

# 瑞康医药 (002589.SZ)

## 公司实现产品业务多元化、区域多元化，终成全国性医药、医疗器械商业企业

买入(上调)

2017年08月28日

证券分析师 焦德智  
 执业证书编号:  
 S0600516120001  
 021-60199780  
[jiaodzh@dwzq.com.cn](mailto:jiaodzh@dwzq.com.cn)

证券分析师 全铭  
 执业证书编号:  
 S0600517010002  
[quanm@dwzq.com.cn](mailto:quanm@dwzq.com.cn)

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	15,619	22,670	29,833	37,375
同比	60.19%	45.14%	31.60%	25.28%
归母净利润(百万元)	591	970	1266	1563
同比	150.39%	64.18%	30.48%	23.50%
ROE	8.59%	12.46%	14.12%	15.00%
每股收益(元)	0.39	0.64	0.84	1.04
P/E	38	23	18	14
P/B	3.3	2.9	2.5	2.1

### 投资要点

#### 一、事件：公司发布2017年半年报，以及1-9月业绩预告

2017年半年报公司实现销售收入103.93亿元，同比增长50.24%；实现归属母公司净利润5.14亿元，同比增长136.70%；扣非后归属母公司净利润5.04亿元，同比增长141.46%，符合预期。

2017年公司Q2单季度实现销售收入54.15亿元，同比增长47.33%；实现归属母公司净利润2.22亿元，同比增长68.57%。

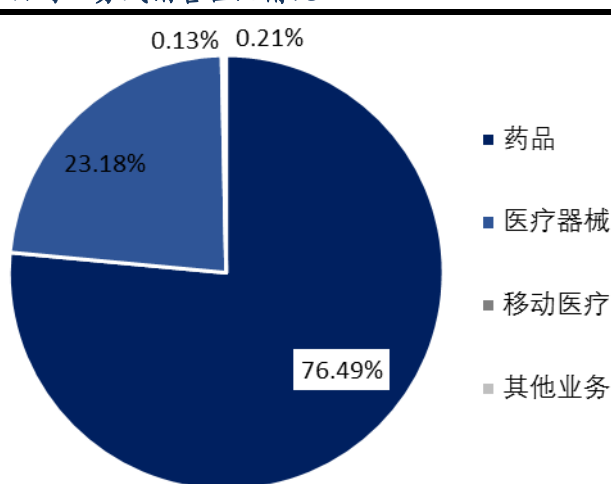
同时公司公告1-9月经营业绩预计，预计1-9月份归母净利润6.89亿元至8.75亿元之间，同比增长85%-135%之间

#### 二、我们的观点：公司实现产品线和区域的多元化发展，已成全国性流通企业

##### 1、多元化业务线：5大业务板块基本形成，为公司发展提供持续动力。

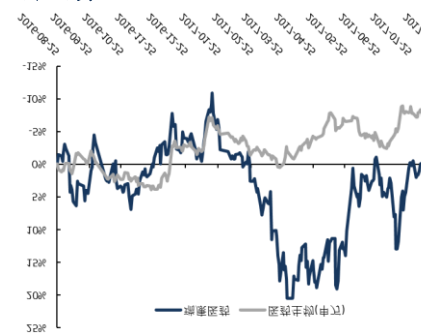
2017年半年报公司实现收入与利润的高速增长，报告期内销售收入达到103.93亿元，同比增长50.24%；归属母公司净利润5.14亿元，同比增长136.70%。公司进一步丰富自己的业务线，已经形成了药品、医疗器械配送，医用后勤服务、医疗信息化，第三方物流等5大业务板块，为公司提供了持续增长动力。

图表 1：公司业务线销售占比情况



数据来源：wind 资讯，东吴证券研究所

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	14.88
一年最低/最高价	13.05/18.21
市净率(倍)	3.15
流通A股市值(亿元)	104

### 基础数据

每股净资产(元)	4.87
资本负债率(%)	58.16%
总股本(亿股)	15.05
流通A股(亿)	6.96

### 相关研究

- 1、加速布局全国器械销售网络，非公开发行缓解财务压力-20161031
- 2、政策风云变动下，积极布局全国性药械流通网络-20161017

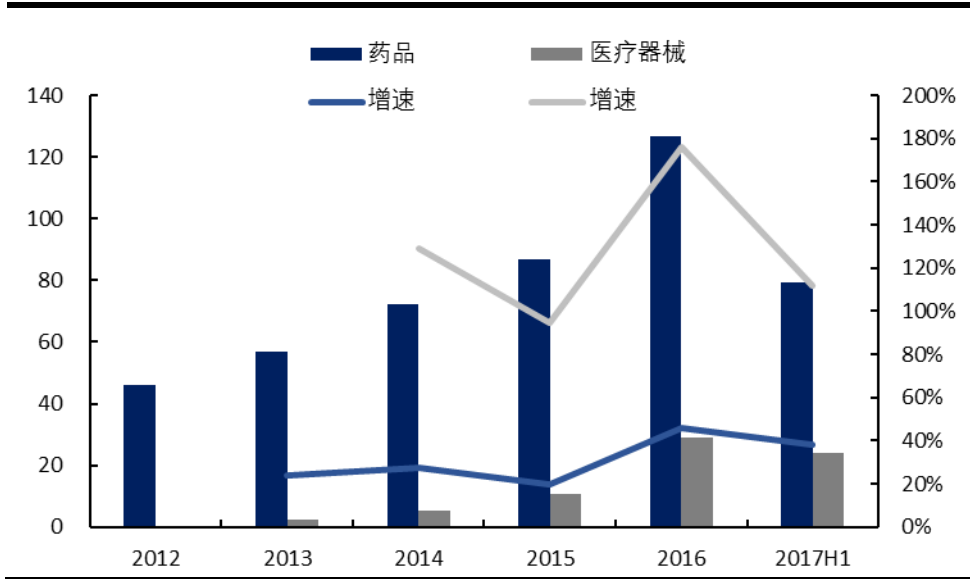
**1) 药品直销业务走出山东省，全国覆盖 12 个省份。**

报告期内，公司药品业务线实现了高速增长收入达到 79.50 亿元，同比增长 38.13%。公司经过多年发展，药品业务终于走出山东省，实现了跨省复制，药品直销业务覆盖全国 12 个省份。省域的扩张是拉动公司药品业务线高速增长的重要动力。整体药品业务线占比营业收入的比重在下降，2017 年半年报中药品收入占比 76.49%，比去年同期占比下降了 6.7 个百分点，充分体现了公司在药品业务高速增长下完成了业务的多元发展，进一步夯实了公司的多业务线战略。

**2) 医疗器械业务覆盖全国 30 个省份，实现了翻倍以上的高速增长。**

截止 2017 年半年报，公司医疗器械业务已经成功覆盖了全国近 30 个省份，涉及检验、介入、骨科、设备、设备维修、医护、五官科、口腔、血液透析、中医药等多个领域。报告期内，公司医疗器械药品业务实现销售收入达到 24.09 亿元，同比增长 111.70%，通过“外延+内生”的方式实现了翻倍式的跨越发展。

**图表 2: 公司主要产品分类的销售收入 (亿元) 和增速情况**



数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

**3) 移动医疗、医疗后勤服务、第三方物流等多块业务已经启动，渐上正轨。**

公司在药品和医疗器械业务之外，相继开展了移动医疗、医疗后勤服务、第三方物流等多项业务，在报告期内均得到了有效的发展。其中**移动医疗信息化业务**收入达到了 1317.72 万元，同比增长了 90.83%；**医疗后勤服务业务**主要为医疗机构提供被服洗涤、消毒、租赁等服务，目前募投项目中的“医用织物洗涤配送项目”已投入使用；**第三方物流业务**已获取山东省内两张第三方物流资格证，涵盖药品和医疗器械等业务。虽然三项业务线产生的收入不大，但充分显现了公司在业务多元化发展后的潜力和空间。

**2、外延发展依然迅猛，报告期内非同一控制下企业合并数量达到 29 家。**

公司继续秉承“并购扩张实现外延式”大踏步的发展战略，在报告期内的合并非同一控制下的企业多达 29 家，合计（购买日至期末）销售收入 14.83 亿元，实现归属公司净利润（按持股比例计算的归属母公司净利润）4750.65 万元。合并的这 29 家企业的收入和归母净利润分别占公司营收和归母净利润的 14.27%和 9.24%（按购买日期至期末计算），成为公司业务高速增长的重要动力。

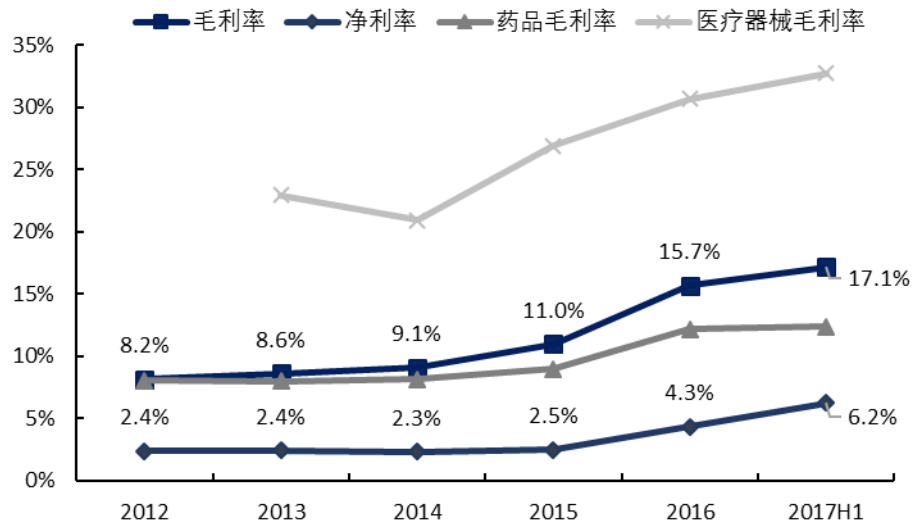
**3、随着产品结构的变化和公司各项产品毛利率的提升，公司整体毛利率和净利率水平保持稳步上升。**

2017 年上半年，公司毛利率和净利率分别为 17.1%和 6.2%，均比 2016 年全年水平有所提升，分别提高 1.4 个百分点和 1.9 个百分点。

**1) 公司毛利率的提升主要来自于业务线结构的变化和原有业务的毛利率提升。**

首先，近年来公司药品和医疗器械业务的毛利率均保持稳步上升的态势；其次毛利率较高的医疗器械业务占比大幅提升，直接拉动了公司整体毛利率的上升。

图表 3: 公司毛利率、净利率和药品、医疗器械的毛利率分析

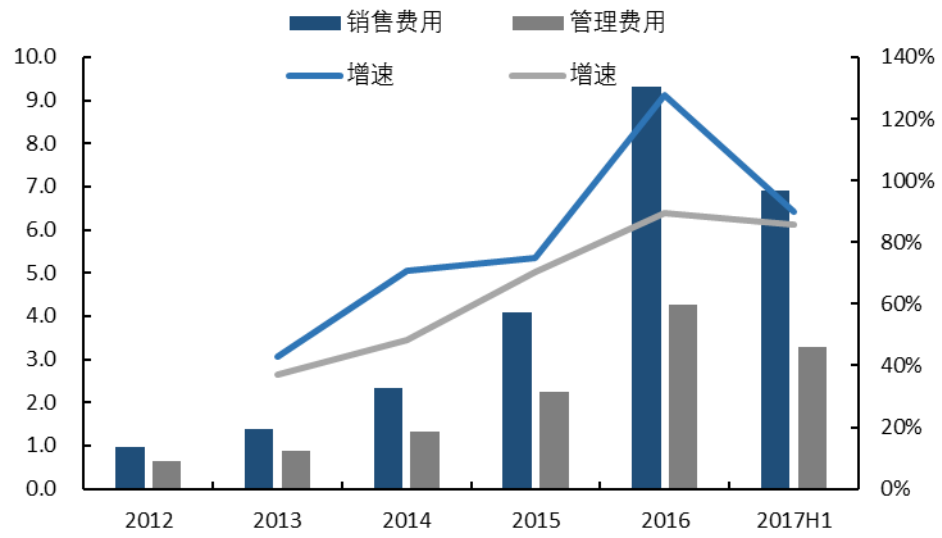


数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

2) 净利率的上升则是毛利率提高与费用有效管理的同步结果。

在费用方面, 在大力发展外延并购的情况下, 公司仍然有效的控制了销售费用和管理费用。报告期内, 公司的销售费用和管理费用分别为 6.91 亿元和 3.29 亿元, 同比上升了 89.8%和 85.9%。

图表 4: 公司销售费用和管理费用变化情况 (亿元)



数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

三、盈利预测与投资建议:

我们预计公司 2017-2019 年收入分别为 226.70 亿元、298.33 亿元和 373.75 亿元, 同比增长 45.1%、31.6%和 25.3%; 归属母公司净利润为 9.70 亿元、12.66 亿元和 15.63 亿元, 同比增长 64.2%、30.5%和 23.5%; 对应 EPS 为 0.64 元、0.84 元和 1.04 元。公司内生、外延发展坚定, 已经成为全国性的药品和医疗器械流通企业。公司在扩张过程中实现了收入和利润的双高速增长的同时做到了毛利率和净利率的稳步提升, 充分说明了公司强大的外延整合以及管理能力。因此, 我们上调公司至“买入”评级。

四、风险提示:

外延并购低于预期; 药品省外业务发展低于预期; 行业政策变化带来的不确定性。

瑞康医药三大财务预测表 (百万元)

资产负债表	2016	2017E	2018E	2019E	利润表	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	7420	12714	14440	18827	营业收入	15619	22670	29833	37375
现金	1145	1913	736	298	营业成本	13171	18793	24727	30971
应收账款	4954	8413	10787	14481	营业税金及附加	57	52	68	85
其它应收款	170	287	376	497	营业费用	932	1508	2004	2535
预付账款	118	370	326	589	管理费用	426	719	955	1209
存货	1025	1707	2192	2938	财务费用	84	21	28	42
其他	8	23	23	23	资产减值损失	90	117	140	168
非流动资产	1379	2735	2475	2192	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	7	7	7	7	投资净收益	2	0	0	0
固定资产	731	978	851	583	营业利润	861	1461	1912	2365
无形资产	83	75	65	56	营业外损益	17	17	17	17
其他	558	1676	1553	1547	利润总额	878	1478	1928	2381
资产总计	8798	15449	16915	21019	所得税	203	369	482	595
流动负债	5394	7946	8369	11110	净利润	675	1108	1446	1786
短期借款	1584	1923	0	1512	少数股东损益	84	138	181	223
应付账款	3419	4457	6781	8006	归属母公司净利润	591	970	1266	1563
其他	391	1566	1587	1593	EBITDA	1047	1642	2100	2561
非流动负债	0	0	0	0	EPS (元)	0.39	0.64	0.84	1.04
长期借款	0	0	0	0					
其他	0	0	0	0					
负债合计	5394	7946	8369	11110	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	210	627	765	946	营业收入	60.2%	45.1%	31.6%	25.3%
归属母公司股东权益	3194	6876	7781	8963	营业利润	178.8%	69.6%	30.8%	23.7%
负债和股东权益	8798	15449	16915	21019	归属母公司净利润	150.4%	64.2%	30.5%	23.5%
					毛利率	15.7%	17.1%	17.1%	17.1%
					净利率	4.3%	4.9%	4.8%	4.8%
<b>现金流量表</b>					ROE	8.6%	12.5%	14.1%	15.0%
经营活动现金流	-1759	819	-1850	1343	ROIC	18.4%	14.5%	18.1%	15.8%
净利润	675	1108	1446	1786	资产负债率	51.4%	49.5%	52.9%	51.9%
折旧摊销	84	143	143	137	净负债比率	25.6%	0.0%	15.3%	3.3%
财务费用	95	21	29	43	流动比率	1.6	1.7	1.7	1.8
投资损失	0	0	0	0	速动比率	1.4	1.5	1.4	1.5
营运资金变动	1125	3067	-619	3157	总资产周转率	1.0	1.3	1.4	1.6
其它	-3738	-3520	-2849	-3780	应收帐款周转率	1.9	2.1	2.1	2.2
投资活动现金流	-639	13	13	13	应付帐款周转率	3.0	3.3	3.3	3.3
资本支出	0	0	0	0	每股收益	0.39	0.64	0.84	1.04
长期投资	0	0	0	0	每股经营现金	-2.69	1.25	-2.83	2.05
其他	-639	13	13	13	每股净资产	10.51	11.89	13.70	15.93
筹资活动现金流	3233	-2008	1399	-1280	P/E	38	23	18	14
短期借款	0	-1923	1512	-1134	P/B	3.3	2.9	2.5	2.1
长期借款	0	-86	-113	-146	EV/EBITDA	10.1	6.1	5.8	4.4
其他	3233	0	0	0					
现金净增加额	835	-1177	-438	75					

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

