

# 润达医疗 (603108.SH)

## 动态分析

### 业绩符合预期，平台价值逐渐彰显

#### 投资要点

- ◆ **事件：**公司发布2017年年度报告，公司2017年1-12月实现收入43.19亿元，同比上升99.51%，实现归母净利润2.19亿元，同比上升88.26%，EPS为0.38元，符合预期。
- ◆ **稳增长强劲+外延并表支持，公司全年业绩表现靓丽：**分季度看，公司2017年Q4单季度实现营业收入13.92亿元，同比上升94.47%，实现归母净利润5160万元，同比上升63.04%。公司业绩呈现快速增长，一方面由于公司积极扩展市场，业务区域不断扩大，客户数量及收入稳步上升，另一方面，公司通过并购进一步扩大业务区域布局，子公司并表带动了公司业绩的提升，同时，随着公司自产产品体系趋于完善，与现有渠道协同效应进一步加大，推动公司盈利水平的提升。从主要并表公司看，北京东南悦达3月份实现并表，营业收入4.87亿元，净利润5,190万元，公司持股60%；长春金泽瑞8月并表，营业收入2.07亿元，净利润4,161万元，公司持股60%。
- ◆ **渠道整合效果显著，积极推进业务模式延伸：**2016年以来，公司渠道拓展动作不断。公司通过渠道的不断拓展，将整体综合服务模式复制到全国，公司目前已经拥有覆盖华东、东北、华北、华中、西南地区的较为完善的服务网络，全国性的综合服务业务平台已初具规模。随着公司渠道布局的深入，公司业务布局发生了巨大的变化。2017年公司华北和东北地区的收入分别出现了766.75%和152.00%的大幅上涨，主要由于北京东南（华北渠道商）和长春金泽瑞（东北渠道商）的并表。2017年，华中地区占比67.92%，而华中以外区域占比达32.08%，华中以外区域收入贡献不断提高。同时，公司积极探索围绕整体综合服务业务的配套业务模式，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，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，我们认为，公司未来有望复制上海和哈尔滨的业务模式，进一步扩大公司业务规模。
- ◆ **积极布局IVD上游产品，产业链不断丰富：**2017年，公司自主产品实现收入1.68亿元，同比上升33.45%。公司自产产品覆盖糖化血红蛋白、质控品、生化试剂、化学发光、POCT等各个领域。其中上海惠中推出新生代MQ6000糖化分析仪投入市场，抢占高端市场；上海昆涑质控服务与公司整体综合服务平台的有机融合，2017年业绩同比上升42%；华臣生化试剂以公司渠道融合作为市场突破口，取得了近30%的增长；公司自主研发的化学发光产品也即将上市。同时，2017年下半年，公司与A&T合作推出开放式流水线Clinilog-RD，充分满足医院现有不同检查系统的优势组合，目前已在上海市曙光医院装机，进一步完善公司的产品体系。
- ◆ **投资建议：**我们认为，未来IVD行业集中度有望进一步提升，公司作为行业龙头企业，业务复制能力强，全国性扩张不断加速，有望在渠道整合中胜出。我们预测公司2018至2020年每股收益分别为0.58、0.78和1.02元，维持增持-A建议。

医药 | 医疗器械 III

 投资评级 **增持-A(维持)**

股价(2018-03-29) 15.86元

#### 交易数据

总市值(百万元)	9,191.41
流通市值(百万元)	3,518.69
总股本(百万股)	579.53
流通股本(百万股)	221.86
12个月价格区间	11.78/32.29元

#### 一年股价表现



升幅%	1M	3M	12M
相对收益	24.7	33.9	-8.89
绝对收益	20.7	29.47	-11.38

分析师 **王冯**  
 SAC 执业证书编号: S0910516120001  
 wangfeng@huajinsec.cn  
 021-20377089

报告联系人 **郑巧**  
 zhengqiao@huajinsec.cn  
 021-20377052

#### 相关报告

- 润达医疗：业绩符合预期，渠道整合效果显著 2017-08-31
- 润达医疗：收购金泽瑞强化东北渠道布局，入股瑞美科技增强信息系统支持服务 2017-07-06
- 润达医疗：渠道整合卓有成效，华东以外占比逐年上升 2017-03-30
- 润达医疗：收购北京 IVD 渠道商，补全华北布局 2016-12-30
- 润达医疗：再次成立产业基金，外延并购有望提速 2016-12-06

◆ **风险提示:** 渠道整合不达预期, 产品研发不达预期, 竞争加剧。

#### 财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	2,164.7	4,318.8	6,062.5	8,010.9	10,270.7
同比增长(%)	32.9%	99.5%	40.4%	32.1%	28.2%
营业利润(百万元)	173.5	380.6	603.7	806.1	1,051.6
同比增长(%)	45.1%	119.3%	58.6%	33.5%	30.4%
净利润(百万元)	116.4	219.2	335.5	449.3	588.8
同比增长(%)	26.9%	88.3%	53.1%	33.9%	31.1%
每股收益(元)	0.20	0.38	0.58	0.78	1.02
PE	78.9	41.9	27.4	20.5	15.6
PB	4.3	4.0	3.6	3.2	2.7

数据来源: 贝格数据华金证券研究所

## 内容目录

一、内生增长强劲+外延并表支持，公司全年业绩表现靓丽.....	4
二、渠道整合效果显著，积极推进业务模式延伸.....	6
三、积极布局 IVD 上游产品，产业链不断丰富.....	7
四、盈利预测.....	7
五、风险提示.....	8

## 图表目录

图 1：公司历年营业收入情况（单位：百万元，%）.....	4
图 2：公司历年净利润情况（单位：百万元，%）.....	4
图 3：公司营业收入分季度情况（单位：百万元，%）.....	4
图 4：公司净利润分季度情况（单位：百万元，%）.....	4
图 5：公司历年主营业务收入分产品情况（单位：百万元，%）.....	5
图 6：公司历年毛利率与净利率情况（单位：%）.....	5
图 7：公司历年期间费用情况（单位：百万元，%）.....	6
图 8：公司历年期间费用率情况（单位：%）.....	6
图 9：公司渠道布局情况.....	6
图 10：公司历年主营业务收入分地区情况（单位：百万元，%）.....	7
图 11：2017 年公司主营业务收入分地区情况（单位：%）.....	7

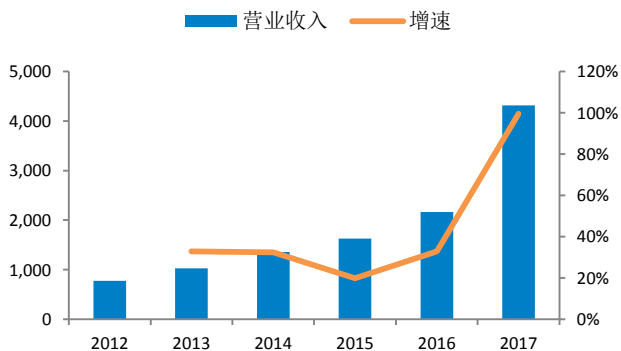
**事件：**公司发布 2017 年年度报告，公司 2017 年 1-12 月实现收入 43.19 亿元，同比上升 99.51%，实现归母净利润 2.19 亿元，同比上升 88.26%，EPS 为 0.38 元，符合预期。

## 一、内生增长强劲+外延并表支持，公司全年业绩表现靓丽

公司发布 2017 年年度报告，公司 2017 年 1-12 月实现收入 43.19 亿元，同比上升 99.51%，实现归母净利润 2.19 亿元，同比上升 88.26%。分季度看，公司 2017 年 Q4 单季度实现营业收入 13.92 亿元，同比上升 94.47%，实现归母净利润 5160 万元，同比上升 63.04%。公司业绩呈现快速增长，一方面由于公司积极扩展市场，业务区域不断扩大，客户数量及收入稳步上升，另一方面，公司通过并购进一步扩大公司区域布局，子公司并表带动了公司业绩的提升，同时，随着公司自产产品体系趋于完善，与现有渠道协同效应进一步加大，推动公司盈利水平的提升。

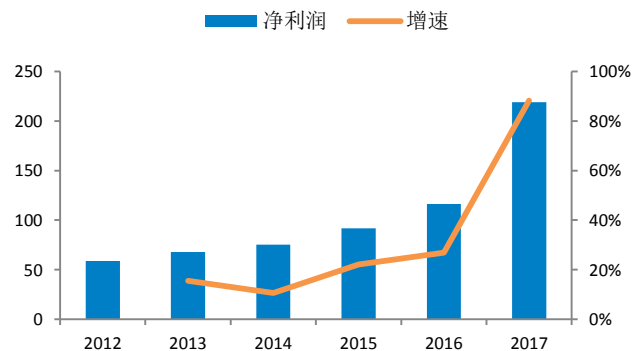
从主要并表公司看，北京东南悦达 3 月份实现并表，营业收入 4.87 亿元，净利润 5,190 万元，公司持股 60%；长春金泽瑞 8 月并表，营业收入 2.07 亿元，净利润 4,161 万元，公司持股 60%。

图 1：公司历年营业收入情况（单位：百万元，%）



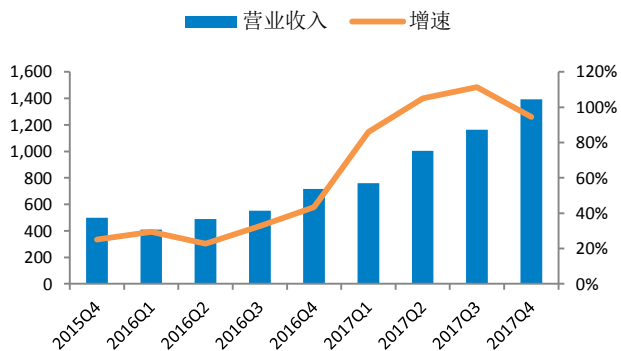
资料来源：wind，华金证券研究所

图 2：公司历年净利润情况（单位：百万元，%）



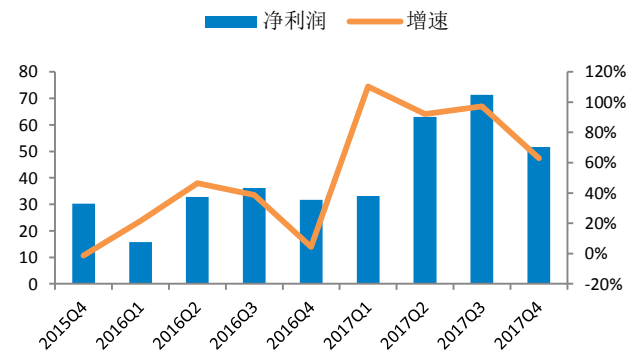
资料来源：wind，华金证券研究所

图 3：公司营业收入分季度情况（单位：百万元，%）



资料来源：wind，华金证券研究所

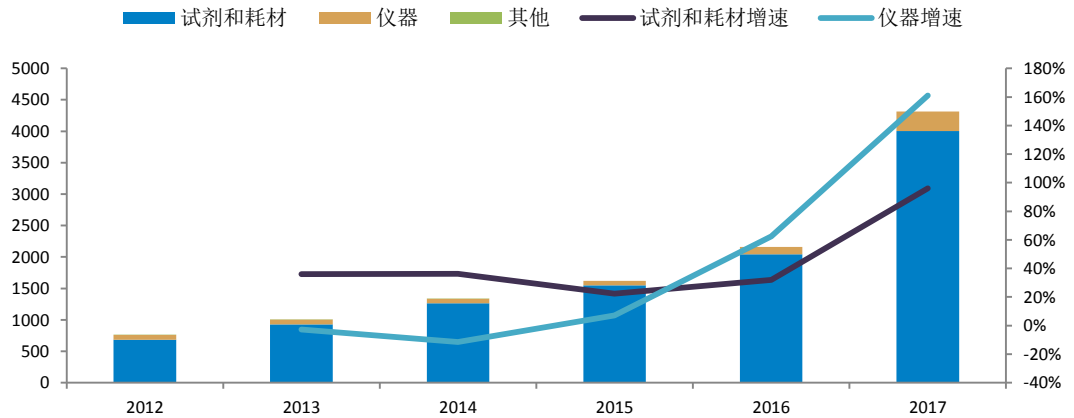
图 4：公司净利润分季度情况（单位：百万元，%）



资料来源：wind，华金证券研究所

分产品看，试剂及其他耗材收入 40.04 亿元，同比上升 95.95%，仪器收入 3.08 亿元，同比上升 161.02%。

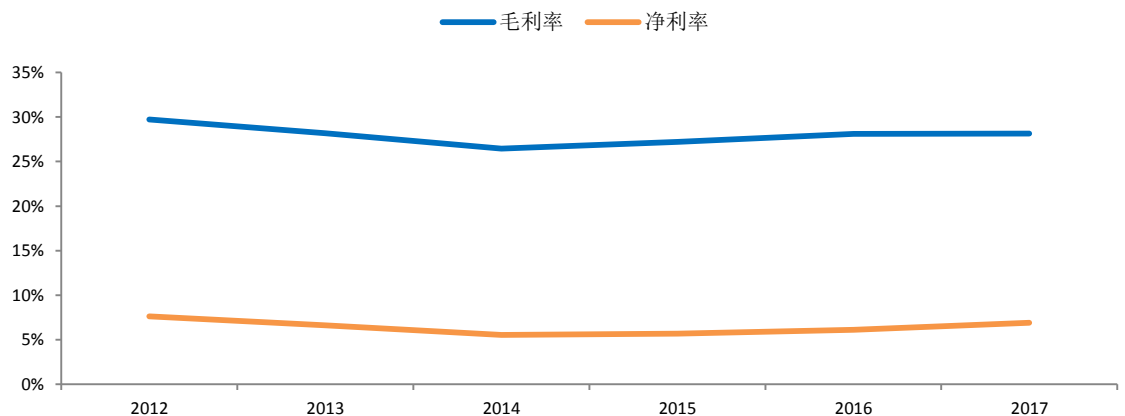
图 5：公司历年主营业务收入分产品情况（单位：百万元，%）



资料来源：wind，华金证券研究所

2017 年公司毛利率 28.16%，同比上升 0.06PCT，基本稳定，体现了公司对于上游良好的议价能力。净利率 6.88%，同比上升 0.78PCT，亦基本维持稳定。

图 6：公司历年毛利率与净利率情况（单位：%）

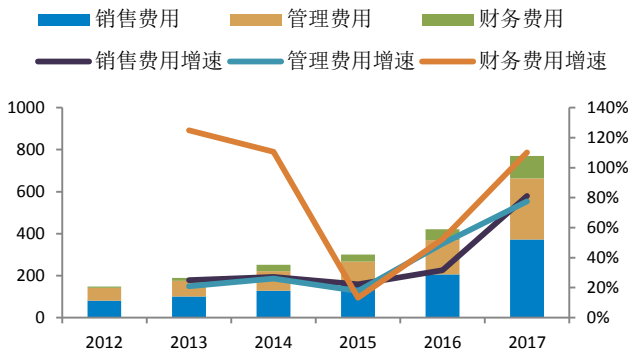


资料来源：wind，华金证券研究所

期间费用方面，公司销售费用 3.72 亿元，同比上升 81.08%，主要由于业务规模扩大引起职工薪酬增加及加大市场开拓力度；管理费用 2.92 亿元，同比上升 77.46%，主要由于业务规模扩大引起职工薪酬及存货报废增加；财务费用 1.07 亿元，同比上升 110.18%，主要随业务规模扩

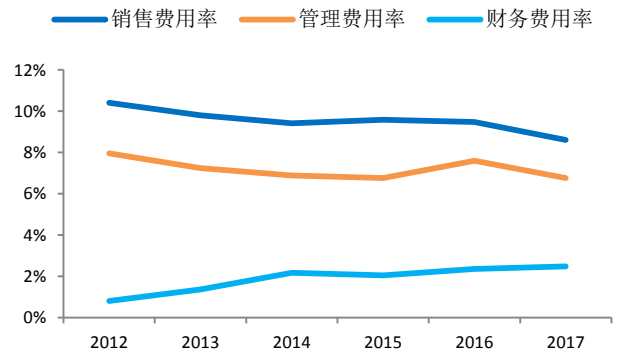
大债务融资规模增加所致。对应的销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 8.61% (-0.88PCT)、6.76% (-0.84PCT) 和 2.48% (+0.13PCT)，期间费用控制良好。

图 7：公司历年期间费用情况（单位：百万元，%）



资料来源：wind，华金证券研究所

图 8：公司历年期间费用率情况（单位：%）

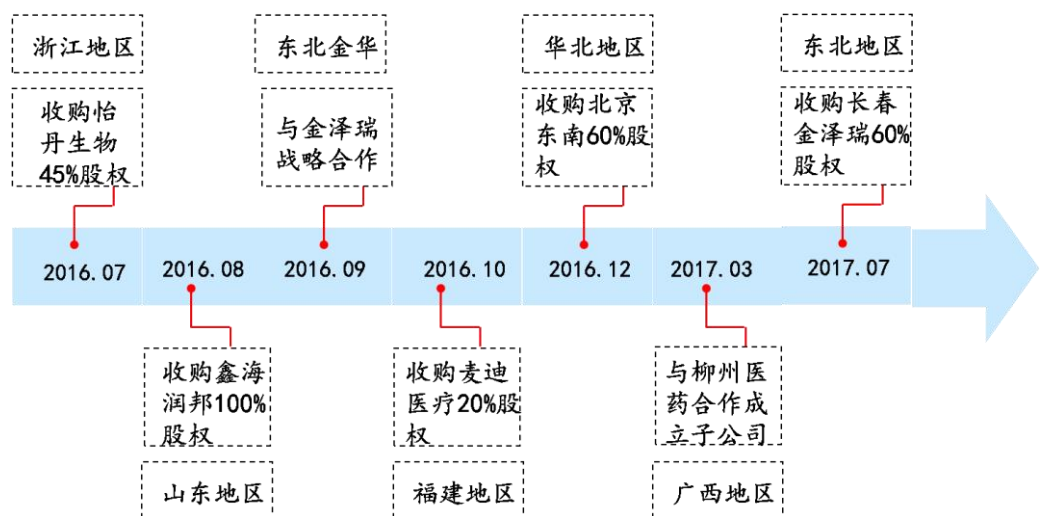


资料来源：wind，华金证券研究所

## 二、渠道整合效果显著，积极推进业务模式延伸

2016 年以来，公司渠道拓展动作不断。公司通过渠道的不断拓展，将整体综合服务模式复制到全国，公司目前已经拥有覆盖华东、东北、华北、华中、西南地区的较为完善的服务网络，全国性的综合服务业务平台已初具规模。

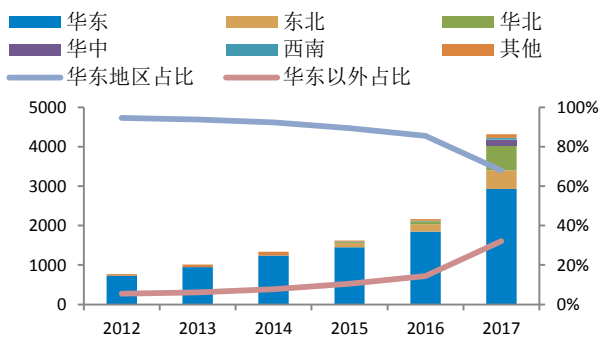
图 9：公司渠道布局情况



资料来源：公司公告，华金证券研究所

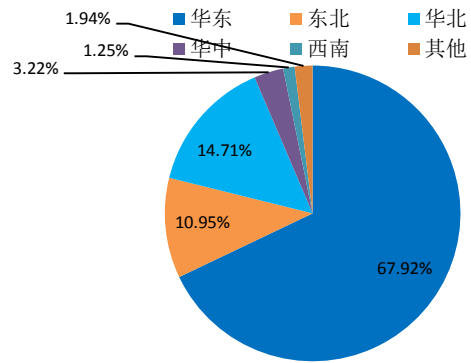
随着公司渠道布局的深入，公司业务布局发生了巨大的变化。2017 年公司华北和东北地区的收入分别出现了 766.75%和 152.00%的大幅上涨，主要由于北京东南（华北渠道商）和长春金泽瑞（东北渠道商）的并表。2017 年，华中地区占比 67.92%，而华中以外区域占比达 32.08%，华中以外区域收入贡献不断提高。

图 10：公司历年主营业务收入分地区情况（单位：百万元，%）



资料来源：wind，华金证券研究所

图 11：2017 年公司主营业务收入分地区情况（单位：%）



资料来源：wind，华金证券研究所

公司积极探索围绕整体综合服务业务的配套业务模式，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，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，我们认为，公司未来有望复制上海和哈尔滨的业务模式，进一步扩大公司业务规模。

### 三、积极布局 IVD 上游产品，产业链不断丰富

2017 年，公司自主产品实现收入 1.68 亿元，同比上升 33.45%。公司自产产品覆盖糖化血红蛋白、质控品、生化试剂、化学发光、POCT 等各个领域。其中上海惠中推出新生代 MQ6000 糖化分析仪投入市场，抢占高端市场；上海昆涑质控服务与公司整体综合服务平台的有机融合，2017 年业绩同比上升 42%；华臣生化试剂以公司渠道融合作为市场突破口，取得了近 30% 的增长；公司自主研发的化学发光产品也即将上市。

同时，2017 年下半年，公司与 A&T 合作推出开放式流水线 Clinilog-RD，充分满足医院现有不同检查系统的优势组合，目前已在上海市曙光医院装机，进一步完善公司的产品体系。

### 四、盈利预测

我们认为，未来 IVD 行业集中度有望进一步提升，公司作为行业龙头企业，业务复制能力强，全国性扩张不断加速，有望在渠道整合中胜出。我们预测公司年 2018 至 2020 年每股收益分别为 0.58、0.78 和 1.02 元，维持增持-A 建议。

## 五、风险提示

渠道整合不达预期，产品研发不达预期，竞争加剧。



## 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址： [www.huajinsec.com](http://www.huajinsec.com)