

2024 年 05 月 05 日
润达医疗 (603108.SH)

SDIC

业绩短期有所承压，工业板块稳健增长

■ 事件：公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报，业绩有所承压。

2023 年公司实现营业收入 91.47 亿元/-12.84%，归母净利润 2.73 亿元/-34.58%。23 年全年收入端下滑主要系第三方实验室检测业务同比下滑较明显，此外受国内宏观经济和医疗政策影响，常规业务略有下降；利润端下滑主要系公司服务成本、固定资产折旧等固定开支未减少，应收账款回款周期略有延长，账龄分布的结构变化使得信用减值损失计提增加等因素所致。

2024 年一季度，公司实现营业收入 20.72 亿元/-4.85%，归母净利润 0.23 亿元/-72.11%。一季度公司营收下滑主要系受国内医疗政策环境影响，利润端下滑主要系部分医院客户账期结构有所变化，历史回款账期延长，导致信用减值损失计提同比增幅较大所致。

■ 工业板块稳健增长，第三方实验室业务受高基数影响下滑较大。

分业务版块来看，2023 年公司集约化业务/区域检验中心业务实现收入 26.33 亿元/-1.23%，主要系医疗政策影响，公司院端新客户拓展进度减缓，同时主动终止部分账期延长的业务所致，截至 2023 年末，公司集约化/区检中心客户数为 409 家；工业板块收入 5.61 亿元/+15.73%，板块业绩稳健增长主要受益于新品带来业绩增量，其中，医疗信息化业务收入 1.33 亿元/+10.42%；第三方实验室业务收入 2.96 亿元/-78.14%，主要系 22 年高基数影响所致。

■ 聚集智慧检验，拓宽应用场景，AI 产品未来可期。

公司聚焦智慧检验，打造数字化检验平台，以大数据、人工智能技术为基础，在临床检验信息管理、实验室智慧化管理、质量控制管理、检验大数据分析解读等各环节赋能传统检验医疗服务向精益化、智慧化转型升级，致力于实现数字化检验诊疗，目前，公司已开发出针对实验室智慧化管理及实验室质量控制管理的多款数字化及 AI 产品，具有良好的应用前景。同时公司将数字医疗和 AI 技术延伸到药店和体检应用领域。1) 药店场景方面，公司和柳药集团在智慧药房、智慧医院、智慧医疗云等领域合作，利用 AI 大模型技术赋能药店，实现从预防诊疗到用药康复全病程的一体化智慧管理，形成一站式“医+药+健康管理”全生命周期服务闭环；2) 体检场景方面，公司与美年健康合作打造国内首款健



证券研究报告

医疗服务

投资评级

增持-A
首次评级

6 个月目标价 21.74 元
股价 (2024-04-30) 18.16 元

交易数据

总市值(百万元)	10,875.17
流通市值(百万元)	10,875.17
总股本(百万股)	598.85
流通股本(百万股)	598.85
12 个月价格区间	11.39/26.34 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-15.9	2.9	50.7
绝对收益	-14.0	14.0	40.1

马帅 分析师

SAC 执业证书编号：S1450518120001

mashuai@essence.com.cn

相关报告

健康管理 AI 机器人——“健康小美”数智健管师，为健康体检行业提供更加智能化的技术和业务解决方案。

投资建议：

增持-A 投资评级，6 个月目标价 21.74 元。我们预计公司 2024 年-2026 年的收入增速分别为 15.29%、16.92%、16.29%，净利润的增速分别为 36.08%、19.05%、16.69%；首次给予增持-A 的投资评级，6 个月目标价为 21.74 元，相当于 2024 年 35 倍的动态市盈率。

风险提示：医药行业政策变动的风险，AI 产品开发进展不及预期，应收账款回款周期延长的风险。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	10,494.4	9,147.4	10,545.9	12,329.9	14,338.6
净利润	417.7	273.3	371.9	442.8	516.7
每股收益(元)	0.70	0.46	0.62	0.74	0.86
每股净资产(元)	6.49	7.15	7.53	8.13	8.82
盈利和估值					
市盈率(倍)	26.0	39.8	29.2	24.6	21.0
市净率(倍)	2.8	2.5	2.4	2.2	2.1
净利润率	4.0%	3.0%	3.5%	3.6%	3.6%
净资产收益率	10.7%	6.4%	8.2%	9.1%	9.8%
股息收益率	0.8%	0.0%	0.7%	0.8%	1.0%
ROIC	10.8%	6.4%	8.0%	9.2%	10.6%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

1. 盈利预测

关键假设：公司业务线包括检测综合服务（商业）和工业两大板块，2023 年公司业绩主要受医疗政策及第三方实验室业务 22 年同期高基数影响，叠加应收账款回款周期略有延长，账龄分布的结构变化使得信用减值损失计提增加导致业绩阶段性有所承压，预计 2024 年随着医疗政策影响逐渐弱化，回款周期优化，公司业绩有望实现良好增长。我们预计 2024 年-2026 年公司医药商业板块收入增速分别为 14.99%、16.71%、16.01%，医药工业板块收入增速分别为 20.00%、20.00%、20.47%。基于上述假设，我们预计公司 2024 年-2026 年的收入增速分别为 15.29%、16.92%、16.29%，净利润的增速分别为 36.08%、19.05%、16.69%。

2. 估值分析与投资建议

我们选取万孚生物、圣湘生物、亚辉龙、凯普生物作为可比公司，考虑到公司各业务线有望持续恢复，叠加公司 AI 布局应用场景持续拓宽，有望为公司带来长期赋能。首次覆盖，给予增持-A 的投资评级，6 个月目标价为 21.74 元，相当于 2024 年 35 倍的动态市盈率。

表1：可比公司估值分析

公司名称	公司代码	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE 估值水平			资料来源
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
万孚生物	300482.SZ	131	6.50	8.32	10.55	20.10	15.70	12.38	Wind 一致预测
圣湘生物	688289.SH	120	3.02	4.46	5.81	39.85	27.01	20.72	Wind 一致预测
亚辉龙	688575.SH	136	4.74	6.27	8.03	28.76	21.72	16.98	Wind 一致预测
凯普生物	300639.SZ	40	1.09	1.38	1.72	37.13	29.33	23.53	Wind 一致预测
平均						31.46	15.70	12.38	
润达医疗	603108.SH	109	3.72	4.43	5.17	29.24	24.56	21.05	

资料来源：Wind，国投证券研究中心，备注：市值对应 2024 年 4 月 30 日收盘价

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	10,494.4	9,147.4	10,545.9	12,329.9	14,338.6	成长性					
减:营业成本	7,557.1	6,715.7	7,740.2	9,075.5	10,513.0	营业收入增长率	18.4%	-12.8%	15.29%	16.92%	16.29%
营业税费	38.4	47.1	42.2	56.7	66.0	营业利润增长率	5.0%	-20.8%	21.4%	20.5%	20.5%
销售费用	1,036.7	916.6	1,054.6	1,245.3	1,448.2	净利润增长率	9.9%	-34.6%	36.1%	19.1%	16.7%
管理费用	541.3	508.8	558.9	653.5	759.9	EBITDA 增长率	4.2%	-11.5%	14.1%	11.6%	14.7%
研发费用	146.2	147.1	158.2	209.6	258.1	EBIT 增长率	3.8%	-15.6%	19.7%	14.3%	17.8%
财务费用	323.6	316.7	316.7	313.4	343.8	NOPLAT 增长率	11.2%	-28.6%	26.5%	13.3%	14.7%
资产减值损失	-220.6	-123.4	-130.0	-80.0	-70.0	投资资本增长率	20.1%	2.0%	-1.4%	-1.1%	-0.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	14.1%	8.7%	8.3%	10.4%	11.1%
投资和汇兑收益	137.0	232.0	240.0	250.0	260.0						
营业利润	816.4	646.8	785.1	945.8	1,139.6	利润率					
加:营业外净收支	3.3	8.8	4.9	5.6	6.4	毛利率	28.0%	26.6%	26.6%	26.4%	26.7%
利润总额	819.7	655.6	790.0	951.4	1,146.0	营业利润率	7.8%	7.1%	7.4%	7.7%	7.9%
减:所得税	164.5	212.9	199.9	246.9	319.9	净利润率	4.0%	3.0%	3.5%	3.6%	3.6%
净利润	10,494.4	9,147.4	10,545.9	12,329.9	14,338.6	EBITDA/营业收入	13.3%	13.5%	13.4%	12.8%	12.6%
						EBIT/营业收入	10.4%	10.1%	10.4%	10.2%	10.3%
						运营效率					
资产负债表						固定资本周转天数	33	40	31	19	9
(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	183	242	216	193	174
货币资金	1,007.1	1,068.1	1,581.9	2,096.1	2,724.3	流动资产周转天数	296	378	340	327	315
交易性金融资产	106.5	58.0	55.0	53.0	50.0	应收帐款周转天数	173	234	205	181	161
应收帐款	6,151.2	5,739.9	6,270.7	6,127.7	6,697.4	存货周转天数	53	59	56	57	57
应收票据	93.1	106.0	119.5	146.4	162.9	总资产周转天数	455	567	502	456	417
预付帐款	809.4	977.6	404.4	1,406.9	850.7	投资资本周转天数	317	401	349	295	252
存货	1,615.9	1,377.0	1,897.0	1,979.1	2,561.6						
其他流动资产	36.0	67.4	193.1	98.8	119.8	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	10.7%	6.4%	8.2%	9.1%	9.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.5%	3.1%	3.9%	4.4%	4.8%
长期股权投资	1,100.3	1,172.1	1,244.0	1,315.9	1,387.8	ROIC	10.8%	6.4%	8.0%	9.2%	10.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	962.1	1,059.5	785.6	507.0	223.6	销售费用率	9.9%	10.0%	10.0%	10.1%	10.1%
在建工程	41.4	18.7	-3.3	-25.3	-47.3	管理费用率	5.2%	5.6%	5.3%	5.3%	5.3%
无形资产	69.5	76.6	63.9	49.9	34.5	研发费用率	1.4%	1.6%	1.5%	1.7%	1.8%
其他非流动资产	2,526.5	2,589.1	2,488.5	2,411.4	2,321.5	财务费用率	3.1%	3.5%	3.0%	2.5%	2.4%
资产总额	14,518.9	14,310.0	15,100.3	16,166.8	17,086.8	四费/营业收入	19.5%	20.7%	19.8%	19.6%	19.6%
短期债务	5,214.9	4,711.7	4,745.1	4,439.3	4,290.4	偿债能力					
应付帐款	1,959.4	1,575.8	1,824.4	2,419.3	2,601.1	资产负债率	65.5%	61.9%	60.6%	59.2%	56.9%
应付票据	151.3	108.0	152.2	146.9	221.7	负债权益比	189.8%	162.7%	153.8%	145.0%	132.3%
其他流动负债	1,183.2	1,132.5	970.8	1,102.1	1,073.8	流动比率	1.15	1.25	1.37	1.47	1.61
长期借款	337.5	500.6	550.0	560.0	570.0	速动比率	0.96	1.06	1.12	1.22	1.30
其他非流动负债	662.7	834.2	830.4	775.8	813.4	利息保障倍数	3.37	2.91	3.48	4.02	4.31
负债总额	9,509.0	8,862.7	9,072.9	9,443.4	9,570.5	分红指标					
少数股东权益	1,121.4	1,167.1	1,385.3	1,647.1	1,956.6	DPS(元)	0.15	-	0.12	0.15	0.17
股本	579.5	597.2	598.9	598.9	598.9	分红比率	20.8%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
留存收益	3,191.2	3,615.8	3,913.3	4,267.5	4,680.8	股息收益率	0.8%	0.0%	0.7%	0.8%	1.0%
股东权益	5,009.9	5,447.3	5,897.5	6,513.5	7,236.3						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	0.70	0.46	0.62	0.74	0.86
(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	BVPS(元)	6.49	7.15	7.53	8.13	8.82
净利润	655.1	442.6	371.9	442.8	516.7	PE(X)	26.0	39.8	29.2	24.6	21.0
加:折旧和摊销	338.6	343.8	310.6	317.6	324.8	PB(X)	2.8	2.5	2.4	2.2	2.1
资产减值准备	40.8	34.5	130.0	80.0	70.0	P/FCF	-119.8	-113.2	42.1	42.1	32.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	1.0	1.2	1.0	0.9	0.8
财务费用	325.8	336.4	316.7	313.4	343.8	EV/EBITDA	8.6	14.7	11.7	10.2	8.6
投资损失	-137.0	-232.0	-240.0	-250.0	-260.0	CAGR(%)	2.5%	23.1%	-0.5%	2.5%	23.1%
少数股东损益	237.4	169.3	218.2	261.8	309.5	PEG	10.6	1.7	-64.4	10.0	0.9
营运资金的变动	-1,455.9	-411.9	-263.5	-280.7	-363.1	ROIC/WACC	1.3	0.8	1.0	1.1	1.3
经营活动产生现金流量	-428.9	729.7	843.9	884.8	941.6	REP	0.9	2.3	1.7	1.4	1.2
投资活动产生现金流量	-322.6	-227.3	256.1	244.6	256.9						
融资活动产生现金流量	488.1	-331.3	-586.2	-615.2	-570.2						

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034