

上游自主产品+下游实验室建设持续推进，新冠试剂将借道放量

——润达医疗(603108.SH)公告点评

公司简报

◆事件:

公司公告，与北京纳捷诊断试剂有限公司签署《战略合作协议》，取得了“新型冠状病毒 2019-nCoV 核酸检测试剂盒（荧光 PCR 法）的全球销售权。

◆点评:

IVD 服务龙头上下游延伸，自主新冠试剂将借道放量，20Q2 业绩回升在即。公司作为 IVD 集约化服务龙头，持续延伸上下游，以深度绑定客户，并提高毛利率。上游方面，本次新冠试剂即是公司和北京纳捷联合研发，目前已经取得 CE 认证、国内注册证，并进入商务部医疗物资出口“白名单”，将借助公司渠道快速放量；下游方面，公司集约化及区域检验中心业务收入增长较快，2019 年收入已达 20.63 亿（同比+21.24%），深度绑定的客户数量达 300 多家。20Q1 受疫情短暂冲击，新冠检测和核酸实验室建设等新业务有望增厚业绩，20Q2 业绩回升在即。

有望持续受益于后续医院建设、专项贷款支持。疫情中，公司全面负责雷神山医院检验科建设、物资配送等，服务能力得到广泛认可。疫情后，公司有望持续提高市占率，并受益于各层级医院检验科建设，如公司已承接大量的 PCR 实验室建设订单。另外，公司引进国企杭州市下城国投为第一大股东后，并享受专项低息贷款支持，后续财务费用有望大幅节省。

服务能力不可替代价值凸显，有望价值重估。公司并非单纯的 IVD 配送公司，而是以服务能力为核心，IVD 产品仅是计价的载体。公司有大量的后台支持人员，可以实时响应医院检验科的需求，甚至为检验科提供整体解决方案。这也是国药、柳药等大型流通商选择和润达合作的原因，国润过去几年快速增长即是最好的证明。

◆盈利预测与投资评级：公司作为 IVD 综合服务商龙头，将充分受益于行业集中度提升。我们维持公司 20-22 年 EPS 预测为 0.65/0.86/1.05 元，同比增长 21%/33%/22%，现价对应 20-22 年 PE 为 20/15/12 倍，维持“买入”评级。

◆风险提示：疫情持续；IVD 耗材降价超预期；商誉减值风险。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,964	7,052	8,357	10,198	12,323
营业收入增长率	38.10%	18.24%	18.51%	22.03%	20.83%
净利润(百万元)	262	310	374	498	610
净利润增长率	19.51%	18.15%	20.80%	33.20%	22.45%
EPS(元)	0.45	0.53	0.65	0.86	1.05
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.45%	11.22%	11.94%	14.22%	15.44%
P/E	29	25	20	15	12
P/B	3.0	2.8	2.4	2.2	1.9

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2020 年 6 月 10 日

买入(维持)

当前价: 13.11 元

分析师

林小伟 (执业证书编号: S0930517110003)

021-52523871

linxiaowei@ebsec.com

宋硕 (执业证书编号: S0930518060001)

021-52523872

songshuo@ebsec.com

市场数据

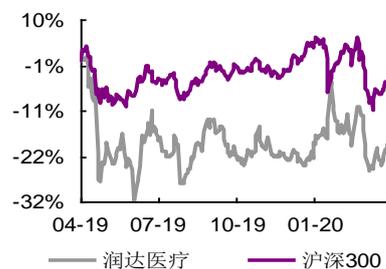
总股本(亿股): 5.80

总市值(亿元): 75.98

一年最低/最高(元): 8.34/13.38

近 3 月换手率: 115.72%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	29.71	16.77	22.47
绝对	31.63	15.72	34.35

资料来源: Wind

相关研报

集成及区检业务增长较快，后疫情时代有望持续受益——润达医疗(603108.SH) 2019 年年报和 2020 年一季报点评
 2020-5-2
 集采业务继续发力，内外挖潜改善周转——润达医疗(603108.SH) 2019 年三季报点评
 2019-10-28
 成长稳健，营运改善——润达医疗(603108.SH) 2019 年中报点评
 2019-08-25

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	5,964	7,052	8,357	10,198	12,323
营业成本	4,323	5,137	6,186	7,523	9,198
折旧和摊销	209	239	262	366	495
税金及附加	27	27	32	39	47
销售费用	441	601	715	816	961
管理费用	320	356	409	500	604
研发费用	44	59	70	86	104
财务费用	188	231	199	256	294
投资收益	70	131	155	190	229
营业利润	578	677	850	1,087	1,322
利润总额	592	686	858	1,096	1,331
所得税	160	175	218	279	339
净利润	432	511	639	817	992
少数股东损益	170	202	266	319	382
归属母公司净利润	262	310	374	498	610
EPS(按最新股本计)	0.45	0.53	0.65	0.86	1.05

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	539	247	321	503	604
净利润	262	310	374	498	610
折旧摊销	209	239	262	366	495
净营运资金增加	322	248	827	1,029	1,275
其他	-254	-550	-1,142	-1,389	-1,776
投资活动产生现金流	-301	-281	-1,259	-1,227	-1,190
净资本支出	-252	-230	-1,400	-1,400	-1,400
长期投资变化	488	506	0	0	0
其他资产变化	-537	-557	141	173	210
融资活动现金流	-428	258	1,348	1,000	905
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-541	652	1,358	1,117	1,055
无息负债变化	577	452	1,529	1,857	2,177
净现金流	-190	224	409	276	319

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	27.5%	27.2%	26.0%	26.2%	25.4%
EBITDA 率	15.6%	16.8%	15.1%	16.2%	15.9%
EBIT 率	11.8%	13.1%	11.9%	12.6%	11.9%
税前净利润率	9.9%	9.7%	10.3%	10.7%	10.8%
归母净利润率	4.4%	4.4%	4.5%	4.9%	4.9%
ROA	5.7%	5.7%	5.1%	5.0%	4.9%
ROE (摊薄)	10.5%	11.2%	11.9%	14.2%	15.4%
经营性 ROIC	8.8%	11.0%	9.2%	9.7%	9.3%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	58%	61%	67%	70%	72%
流动比率	1.19	1.08	1.01	1.00	1.02
速动比率	0.87	0.86	0.82	0.83	0.86
归母权益/有息债务	1.03	0.90	0.71	0.63	0.60
有形资产/有息债务	2.34	2.30	2.35	2.52	2.71

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	7,543	9,033	12,559	16,221	20,282
货币资金	373	844	1,254	1,530	1,848
交易性金融资产	0	120	120	120	120
应收账款	2,410	2,786	3,924	5,261	6,880
应收票据	27	17	21	25	31
其他应收款(合计)	70	2	2	2	2
存货	1,148	1,177	1,501	1,796	2,175
其他流动资产	129	438	895	1,540	2,283
流动资产合计	4,284	5,637	8,017	10,636	13,780
其他权益工具	0	8	8	8	8
长期股权投资	488	506	506	506	506
固定资产	868	863	849	920	1,007
在建工程	1	25	649	1,117	1,468
无形资产	32	57	226	360	468
商誉	1,656	1,714	1,714	1,714	1,714
其他非流动资产	6	7	9	9	9
非流动资产合计	3,259	3,396	4,542	5,586	6,501
总负债	4,412	5,516	8,403	11,377	14,608
短期借款	1,546	2,317	4,303	5,420	6,475
应付账款	775	840	1,237	1,505	1,840
应付票据	19	204	246	299	366
预收账款	78	79	94	115	139
其他流动负债	0	753	1,601	2,798	4,179
流动负债合计	3,595	5,214	7,912	10,619	13,543
长期借款	252	129	129	129	129
应付债券	306	0	0	0	0
其他非流动负债	8	166	355	621	929
非流动负债合计	817	302	491	758	1,065
股东权益	3,131	3,516	4,156	4,845	5,674
股本	580	580	580	580	580
公积金	1,066	1,022	1,059	1,109	1,170
未分配利润	860	1,158	1,494	1,814	2,200
归属母公司权益	2,506	2,758	3,132	3,502	3,949
少数股东权益	625	758	1,024	1,342	1,725

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	7.39%	8.53%	8.55%	8.00%	7.80%
管理费用率	5.36%	5.05%	4.90%	4.90%	4.90%
财务费用率	3.16%	3.28%	2.38%	2.51%	2.38%
研发费用率	0.74%	0.84%	0.84%	0.84%	0.84%
所得税率	27%	25%	25%	25%	25%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.10	0.00	0.22	0.28	0.34
每股经营现金流	0.93	0.43	0.55	0.87	1.04
每股净资产	4.32	4.76	5.40	6.04	6.81
每股销售收入	10.29	12.17	14.42	17.60	21.26

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	29	25	20	15	12
PB	3.0	2.8	2.4	2.2	1.9
EV/EBITDA	12.3	10.1	10.7	9.2	8.7
股息率	0.7%	0.0%	1.7%	2.1%	2.6%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼