

润达医疗(603108)

内生增长强劲，外延整合效益凸显，长期积极拓展产业链双向延伸

增持(维持)

2018 年 03 月 29 日

证券分析师 焦德智

S0600516120001

021-60199780

jiaodzh@dwzq.com.cn

证券分析师 全铭

S0600517010002

quanm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	4,318.8	5,817.4	7,649.9	10,189.7
同比	99.5%	34.7%	31.5%	33.2%
归母净利润(百万元)	219.2	298.6	409.1	555.3
同比	88.3%	36.2%	37.0%	35.8%
ROE	9.6%	11.5%	13.7%	15.6%
每股收益(元)	0.38	0.52	0.71	0.96
P/E	42.5	31.2	22.8	16.8
P/B	4.1	3.6	3.1	2.6

投资要点

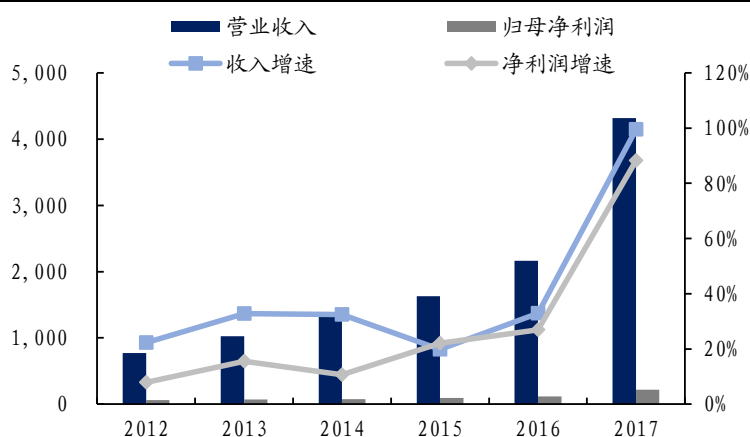
一、事件：公司发布 2017 年年报

2017 年公司实现营业收入 43.19 亿元，同比增长 99.51%；实现归属母公司净利润 2.19 亿元，同比增长 88.26%；扣非后归属母公司净利润 2.21 亿元，同比增长 105.75%。业绩符合预期。

其中，2017 年 Q4 单季度公司实现营业收入 13.92 亿元，同比增长 94.47%；实现归属母公司净利润 0.52 亿元，同比增长 63.04%；扣非后归属母公司净利润 0.59 亿元，同比增加 126.9%。

年度利润分配情况：公司拟以截至 2017 年 12 月 31 日总股本 5.80 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发 0.76 元（含税），共计派发现金红利 4404 万元（含税）。

图表 1：公司营业收入与归母净利润变化情况（亿元）



资料来源：公司公告、东吴证券研究所

二、我们的观点：

1、内生增长强劲，外延整合效益突出，全年业绩持续高增长态势

报告期内，公司聚焦 IVD 集采打包主营业务，实现营收 43.19 亿元，同比增长 99.51%；实现归属母公司净利润 2.19 亿元，同比增长 88.26%。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	16.06
一年最低/最高价	11.78/18.51
市净率(倍)	4.07
流通 A 股市值(亿元)	35.6

基础数据

每股净资产(元)	3.95
资产负债率(%)	61.43
总股本(亿股)	5.80
流通 A 股(亿股)	2.22

相关研究

- 1、整合效应凸显，盈利能力提升，业绩符合预期-20171027
- 2、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
- 3、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

其中，Q4 单季度公司实现营业收入 13.92 亿元，同比增长 94.47%；实现归属母公司净利润 0.52 亿元，同比增长 63.04%，基本延续了前三季度的业绩增长水平。

分产品看，2017 年公司试剂及其他耗材实现收入 40.04 亿元，同比增长 95.95%；公司仪器收入达到 3.08 亿元，同比 161.02%，仪器的收入占比持续提升。

内生增长强劲。经计算，剔除当期北京东南悦达、长春金泽瑞等 5 家新增并表公司因素后，我们预计公司 2017 年收入的内生增速达 63%，净利润的内生增速达 32%。

图表 2：2017 年新增并表公司概况

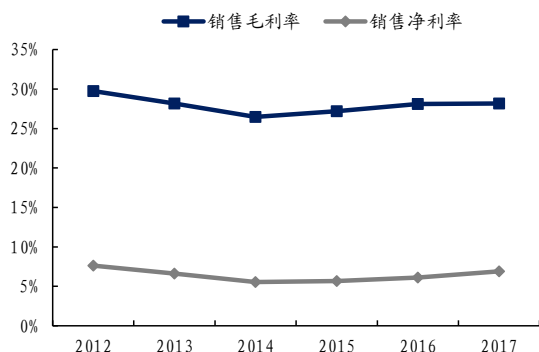
序号	报告期新增并表公司	持股比例	并表时间	并表日至年底收入(亿)	并表日至年底净利润(亿)
1	北京东南悦达	60%	2017/3/8	4.87	0.52
2	长春金泽瑞	60%	2017/9/8	2.07	0.42
3	武汉润达尚检	51%	2017/9/7	0.50	0.13
4	云南润达康泰	51%	2017/9/7	0.32	0.02
5	武汉优科联盛	51%	2017/12/11	0.18	0.03

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2017 年公司继续做大做精主营业务，通过对区域性体外诊断产品流通龙头企业的投资控股，加强市场战略布局，巩固公司在全国范围内的 IVD 流通行业地位。截至目前，公司业务范围已经覆盖华东、华北、东北、华中、西南地区，2017 年华中、华北等薄弱地区销售增长进一步加快，收入增速分别达 815.58%、766.75%。同时，公司在现有业务形态的基础上广拓深耕，不断提升增值服务的内容和品质，2017 年公司整体综合服务业务收入占比达到 30%左右，占比逐年上升。

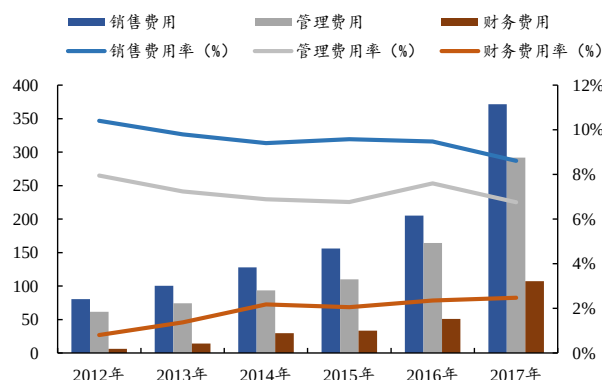
并购整合能力突出，整合效应显现。随着公司投资并购的推进，截至 17 年底公司共拥有子公司 33 家。为提高公司运营效率，公司于 2017 年度全面实施集团管理战略，通过构建集团化管理的组织架构和核心产品、服务优化等内容的统筹分享，进一步实现了体系内的资源优化与整合。2017 年并购整合带来的规模效应开始凸显，由于向上游议价能力的增强，公司整体毛利率提升 0.06pp。费用方面，公司销售费用率、管理费用率分别下降 0.88pp、0.84pp，财务费用率上升 0.13pp。2017 年，公司净利率达到 6.88%，较去年同期提升 0.77pp。

图表 3: 公司利润率变化



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图表 4: 公司三项费用变化



数据来源: wind, 东吴证券研究所

2、持续优化供应链管理, 改善经营性现金流水平

2017 年公司经营活动现金净流量为-8,785.28 万元, 较 2016 年的-1.25 亿有了显著改善。我们认为原因是多方面的, 1) 随着公司采购信息化、精细化管理水平的提高, 同时上游议价权的增强, 降低了公司的采购资金压力; 2) 公司实施了有效的奖惩机制, 加强对其应收账款管理; 3) 报告期内公司拟发行超短融, 进一步优化资产结构, 改善现金流水平。

3、借力自有渠道、施行差异化竞争, 自主品牌产品实现快速增长

针对自主品牌诊断产品, 公司一方面加强与自身渠道的协同, 另一方面根据在国内市场竞争格局的不同采取差异化的策略布局。在拥有市场领先地位的产品方面, 上海惠中的糖化血红蛋白分析仪在巩固现有市场地位的基础上, 推出新生代 MQ6000 糖化分析仪投入市场, 抢占高端市场; 上海昆涿在完善其全面质控管理服务平台的基础上, 通过与公司整体综合服务平台的有机融合, 2017 年业绩增长达 42%。在面临品牌竞争较为激烈的产品方面, 华臣生化试剂借力公司渠道, 其生化试剂取得了同比近 30% 的增长。

2017 年, 公司工业板块 (自主品牌类) 实现收入 1.68 亿元, 同比增长 33.45%; 毛利率达到 66.98%, 同比提升 2.39 个百分点。

新品方面, 公司根据试用客户的反馈, 积极调整和完善产品细节。2017 年度, 公司完成了自主品牌化学发光免疫产品的上市准备工作; 同时在 POCT 领域探索未来增长点, 继续跟进 Response 及瑞莱生物产品的市场切入点, 理顺经销渠道及营销策略。

4、顺应行业发展趋势, 积极推进业务模式的延伸

在分级诊疗、两票制的政策指导下, 公司不断探索围绕 IVD 整体综合服务业务的配套业务模式。2017 年公司在整体综合服务业务较成规模的上海及黑龙江地区开展第三方精准检测实验室业务, 其中在哈尔滨地区实行了 108 家医院实验室检验结果互认的信息系统

搭建工程，在全国范围内支持 23 家医院成立区域检验中心并提供整体综合服务，进一步扩大公司传统业务规模的同时实现了产业链的有效延伸。

5、加强供应链信息化建设，为提升经营效率与品质奠基

2017 年度，公司继续加大信息化系统建设力度，除对之前未完成全信息化改造的控股公司实施 SAP 等系统衔接外，公司成功完成了 B2B 供应链信息管理平台系统的开发，并在现有医院及供应商群体中进行了全面推广。截至目前，公司已成功在 600 余家上游生厂商、下游医院用户中得到了应用，为商品物流的全供应链管理奠定了基础，有助于实现公司产品的质量溯源功能，使供应链品质进一步得以提升。

三、盈利预测与投资评级：

我们预计 2018-2020 年，公司营业收入分别为 58.17 亿元、76.50 亿元和 101.90 亿元；归属母公司净利润分别为 2.99 亿元、4.09 亿元和 5.55 亿元；EPS 分别为 0.52 元、0.71 元和 0.96 元。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，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）

资产负债表	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	3,839.4	4,163.2	6,068.2	7,458.5	营业收入	4,318.8	5,817.4	7,649.9	10,189.7
现金	549.7	523.6	688.5	917.1	营业成本	3,102.8	4,171.1	5,477.3	7,295.8
应收票据&账款	1,894.3	1,913.4	3,093.7	3,575.8	营业税金及附加	17.8	19.2	25.3	33.7
其它应收款	77.1	133.8	143.6	225.9	营业费用	371.7	511.9	665.5	899.8
预付账款	138.0	188.3	240.2	330.6	管理费用	291.8	401.4	535.5	713.3
存货	1,040.8	1,264.7	1,762.8	2,269.8	财务费用	107.1	150.4	183.0	219.4
其他	139.4	139.4	139.4	139.4	资产减值损失	47.5	29.3	29.3	29.3
非流动资产	3,286.0	3,211.7	3,137.5	3,107.5	投资净收益	9.1	-	-	-
固定资产	762.1	738.8	708.8	678.9	营业利润	381.2	534.0	733.9	998.5
无形资产	32.9	32.9	32.9	32.9	营业外损益	5.5	6.0	6.0	6.0
其他	2,490.9	2,440.0	2,395.7	2,395.7	利润总额	386.7	540.0	739.9	1,004.4
资产总计	7,125.3	7,374.9	9,205.7	10,566.0	所得税	89.4	135.0	185.0	251.1
流动负债	3,191.5	3,036.1	4,312.0	4,919.0	净利润	297.3	405.0	554.9	753.3
应付账款	355.7	405.6	594.2	737.6	少数股东损益	78.1	106.4	145.8	198.0
其他	2,835.8	2,630.5	3,717.8	4,181.4	归母净利润	219.2	298.6	409.1	555.3
非流动负债	1,185.3	1,185.3	1,185.3	1,185.3	EBITDA	655.3	732.4	964.0	1,219.3
长期借款	1,112.2	1,112.2	1,112.2	1,112.2	EPS（元）	0.38	0.52	0.71	0.96
其他	73.1	73.1	73.1	73.1	主要财务比率				
负债合计	4,376.8	4,221.4	5,497.2	6,104.3	营业收入增速	99.5%	34.7%	31.5%	33.2%
股本	579.5	579.5	579.5	579.5	归母净利润增速	88.3%	36.2%	37.0%	35.8%
少数股东权益	461.5	567.9	713.8	911.8	毛利率	28.2%	28.3%	28.4%	28.4%
归属母公司股东权益	2,287.0	2,585.6	2,994.7	3,550.0	净利率	6.9%	7.0%	7.3%	7.4%
负债和股东权益	7,125.3	7,374.9	9,205.7	10,566.0	ROE	9.6%	11.5%	13.7%	15.6%
现金流量表					ROIC	15.0%	8.8%	11.1%	11.7%
经营活动现金流	-87.9	320.7	-700.7	-9.1	资产负债率	61.4%	57.2%	59.7%	57.8%
折旧摊销	162.6	44.9	44.9	0.7	总资产周转率	60.6%	78.9%	83.1%	96.4%
营运资金变动	631.2	275.4	1,669.4	1,230.8	P/E	42.5	31.2	22.8	16.8
投资活动现金流	-	-411.0	4.5	4.5	P/B	4.1	3.6	3.1	2.6
筹资活动现金流	1,445.1	64.1	861.1	233.3	EV/EBITDA	19.6	17.6	14.6	12.1
现金净增加额	-393.0	-26.1	164.9	228.6	每股净资产(元)	3.95	4.46	5.17	6.13

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>