

营收快速扩张，华东外占比持续提升

投资要点

- **事件:** 公司发布年报及相关公告, 2016 年实现营收 21.6 亿元, 同比+32.9%; 归母净利润 1.2 亿元, 同比+26.9%; 扣非后归母净利润 1.1 亿, 同比+23.6%; 经营性现金流量净额-1.3 亿元, 同比+44.7%; 利润分配方案每 10 股转增 8 股; 公司同时发布非公开发行公司债券预案, 计划融资不超过 15 亿元。
- **营收快速扩张, 华东外占比持续提升。** 2016 年公司实现营收 21.6 亿元, 同比+32.9%; 归母净利润 1.2 亿元, 同比+26.9%。公司收入增速延续高速增长态势, 由于费用端的快速增长, 导致业绩略低于预期。分季度看, 2016Q1-Q4 收入增速逐季加速, 同比增速分别为 29.4%、22.8%、32.7%和 43.5%。从利润端看, 由于管理费用的大幅上升导致 2016Q4 净利润增速同比仅+4.5%, 远低于前三季度的 37.9%。我们认为主要系四季度部分厂商返点延迟导致。分区域看, 华东外地区收入高增长态势延续, 导致占比持续提升, 2014-2016 年收入占比分别为 8%、11%和 15%, 即公司异地扩张能力突出。公司通过持续的外延扩张, 收入规模持续扩大, 加强了自身对上游的议价能力, 从毛利率看, 公司 2016 年毛利率同比上升 0.9 个百分点。我们认为公司规模效应正逐渐显现。
- **发债充实营运资本, 外延扩张有望持续。** 在当前三医联动的医改政策环境下, 驱动检验科控费整体综合服务业务 (即整合模式, 也称集约化服务模式) 发展, 塞力斯、迪安诊断、美康生物和迈克生物等上市公司均加大了对渠道的整合。整合模式的发展需要强有力的资金支持, 公司目前收入规模已处行业前列, 本次发债将继续补充公司营运资本和扩张实力, 我们认为发债资金到位后外延扩张步伐有望提速, 全国性 IVD 整体综合服务平台正快速浮现。
- **业务平台属性显著, 横纵向可拓展性极强。** 作为国内跨区域 IVD 综合服务商, 公司平台属性突出, 我们认为公司业务可拓展性极强: 公司第一阶段通过管理输出异地扩张, 类 GPO 模式下, 发挥规模优势并提高向上游议价能力; 第二阶段向上布局特色产品, 嫁接公司终端实现快速上量, 目前公司已布局自产生化、糖化血红蛋白、化学发光、POCT、分子诊断、自免及过敏原检测等产品; 第三阶段可依托医疗终端向下发展服务业务, 如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, 在东北参与设立区域精准检测中心, 同时公司两支并购基金或也在为公司外延扩张积极储备标的。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.73 元、0.95 元、1.12 元, 对应当前股价 PE 分别为 44 倍、34 倍和 29 倍。考虑到公司业务模式顺应产业趋势, 发展空间巨大, 我们看好公司长期发展空间, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 外延扩张进度或低于预期、营运资金或存在短缺风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	2164.69	3937.77	4910.77	5836.99
增长率	32.91%	81.91%	24.71%	18.86%
归属母公司净利润 (百万元)	116.43	234.58	305.52	359.08
增长率	26.88%	101.48%	30.24%	17.53%
每股收益 EPS (元)	0.36	0.73	0.95	1.12
净资产收益率 ROE	5.95%	7.40%	8.79%	9.37%
PE	89	44	34	29
PB	4.68	2.89	2.64	2.39

数据来源: Wind, 西南证券

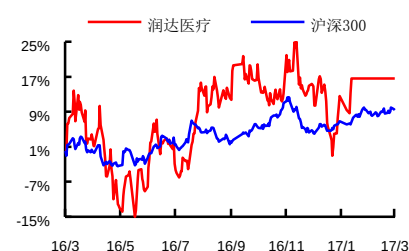
西南证券研究发展中心

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

分析师: 陈铁林
 执业证号: S1250516100001
 电话: 023-67909731
 邮箱: ctl@swsc.com.cn

联系人: 张肖星
 电话: 021-68415020
 邮箱: zxxing@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	3.22
流通 A 股(亿股)	1.23
52 周内股价区间(元)	23.45-94.78
总市值(亿元)	103.96
总资产(亿元)	41.08
每股净资产(元)	6.58

相关研究

1. 《润达医疗 (603108): 携手柳州医药, 进军华南市场》2017-03-02
2. 《润达医疗 (603108): 补全华北拼图, 全国性集成业务平台隐现》2016-12-30
3. 《润达医疗 (603108): 募集资金到位充实资本实力, 外延步伐有望提速》2016-11-20
4. 《润达医疗 (603108): 顺应行业发展, 全国扩张与产业链整合有序推进》2016-10-16

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2164.69	3937.77	4910.77	5836.99	净利润	132.20	266.35	346.90	407.71
营业成本	1556.49	2829.04	3529.36	4198.88	折旧与摊销	105.05	112.32	112.32	112.32
营业税金及附加	7.32	11.21	14.51	17.45	财务费用	50.95	29.53	15.76	21.86
销售费用	205.27	374.27	467.05	554.74	资产减值损失	21.07	30.00	35.00	40.00
管理费用	164.43	307.15	383.04	455.29	经营营运资本变动	-492.78	-854.51	-625.11	-532.16
财务费用	50.95	29.53	15.76	21.86	其他	58.04	-8.03	-42.40	-34.53
资产减值损失	21.07	30.00	35.00	40.00	经营活动现金流净额	-125.47	-424.34	-157.54	15.21
投资收益	14.38	0.00	0.00	0.00	资本支出	-702.34	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-126.63	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	-828.98	0.00	0.00	0.00
营业利润	173.54	356.58	466.05	548.77	短期借款	586.07	-1098.32	268.40	99.28
其他非经营损益	6.11	6.30	6.16	6.22	长期借款	107.47	0.00	0.00	0.00
利润总额	179.65	362.88	472.22	555.00	股权融资	1095.63	1109.00	0.00	0.00
所得税	47.45	96.53	125.32	147.29	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	132.20	266.35	346.90	407.71	其他	-120.76	-110.26	-15.76	-21.86
少数股东损益	15.77	31.77	41.38	48.63	筹资活动现金流净额	1668.41	-99.58	252.65	77.41
归属母公司股东净利润	116.43	234.58	305.52	359.08	现金流量净额	714.04	-523.92	95.11	92.62
资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	919.89	395.97	491.08	583.70	成长能力				
应收和预付款项	1116.71	1733.81	2252.12	2691.36	销售收入增长率	32.91%	81.91%	24.71%	18.86%
存货	674.21	1224.57	1527.92	1818.07	营业利润增长率	45.07%	105.47%	30.70%	17.75%
其他流动资产	10.84	19.72	24.59	29.23	净利润增长率	43.03%	101.48%	30.24%	17.53%
长期股权投资	193.85	193.85	193.85	193.85	EBITDA 增长率	45.86%	51.25%	19.20%	14.95%
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	585.61	477.90	370.18	262.46	毛利率	28.10%	28.16%	28.13%	28.06%
无形资产和开发支出	517.94	514.27	510.60	506.93	三费率	19.43%	18.05%	17.63%	17.68%
其他非流动资产	88.90	87.97	87.04	86.10	净利率	6.11%	6.76%	7.06%	6.98%
资产总计	4107.95	4648.04	5457.37	6171.70	ROE	5.95%	7.40%	8.79%	9.37%
短期借款	1098.32	0.00	268.40	367.68	ROA	3.22%	5.73%	6.36%	6.61%
应付和预收款项	325.88	548.89	676.45	820.26	ROIC	8.46%	9.49%	9.45%	9.73%
长期借款	113.34	113.34	113.34	113.34	EBITDA/销售收入	15.22%	12.66%	12.10%	11.70%
其他负债	348.25	388.30	454.77	518.31	营运能力				
负债合计	1885.79	1050.54	1512.97	1819.59	总资产周转率	0.75	0.90	0.97	1.00
股本	321.96	321.96	321.96	321.96	固定资产周转率	5.00	7.67	12.11	19.61
资本公积	1306.56	2415.56	2415.56	2415.56	应收账款周转率	2.90	3.26	2.88	2.77
留存收益	488.73	723.31	1028.83	1387.90	存货周转率	2.90	2.98	2.56	2.51
归属母公司股东权益	2117.26	3460.83	3766.35	4125.42	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	108.34%	—	—	—
少数股东权益	104.90	136.68	178.06	226.69	资本结构				
股东权益合计	2222.16	3597.51	3944.40	4352.11	资产负债率	45.91%	22.60%	27.72%	29.48%
负债和股东权益合计	4107.95	4648.04	5457.37	6171.70	带息债务/总负债	64.25%	10.79%	25.23%	26.44%
					流动比率	1.65	4.13	3.36	3.23
					速动比率	1.24	2.63	2.16	2.08
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.36	0.73	0.95	1.12
					每股净资产	6.90	11.17	12.25	13.52
					每股经营现金	-0.39	-1.32	-0.49	0.05
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	329.55	498.43	594.13	682.96					
PE	89.29	44.32	34.03	28.95					
PB	4.68	2.89	2.64	2.39					
PS	4.80	2.64	2.12	1.78					
EV/EBITDA	32.44	20.13	17.18	14.96					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

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

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

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn