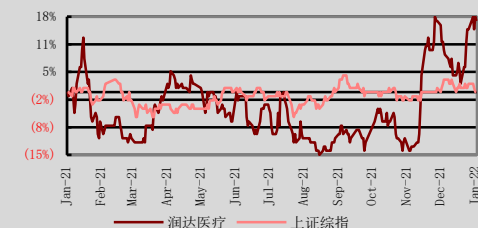


**603108.SH**
**买入**

市场价格:人民币 13.56

板块评级:强于大市

**股价表现**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(1.4)	4.2	32.6	16.7
相对上证指数	0.1	4.7	32.2	16.6

发行股数(百万)	580
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	7,859
3个月日均交易额(人民币 百万)	117
净负债比率(%) (2022E)	52
主要股东(%)	
杭州市拱墅区国有投资控股集团有限公司	20

 资料来源:公司公告,聚源,中银证券  
 以2022年1月7日收市价为标准

**中银国际证券股份有限公司**  
 具备证券投资咨询业务资格

**医药生物:医疗服务**
**证券分析师:邓周宇**

(86755)82560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050001

# 润达医疗

## 诊断服务板块的“价值洼地”，被低估的IVD院内服务领军者

引入国资股东，融资能力雄厚；集约化/区域检验中心业务龙头，顺应国家集采控费政策发展趋势，有望享受政策之下行业发展红利；传统经销代理业务服务化加持，收入结构有望快速转型；重资产 ICL 业务发展迅猛，彰显公司实力及运营管理能力；外延内生，研发与合作引进并举，工业板块“包罗万象”实力不容小觑。

### 支撑评级的要点

**诊断服务“价值洼地”，被低估的医学实验室综合服务商龙头。**公司为医学实验室综合服务商，主营业务分为商业板块和工业板块两大类。其中商业板块又分为 IVD 仪器耗材传统经销代理业务、集约化/区域检验中心业务和 ICL 业务，商业板块目前为公司营收主要来源，集约化/区域检验中心业务更是公司的核心价值所在之一，ICL 业务发展迅猛；工业板块目前占公司整体营收比重较小，包括体外诊断产业链布局、质控管理、医疗信息化产品等，工业板块是公司未来增长又一引擎，也是公司打造平台型 IVD 领域的医学实验室综合服务商龙头重要基础。2021 年以来公司核心业务集约化业务/区域检测中心业务和工业板块业务均实现较大幅度增长。ICL 业务增长迅猛。同时公司管理费用率持续降低，公司持续加大研发投入和商业拓展，研发费用率和销售费用率均有提升。

**国内院内医学实验室综合服务领军者，医保控费环境下公司价值凸显。**2015 年以来的药品零加成、耗材零加成，造成医院经营压力加大，降本增效成为医院的焦点。2021 年以来，以安徽化学发光试剂集采为代表事件，国家推动 IVD 行业控费大势所趋并超过之前市场预期，未来若随着 IVD 试剂价格降低检测项目收费降低，医院降本增效动力将更足。润达作为专业化综合实验室服务商，一方面依赖其强大的渠道布局、众多的上游供应商及日益丰富的工业板块布局，产品品牌及型号等选择更加灵活化，优势凸显，能为医院检验科的降本增效提供更加有效方案。另一方面公司产品配套多样化服务，强大的工程师团队，为产品带来更多增值化服务，客户黏性大。

**外延内生，工业板块有望厚积薄发。**一方面，公司通过收购和自主研发逐步完善对 IVD 产品业务版图的布局，包括糖化产品、质控产品、POCT 产品、分子诊断产品、化学发光产品等，其中糖化血红蛋白分析、质控产品已实现国产占比的领先。2021 年 12 月初公司公告润达榕嘉 ARP-6465MD 三重四极杆质谱仪系统获批上市更是公司研发能力的彰显。2021 年 12 月底公司公告和利德曼达成战略合作，约定双方将在特定区域进行体外诊断产品供应链上下游资源共享，拟在化学发光系统、POCT 系统及配套试剂等新产品的技术合作与联合推广等领域展开紧密合作，公司工业板块布局更加值得期待。另一方面，2021 年以来公司分别和上海美华妇儿医院和上海儿童医学中心达成合作，深入布局儿童精准诊断。同时公司投资微岩医学，深化布局精准诊疗。

### 估值

预计 2021-2023 年公司归母净利润为 4.20/5.79/6.43 亿元，对应 EPS 为 0.73/1.00/1.11 元，给予**买入**评级。

### 评级面临的主要风险

市场竞争加剧的风险，应收账款快速增长的风险，下属公司管理整合的风险，行业监管政策变化的风险，终端客户开发不及预期风险、工业板块新品研发不及预期风险，商誉减值风险等

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	7,052	7,069	8,743	10,826	12,756
变动(%)	18	0	24	24	18
净利润(人民币 百万)	310	330	420	579	643
全面摊薄每股收益(人民币)	0.534	0.569	0.725	0.999	1.110
变动(%)	18.2	6.6	27.4	37.7	11.1
全面摊薄市盈率(倍)	25.4	23.8	18.7	13.6	12.2
价格/每股现金流量(倍)	31.9	24.3	3.4	(6.4)	3.5
每股现金流量(人民币)	0.43	0.56	4.01	(2.11)	3.91
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.8	9.2	6.5	6.0	4.4
每股股息(人民币)	0.000	0.114	0.099	0.112	0.166
股息率(%)	n.a.	0.8	0.7	0.8	1.2

资料来源:公司公告,中银证券预测

## 目录

前言.....	5
一图读完本报告.....	5
<b>1、被低估的院内医学实验室综合服务领军者，公司业绩增长可期.....</b>	<b>6</b>
1. 公司简介.....	6
2. 历史沿革.....	6
3. 股权架构.....	8
4. 财务回顾.....	9
核心竞争力分析.....	13
<b>2、集约化/区检中心业务核心价值凸显，ICL 业务发力，传统经销代理业务有服务加持.....</b>	<b>18</b>
集约化/区检中心业务核心价值凸显，ICL 业务发力.....	20
第三方实验室检测服务.....	26
<b>3、工业板块厚积薄发.....</b>	<b>29</b>
IVD 产品研发生产业务.....	29
医疗信息化业务.....	32
质控品及质控软件.....	33
研发能力.....	34
<b>4、业绩拆分及预测.....</b>	<b>35</b>
<b>5、评级面临的风险.....</b>	<b>37</b>

## 图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1.一图读完本报告.....	5
图表 2.润达医疗全资或控股子公司.....	6
图表 3.公司发展历程.....	7
图表 4.公司发展重大事件.....	8
图表 5.股权架构.....	9
图表 6.营业收入及同比增速.....	10
图表 7.归母净利润及同比增速.....	10
图表 8.2015-2020 年公司主要业务毛利率情况.....	10
图表 9.2014-2021H1 年公司主营业务占比.....	11
图表 10.2016-2021H1 年公司主营业务占比（按项目）.....	11
图表 11.2016-2021H1 年公司主营业务占比（按地区）.....	11
图表 12.2020 年收入占比（按项目）.....	12
图表 13.2021H1 收入占比.....	12
图表 14.润达医疗和迪安诊断销售毛利率和净利率.....	12
图表 15.润达医疗和迪安诊断的四费.....	12
图表 16.润达医疗与国药股份的毛利率对比（%）.....	13
图表 17.2011-2021Q3 销售商品收到现金情况.....	13
图表 18.2011-2021Q3 经营活动产生现金流量净额（亿元）.....	13
图表 19.供应链平台规模成本优势.....	14
图表 20.工程师人数.....	14
图表 21.丰富的服务经验及强大的服务能力优势.....	15
图表 22.强大的信息化系统自主开发及实施能力优势.....	15
图表 23.自主品牌产品研发技术优势.....	16
图表 24.专业稳定的管理团队和强大的服务人才团队优势.....	17
图表 25.商业板块收入.....	18
图表 26.IVD 代理经销政策.....	19
图表 27.前五大供应商采购金额占比.....	19
图表 28.公司的部分品牌供应商及部分产品.....	20
图表 29.医学实验室综合服务.....	21
图表 30.公司为医院检验科提供服务的流程.....	22

图表 31. 润达医疗提供的全生命周期的区域检验中心建设运营服务.....	23
图表 32. 润达医疗集成综合服务.....	24
图表 33. 主要院内实验室综合服务.....	25
图表 34. 集约化采购相关政策.....	25
图表 35. 公司集约化/区检中心客户数.....	26
图表 36. 公司集约化/区检中心业务营收情况 .....	26
图表 37. 公司坚持 ICL 第三方独立实验室 .....	27
图表 38. 第三方实验室收入.....	27
图表 39. 院内第三方实验室与 ICL 独立第三方实验室对比.....	28
图表 40. 公司自主品牌业务.....	29
图表 41. 公司自主品牌业务 (续表) .....	30
图表 42. 新上市质谱仪 Agile Robust Precision-6465MD 优势突出.....	31
图表 43. 中国质谱检测市场潜力大.....	31
图表 44. 我国政府高度重视质谱仪发展.....	32
图表 45. 医疗信息化系统.....	32
图表 46. 公司多个信息化平台具备领先优势 .....	33
图表 47. 质控品及质控软件.....	33
图表 48. 研发费用及增速.....	34
图表 49. 研发费用率.....	34
图表 50. 公司业绩拆分及预测.....	35

## 前言

### 一图读完本报告

图表 1. 一图读完本报告

公司从创立以来一直处于不断突破的状态，主营业务也不断的变革。目前公司商业板块瞄准院内医学实验室市场已走在行业前列，重资产院外医学实验室高速发展是公司实力的体现。同时，工业板块特色产品陆续出现、特色化领域独具优势甚至扮演国内某些细分领域领头羊角色，未来不排除公司产业端有更大突破可能。

公司商业板块和工业板块是两个可以相互促进的协同业务。一方面商业板块为工业板块产品的终端推广创造更好的条件（我们认为IVD行业是一个产品和渠道并重的行业）。另一方面工业板块特色产品不断推陈出新，有望为商业板块赋能，同时也为终端客户提供更多的选择，促进公司为医学实验室降本增效初衷的实现也符合国家政策意志。公司具备成长成平台型医学实验室综合服务提供商的潜力，值得期待。

### 商业板块和工业板块相互协同

#### 商业板块

##### ◆ IVD 经销代理业务

不同于传统流通代理业务，更有别于医药流通行业。对于IVD试剂及设备的经销代理业务更多的包含动态的服务赋能环节，附加服务也会较大幅度提高利润率。

##### ◆ 集约化/区域检验中心业务

公司特色业务，院内医学实验室综合服务，降本增效顺应国家医保控费政策。

##### ◆ ICL 业务

院外医学实验室，对公司院内服务业务是一个良好的补充，公司平台得以进一步充分利用。

#### 工业板块

##### ◆ IVD

避开主流IVD产品激烈竞争，着力于打造特色产品，并形成独家优势。如公司糖化血红蛋白产品、新上市的质谱仪、医学检测报告智能解读系统等，彰显公司研发实力。

##### ◆ 质控

在国内医学实验室质控领域形成一定优势。

##### ◆ 医疗信息化

该业务是公司特色业务，医疗信息化也逐步被医疗机构所重视。

2019年8月后杭州下城国投直接持有上市公司20.02%股权，同时持有27.00%的润达医疗股东大会表决权，成为润达医疗的控股股东。国有控股股东的加入有助于缓解公司前期融资压力、降低融资成本。国资控股为公司业务规模扩大提供了国有企业待遇的融资支撑，为公司发展奠定了坚实的基础。

#### 主要逻辑

- 国企背景，融资能力雄厚；
- 集约化/区域检验中心业务龙头，顺应国家集采控费政策发展趋势，有望享受政策之下行业发展红利；
- 传统经销代理业务逐步服务化，收入结构加速转型；
- 重资产ICL业务发展迅猛，彰显公司实力及运营管理能力；
- 外延内生，研发与合作引进并举，工业板块“包罗万象”实力不容小觑。

我们预测 2021-2023 年公司归母净利润分别为 4.20/5.79/6.43 亿元，对应 2021-2023 年估值分别为 0.73/1.00/1.11 元，给予“买入”评级。

资料来源：公司公告，中银证券

## 1、被低估的院内医学实验室综合服务领军者，公司业绩增长可期

### 1. 公司简介

上海润达医疗科技股份有限公司成立于1999年，总部位于中国上海，所处行业为IVD流通与服务行业，主营业务是通过自有综合服务体系向各类医学实验室提供体外诊断产品及专业技术支持的综合服务，专注于体外诊断领域，为全球客户提供优质产品和服务，目前已向数百家客户提供量身定制的整体解决方案服务，获得了客户和市场的高度认可。

润达医疗立足华东、辐射全国，在中国各地及海外拥有四十余家全资或控股子公司，业务范围广泛，覆盖全国大部分省市及地区，服务的医疗机构超过4000家，提供的产品涵盖了体外伴随诊断行业的主要细分领域（IVD, In-Vitro Diagnostics），已发展成为国内IVD行业产品流通与综合服务的领先企业之一。

图表 2. 润达医疗全资或控股子公司

地区	省市	子公司名称	地区	省市	子公司名称	
华东	上海市	上海惠中生物科技有限公司	华东	山东省	青岛益信医学科技有限公司	
		上海润达实业发展有限公司			山东鑫海润邦医疗用品配送有限公司	
		上海惠中诊断技术有限公司			济南润达生物科技有限公司	
		上海惠中医疗科技有限公司			合肥润达万通医疗科技有限公司	
		上海昆涿生物科技有限公司			北京惠中医疗器械有限公司	
		上海润达榕嘉生物科技有限公司			北京东南悦达医疗器械有限公司	
		上海中科润达精准医学检验有限公司			吉林省	长春金泽瑞医学科技有限公司
	上海秸瑞信息科技有限公司	东北	哈尔滨润达康泰生物科技有限公司			
	润澜（上海）生物技术有限公司	黑龙江省	黑龙江龙卫精准医学检验中心有限公司			
	江苏省	浙江省	上海瑞美电脑科技有限公司	华中	湖北省	广东省润达医学诊断技术有限公司
上海康夏医疗科技有限公司			广东省			润达医疗国际有限公司
苏州润达汇昌生物科技有限公司			重庆市			重庆润达康泰医疗器械有限公司
南京润达强瀚医疗科技有限公司			云南省			云南润达康泰医疗科技有限公司
杭州裕丹生物技术有限公司			武汉市			武汉润达尚检医疗科技有限公司
冬兴市新亨臣医疗器械有限公司		武汉优科联盛科贸有限公司				

资料来源：公司公告，中银证券

润达医疗对IVD行业的传统流通服务模式进行创新并持续优化，同时以体外诊断产品研发生产、医疗信息化系统开发、第三方实验室检测等产业链延伸业务为补充，形成独特的综合性IVD业务体系，满足了各类型医疗机构的个性化需求。

### 2. 历史沿革

公司自1999年设立至今，由最初的产品经销商已发展成为医学实验室综合服务商，其间主要经历了以下三个阶段：1999-2002年，为创业阶段-经销业务初创期；2003-2008年，为发展阶段-初步建立服务网络与综合服务平台；2009年至今，为快速发展阶段，进一步完善综合服务体系。

图表 3. 公司发展历程

公司发展阶段	1999 年至 2002 年	2003 年至 2008 年	2009 年至今
	创业阶段-经销业务初创期	发展阶段-初步建立服务网络与综合服务平台	快速发展阶段-进一步完善综合服务体系
一、医学实验室需求演变过程			
	检验项目较少，以常规检查项目为主，对经销商的要求以提供产品为主，以及相应的物流、维修等基本服务	检验项目逐步增加，对检验质量提高逐步重视，产生多样化和差异化的需求，对经销商的物流配送能力、售后服务能力要求逐步提高	通过 ISO15189 认可及 CAP 认证已成为内在需求，在检验项目持续新增的同时对提高检验质量愈发重视，对检验系统所需的服务内容和质量进一步提升
二、公司定位			
	一般经销商	从一般经销商逐步向综合服务商转型	进一步健全完善综合服务体系，成为国内具有领先地位的医学实验室综合服务商
三、公司业务内容及经营特点			
1、经销设备和试剂	单一品牌	多品牌，逐步形成强生、雅培、积水、伯乐、碧迪、思塔高等主要品牌	品牌合作数量进一步增加，涵盖强生、雅培、积水、伯乐、希森美康、碧迪、思塔高、科室、西门子、罗氏、赛默飞世尔等十多个主要经销品牌
2、自产设备和试剂	无	2006 年开始研发糖化血红蛋白分析仪和血气分析仪及配套试剂，2008 年收购上海华臣介入生化试剂生产领域	生化试剂、糖化和血气仪器及配套试剂研发成功并实现生产和国内外销售
3、产品种类	产品种类单一	形成 8 大产品系列：生化、免疫、血球、质控品、采血、血凝、糖化、血气	形成 13 大产品系列：生化、免疫、血球、血型、血凝、微生物、血气、尿液、糖化、采血、质控品、病理、POCT，覆盖体外诊断主要领域
4、仓储配送体系	提供简单的仓储和物流配送服务	逐步实施物流信息化管理，配备了专业的条形码信息系统和物流进销存管理系统，提升物流配送服务能力，服务范围覆盖华东地区	建立信息化管理的现代仓储物流配送系统，在华东地区拥有 2300 平米的物流仓库，配备专业的冷链仓储和运输设备，进一步提升物流配送服务能力，服务范围扩延至全国
5、营销、技术服务团队	以刘辉、冯荣为核心的创业团队，2002 年末有员工 10 名	引进高素质专业人才，初步建立职业化的管理团队，形成 120 多人的营销、技术与综合服务团队，初步具备同时运营和管理多品牌、多产品系列的能力	形成稳定的核心管理团队，不断扩建综合服务队伍，形成近三百人的营销、技术与综合服务团队，近百人的研发生产团队，具备同时运营和管理多品牌、多产品系列的能力
6、销售和服务区域	上海	华东地区，包括江、浙、沪、皖、鲁	从华东地区向全国扩展，覆盖区域进一步扩大
7、销售模式和主要客户	以直销为主，客户为上海地区各级医院，约 25 家	截止 2008 年末直销医院客户为 260 余家，分销商客户 300 余家，终端客户近 700 家	直销和分销结合，截至 2014 年 12 月 31 日，直销客户超过 400 家，分销商客户近 900 家，终端客户约 2,000 家。同时积极开发与体检中心、第三方医学实验室、疾控中心 and 血站等医疗机构的合作，进一步优化客户结构；在原有客户基础上，为部分优质客户提供整体综合服务
四、核心竞争力逐步形成			
1、产品种类整合	单一品牌和产品种类，被动式销售	多品牌多产品种类，能够用不同的产品组合满足客户的不同需求	继续扩大经销品牌数量，并发展自有产品，构建多品牌的全产品种类，为客户的个性化需求提供整体综合服务的基础进一步加强
2、服务支持内容	被动式服务，以维修服务为主	主动式服务，逐步建立综合服务体系 and 平台，服务涵盖业务的售前、售中 and 售后全过程	继续加强综合服务的深度和广度，通过产品与服务的全面整合进一步增强为客户提供综合解决方案的服务能力
3、服务网络和客户资源	客户资源集中在上海，直销为主	服务网络和客户资源覆盖华东地区，在江、浙、沪、皖、鲁地区拥有稳定优质的医院和分销商客户资源	公司在巩固扩大华东地区服务网络和客户资源的同时，积极构建全国性的服务网络和客户资源
4、管理能力	管理能力一般，较为粗放	逐步建立公司治理结构和管理体系，管理由粗放向精细化转变	公司治理结构和管理体系进入现代企业管理阶段，全面实施精细化管理

资料来源：润达医疗招股说明书，中银证券

图表 4. 公司发展重大事件



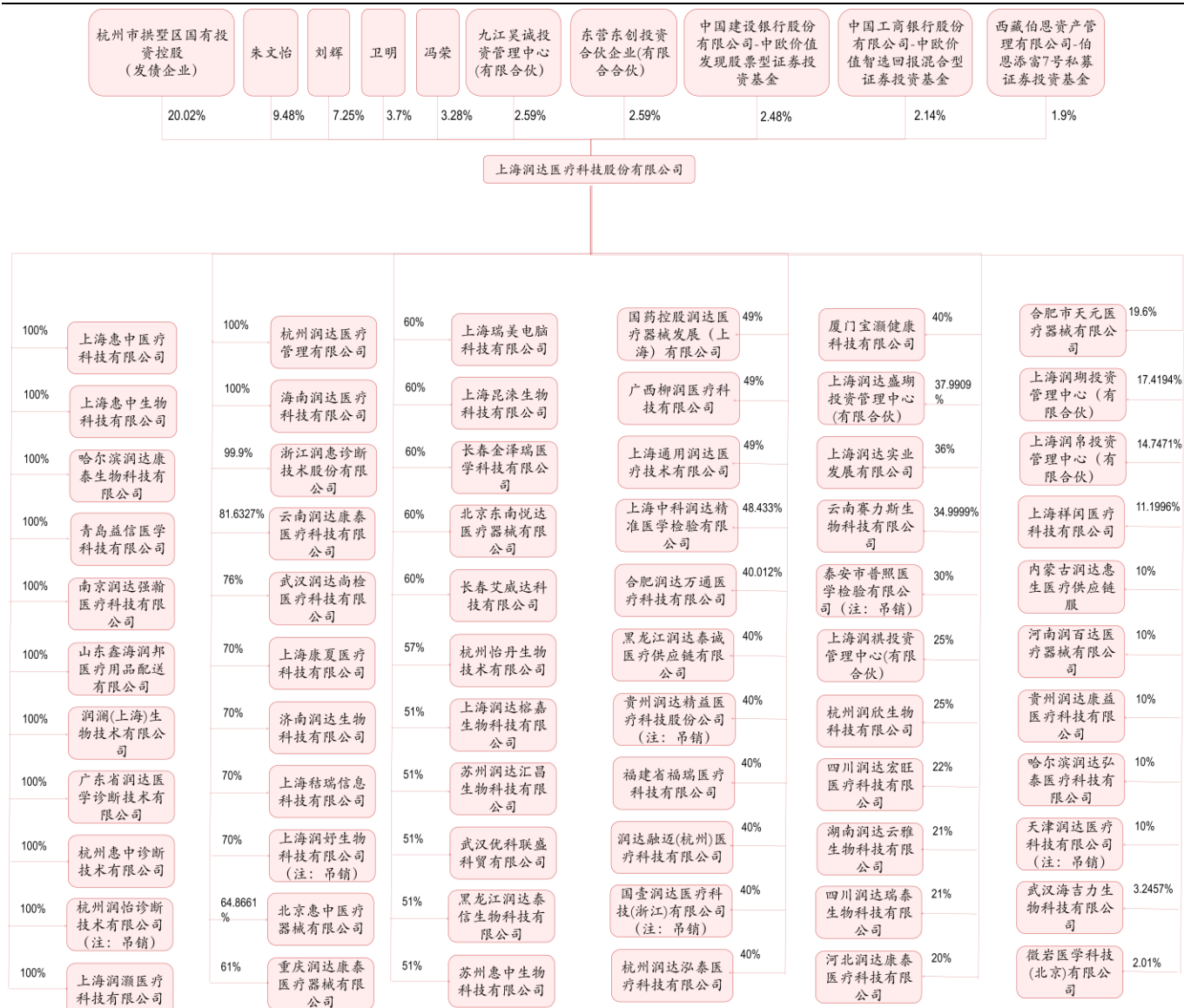
资料来源：公司官网，中银证券

### 3. 股权架构

2019年8月，公司实际控制人朱文怡及5%以上的股东冯荣，与杭州市下城区国有投资控股集团签署股权转让合同、协议转让价格12.95元/股、合计转让股份数1.16亿股（占比为20.02%），转让完成后下城国投将直接持有上市公司20.02%股权，同时冯荣、卫明将本次交易完成后持有润达医疗剩余股份合计40,471,209股（占润达医疗总股本的6.98%）的表决权授权给下城国投行使。届时，下城国投将持有27.00%的润达医疗股东大会表决权，成为润达医疗的控股股东。

国有控股股东的加入有助于缓解公司前期融资压力、降低融资成本。国资控股为公司业务规模扩大提供了国有企业待遇的融资支撑，为公司发展奠定了坚实的融资基础。

图表 5. 股权架构

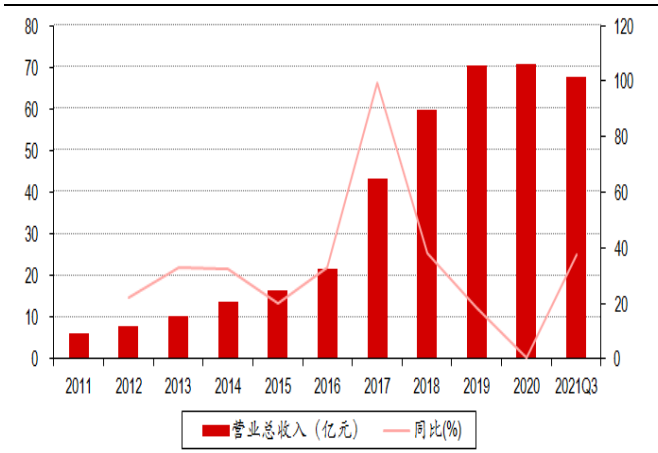


资料来源: 公司公告, 万得, 中银证券

## 4. 财务回顾

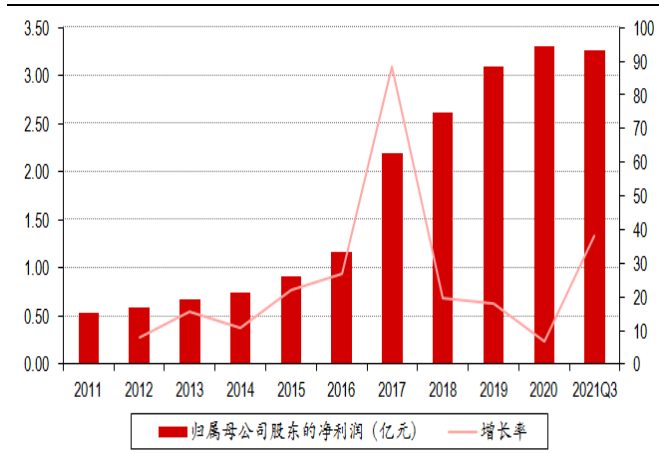
2020 年受新冠疫情影响, 公司营收受到重大影响, 几乎 2019 年持平。2021 年以来随着国内疫情得到控制, 公司业务得到大幅恢复, 利润率情况也逐步好转。2021 年 1-9 月公司实现营业收入 67.73 亿元, 较去年同期增长 37.53%, 主要系公司业务规模扩大, 同时医院的常规诊疗活动和公司的各项业务逐步恢复常态化。2021 年 1-9 月公司实现归母净利润 3.26 亿元, 较去年同期增长 38.05%, 主要系公司营业收入稳定增长。

图表 6. 营业收入及同比增速



资料来源：万得，中银证券

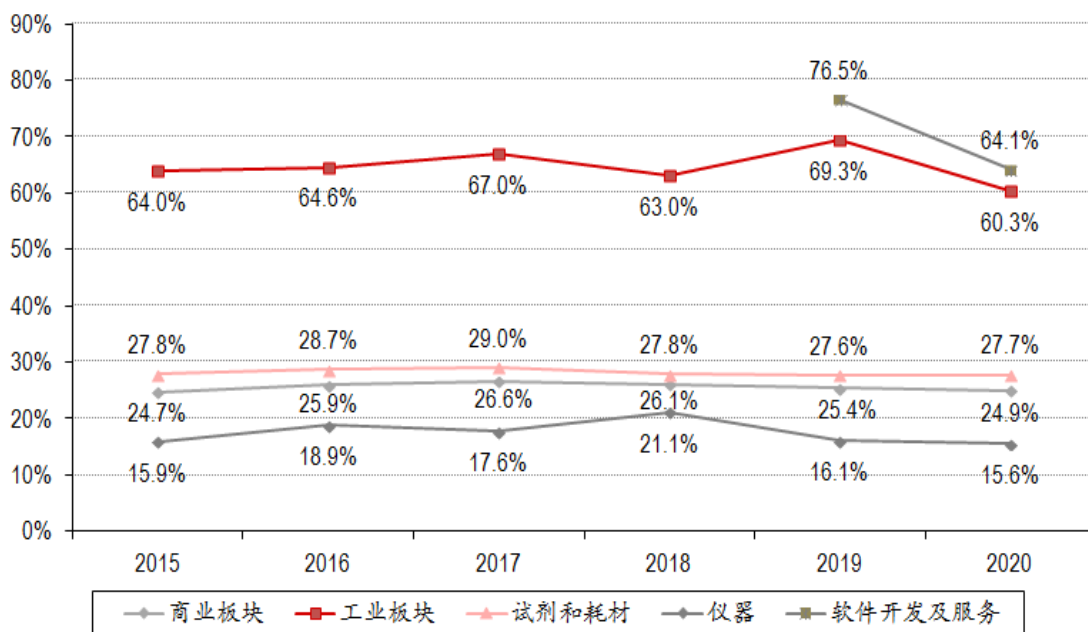
图表 7. 归母净利润及同比增速



资料来源：万得，中银证券

2015年至2020年，公司毛利率基本保持稳定，其中工业板块毛利率相对较高，维持在60%-70%。仪器业务毛利率相对较低。其他业务板块毛利率基本维持在20%-30%。

图表 8. 2015-2020 年公司主要业务毛利率情况



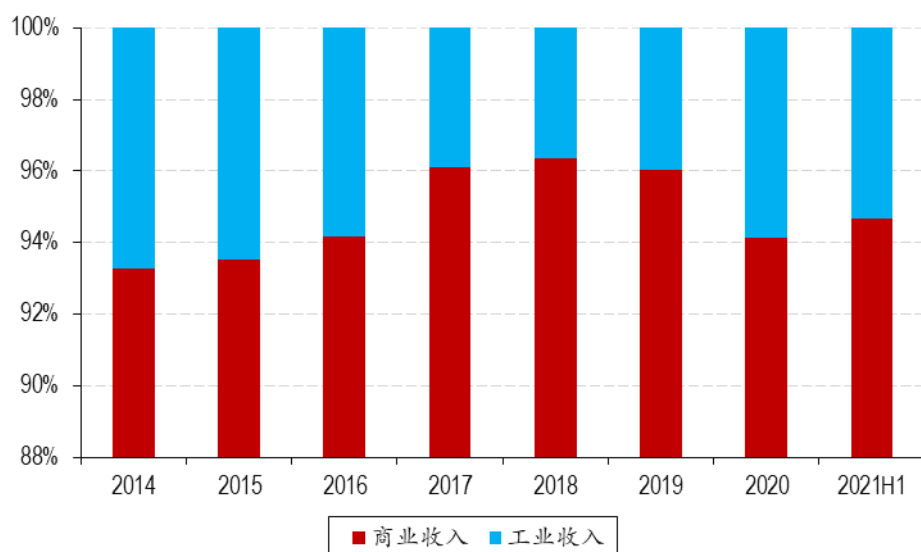
资料来源：万得，中银证券

公司主营业务按照产品可分为试剂及其他耗材、仪器、软件开发及服务。2020年试剂及其他耗材占整体营业收入的88%，相比上年有所下降；仪器占整体营业收入的10%，相比上年略有上升。2021年上半年试剂及其他耗材占整体营业收入的90%，仪器占整体营业收入的9%。

公司业务范围已经覆盖华东、华北、东北、华中、西南地区。华东地区仍是公司重要的战略部署，2021年上半年华东地区营业收入占公司整体营业收入的58%；华北、东北、华中地区营业收入基本各占公司整体营业收入的10%左右。

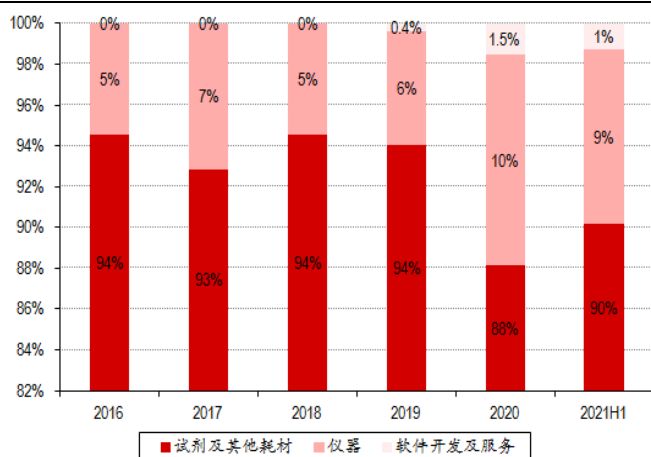
其中华北、东北两地区，2020年上半年受疫情影响较大，营收及利润出现阶段性下滑，从2020年下半年开始，两个地区疫情得到有效控制，各项业务开始逐步恢复，2021年上半年两个地区业务呈现快速增长，较去年同期保持了70%左右增长，较2019年同期保持了20%左右的增长。西南地区作为公司进一步深化和拓展集约化和区域检验中心业务的重要地区，2021年上半年实现营业收入较上年同期增长了24.37%，较2019年同期增长41.83%，呈现较高速增长。华中地区主要系武汉地区子公司在2020年疫情期间为重点抗疫医学实验室供应了相关设备和试剂，2020年上半年保持了较快速增长，2021年上半年随着疫情逐步得到控制，该地区子公司疫情检测相关业务占比下降，但常规业务快速恢复高增长，整体收入水平较去年同期增长2.45%，较2019年同期增长60.21%，保持了较快的增长。

图表 9. 2014-2021H1 年公司主营业务占比



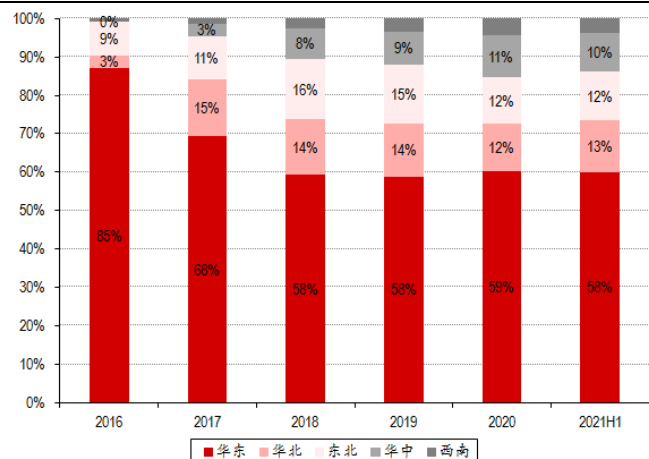
资料来源：万得，中银证券

图表 10. 2016-2021H1 年公司主营业务占比（按项目）



资料来源：万得，中银证券

图表 11. 2016-2021H1 年公司主营业务占比（按地区）

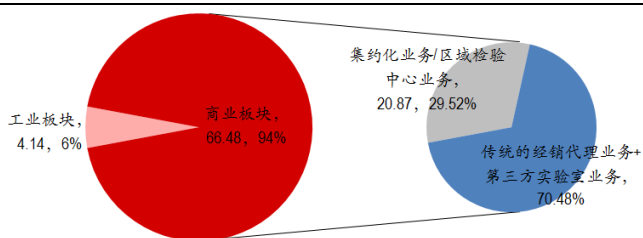


资料来源：万得，中银证券

公司主营业务主要分为商业和工业两个板块，其中商业板块占据主要地位。2020年商业板块占整体营业收入的94%，实现收入66.48亿元；工业板块实现收入4.14亿元，占比相对较小为6%。商业板块可细分为集约化业务及区域检验中心业务，传统的经销代理业务和第三方实验室业务，集约化业务/区域检验中心业务实现营业收入20.87亿，较上年略有增长，占整体营业收入的29.52%。上半年受疫情影响，实现营业收入8.36亿元，较去年同期下滑10.97%；下半年，疫情影响逐渐消除后，业务实现快速恢复，下半年实现营业收入12.51亿元，较上年同期增长11.33%。另两项业务占整体营业收入的70.48%。

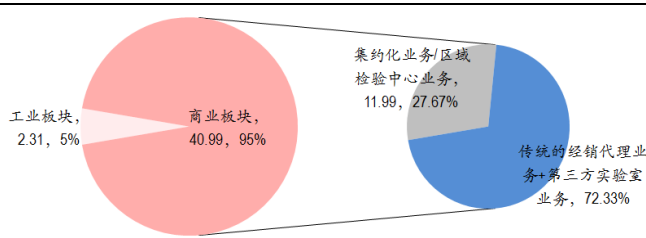
2021年上半年商业板块占整体营业收入的95%，实现收入40.99亿元；工业板块实现收入2.31亿元，占比相对较小为5%。商业板块的集约化业务/区域检验中心业务实现营业收入11.99亿，较去年同期增长43.49%，占整体营业收入的27.67%。另两项业务占整体营业收入的72.33%。

图表 12. 2020 年收入占比（按项目）



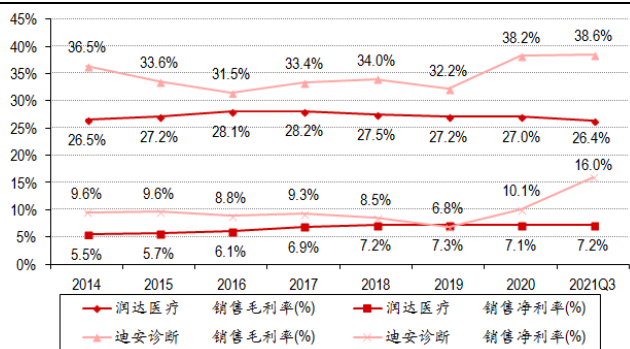
资料来源：万得，2020 年度报告，中银证券

图表 13. 2021H1 收入占比



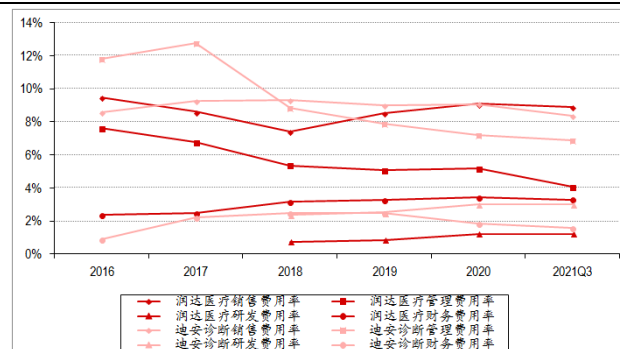
资料来源：万得，2021 半年度报告，公司公告，中银证券

图表 14. 润达医疗和迪安诊断销售毛利率和净利率



资料来源：万得，中银证券

图表 15. 润达医疗和迪安诊断的四费

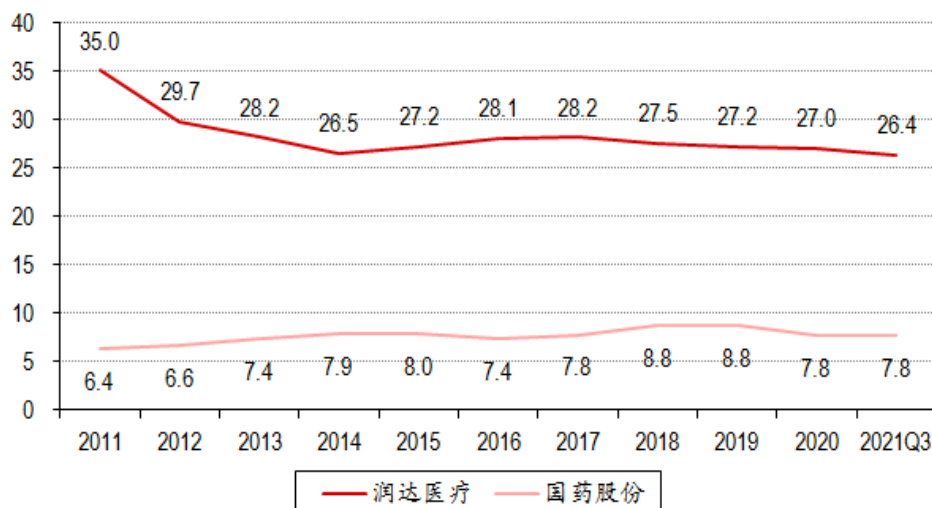


资料来源：万得，中银证券

2020年润达医疗和迪安诊断的销售费用率均为9.1%，管理费用率分别为5.2%、7.2%，研发费用率分别为1.2%、3%，财务费用率分别为3.4%、1.8%。

润达医疗所代表的器械流通企业的毛利率基本维持在25%-30%，国药股份所代表的药品流通企业的毛利率基本维持在5%-10%。与药品流通企业相比，器械流通企业多一块服务部分，服务价值贡献一定的毛利率。

图表 16. 润达医疗与国药股份的毛利率对比 (%)

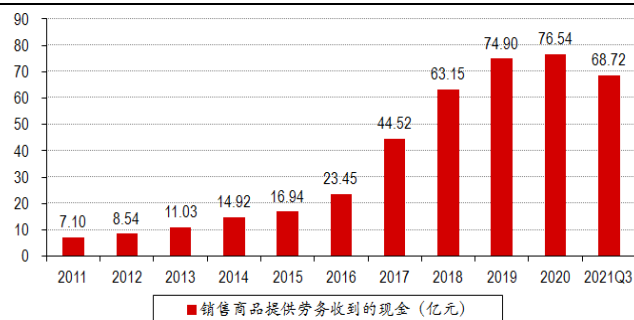


资料来源：万得，中银证券

2011年至2020年润达医疗销售商品提供劳务收到的现金逐渐增加，2020年润达医疗销售商品提供劳务收到的现金为76.54亿元。

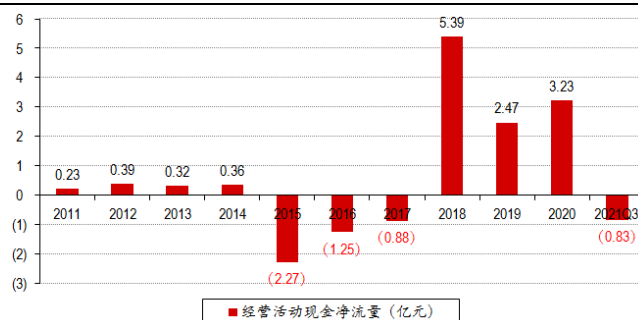
2020年润达医疗实现经营性净现金流3.23亿元，较上年同期增长31.12%。公司在2015-2017年经营性净现金流阶段性发生变化，主要系为完成全国业务布局进行了系列并购，被并购公司在业务导入过程中所新增的应收账款导致。近年来公司不断增强各地区业务整合和发展，提升了整体的资金使用效率，经营性净现金流得到持续改善。2021年年初至三季报期间主要系本期税支和支付工资薪金同比增长；此外随着业务量恢复，保证金、费用支出同比增加，到期应付票据兑付、备货需要预付账款增加等因素导致公司经营活动产生现金流量净额回落。

图表 17. 2011-2021Q3 销售商品收到现金情况



资料来源：万得，中银证券

图表 18. 2011-2021Q3 经营活动产生现金流量净额 (亿元)



资料来源：万得，中银证券

## 核心竞争力分析

### (一) 供应链平台规模成本优势

公司凭借多品牌、全产品种类的优质产品组合方案，可满足各级医疗机构对成本控制、产品品牌选择等各方面需求，在性能和价格方面提供综合最优方案。同时目前公司具备较大的渠道平台及市场规模优势，通过集中统一采购，和上游厂家的议价能力不断提升，既满足医疗机构对成本控制的需求、同时维持公司稳定的盈利水平。

#### (1) 产品种类齐全丰富，可满足客户个性化需求

公司在原有涵盖体外诊断领域绝大部分检验项目产品供应体系的基础上，导入了更多各项国际国内领先的产品，进一步完善公司产品供应体系，涵盖了近1,200家不同厂商提供的近19,000个品类的体外诊断相关产品。公司产品供应体系已基本实现业内主流供应商和产品的全覆盖。公司根据各类医学实验室对产品性能、服务内容和购买价格的实际需求，为其提供专业的个性化解决方案并有效实施。

## (2) 强大的客户资源及服务网络渠道优势

公司通过自建和投资合作等方式，服务范围覆盖华东、东北、华北、西南、华南、华中等地区，使公司能够在全国范围内为客户提供稳定、及时、高效的体外诊断产品与服务。公司从2010年起为医院客户提供的整体综合服务，结合了公司产品种类丰富、技术服务能力强的优势，积累了大量优质的客户资源。公司已累计为全国4,000余家各级医疗机构提供专业的体外诊断产品和技术服务支持，服务客户数量位居同行业前列。

## (3) 引入国资后融资环境优化

自2019年引入国资控股股东后，公司融资能力得到大幅提升，不断巩固和开拓融资渠道，公司陆续从各大国有银行获得了大额的授信额度，同时融资成本得到下降，为公司未来业务规模持续增长提供了有力的资金保障和支持。

图表 19. 供应链平台规模成本优势



资料来源：公司年报、中银证券

## (二) 丰富的服务经验及强大的服务能力优势

公司深耕 IVD 行业 20 余年，拥有丰富的 IVD 产品供应链服务及技术服务经验。公司拥有强大的专业化技术服务支持团队为客户提供设备安装调试、应用培训、设备校准、现场检修及技术支持等属地化服务，其中专业技术维修工程师四百余名（含五十人以上的厂家认证工程师），技术服务团队由检验医学、实验统计学、机械、光学、电子信息等多领域专业人才组成，掌握现有超过 50 个主流品牌的仪器设备的售后技术服务。团队秉持“以客户需求为导向，以综合服务为核心”的理念，服务执行力强、覆盖面广，具有主动性、及时性、专业性和前瞻性。强大的技术服务团队保证了公司的服务价值，在同行业中处在领先地位。

图表 20. 工程师人数

年份	2018	2019	2020
工程师人数	近 400 名	400 余名	500 余名

资料来源：公司年报，中银证券

同时，公司还为各级医疗机构提供多达 40 余项定制化的增值服务。针对帮助实验室运营成本降低，实现实验流程优化、设备选择合理化、试剂管理信息化、运营成本精细化、检测标准化，提供了包括质量控制管理服务、实验室设计优化服务、产品组合选择服务、ISO15189 质量标准认证服务、信息化服务、实验报告解读服务、SOP 文件建立、溯源性证明文件、性能验证试验、定标参考值确定等系列增值服务。此外，针对帮助实验室提升医疗水平，提供了包括临床教育培训、既有检测项目临床推广、新产品新技术临床培训服务、学术交流及提供学科建设支持等系列增值服务。

图表 21. 丰富的服务经验及强大的服务能力优势

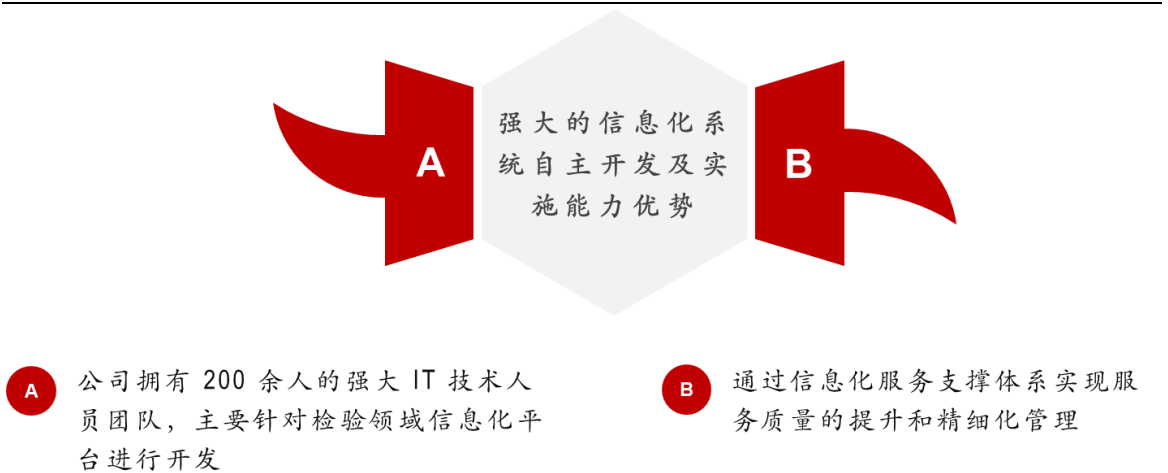


资料来源：公司公告，中银证券

### (三) 强大的信息化系统自主开发及实施能力优势

公司向来重视医疗检验领域信息化的开发建设，在信息化的投入和建设方面一直处于同行业领先地位。目前公司拥有 200 余人的强大 IT 技术人员团队，主要针对检验领域信息化平台进行开发，通过以信息化进销存管理系统为基础，以 LIS (医学实验室信息系统)、SIMS (实验室试剂库存管理系统)、B2B 供应链信息管理平台等为核心，构建信息化服务支撑体系，实现实验室的智能化、简便化、标准化、精细化，提高医院整体管理水平和工作效率，提升医院的服务质量和患者满意度。一方面，公司通过自主可控的信息化系统，可针对医院检验科管理服务中遇到的新的管理难点、痛点，及时对相关系统进行升级、更新，增加相关功能模块，或者开发新的信息系统，为客户提供更加细致、高效的综合服务。另一方面，通过强大的信息化系统也提升了公司内部经营业务管理能力以及实现集团对全国各子公司的精细化管理。

图表 22. 强大的信息化系统自主开发及实施能力优势



资料来源：公司公告，中银证券

## (四) 自主品牌产品研发技术优势

公司根据市场情况布局差异化的自主品牌产品，一方面满足不同类型客户对于产品选择的需求；另一方面，公司的自产产品毛利率水平良好，助力公司提升整体盈利水平。

公司自主研发的糖化血红蛋白分析仪及配套试剂等产品，于 2011 年成功投放市场。经过多年的市场开拓，在糖化血红蛋白分析仪领域市场份额仅次于占领高端市场的进口品牌。随着公司最新一代产品 MQ-6000 糖化血红蛋白分析仪投放市场，进一步巩固了在国产产品领先的市场地位。

公司顺应客户在实验结果的质量控制方面的需求，为客户提供多种选择的自主品牌第三方质控品，结合自研的第三方质量控制信息化管理系统，已经成为国内第三方质控服务的领先供应商。

自公司自主研发的化学发光检测系统上市，在化学发光免疫产品方面持续进行差异化研发，目前已取得 38 项试剂注册证，在研项目超 30 项，力争在国产替代的过程中，利用检验项目差异化产品的布局和渠道服务优势，抢占更高的市场份额。

图表 23. 自主品牌产品研发技术优势



资料来源：公司公告，中银证券

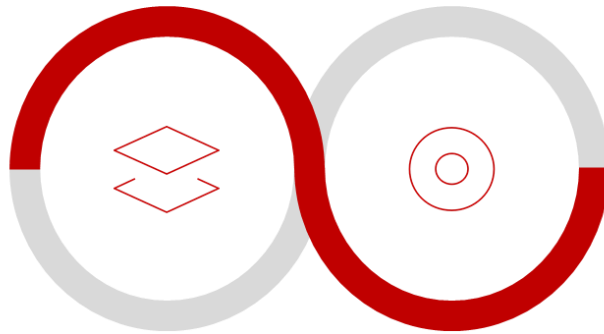
## (五) 专业稳定的管理团队和强大的服务人才团队优势

公司创始人及主要管理团队具有极为丰富的体外诊断产品经销和服务经验，核心团队成员来自希森美康、强生、德灵、贝克曼库尔特、西门子等知名跨国公司，多年来积累了与大型跨国体外诊断产品制造商的长期合作经验，对本行业的业务模式有深刻理解。公司管理层队伍人员稳定，主要管理人员在公司服务年限均在 10 年以上。

同时公司拥有各领域专业人才梯队，包括研发生产、技术服务工程师、IT 技术、驻场管理、市场培训、销售、采购、物流等人员。在公司现有 3000 余名员工中，负责售前售后技术服务的工程师有 400 余人、负责 IT 技术服务有 200 余人、负责为医院实时解决问题的驻场服务人员有近 300 人。专业人才培养机制和储备在同行业公司中处于领先水平，进一步巩固了公司在实验室综合服务领域的优势地位。

图表 24. 专业稳定的管理团队和强大的服务人才团队优势

## 专业稳定的管理团队和强大的服务人才团队优势



### 核心团队成员

来自知名跨国公司，多年来积累了与长期合作经验，对本行业的业务模式有深刻理解  
公司管理层队伍人员稳定，主要管理人员在公司服务年限均在 10 年以上

### 各领域专业人才梯队

在公司现有 3000 余名员工中包括各领域人才，服务业约 900 人。专业人才培养机制和储备在同行业公司中处于领先水平

资料来源：公司公告，中银证券

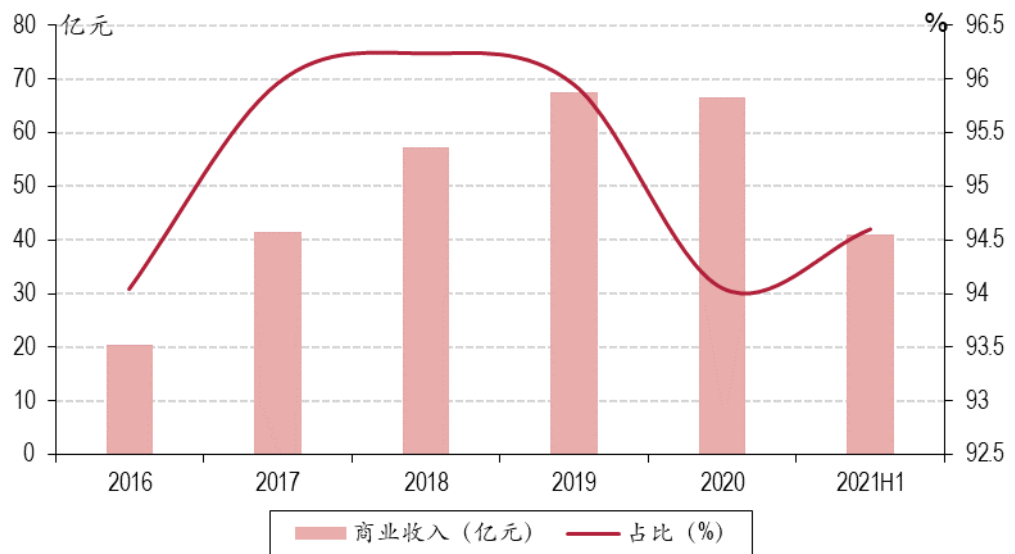
## 2、集约化/区检中心业务核心价值凸显，ICL 业务发力，传统经销代理业务有服务加持

公司自成立以来持续专注于体外诊断领域，并一直致力于为医学实验室疾病诊断提供整体解决方案服务。经过多年经营实践，确立了以医学实验室客户为核心的服务宗旨，通过针对检验系统运行特点构建的整体综合服务体系，为客户提供全方位定制化的综合服务，帮助院内医学实验室实现降低成本、提高运营效率、提升质量控制水平的管理目标。

公司根据客户不同发展阶段，服务内容不断丰富、升级，从传统的代理经销业务升级到院内实验室整体集约化运营管理服务及区域检验中心建设运营服务。通过综合服务能力的不断提升和升级，形成了稳定且不断增长的核心客户群体。截至 2020 年底，公司服务的医疗机构已达 4,000 余家，其中为院内实验室提供整体运营管理服务核心客户达 378 家。同时为了满足部分核心客户的特检需求，公司也布局了院外第三方实验室检测业务。目前商业板块可细分为集约化业务及区域检验中心业务，传统的经销代理业务和第三方实验室业务。

2020 年公司实现营业收入 70.69 亿元，其中商业服务板块实现收入 66.48 亿元，同比减少 1.74%，占总营业额的 94.05%；2021 年 1 月 1 日至 2021 年 6 月 30 日，公司实现营业收入 43.33 亿元，其中商业服务板块实现收入 40.99 亿元，同比增加 47.13%，占总营业额的 94.60%。

图表 25. 商业板块收入



资料来源：万得，公司公告，中银证券

### 传统的 IVD 代理经销业务

作为公司传统的业务类型，主要以 IVD 产品的流通配送为基础，为各类医学实验室提供包括丰富的产品组合服务、先进的冷链仓储物流、仪器定期维护保养及属地化快速响应维修服务在内的全产业链服务。

目前我国 IVD 流通服务市场呈现出整体分散的竞争格局。随着“两票制”、“阳光平台采购”等政策的深入推进，市场竞争格局将得到调整，行业集中度有望进一步提升。未来拥有强大的市场覆盖能力、供应链能力、信息化平台、服务技术团队及经验优势的规模型 IVD 流通服务企业将受益于医改政策的执行。

图表 26.IVD 代理经销政策

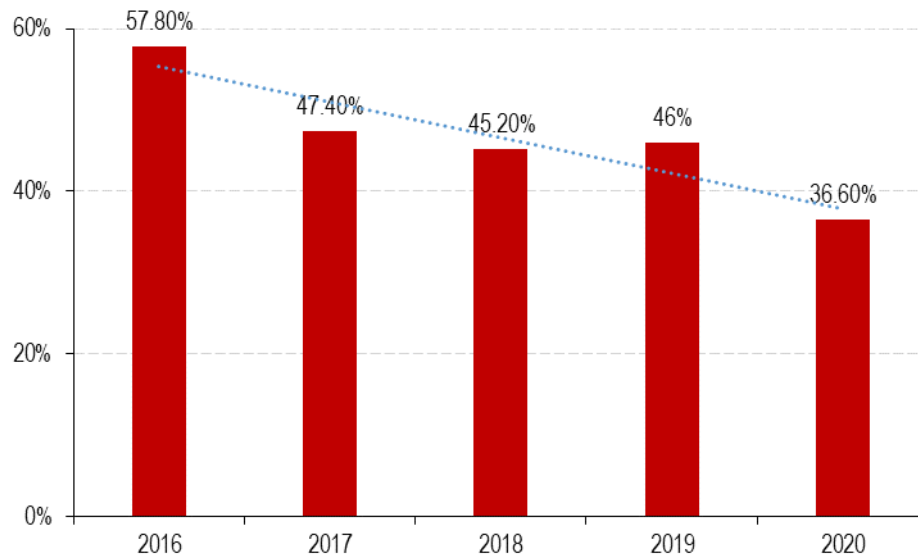
政策名称	发布时间	发布机构	相关内容
两票制	2017 年 1 月	国务院医改办	药品从药厂卖到一级经销商开一次发票，经销商卖到医院再开一次发 国务院医改办票，以“两票”替代目前常见的七票、八票，减少流通环节的层层盘剥， 会同国家卫生并且每个品种的一级经销商不得超过 2 个；综合医改试点省(区、市) 计生委等 8 部和公立医院改革试点城市的公立医疗机构要率先推行药品采购“两票 制”，鼓励其他地区执行“两票制”，以期进一步降低药品虚高价格，减 轻群众用药负担
国务院办公厅 关于完善公立 医院药品集中 采购工作的指 导意见	2015 年 2 月	国务院办公厅	坚持以省(区、市)为单位的网上药品集中采购方向，实行一个平台、 上下联动、公开透明、分类采购，采取招生产企业、招采合一、量价 挂钩、双信封制、全程监控等措施，加强药品采购全过程综合监管， 切实保障药品质量和供应。鼓励地方结合实际探索创新，进一步提高 医院在药品采购中的参与度。

资料来源：政府官网，中银证券

公司所处的行业为 IVD 流通与服务行业，IVD 流通服务商是连接上游 IVD 生产企业和下游医疗机构的重要环节，是国家医疗卫生事业和体外诊断产业的重要组成部分。

上游行业是体外诊断产品制造行业，主要供应商由 2003 年的 1 家增加到 2019 年的 28 家，逐步与国内知名制造商达成合作。前五大供应商的采购金额占比呈现逐年下降的趋势，2020 年前五名供应商采购额 19.25 亿元，占年度采购总额 36.6%。

图表 27.前五大供应商采购金额占比



资料来源：润达医疗招股说明书，公司公告

图表 28.公司的部分品牌供应商及部分产品



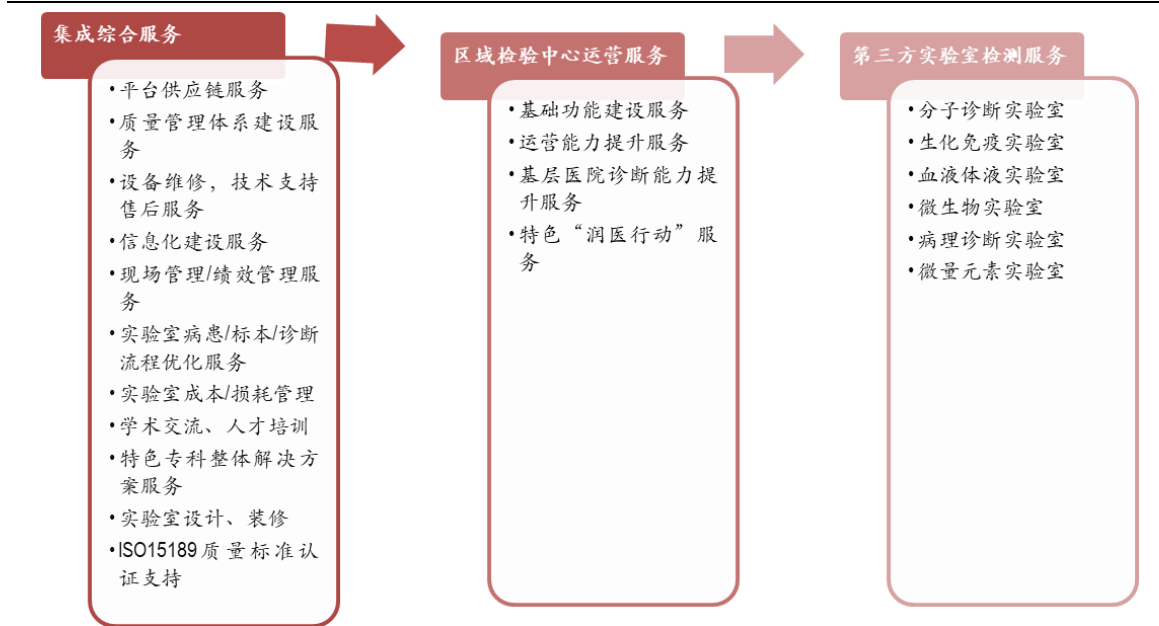
资料来源：公司官网，公司公告，中银证券

下游客户为各类实验室（主要为医院的检验科，又称临床实验室，还包括第三方医学实验室、体检中心、疾控中心和血站等其他医疗单位所属的医学实验室）。

## 集约化/区检中心业务核心价值凸显，ICL 业务发力

润达医疗医学实验室综合服务包括三部分，集成综合服务、区域检验中心运营服务和第三方实验室检测服务。集成综合服务致力于为医学实验室提供体外诊断产品、技术服务支持、实验室运营管理等全方位的服务，满足实验室的各种发展需求，提供平台供应链、质量管理体系建设、信息化建设等 11 项服务。区域检验中心运营服务是为了推动分级诊疗制度落地，实现区域内医疗资源共享和信息整合；通过中心实验室升级、区域样本物流平台及区域信息平台搭建、健全区域实验室质量管理体系，提升中心实验室整体诊断及服务水平；通过提供线上与线下的基层医生临床培训，提升基层医院服务能力；通过患者宣教，提高区域影响力。同时提升区域检验中心的社会效益与经济效益。第三方实验室检测服务通过建立以精准检验为主导、创新模式为特色，学术交流为平台的综合性医学检验实验室，引进国内外一流的高端检测设备，覆盖从常规到高端的主流技术领域检测项目，满足客户对部分高端诊断项目的外包服务需求，现有分子诊断、生化免疫、血液体液、微生物、病理诊断、微量元素等六大实验室。

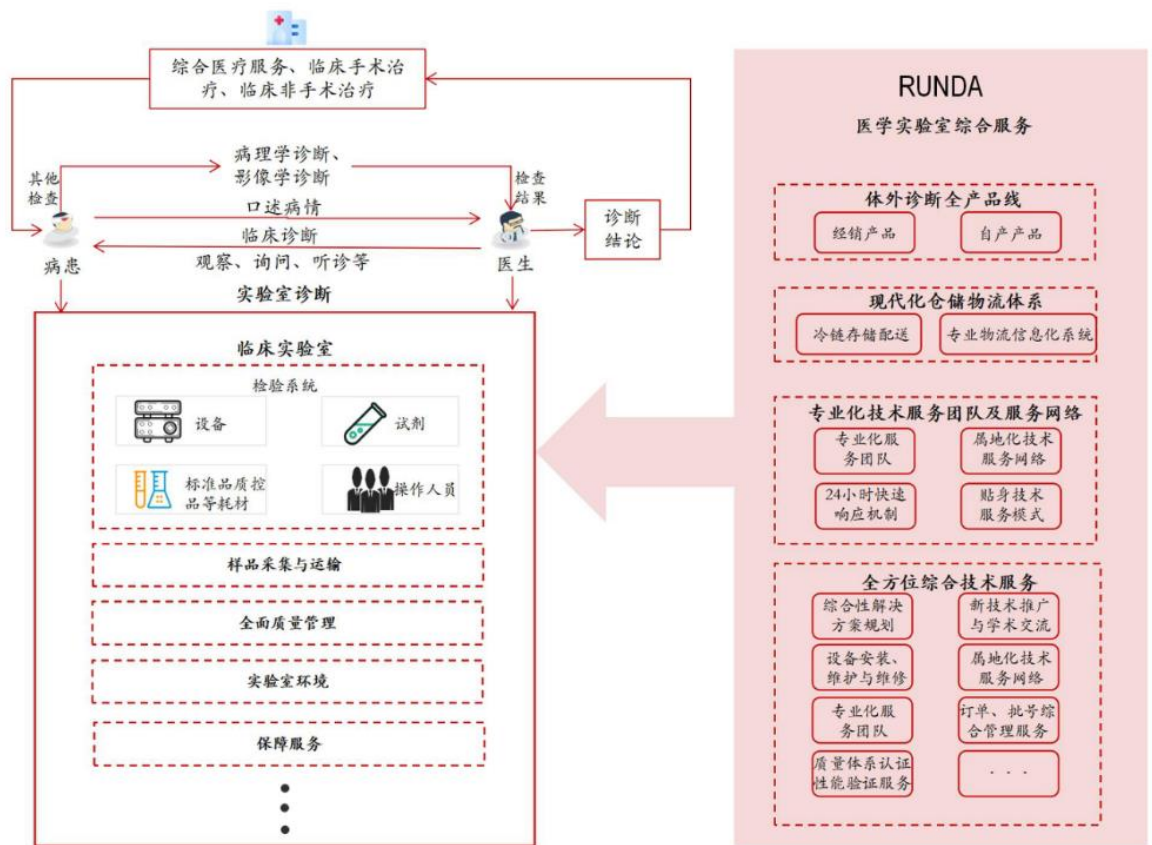
图表 29. 医学实验室综合服务



资料来源: 公司官网, 中银证券

公司的服务对象为医学实验室, 主要为各级医院所属的检验科。医院检验科的检验工作主要通过检验系统来完成。按照 ISO15189 的要求, 检验系统的构建, 除必须具备的设备、配套试剂耗材、标准品、质控品和检验人员等基本构成要素外, 还必须建立 SOP, 其中包括性能验证试验、溯源性证明、参考值确定等, 以及质量控制措施。为保证检验系统持续稳定地有效运行, 还需为之配备实验室环境构造、设备合理布局和操作规范、实验室管理体系软件、检验人员培训、质量控制规范、人体标本采集和输送、试剂耗材供应存储、设备故障困难排除和检验报告解读及建议等各项服务内容。

图表 30. 公司为医院检验科提供服务的流程



资料来源：润达医疗招股说明书，中银证券

就客户开展新的检验项目需要，公司目前可以提供整体综合服务，使客户在考虑如何构建检验系统方面无需耗用精力，仅需掌握检验项目的操作规范，能正确解读或者对实验结果给出诊断建议，并确保检验结果的质量。

(1) 在检验系统必需的诊断设备和试剂方面，公司目前的产品丰富，覆盖各类医学实验室的主要检测项目，可以通过合理的组合搭配使客户在性能和价格方面取得综合平衡，并且可以对实验室的环境规划方面给予专业的意见和服务；

(2) 在新产品和新技术的运用方面，公司的技术服务人员通过持续的培训，帮助检验人员能够充分掌握和稳定应用，及时将新知识新技术向普通检验科人员普及；

(3) 在提高检测结果的精确度和准确性方面，公司的技术服务人员可以在标本采集和运输、SOP 文件建立、性能验证试验、溯源性证明文件、参考值确定等方面提供协助服务支持，降低检验人员的工作量和操作难度，帮助缺乏建立检验系统经验的检验科建立检验系统；

(4) 在实验报告的解读和建议方面，公司的服务人员不仅提供对检测系统操作人员的使用培训，并帮助解读各种实验结果的临床意义；

(5) 在实验结果的质量控制方面，公司不仅帮助医学实验室选择第三方质控品，还帮助医学实验室建立质控规则，帮助检验人员解读质控结果报告，协助医学实验室进行失控分析；

(6) 在确保检验结果的及时性方面，公司通过信息化管理的仓储物流配送系统能够保证货物的及时供应，避免出现断货而延误诊断治疗，可以有效解决检验机构库存瓶颈；

(7) 公司的综合服务网络紧密贴合产品销售区域，技术服务人员可快速响应客户的设备安装、调试、使用培训、维修维护需求，以保证客户检验工作的正常开展。

2020 年末润达医疗集约化及区域检查中心客户累计达到 378 家，润达医疗有基本完整的供应链，且产品组合丰富，在这方面有较强竞争力。

## 区域检验中心运营服务

推动分级诊疗制度落地，实现区域内医疗资源共享和信息整合；通过中心实验室升级、区域样本物流平台及区域信息平台搭建、健全区域实验室质量管理体系，提升中心实验室整体诊断及服务水平；通过提供线上与线下的基层医生临床培训，提升基层医院服务能力；通过患者宣教，提高区域影响力。同时提升区域检验中心的社会效益与经济效益。

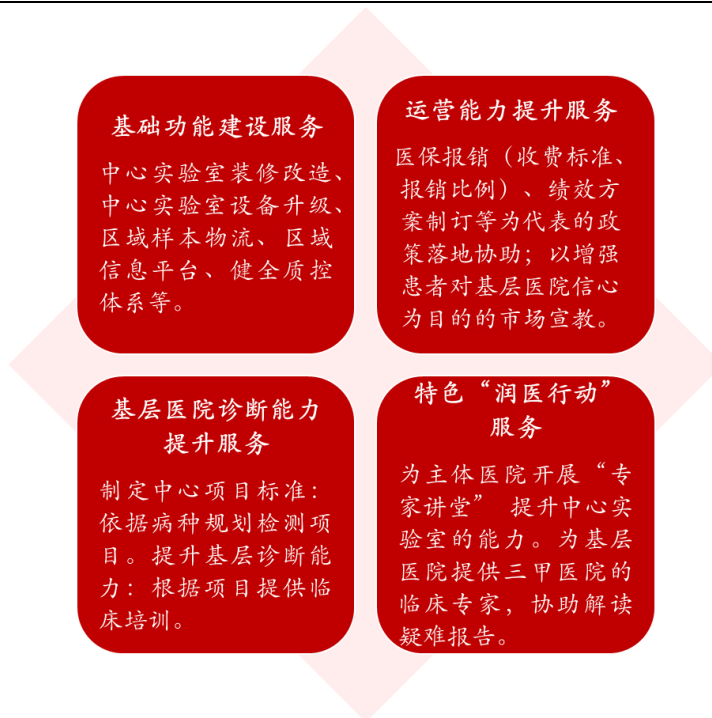
当前医疗的现状为大医院人满为患，小医院门可罗雀；各医院检验资源配置不同，检测项目不一，检验标准也不尽相同，导致各医院的检验报告不能互认，同一患者在不同医院需要重复相同的检查；各地区医院及地区内的医院患者的信息不能互联互通。

在上述背景下，润达医疗顺应国家相关医疗政策，不断提高自身服务能力，为医院提供专业的区域检验中心解决方案，帮助加快推进基层首诊、分级诊疗、双向转诊等医改政策的进程，推动分级诊疗制度落地，实现区域内医疗资源共享和信息整合。

润达医疗建设区域检验中心一般以地级市或县级为区域，由当地卫生部门牵头，依托该区域较权威的医院平台为主体医院，联合该区域下级医院形成紧密的医院联合体。通过对卫生管理部门、主体医院和基层医院进行充分协调，对主体医院检验科再造或升级，同时在区域范围内进行信息、质控平台和物流建设，收集合作医院的检验样本至主体医院进行检测，并统一出具检验报告。检验中心范围内资源共享、数据互传、报告互认，提升区域整体检验水平、管理水平、人员水平，实现既强中心，又强区域的建设目标。

润达医疗提供的全生命周期的区域检验中心建设运营服务，不仅强中心，也注重强基层：

图表 31. 润达医疗提供的全生命周期的区域检验中心建设运营服务



资料来源：公司官网，中银证券

## 集成综合服务

顺应国家医改方向，优化医疗资源配置；通过集中采购、统一配送，降低科室成本；提供多样化增值服务，提升科室检测能力和医疗服务水平，增加患者满意度。

图表 32. 润达医疗集成综合服务

平台供应链服务	<p>润达医疗与 40 家国内外一线体外诊断品牌建立了战略合作关系, 优质高效的供应链可对近 1.9 万个品项的试剂耗材提供"集中采购、统一配送"服务, 为客户提供多品牌、全产品种类的优质产品组合方案, 凭借较大的渠道平台及市场规模优势, 拥有强大的议价能力和渠道服务能力, 为医院提供具有价格优势的试剂耗材。公司通过自建和投资合作等方式, 将主要服务区域覆盖到华东、东北、华北、西南、华南、华中等地区, 具备了为全国范围内的客户提供稳定、及时、高效的体外诊断产品与服务的能力。凭借产品种类完善、技术服务能力强的优势, 积累了大量的优质客户资源, 公司已累计为全国 4,000 余家各级实验室提供专业的体外诊断产品和技术服务支持, 服务客户数量位居同行业前列。润达医疗在上海市金山区有占地 56 亩的物流仓储中心, 物流中心冷库面积近 2,000 平方米, 可调节阴凉库面积 2,300 平方米, 冷冻库面积 900 立方米, 常温库面积 3,000 平方米, 设计储位 6,180 个, 是集冷藏、冷链、信息追溯、客户订单管理于一体的综合性物流服务平台。</p>
质量管理体系建设服务	<p>润达医疗的专家团队可以辅导医院进行实验室质量管理体系建设, 包括室内质控、室间质评、教育培训和流程优化, 搭建区域质控网络平台, 并协助辅导实验室通过 ISO15189 等国际相关资质认可。可为客户提供 Petrol"第三方质控品、Qualitrol"质控相关配件(包含方法学评估质控品)、Q-university"质量管理教育及国际认证评估、Q-expert"质量管理软件和 Q-seeker 技术服务等质量管理一体化的全面解决方案。</p>
设备维修, 技术支持售后服务	<p>公司培养了一支由检验医学、实验统计学、机械、光学、电子信息等多领域专业人才组成的技术服务支持团队, 拥有丰富的 IVD 产品供应链服务及技术服务经验, 服务执行力强、覆盖面广, 具有主动性、及时性、专业性和前瞻性。公司可为客户提供设备安装调试、应用培训、设备校准、现场检修及技术支持等属地化服务, 同时拥有规模较大的专业化技术服务团队, 其中专业技术维修工程师四百余名(含五十人以上的厂家认证工程师), 可以掌握现有超过 50 个主流品牌的仪器设备的售后技术服务。</p>
信息化建设服务	<p>目前公司拥有 240 余人的强大 IT 团队, 主要针对检验领域信息化平台进行开发, 通过以信息化进销存管理系统为基础, 以 SIMS、B2B 供应链信息管理平台、LIMS (医学实验室信息管理系统) 等为核心, 构建信息化服务支撑体系, 实现实验室的智能化、简便化、标准化、精细化, 提高医院整体管理水平和工作效率, 提升医院的服务质量和患者满意度。公司自主开发的信息化系统功能涵盖采购库存管理、技术和物流服务、实验室信息管理、质量控制、POCT 质量管理、财务管理、客户关系等模块, 并采用先进的管理软硬件对各个业务模块进行跟踪并形成综合数据库。目前公司已自主开发的系统包括 LIS 系统(医学信息管理系统)、BIS 系统(临床输血质量管理体系)、质量管理控制系统 SIMS 系统(实验室试剂库存管理系统)、Mai47 系统(医疗供应链协同云平台)、ISP 系统(仪器服务平台)、CCLS (冷链物流系统)、DAP (数据融合平台) 等。</p>
现场管理/绩效管理服务	<p>目前公司拥有医院驻场管理服务人员 400 余人, 为各级集成医院客户提供属地化的管理服务。协助院方工作人员进行相关的订货、验收、入库、货票核对、及其他各类业务对接等管理工作。根据医院实际需求, 分析现有库存, 合理备货, 确保及时供货; 定期组织医院高层及相关科室, 召开项目沟通会议, 汇报进展和问题, 确保各环节沟通顺畅; 快速响应客户服务需求, 协调处理售后服务事宜, 提升客户满意度。综合提升客户的管理效率。实验室标准化是要求医院检验科的各项活动都必须运用"精益思维" (Lean Thinking), 精益思维的核心就是控制</p>
实验室病患/标本/诊断流程优化服务	<p>资源投入, 包括人力、设备、资金、材料、时间和空间, 创造出更大的价值, 为顾客提供满意和即时的服务。润达医疗根据客户的需求从实验室管理理念优化、工序优化以及视觉优化等方面帮助客户达到实验室精益管理的目标。使得医院检验科为病人提供满意服务的同时, 消除浪费, 持续改进。</p>
实验室成本/损耗管理	<p>根据医院医学检验实验室设备现状和未来业务发展需求, 量身打造检验科实验室设备的优化、更换、配置方案, 并提供上海顶尖三甲医院的专家资源, 对实验室的完善及未来规划做出指导性意见。</p>
学术交流、人才培养	<p>润达医疗将定期组织院方相关工作人员参加学术会议与教育培训、定期邀请国内外一流检验专家现场指导、组织院内相关人员参加国内外学术交流会议、组织临床与检验的沟通会与教育培训会、引进国际先进医院经营理念和管理理念, 协助科室与医院提升自身业务水平。</p>
特色专科整体解决方案服务	<p>为客户提供包括微生物解决方案、急诊整体解决方案、分子诊断解决方案、病理解决方案等特色专业技术解决方案一体化服务。</p>
实验室设计、装修	<p>润达医疗的专业设计团队具备医学实验室设计装修方面的专业资质, 可以为实验室提供整体规划设计和装修。整体规划将按照"标准、流程、安全、科学、节能、环保"这六大标准来进行, 同时考虑未来可能的实验室布局改动, 以期达成既符合临床需求, 也可以适用科研的目标。</p>
ISO15189 质量标准认证支持	<p>润达医疗的专家团队将以 ISO15189 标准要求, 协助医院建立医学检验实验室的 ISO15189 标准质量管理体系, 同时协助实验室申请 ISO15189 认可工作, 认可结束后仍提供通讯和随访的售后服务, 目的是能更好的辅助持续质量提升的目标, 真正做到不断持续改进的质量管理工作。</p>

资料来源: 公司官网, 中银证券

图表 33. 主要院内实验室综合服务

公司	主营业务	2020 年合作共建客户	供应链	上游	下游
润达医疗	IVD 产品生产+IVD 流通+院内第三方实验室检测服务商+ICL	集约化及区域检验中心客户累计达 378 家	基本实验全国覆盖, 具有冷链仓储物流	1、产品组合丰富: 代销产品涵盖了近 1200 家不同厂商提供的近 19000 个下游经销品项的体外诊断相关产品; 2、自产产品覆盖生化、糖化、质控、化学发光等领域	1、产品组合丰富: 代销产品涵盖了近 1200 家不同厂商提供的近 19000 个下游经销品项的体外诊断相关产品; 2、自产产品覆盖生化、糖化、质控、化学发光等领域
迪安诊断	IVD 产品生产+IVD 流通+院内第三方实验室检测服务商+ICL	500 余家合作共建实验室 (含约 200 家核酸共建)	冷链物流规模较小	1、上游代理品牌 900 多家; 2、自产产品品种数量较少	1、上游代理品牌 900 多家; 2、自产产品品种数量较少
美康生物	IVD 生产+区域检验共享中心			公司本身也在生产检测试剂和监测器械, 境内外共取得 352 项注册证, 开展区检中心业务有助于加速自产自销	公司本身也在生产检测试剂和监测器械, 境内外共取得 352 项注册证, 开展区检中心业务有助于加速自产自销
塞力医疗	IVD 生产+院内第三方实验室检测服务商	2020 年收入 17.7 亿元			

资料来源: 各相关公司公告, 中银证券

实现集约化采购, 就是要将各相同或相似的项目同时进行, 既能节约采购时间也能节约采购费用, 对提高政府采购效率不无好处。国家也发布了一系列的文件来支持和规范集约化采购, 国务院于 2019 年发布了《国务院深化医药卫生体制改革领导小组印发关于以药品集中采购和使用为突破口进一步深化医药卫生体制改革若干政策措施的通知》, 2020 年发布了《中共中央国务院关于深化医疗保障制度改革的意见》, 推动了集约化采购的发展:

图表 34. 集约化采购相关政策

名称	发布机构	发布时间	相关内容
《国务院深化医药卫生体制改革领导小组印发关于以药品集中采购和使用为突破口进一步深化医药卫生体制改革若干政策措施的通知》	国务院	2019 年 11 月 29 日	全面深化国家组织药品集中采购和使用改革, 构建全国药品公共采购市场和多方联动的采购格局
《中共中央国务院关于深化医疗保障制度改革的意见》	国务院	2020 年 2 月 25 日	深化药品、医用耗材集中带量采购制度改革。坚持招采合一、量价挂钩, 全面实行药品、医用耗材集中带量采购。以医保支付为基础, 建立招标、采购、交易、结算、监督一体化的省级招标采购平台, 推进构建区域性、全国性联盟采购机制, 形成竞争充分、价格合理、规范有序的供应保障体系。推进医保基金与医药企业直接结算, 完善医保支付标准与集中采购价格协同机制。

资料来源: 中国政府官网, 中银证券

针对较大的院内医学实验室对成本管控, 效率提升的需求不断增强, 公司不断升级服务内容, 开创新的商业模式—集约化服务模式, 该创新业务模式是在传统的供应链服务基础上, 一方面通过试剂等生产资料的集中采购降低物料成本, 另一方面根据各医疗机构的运营现况和发展规划, 结合科技化管理理念, 从构建实验室整体检验系统和提升运营管理综合服务入手, 综合提升实验室诊断能力和服务水平, 同时降低实验室运营管理、质量控制等综合成本, 从而达到降本增效的目的。

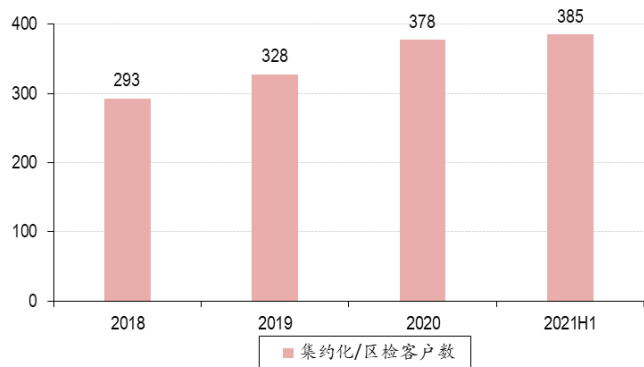
针对实验室成本管控，实现实验流程优化、设备选择合理化、试剂管理信息化、运营成本精细化、检测标准化，提供包括仪器设备维修等基础技术支持、实验室过程管理、质量控制管理等服务。针对实验室检测能力和水平提升，提供了包括临床教育培训、实验报告解读服务、既有检测项目临床推广、新产品新技术临床培训服务、学术交流及提供学科建设支持等系列增值服务。同时公司还为各级医疗机构提供特色专科建设整体化服务，如为微生物、病理、分子诊断、影像、透析等专科领域提供一体化解决方案。公司通过提供以上综合服务，提升大型 IVD 渠道综合服务商的服务价值属性，帮助医院实现降本增效的目的，符合国家医改及产业发展趋势。

为进一步推动分级诊疗制度落地，加快推进紧密型医联体、医共体的建设，实现区域内医疗资源共享和信息整合，公司顺应国家相关医疗政策，不断提高自身服务能力，将集约化业务进行升级，将现有成熟的服务经验和模式由单体医院延伸到区域医联体所有医院，将区域医联体医院标本集中在中心实验室检测，实现规模化检测。一方面，通过中心实验室升级、区域样本物流平台及区域信息平台搭建、健全区域实验室质量管理体系，提升中心实验室整体诊断能力及服务水平；另一方面，组织专家建立标准，依据标准提供线上与线下的基层医生临床培训教育，依据病种及临床路径制订对应检测项目，提升基层医院服务能力，增加基层标本外送，实现中心实验室良性循环；通过患者宣教，提高区域影响力，助力各地医联体的成功落地，助推分级诊疗的成功实现。公司目前在全国已向三十三家区域检验中心提供解决方案，获得了客户和市场的高度认可。

2020 年，公司集约化业务/区域检验中心业务实现营业收入 20.87 亿，较 2019 年略有增长。上半年受疫情影响，实现营业收入 8.36 亿元，较去年同期下滑 10.97%；下半年，疫情影响逐渐消除后，业务实现快速恢复，下半年实现营业收入 12.51 亿元，较上年同期增长 11.33%。下半年基于医院客户整体综合服务需求不断增强及公司丰富的项目落地经验，全年新增集约化和区检中心客户 50 家，截至 2020 年 12 月 31 日，公司集约化/区检中心客户数达 378 家。

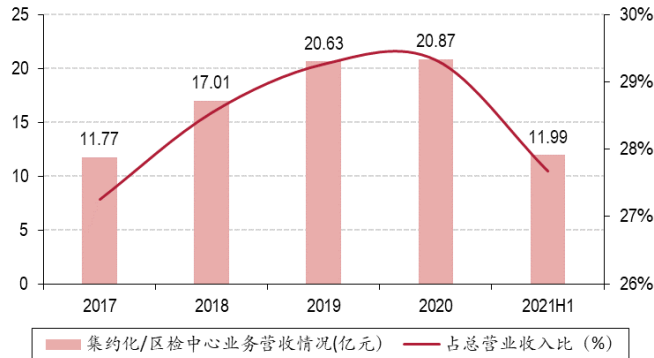
2021 年 1 月 1 日至 2021 年 6 月 30 日，公司集约化业务/区域检验中心业务实现营业收入 11.99 亿，较去年同期增长 43.49%。基于医院客户整体综合服务需求不断增强及公司丰富的项目落地经验，公司集约化客户及区域检验中心客户数不断提升，截至 2021 年 6 月 30 日，公司集约化/区检中心客户数达 385 家。

图表 35. 公司集约化/区检中心客户数



资料来源：万得，中银证券

图表 36. 公司集约化/区检中心业务营收情况



资料来源：万得，中银证券

## 第三方实验室检测服务

作为院内实验室集约化业务及区域检验中心业务的补充，为满足部分核心客户特检项目需求，公司借助自身资源优势，也积极布局了院外第三方实验室检测业务。公司建立以精准检验为主导、创新模式为特色，学术交流为平台的综合性医学检验实验室，引进国内外一流的高端检测设备，大力推进产学研的发展，完成了基因芯片技术、质谱色谱、细胞成像、蛋白指纹图谱、液态芯片、药敏测试等多个检验技术平台的搭建，范围覆盖了从常规到高端的主流技术领域，检验项目超过 2000 项，其中包括分子诊断、远程病理诊断、冰冻病理、CTC 循环肿瘤细胞检测、染色体检测等高端检测项目，较好的满足公司集约化客户及区域检验中心客户对部分高端诊断项目的外包服务需求。目前公司有两个第三方实验室，分别是上海中科润达医学检验实验室和黑龙江龙卫精准医学检验中心。

图表 37. 公司坚持 ICL 第三方独立实验室

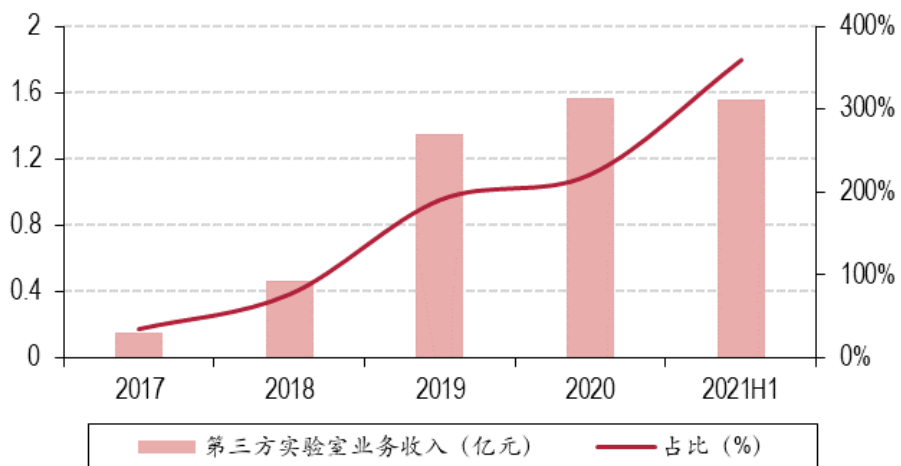
实验室名称	建立日期	检验项目	合作单位	实验室特点
上海中科润达医学检验实验室	2017.9.26	可开展特检、病理、综合检验等 2000 余项检测项目	中科润达、罗氏、罗氏示范实验试剂、巨星医疗	上海虹口地区结果互认
黑龙江龙卫精准医学检验中心	2016.5.12	1000 余项	迈润医疗、黑龙江省省级区域检验中心、省卫健委	覆盖高分子诊断业务、迈瑞医疗示范实验室

资料来源：公司公告，中银证券

上海中科润达医学检验实验室是由润达医疗和巨星医疗携手共建的以精准检验为主导、创新模式为特色，学术交流为平台的综合性医学检验实验室。实验室目前已通过 ISO15189 质量体系认证。该实验室配备了最先进的罗氏自动化检测仪器，引进国际高端质量标准体系和先进的实验室质量管理体系（Westgard Sigma），采用全球领先的 LIMS 系统。目前实验室拥有分子诊断实验室，病理实验室、质谱实验室、微生物实验室、生化免疫实验室、微量元素实验室、血液体液室等专业实验室，并拥有一支以国内外知名专家领导的，老中青合理搭配的专业化检验团队，可开展特检、病理、综合检验等 2000 余项检测项目。

黑龙江龙卫精准医学检验中心是润达医疗（603108）在黑龙江省设立的一家以提供精准医学诊断服务外包为核心业务的第三方独立医学检验服务机构，致力于为各级医疗机构提供“精准医学诊断一站式解决方案”。检验中心实验室面积 6000 平米，是省内目前检测平台最完整的，检验面积最大的医学检验机构之一。在充分满足临床服务基础上，承担了多项科研基金项目。是哈尔滨医科大学教学单位，实验诊断学博士学位和硕士学位授予点。目前实验室拥有临检实验室、微生物实验室、生化实验室、发光免疫实验室、血清免疫实验室、风湿免疫实验室、分子诊断实验室、质谱实验室、分子病理实验室，拥有多名博士、硕士人员进行流程操作及质量把控，可开展临检、肿瘤靶向治疗检测、肿瘤药敏筛查、遗传病基因检测和组织病理、细胞病理、免疫组化等 1000 余项检测项目。2020 年公司第三方实验室业务实现收入 1.57 亿元，同比增加 251.43%，主要系新冠核酸检测业务带来的业绩增量和常规检测业务的逐步恢复，占总营业额的 2.22%；2021 年 1 月 1 日至 2021 年 6 月 30 日，公司第三方实验室业务实现收入 1.56 亿元，同比增加 310.53%，占总营业额的 3.60%。

图表 38. 第三方实验室收入



资料来源：万得，公司公告，中银证券

与院内第三方实验室检测服务商不同，ICL 具有独立法人资格，服务的客户群体除了医疗服务机构外还有消费者个体，所获的毛利率也更高，主要竞争者为金城、迪安诊断、艾迪康、达安基因。建立以精准检验为主导、创新模式为特色，学术交流为平台的综合性医学检验实验室，引进国内外一流的高端检测设备，覆盖从常规到高端的主流技术领域检测项目，满足客户对部分高端诊断项目的外包服务需求。

图表 39. 院内第三方实验室与 ICL 独立第三方实验室对比

	院内第三方实验室检测服务商	ICL 独立第三方实验室
业务模式	院内第三方实验室检测服务商 医院提供实验室场地, 为医学实验室提供 体外诊断产品、技术服务支持、实验室运 营管理等等全方位的服务	具有独立法人资格从事医学检测, 类似于医院检验科
客户群体	B 端: 各级公立医院的检验科	B 端: 医疗服务机构 C 端: 消费者个体
盈利模式	收入=公立医院检验科收入*X%	收入=终端检验收费*扣率
毛利率	~25%	~30%-40%
核心价值来源	渠道+服务+管理+产品 资金 仓储物流 基础服务	服务+产品+人力 资金 专业人才 运营管理
壁垒	实验室运营管理能力 上游产品资源 下游客户资源	行业准入 质量控制 技术
特点	轻资产运营	重资产投入 (盈亏平衡周期 3-5 年)
市场竞争格局	润达医疗、迪安诊断、国控润达、美康生 物、塞力医疗等	金城、迪安诊断、艾迪康、达安基因初步形成寡头垄断

资料来源: 相关公司公告, 中银证券

## 3、工业板块厚积薄发

工业板块包括 IVD 产品研发生产业务和医疗信息化业务。

### IVD 产品研发生产业务

公司积极布局上游 IVD 生产制造领域，目前有惠中医疗、惠中生物、北京惠中、上海昆涪等生产研发类子公司，对 IVD 部分领域产品进行了差异化布局，自主品牌产品覆盖质控、糖化、化学发光、生化、分子诊断、POCT 等领域。

图表 40. 公司自主品牌业务

<p><b>免疫产品</b></p> <p><b>Ranos®化学发光免疫分析系统</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1、采用磁微粒化学发光技术</li> <li>2、36 个冷藏试剂舱，50 个样本位，测速超过 120 测试/小时</li> <li>3、特殊设计的加样针清洗系统 携带污染率低于 0.1ppm</li> <li>4、自动质控分析，可传送 LIS</li> <li>5、不停机更换试剂，样本自动稀释功能，最高可稀释 400 倍</li> <li>6、自动识别条码，自动混匀试剂，自动探测样本液面、凝块和气泡</li> <li>7、实时监测试剂和耗材量并显示仪器状态</li> <li>8、试剂包装规格多，耗材种类少，仓储管理便捷</li> <li>9、加入异嗜性抗体阻断剂，有效减少假阳性</li> </ol> <p><b>Ranos®配套试剂</b></p> <p>甲状腺功能、肿瘤标志物、生殖激素、生长发育、糖代谢、炎症、肝纤维化</p>
<p><b>生化产品</b></p> <p><b>惠中-日立 LABOSPECT 008 AS 生化分析系统</b></p> <p>惠中生化试剂经过日立严格评估，与 LABOSPECT 008 AS 全自动生化分析仪配套使用，为客户提供完整的仪器和试剂解决方案</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1、配套固定参数</li> <li>2、个性化定制。无接触式超声搅拌，避免污染；针对每个项目匹配合适的搅拌力度</li> <li>3、条码管理</li> <li>4、溯源体系。日立 LABOSPECT 008 AS 全自动生化分析仪、惠中 Ranos®配套生化试剂及配套校准品，构成完善的溯源体系</li> </ol> <p><b>Ranos®生化试剂</b></p> <p>肝功能、肾功能、心血管、血脂、风湿免疫、糖代谢、离子、炎症、血栓、胰腺</p>
<p><b>糖化血红蛋白</b></p> <p><b>MQ-6000 糖化血红蛋白分析系统</b></p> <p>精准、高效、智能，助力精准诊断</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1、结果精准；2、性能卓越。高通量，快速获取检测结果；检测分离度高，抗干扰性强</li> <li>3、智能操作。样本自动识别，自动混匀扫码；操作方便快捷，维护简单易学</li> </ol> <p><b>MQ-2000PT 糖化血红蛋白分析系统</b></p> <p>准确、经典的高效液相离子交换色谱法 (HPLC)、持续获得国际 IFCC、NGSP 双认证，结果具备全球可比性；核心部件采用高精密度配件界面实时监控管路压力、柱温及试剂余量保证结果稳定，便于用户重复确认；样本直接上机，自动混匀扫码，快速便捷，维护简单</p>

资料来源：公司官网，中银证券

图表 41. 公司自主品牌业务（续表）

### 质控软件

昆涑质控软件开发瞄准了实验室质控中的诸多热点、难点，综合运用多项软件开发新技术，提出了数据自动导入、实时中央控制、利用多水平质控数据进行失控影响分析、基于操作日志的智能质控分析、失控分析与处理、质量目标评估、性能验证、质量文档管理、基于移动网络的质控数据管理平台等诸多极具创新意义和实用价值的解决方案，不但可用于实验室的内部质量管理，更可构建跨多个实验室的质量管理大数据云。

#### 已开发质控软件产品

临床实验室内部质量控制数据分析软件、临床实验室外部质量评估管理软件、糖化血红蛋白结果一致性比对软件、临床实验室检验程序方法学评价暨性能验证软件、临床实验室测量不确定度评估软件、医学实验室 ISO 15189 认可文档管理软件、临床实验室测量不确定度评估软件

#### 质控品及质控软件

##### 质控品

1、产品齐全。国内最大的第三方独立质控品生产供应商，昆涑自有品牌 Pretrol 全系列质控品，包括血液学、凝血、尿液常规、常规生化、血气与电解质、脑脊液生化、常规内分泌、常规肿标、特定蛋白、特殊免疫、特殊肿标、特殊生化、等 300 余项非定值质控品，覆盖 90% 以上的常规医学检验项目。  
2、质量可靠。与国际上多家知名质控品原料供应商建立了紧密的战略合作，世界级品质的生产原料保证了昆涑全系列质控品的世界级质量。

### 医疗信息化系统

#### 检验信息系统(LIS 系统)

是专为医院检验设计的一套信息管理系统，该系统将实验仪器与计算机组网，使病人样品登录、实验数据存取、报告审核、打印分发、实验数据统计分析等繁杂的操作国产实现智能化、自动化和规范化管理。该系统有助于提高实验室整体管理水平，减少漏洞，提高检验质量。终端使用客户超过 1500 家，其市场规模及增长速度在 LIS 软件行业处于领先地位。

#### 实验室库存管理系统 (SIMS)

作为一款专业的实验室库存管理系统，目前已使用于上百家国内医院（其中 53% 为三级或三级以上医院），主要使用客户为医院检验科，具备采购、供应商管理、产品管理、多级库存管理、资质文件管控、入库、出库、使用、成本核算、ISO15189 质量控制、数据分析等模块，为科室提供了检验试剂及耗材的全流程管控。

#### 瑞瑞 MAI47 平台

致力于打造原厂-经销商-医院整理供应链信息流通体系，平台具备医疗器械在线交易、在线订单处理、公司业务信息化管理、ERP 系统数据自动同步、数据统计分析、交易合规智能监管等功能，能够实现多方数据高效互通，打造智能化的医疗供应链平台。目前平台具备合约的机构总数量达 12238 家。

#### 血液管理系统

瑞美 BIS 系统，以国家和医疗机构针对临床输血管理规范为基准，针对当前行业现状和存在的实际问题，借助先进的计算机技术，规范临床输血流程，实现临床输血标准化、信息化、智能化、自动化。BIS 系统包含临床输血的日常流程操作、输血申请、临床输血信息的查询和统计等功能。

#### Med-Q POCT 管理平台

以符合国际和中国国家制定的 POCT 管理标准为前提，通过规范化的人员、设备、质控、流程等管理，提升检测结果的准确性，实现数据可追溯的同时，达到降本增效的目的

#### 其他系统

耗材管理系统、区域检验平台、无纸化微生物系统、优生优育平台、ISP（仪器服务平台）、CCLS（冷链物流系统）、DAP（数据融合平台）

资料来源：公司官网，中银证券

2021 年 12 月初公司新上市质谱仪 Agile Robust Precision-6465MD 是公司工业板块业绩增长的又一引擎，也更是公司研发实力的体现。该产品优势突出：体积小巧，占用更有限的实验室空间；维护时间最短，相比其他质谱仪整体维护时间节省 24 小时；中文软件，界面友好，交互性强，后续配套全自动前处理仪，提供质谱检测整体解决方案。

图表 42.新上市质谱仪 Agile Robust Precision-6465MD 优势突出

## Agile Robust Precision-6465MD

临床质谱市场前景广阔，体积小且功能强大的质谱仪应用前景值得期待



**体积最小**，相比其他质谱仪节约实验室**70%**空间

**维护时间最短**，相比其他质谱仪整体维护时间节省**24**小时，无需卸载真空并能快速检查仪器状态

**中文软件**，界面友好，交互性强

**性能卓越**，对标AB4500，可满足临床所有检测需求，ARP-6465MD检测范围5-1400m/z已覆盖当前临床检测化合物质量数，分辨率0.7Da已满足临床检验

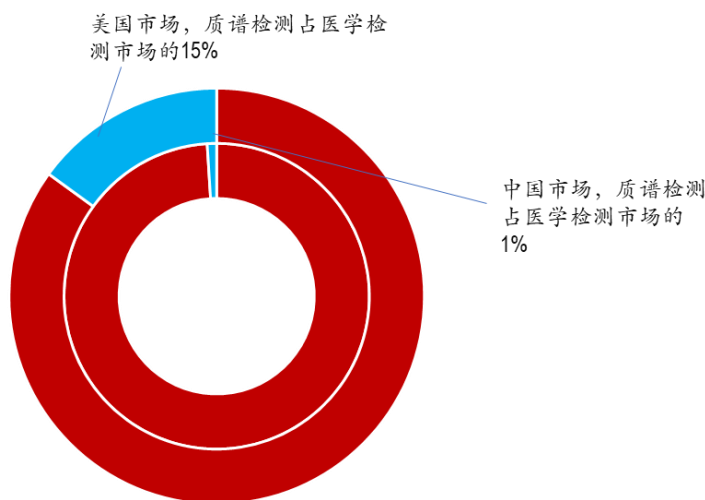
后续配套全自动前处理仪，提供质谱检测整体解决方案

资料来源：公司公告，公司公告，中银证券

受人均可支配收入逐渐提高，老龄化程度加深，医疗投入占比不断加大等多方面利好，中国体外诊断市场飞速发展。质谱仪作为目前特检手段在国内还处于发展初期阶段，蓝海市场值得期待。

如图所示，目前美国市场质谱检测占医学检测市场的15%左右，而中国市场质谱检测只占医学检测市场的1%左右，中国质谱检测市场潜力巨大。

图表 43.中国质谱检测市场潜力大



资料来源：Frost & Sullivan，中国体外诊断蓝皮书(2018年)，观研报告网，润达裕嘉，中银证券

传统检测方法检测项目少，通量和精度较低，且容易受干扰。液相色谱-串联质谱检测，有助于避免底物分子干扰，可以准确定量小分子，一次可检测几十上百个指标。且具备高通量，高灵敏度和高特异性特点。

图表 44. 我国政府高度重视质谱仪发展

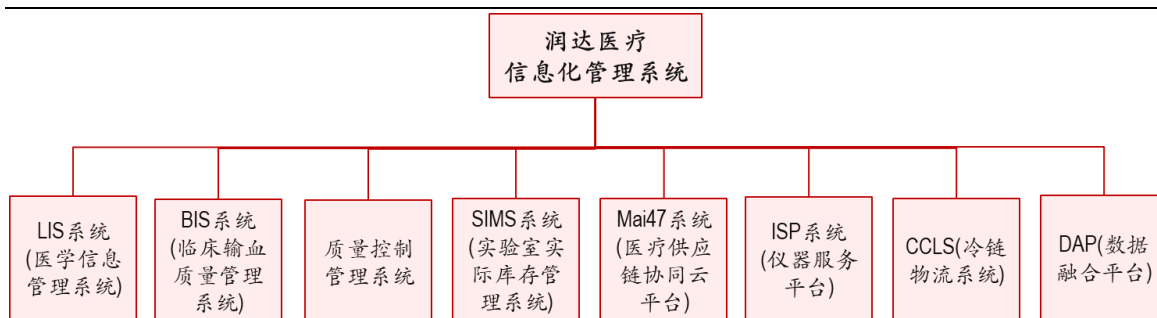
时间	制定机构	政策	主要内容
2007 年 1 月	发改委 科技部 国务院	《当前优先发展的高技术产业重点领域指南》 《外商投资产业指导目录》	推动质谱高技术产业化优先发展，将质谱仪纳入鼓励外商投资产业指导目录
2011 年 3 月	科技部	《“十二五”科学和技术发展规划》	推动质谱的小型化、便携化、专用化，将其纳入高端装备制造产业技术重点发展
2016 年 8 月	国务院	《“十三五”国家科技创新规划》 《“十三五”医用器械科技创新专项规划》	将医用生物质谱仪列入未来重点支持的十六个领域之一
2021 年 2 月	国务院	《“十四五”国家重点研发计划》	将质谱技术作为重点研发

资料来源：相关政府部门官网，中银证券

## 医疗信息化业务

针对医学实验室的运营管理特点，公司开发了一系列拥有自主知识产权的检验领域信息化软件系统平台，包括 LIS 系统（医学实验室信息系统）、BIS 系统（临床输血质量管理体系）、POCT 质量管理平台、SIMS 系统（实验室试剂库存管理系统）、Mai47 系统（医疗供应链协同云平台）、ISP 系统（仪器服务平台）、CCLS（冷链物流系统）、DAP（数据融合平台）等，为客户提供了丰富的信息化系统及相关软件服务。同时，公司也积极对临床信息化业务产品线进行拓展及升级，积极开展区域性信息平台的搭建，进一步丰富公司信息化产品线，巩固了公司在检验领域信息化系统开发建设的领先水平。

图表 45. 医疗信息化系统



资料来源：公司官网，中银证券

图表 46. 公司多个信息化平台具备领先优势

信息化领域	目前市场主要竞品	特点	润达对 应产品	润达产品特点
IVD 管理	手工+EXCEL 表格记录	信息化、自动化程度极低	SIMS 平 台	针对实验室特殊性专向设计的库存管理系统，主要用于实验室内部试剂（也可用于耗材或其他）库存的采购、入库验收、出库与日常盘点等相关业务管理。
	医院物资管理系统、SPD 系统、HIS 系统附带的检验试剂管理模块	主要功能为记录检验试剂入库及出库品相、批号、数量及时间，优点为作为医院物资系统的子模块，能够高度匹配医院采购流程，融入医院整体采购报表，具备完成的结算系统流程，缺点为仅提供采购及医院一级出入库记录功能，无法为检验科提供具体的业务帮助，同时整个订购及管理流程依然需要依靠大量人工工作		
	小型公司或个人开发的试剂库存管理系统	一般免费或具备较低的价格，具备一定的检验试剂管理功能，能够减少一定的人工工作量，但其系统流程单一、很难实现系统对接与定制化开发。对比 SIMS 系统而言，缺少很多实用功能模块，无法为大型医院检验科提供高效的试剂管理		
IVD 交易	LIS 系统或检验管理系统附带的试剂管理模块	仅具备简单出入库功能，无法实现订购、管理等功能，用途较小	MAI47 平 台	打造原厂-经销商-医院整理供应链信息流通体系，平台具备医疗器械在线交易、在线订单处理、公司业务信息化管理、ERP 系统数据自动同步，数据统计分析、交易合规智能监管等功能，能够实现多方数据高效互通，打造智能化的医疗供应链平台。
	电话、微信和邮件	信息化、自动化程度极低，没有院内物流管理功能		
	医疗器械在线交易平台	主要功能为在线产品介绍、展示与在线订购，目的为促成双方交易		
		能够实现医院订单传输与分配功能，但只具备买方-卖方具备院内物资管理类系统方的单点交易数据流通功能，无法实现全供应链的数据流通		

资料来源：公司官网，中银证券

## 质控品及质控软件

公司顺应客户在实验结果的质量控制方面的需求，为客户提供多种选择的自主品牌第三方质控品，结合自研的第三方质量控制信息化管理系统，已经成为国内第三方质控服务的领先供应商。

图表 47. 质控品及质控软件

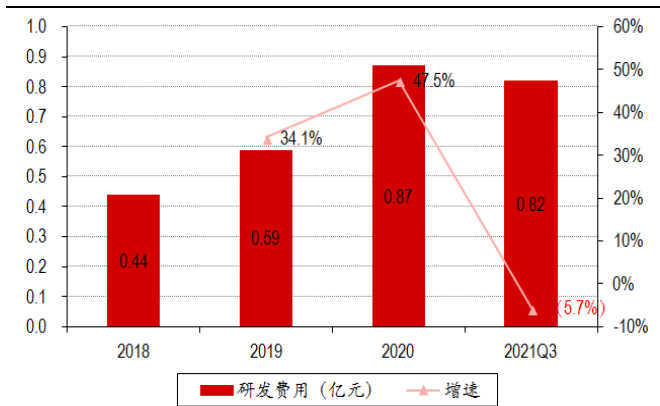
质控	介绍	产品
质控品	国内最大的第三方独立质控品生产供应商，昆涑自有品牌 Pretrol 全系列质控品	包括血液学、凝血、尿液常规、常规生化、血气与电解质、脑脊液生化、常规内分泌、常规肿标、特定蛋白、特殊免疫、特殊肿标、特殊生化、传染病血清学等 300 余项非定值质控品，覆盖 90% 以上的常规医学检验项目
质控软件	昆涑质控软件开发提出了数据自动导入、实时中央控制、利用多水平质控数据进行失控影响分析、基于操作日志的智能质控分析、失控分析与处理、质量目标评估、性能验证、质量文档管理、基于移动网络的质控数据管理平台等诸多极具创新意义和实用价值的解决方案	临床实验室内部质量控制数据分析软件 临床实验室外部质量评估管理软件 糖化血红蛋白结果一致性比对软件 临床实验室检验程序方法学评价暨性能验证软件 临床实验室测量不确定度评估软件 医学实验室 ISO 15189 认可文档管理软件 临床实验室测量不确定度评估软件

资料来源：公司官网，中银证券

## 研发能力

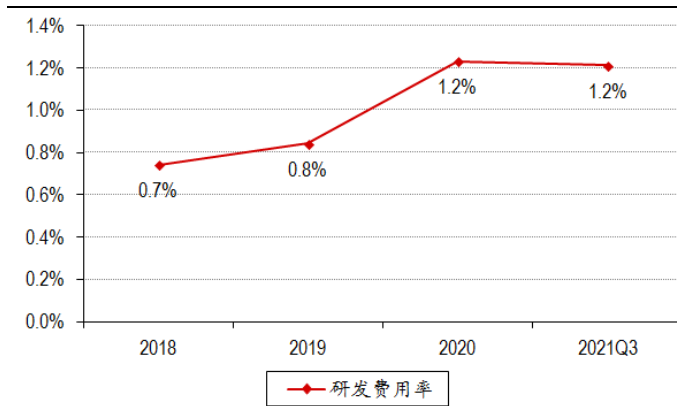
润达医疗在研发领域不断增加投入，2020年公司继续加大自产产品的研发生产，研发投入超过8,700万元，研发费用率达到1.2%。以自有的新产品研发中心为依托，不断提升整体研发水平，持续研发新产品的同时，对原有产品技术进行升级。在巩固糖化、质控等产品国内领先水平的情况下，生化、化学发光、POCT等产品不断取得突破、逐步放量。

图表 48. 研发费用及增速



资料来源：万得，中银证券

图表 49. 研发费用率



资料来源：万得，中银证券

截至2020年底，公司拥有一支154人组成的高学历、跨学科的研发团队，研发人员数量占公司总人数的5.56%，专业覆盖机械、电子、化学、医学等多学科领域。

## 4、业绩拆分及预测

根据我们预测与拆分，预计公司 2021-2023 年商业板块营收 81.19/98.88/115.92 亿元，其中集约化业务/区检业务中心 2021-2023 营收 29.77/40.48/50.56 亿元；第三方实验室业务 2021-2023 年营收 4.25/6.10/8.11 亿元；传统代理业务 2021-2023 年营收 47.17/52.30/57.24 亿元。公司 2021-2023 工业板块营收 6.15/9.27/11.51 亿元，其中自产产品业务 2021-2023 年营收 4.81/7.59/9.46 亿元。

图表 50. 公司业绩拆分及预测

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>工业</b>							
收入 (百万元)	167	218	280	414	615.40	926.78	1150.64
YOY(%)	33.45	28.62	29.42	47.74	48.65	50.60	24.16
毛利 (百万元)	113	136	194	249	371.80	568.98	704.03
毛利率(%)	66.98	63.01	69.32	60.26	60.42	61.39	61.19
<b>自产仪器和试剂</b>							
营业收入 (百万元)		216.5	254.14	306	480.73	758.57	945.93
yoy(%)			17.38	20.41	57.10	57.80	24.70
毛利 (百万元)			174.31	180	285.68	462.55	574.85
毛利率(%)			68.59	58.83	59.43	60.98	60.77
<b>软件开发及服务</b>							
营业收入 (百万元)			26.06	108	134.68	168.21	204.71
yoy(%)				314.40	24.70	24.90	21.70
毛利 (百万元)			19.94	69	86.12	106.43	129.17
毛利率(%)			76.49	65.07	63.95	63.27	63.10
<b>商业</b>							
收入 (百万元)	4144	5740	6766	6648	8119.08	9887.81	11592
YOY(%)	103.60	38.50	17.88	(1.74)	22.13	21.78	17.23
毛利 (百万元)	1101	1499	1718	1657	2048.60	2552.02	2846.57
毛利率(%)	26.56	26.11	25.39	24.93	25.23	25.81	24.56
<b>集约化业务及区域检验中心</b>							
收入 (百万元)	1177	1702	2063	2087	2976.93	4048.08	5056.46
YOY(%)	27.25	28.54	21.24	1.16	42.64	35.98	24.91
<b>第三方实验室业务</b>							
收入 (百万元)		20	43	157	425.47	609.87	811.31
YOY(%)			115	251	171	43.34	33.03
<b>传统代理业务</b>							
收入 (百万元)		4018	4660	4404	4716.68	5229.86	5724.14
YOY(%)			15.98	(5.49)	7.10	10.88	9.45
<b>其他</b>							
收入 (百万元)	6	8	6	7	8.62	10.69	12.84
YOY(%)		31.17	(28.83)	16.67	23.10	24.10	20.10
毛利 (百万元)			2.95	5	6.01	7.48	8.99
毛利率(%)				69.77	69.80	69.98	69.99
收入合计	4317.0	5966.0	7052.0	7069.0	8743.1	10825.3	12755.4
YOY(%)		38.2	63.4	0.2	23.7	23.8	17.8
毛利润	1214.0	1635.0	1915.0	1911.0	2426.4	3128.5	3559.6
毛利率	28.12	27.41	27.15	27.03	27.75	28.90	27.91

资料来源：万得，公司公告，中银证券

公司作为综合性实验室服务提供商领军者，持续推进集约化/区检中心业务，该业务符合现今医保控费政策导向，契合医院等终端医保控费、降本增效需求，预期未来将持续保持快速增长；另外公司工业板块持续推出重磅高毛利率新产品，自产产品依托自身渠道优势实现高速增长，工业板块和商业板块具备良好的协同性。我们预测 2021-2023 年公司归母净利润分别为 4.20/5.79/6.43 亿元，对应 2021-2023 年估值分别为 0.73/1.00/1.11 元，给予“买入”评级。

## 5、评级面临的风险

### 1、市场竞争加剧的风险

公司作为医学实验室综合服务商，主要向各类医学实验室提供体外诊断产品及专业技术支持的综合服务。目前，国内市场中体外诊断产品品牌众多、品种复杂，流通与服务领域各区域内的综合服务商的市场份额均未能在全国市场上占据绝对优势。同时，体外诊断产品市场一流制造商相对集中（前十大制造商占全球市场份额超过 80%），体外诊断产品的供应受制于制造商的生产营销政策等的影响，因此，公司面临着一定的市场竞争风险。

### 2、应收账款快速增长的风险

受总体经济形势及行业经营特点影响，公司直销客户的回款周期普遍较分销客户长，未来随着公司直销业务规模的不断增加，公司面临应收账款回款压力进一步增大的可能性。

### 3、下属公司管理整合的风险

近年来公司规模逐步扩张，下属公司的数量和规模不断增加，这在提升公司整体竞争力的同时，也使得公司的组织结构和管理体系逐步趋于复杂化。若少数股东存在与公司利益或战略目标不一致等导致下属公司未能最大程度满足公司的业务发展目标，可能对公司的战略实施及经营业绩等产生不利影响。

### 4、行业监管政策变化的风险

随着国家卫生健康委员会、国家市场监督管理总局以及国家医疗保障局的设立，公司所处的医疗大健康行业的相关行业政策和监管政策必将迎来进一步的调整和优化，各项政策（例如医疗器械的限价或平台化采购等）的推进和实施可能会导致公司出现毛利率短期内下行的风险。

### 5、终端客户开发不及预期风险

尤其是集约化/区域检验中心业务对终端客户的开发需具备很强的政府关系和公共关系、强大的资金支持及稳定专业的服务等，终端客户开发具备较大的不确定性。

### 6、工业板块新品研发不及预期风险

公司大力布局推进工业板块新品研发和上市，新品研发不畅及推广不畅将对公司业绩产生影响。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	7,052	7,069	8,743	10,826	12,756
销售成本	(5,164)	(5,188)	(6,350)	(7,738)	(9,244)
经营费用	(670)	(703)	(1,041)	(1,335)	(1,557)
息税折旧前利润	1,218	1,178	1,352	1,752	1,954
折旧及摊销	(239)	(303)	(302)	(309)	(317)
经营利润(息税前利润)	979	875	1,050	1,443	1,637
净利息收入/(费用)	(231)	(242)	(287)	(355)	(418)
其他收益/(损失)	129	128	98	98	98
税前利润	877	762	861	1,185	1,317
所得税	(175)	(132)	(219)	(302)	(335)
少数股东权益	202	174	221	305	339
净利润	310	330	420	579	643
核心净利润	906	455	423	581	645
每股收益(人民币)	0.534	0.569	0.725	0.999	1.110
核心每股收益(人民币)	1.563	0.784	0.729	1.002	1.113
每股股息(人民币)	0.000	0.114	0.099	0.112	0.166
收入增长(%)	18	0	24	24	18
息税前利润增长(%)	31	(11)	20	37	13
息税折旧前利润增长(%)	28	(3)	15	30	12
每股收益增长(%)	18	7	27	38	11
核心每股收益增长(%)	42	(50)	(7)	37	11

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	877	762	861	1,185	1,317
折旧与摊销	239	303	302	309	317
净利息费用	231	242	287	355	418
运营资本变动	(656)	(635)	1,669	(2,604)	1,273
税金	(164)	(84)	(219)	(302)	(335)
其他经营现金流	(280)	(264)	(578)	(169)	(722)
经营活动产生的现金流	247	323	2,322	(1,225)	2,268
购买固定资产净值	25	4	94	94	94
投资减少/增加	54	(319)	100	100	101
其他投资现金流	(361)	(698)	6	(236)	(193)
投资活动产生的现金流	(281)	(1,013)	201	(41)	2
净增权益	0	(66)	(58)	(65)	(96)
净增债务	958	978	(1,698)	1,955	(1,591)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(700)	(133)	(609)	(478)	(574)
融资活动产生的现金流	258	806	(2,312)	1,515	(2,040)
现金变动	224	116	212	249	231
期初现金	373	844	835	1,047	1,296
公司自由现金流	(34)	(690)	2,523	(1,266)	2,271
权益自由现金流	1,155	530	1,112	1,044	1,099

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	844	835	1,047	1,296	1,527
应收帐款	2,943	3,217	3,539	4,826	5,450
库存	1,177	1,154	1,706	1,779	2,382
其他流动资产	673	1,022	582	1,024	850
流动资产总计	5,637	6,227	6,874	8,924	10,209
固定资产	888	932	737	534	324
无形资产	57	61	49	36	24
其他长期资产	634	1,049	1,274	1,599	1,889
长期资产总计	1,579	2,041	2,059	2,169	2,237
总资产	9,033	10,177	10,575	12,400	13,450
应付帐款	1,045	938	1,323	1,432	1,941
短期债务	2,317	3,758	1,914	3,842	2,318
其他流动负债	1,852	848	2,326	1,347	2,461
流动负债总计	5,214	5,544	5,563	6,621	6,720
长期借款	129	480	289	269	346
其他长期负债	173	73	168	138	126
股本	580	580	580	580	580
储备	2,179	2,511	2,877	3,389	3,936
股东权益	2,759	3,091	3,457	3,969	4,516
少数股东权益	758	877	1,098	1,403	1,742
总负债及权益	9,033	10,177	10,575	12,400	13,450
每股帐面价值(人民币)	4.76	5.33	5.97	6.85	7.79
每股有形资产(人民币)	4.66	5.23	5.88	6.78	7.75
每股净负债/(现金)(人民币)	2.76	5.11	1.57	4.46	1.43

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	17.3	16.7	15.5	16.2	15.3
息税前利润率(%)	13.9	12.4	12.0	13.3	12.8
税前利润率(%)	12.4	10.8	9.8	11.0	10.3
净利率(%)	4.4	4.7	4.8	5.3	5.0
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.1	1.1	1.2	1.3	1.5
利息覆盖率(倍)	4.2	3.6	3.7	4.1	3.9
净权益负债率(%)	45.6	85.8	25.4	52.4	18.2
速动比率(倍)	0.9	0.9	0.9	1.1	1.2
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	25.4	23.8	18.7	13.6	12.2
核心业务市盈率(倍)	8.7	17.3	18.6	13.5	12.2
市净率(倍)	2.8	2.5	2.3	2.0	1.7
价格/现金流(倍)	31.9	24.3	3.4	(6.4)	3.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.8	9.2	6.5	6.0	4.4
<b>周转率</b>					
存货周转天数	82.2	82.0	82.2	82.2	82.1
应收帐款周转天数	141.0	159.0	141.0	141.0	147.0
应付帐款周转天数	47.6	51.2	47.2	46.4	48.2
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	0.0	20.0	13.7	11.2	15.0
净资产收益率(%)	11.8	11.3	12.8	15.6	15.2
资产收益率(%)	9.5	7.5	7.5	9.4	9.4
已运用资本收益率(%)	1.4	1.2	1.4	1.8	1.7

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371