

业绩符合预期, 平台价值初现

- **业绩总结:** 2015Q1-Q3公司实现营业收入和净利润分别为11.3亿元(+17.7%)、6147万元(+38.2%);若从单季度看,2015Q3公司实现营业收入和净利润分别为4.1亿元(+12.4%)、2609万元(+47.4%)。
- **业绩符合预期, 估计华东区域贡献大部分业绩。** 1) 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,公司2015Q1-Q3收入实现17.7%的增长,由于华东外区域大部分网点尚处建设期,我们估计收入的增长主要由华东地区贡献,随着华东外的新设网点放量,未来高速增长可期;2) 净利润增速远高于收入增速意味着公司盈利能力的提升。毛利率、净利率经历了连续3年下滑后已趋于稳定,这意味着“雅培二代”、联动营销业务模式等对公司在华东地区盈利能力的早期侵蚀效应已缓解,预计未来几年随着华东外区域的市场投入加大,公司整体盈利能力指标或出现波动,但我们认为公司的综合服务符合行业发展趋势,长期来看随着规模效应的逐步体现,盈利能力将呈现上升趋势。
- **业务模式顺应行业趋势, 横向扩张启动高速增长。** 公司开展的IVD综合流通服务可通过提供高附加值的服务参与医院控费,符合当前医改背景下的行业趋势,增强客户粘性。目前已在华东地区布局完善,开启省外复制阶段。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。
- **平台价值逐步体现, 初具产业链延伸雏形。** 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,我们认为其未来或将立足平台,探索产业链延伸。向上,目前已有自产产品糖化血红蛋白分析仪借助营销平台实现了快速放量;向下,公司于2015年9月公告称拟与金城检测合资设立上海润金医疗科技有限公司,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,或意味着公司已开启向服务领域的探索。此外,公司于2015年7月公告投资的2支并购基金或也在酝酿着新的增长点。
- **盈利预测及评级:** 考虑到公司作为A股IVD流通服务的唯一标的,横向复制将进入业绩高增长阶段,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,维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新网点市场开拓或低于预期风险;供应商相对集中风险;营运资本短缺风险。

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	106	79	62	50
PB	16.80	8.51	7.48	6.50

数据来源: Wind, 西南证券

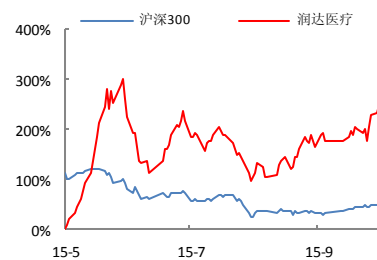
西南证券研究发展中心

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)	79.92
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): 迈向全国的医学实验室综合服务平台 (2015-10-22)
2. 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)

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	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)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	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%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	172.72	196.77	243.96	304.61	每股收益	0.80	1.07	1.38	1.70
PE	106.33	79.11	61.74	49.89	每股净资产	5.05	9.97	11.36	13.07
PB	16.80	8.51	7.48	6.50	每股经营现金	0.38	0.89	0.85	1.27
PS	5.88	4.77	3.94	3.25	每股股利	0.04	0.05	0.06	0.08
EV/EBITDA	35.62	40.02	32.52	26.03					
股息率	0.05%	0.06%	0.07%	0.09%					

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