

润达医疗

业绩符合预期，外延整合业绩初步释放，积极布局 IVD 产业上游 增持(维持)

2017 年 08 月 29 日

证券分析师 全铭
执业证书编号：
S0600517010002
010-66573567
quanm@dwzq.com.cn

证券分析师 焦德智
执业证书编号：
S0600516120001
jiaodzh@dwzq.com.cn

	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	186	258	330
同比	26.9%	59.5%	39.1%	27.7%
ROE	5.5%	8.2%	10.4%	11.9%
每股收益(元)	0.20	0.32	0.45	0.57
P/E	82	51	37	29
P/B	4.5	4.2	3.8	3.4

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

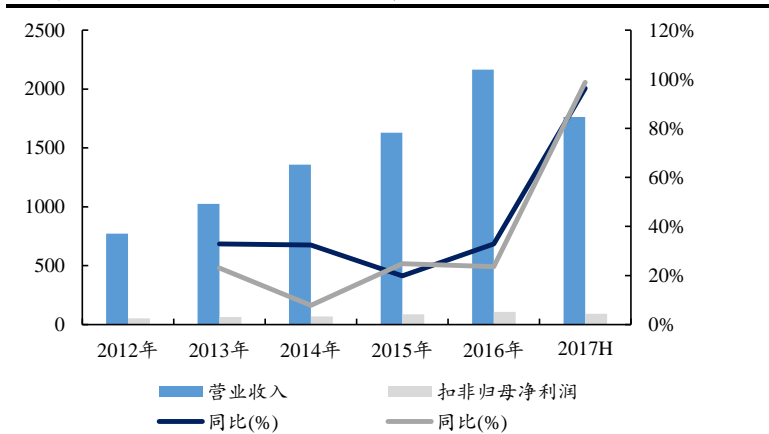
投资要点

一、事件: 公司发布 2017 年半年报

8 月 28 日, 公司发布 2017 年半年报, 上半年公司实现营业收入 17.63 亿元, 同比增长 96.32%; 实现归母净利润 9621 万元, 同比增长 98.01%; 实现扣非归母净利润 9293 万元, 同比增长 98.72%。**业绩符合预期。**

2017 年, 公司 Q2 单季度实现营业收入 10.03 亿元, 同比增长 104.95%, 环比一季度增长 32.16%; 实现归母净利润 6302 万元, 同比增长 92.12%, 环比一季度增长 89.83%。

图表 1: 公司营收、扣非归母净利润及增速(百万元)



数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

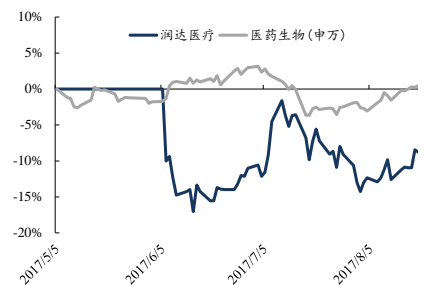
二、我们的观点:

1、集采业务稳步推进、并购整合加速落地, 上半年收入快速增长

上半年公司实现营业收入 17.63 亿元, 同比增长 96.32%; 其中, Q2 单季度实现营业收入 10.03 亿元, 同比增长 104.95%; 在 IVD 渠道商业整合落地、集采打包模式快速复制的带动下, 公司收入端取得快速增长。公司也在原华东、东北优势地区基础上进一步拓展华北地区, 目前华北区已成为公司第二大收入来源。

分板块看, 商业板块实现收入 16.87 亿元(+99.96%), 工业板块实现收入 7435 万元(+44.56%);

股价走势



市场数据

收盘价(元) 16.39
一年最低/最高价 14.74/19.38
市净率(倍) 4.39
流通 A 股市值(亿元) 36.36

基础数据

每股净资产(元) 3.73
资本负债率(%) 48.85
总股本(亿股) 5.80
流通 A 股(亿股) 2.22

相关研究

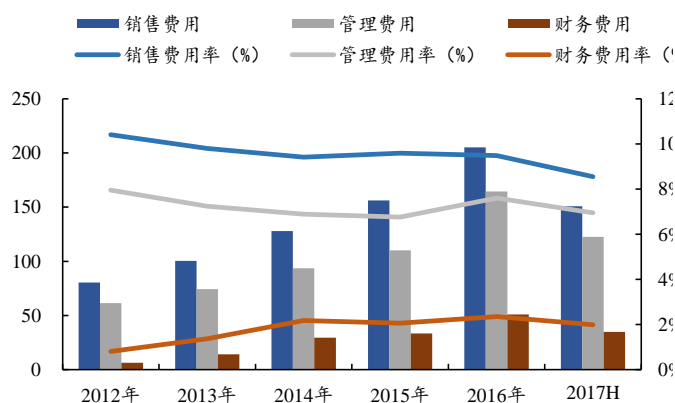
1、润达医疗: 顺 IVD 行业发展之势, 稳步推进集采业务+外延获取区域优质资源+产业链纵深扩张-20170401

- 分产品看，试剂等耗材类实现收入 16.61 亿元 (+95.95%)，仪器实现收入 1.01 亿元 (+111.44%)；
- 分地区看，体量最大的华东地区实现收入 13.19 亿元(+71.94%)，东北地区实现收入 1.13 亿元(+43.41%)，华北地区实现收入 2.54 亿元 (+793.65%)，西南地区为 893 万元。

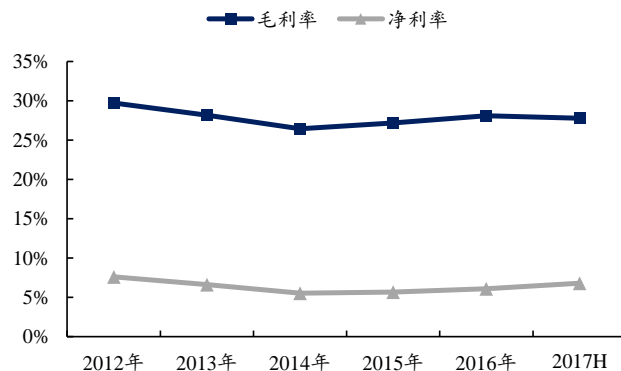
2、利润率全面提升，外延整合业绩获得初步释放

上半年，公司实现毛利率 27.8%(+2.06pp)、净利率为 6.8%(+1.01pp)，利润率水平全面提升。公司销售费用率基本持平，为 8.6% (+0.36pp)；管理费用率、财务费用率同比降低 0.16、0.33 个百分点，分别为 7.0%、2.0%。

图表 2: 公司三费(百万元)变化情况



图表 3: 公司毛利率、净利率变化情况

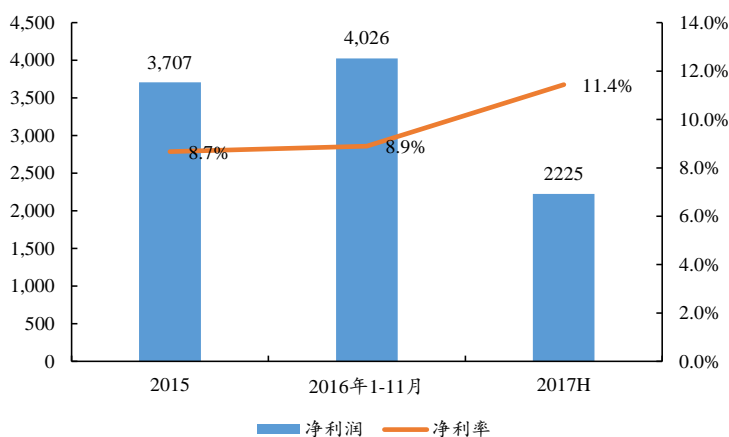


数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

公司 15、16 年相继收购多家区域 IVD 渠道商，公司并购的渠道商多为当地成熟优质的 IVD 集采打包企业，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。叠加公司自身丰富的产品资源和运营服务经验，并购渠道商业绩得到初步整合释放。以 2016 年 12 月公司控股的北京东南为例，上半年北京东南实现净利润 2225 万元，净利润率达到 11.4%，高于 16 年 8.9% 的整体水平。

图表 4: 子公司北京东南净利润(万元)和增速情况



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，逐渐向全国拓展 IVD 集采服务网络。

- 2017 年 7 月 5 日，公司以 9.03 亿元收购长春金泽瑞 60% 股权。金泽瑞为罗氏品牌免疫类生化类产品和希森美康品牌部分产品东北地区最主要的经销商之一，此次并购进一步加强公司在东北地区的市场开拓力，提升公司在东北市场的竞争力。原股东 17-19 年业绩承诺扣非净利润分别不低于 1.4 亿元、1.61 亿元、1.85 亿元。
- 2017 年 7 月 5 日，公司以 9296 万元收购瑞美科技 45% 的股权。公司投资瑞美科技，旨在完善医学实验室整体综合服务能力，导入完整的信息化解决方案，进一步提升集采业务市场竞争力。

投资布局全国打包服务网络、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 5：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

2015/9/17	与广州金域合资 成立上海润金	0.015	50%	-	务发展，打造 IVD 集成业务优势平台 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
-----------	-------------------	-------	-----	---	---

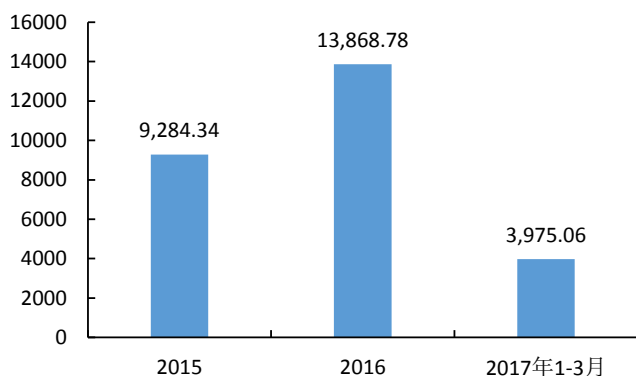
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4、布局 IVD 上游，产业链纵深发展持续寻找利润增长点

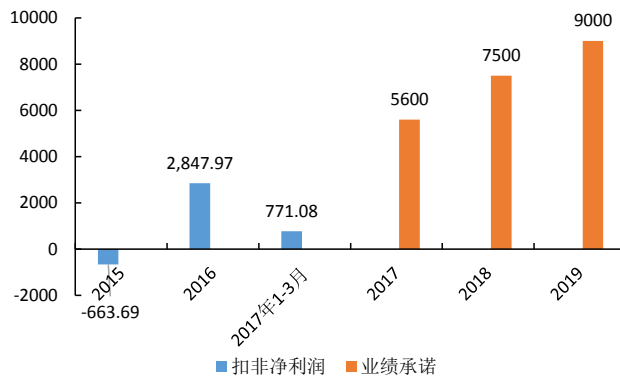
公司利用现有 IVD 集采平台优势进一步向产业链上游延伸。2016 年 6 月，公司以 3960 万元收购 RBM 公司 43.1% 股权。RBM 公司主要产品为 RAMP 心脏标志物诊断系统（包括仪器及相应试剂耗材），是占公司总收入 90% 左右的成熟产品，目前主要销往国内及欧美地区。代理 RBM 产品，使公司得以快速介入 POCT 市场，并为公司长期发展形成重要的产品储备。

上半年，公司拟以 11.79 亿元收购国内主要的 POCT 企业瑞莱生物。在代理 RBM 公司进口产品的基础上，通过对瑞莱生物的并购，公司将形成全面覆盖高端至低端产品的 POCT 产品体系。瑞莱生物自 2001 年成立以来一直致力于 POCT 快速诊断试剂及配套诊断仪器的研发、生产及销售。经过多年的技术积累，瑞莱生物先后建立了以胶体金免疫层析法和免疫荧光法为基础的两大技术平台，检测产品涵盖心脏标志物、肾病、感染性疾病等多个领域。

图表 6：瑞莱生物历年收入（万元）



图表 7：瑞莱生物扣非净利润及业绩承诺（万元）



数据来源：wind 资讯，东吴证券研究所

数据来源：wind 资讯，东吴证券研究所

此外，公司自 2009 年起逐步加大自产产品方面的投入，自主研发的糖化血红蛋白分析系统、生化试剂等产品均已投入市场，其中糖化血红蛋白分析系统产品已经得到了广泛的市场认同，在国产同类产品市场占有率领先。2015 年公司上市后，除进一步加大现有自产产品体系研发投入外，通过对武汉海吉力、Response Biomedical Corp.、北京润诺思的投资，分别在分子诊断、POCT、化学发光免疫诊断等领域进行了布局，为应对 IVD 领域的国产替代趋势打下基础。

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 1.86 亿元、2.58 亿元和 3.30 亿元，同比增长 59.5%、39.1%和 27.7%；对应 EPS 分别为 0.32 元、0.45 元和 0.57 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，因此我们维持对公司的“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	38	39	49
其他	11	11	11	11	资产减值损失	21	21	21	21
非流动资产	1364	1251	1137	1029	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	482	379	275	营业利润	174	275	385	493
无形资产	37	32	27	22	营业外损益	6	6	6	6
其他	566	543	538	538	利润总额	180	281	391	499
资产总计	4014	3448	4227	4553	所得税	47	70	98	125
流动负债	1569	822	1350	1355	净利润	132	211	293	374
短期借款	1098	357	726	731	少数股东损益	16	25	35	45
应付账款	211	205	342	342	归属母公司净利润	116	186	258	330
其他	260	260	282	283	EBITDA	333	408	518	631
非流动负债	222	222	222	222	EPS（元）	0.20	0.32	0.45	0.57
长期借款	113	113	113	113	主要财务比率				
其他	109	109	109	109	营业收入	32.9%	40.6%	31.6%	25.2%
负债合计	1792	1045	1572	1578	营业利润	45.1%	58.5%	39.9%	28.1%
少数股东权益	105	130	165	210	归属母公司净利润	26.9%	59.5%	39.1%	27.7%
归属母公司股东权益	2117	2273	2490	2766	毛利率	28.1%	28.2%	28.2%	28.4%
负债和股东权益	4014	3448	4227	4553	净利率	6.1%	6.9%	7.3%	7.5%
现金流量表					ROE	5.5%	8.2%	10.4%	11.9%
经营活动现金流	-123	-17	-287	99	ROIC	12.7%	9.0%	11.0%	11.6%
净利润	132	211	293	374	资产负债率	44.6%	30.3%	37.2%	34.6%
折旧摊销	105	92	92	87	净负债比率	54.5%	19.6%	31.6%	28.4%
财务费用	53	35	34	44	流动比率	1.7	2.7	2.3	2.6
营运资金变动	1210	-447	733	434	速动比率	1.3	1.7	1.4	1.6
其它	-1624	92	-1440	-842	总资产周转率	0.5	0.9	0.9	1.1
投资活动现金流	-829	5	5	5	应收帐款周转率	2.3	2.6	2.5	2.7
其他	-829	5	5	5	应付帐款周转率	10.5	10.5	10.5	10.5
筹资活动现金流	1668	-806	292	-93	每股收益	0.20	0.32	0.45	0.57
短期借款	0	-741	369	5	每股经营现金	-0.38	-0.05	-0.89	0.31
长期借款	0	-65	-76	-98	每股净资产	6.58	7.06	7.73	8.59
其他	1668	0	0	0	P/E	82	51	37	29
现金净增加额	716	-818	10	10	P/B	4.5	4.2	3.8	3.4

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 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

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>

