

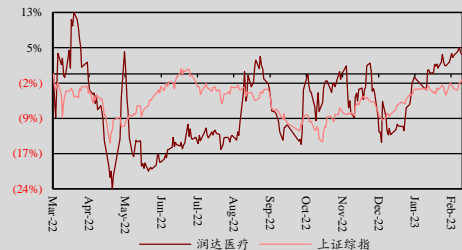
**603108.SH**

# 增持

原评级: 增持

市场价格: 人民币 12.05

板块评级: 强于大市

**股价表现**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	18.0	3.9	7.5	2.2
相对上证综指	11.2	1.9	2.0	6.6

发行股数 (百万)	579.54
流通股 (百万)	579.54
总市值 (人民币 百万)	6,983.49
3个月日均交易额 (人民币 百万)	83.55
主要股东	
杭州市拱墅区国有投资控股集团有限公司	20.02

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券  
以 2023 年 3 月 3 日收市价为标准

**相关研究报告**

《润达医疗》20221028

《润达医疗》20220829

《润达医疗》20220429

 中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

医药生物: 医药商业

证券分析师: 邓周宇

(86755)82560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050001

## 润达医疗

**短期、中长期三个时间维度看院内检验科综合服务商龙头**

公司商业板块形成较高的竞争壁垒, 受益于医保控费政策; 工业板块走差异化竞争策略, 有望打开蓝海市场。持续看好公司, 维持**增持**评级。

**支撑评级的要点**

- **短期来看**, 公司受公共卫生事件扰动逐步出清, 医院检验科综合服务业务逐步恢复, 公司业绩有望迎来恢复性增长。华东地区为公司大本营业务占比大, 2022 年医院常规诊疗开展量下降公司业务受到较大影响。随着医院常规诊疗逐步恢复, 公司常规业务有望逐步恢复带来业绩提升。短期看公司受到疫情的影响属于阶段性扰动, 公司核心价值不变。
- **中期看**, 医院有望逐步摆脱公共卫生事件的影响并回归聚焦到常规诊疗并持续完善医疗基础建设, 检验科等医技创收科室作为医疗体系的关键部分有望得到重视并大力发展, 公司作为院内检验科综合服务龙头企业将有望受益于客户 (医院) 的发展而保持业务量持续的增长。
- **长期看**, 公司检验科综合服务业务所属行业的市场格局有望进一步集中, 强者恒强。一方面从市场需求端来看, 检验行业还处于高景气度发展阶段, 院内检测项目扩容空间大。上海等地区逐步开始试行 LDT 试点政策, 亦将逐步加速院内检测项目扩容。另一方面, 供给端来看, 行业集中度有望不断提升, 公司已经建立标准化、可复制化的服务体系, 可以为全国范围内医疗机构的检验科提供标准化的整体综合服务, 为医院降本增效, 顺应医保控费政策, 客户粘性强, 竞争壁垒高。
- **目前公司商业板块深耕集约化、综合化、规模化, 顺应政策导向。工业板块走差异化路线**, 除诊断中常规的生化、免疫相关业务之外, 深度布局糖化血红蛋白领域、质控领域及医疗信息化领域等, 工业板块走差异化竞争战略, 公司的三重四极杆质谱仪、慧检检验报告智慧服务系统等产品彰显公司研发实力并有广泛应用场景, 顺应诊疗需求及政策导向。公司和奥森多合作进行免疫诊断领域产品的研发、生产。
- 综上, 公司的业务性质定位就是服务于医保及医院, 通过公司提供的整体综合服务来帮助医保及医院实现降本增效的目的。公共卫生事件的扰动不改公司核心价值, 公司业务有益于患者、医院及医保控费。公司工业板块独具特色, 差异化路线有望进入蓝海市场。我们持续看好公司。

**估值**

- 考虑 2022 年防疫政策对公司经营造成影响, 看好防疫政策放开后业务恢复及公司工业板块发展前景, 我们调整盈利预测, 预计公司 2022-2024 年归母净利润为 3.89/4.94/6.16 亿元 (原预测 2022-2024 年归母净利润为 4.00/4.94/5.78 亿元), 维持**增持**评级。

**评级面临的主要风险**

- 终端客户开发不及预期风险、工业板块新品研发不及预期风险、行业政策风险、新冠疫情不确定性风险等。

**投资摘要**

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入(人民币 百万)	7,069	8,860	9,620	12,024	14,466
增长率(%)	0.2	25.3	8.6	25.0	20.3
EBITDA(人民币 百万)	1,048	1,304	1,411	1,712	1,986
归母净利润(人民币 百万)	330	380	389	494	616
增长率(%)	6.6	15.2	2.3	27.1	24.8
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.57	0.66	0.67	0.85	1.06
原先预测每股收益(人民币)			0.69	0.85	1.00
调整幅度(%)			2.9	0	6.00
市盈率(倍)	21.2	18.4	18.0	14.1	11.3
市净率(倍)	2.2	2.0	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA(倍)	7.6	8.4	6.0	6.1	4.2
每股股息(人民币)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
股息率(%)	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	7,069	8,860	9,620	12,024	14,466
营业收入	7,069	8,860	9,620	12,024	14,466
营业成本	5,157	6,468	7,023	8,813	10,595
营业税金及附加	31	34	37	46	56
销售费用	642	845	924	1,166	1,403
管理费用	365	398	438	577	694
研发费用	87	123	139	186	231
财务费用	242	292	290	290	290
其他收益	19	16	12	12	12
资产减值损失	(1)	(7)	0	0	0
信用减值损失	(62)	(71)	(125)	(85)	(85)
资产处置收益	6	2	2	2	2
公允价值变动收益	(4)	0	0	0	0
投资收益	140	138	138	138	138
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	644	778	796	1,012	1,264
营业外收入	11	15	15	15	15
营业外支出	19	12	12	12	12
利润总额	636	780	799	1,015	1,266
所得税	132	182	187	237	296
净利润	504	598	612	778	971
少数股东损益	174	218	223	284	354
归母净利润	330	380	389	494	616
EBITDA	1,048	1,304	1,411	1,712	1,986
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.57	0.66	0.67	0.85	1.06

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>6,227</b>	<b>7,442</b>	<b>7,716</b>	<b>11,344</b>	<b>11,450</b>
现金及等价物	835	1,024	1,111	1,389	1,671
应收帐款	3,009	3,711	3,585	5,535	5,437
应收票据	51	133	67	183	118
存货	1,154	1,502	1,381	2,237	2,113
预付账款	392	355	456	562	662
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	787	717	1,115	1,438	1,449
<b>非流动资产</b>	<b>3,949</b>	<b>4,574</b>	<b>4,362</b>	<b>4,071</b>	<b>3,755</b>
长期投资	895	1,130	1,130	1,130	1,130
固定资产	911	976	757	531	296
无形资产	61	68	54	41	28
其他长期资产	2,082	2,401	2,420	2,369	2,301
<b>资产合计</b>	<b>10,177</b>	<b>12,017</b>	<b>12,078</b>	<b>15,416</b>	<b>15,205</b>
<b>流动负债</b>	<b>5,544</b>	<b>6,182</b>	<b>6,320</b>	<b>8,226</b>	<b>7,639</b>
短期借款	3,758	4,203	4,305	5,308	4,726
应付账款	758	1,113	918	1,631	1,434
其他流动负债	1,028	865	1,096	1,287	1,479
<b>非流动负债</b>	<b>553</b>	<b>1,442</b>	<b>754</b>	<b>1,407</b>	<b>814</b>
长期借款	40	448	0	533	0
其他长期负债	513	994	754	874	814
<b>负债合计</b>	<b>6,096</b>	<b>7,625</b>	<b>7,073</b>	<b>9,633</b>	<b>8,452</b>
股本	580	580	580	580	580
少数股东权益	877	929	1,153	1,437	1,791
归属母公司股东权益	3,203	3,463	3,852	4,346	4,962
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>10,177</b>	<b>12,017</b>	<b>12,078</b>	<b>15,416</b>	<b>15,205</b>

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	504	598	612	778	971
折旧摊销	323	390	476	562	584
营运资金变动	(1,151)	(890)	195	(2,425)	160
其它	647	272	133	159	146
<b>经营活动现金流</b>	<b>323</b>	<b>371</b>	<b>1,417</b>	<b>(926)</b>	<b>1,860</b>
资本支出	(332)	(301)	(269)	(269)	(269)
投资变动	(556)	(91)	(389)	0	0
其他	(126)	(23)	138	140	139
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(1,013)</b>	<b>(415)</b>	<b>(520)</b>	<b>(129)</b>	<b>(130)</b>
银行借款	1,351	854	(346)	1,536	(1,115)
股权融资	(303)	(813)	(0)	(0)	(0)
其他	(242)	54	(463)	(203)	(333)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>806</b>	<b>95</b>	<b>(809)</b>	<b>1,333</b>	<b>(1,448)</b>
<b>净现金流</b>	<b>116</b>	<b>51</b>	<b>88</b>	<b>278</b>	<b>282</b>

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率(%)	0.2	25.3	8.6	25.0	20.3
营业利润增长率(%)	(4.9)	20.8	2.4	27.2	24.8
归属于母公司净利润增长率(%)	6.6	15.2	2.3	27.1	24.8
息税前利润增长(%)	(7.0)	26.1	2.3	23.1	21.8
息税折旧前利润增长(%)	1.3	24.4	8.2	21.4	16.0
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	6.6	15.2	2.3	27.1	24.8
<b>获利能力</b>					
息税前利润率(%)	10.3	10.3	9.7	9.6	9.7
营业利润率(%)	9.1	8.8	8.3	8.4	8.7
毛利率(%)	27.0	27.0	27.0	26.7	26.8
归母净利润率(%)	4.7	4.3	4.0	4.1	4.3
ROE(%)	10.3	11.0	10.1	11.4	12.4
ROIC(%)	10.2	9.3	11.0	9.5	13.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
净负债权益比	0.9	1.1	0.8	0.9	0.6
流动比率	1.1	1.2	1.2	1.4	1.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	2.4	2.6	2.6	2.6	2.6
应付账款周转率	8.8	9.5	9.5	9.4	9.4
<b>费用率</b>					
销售费用率(%)	9.1	9.5	9.6	9.7	9.7
管理费用率(%)	5.2	4.5	4.6	4.8	4.8
研发费用率(%)	1.2	1.4	1.5	1.6	1.6
财务费用率(%)	3.4	3.3	3.0	2.4	2.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.6	0.7	0.7	0.9	1.1
每股经营现金流(最新摊薄)	0.6	0.6	2.4	(1.6)	3.2
每股净资产(最新摊薄)	5.5	6.0	6.6	7.5	8.6
每股股息	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>估值比率</b>					
P/E(最新摊薄)	21.2	18.4	18.0	14.1	11.3
P/B(最新摊薄)	2.2	2.0	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	7.6	8.4	6.0	6.1	4.2
价格/现金流(倍)	21.6	18.8	4.9	(7.5)	3.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报内容含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371