

集采业务继续发力，内外挖潜改善周转

——润达医疗(603108.SH) 2019年三季度报点评

公司简报

◆事件:

公司发布2019年三季度报，19Q1-3实现营收51.9亿元(+19.8%)，归母净利润2.92亿元(+20.1%)，扣非归母净利润2.93亿元(+22.2%)。业绩符合我们和市场预期。

◆点评:

收入增长提速，主要为集成采购业务贡献。单季度来看，3Q19实现营收19.0亿元，同比增23.1%，相比1Q19、2Q19同比增均有提速。分拆来看：1) 3Q19工业营收达0.66亿元，同比增42.1%，继续保持快速增长势头。公司今年加大了自主品牌产品的市场推广，特别是在集成供应渠道放量较快，已进入自有品牌放量逻辑的初步兑现阶段。同时公司19Q1-3研发投入增长38.3%，显示公司积极推进自有品牌产品开发。2) 3Q19商业营收18.3亿元，同比增22.6%，相比19H1提速较多，主要是此前并购渠道整合发力，集成采购业务推进速度有所加快。总体而言，3Q19收入增长提速均为内生增长贡献，经营稳健。

经营性净现金流维持单季度为正，存货和应付账款周转有所改善。3Q19公司实现经营性净现金流0.34亿元，继续保持为正，但同比减少约0.3亿元，主要是此前收购渠道集采业务发力加速增长，但当地医院账期相对华东地区要长，因此公司19Q1-3应收账款周转天数达139天，同比提升5.7天，影响了公司的回款表现。19Q1-3公司存货周转天数为86.4天，同比下降4.5天，应付账款周转天数为58.3天，同比提升27.8天，显示公司在内部存货管理及对上游付款周期上仍在积极改善，以期弥补医院回款周期长的影响。

◆集采业务继续发力，内外挖潜改善周转，维持“买入”

维持公司19~21年EPS为0.61/0.74/0.91元，现价对应19~21年PE为17/14/11倍。公司业绩符合预期，集采业务继续发力，内外挖潜积极改善周转，当前估值仍较低，维持“买入”评级。

◆风险提示:

IVD耗材降价超预期；商誉减值风险。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,319	5,964	7,172	8,645	10,440
营业收入增长率	99.51%	38.10%	20.25%	20.53%	20.77%
净利润(百万元)	219	262	353	430	527
净利润增长率	88.26%	19.51%	34.86%	21.83%	22.46%
EPS(元)	0.38	0.45	0.61	0.74	0.91
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.58%	10.45%	12.46%	13.40%	14.36%
P/E	27	23	17	14	11
P/B	2.6	2.4	2.1	1.9	1.6

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为2019年10月28日

买入(维持)

当前价: 10.25元

分析师

林小伟 (执业证书编号: S0930517110003)
021-52523871
linxiaowei@ebcn.com

梁东旭 (执业证书编号: S0930517120003)
0755-23915357
liangdongxu@ebcn.com

市场数据

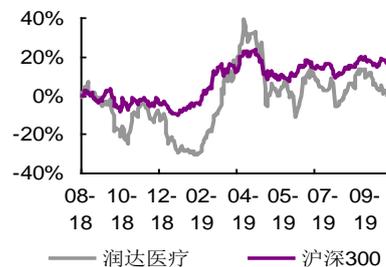
总股本(亿股): 5.80

总市值(亿元): 57.84

一年最低/最高(元): 6.68/14.18

近3月换手率: 65.83%

股价表现(一年)



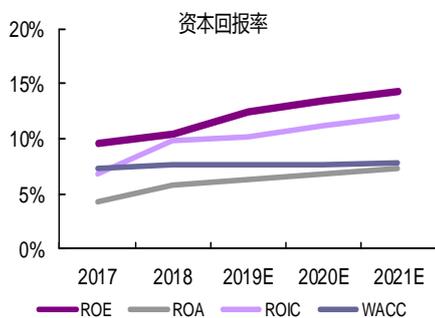
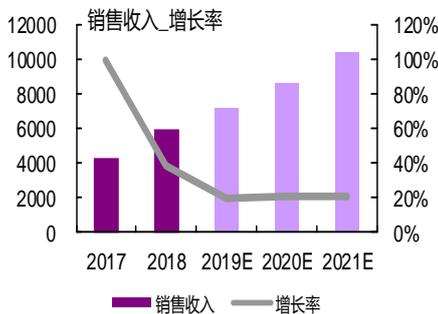
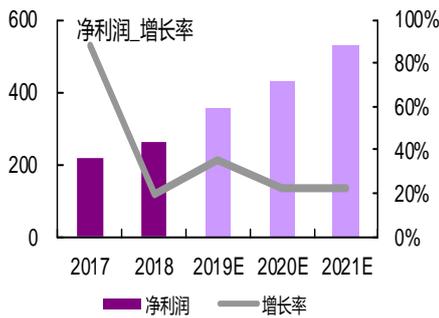
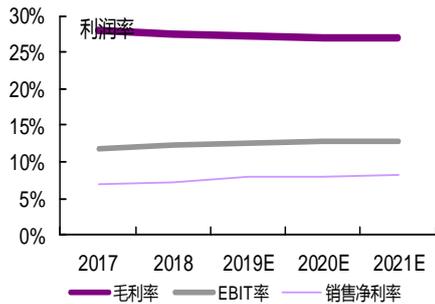
收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-5.84	-2.37	6.05
绝对	-4.69	-1.38	28.83

资料来源: Wind

相关研报

成长稳健，营运改善——润达医疗(603108.SH) 2019年中报点评
.....2019-08-25
业绩快报符合预期，保持较好内生增长和现金流——润达医疗(603108.SH) 2019年中报快报点评
.....2019-07-14
纯内生较快增长，现金流持续改善——润达医疗(603108.SH) 2019年一季度报点评
.....2019-04-30



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,319	5,964	7,172	8,645	10,440
营业成本	3,103	4,323	5,219	6,311	7,613
折旧和摊销	163	222	231	260	288
营业税费	18	27	29	36	43
销售费用	372	441	516	614	741
管理费用	292	320	426	496	600
财务费用	107	188	186	225	271
公允价值变动损益	-8	-20	0	0	0
投资收益	9	70	36	43	52
营业利润	381	578	758	920	1,119
利润总额	387	592	766	928	1,128
少数股东损益	78	170	221	266	319
归属母公司净利润	219	262	353	430	527

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	7,125	7,543	9,049	10,222	11,590
流动资产	3,839	4,284	5,733	6,917	8,329
货币资金	550	373	861	1,037	1,253
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	1,867	2,410	2,991	3,605	4,353
应收票据	27	27	34	45	50
其他应收款	77	69	81	97	117
存货	1,041	1,148	1,399	1,693	2,043
可供出售投资	10	10	8	9	9
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	552	488	523	545	571
固定资产	762	868	852	773	673
无形资产	33	32	35	38	41
总负债	4,377	4,412	5,368	5,899	6,489
无息负债	1,413	1,990	2,983	3,476	4,042
有息负债	2,964	2,422	2,384	2,424	2,447
股东权益	2,749	3,131	3,682	4,323	5,102
股本	580	580	580	580	580
公积金	1,065	1,066	1,101	1,144	1,197
未分配利润	642	860	1,123	1,424	1,794
少数股东权益	462	625	847	1,112	1,431

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	-88	539	262	417	529
净利润	219	262	353	430	527
折旧摊销	163	222	231	260	288
净营运资金增加	1,295	273	868	908	1,063
其他	-1,765	-218	-1,190	-1,182	-1,349
投资活动产生现金流	-1,750	-301	488	16	21
净资本支出	-343	-252	-255	-205	-205
长期投资变化	552	488	-18	-22	-26
其他资产变化	-1,959	-537	761	242	252
融资活动现金流	1,445	-428	-262	-256	-335
股本变化	258	0	0	0	0
债务净变化	1,671	-541	-38	39	23
无息负债变化	820	577	993	492	566
净现金流	-393	-190	488	177	215

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	99.51%	38.10%	20.25%	20.53%	20.77%
净利润增长率	88.26%	19.51%	34.86%	21.83%	22.46%
EBITDA 增长率	111.68%	42.49%	19.85%	19.50%	19.43%
EBIT 增长率	140.11%	44.42%	24.72%	21.19%	21.52%
估值指标					
PE	27	23	17	14	11
PB	3	2	2	2	2
EV/EBITDA	14	10	8	7	7
EV/EBIT	18	13	10	9	8
EV/NOPLAT	25	17	14	12	11
EV/Sales	2	2	1	1	1
EV/IC	2	2	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	28.16%	27.51%	27.23%	26.99%	27.07%
EBITDA 率	15.45%	15.94%	15.89%	15.75%	15.58%
EBIT 率	11.68%	12.22%	12.67%	12.74%	12.82%
税前净利润率	8.95%	9.92%	10.68%	10.73%	10.80%
税后净利润率 (归属母公司)	5.08%	4.39%	4.93%	4.98%	5.05%
ROA	4.17%	5.73%	6.35%	6.81%	7.30%
ROE (归属母公司) (摊薄)	9.58%	10.45%	12.46%	13.40%	14.36%
经营性 ROIC	6.77%	9.85%	10.23%	11.17%	12.00%
偿债能力					
流动比率	1.20	1.19	1.29	1.43	1.57
速动比率	0.88	0.87	0.98	1.08	1.18
归属母公司权益/有息债务	0.77	1.03	1.19	1.32	1.50
有形资产/有息债务	1.78	2.34	3.02	3.44	3.96
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.38	0.45	0.61	0.74	0.91
每股红利	0.08	0.10	0.15	0.18	0.22
每股经营现金流	-0.15	0.93	0.45	0.72	0.91
每股自由现金流(FCFF)	-1.82	0.62	-0.23	0.10	0.22
每股净资产	3.95	4.32	4.89	5.54	6.33
每股销售收入	7.45	10.29	12.38	14.92	18.01

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 不与, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼