



**东兴证券**  
DONGXING SECURITIES

## 业绩快速增长，盈利质量改善明显

——润达医疗（603108）2018年一季报点评

2018年04月26日

推荐/首次

润达医疗

财报点评

张金洋

分析师

执业证书编号：S1480516080001

zhangjy@dxzq.net.cn 010-66554035

事件：

润达医疗 2018 年一季报：实现营业收入，归母净利、归母扣非净利分别为 12.95 亿、0.56 亿、0.59 亿，同比增长 70.58%、69.99%、89.29%，实现 EPS 0.10 元。

观点：

**业绩快速增长，盈利质量改善明显**

- ◆ 公司 2018 年一季度实现营业收入 12.95 亿元，同比增长 70.58%，归母净利 0.56 亿元，同比增长 69.99%，预计公司内生收入端增速超过 30%（母公司营收 4.36 亿元，同比增长 36.68%），受 2017 年东南悦达（2017 年 3 月）及长春金泽瑞（2017 年 9 月）并表影响收入端增速较快。
- ◆ 经营性现金流改善明显，2018 年一季度末经营活动现金流净额-445 万，较去年年底（-8,585 万）大幅改善，随着经营规模的扩大（对上游供应商议价能力提升）、对回款的管理的加强以及公司自身精细化管理的深入，公司现金流有望持续向好。

**财务指标方面：**公司销售费用率 7.42%，较去年同期（8.41%）下降 0.99pp，管理费用率 5.44%，较去年同期（8.25%）下降 2.81pp，公司收入增速大幅快于费用增速；财务费用率 3.44%，较去年同期（2.06%）上升 1.38pp，公司于 2017 年 9、11 月非公开发债共计 9.3 亿元，导致财务费用同比增长 184.65%。

**打包业务快速复制，同步探索新业务模式**

- ◆ 公司在全国范围内不断铺开医院打包业务，并借助国控的渠道优势快速提高公司的市场份额。2017 年公司开展打包业务的医院数量超过 260 家，其中三级医院占比较高（预计在 30%以上），打包业务收入规模约 12 亿元，根据我们的草根调研，医院检验科普遍对润达的打包操作模式和服务体验较为认可。
- ◆ 与此同时，润达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并提供整体综合服务，进一步扩大公司业务规模。

**公司自产产品布局逐渐完善，打造 IVD 全产品线**

- ◆ 公司 2017 年自主品牌产品营收 1.68 亿元，同比增长 33.45%，毛利率提高 2.39pp，目前已涵盖糖化血红蛋白、质控品、生化试剂、化学发光和 POCT 等产品，其中高端 MQ6000 糖化分析仪投入市场（上海惠中），质控品 2017 年增速 42%（上海昆涿），华臣生化试剂借助公司渠道融合优势 2017 年增速近 30%（远超市场平均增速），公司自主化学发光产品即将上市，Response 及瑞莱生物的 POCT 产品未来在渠道理顺后也有望快速上量。

- ◆ 2017 年公司与 A&T 合作共同推出开放式流水线 Clinilog-RD，可以对接各类世界知名公司（罗氏、雅培、贝克曼、西门子等）生化、免疫分析仪，并可外接凝血模块（希森美康等公司产品），目前主体模块已完成注册，并已在上海市曙光医院装机。开放式流水线有利于医院根据自己的检测需求和场地情况自行选择仪器规格，或将现有仪器整合入流水线系统，充分利用已有资源，提升整体效率。

#### 结论：

我们预计 2018-2020 年归母净利润分别为 3.43、4.86、6.68 亿元，同比增长 56.27%、41.90%、37.43%，EPS 分别为 0.59、0.84、1.15 元，对应 PE 分别为 26x、19x、14x。公司是国内 IVD 流通领域龙头企业，服务及渠道优势明显，业务符合行业趋势发展，市场份额处于快速提升期，我们看好公司长期发展，首次覆盖，给予“推荐”评级。

#### 风险提示：

IVD 产品降价幅度超出预期、外延并购标的商誉减值风险。

**公司盈利预测表**

资产负债表					利润表						
单位: 百万元					单位: 百万元						
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产合计</b>	2722	3839	5355	6789	8600	<b>营业收入</b>	2165	4319	6043	7674	9744
货币资金	920	550	769	977	1240	<b>营业成本</b>	1556	3103	4517	5773	7333
应收账款	925	1867	2613	3318	4213	营业税金及附加	7	18	30	38	49
其他应收款	79	77	108	137	174	营业费用	205	372	508	604	767
预付款项	105	138	187	249	327	管理费用	164	292	400	483	583
存货	674	1041	1515	1936	2460	财务费用	51	107	0	0	0
其他流动资产	11	132	134	135	138	资产减值损失	21.07	47.54	47.54	47.54	47.54
<b>非流动资产合计</b>	1386	3286	4374	5733	7286	公允价值变动收益	0.00	-7.99	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	194	552	777	1002	1227	投资净收益	14.38	9.13	0.00	0.00	0.00
固定资产	567	762	1702	2818	4137	<b>营业利润</b>	174	381	541	728	964
无形资产	37	33	27	23	19	营业外收入	7.42	7.12	7.53	7.53	7.53
其他非流动资产	39	96	0	0	0	营业外支出	1.32	1.07	1.38	1.38	1.38
<b>资产总计</b>	4108	7125	9729	12523	15886	<b>利润总额</b>	180	387	547	734	970
<b>流动负债合计</b>	1653	3192	5607	8079	11030	所得税	47	89	126	170	224
短期借款	1098	1693	4322	6639	9397	<b>净利润</b>	132	297	421	564	746
应付账款	194	356	533	681	865	少数股东损益	16	78	78	78	78
预收款项	34	73	73	73	73	归属母公司净利润	116	219	343	486	668
一年内到期的非流	81	159	159	159	159	EBITDA	327	649	731	1094	1437
<b>非流动负债合计</b>	233	1185	1125	1125	1125	<b>EPS (元)</b>	0.41	0.38	0.59	0.84	1.15
长期借款	113	185	1115	1115	1115	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	927	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>负债合计</b>	1886	4377	6732	9204	12154	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	105	462	540	618	696	营业收入增长	32.91%	99.51%	39.93%	26.98%	26.98%
实收资本(或股本)	322	580	580	580	580	营业利润增长	45.07%	119.33	42.12%	34.50%	32.52%
资本公积	1307	1024	1024	1024	1024	归属于母公司净利润	56.27%	88.26%	56.27%	41.90%	37.43%
未分配利润	454	642	711	808	941	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	2117	2287	2458	2701	3035	毛利率(%)	28.10%	28.16%	26.72%	26.25%	26.22%
<b>负债和所有者权益</b>	4108	7125	9729	12523	15886	净利率(%)	6.11%	6.88%	6.96%	7.35%	7.66%
<b>现金流量表</b>	单位: 百万元					总资产净利润(%)	19.20%	2.83%	3.08%	3.52%	3.88%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	5.50%	9.58%	13.93%	17.99%	22.01%
<b>经营活动现金流</b>	-125	-88	-72	-94	-88	<b>偿债能力</b>					
净利润	132	297	421	564	746	资产负债率(%)	46%	61%	69%	73%	77%
折旧摊销	103	162	190	366	473	流动比率			0.96	0.84	0.78
财务费用	51	107	0	0	0	速动比率			0.68	0.60	0.56
应收账款减少	0	-942	-746	-705	-895	<b>营运能力</b>					
预收账款增加	0	39	0	0	0	总资产周转率	0.75	0.77	0.72	0.69	0.69
<b>投资活动现金流</b>	-829	-1750	-1341	-1773	-2073	应收账款周转率	3	3	3	3	3
公允价值变动收益	0	-8	0	0	0	应付账款周转率	15.79	15.72	13.61	12.65	12.61
长期股权投资减少	0	-363	-218	-225	-225	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	14	9	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.41	0.38	0.59	0.84	1.15
<b>筹资活动现金流</b>	1668	1445	1982	2074	2424	每股净现金流(最新)	2.22	-0.68	0.38	0.36	0.45
应付债券增加	0	927	-927	0	0	每股净资产(最新摊)	6.58	3.95	4.24	4.66	5.24
长期借款增加	0	71	930	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	228	258	0	0	0	P/E	38.02	41.03	26.38	18.59	13.53
资本公积增加	868	-283	0	0	0	P/B	2.37	3.95	3.68	3.34	2.98
<b>现金净增加额</b>	714	-393	219	208	264	EV/EBITDA	16.48	17.63	18.97	14.60	12.85

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 张金洋

医药生物行业小组组长，3年证券行业研究经验，3年医药行业实业工作经验。2016年水晶球最佳分析师第一名，2015年新财富第七名团队核心成员，2015年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016年7月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。