



进军分子诊断, 完善上游布局

- **事件:** 公司公告称拟协同上海盛瑚分别以 500 万元、2750 万元对武汉海吉力增资, 增资后公司、上海盛瑚分别持有海吉力 3.6%、20% 股权。上海盛瑚为公司参与设立的体外诊断产业投资基金, 公司出资 2600 万元, 为其有限合伙人。
- **完善上游布局, 战略意义显著。** 我们认为公司此次对武汉海吉力的投资为公司协调整合体外诊断相关资源, 落地“产品+渠道+服务”一体化战略的重要举措, 战略意义显著。继增资北京润诺思布局化学发光后, 增资武汉海吉力布局分子诊断将大大丰富公司上游产品布局, 初步形成覆盖生化诊断、免疫诊断和分子诊断的产品线布局, 借助润达医疗强大的渠道能力, 有望产生“1+1>2”的协同效应。1) 海吉力以分子诊断产品的研发和生产见长, 润达医疗渠道资源丰富, 有望借助公司渠道实现快速放量; 2) 海吉力的分子诊断产品将丰富公司提供综合服务的内容, 更好的满足客户的需求, 巩固公司在体外诊断产品流通与服务领域的服务优势; 3) 上海盛瑚产业投资基金的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, 可在适当的时候由公司进行收购, 后期资产注入预期强烈, 将有助于扩大公司的盈利外延。
- **伴随诊断市场发展迅速, 精准医疗充满想象空间。** 精准医疗的前提是精准诊断, 除二代基因测序外, 针对特定治疗药物反应检测的伴随诊断也是精准医疗的重要组成部分, 目前正快速发展。据 Allied Market Research 发布的最新报告指出, 2013 年全球伴随诊断 (CD) 市场价值 11 亿美元, 2020 年将达到 35 亿美元, 年复合增长率增长达 20% 以上。海吉力目前已开发出涵盖肿瘤和心血管个性化用药的伴随诊断产品, 同时拥有独立第三方医学诊断服务平台——武汉光谷联合医学检验所, 服务项目覆盖肿瘤个体化诊断、遗传病和传染病的筛查与诊断等。我们认为嫁接润达的渠道后, “产品+渠道+服务”一体化的专业服务体系更加完善, 公司在精准医疗领域的发展充满想象空间。
- **业绩预测与估值:** 我们预测公司 2015-2017 EPS 分别为 1.07 元、1.37 元和 1.70 元, 对应 PE 分别为 87 倍、68 倍、55 倍。由于公司开展的 IVD 综合流通服务极具竞争力, 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; 平台属性突出, 此次已通过战略投资进军分子诊断与第三方诊断服务, 未来向上下游延伸还将显著提升估值, 维持对其“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 | 100.92 | 129.20 | 159.93 |
| 增长率 | 10.63% | 34.26% | 28.03% | 23.79% |
| 每股收益 EPS(元) | 0.80 | 1.07 | 1.37 | 1.70 |
| 净资产收益率 ROE | 15.79% | 11.32% | 12.73% | 13.69% |
| PE | 116 | 87 | 68 | 55 |
| PB | 18.37 | 9.31 | 8.18 | 7.11 |

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

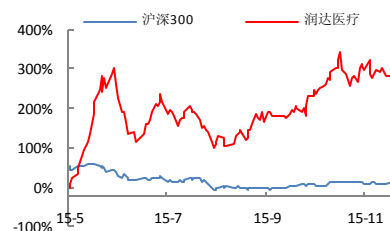
邮箱: zxxing@swsc.com.cn

联系人: 陈铁林

电话: 023-67909731

邮箱: cti@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) | 87.38 |
| 总资产(亿元) | 15.63 |
| 每股净资产(元) | 9.50 |

相关研究

1. 润达医疗(603108): 业绩符合预期, 平台价值初现 (2015-10-28)
2. 润达医疗(603108): 迈向全国的医学实验室综合服务平台 (2015-10-22)
3. 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)

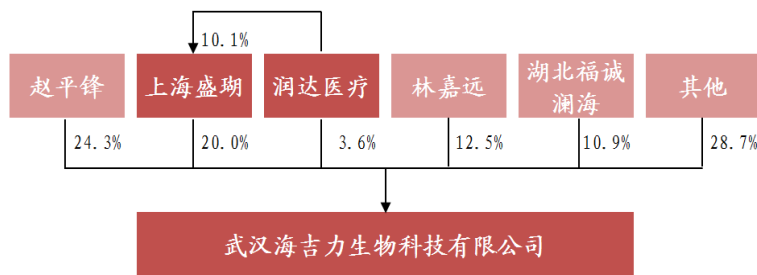
对本次增资标的的分析

1. 海吉力为优秀的 IVD 资产，未来或存注入润达的预期

武汉海吉力生物科技有限公司专注于个性化诊疗领域，产品涵盖肿瘤个性化诊断、肿瘤早期筛查预警、心血管个性化诊断、传染病检测、医学检测服务、医疗检验分析仪器等领域。作为专业化的疾病个性化诊疗高科技企业，公司与国内外多家研发机构及高校保持密切联系，目前与美国华盛顿大学，美国 baylor 医学院及华中科技大学等开展合作，已获得国内外发明专利 10 余项。

此次收购后，公司和上海盛瑚合计持有海吉力 23.6% 的股权，共同参股海吉力。上海盛瑚为公司参与设立的体外诊断产业投资基金，根据基金规划，基金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，可在投资基金与公司双方认为适当的时候由公司进行收购。因此，我们认为未来上海盛瑚所持的海吉力股权注入润达医疗预期较强。

图 1：此次增资后武汉海吉力股权结构



数据来源：西南证券

2. 专注个性化医疗， IVD 产品布局以分子诊断为主

海吉力在 IVD 领域的产品布局主要包括分子诊断产品和免疫诊断产品，以针对个性化用药的分子诊断（即伴随诊断）为主。

表 1：海吉力部分产品概况

| | 产品名称 | 检测样本类型 | 工作原理 |
|--------|---------------------------------------|------------|---|
| 分子诊断试剂 | CYP2C19 基因多态性检测试剂盒（荧光 PCR 法） | 心血管个性化诊断试剂 | 通过对 CYP2C19 基因检测，确定患者对氯吡格雷的代谢类型，从而指导氯吡格雷用药，减少因氯吡格雷抵抗给患者病情造成的延误或因氯吡格雷超强代谢型给病人造成的出血风险 |
| | CYP2C9 和 VKORC1 基因多态性检测试剂盒（荧光 PCR 方法） | 心血管个性化诊断试剂 | 通过对 CYP2C9、VKORC1 基因检测，能够快速确定华法林剂量范围，保证疗效，减少出血风险。 |
| | 人类 B-raf 基因 V600 突变检测试剂盒（荧光 PCR 法） | 肿瘤个性化诊断试剂 | 用于检测 B-raf 基因 V600 位点的所有突变类型，为临床医生选择靶向药物进行个性化治疗提供科学依据。 |
| | 人类 K-ras 基因 7 种突变检测试剂盒（荧光 PCR 法） | 肿瘤个性化诊断试剂 | 检测 K-ras 基因第 2 外显子 12、13 密码子的 7 种突变类型，用于辅助临床医生筛选可受益于靶向药物的结直肠癌和非小细胞肺癌患者。 |

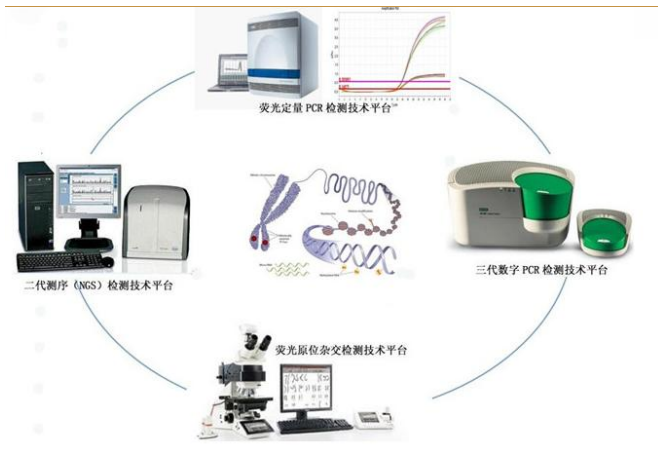
| | | | |
|--------|------------------------------|-----------|--|
| | 人类 EGFR 基因突变检测试剂盒 (荧光 PCR 法) | 肿瘤个性化诊断试剂 | 检测 EGFR 基因 18-21 外显子上的 30 种突变类型, 用于辅助临床医生筛选可受益于 EGFR-TKIs 的非小细胞肺癌患者。 |
| 免疫诊断试剂 | 结核分枝杆菌特异性细胞免疫反应检测试剂盒 (酶联免疫法) | 免疫类诊断试剂 | 用于结核感染的检测 |
| 免疫诊断仪器 | 全自动酶联免疫工作站 | | |

数据来源: 海吉力官网, 西南证券

从全球范围内看, 分子诊断是 IVD 行业中增长速度最快的子行业之一, 增速达到 14%, 罗氏诊断为全球分子诊断龙头, 市场份额占比超过 32%。由于国内分子诊断起步较晚, 行业处在快速成长期, 预计 2015 年分子诊断市场规模在 20 亿元左右, 年均增长率超过 20%。目前的市场参与者主要有达安基因、匹基生物、科华生物。海吉力目前已基于 PCR、原位杂交、二代测序等分子诊断技术平台开发出具有独特专利的检测技术, 并在此基础上开发出多种针对个体化用药指导的检测试剂盒, 目前产品主要涵盖肿瘤个性化诊断和心血管个性化诊断领域, 未来或将在肿瘤早期筛查预警、传染病检测等领域有所突破。

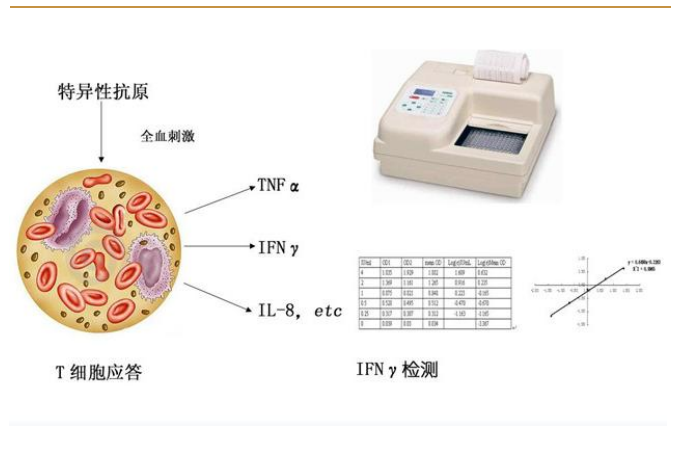
在免疫检测领域, 公司自主研发了 IGRA.TB 试剂盒灵敏度更高、特异性更强, 适合结核病的筛查及早期诊断。此外, 在免疫诊断产品的上游, 公司还基于单克隆抗体技术平台独创性的开发了 SS-MC 抗体制备技术, 对抗原改造、佐剂设计、免疫方法、杂交瘤细胞融合技术、抗体筛选方式等进行了改造及优化, 大大提高杂交瘤细胞的存活力和纯度, 降低筛选次数、加快筛选效率。

图 1: 海吉力分子检测平台



数据来源: 海吉力官网, 西南证券

图 2: 海吉力免疫检测 IGRA 技术



数据来源: 海吉力官网, 西南证券

3. “产品+渠道+服务”完善检验布局, 精准医疗发展充满想象空间

在检验服务领域, 海吉力拥有独立第三方医学诊断服务平台——武汉光谷联合医学检验所, 服务项目覆盖肿瘤个性化诊断、遗传病和传染病的筛查与诊断等, 目前已具备“产品+服务”一体化的专业服务体系。

表 2: 武汉光谷联合医学检验所检验项目

| 检测类型 | 检测项目 |
|---------|--------------------------|
| 肿瘤个性化诊断 | 肿瘤基因及标志物的检测; 肿瘤药敏及耐药的检测等 |

| 检测类型 | 检测项目 |
|-----------|---------------|
| 遗传病的筛查与诊断 | 染色体检测、遗传基因检测等 |
| 传染病的筛查与诊断 | 结核、肝炎和性病的检测等 |

数据来源：海吉力官网，西南证券

我们认为未来嫁接润达的渠道后，“产品+渠道+服务”一体化的专业服务体系更加完善，在精准医疗领域的发展充满想象空间，润达与海吉力的协同效应可期：

- 海吉力目前主要业务领域为分子诊断产品的研发、生产，对于 IVD 企业来说，其产品在单个医院的销售额有限，营销渠道是决定产品能否放量的关键，海吉力的产品将借助公司的强大营销渠道实现快速放量；
- 公司向 IVD 产业链上游的布局将增加综合服务产品供应的内容，更好的满足客户的需求，巩固公司在体外诊断产品流通与服务领域的服务优势；
- 武汉光谷联合医学检验所处于 IVD 产业链下游，目前业务主要为基于分子诊断的个体化诊断，为精准医疗服务提供了 C 端入口。其业务模式或将为润达未来产业链的延伸提供参考。

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 | 106.23 | 136.00 | 168.35 |
| 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 | 8.63 | 4.25 | 7.91 |
| 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 | 8.63 | 4.25 | 7.91 | 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 | 84.04 | 80.40 | 119.44 |
| 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 | -5.00 | 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 | -155.00 | -130.00 | -100.00 |
| 营业利润 | 95.90 | 139.04 | 179.76 | 224.01 | 短期借款 | 27.00 | -205.81 | 95.10 | 39.17 |
| 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 | 145.42 | 186.05 | 230.48 | 股权融资 | 0.00 | 361.06 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 27.98 | 39.19 | 50.05 | 62.14 | 支付股利 | -3.98 | -4.41 | -5.92 | -7.58 |
| 净利润 | 75.11 | 106.23 | 136.00 | 168.35 | 其他 | 15.15 | -49.39 | -4.25 | -7.91 |
| 少数股东损益 | -0.06 | 5.31 | 6.80 | 8.42 | 筹资活动现金流净额 | 38.17 | 101.45 | 84.94 | 23.69 |
| 归属母公司股东净利润 | 75.16 | 100.92 | 129.20 | 159.93 | 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% | 44.99% | 29.29% | 24.62% |
| 其他流动资产 | 1.32 | 1.62 | 1.96 | 2.38 | 净利润增长率 | 10.55% | 41.43% | 28.03% | 23.79% |
| 长期股权投资 | 0.00 | 5.00 | 5.00 | 5.00 | 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% | 16.72% | 16.51% | 16.72% |
| 其他非流动资产 | 21.62 | 21.41 | 21.19 | 20.97 | 净利率 | 5.53% | 6.34% | 6.71% | 6.85% |
| 资产总计 | 1084.89 | 1374.00 | 1654.28 | 1930.34 | ROE | 15.79% | 11.32% | 12.73% | 13.69% |
| 短期借款 | 280.00 | 74.19 | 169.29 | 208.46 | ROA | 6.92% | 7.73% | 8.22% | 8.72% |
| 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 | 435.50 | 585.70 | 700.98 | 总资产周转率 | 1.41 | 1.36 | 1.34 | 1.37 |
| 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 | 400.11 | 523.39 | 675.74 | 存货周转率 | 4.78 | 4.61 | 4.54 | 4.54 |
| 归属母公司股东权益 | 475.44 | 933.00 | 1056.28 | 1208.64 | 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 | 5.50 | 12.30 | 20.72 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 475.63 | 938.50 | 1068.58 | 1229.35 | 资产负债率 | 56.16% | 31.70% | 35.40% | 36.31% |
| 负债和股东权益合计 | 1084.89 | 1374.00 | 1654.28 | 1930.34 | 带息债务/总负债 | 45.96% | 17.04% | 28.90% | 29.74% |
| | | | | | 流动比率 | 1.44 | 2.57 | 2.24 | 2.23 |
| | | | | | 速动比率 | 1.00 | 1.79 | 1.56 | 1.55 |
| | | | | | 股利支付率 | 5.30% | 4.37% | 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 | 1.37 | 1.70 |
| PE | 116.25 | 86.59 | 67.63 | 54.63 | 每股净资产 | 5.05 | 9.97 | 11.35 | 13.06 |
| PB | 18.37 | 9.31 | 8.18 | 7.11 | 每股经营现金 | 0.38 | 0.89 | 0.85 | 1.27 |
| PS | 6.43 | 5.22 | 4.31 | 3.55 | 每股股利 | 0.04 | 0.05 | 0.06 | 0.08 |
| EV/EBITDA | 38.86 | 43.83 | 35.60 | 28.50 | | | | | |
| 股息率 | 0.05% | 0.05% | 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