

润达医疗(603108)

点评报告

行业公司研究——医疗服务行业一

证券研究报告

市场推广力度加大，跨品牌能力奠定长期价值

——润达医疗 2021 年三季度报点评

报告导读

我们认为，公司在医院端控本增效趋势下，作为跨品牌流通环节“卖水人”及服务商角色优势明显，奠定公司长期价值。但需关注行业特点下公司现金流及偿债能力情况。维持“买入”评级。

投资要点

□ 高基数、毛利率及费用率波动导致单季度利润略有下滑

公司 2021 年前三季度分别实现收入、归母净利润和扣非后归母净利润 67.73 亿元 (YOY 37.5%)、3.26 亿元 (YOY 38.1%) 和 3.16 亿元 (YOY 39.7%)，三季度单季分别实现收入、归母净利润和扣非后归母净利润 24.4 亿 (YOY 23.1%)、1.19 亿 (YOY -4.9%) 和 1.16 亿 (YOY -2.7%)。盈利能力上，公司 2021Q3 毛利率同比下降 1.2pcts 至 25.8%，销售、管理、财务及研发费用率分别变动 0.7、-0.5、0.1 及 -0.1pcts 至 9.0%、3.7%、1.3% 和 3.5%，公司毛利率的同比下降及销售费用率的同比上升为单三季度营收增长但利润下滑主因，预计与公司收入结构变化及加大市场推广力度有关。

□ 医院端控本增效趋势下，跨品牌流通及服务能力价值凸显

近期，IVD 行业控费政策频出，例如 8 月安徽化学发光试剂集采，以及 9 月底南京市医保局与迈瑞开展价格谈判。而从安徽政策来看，IVD 试剂价格的降低往往伴随着检测项目价格的更大幅度调降，倒逼医院检验科控本增效。我们认为，一方面，润达医疗产品种类齐全丰富(可供应近 1,200 家厂商提供的近 19,000 项 IVD 产品)，客户资源积累深厚(累计为全国 4,000 余家医疗机构提供产品和服务)，作为流通环节“卖水人”角色优势明显；另一方面，医院端控本增效或将打破原有 IVD 产品格局，推动产品汰换，提升了对医院端提供售后技术服务的难度。润达医疗拥有专业维修工程师四百余名，能够对超过 50 个主流品牌的仪器设备提供售后技术服务，作为服务商同样享有优势。以上跨品牌能力在集采趋势下有望助力业务加速拓展。

□ 业务快速拓展之下，需关注现金流及资产负债率等指标

根据中报信息，公司在集约化业务/区域检验中心业务上以及以西南为代表的华东以外区域业务拓展顺利，三季度的高销售费用率或昭示公司业务持续快速拓展。但在三季度报中，我们也注意到以下财务指标情况：①公司前三季度经营性现金流持续为负，但考虑到年底回款的行业特点全年现金流有望转正；②公司三季度短期借款、长期借款及应付债券分别上升 3.5、1.4 及 3.1 亿元，同时公司剔除预收账款后的资产负债率升至 62.7%，为近三年最高水平。我们认为，公司在下城投入主后融资能力及抗风险能力均有较大提升，因此对资产负债率有更高容忍度，但受限于行业特点(垫资)，仍需对公司的流动性及偿债能力保持关注。

□ 盈利预测及估值

维持 2021-2023 年 EPS 预测 0.75、0.95、1.19 元/股，按 2021 年 10 月 26 日收盘价对应 2021 年 15 倍 PE，维持“买入”评级。

□ 风险提示

服务客户拓展低于预期；自产/代理产品销售不佳；商誉减值风险。

评级

买入

上次评级	买入
当前价格	¥ 10.91

单季度业绩

元/股

3Q/2021	0.20
2Q/2021	0.20
1Q/2021	0.16
4Q/2020	0.16

分析师：孙建

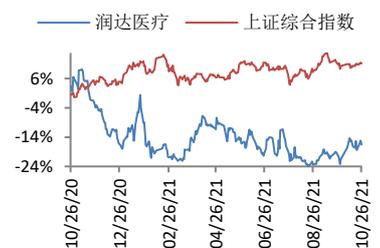
执业证书号：S1230520080006

sunjian@stocke.com.cn

分析师：高超

执业证书号：S1230520090002

gaochao@stocke.com.cn



相关报告

- 1 《润达医疗 2021 年中报点评：集采趋势下，跨品牌能力价值有望凸显》 2021.08.27
- 2 《润达医疗 2020 年年报与 2021 年一季报点评：疫情影响消退，协同作用已现》 2021.04.27
- 3 《润达医疗深度报告——医院检验精细化管理服务领军者》 2021.03.24

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	7069	8895	10578	12497
(+/-)	0.2%	25.8%	18.9%	18.1%
净利润	330	434	552	691
(+/-)	-33.2%	31.5%	27.3%	25.1%
每股收益(元)	0.57	0.75	0.95	1.19
P/E	19.2	14.6	11.4	9.1

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	6227	7390	8467	9753	营业收入	7069	8895	10578	12497
现金	835	992	1010	1111	营业成本	5157	6476	7683	9051
交易性金融资产	170	250	350	400	营业税金及附加	31	39	46	55
应收账款	3060	3543	4138	4815	营业费用	642	783	899	1037
其它应收款	157	159	211	249	管理费用	365	459	546	645
预付账款	392	453	538	634	研发费用	87	89	106	125
存货	1154	1551	1773	2094	财务费用	242	274	302	333
其他	460	443	447	450	资产减值损失	63	68	81	96
非流动资产	3949	4247	4564	4948	公允价值变动损益	(4)	(12)	(9)	(8)
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	140	168	201	242
长期投资	885	1062	1274	1529	其他经营收益	24	16	16	19
固定资产	911	929	928	944	营业利润	644	879	1124	1408
无形资产	61	59	57	55	营业外收支	(8)	11	10	10
在建工程	21	17	14	11	利润总额	636	890	1133	1418
其他	2072	2180	2291	2410	所得税	132	222	283	354
资产总计	10177	11637	13031	14702	净利润	504	667	850	1063
流动负债	5544	6565	7122	7654	少数股东损益	174	234	297	372
短期借款	3758	4510	4916	5497	归属母公司净利润	330	434	552	691
应付款项	938	1077	1181	1192	EBITDA	1175	1521	1863	2261
预收账款	7	75	73	68	EPS (最新摊薄)	0.57	0.75	0.95	1.19
其他	841	903	952	898	主要财务比率				
非流动负债	553	324	311	386		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	40	40	40	40	成长能力				
其他	513	285	271	347	营业收入	0.2%	25.8%	18.9%	18.1%
负债合计	6096	6889	7433	8041	营业利润	-25.3%	36.6%	27.8%	25.3%
少数股东权益	877	1110	1408	1780	归属母公司净利润	-33.2%	31.5%	27.3%	25.1%
归属母公司股东权益	3203	3637	4190	4881	获利能力				
负债和股东权益	10177	11637	13031	14702	毛利率	27.0%	27.2%	27.4%	27.6%
					净利率	7.1%	7.5%	8.0%	8.5%
					ROE	8.7%	9.8%	10.7%	11.3%
					ROIC	9.2%	10.1%	11.2%	12.1%
					偿债能力				
					资产负债率	59.9%	59.2%	57.0%	54.7%
					净负债比率	66.5%	71.8%	72.4%	73.3%
					流动比率	1.1	1.1	1.2	1.3
					速动比率	0.9	0.9	0.9	1.0
					营运能力				
					总资产周转率	0.7	0.8	0.9	0.9
					应收帐款周转率	2.4	2.7	2.7	2.7
					应付帐款周转率	6.5	7.8	8.4	9.9
					每股指标(元)				
					每股收益	0.57	0.75	0.95	1.19
					每股经营现金	0.56	0.40	0.93	0.94
					每股净资产	5.53	6.28	7.23	8.42
					估值比率				
					P/E	19.2	14.6	11.4	9.1
					P/B	2.0	1.7	1.5	1.3
					EV/EBITDA	8.9	7.3	6.3	5.5

现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	323	229	541	545
净利润	504	667	850	1063
折旧摊销	323	362	432	516
财务费用	242	274	302	333
投资损失	(140)	(168)	(201)	(242)
营运资金变动	(1183)	(561)	(699)	(887)
其它	577	(345)	(143)	(238)
投资活动现金流	(1013)	(536)	(635)	(691)
资本支出	(44)	(350)	(400)	(500)
长期投资	(379)	(177)	(212)	(255)
其他	(591)	(9)	(23)	64
筹资活动现金流	806	464	113	247
短期借款	1441	752	406	581
长期借款	(89)	0	0	0
其他	(546)	(288)	(293)	(335)
现金净增加额	116	157	18	101

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>