



## 牵手云峰基金, 丰富上游 POCT 布局

### 投资要点

- **事件:**公司公告拟发行股份及支付现金购买瑞莱生物工程(深圳)有限公司 100% 股权, 配套融资 2.75 亿元支付现金对价及重组费用。标的整体估值 11.79 亿元, 发股锁价 30.05 元/股, 承诺 2017-2019 年扣非归母净利润不低于 5600 万、7500 万和 9000 万元, 重组完成后, 云峰基金将成为公司 5% 以上股东。
- **POCT 行业发展迅速, 瑞莱生物已为国内领先企业。** POCT 和分子诊断以及化学发光为体外诊断领域发展最为迅速的领域, 据 Rncos 分析显示: 2013 年全球市场规模达 160 亿美元, 预计 2018 年将达 240 亿美元, 复合增速 8%。2013 年我国市场规模约为 4.8 亿美元, 预计 2018 年将达 14.3 亿美元, 复合增速 20%。瑞莱生物成立于 2001 年, 由美国科学院院士 William J.Rutter 博士创办, 目前由云峰基金控股。目前瑞莱生物已发展成为国内 POCT 行业的领先企业, 公司拥有荧光检测和胶体金免疫检测两大检测系统产品, 上市 POCT 产品包括心脏标志物, 急性肾损伤和感染及炎症检测试剂以及配套仪器。标的 2016 年实现收入 1.4 亿元, 同比+49.4%; 净利润 3826 万元, 扣非归母净利润 2848 万元。标的方股东承诺 2017-2019 年扣非归母净利润不低于 5600 万、7500 万和 9000 万元, 同比增速+97%、+34%和+20%。考虑到估值 11.79 亿即对应 2017-2019 年估值分别为 21 倍、16 倍和 13 倍, 与同类 A 股万孚生物 2017-2019 年一致预期估值 68 倍、52 倍和 40 倍估值相比, 标的整体估值合理或便宜。考虑到公司自主研发的免疫荧光系列 POCT 检测产品于 2016 年投放市场, 同时推出了如超敏 hs-cTnI、NT-proBNP、MPO、NGAL 等优质创新产品, 2017-2019 年业绩承诺达成确定性高。
- **POCT 特色产品+强大渠道协同效应明显, 云峰基金入股想象空间巨大。** 润达医疗作为国内领先的医学实验室综合服务提供商, 为积极应对未来国产替代的市场趋势, 公司制定了积极向产品研发和制造端延伸的发展战略。我们认为瑞莱生物的 POCT 特色产品和公司强大的渠道网络协同效益主要体现在如下两点: 1) 润达医疗在代理 RBM 进口产品的基础上, 可与瑞莱生物形成全面覆盖低中高端产品的 POCT 产品系列, 构建公司自主 POCT 产品的完整解决方案, 全面增强公司的综合实力和盈利能力; 2) 瑞莱生物可借助国内最大的体外诊断渠道平台, 加速公司产品放量, 从而实现高效协同和双赢。同时考虑到重组后, 云峰基金将持有公司约 7.8% 的股份, 云峰基金产业资源丰富, 预计后续能为公司发展带来进一步想象空间。
- **公司业务平台属性显著, 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, 此次收购瑞莱生物为典型案例。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, 如子公司昆涿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。** 暂不考虑并表影响, 我们预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.72 元、0.94 元、1.10 元, 对应当前股价 PE 分别为 45 倍、34 倍和 29 倍。考虑到公司业务模式顺应产业趋势, 持续外延预期强烈, 我们看好公司长期发展, 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	232.04	302.47	355.31
增长率	26.88%	99.30%	30.35%	17.47%
每股收益 EPS(元)	0.36	0.72	0.94	1.10
净资产收益率 ROE	5.95%	7.38%	8.88%	9.59%
PE	89	45	34	29
PB	4.68	2.91	2.69	2.47

数据来源: Wind, 西南证券

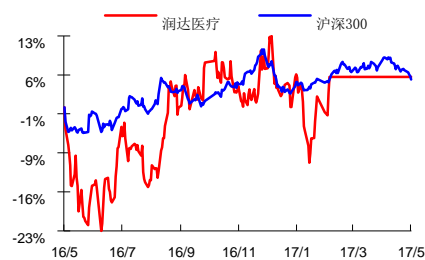
### 西南证券研究发展中心

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: 周平  
电话: 023-67791327  
邮箱: zp@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)	23.45-91.82
总市值(亿元)	103.96
总资产(亿元)	45.31
每股净资产(元)	6.68

### 相关研究

1. 润达医疗 (603108): 营收快速扩张, 华东外占比持续提升 (2017-03-29)
2. 润达医疗 (603108): 携手柳州医药, 进军华南市场 (2017-03-03)
3. 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)
4. 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)
5. 润达医疗 (603108): 规模效应渐显, 业绩或有加速迹象 (2016-10-26)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2164.69	3937.77	4910.77	5836.99	净利润	132.20	263.46	343.44	403.43
营业成本	1556.49	2829.04	3529.36	4198.88	折旧与摊销	105.05	158.95	158.95	158.95
营业税金及附加	7.32	11.21	14.51	17.45	财务费用	50.95	33.47	20.47	27.69
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	-494.94	-856.28	-626.08	-533.09
财务费用	50.95	33.47	20.47	27.69	其他	60.20	-9.12	-42.22	-34.44
资产减值损失	21.07	30.00	35.00	40.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-125.47</b>	<b>-379.51</b>	<b>-110.45</b>	<b>62.55</b>
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	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-828.98</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>173.54</b>	<b>352.64</b>	<b>461.34</b>	<b>542.95</b>	短期借款	586.07	-1098.32	256.62	119.82
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
<b>利润总额</b>	<b>179.65</b>	<b>358.94</b>	<b>467.51</b>	<b>549.17</b>	股权融资	1095.63	1109.00	0.00	0.00
所得税	47.45	95.48	124.07	145.74	支付股利	-18.83	-23.89	-47.60	-62.05
净利润	132.20	263.46	343.44	403.43	其他	-101.93	-114.19	-20.47	-27.69
少数股东损益	15.77	31.43	40.97	48.12	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>1668.41</b>	<b>-127.40</b>	<b>188.54</b>	<b>30.07</b>
归属母公司股东净利润	116.43	232.04	302.47	355.31	<b>现金流量净额</b>	<b>714.04</b>	<b>-506.91</b>	<b>78.10</b>	<b>92.62</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	919.89	412.98	491.08	583.70	<b>成长能力</b>				
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	1227.42	1531.56	1822.55	营业利润增长率	45.07%	103.20%	30.82%	17.69%
其他流动资产	10.84	19.72	24.59	29.23	净利润增长率	43.03%	99.30%	30.35%	17.47%
长期股权投资	193.85	193.85	193.85	193.85	EBITDA 增长率	45.86%	65.40%	17.56%	13.86%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	585.61	432.47	279.32	126.18	毛利率	28.10%	28.16%	28.13%	28.06%
无形资产和开发支出	517.94	513.06	508.19	503.31	三费率	19.43%	18.15%	17.73%	17.78%
其他非流动资产	88.90	87.97	87.04	86.10	净利率	6.11%	6.69%	6.99%	6.91%
<b>资产总计</b>	<b>4107.95</b>	<b>4621.27</b>	<b>5367.74</b>	<b>6036.28</b>	ROE	5.95%	7.38%	8.88%	9.59%
短期借款	1098.32	0.00	256.62	376.44	ROA	3.22%	5.70%	6.40%	6.68%
应付和预收款项	325.88	548.89	676.45	820.26	ROIC	8.46%	9.56%	9.62%	9.99%
长期借款	113.34	113.34	113.34	113.34	EBITDA/销售收入	15.22%	13.84%	13.05%	12.50%
其他负债	348.25	388.30	454.77	518.31	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1885.79</b>	<b>1050.54</b>	<b>1501.18</b>	<b>1828.35</b>	总资产周转率	0.75	0.90	0.98	1.02
股本	321.96	321.96	321.96	321.96	固定资产周转率	5.00	8.03	14.56	31.71
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	696.88	951.75	1245.00	存货周转率	2.90	2.97	2.55	2.50
归属母公司股东权益	2117.26	3434.40	3689.26	3982.52	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	136.33	177.30	225.42	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2222.16</b>	<b>3570.73</b>	<b>3866.56</b>	<b>4207.94</b>	资产负债率	45.91%	22.73%	27.97%	30.29%
负债和股东权益合计	4107.95	4621.27	5367.74	6036.28	带息债务/总负债	64.25%	10.79%	24.64%	26.79%
					流动比率	1.65	4.15	3.39	3.21
					速动比率	1.24	2.65	2.18	2.07
					股利支付率	16.17%	10.29%	15.74%	17.46%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.36	0.72	0.94	1.10
					每股净资产	6.90	11.09	12.01	13.07
					每股经营现金	-0.39	-1.18	-0.34	0.19
					每股股利	0.06	0.07	0.15	0.19
业绩和估值指标									
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	329.55	545.07	640.76	729.59					
PE	89.29	44.80	34.37	29.26					
PB	4.68	2.91	2.69	2.47					
PS	4.80	2.64	2.12	1.78					
EV/EBITDA	32.44	18.38	15.91	14.01					
股息率	0.18%	0.23%	0.46%	0.60%					

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
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@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
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn