直销+分销、单纯+联动迅速渗透各级市场

公司因地制宜、有的放矢, 针对不同的细分市场采取了不同的销售策略。通过直销与分销结合、单纯销售与联动销售结合的模式迅速渗透各级市场, 扩大市占率。

考虑到医学实验室数量众多且分散的特点, 公司在流通环节中搭建了“直销和分销相结合”的营销网络, 以利用专业分工优势, 将更多资源集中在综合服务方面。对二级甲等及以上大型医院采取直销方式, 对其它客户采取分销方式, 但相关的技术服务主要由公司提供。**两种方式的结合有助于公司建立与重点客户的粘性, 同时减轻营运资本压力, 并集合公司自身及分销商的力量迅速扩大销售规模。**

目前,除了华东与黑龙江区域外,其它区域主要依靠分销进行销售。未来将进一步加强在华东区域以外直销客户的开拓。2012-2014年通过直销实现的营业收入占比分别为41.3%、40.8%和43.1%。

表 8: 润达医疗直销模式与分销模式对比

	直销模式	分销模式
适用客户	为华东地区为主的全国重点城市二级甲等以上医院直接提供体外诊断产品和技术服务	利用各级分销商的渠道和分销能力,扩大对医疗机构的销售和服务覆盖面,有效降低销售成本和销售难度
服务模式	由润达医疗为终端客户提供综合服务	由润达医疗或分销商为终端客户提供技术服务
账期	医院账期一般为 2-6 月	款到发货,少数分销商有 3 个月以内的信用期
经营结果	客户粘性强,毛利率相对较高,营运资本压力较大	客户粘性弱,毛利率相对较低,营运资本压力较小

数据来源:公司公告,西南证券

公司采取“单纯销售和联动销售结合”的盈利模式增加终端客户的仪器使用数量,从而带动试剂和耗材销售收入的快速增长。联动销售即由体外诊断产品提供方医学实验室提供(或投放)体外诊断仪器,医学实验室向体外诊断产品提供方在一定期限内采购相应的试剂及耗材,可保证医学实验室在维持原有的检验系统持续运行基础上及时进行仪器的更新换代。两种方式的结合有助于公司在减轻营运资本压力的基础上提高客户粘性。

表 9: 润达医疗单纯销售与联动销售对比

	盈利模式	盈利方式	特点	经营结果
单纯销售	销售设备,并产生试剂收入	向客户销售体外诊断产品,并提供后续技术支持服务,利润来源于体外诊断设备和试剂的经销差价	成本主要为产品进价;客户粘性不强	毛利率相对较高,收入规模的扩大需要不断的销售投入
	销售试剂产生收入			
联动销售	投放设备产生试剂收入	向客户提供公司所有的或制造商所有的诊断试剂,并提供后续的试剂供应和技术支持服务,根据合同约定客户在一定期限(一般 5 年)内向公司采购配套试剂,利润主要来自于试剂的进销差价	成本除了产品进价外,还包括设备折旧;客户粘性较强	初期毛利率相对较低,但能快速扩大收入规模

数据来源:公司公告,西南证券

3.1.4 背景资源雄厚: 团队+物流+信息平台+资本市场助力扩张

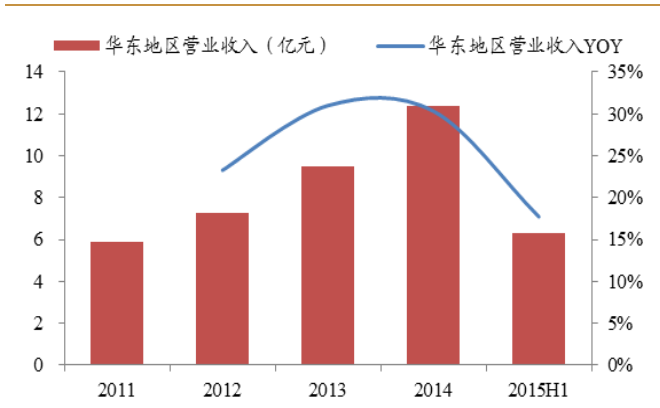
基于以下几点,我们认为公司已经拥有发展实验室综合服务业务的各项资源,快速扩张的道路已经铺平,未来几年将步入是业绩高速增长期:

在专业团队方面:公司拥有三百余人的销售服务团队,由检验医学、实验统计学、机械、光学、电子信息等多领域专业人才组成。涵盖了由技术服务、物流配送、质量控制、信息化服务支持等领域。

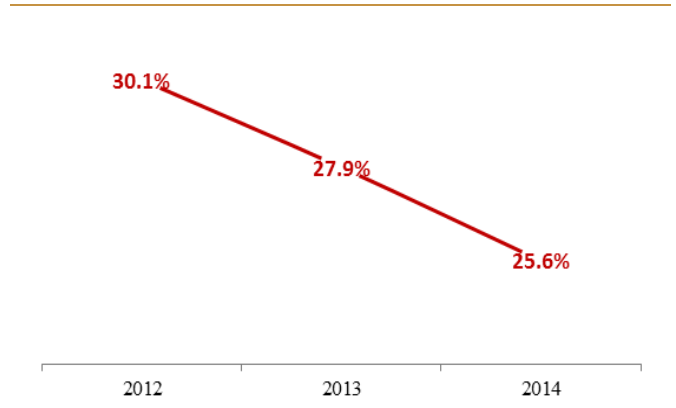
在信息平台搭建方面:公司的信息化系统功能涵盖采购管理、技术和物流服务、客户关系、财务管理、质量控制及决策支持等模块,并采用先进的管理软硬件对各个业务模块进行跟踪并形成综合数据库。

在资金来源方面:在上市前,资金曾是制约公司扩张的主要约束,上市后随着募集资金的到账,资产负债率已由 2014 年的 56.2%降低至 2015H1 的 45.5%。我们认为公司背靠资本市场,融资渠道得以拓宽,已步入快速发展阶段。

2013 年雅培调整了在上海地区的销售渠道，将上海多家一级经销商变更为公司的经销商（雅培二代），由此为公司带来了部分增量业务，致使公司在华东地区的营业收入增速攀升至 30% 左右，但该部分增量业务也拖累了公司在华东地区的毛利率，2015 年以来，该部分业务对公司的影响逐渐趋于稳定。此外，联动销售模式前期的折旧也对毛利率存在侵蚀效应。在不断开发新医院终端及现有终端采购规模扩大的共同作用下，我们预计未来 3 年公司在华东地区的销售收入仍将保持 15% 左右的增速，随着雅培销售渠道影响的减弱与规模效应的进一步体现，毛利率维持在 24% 左右。

图 22: 润达医疗华东地区营业收入及增速


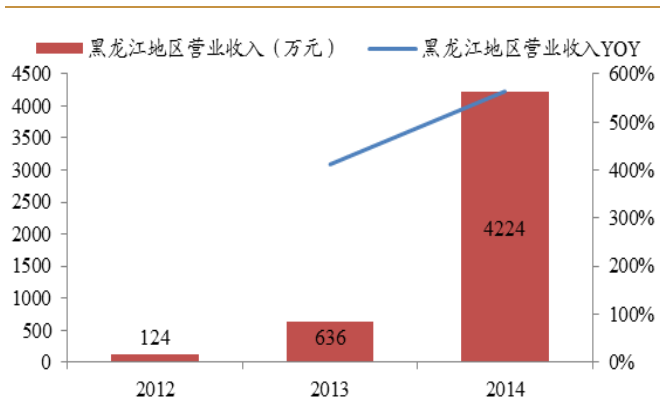
数据来源: 公司公告, 西南证券

图 23: 润达医疗华东地区毛利率


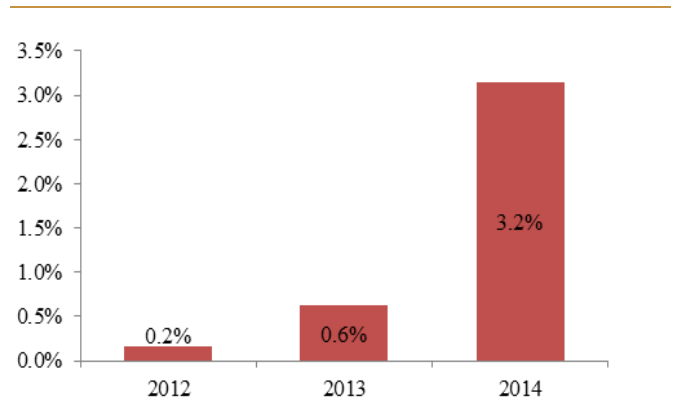
数据来源: 公司公告, 西南证券

3.2.2 新设网点放量: 华东外区域逐渐崭露头角

网点布局在公司的发展中占据很重要的角色，以东北地区为例，2013 年公司在哈尔滨设立网点，2014 年黑龙江省的销售额就已达 4224 万元，约是 2013 年的 7 倍，占公司整体收入的比例由 2013 年的 0.6% 提升到了 3.2%。

图 24: 润达医疗黑龙江地区营业收入及增速


数据来源: 公司公告, 西南证券

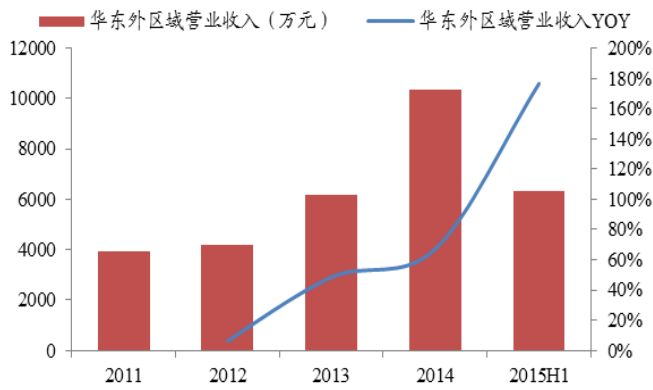
图 25: 润达医疗黑龙江地区收入占比


数据来源: 公司公告, 西南证券

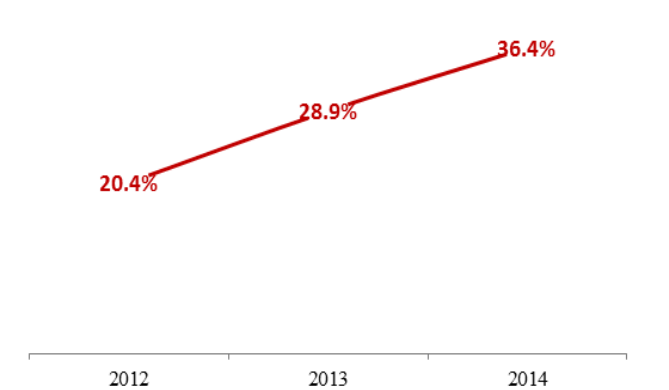
公司业务模式在黑龙江地区的复制并非偶然。除了自身雄厚的资源背景外，还与国药控股医疗器械有限公司合作，国控器械负责签订医院项目，公司负责项目实施。国药控股医疗器械有限公司是中国医药集团总公司旗下国药控股股份有限公司全资子公司，是一家集产品销售代理、配送、连锁经营和售后服务为一体的专业医疗器械企业，背靠中国医药集团，具备遍布全国范围的营销网络和客户资源。

公司于 2015 年 7 月公告，基于与国控器械对各自渠道与服务优势资源的认同，双方拟签署《合资经营协议》合资设立国药控股润达医疗器械发展（上海）有限公司，在全国范围内提供医学检验产品及综合服务为主营业务的集约化供应及集成服务。其中国控器械出资 300 万元，持有 51% 的股权；公司出资 288 万元，持有 49% 的股权。我们认为合资公司的成立进一步彰显了公司与国控器械间的长期合作关系，公司有望继续借力国控器械的渠道和客户资源实现在全国其它区域的业务扩张。

随着新设网点的放量，公司华东外区域营业收入规模迅速扩大。在黑龙江地区的带动下，2015H1 华东外区域营业收入同比增长近 3 倍，且随着直销比例的扩大，毛利率呈迅速上升趋势。我们预计随着其它网点的陆续放量，公司华东外区域未来 3 年收入复合增速在 50% 以上，毛利率在 35% 左右。

图 26: 润达医疗华东外地区营业收入及增速


数据来源：公司公告，西南证券

图 27: 润达医疗华东外地区毛利率


数据来源：公司公告，西南证券

4. 深度挖掘平台价值，产业链纵向延伸雏形已现

公司作为国内鲜有的跨区域 IVD 综合服务商，向上可承接 IVD 制造商，向下可对接医院客户，平台属性突出。从业务结构及近期动态来看，我们认为公司未来或将深入挖掘其平台价值，在现有业务深化的基础上谋求产业链延伸。

4.1 向上：自产产品有望借助平台实现快速放量

为满足各级医疗机构尤其是数量众多的二级及以下医院对高性价比体外诊断产品的迫切需求，公司引进专业技术研发人才进行自主品牌产品研发，于 2008 年收购上海华臣和上海惠中的收购，开始介入体外诊断生化试剂的生产和研发。截止 2014 年底，公司已拥有一支四十余人组成的高学历、跨学科的研发团队，成功研发出糖化血红蛋白分析仪和血气分析仪以及配套试剂。

糖化血红蛋白分析仪是检验血红蛋白被糖化程度的仪器，是用来诊断、监控、筛查糖尿病的重要指标。根据我国医院目前的配置标准，一般三级与二级甲等病房检验都应配备糖化血红蛋白分析仪，若每个医院配备 2 台，则保守理论容量为 1 万余台。目前，糖化血红蛋白分析仪主要被进口品牌占据，包括伯乐、爱科来、西门子、希森美康等，进口替代空间较大。国内目前有 5 家公司具备生产糖化血红蛋白分析仪器的能力，上海惠中是国内最早取得生产

许可的公司之一。其研发的糖化血红蛋白分析仪 MQ-2000、MQ-2000PT、血气分析仪 MB-3100 分别于 2010 年、2012 年、2014 年被认定为上海市高新技术成果转化项目，产品技术和质量达到国内领先水平，MQ-2000PT 获得国际权威的 IFCC 认证并出口至欧洲。

图 28: 国内主要糖化血红蛋白分析仪器生产商及其获得许可时间

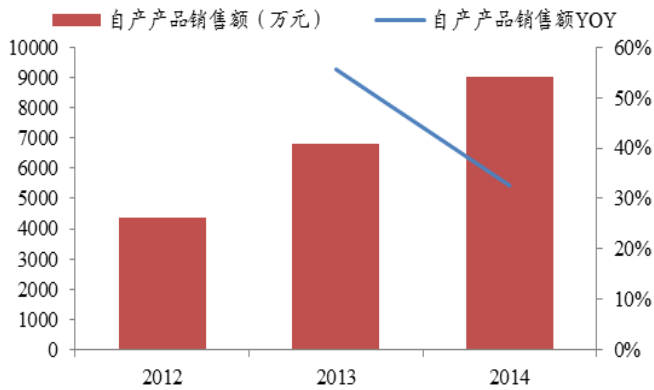


数据来源: CFDA, 西南证券

公司自产糖化血红蛋白分析仪及配套试剂作为相关领域内最早投入市场，且拥有足以与国际品牌产品相比的产品质量，成功的在该细分领域中成为国产产品的领跑者。在此基础上，公司已经在积极进行升级产品的研发，有望在 2016 年上半年投入市场，与国际品牌产品在高端产品领域展开直接竞争。

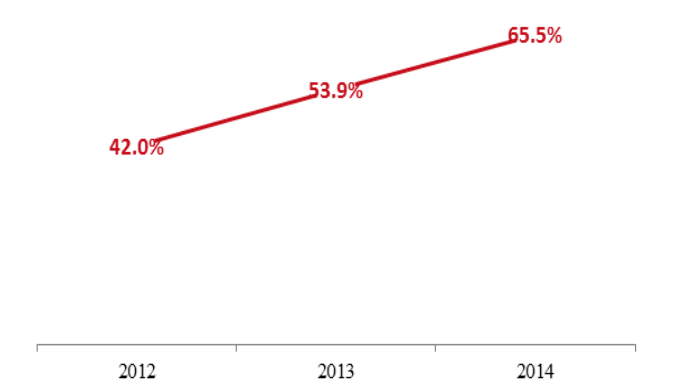
随着公司研发能力的提高，在进口替代趋势下，公司自产产品已逐渐获得市场认可，近几年销售额保持 30% 以上的高速增长。随着生产规模扩大、产品质量稳定性提高，产品单位成本下降，且自 2012 年开始毛利率较高的自产试剂产品销售收入明显上升，促使自产产品毛利率增长较多。2014 年自产产品在公司整体收入中的占比为 6.7%，而毛利占比达到了 16.5%，可见自产产品已成为公司潜在的增长点之一。

图 29: 润达医疗自产产品销售额及增速



数据来源: 公司公告, 西南证券

图 30: 润达医疗自产产品毛利率



数据来源: 公司公告, 西南证券

我们认为: 公司自产产品目前还处于起步阶段，主要布局在糖化血红蛋白分析领域，未来或将延伸至其他领域。随着糖化血红蛋白升级产品的推出及流通服务在全国网络布局的进一步完善，未来有望借助营销平台实现快速放量。

4.2 向下：已发展质控服务，或将切入检验服务

公司目前涉足的服务业务主要为流通环节的服务，主要目的是提高流通业务的附加值，以增强客户粘性。在下游的服务领域，公司目前已有子公司昆涑生物开展第三方质控服务，已与金域检验设立合资公司开展第三方检验服务，此外，参与设立的两支并购基金或也在酝酿下游服务领域的新增长点。

➤ 第三方质控服务

公司控股 60% 的子公司昆涑生物针对国内医学实验室的特点，构建了以质控服务信息化管理能力为核心的质控服务体系，已经在市场上获得一定的知名度，正在努力成为国内自主质控服务的第一品牌。我们认为在民营医院蓬勃发展的背景下子公司昆涑生物提供的第三方质控服务极具发展空间。

表 10：昆涑生物质控服务内容

	服务内容
质控产品	提供一站式独立质控选购平台，可为实验室组合质控品采购方案，提供全方位专业质控售后服务
示范实验室数据	提供内容丰富的示范实验室报告，为室内质控提供室内质控室间化
质量学堂	提供质量课程，通过多样的培训形式制定实验室培训计划
比对计划	提供实验室实际需要的比对体系，以重新发挥质量控制的效果
质量社区	搭建检验交流平台

数据来源：昆涑生物，西南证券

➤ 第三方检验服务

公司于 2015 年 9 月公告称拟与广州金域检测科技股份有限公司签署《合资经营协议》合资设立上海润金医疗科技有限公司，并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，双方各持股 50%，并计划出让合计不超过 15% 的股权，用于润金医疗的管理层激励。

金域检验于 1994 年成立于广州，为国内综合实力最强、规模最大、发展速度最快的第三方医学检验集团，主要开展医学检验、临床试验、卫生检验、科研服务 4 大业务。在全国的 27 个省座城市（包括香港）拥有省级中心实验室，可检测 1600 余项检验项目，为 30 个省的 16000 多家医疗机构提供医学检验外包服务，覆盖全国 90% 人口所在的区域，成为中国第一的临检与病理整体解决方案服务提供商。

我们认为与金域检验的牵手或意味着公司向检测服务领域迈出了第一步。公司在 IVD 产业链上向上承接各大 IVD 产品制造商，向下通过流通服务与各医院保持良好合作关系。具备发展第三方检验服务的天然基因。与金域检验的结合更是有利于将各自优势整合到现有业务，产业链的纵向延伸或成为公司横向扩张外的另一增长点。

➤ 参与并购基金，深度挖掘平台价值

公司于 2015 年 7 月公告投资了 2 支并购基金：投资 5000 万元参与体外诊断产业投资基金；以 2000 万元作为有限合伙人投资“麒越医疗与互联网产业投资 I 期基金”。

其中，体外诊断产业投资基金以体外诊断为重点的医疗健康产业领域为投资方向，重点关注体外诊断行业的产品、流通与服务、信息技术及其他医疗服务等相关行业。拟投资标的

可由公司或“上海盛瑚”推荐，投资项目符合公司战略规划以及公司收购的要求和条件时，可在双方认为适当的时候由公司进行收购。

“麒越医疗与互联网产业投资 I 期基金”将专注于大健康领域，重点关注医疗服务、体外诊断服务或产品、医疗大数据相关应用、优秀医疗上市公司定向增发的合适投资机会及合适的互联网投资以及互联网在医疗领域应用的投资机会。

我们认为积极参与设立并购基金体现了公司在 IVD 领域的整体战略布局，未来或将借力并购基金深度挖掘平台价值，进一步优化现有的业务模式，并进行产业链延伸、发掘新的增长点。

5. 盈利预测与投资建议

5.1 未来 3 年盈利预测

核心假设：

1) 由于“雅培二代”对公司业绩冲击逐渐减缓，公司华东区域的收入增速回落至 15% 左右，毛利率逐步稳定在 24% 左右；

2) 随着全国性网点的铺设，未来几年为华东外市场高速发展期，由于基数较小，预计未来三年增速分别为 92%、60%、50%；在直销占比上升（提升毛利率）和联动销售（降低毛利率）的共同作用下，保守估计毛利率稳定在 35% 左右；

3) 全国范围内的市场开拓致使公司销售费用率呈上升趋势，预计未来三年销售费用率分别为 9.1%、9.2%、9.3%；

4) 规模效应尚未体现，管理费用率保持稳定在 7.2% 左右；

5) 公司各项业务收入、成本、毛利、毛利率情况预测依据：

表 11：分地区收入及毛利率

单位：百万元		2014A	2015E	2016E	2017E
华东地区	收入	1236.63	1450.75	1682.87	1952.13
	增速	30.3%	17.3%	16.0%	16.0%
	毛利率	25.6%	23.9%	24.0%	24.0%
华东外地区	收入	103.40	198.77	318.03	477.04
	增速	67.1%	92.2%	60.0%	50.0%
	毛利率	36.4%	36.0%	36.0%	36.0%
其他	收入	18.47	25.02	27.00	30.00
	成本	12.98	15.00	18.00	20.00
合计	收入	1358.50	1674.53	2027.89	2459.16
	增速	32.4%	23.3%	21.1%	21.3%
	毛利率	26.5%	25.6%	26.0%	26.4%

数据来源：公司公告，西南证券

我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 1.07 元、1.38 元、1.70 元，未来三年将保持 29% 的复合增长率。

5.2 相对估值

我们采用相对估值法对公司价值进行评估。不考虑绝对估值法的原因如下：

1) 公司募投项目较多，预计未来 2-3 年内自由现金流为负，若延长预测期则可能由于过多的不确定性影响预测结果；

2) 公司上市至今仅 5 个月，且为 A 股市场唯一专注 IVD 流通服务的标的，缺乏历史数据估计绝对估值所需参数。且绝对估值对各系数的敏感性太大，估值结果易受主观影响。

我们预测公司 2015-2017 年摊薄后 EPS 分别是 1.07 元、1.38 元、1.70 元，2015 年 10 月 22 日收盘价对应 2015-2017 年动态 PE 分别为 70 倍、55 倍和 44 倍。

尽管目前公司业务收入主要体现为 IVD 流通，但其实质为开展流通服务控制客户渠道，从而赚取流通差价盈利。且公司的业务布局也正在向能产生收入的质检服务与检验延伸，因此，在进行相对估值时，我们选取医疗服务公司作为可比公司。2016 年申万三级行业一— 医疗服务行业的行业 PE 均值为 65 倍，尽管公司收入仍然依托流通业务，相对其它医疗服务公司或有估值折价，但考虑到公司作为 A 股 IVD 流通服务的唯一标的，且具备产业链延伸的平台属性，我们认为给予其 2016 年 65 倍 PE 较为合理，2016 年合理股价将为 85.39 元，上调至“买入”评级。

表 12: 可比公司估值表

代码	简称	股价 (元)	每股收益 (元)				市盈率			
			14A	15E	16E	17E	14A	15E	16E	17E
行业均值							111.35	85.01	64.93	48.88
行业中值							94.41	67.46	50.89	38.94
000919.SZ	金陵药业	16.49	0.39	0.43	0.50	0.60	42.15	38.19	32.76	27.39
600763.SH	通策医疗	110.36	0.63	0.73	0.94	1.22	175.17	151.18	117.40	90.46
300244.SZ	迪安诊断	85.37	0.46	0.69	0.92	1.34	185.59	123.72	92.79	63.71
300404.SZ	博济医药	43.53	0.57	0.70	0.85	1.02	76.37	62.19	51.21	42.68
300347.SZ	泰格医药	37.22	0.44	0.60	0.83	1.10	84.59	62.03	44.84	33.84
300015.SZ	爱尔眼科	32.80	0.31	0.45	0.65	0.93	104.22	72.74	50.57	35.21
603108.SH	润达医疗	74.98	0.80	1.07	1.38	1.70	93.90	69.85	54.52	44.06

数据来源: wind, 西南证券

6. 风险提示

新网点市场开拓或低于预期风险：尽管我们认为在自身优势与外部合作关系的共同作用下，公司跨区域市场开拓将带来业绩的高速增长。但是由于地方保护主义与医院招投标的不确定性，部分地区或发生新网点市场开拓低于预期现象。

供应商相对集中风险：2012-2014年，公司前5大供应商采购金额占同期营业成本比例均在60%以上，尽管我们认为随着公司业务规模的扩大与产品种类的完善，上游议价能力将得以加强，但是鉴于全球供应商相对集中的市场特点，公司仍存在供应商采购集中度较高，从而影响上游议价能力的风险。

营运资本短缺风险：公司直销业务客户主要为医疗机构，一般来说医疗机构坏账发生概率较小，但应收账款收账期较长。若应收账款收账期过长则可能发生营运资本短缺风险，进而拖累公司规模扩张的进度。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1358.50	1674.54	2027.90	2459.17	净利润	75.11	106.35	136.25	168.62
营业成本	999.04	1245.63	1500.52	1808.92	折旧与摊销	47.27	49.10	59.94	72.69
营业税金及附加	2.83	3.48	4.22	5.12	财务费用	29.56	8.46	3.90	7.54
销售费用	127.82	152.38	186.57	228.70	资产减值损失	7.99	6.47	8.60	9.90
管理费用	93.62	118.89	143.98	174.60	经营营运资本变动	-115.04	-86.39	-128.39	-139.41
财务费用	29.56	8.46	3.90	7.54	其他	-8.77	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	7.99	6.47	8.60	9.90	经营活动现金流净额	36.11	83.99	80.31	119.34
投资收益	-1.75	0.00	0.00	0.00	资本支出	-114.45	-150.00	-130.00	-100.00
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	-150.00	-130.00	-100.00
营业利润	95.90	139.21	180.11	224.38	短期借款	27.00	-210.94	94.85	38.92
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	145.59	186.40	230.85	股权融资	0.00	361.06	0.00	0.00
所得税	27.98	39.24	50.15	62.23	支付股利	-3.98	-4.41	-5.92	-7.59
净利润	75.11	106.35	136.25	168.62	其他	15.15	-49.22	-3.90	-7.54
少数股东损益	-0.06	5.32	6.81	8.43	筹资活动现金流净额	38.17	96.50	85.03	23.79
归属母公司股东净利润	75.16	101.03	129.44	160.18	现金流量净额	-50.94	30.49	35.34	43.13
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	136.97	167.45	202.79	245.92	成长能力				
应收和预付款项	420.00	512.98	626.11	757.00	销售收入增长率	32.42%	23.26%	21.10%	21.27%
存货	240.73	300.15	361.57	435.89	营业利润增长率	9.03%	45.17%	29.38%	24.58%
其他流动资产	1.32	1.62	1.96	2.38	净利润增长率	10.55%	41.60%	28.12%	23.75%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	33.11%	13.92%	23.98%	24.86%
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	339.43	410.29	438.40	毛利率	26.46%	25.61%	26.01%	26.44%
无形资产和开发支出	26.54	25.95	25.36	24.78	三费率	18.48%	16.71%	16.49%	16.71%
其他非流动资产	21.62	21.41	21.19	20.97	净利率	5.53%	6.35%	6.72%	6.86%
资产总计	1084.89	1369.00	1649.28	1925.34	ROE	15.79%	11.33%	12.75%	13.71%
短期借款	280.00	69.06	163.92	202.83	ROA	6.92%	7.77%	8.26%	8.76%
应付和预收款项	225.77	296.32	349.09	422.39	ROIC	13.64%	12.23%	12.22%	12.89%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	12.71%	11.75%	12.03%	12.39%
其他负债	103.50	64.99	67.32	70.13	营运能力				
负债合计	609.27	430.37	580.32	695.36	总资产周转率	1.41	1.36	1.34	1.38
股本	70.53	94.13	94.13	94.13	固定资产周转率	7.95	7.32	7.95	8.68
资本公积	101.31	438.77	438.77	438.77	应收账款周转率	3.82	3.76	3.73	3.73
留存收益	303.60	400.23	523.74	676.34	存货周转率	4.78	4.61	4.54	4.54
归属母公司股东权益	475.44	933.12	1056.64	1209.23	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	5.51	12.32	20.75	资本结构				
股东权益合计	475.63	938.63	1068.96	1229.98	资产负债率	56.16%	31.44%	35.19%	36.12%
负债和股东权益合计	1084.89	1369.00	1649.28	1925.34	带息债务/总负债	45.96%	16.05%	28.25%	29.17%
					流动比率	1.44	2.61	2.26	2.25
					速动比率	1.00	1.81	1.58	1.57
					股利支付率	5.30%	4.36%	4.58%	4.74%
					每股指标				
					每股收益	0.80	1.07	1.38	1.70
					每股净资产	5.05	9.97	11.36	13.07
					每股经营现金	0.38	0.89	0.85	1.27
					每股股利	0.04	0.05	0.06	0.08
业绩和估值指标									
	2014A	2015E	2016E	2017E					
EBITDA	172.72	196.77	243.96	304.61					
PE	93.90	69.85	54.52	44.06					
PB	14.84	7.52	6.60	5.74					
PS	5.20	4.21	3.48	2.87					
EV/EBITDA	31.57	35.27	28.69	22.96					
股息率	0.06%	0.06%	0.08%	0.11%					

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