

公司研究

疫情下正增长不易，21年加速增长可期

——润达医疗（603108.SH）2020年业绩快报点评

要点

事件：公司发布2020年业绩快报，实现营业收入70.81亿元，同比+0.41%；归母净利润3.29亿元，同比+6.40%；扣非归母净利润3.20亿元，同比+5.03%；EPS 0.57元。业绩符合市场预期。

点评：

2020年下半年业绩逐季加速，全年整体业绩保持稳健增长：2020Q1~Q4，公司单季度营业收入分别为12.99/16.44/19.82/21.56亿元，同比-15.16%/-6.78%/+4.41%/+15.97%；归母净利润0.32/0.80/1.25/0.94亿元，同比-53.36%/-25.40%/+6.07%/433.74%；扣非归母净利润分别为0.28/0.79/1.19/0.94亿元，同比-59.23%/-27.48%/+4.17%/+691.53%。上半年的业务受到疫情影响，医院常规检测需求出现阶段性下滑，但从Q3开始医院门诊量及住院量快速恢复，同时上半年未进行的必要非紧急的检测在Q3~Q4集中放量，下半年业绩逐季加速增长。全年业绩基本恢复到上年同期水平并稳中有增。

随着疫情影响消退，21Q1业绩确定性高增长：受益于集成及区检等偏服务业务加速、自产产品放量、检验科/PCR实验室建设等，2021年业绩将显著提速。疫情期间公司全面负责雷神山医院检验科建设，服务能力得到广泛认可。疫情平稳后，公司有望持续提高市占率。公司已承接近200家医院的PCR实验室建设订单，并与分子诊断龙头华大基因展开战略合作，提供更丰富的分子诊断整体解决方案。另外，自产产品借助自身渠道规模优势（润达系渠道规模超100亿，占比超10%，全国最大）和采购自主权增强带来快速放量，也将带来利润端提速。

服务能力不可替代价值凸显，有望迎来重估：新冠疫情中，医院检验科检验能力仍显不足，国家出台了系列文件，要求提高医院的检验能力。面对这一需求，润达把集约化模式进一步升级为区域检验中心模式，开启了IVD服务3.0时代。公司通过集约化服务/区域检验中心模式深度绑定医院，加速整合行业。公司是以检验科服务能力为核心，IVD产品仅是计价的载体。公司的一半员工是后台支持服务人员，可以为检验科提供整体解决方案，有望成为IVD服务型龙头之一。

盈利预测、估值与评级：参考业绩快报下调2020年EPS预测为0.57元，考虑到公司业绩复苏慢于我们此前预期，下调2021-2022年归母净利润预测为4.51/5.81亿元（原预测为4.83/6.21亿元，分别下调7%/6%），同比增长36.97%/28.87%，按照最新股本测算对应EPS分别为0.78/1.00元，现价对应20-22年PE分别为21/15/12倍，当前估值较低，我们看好业绩与估值双升，维持“买入”评级。

风险提示：IVD耗材降价超预期；商誉减值风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	5,964	7,052	7,081	8,810	10,567
营业收入增长率	38.10%	18.24%	0.41%	24.42%	19.94%
净利润（百万元）	262	310	329	451	581
净利润增长率	19.51%	18.15%	6.40%	36.97%	28.87%
EPS（元）	0.45	0.53	0.57	0.78	1.00
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.45%	11.22%	10.67%	12.91%	14.46%
P/E	26	22	21	15	12
P/B	2.8	2.5	2.2	2.0	1.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-04-06

买入（维持）

当前价：11.95元

作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

021-52523871

linxiaowei@ebsecn.com

分析师：王明瑞

执业证书编号：S0930520080004

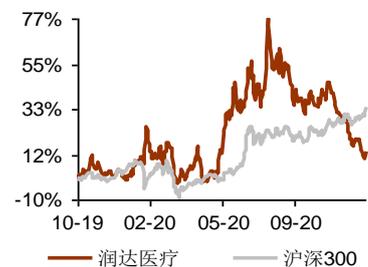
010-57378027

wangmingrui@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	5.80
总市值(亿元)	69.26
一年最低/最高(元)	9.59/18.09
近3月换手率	63.48%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	14.16	6.90	-19.10
绝对	15.34	1.78	16.24

资料来源：Wind

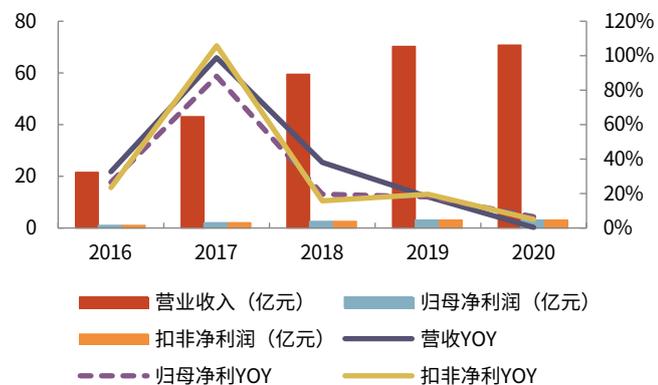
相关研报

Q3业绩实现正增长，2021年值得期待——润达医疗（603108.SH）2020年三季度业绩快报点评（2020-10-18）

自产和服务型业务较快恢复，2021年业绩有望显著提速——润达医疗（603108.SH）2020年中报点评（2020-08-27）

1、附录

图 1: 公司 2016-2020 年收入利润情况



资料来源: 同花顺 iFinD、光大证券研究所

图 2: 公司 2018-2020 年单季度收入利润情况



资料来源: 同花顺 iFinD、光大证券研究所

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	7,081	8,810	10,567
营业成本	4,323	5,137	5,286	6,539	7,790
折旧和摊销	209	239	104	116	131
税金及附加	27	27	29	37	44
销售费用	441	601	622	767	910
管理费用	320	356	340	402	458
研发费用	44	59	72	107	192
财务费用	188	231	118	146	172
投资收益	70	131	70	70	70
营业利润	578	677	647	822	1,010
利润总额	592	686	647	822	1,010
所得税	160	175	163	207	254
净利润	432	511	484	615	756
少数股东损益	170	202	154	164	174
归属母公司净利润	262	310	329	451	581
EPS (元)	0.45	0.53	0.57	0.78	1.00

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	539	247	-152	-104	52
净利润	262	310	329	451	581
折旧摊销	209	239	104	116	131
净营运资金增加	245	197	792	1,095	1,124
其他	-177	-499	-1,377	-1,766	-1,783
投资活动产生现金流	-301	-281	-358	-382	-356
净资本支出	-252	-230	-350	-350	-350
长期投资变化	488	506	0	0	0
其他资产变化	-537	-557	-8	-32	-6
融资活动现金流	-428	258	396	664	485
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-541	652	514	844	703
无息负债变化	577	452	-444	349	338
净现金流	-190	224	-114	178	181

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	27.5%	27.2%	25.3%	25.8%	26.3%
EBITDA 率	15.6%	16.8%	11.6%	12.3%	12.4%
EBIT 率	11.8%	13.1%	10.2%	11.0%	11.2%
税前净利润率	9.9%	9.7%	9.1%	9.3%	9.6%
归母净利润率	4.4%	4.4%	4.7%	5.1%	5.5%
ROA	5.7%	5.7%	5.0%	5.4%	5.8%
ROE (摊薄)	10.5%	11.2%	10.7%	12.9%	14.5%
经营性 ROIC	9.3%	11.6%	7.6%	8.6%	9.0%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	58%	61%	58%	60%	60%
流动比率	1.19	1.08	1.11	1.13	1.17
速动比率	0.87	0.86	0.84	0.85	0.88
归母权益/有息债务	1.03	0.90	0.86	0.79	0.78
有形资产/有息债务	2.34	2.30	2.11	2.10	2.14

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	7,543	9,033	9,586	11,350	13,091
货币资金	373	844	730	909	1,090
交易性金融资产	0	120	120	120	120
应收帐款	2,410	2,786	2,908	3,618	4,339
应收票据	27	17	31	39	46
其他应收款 (合计)	70	141	118	147	176
存货	1,148	1,177	1,464	1,812	2,159
其他流动资产	129	300	302	423	547
流动资产合计	4,284	5,637	5,885	7,329	8,790
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	891	937	1,002
在建工程	1	25	177	290	375
无形资产	32	57	111	158	204
商誉	1,656	1,714	1,714	1,714	1,714
其他非流动资产	6	7	7	7	7
非流动资产合计	3,259	3,396	3,701	4,021	4,301
总负债	4,412	5,516	5,586	6,780	7,821
短期借款	1,546	2,317	3,091	3,865	4,529
应付账款	775	840	806	997	1,188
应付票据	19	204	78	96	115
预收账款	78	79	98	121	146
其他流动负债	0	0	0	0	-1
流动负债合计	3,595	5,214	5,288	6,471	7,501
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	29	29	39	48
非流动负债合计	817	302	298	309	320
股东权益	3,131	3,516	4,000	4,571	5,270
股本	580	580	580	580	580
公积金	1,066	1,022	1,055	1,100	1,158
未分配利润	860	1,158	1,454	1,816	2,282
归属母公司权益	2,506	2,758	3,088	3,494	4,019
少数股东权益	625	758	912	1,076	1,251

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	7.39%	8.53%	8.79%	8.70%	8.61%
管理费用率	5.36%	5.05%	4.80%	4.56%	4.33%
财务费用率	3.16%	3.28%	1.67%	1.66%	1.63%
研发费用率	0.74%	0.84%	1.01%	1.21%	1.82%
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	0.08	0.10	0.12
每股经营现金流	0.93	0.43	-0.26	-0.18	0.09
每股净资产	4.32	4.76	5.33	6.03	6.94
每股销售收入	10.29	12.17	12.22	15.20	18.23

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	26	22	21	15	12
PB	2.8	2.5	2.2	2.0	1.7
EV/EBITDA	11.3	9.2	14.2	11.9	10.6
股息率	0.8%	0.0%	0.6%	0.8%	1.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

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。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE