

瑞康医药 (002589.SZ)

一季报业绩符合预期，全国化渠道布局动能不减

核心观点:

● 公司发布一季报: 实现净利润 2.92 亿元, 同比增长 241.7%

公司公告一季报: 营业收入 49.79 亿元, 同比增长 53.5%, 去年四季度单季度贡献收入 47.28 亿元, 环比增长 5.3%。一季度实现归母净利润 2.92 亿元, 同比增长 241.7%, 符合市场预期。商誉较本年初增加约 4.7 亿元, 显示公司外延并购进程有所提速。同时, 公司预计 17 年上半年实现归母净利润 4.45 至 5.54 亿元, 同比增长 105%-155%。

● 年初业绩增长态势良好, 扣除更改会计准则影响, 业绩依然符合预期

17 年公司一季度收入同比 (+53.5%) 环比 (+5.3%) 皆有增长, 为全年经营打下良好开局。公司前期适当修改会计准则 (坏账计提方面), **主要原因有两方面:** 首先, 瑞康整合的是器械渠道, 原有的业务以药品渠道为主, 2016 年业务结构发生了很大的变化, 从行业角度看, 器械业务的账期平均来讲整体高于药品, 所以作为以器械业务为主的瑞康, 坏账计提具备合理性。同时, 山东瑞康原有计提标准高于行业普遍水平, 走向全国后, 考虑收购的全国各地商业公司 (以器械商业为主) 实际情况, 并参考行业平均水平, 将原有标准适当调整至行业整体水平。

对一季报业绩的影响: 依据公司合并报表计算的变更前和变更后的坏账差额为 1.86 亿元。调整后 2016 年合并资产负债表显示应收账款为 78.2 亿元, 母公司应收账款 38.2 亿元, 估计子公司应收账款约 40 亿元。由上述两者的比重来看, 我们预估母公司和子公司所承担的差额分别为: 9000 万元 (母), 9600 万元 (子)。同时, 要考虑到子公司 51% 并表, 所以瑞康总体需要承担的差额为: $9000+9600*51%=1.38$ 亿元。扣除 25% 的税, 即 $1.38*75%=1$ 亿元。因此, 我们估计, 因会计准则变更所导致的一季度回转不会超过 1 亿元。扣除上述 1 亿元后 (保守算法, 实际不到 1 亿元), 一季度归母净利润保守估计在 1.92 亿元以上, 亦符合市场预期。

● 17 年是全国推行“两票制”大年, 瑞康医药两票制布局进入收获期

瑞康在全国 30 余省构建省级平台, 平台中, 瑞康股权占比 51%, 该省被整合的各类器械产品供应商 (“十条线”) 总体占比 49%。瑞康将每个省被收购的各类公司的原有业务 (而非原有公司), 规范化梳理后整合进省级平台。省级平台公司定位: 平台公司完成与上游工业企业的货款结算, 另一方面完成与医疗机构物流配送, 以实现 “两票制” 政策背景下两次开票、缩短供应链要求。

● 盈利预测与投资评级

公司由传统药品商业企业成功转型医疗机构综合服务商, 目前已初步完成全国各省器械渠道布局, 17 年全国化布局或将再提速。预计 17-19 年 EPS 为 1.57/2.28/3.02 元, 对应 PE 25/17/13 倍, 维持 “买入” 评级。

● 风险提示

整合器械渠道资源的进程低于预期; 收购相应企业后, 整合存在不确定性;

盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	9,749.96	15,618.67	26,966.59	38,065.73	49,700.17
增长率 (%)	25.23%	60.19%	72.66%	41.16%	30.56%
EBITDA (百万元)	467.25	1,117.22	1,455.98	2,062.93	2,764.80
净利润 (百万元)	235.94	590.76	1,024.40	1,490.23	1,975.64
增长率 (%)	30.36%	150.39%	73.40%	45.47%	32.57%
EPS (元/股)	0.425	0.903	1.566	2.278	3.020
市盈率 (P/E)	84.40	35.94	25.25	17.36	13.09
市净率 (P/B)	6.23	3.09	3.27	2.75	2.28
EV/EBITDA	43.49	18.89	16.42	11.93	9.04

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

公司评级	买入
当前价格	39.06 元
前次评级	买入
报告日期	2017-04-26

相对市场表现



分析师: 罗佳荣 S0260516090004



021-60750612



luojiarong@gf.com.cn

相关研究:

瑞康医药 (002589.SZ) 快速增长势头不减, 加速落地器械及药品渠道全国化布局	2017-03-31
瑞康医药 (002589.SZ): 发力器械渠道、全面战略转型医院综合服务商	2017-02-23
瑞康医药 (002589.SZ) 16 年业绩略超预期, 期待 17 年平台战略进一步落地	2017-01-26

联系人: 马帅 075588286935

mashuai@gf.com.cn

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	7452	12850	16816	22392	28436
货币资金	1178	2050	1962	1251	885
应收及预付	5241	9071	12462	17740	23127
存货	1025	1707	2392	3401	4424
其他流动资产	8	23	0	0	0
非流动资产	1409	2807	1390	1585	1753
长期股权投资	7	7	7	7	7
固定资产	731	978	1149	1302	1428
在建工程	60	117	160	207	253
无形资产	553	1595	71	66	62
其他长期资产	59	110	3	3	3
资产总计	8862	15657	18206	23977	30189
流动负债	5457	8154	9647	13882	18057
短期借款	1584	1923	0	0	0
应付及预收	3870	6226	9647	13882	18057
其他流动负债	4	6	0	0	0
非流动负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	5457	8154	9647	13882	18057
股本	555	654	654	654	654
资本公积	1864	4879	4879	4879	4879
留存收益	776	1343	2367	3857	5833
归属母公司股东权益	3194	6876	7900	9390	11366
少数股东权益	210	627	659	705	766
负债和股东权益	8862	15657	18206	23977	30189

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	9750	15619	26967	38066	49700
营业成本	8680	13171	23874	33656	43797
营业税金及附加	15	57	79	121	154
销售费用	409	932	1079	1523	1988
管理费用	225	426	569	818	1133
财务费用	74	84	21	-12	-9
资产减值损失	38	90	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	2	1	1	1
营业利润	309	861	1345	1961	2638
营业外收入	11	23	12	12	9
营业外支出	2	7	3	3	2
利润总额	318	878	1354	1970	2645
所得税	75	203	298	433	608
净利润	243	675	1056	1536	2037
少数股东损益	7	84	32	46	61
归属母公司净利润	236	591	1024	1490	1976
EBITDA	467	1117	1456	2063	2765
EPS (元)	0.43	0.90	1.57	2.28	3.02

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	-466	-1759	608	-410	-70
净利润	243	675	1056	1536	2037
折旧摊销	47	84	91	115	137
营运资金变动	-858	-2678	-635	-2052	-2236
其它	102	160	96	-10	-8
投资活动现金流	-400	-639	1264	-301	-296
资本支出	-109	-317	1263	-302	-297
投资变动	-300	-327	1	1	1
其他	9	6	0	0	0
筹资活动现金流	1346	3233	-1959	0	0
银行借款	2716	3303	-1923	0	0
债券融资	-2420	-3260	0	0	0
股权融资	1279	3322	0	0	0
其他	-229	-132	-37	0	0
现金净增加额	479	835	-88	-711	-366
期初现金余额	579	1178	2050	1962	1251
期末现金余额	1057	2012	1962	1251	885

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	25.2	60.2	72.7	41.2	30.6
营业利润增长	31.0	178.8	56.2	45.8	34.5
归属母公司净利润增长	30.4	150.4	73.4	45.5	32.6
获利能力(%)					
毛利率	11.0	15.7	11.5	11.6	11.9
净利率	2.5	4.3	3.9	4.0	4.1
ROE	7.4	8.6	13.0	15.9	17.4
ROIC	8.4	10.8	16.2	17.2	18.0
偿债能力					
资产负债率(%)	61.6	52.1	53.0	57.9	59.8
净负债比率	0.1	-	-0.2	-0.1	-0.1
流动比率	1.37	1.58	1.74	1.61	1.57
速动比率	1.16	1.32	1.44	1.31	1.27
营运能力					
总资产周转率	1.34	1.27	1.59	1.80	1.84
应收账款周转率	2.54	2.55	2.58	2.56	2.56
存货周转率	10.00	9.64	10.04	9.90	9.90
每股指标(元)					
每股收益	0.43	0.90	1.57	2.28	3.02
每股经营现金流	-0.84	-2.69	0.93	-0.63	-0.11
每股净资产	5.76	10.51	12.08	14.35	17.37
估值比率					
P/E	84.4	35.9	25.3	17.4	13.1
P/B	6.2	3.1	3.3	2.8	2.3
EV/EBITDA	43.5	18.9	16.4	11.9	9.0

广发医药行业研究小组

- 罗佳荣：首席分析师，上海财经大学管理学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
吴文华：分析师，华东师范大学金融硕士，2014年进入广发证券发展研究中心。
冯 鹏：分析师，北京大学化学生物学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。
马 帅：研究助理，上海交通大学医学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。
蔡 强：联系人，中南大学基础医学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。
葛媛媛：联系人，香港科技大学生物化学硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001 号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2 号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99 号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。
本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。
广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。
本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。