

2018年01月08日

润达医疗 (603108.SH)

公司快报

证券研究报告

## 业绩预告高增长符合预期,公司 IVD 集成供应业务快速拓展

■事件: 公司公告 2017 年年度业绩快报, 2017 年全年实现归母净利润为 2.05-2.45 亿元, 同比上升 76.07-110.43%。实现扣非归母净利润为 1.98-2.38 亿元, 同比上升 84.34-121.58%。

■业绩预告高增长符合预期,公司 IVD 集成供应业务快速拓展。本次业绩预告业绩高增长符合我们预期, 我们测算和判断, 公司 2017 年全年净利润约为 2.22 亿元, 处于业绩预告中位数。公司作为国内 IVD 集成供应龙头企业, 我们估计到 2017 年年底该模式覆盖合作的医院约为 260 家, 相对于 2016 年新增约 80 家医院, 我们测算该业务贡献总体收入约为 12 亿, 占公司整体收入约为 30%, 公司集成供应业务的快速发展是公司内生增长的重要驱动力。我们预计, 依托于 IVD 集成打包模式, 公司收入和利润的内生增长在 25-30%之间, 远超行业平均 15%左右的增速。

■渠道端和产品端持续并购提升公司集成供应模式竞争力。渠道方面, 公司当前业务是二级以上医院的诊断试剂配送商, 公司的管理服务能力深受医院、合作方、供应商等多方认可。公司通过收购与医院合作关系良好的经销商, 获取当地医院的诊断试剂独家供应。2016 年 7 月以来, 公司公告收购杭州怡丹、山东鑫海润邦、北京东南悦达、长春金泽瑞等当地优质渠道商, 承诺的备考净利润 2017 年 1.63 亿元, 目前来看均能较好的完成业绩承诺。公司并购当地优质经销商, 除了大幅增厚业绩, 更为重要的是, 依托经销商良好的客户基础和销售网络, 公司可以华东、华北、东北等区域进一步推广公司的集成供应商业模式。因此, 我们认为, 公司的外延质量极高, 将公司在上海的模式快速复制到全国, 整合效应显著, 应当享有高于行业的估值。产品方面, 公司收购 RBM 公司和瑞莱生物 (参股), 布局 POCT 诊断产品, 公司未来可通过使用自有产品来提高公司的净利润水平。我们认为, 公司近一年已经落地了 6 个相对大体量的并购, 渠道端和产品端的持续并购将显著提升公司集成供应模式的竞争力。考虑到公司外延收购的并表效应, 我们预计 2017-2019 年公司未来三年净利润复合增速不低于 60%。

■公司加强内部管理, 预计现金流将有所改善。由于医院给配送商的账期较长, 公司经营性现金流情况较差。2016 年全年, 公司实现净利润 1.16 亿元, 但是经营性现金流为 -1.25 亿元, 应收账款高达 9 亿。公司的商业模式决定公司较为依赖融资现金流, 而近两年公司已经通过定增和发债等方式获得了发展所需的资金保障, 2018 年公司将加强内

投资评级 **买入-A**  
维持评级

6 个月目标价: **17.4 元**  
股价 (2018-01-05) **12.59 元**

### 交易数据

总市值 (百万元)	7,296.33
流通市值 (百万元)	2,793.21
总股本 (百万股)	579.53
流通股本 (百万股)	221.86
12 个月价格区间	12.19/32.29 元

### 股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-10.73	-11.73	-37.51
绝对收益	-7.77	-10.46	-29.98

周新明

分析师  
SAC 执业证书编号: S1450517050002  
zhouxm@essence.com.cn  
021-35082030

崔文亮

分析师  
SAC 执业证书编号: S1450517040006  
cuiwl@essence.com.cn  
010-83321412

### 相关报告

润达医疗: 润达医疗公司快报/周新明	2017-08-28
润达医疗: 中报维持高增长, 渠道端和产品端持续并购提升公司集成供应模式竞争力/周新明	2017-07-15
润达医疗: 润达医疗公司快报/周新明	2017-07-05
润达医疗: 拟收购瑞莱生物, 进一步完善 IVD 平台和“综合服务+集成供应”商业模式/崔文亮	2017-06-07
润达医疗: 拟收购瑞莱生物 100% 股权, 丰富公司	2017-05-09

部管理，从多角度来改善现金流。

■**投资建议：**买入-A投资评级，6个月目标价17.4元。不考虑新的并购，我们预计公司2017年-2019年净利润分别为2.22亿元、3.39亿元、4.59亿元，同比增速分别为90%、53%、36%，对应公司EPS 分别为0.38元、0.58元、0.79元，对应2017-2019年市盈率分别为33X、22X、16X。鉴于公司成长性良好、业务模式独特，而且公司员工持股价格当前倒挂20%，给予买入-A 的投资评级，6个月目标价为17.4元，对应2018年30倍动态市盈率。

■**风险提示：**集成模式合作医院拓展进度不达预期；外延并购进度及整合不及预期。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	1,628.6	2,164.7	3,744.9	5,430.1	7,222.1
净利润	91.8	116.4	221.5	339.0	459.4
每股收益(元)	0.16	0.20	0.38	0.58	0.79
每股净资产(元)	1.59	3.65	7.01	8.90	11.94

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	79.5	62.7	32.9	21.5	15.9
市净率(倍)	7.9	3.4	1.8	1.4	1.1
净利润率	5.6%	5.4%	5.9%	6.2%	6.4%
净资产收益率	9.9%	5.5%	5.5%	6.6%	6.6%
股息收益率	0.3%	0.3%	0.6%	1.0%	1.3%
ROIC	17.6%	13.6%	11.7%	11.8%	13.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	1,628.6	2,164.7	3,744.9	5,430.1	7,222.1	<b>成长性</b>					
减:营业成本	1,185.7	1,556.5	2,692.7	3,904.5	5,192.9	营业收入增长率	19.9%	32.9%	73.0%	45.0%	33.0%
营业税费	4.0	7.3	12.7	18.4	24.4	营业利润增长率	24.7%	45.1%	93.4%	54.0%	35.9%
销售费用	156.1	205.3	355.1	514.9	684.8	净利润增长率	22.1%	26.9%	90.3%	53.0%	35.5%
管理费用	110.1	164.4	284.5	412.5	548.6	EBITDA 增长率	31.0%	46.2%	48.2%	41.8%	30.6%
财务费用	33.4	51.0	63.2	71.6	82.8	EBIT 增长率	22.0%	46.7%	77.7%	47.6%	33.5%
资产减值损失	19.3	21.1	21.1	17.4	19.7	NOPLAT 增长率	22.9%	47.1%	77.7%	47.6%	33.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	90.8%	105.9%	46.2%	15.5%	29.4%
投资和汇兑收益	-0.3	14.4	20.0	26.0	34.0	净资产增长率	95.2%	139.3%	88.9%	27.1%	34.2%
<b>营业利润</b>	119.6	173.5	335.7	517.0	702.8	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	6.3	6.1	6.1	6.1	6.1	毛利率	27.2%	28.1%	28.1%	28.1%	28.1%
<b>利润总额</b>	125.9	179.6	341.8	523.1	708.9	营业利润率	7.3%	8.0%	9.0%	9.5%	9.7%
减:所得税	33.5	47.5	90.3	138.2	187.2	净利润率	5.6%	5.4%	5.9%	6.2%	6.4%
<b>净利润</b>	91.8	116.4	221.5	339.0	459.4	EBITDA/营业收入	13.8%	15.2%	13.0%	12.7%	12.5%
						EBIT/营业收入	9.4%	10.4%	10.7%	10.8%	10.9%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	固定资产周转天数	57	72	53	35	24
货币资金	189.8	919.9	1,591.4	2,307.6	3,069.0	流动营业资本周转天数	140	180	185	187	188
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	222	327	355	363	368
应收账款	579.3	1,004.4	1,735.3	2,237.3	3,046.3	应收账款周转天数	107	132	132	132	132
应收票据	1.6	7.6	8.3	14.7	15.9	存货周转天数	70	89	89	89	89
预付账款	40.8	104.7	147.0	218.0	267.4	总资产周转天数	307	482	487	452	432
存货	395.5	674.2	1,176.4	1,507.0	2,062.0	投资资本周转天数	205	310	297	262	242
其他流动资产	0.7	10.8	10.8	10.8	10.8	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	39.0	5.8	5.8	5.8	5.8	ROE	9.9%	5.5%	5.5%	6.6%	6.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.5%	3.2%	4.2%	5.1%	5.4%
长期股权投资	15.9	193.9	193.9	193.9	193.9	ROIC	17.6%	13.6%	11.7%	11.8%	13.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	299.3	566.9	544.7	508.8	459.2	销售费用率	9.6%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%
在建工程	69.5	18.7	18.7	18.7	18.7	管理费用率	6.8%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%
无形资产	28.6	36.7	31.7	26.7	21.7	财务费用率	2.1%	2.4%	1.7%	1.3%	1.1%
其他非流动资产	33.9	564.3	562.1	559.9	557.7	三费/营业收入	18.4%	19.4%	18.8%	18.4%	18.2%
<b>资产总额</b>	1,693.8	4,108.0	6,026.2	7,609.2	9,728.3	<b>偿债能力</b>					
短期债务	512.3	1,098.3	949.9	1,091.8	1,269.9	资产负债率	45.2%	45.9%	30.3%	29.9%	26.4%
应付账款	94.3	339.1	410.6	676.5	769.4	负债权益比	82.4%	84.9%	43.5%	42.6%	35.8%
应付票据	4.7	16.9	20.5	33.8	38.4	流动比率	1.67	1.65	2.93	3.09	3.63
其他流动负债	110.5	198.3	213.7	236.1	253.9	速动比率	1.13	1.24	2.19	2.35	2.75
长期借款	5.9	113.3	113.3	113.3	113.3	利息保障倍数	4.58	4.41	6.31	8.22	9.49
其他非流动负债	37.6	119.8	119.8	119.8	119.8	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	765.3	1,885.8	1,827.9	2,271.4	2,564.8	DPS(元)	0.03	0.04	0.08	0.12	0.16
少数股东权益	4.5	104.9	134.9	180.8	243.0	分红比率	20.5%	20.7%	20.7%	20.7%	20.7%
股本	94.1	322.0	579.5	579.5	579.5	股息收益率	0.3%	0.3%	0.6%	1.0%	1.3%
留存收益	829.9	1,795.3	3,483.9	4,577.4	6,341.0						
<b>股东权益</b>	928.6	2,222.2	4,198.3	5,337.8	7,163.5						

## 现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	92.4	132.2	221.5	339.0	459.4	EPS(元)	0.16	0.20	0.38	0.58	0.79
加:折旧和摊销	72.9	105.0	87.2	100.9	114.6	BVPS(元)	1.59	3.65	7.01	8.90	11.94
资产减值准备	19.3	21.1	-	-	-	PE(X)	79.5	62.7	32.9	21.5	15.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	7.9	3.4	1.8	1.4	1.1
财务费用	34.7	53.5	63.2	71.6	82.8	P/FCF	-28.1	-17.0	-6.7	-84.3	-12.0
投资损失	0.3	-14.4	-20.0	-26.0	-34.0	P/S	4.5	3.4	1.9	1.3	1.0
少数股东损益	0.7	15.8	30.0	45.9	62.2	EV/EBITDA	44.3	31.2	14.2	9.2	6.5
营运资金的变动	-440.0	-378.1	-1,183.4	-606.2	-1,297.0	CAGR(%)	60.9%	58.0%	49.6%	60.9%	58.0%
<b>经营活动产生现金流量</b>	-226.7	-125.5	-801.5	-74.8	-611.9	PEG	1.3	1.1	0.7	0.4	0.3
<b>投资活动产生现金流量</b>	-281.8	-829.0	-40.0	-34.0	-26.0	ROIC/WACC	1.8	1.4	1.2	1.2	1.4
<b>融资活动产生现金流量</b>	562.4	1,668.4	1,513.0	824.9	1,399.4	REP	4.5	2.9	1.6	1.2	0.8

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 个月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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

周新明、崔文亮声明，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。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（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。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（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，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信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。

安信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。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯	? 0755-82558183?	chaomw@essence.com.cn	
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

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