

2020年10月19日

# 业绩增长符合市场预期, 呈现逐季恢复的趋势

## 润达医疗 (603108)

### 事件概述

公司公告 2020 年三季报业绩快报: 实现营业收入 49.25 亿元, 同比下降 5.16%; 实现归母净利润 2.36 亿元, 同比下降 19.25%; 实现扣非净利润 2.26 亿元, 同比下降 22.71%。

### 分析判断:

#### 业绩增长符合市场预期, 呈现逐季恢复的趋势

随着国内疫情逐渐得到有效控制、医院诊疗和住院需求逐渐呈现恢复即检验需求逐渐恢复, 公司营业收入逐季度恢复、业绩增速符合市场预期, 即 2020Q1/Q2/Q3 整体营业收入分别为 12.99/16.44/19.81 亿元, 同比增长分别为-15.16%/-6.78%/+4.41%。分业务来看, 预期与上半年情况类似, 公司高毛利工业业务将呈现快速增长, 以及集约化/区检中心业务恢复相对较好; 分地区来看, 公司核心区域华东地区和华北区域均从上半年的负增长中恢复正增长, 另外西南地区和华中地区整体基数相对较小、自疫情中恢复较快并呈现快速增长。

#### 集约化/区检中心业务持续受益医保控费和区域医联体等政策, 呈现高速增长

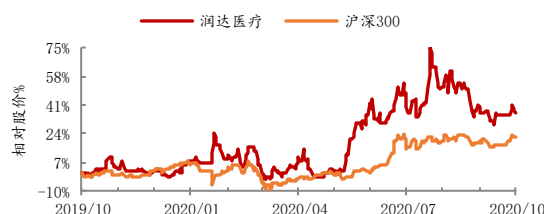
从 2009 年开始持续推进医疗政策改革、逐渐加大医保控费力度, 尤其是 2015 年以来的药品零加成、耗材零加成, 造成医院经营压力加大, 降本增效成为医院的焦点。润达医疗作为专业化综合实验室服务商, 相对传统 IVD 代理服务, 能为医院提供更多增值服务, 为医院检验科的降本增效提供整体方案、契合药品零加成+医保控费下的需求的痛点。截止 2019 年底, 公司集约化业务及区域检验中心累计客户数量达 300 多家, 收入规模 20.63 亿, 同比增长 21.24%, 另外区域检验中心业务已开展 30 多家, 未来随着集约化业务客户的转化、以及新开客户的转化, 区域检验中心业务将持续拓展。

#### 投资建议: 公司存在显著预期差, 维持“买入”评级

公司的集约化业务/区检业务中心、第三方实验室业务、自有产品业务均保持快速增长, 我们预计和测算, 2021 年/2022 年, 公司传统代理业务的净利润贡献占比分别为 40%/35%, 占比持续下降, 且已经低于一半, 公司早已经从一家传统代理业务为主的代理商, 转型成综合性实验室服务提供商, 但是, 市场并未充分认识到这一点, 2021 年估值仅 17 倍, 我们认为, 公司存在显著预期差。

### 评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	买入
目标价格:	
最新收盘价:	13.61
股票代码:	603108
52 周最高价/最低价:	17.44/9.64
总市值(亿)	78.87
自由流通市值(亿)	78.87
自由流通股数(百万)	579.53



分析师: 崔文亮  
邮箱: cuiwl@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120519110002

研究助理: 徐顺利  
邮箱: xusl1@hx168.com.cn

### 相关研究

- 润达医疗 (603108.SH): 业绩符合市场预期, 自产业务和集约化/区检中心业务恢复情况较好  
2020.08.28
- 润达医疗 (603108.SH): 与华大基因合作共建院内高端特检平台, 满足医院高端特检需求、贡献业绩增量  
2020.08.23
- 润达医疗 (603108.SH): 国内医学实验室综合服务商龙头, 集约化区检中心业务高速增长、传统代理业务占比持续下降 (20200804)  
2020.08.04

公司作为综合性实验室服务提供商，持续推进集约化/区检中心业务，契合终端医院医保控费、降本增效需求，预期未来将持续保持快速增长；另外叠加高毛利业务自产产品依托自身渠道优势实现高速增长，预期未来整体利润将呈现高速增长。维持业绩预测，即 2020-2022 年公司归母净利润分别为 3.50/4.69/5.92 亿元，同比增长 13.2%/33.9%/26.2%，对应 2020/2021 年估值分别为 23/17 倍，维持“买入”评级。

### ► 风险提示

传统 IVD 代理业务低于预期；集约化/区检中心业务拓展低于预期；自产产品上市及市场销售低于预期；商誉减值的风险；管理层和核心技术人员变动的风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,964	7,052	7,845	9,379	11,150
YoY (%)	38.1%	18.2%	11.2%	19.5%	18.9%
归母净利润(百万元)	262	310	350	469	592
YoY (%)	19.5%	18.2%	13.2%	33.9%	26.2%
毛利率 (%)	27.5%	27.2%	27.1%	27.5%	28.0%
每股收益 (元)	0.45	0.53	0.60	0.81	1.02
ROE	10.5%	11.2%	11.3%	13.1%	14.2%
市盈率	30.11	25.48	22.52	16.82	13.33

资料来源：Wind，华西证券研究所

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	7,052	7,845	9,379	11,150	净利润	511	578	774	977
YoY (%)	18.2%	11.2%	19.5%	18.9%	折旧和摊销	255	148	179	164
营业成本	5,137	5,720	6,803	8,032	营运资金变动	-703	-536	-368	-694
营业税金及附加	27	33	38	46	经营活动现金流	247	103	442	276
销售费用	601	683	808	965	资本开支	-230	-219	-235	-226
管理费用	356	408	481	576	投资	-54	0	0	0
财务费用	231	250	280	300	投资活动现金流	-281	-132	-94	-59
资产减值损失	-49	0	0	0	股权募资	1	0	0	0
投资收益	131	86	141	167	债务募资	3,211	-715	-348	-217
营业利润	677	784	1,044	1,320	筹资活动现金流	258	-715	-348	-217
营业外收支	9	0	0	0	现金净流量	224	-744	0	0
利润总额	686	784	1,044	1,320	<b>主要财务指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
所得税	175	206	270	344	<b>成长能力</b>				
净利润	511	578	774	977	营业收入增长率	18.2%	11.2%	19.5%	18.9%
归属于母公司净利润	310	350	469	592	净利润增长率	18.2%	13.2%	33.9%	26.2%
YoY (%)	18.2%	13.2%	33.9%	26.2%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	0.53	0.60	0.81	1.02	毛利率	27.2%	27.1%	27.5%	28.0%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	净利率	7.2%	7.4%	8.3%	8.8%
货币资金	844	100	100	100	总资产收益率 ROA	3.4%	3.9%	4.7%	5.3%
预付款项	240	217	288	322	净资产收益率 ROE	11.2%	11.3%	13.1%	14.2%
存货	1,177	1,415	1,621	1,950	<b>偿债能力</b>				
其他流动资产	3,376	3,717	4,353	5,098	流动比率	<b>1.08</b>	<b>1.21</b>	<b>1.35</b>	<b>1.52</b>
流动资产合计	5,637	5,449	6,362	7,470	速动比率	0.81	0.84	0.94	1.06
长期股权投资	506	506	506	506	现金比率	0.16	0.02	0.02	0.02
固定资产	863	913	936	973	资产负债率	61.1%	54.1%	50.8%	47.2%
无形资产	57	69	88	103	<b>经营效率</b>				
非流动资产合计	3,396	3,468	3,526	3,591	总资产周转率	0.78	0.88	0.95	1.01
资产合计	9,033	8,917	9,888	11,061	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	2,317	1,603	1,255	1,038	每股收益	0.53	0.60	0.81	1.02
应付账款及票据	1,045	1,107	1,350	1,574	每股净资产	4.76	5.36	6.17	7.19
其他流动负债	1,852	1,811	2,112	2,302	每股经营现金流	0.43	0.18	0.76	0.48
流动负债合计	5,214	4,520	4,717	4,914	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	129	129	129	129	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	173	173	173	173	PE	25.48	22.52	16.82	13.33
非流动负债合计	302	302	302	302	PB	2.09	2.54	2.20	1.89
负债合计	5,516	4,823	5,019	5,216					
股本	580	580	580	580					
少数股东权益	758	986	1,291	1,676					
股东权益合计	3,516	4,095	4,869	5,845					
负债和股东权益合计	9,033	8,917	9,888	11,061					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

崔文亮：10年证券从业经验，2015-2017年新财富分别获得第五名、第三名、第六名，并获得金牛奖、水晶球、最受保险机构欢迎分析师等奖项。先后就职于大成基金、中信建投证券、安信证券等，2019年10月加入华西证券，任医药行业首席分析师、副所长，北京大学光华管理学院金融学硕士、北京大学化学与分子工程学院理学学士。

徐顺利：北京大学硕士，曾就职于南华基金，2020年1月加入华西证券，负责CXO、医疗服务及部分药品领域。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。