

润达医疗 (603108.SH)

2017年3月31日

**顺 IVD 行业发展之势，稳步推进  
集采业务+外延获取区域优质资源+产业链纵深扩张  
增持（首次覆盖）**

证券分析师 全铭

执业资格证书号码: S0600517010002

[quanm@dwzq.com.cn](mailto:quanm@dwzq.com.cn)

010-66573567

证券分析师 焦德智

执业资格证书号码: S0600516120001

[jiaodzh@dwzq.com.cn](mailto:jiaodzh@dwzq.com.cn)

021-60199780

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	2165	3045	4008	5020
同比	32.9%	40.6%	31.6%	25.2%
净利润 (百万元)	116	185	255	326
同比	26.9%	58.7%	38.3%	27.4%
毛利率	28.1%	28.2%	28.2%	28.4%
ROE	5.5%	8.0%	10.0%	11.3%
每股收益 (元)	0.41	0.57	0.79	1.01
P/E	89	56	41	32
P/B	4.9	4.5	4.1	3.6

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

**投资要点**

■ **顺应行业发展趋势，公司完成由 IVD 单一经销商向全国性综合服务平台跨越、市占率稳步提升**

经过十余年发展，公司由上海地区单一 IVD 品牌经销商迅速成长为全国性 IVD 综合服务领先者，并形成独具特色的 IVD 集采供应模式。随着分级诊疗逐步推进，公司的集采模式得以有效解决医院检验科建设和降本增效痛点，因此国内市占率稳步提升。以销售收入占当年 IVD 市场容量的比例计算，2016 年公司终端市场占有率达到 5.73%。

■ **抓紧有利时机、集采业务全国布局扎实推进，业绩增长迅速**

公司抓住当前行业集中度整合提高的历史机遇、利用资本优势，稳步推进集采业务，在巩固华东、东北地区优势的同时逐步向华北、西南、华南等地区扩张。外延式扩张不仅使公司获得优质渠道资源，更丰富了公司 IVD 综合服务业务内涵，与国控、柳药的合作亦实现了强强联合。2015 年上市至今，公司业绩增长迅速，16 年收入、扣非净利润同比增速分别达到 32.9%、23.6%。

■ **围绕七大业务板块全面升级，产业链纵深发展寻找利润增长点**

公司围绕产品组合服务、质控服务等七大业务板块进行全面升级，持续强化内部核心竞争力。同时公司积极向产业链上下游延伸发展，通过并购 RBM 股权获得 POCT 产品储备，通过设立精准检验中心涉足下游检测服务领域。未来，随着公司自有品牌、检测服务的发展，叠加公司渠道资源将为公司打开新的利润空间。

■ **盈利预测与投资评级:**

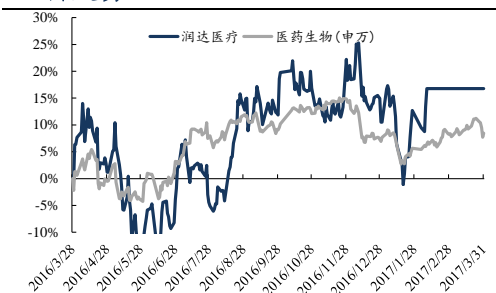
我们预期 2017-2019 年，公司营业收入分别为 30.45 亿元、40.08 亿元和 50.20 亿元，归母净利润分别为 1.85 亿元、2.55 亿元和 3.26 亿元，对应 EPS 分别为 0.57 元、0.79 元和 1.01 元。我们认为公司受益于 IVD 流通行业集中度提升、分级诊疗加快推进的政策大环境，未来盈利增长点多、爆发力强，因此我们首次覆盖，给予公司“增持”评级。

■ **风险提示:**

跨区域渠道整合风险；政策变化导致产品降价风险。

\*特别感谢实习生张蔚洁

**股价走势**



**市场数据**

收盘价 (元)	32.29
一年最低价/最高价 (元)	23.45/34.64
市净率	4.91
流通 A 股市值 (亿元)	39.80

**基础数据**

每股净资产 (元)	6.9
资产负债率 (%)	44.6%
总股本 (亿股)	3.22
流通 A 股 (亿股)	1.23

**相关报告**

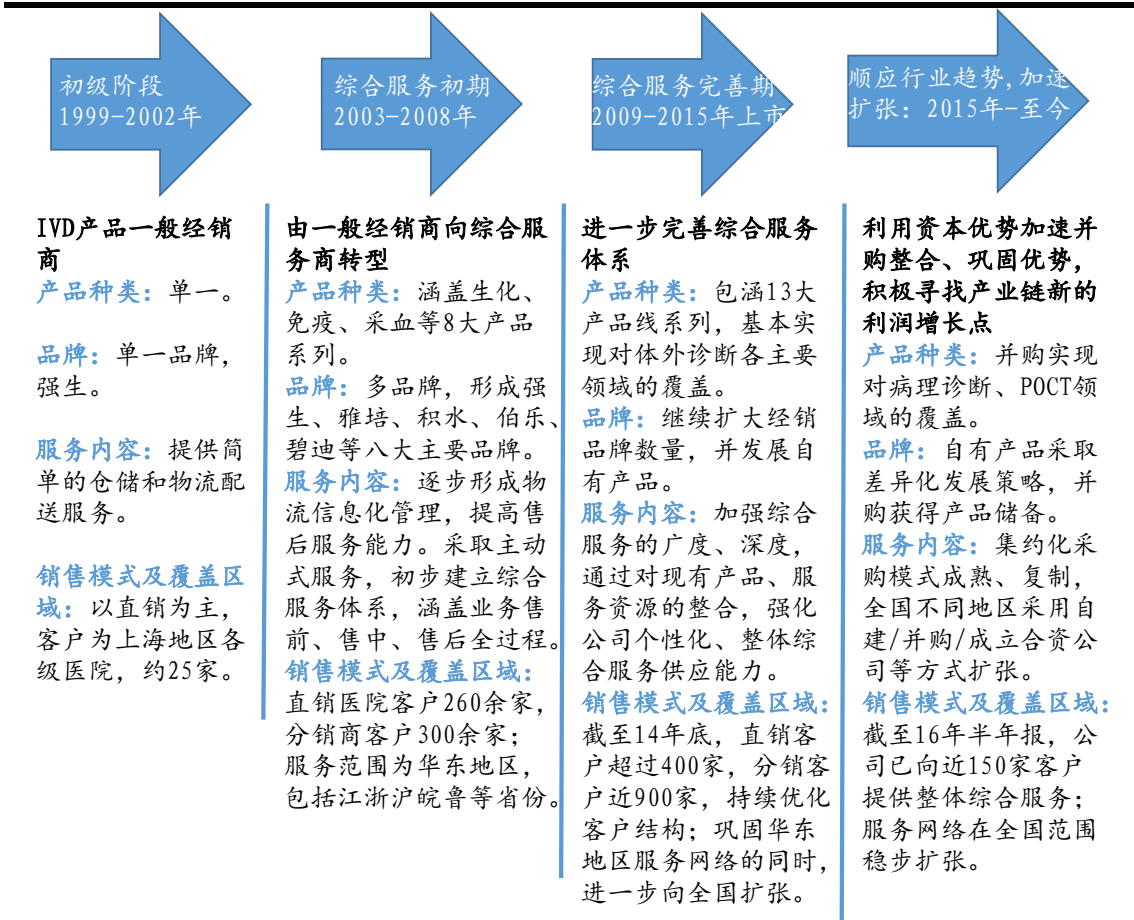
一、事件：近期我们对润达医疗进行了跟踪调研。

二、我们的观点：

**1、顺应行业发展趋势，公司完成由 IVD 单一经销商向全国性综合服务平台跨越、市占率稳步提升**

公司成立于 1999 年，2015 年 5 月上市。成立之初公司仅为体外诊断产品上海地区的渠道经销商，代理产品单一、终端覆盖面小。随后，公司不断扩充体外诊断经营产品品类、增加销售服务内容、提高团队综合服务能力，经过十余年的发展，公司已基本实现由 IVD 区域经销商向全国性整体综合服务平台的跨越。

图表 1：公司发展历程



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司利用多年积累的资源、技术优势，形成了独具特色的体外诊断产品集中采购与综合服务供应模式。近年，国家大力推进分级诊疗制度、强化基层医疗机构诊疗能力。公司对医院采取检验产品+配套服务的整体输出，综合服务涵盖产品售前、售中、售后全过程，能够极大满足医疗机构检验科建设与降本增效的需求，使双方实现共赢。顺应行业政策变化趋势，公司集采模式实现了快速复制扩张。

图表 2：公司体外诊断综合服务内容

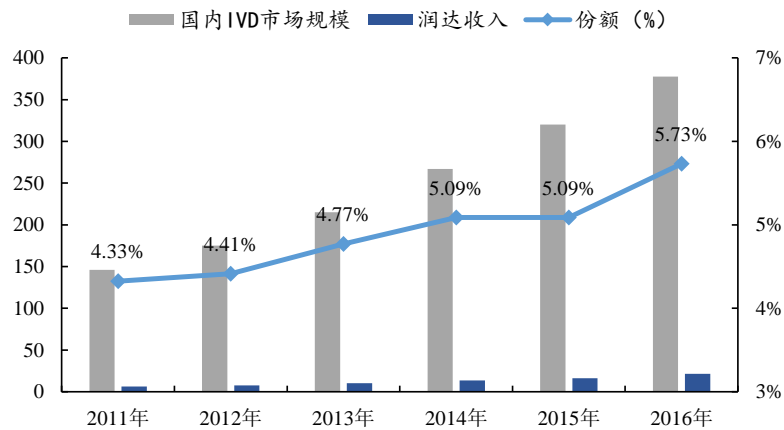
时点	服务内容	服务价值
----	------	------

售前	实验室规划设计和流程优化服务	合理利用实验室空间，便于实验室工作人员操作
	实验室标准化认证（ISO15189）咨询	协助医院通过认证，助力检验结果互认
	产品价格优化方案和组合方案推荐	在保证同等质量下帮助检验科降低成本
售中	冷链仓储和物流配送服务	保证诊断试剂的质量和配送时效性
	设备安装调试和应用培训服务	帮助实验室工作人员及时掌握新技术，掌握新设备
售后	设备维修和专业技术保障服务	及时故障维修，保障实验室正常运转
	实验室质量管理服务	保障检验结果的准确性
	实验室库存管理服务	减少实验室不必要产品库存从而减少试剂损耗

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

以公司销售收入占当年国内 IVD 产品的终端市场容量计算，2011-2016 年公司国内市场占有率稳步提升，2016 年公司终端市场份额达到 5.73%。

图表 3: 公司收入、行业规模（亿元）与公司市场份额变化情况



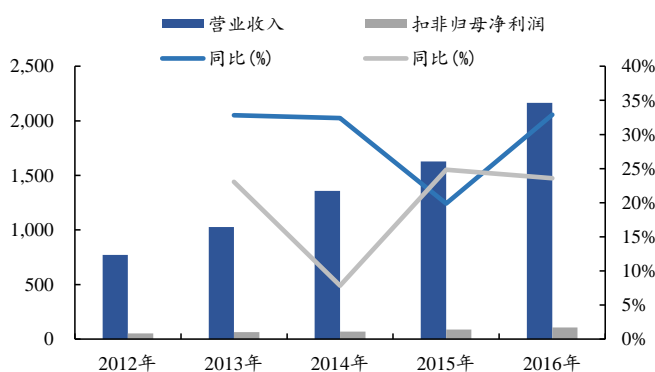
数据来源：wind 资讯，工信部，东吴证券研究所

## 2、抓紧有利时机、集采业务全国布局扎实推进，业绩增长迅速

近年，随着国家加大对耗材流通行业的整治、耗材“两票制”政策在部分省份落地，IVD 流通环节形成了明显的整合集中趋势。公司抓住行业整合机遇、利用资本优势，通过自建、并购、合资建设等方式进一步巩固华东、东北等主要地区的业务优势，并将服务网络逐步拓展至华北、西南、华南等地区，全面构建全国性 IVD 综合服务业务平台。

上市以来，公司业绩实现了快速增长。2016 年，公司实现营业收入 21.65 亿元，同比增长 32.91%，同比增长率较 15 年增加 13 个百分点；实现归属母公司净利润 1.16 亿元，同比增长 26.88%；实现扣非后归属母公司净利润 1.07 亿元，同比增长 23.60%，增速与 15 年基本持平。

图表 4: 公司营收、扣非归母净利润 (百万元) 与增速情况



数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

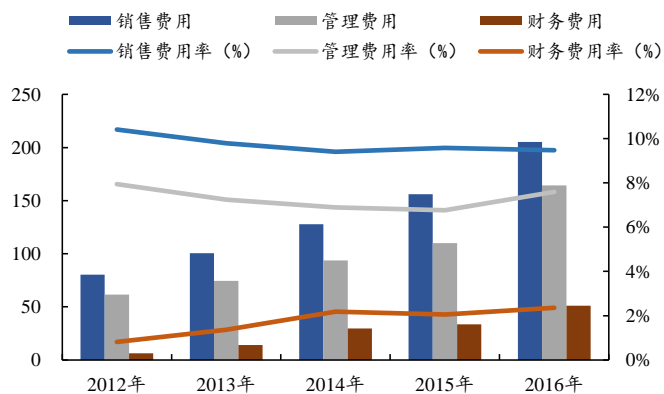
图表 5: 公司分地区收入 (百万元) 变化情况

地区	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
华东	724.33	948.86	1,236.63	1,451.25	1,850.39
东北	-	-	-	104.62	187.41
华北	-	-	-	26.41	73.20
西南	-	-	-	14.82	14.91
中国大陆	724.33	948.86	1,236.63	1,597.09	2,125.92

数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

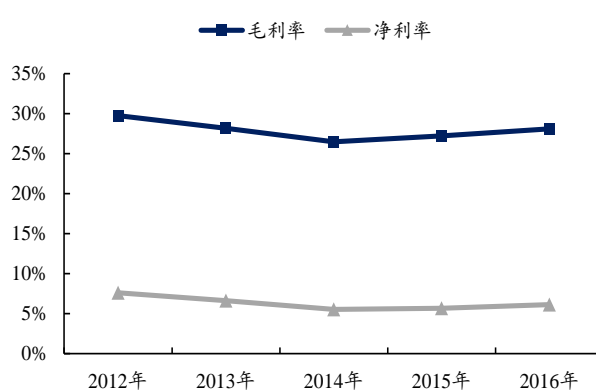
2016年, 公司毛利率、净利率分别为 28.1%、6.1%, 基本与历年水平相当。三项费用中, 销售费用率同比下降 0.1 个百分点, 管理费用率、财务费用率同比上升 0.8 个、0.3 个百分点。

图表 6: 公司三费 (百万元) 变化情况



数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 7: 公司毛利率、净利率变化情况



数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

### 3、外延为主构建全国性服务网络, 整合优质渠道资源的同时更添 IVD 综合服务业务内涵

上市以来, 公司通过收购及投资合作等方式, 逐渐在华北地区、西南地区、华南地区和华中地区构建起 IVD 集采服务网络。其中, 公司并购整合渠道商多为当地成熟的 IVD 产品流通企业, 拥有一定的客户资源并与当地优势品牌供应商建立起长期稳定的合作关系。投资合作方面, 公司分别与国控医疗器械、柳州医药、广州金域合资建立体外诊断综合

服务子公司，实现强强联合、优势互补。

投资布局全国集采网络、增加业务体量的同时，公司将并购渠道商拥有的优质检验项目有效整合入公司的 IVD 综合服务业务中，进一步扩大公司的综合服务业务内涵，提升公司的整体供应服务能力。

图表 8: 上市以来公司集采业务主要投资事件及影响

公告时间	事件	投资额 (亿元)	股权占 比 (%)	标的主营区域	对公司的影响
2017/3/2	与柳州医药合资 设立广西柳润	0.49	49%	西南 (广西)	推进公司在西南地区的集采业务布局
2016/7/3	收购怡丹生物 45% 股权	2.16	45%	华东 (浙江)	将标的公司在微生物领域的解决方案进一步整合入公司整体业务中，巩固公司在华东地区的优势地位
2016/10/19	受让麦迪医疗部 分股权并增资	1.05	20%	华南 (福建)	使公司介入病理诊断市场，助力公司拓展肿瘤早期筛查和远程医疗诊断市场，并帮助公司填补福建地区的市场空白
2016/8/4	收购山东鑫海润 邦 100% 股权	2.00	100%	华东 (山东)	加强在山东地区体外诊断整体综合服务业务范围和能力，提升公司在山东市场的竞争力
2016/12/29	收购北京东南 60% 股权	3.13	60%	华北 (北京)	有助于公司开拓华北地区市场
2015/7/5	与国药控股医疗 器械有限公司合 资成立国润	0.029	49%	-	双方将整合各自优势资源支持国润及下设国药医检的业务发展，打造 IVD 集成业务优势平台
2015/9/17	与广州金域合资 成立上海润金	0.015	50%	-	将双方优势整合到现有业务中，共同开展医学实验室、区域医学检验服务平台业务

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

#### 4、围绕七大业务板块全面升级，产业链纵深发展持续寻找利润增长点

2016 年，公司持续加强内部核心竞争力建设，围绕已有的七大服务板块：1) 全面丰富的产品组合服务；2) 定期维护保养及快速响应的维修服务；3) 技术应用及报告解读培训服务；4) 实验室设计及检验系统构建支持服务 5) 第三方质量控制服务；6) 先进的仓储物流配送服务；7) 信息化系统服务，进行全面业务提升。

公司利用现有 IVD 集采平台优势进一步向产业链上游延伸。2016 年 6 月，公司以 3960 万元收购 RBM 公司 43.1% 股权。RBM 包含心脏标志物诊断、传染病诊断、生物防卫产品、环境诊断四大类产品，主要销往国内及欧美地区。RBM 公司主要产品 RAMP 心脏标志物诊断系统（包括仪器及相应试剂耗材）是占公司总收入的 90% 左右的成熟产品，润达医疗投资 RBM，使公司得以快速介入 POCT 市场，同时为公司长期发展形

成重要的产品储备。

同时，顺应检验精确化的行业发展趋势，公司先后投资设立了龙卫精准检验中心和中科润达精准检验中心等精准检验实验室，通过精准检验和特殊检验等高端检测项目涉足下游检测服务领域。

### 三、盈利预测与投资建议：

我们预期 2017 年到 2019 年，公司营业收入分别为 30.45 亿元、40.08 亿元和 50.20 亿元，同比增长 40.6%、31.6%和 25.2%；归属母公司净利润为 1.85 亿元、2.55 亿元和 3.26 亿元，同比增长 58.7%、38.3%和 27.4%；对应 EPS 分别为 0.57 元、0.79 元和 1.01 元。我们认为公司受益于 IVD 流通行业集中度提升、分级诊疗加快推进的政策大环境，未来盈利增长点多、爆发力强，因此我们首次覆盖，给予公司“增持”评级。

### 四、风险提示：

跨区域渠道整合风险；政策变化导致产品降价风险。

## 润达医疗 (603108) 主要财务数据及估值 (百万元)

资产负债表	2016	2017E	2018E	2019E	利润表	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2650	2197	3089	3524	营业收入	2165	3045	4008	5020
现金	849	30	40	50	营业成本	1556	2186	2876	3597
应收账款	933	1183	1602	1886	营业税金及附加	7	8	11	13
其它应收款	79	46	119	87	营业费用	205	287	377	472
预付账款	105	100	169	167	管理费用	164	229	300	375
存货	674	828	1148	1323	财务费用	51	40	43	56
其他	11	11	11	11	资产减值损失	21	21	21	21
非流动资产	1364	1336	1308	1285	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	194	194	194	194	投资净收益	14	0	0	0
固定资产	567	563	540	517	营业利润	174	274	381	487
无形资产	37	37	37	37	营业外损益	6	6	6	6
其他	566	543	538	538	利润总额	180	280	387	493
资产总计	4014	3533	4398	4810	所得税	47	70	97	123
流动负债	1569	879	1453	1496	净利润	132	210	290	370
短期借款	1098	414	829	871	少数股东损益	16	25	35	44
应付账款	211	205	342	342	归属母公司净利润	116	185	255	326
其他	260	260	282	283	EBITDA	333	323	432	545
非流动负债	222	222	222	222	EPS (元)	0.36	0.57	0.79	1.01
长期借款	113	113	113	113					
其他	109	109	109	109					
负债合计	1792	1101	1676	1718	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	105	130	165	209	营业收入	32.9%	40.6%	31.6%	25.2%
归属母公司股东权益	2117	2302	2558	2883	营业利润	45.1%	57.7%	39.1%	27.8%
负债和股东权益	4014	3533	4398	4810	归属母公司净利润	26.9%	58.7%	38.3%	27.4%
					毛利率	28.1%	28.2%	28.2%	28.4%
					净利率	6.1%	6.9%	7.2%	7.4%
<b>现金流量表</b>					ROE	5.5%	8.0%	10.0%	11.3%
经营活动现金流	-123	-102	-372	15	ROIC	13.6%	9.0%	10.7%	11.0%
净利润	132	210	290	370	资产负债率	44.6%	31.2%	38.1%	35.7%
折旧摊销	105	7	7	2	净负债比率	54.5%	21.7%	34.6%	31.8%
财务费用	53	37	39	51	流动比率	1.7	2.5	2.1	2.4
投资损失	0	0	0	0	速动比率	1.3	1.5	1.3	1.5
营运资金变动	1210	-447	733	434	总资产周转率	0.5	0.9	0.9	1.0
其它	-1624	92	-1440	-842	应收帐款周转率	2.3	2.6	2.5	2.7
投资活动现金流	-829	5	5	5	应付帐款周转率	10.5	10.5	10.5	10.5
资本支出	0	0	0	0	每股收益	0.4	0.6	0.8	1.0
长期投资	0	0	0	0	每股经营现金	-0.4	-0.3	-1.2	0.0
其他	-829	5	5	5	每股净资产	6.9	7.6	8.5	9.6
筹资活动现金流	1668	-721	377	-9	P/E	89	56	41	32
短期借款	0	-684	416	42	P/B	4.9	4.5	4.1	3.6
长期借款	0	-37	-39	-51	EV/EBITDA	32.6	34.2	26.6	21.2
其他	1668	0	0	0					
现金净增加额	716	-818	10	10					

数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

