

# 润达医疗(603108)

2017年10月27日

## 整合效应凸显，盈利能力提升，业绩符合预期

增持(维持)

证券分析师 全铭  
S0600517010002  
[quanm@dwzq.com.cn](mailto:quanm@dwzq.com.cn)  
010-66573567

证券分析师 焦德智  
S0600516120001  
[jiaodzh@dwzq.com.cn](mailto:jiaodzh@dwzq.com.cn)

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,164.7	3,648.2	5,140.7	6,773.5
同比	32.9%	68.5%	40.9%	31.8%
归母净利润(百万元)	116.4	202.4	297.0	396.4
同比	26.9%	73.8%	46.7%	33.5%
ROE	5.5%	8.8%	11.7%	13.8%
每股收益(元)	0.36	0.35	0.51	0.68
P/E	41.0	42.4	28.9	21.6
P/B	2.3	3.7	3.4	3.0

### 投资要点

#### 一、事件:

公司公布2017年三季报,2017年1-9月公司实现营收29.27亿元,同比增长102%;实现归属母公司股东净利润1.68亿元,同比增长97.67%;扣非归属母公司股东净利润1.62亿元,同比增长99.45%,符合预期。

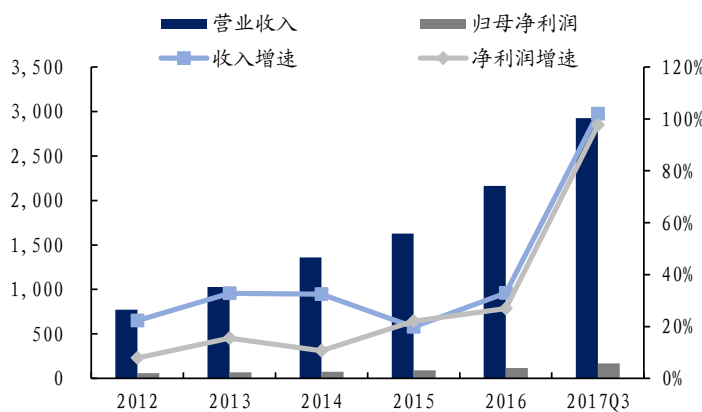
其中,2017年第三季度公司实现营收11.64亿元,同比增长111.27%;归属母公司股东净利润0.71亿元,同比增长97.22%。

#### 二、我们的观点

#### 1、IVD集采打包业务扎实推进,前三季度业绩整体延续上半年增长水平

报告期内,公司IVD集采打包业务全国范围实现快速复制,2017年前三季度销售收入和归母净利润分别达到29.27亿元和1.68亿元,分别实现102%和97.67%的同比增长,收入及净利润增速水平与半年报基本持平,公司全国IVD综合服务供应商的专业地位得到巩固。

图表1: 公司营收和归母净利润变化情况(百万元)

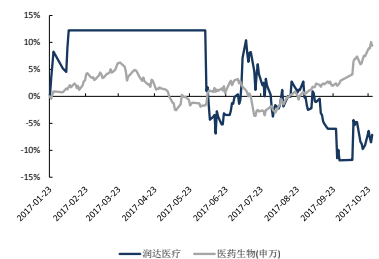


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

#### 2、整合效应显著,利润率获得较大提升

报告期内,公司整体毛利率为27.91%,比去年同期提高1.06个百分点。我们认为毛利率提升主要由于公司加强对近年陆续外延并购子公司的整合,形成了强有力的协同作用所致。公司对其在各地并购的渠道商,通过搭建统一采购平台、业务流程全信息化等方式,建立起有效的管理机制,充分实现各子公司间的资源协同。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	14.81
一年最低/最高价	13.98/19.38
市净率(倍)	3.84
流通A股市值(亿元)	32.9

### 基础数据

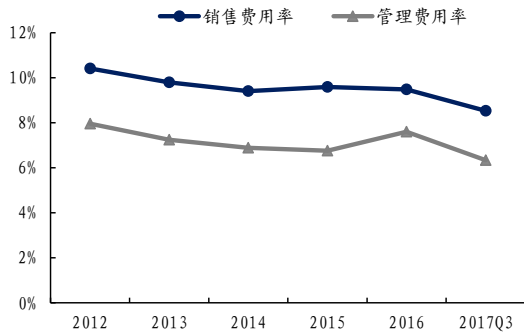
每股净资产(元)	3.86
资本负债率(%)	60.00
总股本(亿股)	5.80
流通A股(亿股)	2.22

### 相关研究

- 1、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-20170830
- 2、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

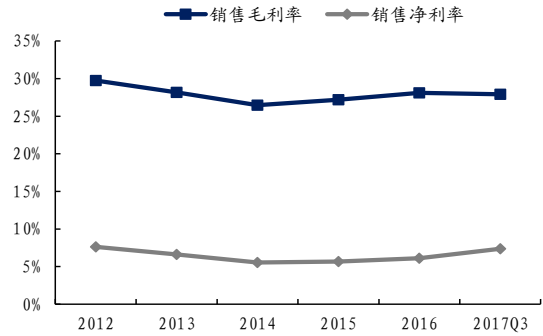
费用方面，报告期内公司三项费用率较上年同期均有所下降，销售费用率、管理费用率及财务费用率分别下降0.20、0.74、0.29个百分点。前三季度公司净利率达到7.39%，高于去年同期1.1个百分点。

图表 2: 公司销售费用率和管理费用率变化情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 3: 公司毛利率和净利率变化情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 3、积极向上游 IVD 产品端布局，进一步提升盈利能力

在巩固现有 IVD 集采平台优势的基础上，公司进一步向产业链上游延伸，不断通过研发/并购获得自有 IVD 优质产品。目前，公司的糖化血红蛋白分析系统等自有产品已通过嫁接自身渠道使公司盈利水平得到有效提高。今年下半年，公司对拟实施重大资产重组的瑞莱生物改为现金方式投资，拟将瑞莱生物的 POCT 产品纳入公司现有产品体系。我们认为公司在 IVD 产品领域的积极布局将持续为公司提供业绩释放动力，将有效推动公司的盈利水平再上一个台阶。

#### 三、盈利预测与投资建议:

我们预计 2017-2019 年公司营业收入分别为 36.48 亿元、51.41 亿元和 67.74 亿元，归母净利润分别为 2.02 亿元、2.97 亿元和 3.96 亿元，对应 EPS 分别为 0.35 元、0.51 元和 0.68 元，当前股价对应 PE 分别为 42.4 倍、28.9 倍和 21.6 倍。我们认为公司 IVD 集采打包业务复制能力强，渠道并购整合效率高，未来渠道及上游 IVD 产品领域的持续布局值得期待。因此，我们维持对公司的“增持”评级。

#### 四、风险提示:

耗材招标降价及“两票制”政策风险，渠道整合不达预期。

润达医疗三大财务预测表(百万元)

资产负债表	2016	2017E	2018E	2019E	利润表	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2721.7	2985.3	3785.1	5125.5	营业收入	2164.7	3648.2	5140.7	6773.5
现金	919.9	36.5	51.4	67.7	营业成本	1556.5	2618.6	3686.5	4848.9
应收票据&账款	932.5	1602.1	1969.5	2736.5	营业税金及附加	7.3	12.3	17.4	22.9
其它应收款	79.5	70.3	140.8	137.4	营业费用	205.3	335.6	472.9	623.2
预付账款	104.7	140.1	204.5	248.7	管理费用	164.4	270.0	380.4	501.2
存货	674.2	1125.5	1408.1	1924.4	财务费用	51.0	49.1	58.2	81.0
其他	10.8	10.8	10.8	10.8	资产减值损失	21.1	21.1	21.1	21.1
非流动资产	1386.3	1205.8	1092.7	984.3	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
长期投资	193.9	193.9	193.9	193.9	投资净收益	14.4	0.0	0.0	0.0
固定资产	566.9	482.1	378.5	275.0	营业利润	173.5	341.5	504.2	675.2
无形资产	36.7	31.8	26.9	22.1	营业外损益	6.1	6.7	6.7	6.7
其他	588.8	498.0	493.4	493.4	利润总额	179.6	348.1	510.9	681.9
资产总计	4108.0	4191.1	4877.8	6109.8	所得税	47.5	87.0	127.7	170.5
流动负债	1652.6	1515.8	1863.9	2643.9	净利润	132.2	261.1	383.1	511.4
短期借款	1098.3	871.9	1073.1	1742.5	少数股东损益	15.8	58.7	86.1	115.0
应付账款	210.7	287.0	413.6	507.9	归属母公司净利润	116.4	202.4	297.0	396.4
其他	343.7	356.9	377.2	393.6	EBITDA	333.5	488.2	660.0	849.2
非流动负债	233.1	222.4	222.4	222.4	EPS (元)	0.36	0.35	0.51	0.68
长期借款	113.3	113.3	113.3	113.3					
其他	119.8	109.1	109.1	109.1					
负债合计	1885.8	1738.2	2086.3	2866.4	<b>主要财务比率</b>				
发行在外股本	322.0	579.5	579.5	579.5	营业收入增速	32.9%	68.5%	40.9%	31.8%
少数股东权益	104.9	163.6	249.7	364.7	归母净利润增速	26.9%	73.8%	46.7%	33.5%
归属母公司股东权益	2117.3	2289.3	2541.8	2878.7	毛利率	28.1%	28.2%	28.3%	28.4%
负债和股东权益	4108.0	4191.1	4877.8	6109.8	净利率	6.1%	7.2%	7.5%	7.6%
					ROE	5.5%	8.8%	11.7%	13.8%
<b>现金流量表</b>					ROIC	13.3%	11.5%	12.2%	14.2%
经营活动现金流	-125.5	-640.3	-89.6	-518.6	资产负债率	45.9%	41.5%	42.8%	46.9%
折旧摊销	105.0	92.0	92.0	87.3	总资产周转率	0.53	0.87	1.05	1.11
营运资金变动	1209.5	174.1	652.9	1229.7	P/E	41.0	42.4	28.9	21.6
投资活动现金流	-829.0	61.7	5.0	5.0	P/B	2.3	3.7	3.4	3.0
筹资活动现金流	1668.4	-304.9	99.5	529.9	EV/EBITDA	15.5	19.9	15.2	12.7
现金净增加额	714.0	-883.4	14.9	16.3	每股净资产(元)	6.58	3.95	4.39	4.97

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>

