

润达医疗 (603108)

内生以服务广拓深耕，外延携手国药共拓市场

买入 (首次)

2022年09月01日

证券分析师 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 周新明

执业证书: S0600520090002

Zhouxm@dwzq.com.cn

证券分析师 徐梓煜

执业证书: S0600522080001

xuzy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	8,860	10,264	12,731	15,643
同比	25%	16%	24%	23%
归属母公司净利润 (百万元)	380	423	572	708
同比	15%	11%	35%	24%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.66	0.73	0.99	1.22
P/E (现价&最新股本摊薄)	17.35	15.58	11.53	9.32

投资要点

■ **IVD 集约化商业服务龙头，工业多矩阵形成：**公司是院内检测综合服务提供商龙头之一。商业服务上内生通过服务广拓深耕市场，扩大服务平台市场规模，同时外延与国药集团等深度合作，以国润品牌打通上海市场，并逐步将上海合作模式向全国其他地区拓展推广，充分依托国药渠道资源优势，结合公司服务优势形成优势互补，进一步扩大商业服务平台规模。工业管线加速铺设，自产质谱仪、新款糖化仪上市，外部重磅合作奥森多，将在免疫诊断等检测领域深度合作。综合来看，剔除 2022 年上海疫情影响，我们预计公司未来 3 年净利润 CAGR 30%+。

■ **集约化模式解决检验科医保控费问题，与国药集团深度合作，服务优势凸显：**在 DRG、集采等控费政策的背景下，公立医院对检验科成本管控、质量管理要求趋严。集约化模式可以帮助检验科开源节流，加强精细化管理；集约化模式一方面利用采购规模大、议价能力强来帮助检验科降低采购成本；另一方面通过专业技术服务及管理服务帮助检验科减少试剂损耗等综合成本，实现节流，同时提供新技术临床培训服务、报告解读服务等增量服务，实现开源。公司在原有集约化业务的基础上，引入合作商国药控股，成立合资公司，使国药在供应链体系上的优势和公司专业化技术服务和管理服务等服务能力有机融合，提高配送效率和服务质量，增强客户粘性。目前合资公司已通过集约化模式打通上海地区，2021 年上海国润营收 34.2 亿元 (+35%)，净利率为 4.9%，未来稳态有望提升至 8%。上海模式的成功为双方合作奠定基础，未来双方有望在全国其他地区再次展开深度合作。

■ **DRG、集采等不改检验科高增速，集约化符合发展趋势：**DRG、集采等政策目标是提高检验临床价值，而非单纯打压检验价格，所以我们认为，1) 未来将有更多先进方法学检测逐步替换低临床价值项目，精准检测可以降低后端治疗费用；2) 目前我国医院约开展 800-1000 项目，仍有数倍于目前的检测项目未开展，未来有望持续释放。此外，老龄化大趋势下，目前医保每年约保持 12% 左右的增长，即使部分检测项目集采，但随着更多特检项目释放，整体的检测市场规模依然可以保持较快增长。在未来检测项目增加和检测方法学升级的情况下，集约化将提供更多增量服务，顺应发展趋势，客户粘性强。

■ **工业板块外延+内生，矩阵逐渐形成：**公司通过自主研发+外延并购实现工业产品矩阵的快速建立，逐步覆盖 IVD 特色技术领域板块；其中 1) 重磅合作奥森多，成立子公司经营和研发免疫诊断产品，2022 年有望提供 0.5-1 亿元收入；且子公司惠中诊断将提供相关产品代工生产服务，提供增量收入；2) 糖化血糖仪 2021 年 1.3 亿收入，新款上市后 2021-

股价走势



市场数据

收盘价(元)	11.27
一年最低/最高价	8.69/16.61
市净率(倍)	1.86
流通 A 股市值(百万元)	6,531.45
总市值(百万元)	6,531.45

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.06
资产负债率(% ,LF)	65.30
总股本(百万股)	579.54
流通 A 股(百万股)	579.54

相关研究

《润达医疗(603108)：【东吴医药】润达医疗 2017 年报点评：内生增长强劲，外延整合效益凸显，长期积极拓展产业链双向延伸》

2018-03-29

《润达医疗(603108)：【东吴医药】润达医疗 2017 年三季度报点评：整合效应凸显，盈利能力提升，业绩符合预期》

2017-10-27

2024 年有望保持 30%+CAGR; 3) 自研三重四极杆质谱仪系统于 2021 年底上市, 有望在 2022 年提供千万级别产品收入; 4) 质控品、生化等其他管线保持稳健增长。综合来看, 我们认为公司工业板块 2021-2024 年保持 30%左右的 CAGR。

- **盈利预测与投资评级:** 我们预计 2022-2024 年总营收分别为 103、127、156 亿元, 同比增速分别 16%、24%、23%; 归母净利润分别为 4.2、5.5、6.9 亿元, 同比增速分别 11%、35%、24%, 2022-2024 年 P/E 估值分别为 16X、12X、9X; 基于公司商业板块集约化模式扩容, 深度绑定国药, 工业板块各管线加速放量; 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** DRG/DIP 等政策风险; 集约化模式推广不及预期; 工 1 业条线推广不及预期; 国药合作存在不确定性等。

内容目录

1. 医学实验室综合服务龙头供应商，加速工业化转型	5
2. 医保控费压力下，集约化是未来趋势之一	7
2.1. DRG 等控费背景下，集约化为检验科降本增效，是大趋势之一	10
2.2. 公司集约化优势明显，全国快速铺开	10
2.3. 携手国药控股，深入集约化合作，凸显服务优势	13
2.4. 业务模式不断延伸，院外第三方实验室步入盈利期	14
3. 工业板块外延+内生，矩阵逐渐形成，多管线即将放量	14
3.1. 自研质谱仪开始放量，糖化等不断迭代	14
3.1.1. 质谱仪空间大，公司异军突起	16
3.1.2. 公司糖化血红蛋白分析仪持续迭代升级，国内渗透率有望提升	18
3.1.3. 上海昆涑提供领先的质控品及质控软件	19
3.1.4. 围绕 B 端和 C 端患者进行产品开发，建立检验全环节数字化产品体系	20
3.2. 外延共建合资子公司，联合推进研发与生产制造业务	21
3.2.1. 与奥森多进行战略合作，共同研发和推广 IVD 产品	21
3.2.2. 联合大股东共投资微岩医学，布局基于 NGS 的精准医疗领域	22
4. 盈利预测与投资评级	23
4.1. 关键假设和收入拆分	23
4.2. 盈利预测与估值	24
5. 风险提示	24

图表目录

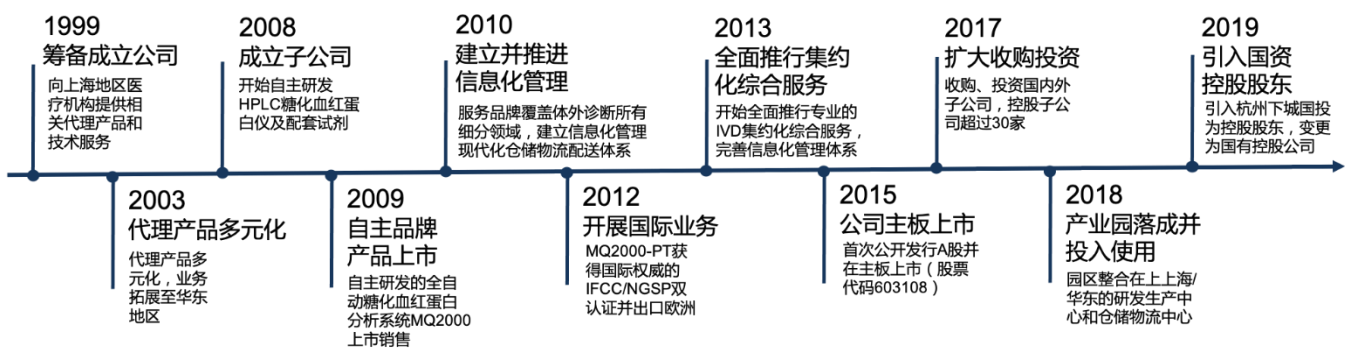
图 1: 公司发展历程	5
图 2: 公司股权结构 (截至 2022 年中报)	6
图 3: 公司营业收入及增速情况	6
图 4: 公司归母净利润及增速情况	6
图 5: 公司服务平台业务的演变升级	7
图 6: 区域检验中心服务模式	12
图 7: 国润控股的股权结构	13
图 8: 国润控股的营收及利润情况 (亿元)	13
图 9: 公司自主发制造业务布局	15
图 10: 公司持续加大工业板块研发投入	15
图 11: 医学检验产业链	15
图 12: 工业板块收入和毛利率	15
图 13: ARP-6465MD 竞品分析	16
图 14: 中美医学检测市场质谱检测渗透率对比	17
图 15: 2015-2020 年中国质谱仪市场规模	17
图 16: 2022 年 7 月我国采购各品牌质谱仪的金额占比	17
图 17: 2022 年 7 月我国采购国产/进口质谱仪的金额占比	17
图 18: 公司的糖化血红蛋白分析仪产品持续迭代升级	18
图 19: 中国糖尿病患病率急剧上升	19
图 20: 国内最新糖尿病防治指南将 HbA1C \geq 6.5% 作为补充诊断标准	19
图 21: 2021 年全球 IVD 企业收入排名情况	22
表 1: 公司集约化服务项目及优势	11
表 2: 国家发布多项政策利好质谱仪国产替代	18
表 3: 上海昆涑的质控品及质控软件	19
表 4: 公司数字化检验信息系统	20
表 5: 公司收入拆分及预测	23

1. 医学实验室综合服务龙头供应商，加速工业化转型

公司 1999 年成立于华东地区，并于 2015 年上市。主营业务为向各类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综合服务，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。公司终端客户主要为各级医院的医学实验室(主要为医院的检验科)，还包括 ICL、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。目前公司已经构建了涵盖产品组合选择方案、专业技术应用服务、信息化管理的物流仓储配送系统、全方位技术支持服务等全产业链配套体系的综合服务体系。

海外市场方面，2012 年自主研发的全自动糖化血红蛋白分析系统 MQ2000 获得 IFCC/NGSP 双认证并出口欧洲，2018 年上海金山产业园建成并投入使用，公司已经实现对海外的出口销售，各区域市场业务正常开展。

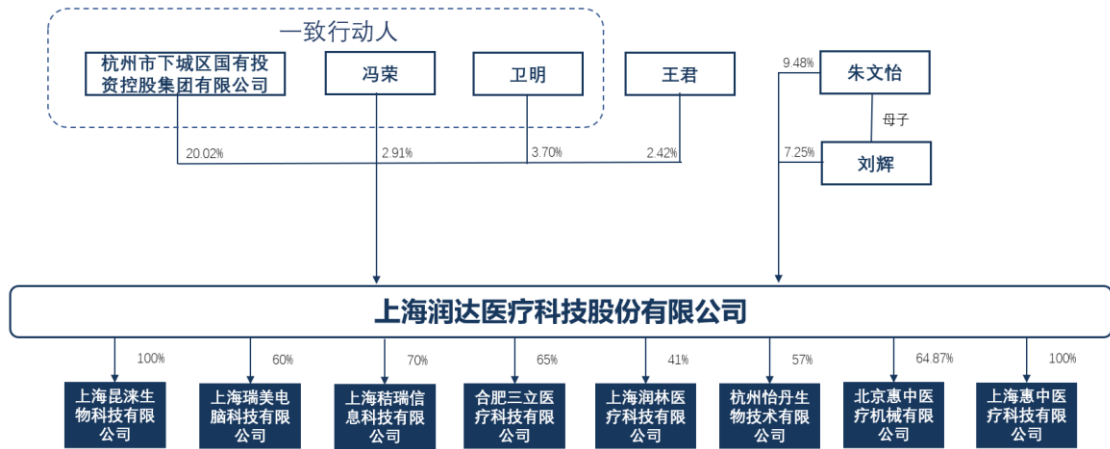
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司股权结构清晰，引入国资控股。截至 2022 年中报，下城国投持股 20.02%，为公司实控人，冯荣先生持股 2.91%，卫明先生持股 3.70%，上述三者为一致行动人。股东冯荣、卫明将其持有的公司占公司总股本 6.98% 的股份表决权全部无条件不可撤销地授权给下城国投行使。

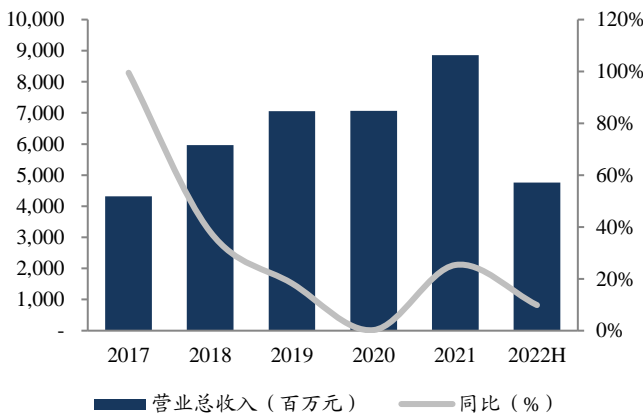
图 2：公司股权结构（截至 2022 年中报）



数据来源：WIND，东吴证券研究所

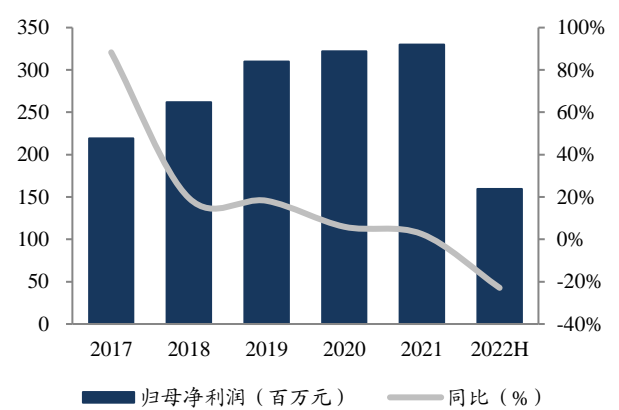
业绩短期受新冠影响，长期保持高增速。从收入端看，公司 2022 上半年实现营收 47.6 亿元，同比增长 9.9%；公司 2020 至 2022 上半年业务端均受到疫情影响。拉长来看，公司通过推行集约化模式、与国药合作、工业端放量等，公司 2016-2021 年营收 CAGR 高达 32.6%。从利润端看，公司 2022 上半年实现归母净利润 1.6 亿元，同比下降 22.9%，利润下滑主要因为 3-5 月东北、上海疫情导致。公司 2016-2021 年归母净利润 CAGR 为 23.3%，保持稳定增长。未来公司业绩有望改善，短期拐点已现。随着新冠疫情带来的影响逐渐消除，政府管控放宽，医疗机构常规诊疗服务正常化，公司业务开展恢复正常。

图 3：公司营业收入及增速情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 4：公司归母净利润及增速情况

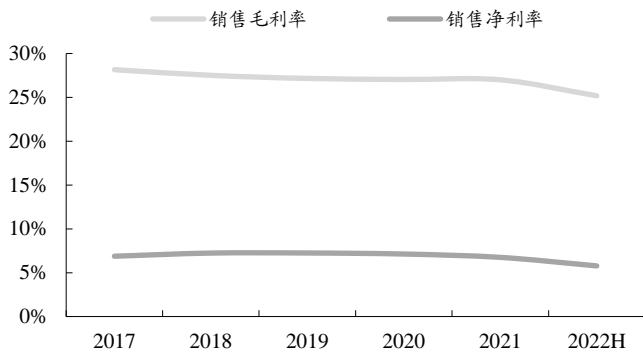


数据来源：wind，东吴证券研究所

公司盈利能力稳定，期间费用率控制良好。公司上市以后，随着各项业务稳健发展，毛利率基本维持在 26%-28% 稳定水平，净利率、ROE 也在近年来逐渐稳步提升。在 2015 年至 2019 年，公司销售费用率、管理费用率逐年下降，体现公司内部信息化的有效建设，管理效率的不断提升。2020 年销售费用率增加主要系受疫情影响期间，公司销售人员薪酬等固定开支未减少，同时疫情期间，相关变动性销售费用如运输费、装卸费、技

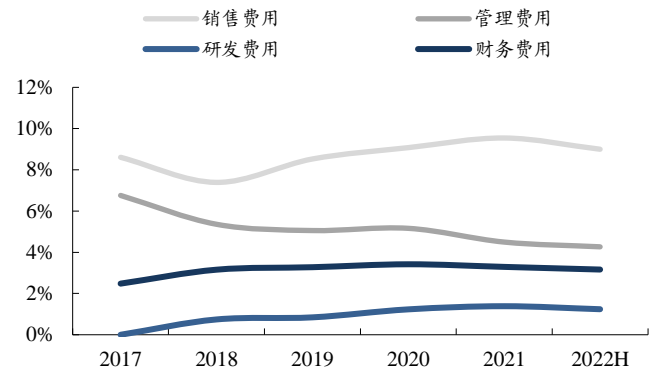
术服务费增加，导致整体销售费用率增加。财务费用率增加主要由于疫情期间公司新增专项疫情防控贷款。同时公司通过调整融资结构和发行可转换公司债券，有息负债规模较上年末有所增加，虽然融资利率下降降低了融资成本，但有息负债规模上升导致利息费用增加。未来财务费用率将更加合理化。

图 5: 公司毛利率、净利率、ROE 情况



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 6: 公司期间费用率情况



数据来源: wind, 东吴证券研究所

2. 医保控费压力下，集约化是未来趋势之一

公司自成立以来持续专注于体外诊断领域，并致力于为医学实验室疾病诊断提供整体解决方案服务。公司根据客户不同发展阶段，服务内容不断丰富、升级，从传统的供应链服务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，作为院内实验室集约化业务及区域检验中心业务的补充，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。检验科成本控制需求带来公司业务模式的持续升级，逐渐成长为平台服务型企业。

图 5: 公司服务平台业务的演变升级



数据来源: 公司推介会材料, 东吴证券研究所

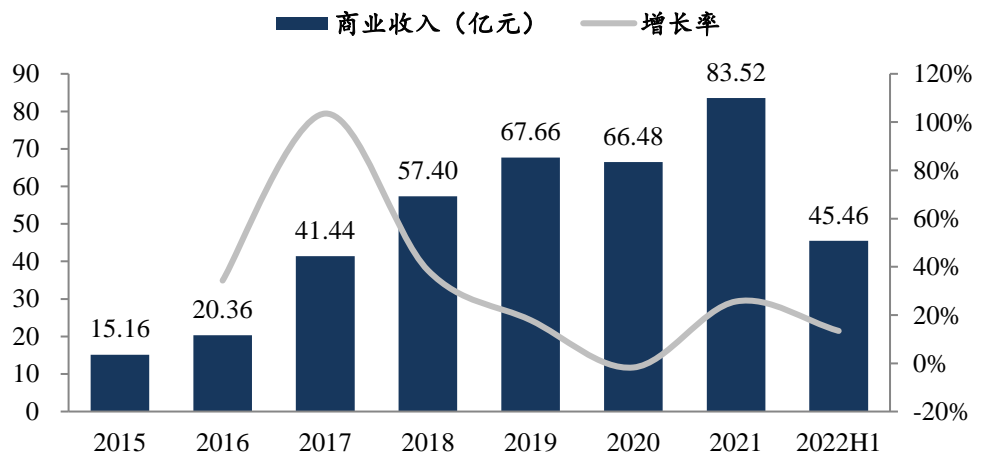
表1: 公司商业服务板块业务类型

	背景	服务内容
传统供应链服务	体外诊断产品具有特殊性，终端用户医学实验室需求多样化，对时效性要求高，制造商对资金管理需求大	以 IVD 产品的流通配送及售后维修技术支持为基础，为各类医学实验室提供包括丰富的多品牌产品组合服务、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
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	平台供应链服务；质量管理体系建设服务；设备维修、技术支持售后服务；信息化建设服务；现场管理/绩效管理服务；实验室病患/标本/诊断流程优化服务；实验室成本/损耗管理；特色专科整体解决方案服务；ISO15189 质量标准认证支持等
区域检验中心运营服务	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	基础功能建设服务；运营能力提升服务；基层医院诊断能力提升服务；特色“润医行动”服务
第三方实验室检测服务	以精准检验为主导、创新模式为特色，学术交流为平台，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	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，可开展特检、病理、综合检验等 2000 余项检测项目

数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

商业收入规模持续扩大，增长速度回升。2021 年公司实现商业收入 83.52 亿元，同比增长 25.6%，2015-2021 年复合增长率为 32.9%。自 2017 年公司商业收入翻倍、增长率达到 103.5%后，增速逐年放缓，2020 年受疫情影响而负增长，2021 年得益于疫情的有效防控开，公司商业收入实现回升。

图1: 公司商业业务收入情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

横向对比来看，器械流通企业盈利能力普遍优于药品流通企业，企业内部器械流通带来的利润也高于药品流通的利润。以 2021 年数据为参考，专注院外市场医药流通的药易购毛利率尚不足 6%，位列中国医药商业企业前列的国药一致毛利率约为 12%，已属较高水平。同一企业内器械流通的毛利率明显高于药品流通的毛利率。以瑞康医药为例，器械流通的毛利率比药品流通毛利率高出近 20 个百分点。

公司流通业务服务价值凸显，集约化业务打造平台优势，有望进一步打开利润空间。在为客户提供服务过程中，企业获取的毛利来自于试剂冷链运输配送、仪器设备售后维修、技术支持、实验室运营管理服务、新项目推广教育培训服务等。相较于药品流通业务，器械流通的商业模式壁垒更高，在满足“垫资+配送”的能力同时，公司为客户提供差异化服务带来更高的毛利。提供集约化业务的医药流通企业毛利率水平普遍较高，2022 年初刚刚上市的合富中国建立了体外诊断产品一站式服务平台，采取集约化服务模式，2021 年毛利率达 20.04%。润达医疗 2021 年商业业务毛利率为 24.8%，随着后续规模化效应凸显，公司毛利率有望进一步提升。

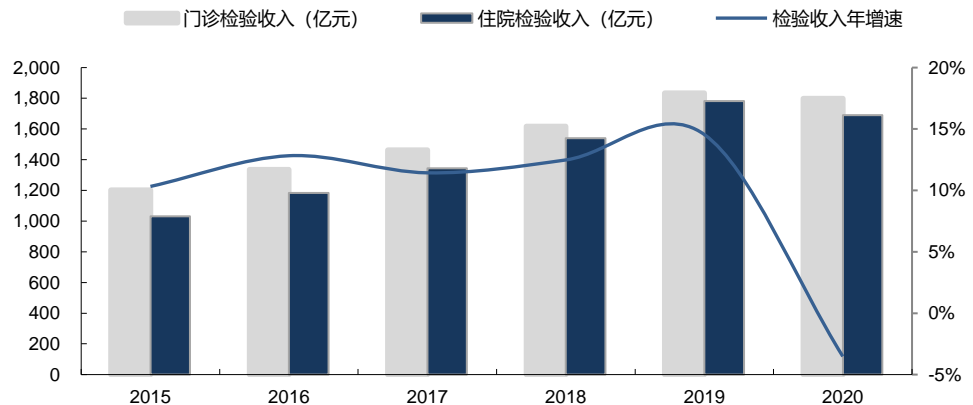
图2：公司商业业务毛利率与可比公司对比

		2018	2019	2020	2021	平均
药品流通	药易购	8.05	8.48	6.84	5.53	7.23
	国药一致	11.33	11.11	12.20	12.13	11.69
	瑞康医药——药品	11.69	11.68	10.95	11.13	11.36
	重药控股——药品	8.42	8.12	8.11	7.35	8.00
医疗器械	瑞康医药——器械	31.19	31.15	29.38	30.91	30.66
	重药控股——器械	12.79	12.93	13.74	17.62	14.27
集约化业务	润达医疗	26.11	25.39	24.93	24.80	25.31
	塞力医疗	-	-	24.35	24.83	24.59
	合富中国	21.37	21.20	18.62	20.04	20.31

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

DRG 政策影响下，检验项目结构性调整，但行业持续扩容，公司商业业务仍存在较大空间。国内检验行业市场不断稳步提升，2020 年公立医院检验收入达 3489 亿元，同比下降 3.5%，增速下降主要因为受疫情影响，终端就诊人数下降。剔除 2020 年新冠影响，2015-2019 年公立医院检验收入呈现稳步上升趋势，CAGR 为 12.8%，快于公立医院总收入增速。从需求端来看，人口老龄化带来患者基数的增加。DRG 政策下，医院一方面剔除了无效检验项目，选择性价比更高的检测方式，另一方面增加了检查项目的种类，公立医院现有检查项目约 800-1000 项，未来有望拓展至 3000-4000 项，国内检验行业市场保持 10% 以上的较高速增长。从供给角度来看，受控费降价、医疗反腐等政策影响，供给格局会发生明显变化，中小经销商逐步淘汰消失，市场逐步向综合服务商集中。整体来说，公司的下游需求并没有减少，行业竞争格局优化，中小经销商出清，公司作为提供医学检验综合服务的平台型企业，有望保持商业业务的稳定增长。

图3: 中国公立医院检验收入情况



数据来源: wind, 东吴证券研究所

2.1. DRG 等控费背景下，集约化为检验科降本增效，是大趋势之一

医保控费及药品零加成背景下，公立医院“以药养医”的医疗体制逐步发生变化，开始回归医学本质“循证医学”，其中检验、影像等医技领域越来越受重视，目前公立医院的结余主要来自于检验科、影像、病理等医技科室。公立医院对检验科成本管控、质量管理越来越重视，如何实现检验科开源节流是医疗机构迫切需求，检验科精细化管理是未来趋势。

针对中国特殊的医疗体制和国情，集约化整体解决方案或将是未来方向，符合国家医改及检验科发展需求。集约化整体解决方案一方面利用集约化平台采购规模大议价能力强，有助于降低医院检验科试剂耗材等综合采购成本，另一方面，通过信息化服务及技术支持服务从检验报告单产出各环节如试剂库存效期管理、定标、质控、校准、性能验证等进行全方面成本及质量把控，大幅降低检验科跑冒滴漏，试剂损耗等综合成本，实现检验科节流。同时通过提供新产品新技术临床培训服务、实验报告解读支持等服务提升实验室检测能力和水平，实现检验科开源。

综上，我们认为集约化是医保控费的背景下的大趋势之一。公司作为国内最早开展集约化模式的企业之一，在集约化的大趋势下，占据先发优势。

2.2. 公司集约化优势明显，全国快速铺开

供应链管理、全流程服务共同构成集约化业务核心优势，保障客户粘性。 1) 公司具备优秀的供应链管理能力: 公司拥有丰富的上游产品线, 产品涵盖 1200 多个厂家与 1.9 万个品项; 下游服务客户数量位居同行业前列, 公司已累计为全国 4000 余家实验室提供服务。2) 公司具备强大的服务能力: 公司拥有专业技术维修工程师 526 名、医院驻场管理服务人员各 548 余名, 拥有 IT 技术服务团队 240 余人, 能够为客户提供售后

设备维修、技术支持、信息化管理、质控等优质服务。部分医疗流通巨头选择同公司合作补齐服务短板。在核心优势的支撑下，公司集成/区检服务业务与客户粘性极强，合约周期为 5-8 年，截止 2021 年底，老客户续约率高达 99.6%。

表 1: 公司集约化服务项目及优势

集约化服务项目	服务优势
平台供应链服务	40 家品牌合作，服务 1.9 万个品项、4,000 余家实验室，具备占地 56 亩的物流仓储中心
质量管理体系建设服务	控股公司已有医院用户 7122 家
设备维修、技术支持售后服务	专业技术维修工程师 500 余名，掌握超过 50 个主流品牌仪器设备的售后技术服务
信息化建设服务	拥有 240 余人的 IT 团队，自主研发 8 个系统
现场管理/绩效管理服务	拥有医院驻场管理服务人员 500 余人
实验室病患/标本/诊断流程优化服务	优化管理理念、工序、视觉，实现“精益思维”
实验室成本/损耗管理	量身打造实验室设备优化、更换、配置方案
学术交流、人才培养	定期组织参加学术会议与教育培训
特色专科整体解决方案服务	提供特色专业技术解决方案一体化服务
实验室设计、装修	为实验室提供整体规划设计和装修
ISO15189 质量标准认证支持	做到不断持续改进的质量管理工作

数据来源：公司官网，公司推介资料，东吴证券研究所

公司积极推进区域检验中心建设，连接上下级医院与政府，实现既强中心、又强区域的建设目标。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、管理水平和人员水平。公司提供全生命周期的区域检验中心建设运营服务，包括基础功能建设、运营能力提升、基层医院诊断能力提升、特色“润医行动”服务，有望实现公司、医院和政府共赢。

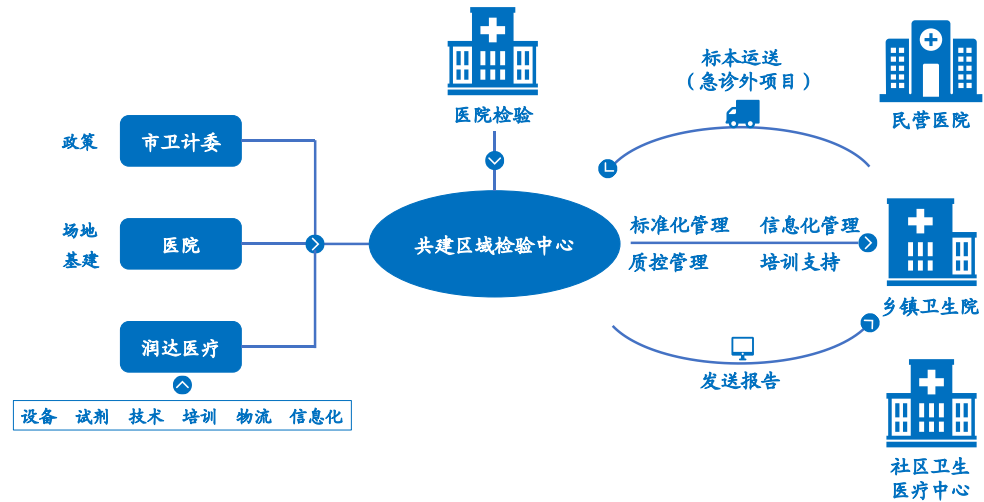
(1) 于公司而言，与传统经销企业不同，公司除从上游生产企业采购检测仪器及试剂以外，还需参与从试剂采购到检测报告单产出的包括质量控制、技术维修、实验室运营管理等在内的各环节工作。这些增值服务为公司创造核心竞争力，提升公司议价能力，也拓宽了公司的利润空间。

(2) 于医院而言，区域检验中心建设大幅度提高区域内医学检验资源的利用水平和效率，有效降低医院运营成本，同时提升基层医疗机构整体诊断能力和水平。

(3) 于政府而言，集约化服务和区域检验中心建设能够实现提升区域医学检验质

量、推动优质医疗资源下沉、区域医学检验结果互认、区域医学检验资源共享与信息整合等目的，助推分级诊疗的落实与紧密型医联体、医共体的建设。

图 6: 区域检验中心服务模式

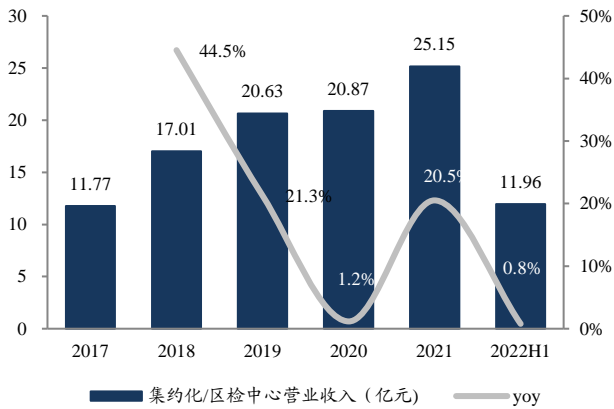


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

集约化/区检中心业务有望走出疫情影响，收入稳步增长。2017-2021 年期间，公司集约化/区检中心业务收入复合年增长率达 16.4%。在 2020 年新冠疫情期间，该业务收入保持 1.16% 的同比增长率；2021 年逐渐走出疫情影响，业务收入达 25.15 亿元，同比增长 20.51%，恢复至 2019 年的增长水平。2022 年 H1，公司集约化业务/区域检验中心业务实现营业收入 11.96 亿元，较 2021 年同期增长 0.78%，主要系报告期内全国部分地区发生较严重疫情，终端医院正常就诊活动出现阶段性的下滑，导致公司集约化业务/区域检验中心业务整体收入增长不高。随着 6 月份上海等地区疫情好转，公司集约化业务/区域检验中心业务有望快速恢复。

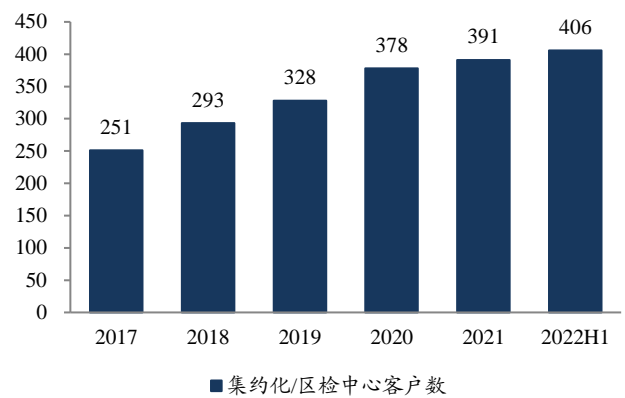
服务客户数量众多，业务认可度高。公司院内第三方实验室综合服务业务位居国内市场份额第一，收入占比亦保持高水平，2020-2021 年集约化业务/区检业务收入占公司整体营收约 30%。公司早在 2013 年便开始全面推行专业的 IVD 集约化综合服务，已向 400 余家客户提供集约化模式解决方案，获得客户和市场高度认可。截至 2022 年 H1，公司集约化/区检中心客户数达 406 家，较 2021 年新增客户 15 家。

图4：2017-2022H 年集约化/区检中心业务营业收入



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图5：2017-2022H 年集约化/区检中心客户数



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

2.3. 携手国药控股，深入集约化合作，凸显服务优势

公司同国药控股在上海成立合资公司“国药控股润达医疗器械有限公司”（下文简称为“国润控股”）；其中，润达医疗股权占比49%，国药控股占比51%，该合作发挥双方的优势资源互补，可为客户提供便利、优质、稳定的服务。2021年子公司上海国润已实现营收34.2亿元，净利润1.7亿元，2016-2021年营收和归母净利润CAGR增速分别为35.4%和46.7%，保持良好增长势头。

国药控股是中国最大的药品及医疗保健产品分销商及领先的供应链服务商，拥有并经营中国最大的药品分销网络。相较于医药流通巨头优秀的供应链管理能力和运营服务能力，公司可为客户提供多样的维修、技术服务、管理服务业务，二者相互补充，有利于提高配送效率和服务质量，增强客户粘性。2021年，国药控股医疗器械业务全年实现销售收入1081亿元，占总收入的比重提升至20%，业务覆盖335个地级市。上海模式的成功为双方合作奠定基础，公司有望凭借较强的运营服务能力同国药在其他城市深入合作，为大订单的获取提供可能。

图7：国润控股的股权结构

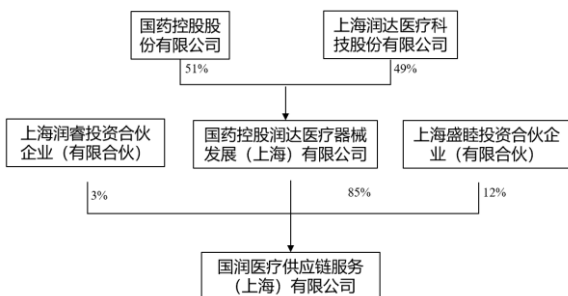
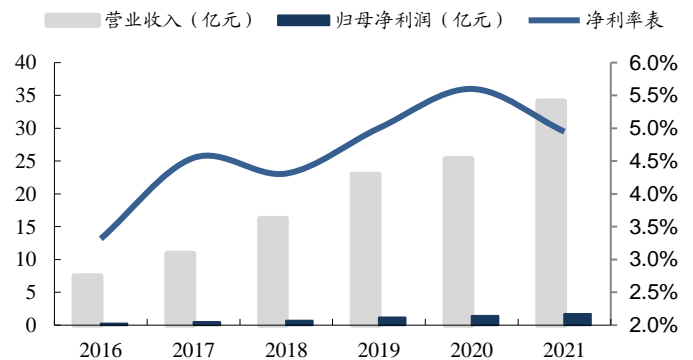


图8：国润控股的营收及利润情况（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

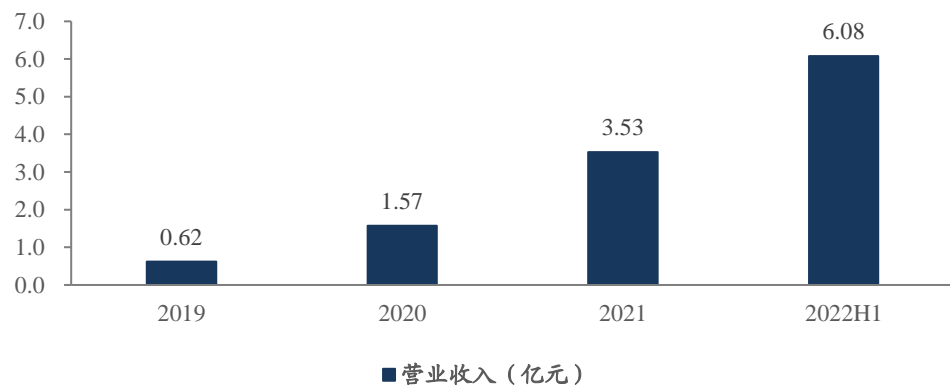
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.4. 业务模式不断延伸，院外第三方实验室步入盈利期

公司借助自身资源优势，积极拓展下游第三方实验室业务。2017年以来，政府出台多项政策，明确提出鼓励和支持社会力量举办医学检验专业机构，发展第三方服务。作为院内第三方实验室综合服务业务的补充，公司在集约化业务及区域检验中心业务稳定发展后，积极布局院外第三方实验室检测业务，满足部分核心客户特检项目需求。

院外第三方实验室快速发展，逐步进入盈利期。截至2022年H1，公司旗下共有两家第三方实验室——上海中科润达精准医学检验有限公司和黑龙江龙卫精准检验中心，自2017年9月开始运营，分别定位于区域内基层整体医疗检测和地区精准检验服务。公司第三方实验室仍处于快速发展阶段，2019年上海中科润达实现营业收入4300余万元，增长115%，2020年两家实验室收入1.57亿元，较上年同期增长高达251.43%。2021年收入再度攀升至3.53亿元，涨幅达25.60%；2022年H1收入高达6.08亿元，涨幅达298.94%。收入的快速增长主要得益于公司实验室拥有成熟PCR检测基础，具备强而有效地响应疫情期间核酸检测的运营管理能力。未来公司基于院内综合服务积累的客户资源优势，有望进一步增加院外第三方实验室布局。

图6：公司第三方实验室营业收入



数据来源：公司推介材料，东吴证券研究所

3. 工业板块外延+内生，矩阵逐渐形成，多管线即将放量

3.1. 自研质谱仪开始放量，糖化等不断迭代

洞察市场需求，自主研发IVD特色领域产品。为响应国产替代利好政策，进一步满足客户的升级需求，公司对IVD部分特色技术领域产品进行了差异化布局。目前，公司自主品牌产品已覆盖质控、糖化、生化、质谱仪、POCT、分子诊断等多个领域。公司持续加大研发力度，同步进行了新产品开发和原有产品升级。近年，公司在巩固糖化、质控等产品国内领先水平的情况下，又在临床质谱仪、数字化检验信息系统领域取得新的

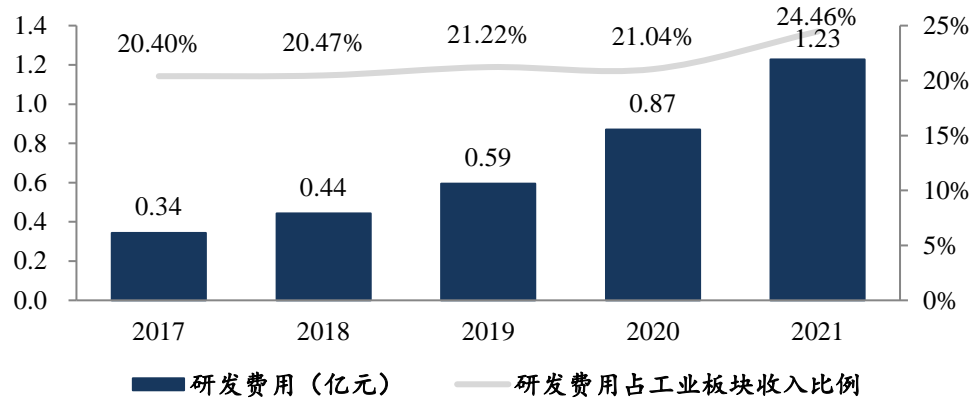
突破，未来公司也将继续布局基因测序等新兴领域，以进一步丰富完善自主品牌产品体系。

图 9: 公司自主发制造业务布局



数据来源：公司推介材料，东吴证券研究所

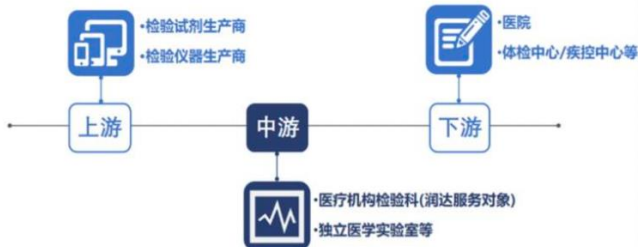
图 10: 公司持续加大工业板块研发投入



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

渠道平台的协同作用带动工业板块收入增长，高毛利自产产品成为新的利润增长点。受益于公司商业综合服务板块业务，公司目前拥有 120 多亿采购平台市场和 4000 多家公立医院客户，渠道平台优势明显，加速了产品的市场开拓进程，带动了工业板的收入增长。同时，公司自产产品毛利率较高，可达 65-70%，整体盈利能力得到提升。

图 11: 医学检验产业链



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 12: 工业板块收入和毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.1.1. 质谱仪空间大，公司异军突起

ARP-6465MD 三重四级杆质谱仪定位中高端临床检验，精准打击操作痛点。 ARP-6465MD 专为临床量身打造，在保证所有临床检测需求的前提下有更高性价比，对于目前市面质谱仪的常见操作痛点实现了精准打击：

特点 1：体积小。 ARP-6465MD 相比其他常见质谱仪可节省 70% 实验室空间。

特点 2：灵敏度满足所有检测项目需求。 中低端质谱仪灵敏度不够，检测项目受限，而 ARP-6465MD 灵敏度高，可以满足所有临床检测需求，性价比高。

特点 3：提升检测效率。 一方面，ARP-6465MD 改进了前处理操作，将使用普通质谱仪的 15 个操作步骤精简至了 1 个；另一方面，普通质谱仪通量小，一次仅可放置一块板（96 孔），而 ARP-6465MD 可以一次放置 432 个（8*96 孔）进样小瓶，效率大幅提升。

特点 4：缩短仪器维护周期。 普通质谱仪维修成本高、周期长、步骤繁琐，而 ARP-6465MD 仪器维护无需卸真空，相比其他质谱仪可节约 24 小时。

特点 5：中文界面操作友好。 市面大多质谱仪为英文界面，培训难度大，人员要求高，而 ARP-6465MD 为中文界面，操作简单。

图 13：ARP-6465MD 竞品分析



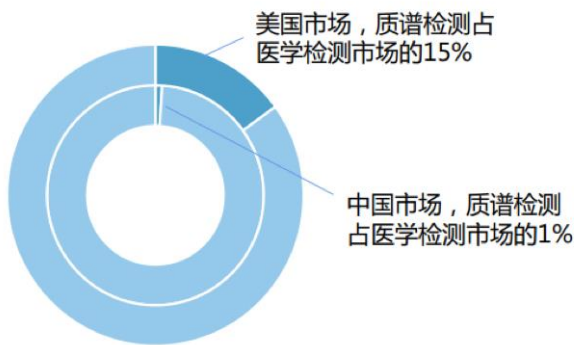
数据来源：公司推介材料，东吴证券研究所

同时公司从质谱前处理着手，开发了独有专利技术“谱易快”液液萃取小柱和速度提升高达 10 倍“谱方达”全自动处理系统，可以把复杂的质谱前处理步骤从 10 几步缩减到 2 步，大幅缩减前处理流程和步骤，缩短质谱检测项目开展时间，满足临床及时检测需求，从而为临床提供了质谱仪、前处理柱及全自动前处理系统等 LC-MS 临床质谱仪全线解决方案。

质谱检测相比传统检测方法更具优势，但目前国内临床质谱仪渗透率较低，市场潜

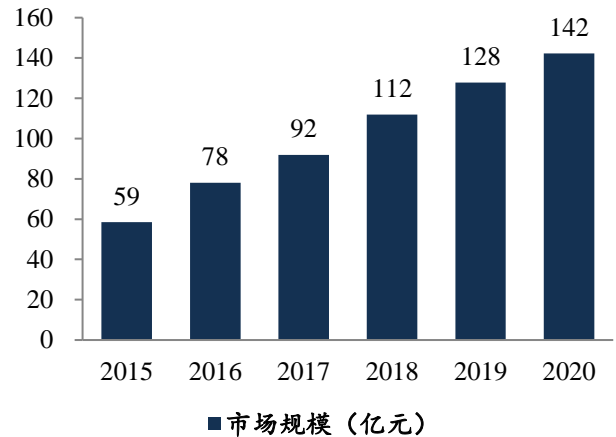
力大。传统检测方法通量和精度较低，能够检测的项目较少，且易受干扰，而质谱检测具有高通量、高灵敏度和高特异性，临床应用广泛，可用于维生素检测、新生儿代谢筛查、激素检测、肿瘤标记物筛选、TDM 监测和微生物检测等。但是目前国内临床质谱检测行业仍处于萌芽期，质谱检测仅占医学检测市场的 1%，相比美国质谱检测 15% 的渗透率来说还有很大发展空间。据智研咨询数据显示，2020 我国质谱仪市场规模为 142 亿元，2015-2020 年的年复合增长率高达 19.2%，行业发展迅猛。

图 14: 中美医学检测市场质谱检测渗透率对比



数据来源：公司推介材料，东吴证券研究所

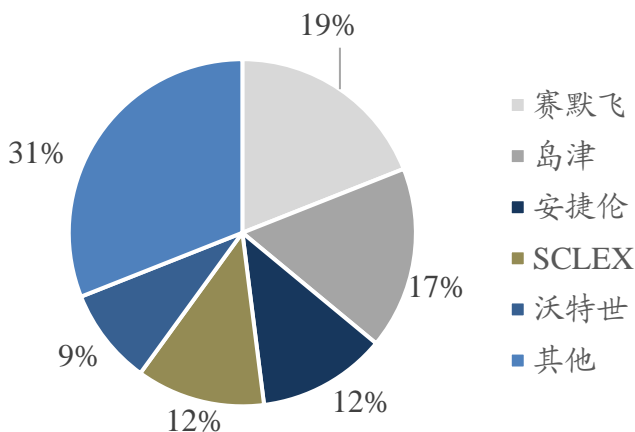
图 15: 2015-2020 年中国质谱仪市场规模



数据来源：智研咨询，东吴证券研究所

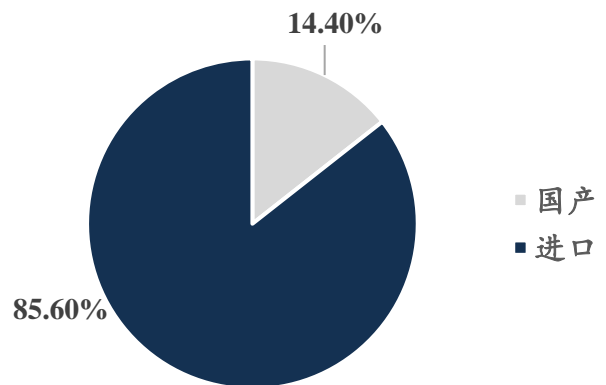
我国质谱仪依赖进口，政策持续利好国产替代。目前全球质谱仪市场份额的 90% 被沃特世、丹纳赫、布鲁克、安捷伦、赛默飞等国际巨头占据，尽管国内有多家企业陆续布局质谱仪领域，但我国仍是质谱仪进口大国，国产替代的潜力空间很大。数据显示，2022 年 7 月我国采购国产品牌质谱仪金额为 0.2 亿元，占 7 月我国采购质谱仪总金额 1.4 亿元的 14.4%。近年，国家颁布多项政策支持质谱仪技术发展，国产替代进程有望推进。

图 16: 2022 年 7 月我国采购各品牌质谱仪的金额占比



数据来源：化工仪器网，东吴证券研究所

图 17: 2022 年 7 月我国采购国产/进口质谱仪的金额占比



数据来源：化工仪器网，东吴证券研究所

表 2: 国家发布多项政策利好质谱仪国产替代

时间	制定机构	政策	主要内容
2007 年 1 月	发改委科技部 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” 医疗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

数据来源: 政府部门官网, 东吴证券研究所

3.1.2. 公司糖化血红蛋白分析仪持续迭代升级, 国内渗透率有望提升

糖化血红蛋白分析仪迭代升级, 国产领先地位持续巩固。2008 年公司成立子公司惠中医疗, 开始自主研发 HPLC 糖化血红蛋白分析仪及配套试剂; 2009 年国内首款全自动糖化血红蛋白分析系统 MQ-2000 上市; 2012 年第二代 MQ-2000PT 获得国际权威的 IFCC/NGSP 双认证并出口欧洲; 2016 年第三代全自动糖化血红蛋白分析系统 MQ-6000 上市, 公司产品的市场份额仅次于占据高端市场的进口品牌; 2021 年公司在糖化产品全国领先水平的前提下, 又推出第四代糖化血红蛋白仪 MQ-8000, 进一步满足了高端客户的产品需求。

图 18: 公司的糖化血红蛋白分析仪产品持续迭代升级

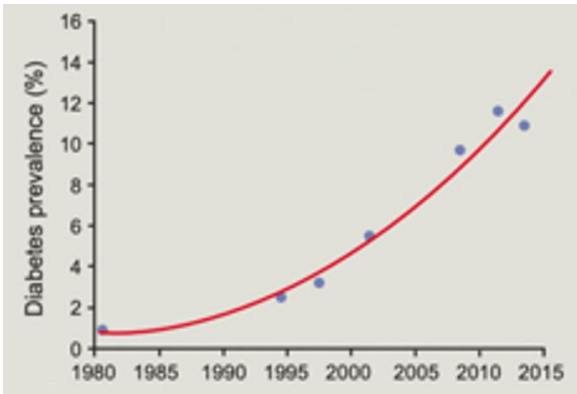


数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

糖化血红蛋白分析仪应用空间广阔, 政策利好临床科室配备率提升。研究显示, 随着经济发展以及物质水平的提高, 近年中国糖尿病患病率急剧上升, 人群基数庞大。而糖化血红蛋白 (HbA_{1c}) 可以反应过去 2-3 个月的人体平均血糖水平, 是糖尿病诊疗过程中的关键指标。《中国 2 型糖尿病防治指南 (2020 年版)》明确指出, 为了与 WHO 诊断标准接轨, 推荐采用标准化检测方法且有严格质量控制的医疗机构将 HbA_{1c} ≥ 6.5% 作为糖尿病的补充诊断标准。同时, 国家为提升医疗机构服务能力, 2022 年 7 月颁布了

《国家内分泌代谢病医学中心及国家内分泌代谢病区域医疗中心设置标准的通知》，要求专科应具备糖化血红蛋白测定仪等内分泌检测核心设备。多项政策支持下，临床科室的糖尿血红蛋白分析仪配备率有望持续提升，公司产品前景可期。

图 19: 中国糖尿病患病率急剧上升



数据来源: Diabetologia, 东吴证券研究所

图 20: 国内最新糖尿病防治指南将 HbA1C ≥ 6.5% 作为补充诊断标准

诊断标准	静脉血浆葡萄糖或 HbA _{1c} 水平
典型糖尿病症状	
加上随机血糖	≥11.1 mmol/L
或加上空腹血糖	≥7.0 mmol/L
或加上 OGTT 2 h 血糖	≥11.1 mmol/L
或加上 HbA _{1c}	≥6.5%
无糖尿病典型症状者, 需改日复查确认	

注: OGTT 为口服葡萄糖耐量试验; HbA_{1c} 为糖化血红蛋白。典型糖尿病症状包括烦渴多饮、多尿、多食、不明原因体重下降; 随机血糖指不考虑上次用餐时间, 一天中任意时间的血糖, 不能用来诊断空腹血糖受损或糖耐量减低; 空腹状态指至少 8 h 没有进食热量

数据来源: 中华医学会糖尿病学分会, 东吴证券研究所

3.1.3. 上海昆涑提供领先的质控品及质控软件

子公司上海昆涑作为全国领先的第三方质控服务供应商, 致力于为医学实验室提供全面的质量管理解决方案。质控服务是实验室保证检验质量、提高检验能力的重要手段, 公司顺应客户在实验结果质量控制方面的需求, 向医学实验室提供了多种选择的自主品牌第三方质控品, 并且通过提供先进的质量控制信息化管理系统, 帮助检验人员解读和分析质控结果报告。

昆涑具有品类齐全的自有品牌 Pretrol 全系列质控品, 包括血液、生化、免疫、临检、肿瘤、内分泌等多个领域, 覆盖大部分的常规医学检验项目。公司开发了功能强大的质量管理软件, 提出了数据自动导入、实时中央控制、基于操作日志的智能质控分析、失控分析与处理、质量目标评估等多个创新性和有价值的解决方案。其中 Q-expert 质控管理软件不仅仅是质量控制软件, 更是一个质量管理的智能化处理平台, 针对中国实验室客户的具体需求, 在质控图表、质控报告、统计分析等基础模块上增加了性能验证、患者样本对比等高级应用模块, 全面提升了实验室的质量管理能力。

表 3: 上海昆涑的质控品及质控软件

质控品	质控软件
糖化血红蛋白液体非定值质控品; 血液学八参数非定值质控品; 内分泌学非定值质控品; 肿瘤标志物液体非定值质控品; 特	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

定蛋白液体非定值质控品; 多专业免疫分 析非定值质控品; 基础生化非定值质控品; 血脂全套非定值质控品; 凝血因子非定值 质控品等	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等
--	---

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

3.1.4. 围绕 B 端和 C 端患者进行产品开发, 建立检验全环节数字化产品体系

公司重视自主开发信息系统, 依托子公司瑞美科技和秭瑞信息打造数字化平台, 促进临床信息、智能化管理、检验大数据分析解读等环节的智慧化升级, 大幅提高了医疗效率。针对检验数据产生环节, 公司开发了 SIMS 系统 (实验室试剂库存管理系统)、秭瑞 Mai47 系统 (医疗供应链协同云平台)、Med-Q POCT 管理平台等实验室智慧管理产品; 针对检验临床信息传导环节, 开发了 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) 等产品; 针对检验数据分析解读环节, 开发了润达慧检-人工智能解读检验报告系统、全周期健康管理互联网平台等产品。公司持续增加信息化系统的开发投入, 赋能传统检验医疗服务向精益化、智能化转型升级, 提升医院的服务质量和患者满意度。

表 4: 公司数字化检验信息系统

检验环节	信息化系统	具体情况
	SIMS 系统 (实验室试剂库存管理系统)	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。B2B 系统是公司为提供试剂订购与供应链管理打造的订单协同管理平台, 结合安装在客户端的 SIMS 系统, 通过互联网或离线方式与 B2B 云平台进行信息交换, SIMS+B2B 系统结合方案获得了良好的客户反馈。
检验数据产生环节	Mai47 系统 (医疗供应链协同云平台)	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。
	POCT 智慧管理平台	POCT 系统能够解决医院现有的设备分布科室多、使用人员缺乏管理及经验、报告格式不统一、没有质量管理规范等多个问题。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, 实现报告可追溯的同时降本增效, 日常操作变得更便捷。
	ISP 系统 (仪器设备管理平台)	ISP 设备管理平台系统具备设备管理、文件管理、备件管理、快速报修、维护保养、电子工单等功能, 能够实现供应商及医院设备的全方位信息化管理。通过该系统, 医院设备管理科室可实现高效、规范的无纸化管理, 同时解决了医院与工程师之间信息交互问题, 能够在保证信息安全的情况下实现快速的信息共享。
检验数据信	LIS 系统 (医学	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成网络, 使病人样品登

<p>信息传导环节</p>	<p>实验室信息系统) 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。</p>
<p>BIS 系统(临床输血质量管理系统)</p>	<p>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。平台采用.NET 编程,接口采用 webservice 开放式接口,任何 LIS 系统都可和平台进行对接,支持中心院区检验,社区院区送出模式社区检验申请支持上传到平台总院自动下载检验申请,社区区域信息平台 标本总院可直接扫描条码进行接收总院结果自动上传到平台社区自动下载结果,进行打印支持社区登陆平台打印本社区结果社区可登陆平台实时查看送出标本状态,送检样本全程状态跟踪服务,达到全面质量管理的效果。</p>
<p>检验数据分析解读环节</p>	<p>润达慧检-人工智能解读检验报告系统 采用国内知名三甲医院大量的检验数据,构建 200 多种疾病推理模型,整理 5000 余条医学知识,覆盖超过 2700 种疾病和近 4000 个检验项目,总训练次数高达 10 亿次,应用知识推理、大数据分析 and 机器学习技术对患者检验数据进行综合性分析解读,推测其可能的疾病诊断并提供相应依据。</p>

数据来源: 公司年报, 公司官网, 东吴证券研究所

公司未来在继续围绕 B 端医疗机构的基础上, 将加大围绕 C 端患者的智能化产品开发。目前由于缺乏专业检验医师以及检验报告缺少对于指标的解读, 医生和患者无法充分利用检验报告的价值, 不利于患者的疾病诊断和病情评估。公司把握人工智能结合检验的大趋势, 于 2021 年推出润达慧检-人工智能解读检验报告系统, 为 B 端医疗机构及 C 端患者提供智能化解读检验报告服务。智检系统相比于人有以下优势: 1、准确且全面的解读单个指标; 2、专业解读基于专病规则的多指标组合; 3、大数据技术更早发现病症(如肿瘤); 4、自动化计算工具更方便高效。未来智检系统将面向医疗机构和患者进行大力推广, 市场空间的潜力大。

3.2. 外延共建合资子公司, 联合推进研发与生产制造业务

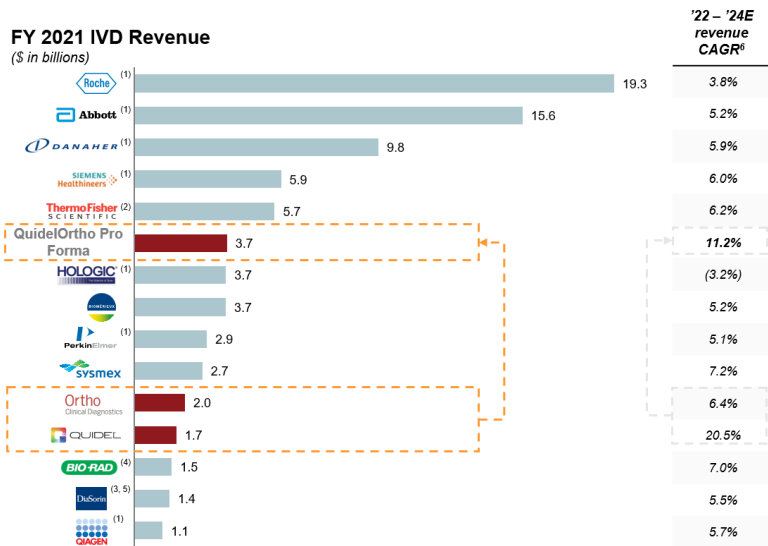
3.2.1. 与奥森多进行战略合作, 共同研发和推广 IVD 产品

公司在 IVD 领域充分发挥自身研发、产能和渠道优势, 与国际 IVD 巨头奥森多开展战略合作。公司是奥森多在中国市场最早开始合作的伙伴之一, 始终保持者紧密友好的关系, 近年来奥森多经常是公司排名第一的采购商。2019 年 11 月奥森多与润达医疗子公司惠中生物签订战略合作备忘录, 是第一次与中国本土 IVD 企业达成了关于新产品上市前研发验证、共建参考实验室等深层次合作。为了进一步推进奥森多体外诊断新设备和试剂在中国的上市节奏, 2022 年 1 月公司与奥森多共同注资 200 万设立合资公司, 双方各占注册资本的 50%。2022 年 8 月 1 日合资公司奥森润达正式成立, 将为奥森多 VITROS®免疫诊断分析仪(包括但不限于奥森多 VITROS 3600、5600 和 7600 仪器)研发符合中国市场需求的体外诊断试剂产品, 同时润达医疗为合作研发的产品提供

代工生产、推广、销售和售后服务。

奥森多医疗是全球领先的体外诊断企业，在 80 余年的发展中专注于提供创新的体外诊断解决方案和服务，为全球临床检验室和输血医学机构提供长期的卓越价值。自 1994 年进入中国市场以来，公司凭借多层涂膜干化学技术的快速、便捷、结果可靠、以及强大的抗干扰能力广泛得到急诊检验科的认可，成为中国市场最重要的急诊检测设备、试剂和解决方案供应商之一。2022 年 5 月 27 日奥森多 ("Ortho") 和快臻 ("Quidel") 完成合并，成立领先的 IVD 公司 QuidelOrtho，产品组合高度互补，能实现从高通量检测到快速床边诊断、从家庭到医院、从临床实验室到血库的广泛覆盖。两家公司在 21 年营收总额累计超过 37 亿，合并后直接成为全球第六大 IVD 企业，打破全球 IVD 原有的市场格局。

图 21：2021 年全球 IVD 企业收入排名情况



数据来源：MedTrend 医趋势，东吴证券研究所

润达医疗的工业板块将借助战略合作开启新篇章。通过与奥森多进行战略合作，一方面有利于公司将研发和生产能力提升到更高的国际化体系标准，为客户提供更多、更优的 IVD 产品及服务，另一方面也证明了奥森多对公司 IVD 产品研发能力、生产能力和市场综合竞争能力的认可，有利于未来公司与奥森多或其他 IVD 龙头公司开展合作，为工业板块发展开创了新业务模式，实现了工业板块新的业绩增长点。

3.2.2. 联合大股东共投资微岩医学，布局基于 NGS 的精准医疗领域

在新赛道拓展上，公司于 2021 年 10 月与拱墅国投共同投资微岩医学，主要用于建设中国“病原微生物天网实验室”，实现针对宏基因组高通量测序 (mNGS) 技术复杂感染的快速检测，其中拱墅国投为润达医疗第一大股东。微岩医学是一家专注于感染类疾病精准诊断和个体化医疗的高新技术企业，通过将 mNGS 创新性应用于病原诊断，已服务全国上千家医院，为感染科、呼吸科、儿科、血液科、肿瘤科等患者提供精准检测服务。微岩医学与润达医疗共建的中国“病原微生物天网实验室”将聚焦于临床感染病原

精准检测，首批计划在 3 年时间与全国 300 家以上三甲医院共建病原宏基因组检测实验室，完成中国人群病原微生物宏基因组学数据、临床数据、耐药基因数据等的智能化分析平台的构建，助力中国感染性疾病的精准诊疗和防控。润达医疗在合作中将利用自身强大的实验室网络系统，赋能微岩医学 mNGS 临床应用，助力微岩医学高速发展。

4. 盈利预测与投资评级

4.1. 关键假设和收入拆分

商业板块：公司深度绑定国药，国药负责配送，公司负责维保等服务；通过国润品牌打通上海市场，将向山东、浙江等地外推复制上海模式，有望带来；且特色集约化优势模式形成后，粘性极强。2022 上半年受到疫情影响，整体增速有一定下滑，下半年有望加速恢复，我们认为 2022 年公司商业业务增速将在 15%左右，2023-2024 年恢复至 20%+的增速。

工业板块：由于公司惠中等生产基地在上海，2022 上半年上海封城导致工业端生产严重受限，目前随着上海恢复常态化防控，已恢复正常水平。长期来看，公司内生不断加深糖化、质控品、质谱仪等自主产品的销售，提升收入品质；外延合作奥森多、微岩医学提高收入天花板。我们预计公司工业板块 2022 年增速 17%，2023-2024 年将保持 30%+的增速。

表 5: 公司收入拆分及预测

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总收入（百万元）	5,956	7,046	7,062	8,853	10,256	12,721	15,631
yoy	38.1%	18.3%	0.2%	25.4%	15.8%	24.0%	22.9%
毛利（百万元）	1,635	1,912	1,907	2,387	2,739	3,400	4,161
毛利率	27.5%	27.1%	27.0%	27.0%	26.7%	26.7%	26.6%
商业收入（百万元）	5,740	6,766	6,648	8,352	9,668	11,891	14,543
yoy	38.5%	17.9%	-1.7%	25.6%	15.8%	23.0%	22.3%
毛利（百万元）	1,499	1,718	1,657	2,071	2,369	2,878	3,476
毛利率	26.1%	25.4%	24.9%	24.7%	24.5%	24.2%	23.9%
集约化（百万元）	1701	2063	2087	2515	2897	3564	4383
yoy	44.5%	21.3%	1.2%	20.5%	15.2%	23.0%	23.0%
传统代理及其他商业（百万元）	4,039	4,703	4,561	5,837	6770	8328	10160

yoy	36.1%	16.4%	-3.0%	28.0%	16.0%	23.0%	22.0%
工业收入 (百万元)	217	280	414	502	588	829	1,088
yoy	28.6%	29.4%	47.7%	21.2%	17.2%	41.1%	31.2%
毛利 (百万元)	136	194	249	316	370	523	686
毛利率	63.0%	69.3%	60.3%	63.0%	63.0%	63.0%	63.0%
糖化 (百万元)				125	144	194	252
yoy					15.0%	35.0%	30.0%
质控品 (百万元)				117	135	175	227
yoy					15.0%	30.0%	30.0%
信息化 (百万元)				120	134	155	178
yoy					12.0%	15.0%	15.0%
生化 (百万元)				75	81	85	89
yoy					8.0%	5.0%	5.0%
质谱仪 (百万元)					15	26	41
yoy						75.0%	55.0%
化学发光 (百万元)				30	40	150	250
yoy						33%	275%
POCT/其他 (百万元)				35	39	45	51
yoy						13.0%	14.0%

数据来源: wind, 东吴证券研究所

4.2. 盈利预测与估值

我们预计 2022-2024 年总营收分别为 103、127、156 亿元, 同比增速分别 16%、24%、23%; 归母净利润分别为 4.2、5.5、6.9 亿元, 同比增速分别 11%、35%、24%, 2022-2024 年 P/E 估值分别为 16X、12X、9X; 基于公司商业板块集约化模式扩容, 深度绑定国药, 工业板块各管线加速放量; 首次覆盖, 给予“买入”评级。

5. 风险提示

DRG/DIP 等政策风险: DRG、DIP、集采等控费政策的推进可能导致检验科规模收

缩，从而导致 IVD 配送规模减少。

集约化模式推广不及预期：集约化模式因需要提供信息化等增量读物，存在推行不及预期可能。

工业条线推广不及预期：工业产品管线需要和现有厂商竞争，且未来集采下存在竞争加剧，推广不及预期的风险。

国药合作存在不确定性：公司与国药股份在全国范围的配送合作存在一定不确定性。

润达医疗三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	7,442	8,835	10,011	11,786	营业总收入	8,860	10,264	12,731	15,643
货币资金及交易性金融资产	1,049	1,586	837	586	营业成本(含金融类)	6,468	7,522	9,328	11,479
经营性应收款项	4,637	5,262	6,707	8,151	税金及附加	34	46	54	66
存货	1,502	1,718	2,128	2,636	销售费用	845	986	1,273	1,541
合同资产	0	0	0	0	管理费用	398	525	637	798
其他流动资产	254	270	340	413	研发费用	123	149	173	219
非流动资产	4,574	4,809	5,080	5,291	财务费用	292	361	371	397
长期股权投资	1,109	1,315	1,585	1,819	加:其他收益	16	19	21	28
固定资产及使用权资产	1,167	1,096	994	861	投资净收益	138	174	229	266
在建工程	19	11	5	2	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	68	80	87	96	减值损失	78	0	0	0
商誉	1,898	1,978	2,066	2,157	资产处置收益	2	4	6	6
长期待摊费用	117	118	119	120	营业利润	778	871	1,152	1,444
其他非流动资产	197	210	223	236	营业外净收支	3	1	-1	1
资产总计	12,017	13,644	15,091	17,077	利润总额	780	872	1,151	1,445
流动负债	6,182	7,009	7,434	8,197	减:所得税	182	202	258	332
短期借款及一年内到期的非流动负债	4,353	4,503	4,603	4,683	净利润	598	670	893	1,113
经营性应付款项	1,175	1,463	1,739	2,153	减:少数股东损益	218	246	321	405
合同负债	183	178	295	320	归属母公司净利润	380	423	572	708
其他流动负债	471	865	797	1,041	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.66	0.73	0.99	1.22
非流动负债	1,442	1,572	1,702	1,812	EBIT	937	1,034	1,267	1,542
长期借款	448	548	648	728	EBITDA	1,327	1,502	1,825	2,155
应付债券	772	772	772	772	毛利率(%)	27.00	26.71	26.73	26.62
租赁负债	115	145	175	205	归母净利率(%)	4.29	4.13	4.49	4.53
其他非流动负债	107	107	107	107	收入增长率(%)	25.33	15.84	24.04	22.88
负债合计	7,625	8,582	9,137	10,009	归母净利润增长率(%)	15.23	11.35	35.11	23.74
归属母公司股东权益	3,463	3,886	4,458	5,166					
少数股东权益	929	1,176	1,496	1,901					
所有者权益合计	4,392	5,062	5,955	7,067					
负债和股东权益	12,017	13,644	15,091	17,077					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	371	1,155	11	519	每股净资产(元)	5.78	6.52	7.50	8.72
投资活动现金流	-415	-537	-611	-566	最新发行在外股份(百万股)	580	580	580	580
筹资活动现金流	95	-96	-164	-219	ROIC(%)	7.70	7.53	8.48	9.27
现金净增加额	50	522	-764	-266	ROE-摊薄(%)	10.98	10.89	12.83	13.70
折旧和摊销	390	467	559	613	资产负债率(%)	63.45	62.90	60.54	58.61
资本开支	-285	-475	-541	-569	P/E(现价&最新股本摊薄)	17.35	15.58	11.53	9.32
营运资本变动	-822	-557	-1,462	-1,513	P/B(现价)	1.97	1.75	1.52	1.30

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

