

2017年08月29日

# 瑞康医药 (002589.SZ)

## 公司快报

### 业绩符合预期，省外业务增长迅速

#### 投资要点

- ◆ **事件**：公司发布 2017 年半年度报告，公司 2017 年 1-6 月实现营业收入 103.93 亿元，同比上升 50.24%，实现归母净利润 5.14 亿元，同比上升 136.70%，实现扣非归母净利润 5.04 亿元，同比上升 141.46%。
- ◆ **器械板块占比逐渐提高，省外业务增长迅速**：公司 2017 年上半年业绩快速增长，一方面由于公司加大市场营销和扩展，市场占有率进一步提高，另一方面，公司大力收购省外优质公司，提升公司整体盈利水平。（1）分产品看，公司药品板块收入 79.50 亿元，同比上升 38.14%，毛利率水平 12.38%（+2.64%），增长稳健；器械板块实现收入 24.09 亿元，同比上升 111.70%，毛利率 32.73%（+1.22PCT）。公司器械板块收入增长迅速，器械板块收入占比由去年的同期的 16.45% 上升至报告期末的 23.18%，我们预计未来器械板块将是公司一大发展重点，收入占比有望进一步提高。器械板块的毛利率水平明显高于药品板块，器械板块的占比提升，也使得公司整体毛利率水平同比上升 3.77PCT 至 17.14%，增幅明显。（2）分地区看，报告期内山东省实现收入 66.51 亿元，同比上升 20.55%，占比达 64%；省外地区实现营业收入 37.27 亿元，同比上升超过 165%，公司业务模式成功实现跨省复制，公司业务主力逐渐由山东省转向全国。
- ◆ **药品板块实现跨省复制，器械板块全国布局初步形成**：（1）公司以药品配送起家，与上游 3000 多家供应商保持稳定的业务往来，经营品规过万种，多年来已在山东省形成了强大的药品供应能力。并且公司已经成功实现了药品配送的跨省复制，2017 年上半年省外药品直销业务覆盖全国 12 个省份，我们预计未来药品业务将维持稳定的增长速度。（2）2012 年开始，公司在山东省内向各级医疗机构提供医疗器械和医用耗材配送服务，并建立了检验、介入、骨科、设备、设备维修、医护、五官科、口腔、血液透析、中医药等十三大事业部，形成“医疗机构直销+医疗器械全产品线服务”的医疗器械经营模式。同时，公司器械业务积极向省外拓展，完成了全国近 30 个省份医疗器械平台公司建设及控股式收购医疗器械和医用耗材商业公司，器械和耗材板块全国布局初步形成。2016 年，公司通过非公开发行股份的方式募集资金 31 亿元用于医疗器械全国销售网络建设项目和医院供应链延伸服务项目，2016 年第四季度募集资金已经全部到账，渠道布局或将提速。
- ◆ **公告拟发行 ABS 和 ABN，缓解流动资金不足问题**：近期，公司公告拟将不超过 17 亿元的应收账款作为基础资产，委托华润信托，发行首期资产支持票据；同时，拟将不超过 15 亿元的应收账款作为基础资产，委托兴证资管，发行首期资产支持证券。若上述交易顺利进行，则可优化公司财务结构，减少应收账款对资金的占用，缓解公司流动资金不足的问题，同时也可进一步拓宽公司的融资渠道，有效降低债务性融资成本。
- ◆ **投资建议**：我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.69、0.94 和 1.24 元，给予增持-A 建议，6 个月目标价为 17.00 元，相当于 2017 年 24.5 倍的市盈率。

医药 | 中成药 III

投资评级	增持-A(首次)
6 个月目标价	17.00 元
股价(2017-08-29)	14.82 元

#### 交易数据

总市值 (百万元)	22,299.81
流通市值 (百万元)	10,318.26
总股本 (百万股)	1,504.71
流通股本 (百万股)	696.24
12 个月价格区间	14.40/41.99 元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.04	-21.84	-2.63
绝对收益	0.95	-8.91	2.17

#### 分析师

徐曼  
 SAC 执业证书编号：S0910516020001  
 xuman@huajinsec.cn  
 021-20377088

#### 报告联系人

郑巧  
 zhengqiao@huajinsec.cn  
 021-20377052

#### 相关报告

◆ **风险提示**：渠道整合低于预期，省外拓展低于预期，竞争加剧。

#### 财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	9,750.0	15,618.7	23,220.3	31,098.9	40,388.2
同比增长(%)	25.2%	60.2%	48.7%	33.9%	29.9%
营业利润(百万元)	308.9	861.3	1,684.7	2,298.2	3,025.8
同比增长(%)	31.0%	178.8%	95.6%	36.4%	31.7%
净利润(百万元)	235.9	590.8	1,032.7	1,413.2	1,859.7
同比增长(%)	30.4%	150.4%	74.8%	36.8%	31.6%
每股收益(元)	0.16	0.39	0.69	0.94	1.24
PE	94.5	37.7	21.6	15.8	12.0
PB	7.0	3.2	2.2	1.6	1.4

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	9,750.0	15,618.7	23,220.3	31,098.9	40,388.2	年增长率					
减:营业成本	8,680.3	13,171.4	19,198.5	25,656.6	33,279.8	营业收入增长率	25.2%	60.2%	48.7%	33.9%	29.9%
营业税费	15.1	56.8	53.0	77.4	113.2	营业利润增长率	31.0%	178.8%	95.6%	36.4%	31.7%
销售费用	408.6	932.0	1,462.9	1,928.1	2,504.1	净利润增长率	30.4%	150.4%	74.8%	36.8%	31.6%
管理费用	225.3	425.5	696.6	933.0	1,211.6	EBITDA 增长率	26.6%	140.1%	80.9%	37.6%	30.7%
财务费用	74.5	84.2	78.3	148.7	190.1	EBIT 增长率	22.7%	146.6%	86.5%	38.8%	31.4%
资产减值损失	38.3	89.7	47.7	58.6	65.3	NOPLAT 增长率	24.6%	148.3%	84.7%	39.4%	31.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	51.4%	93.7%	16.5%	46.5%	4.2%
投资和汇兑收益	1.2	2.3	1.5	1.6	1.8	净资产增长率	86.5%	120.4%	47.3%	34.5%	17.1%
营业利润	308.9	861.3	1,684.7	2,298.2	3,025.8	盈利能力					
加:营业外净收支	9.5	16.7	10.7	12.3	13.3	毛利率	11.0%	15.7%	17.3%	17.5%	17.6%
利润总额	318.5	878.1	1,695.5	2,310.5	3,039.0	营业利润率	3.2%	5.5%	7.3%	7.4%	7.5%
减:所得税	75.3	203.0	404.6	544.0	714.4	净利润率	2.4%	3.8%	4.4%	4.5%	4.6%
净利润	235.9	590.8	1,032.7	1,413.2	1,859.7	EBITDA/营业收入	4.4%	6.6%	8.0%	8.2%	8.3%
						EBIT/营业收入	3.9%	6.1%	7.6%	7.9%	8.0%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	61.6%	52.1%	53.6%	54.0%	55.3%
货币资金	1,177.6	2,049.6	6,966.1	9,329.7	12,116.4	负债权益比	160.3%	108.7%	115.5%	117.5%	123.6%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.37	1.58	1.78	1.91	1.87
应收帐款	4,613.4	8,106.0	10,122.8	14,863.9	17,485.4	速动比率	1.18	1.37	1.61	1.71	1.69
应收票据	510.0	594.8	1,326.2	1,158.8	1,983.0	利息保障倍数	5.15	11.23	22.51	16.46	16.92
预付帐款	117.7	369.6	209.8	602.4	494.0	营运能力					
存货	1,025.4	1,707.2	2,006.5	3,132.5	3,536.9	固定资产周转天数	21	20	16	13	11
其他流动资产	8.4	22.7	14.4	15.2	17.4	流动营业资本周转天数	79	80	77	85	84
可供出售金融资产	-	3.2	1.1	1.4	1.9	流动资产周转天数	231	234	260	288	289
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	146	147	141	145	144
长期股权投资	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	存货周转天数	32	31	29	30	30
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	268	283	306	325	318
固定资产	730.6	977.9	1,123.6	1,176.1	1,215.5	投资资本周转天数	115	127	122	121	113
在建工程	59.6	117.0	317.0	332.0	347.0	费用率					
无形资产	82.8	74.5	118.6	117.4	116.0	销售费用率	4.2%	6.0%	6.3%	6.2%	6.2%
其他非流动资产	529.6	1,627.4	1,598.0	1,602.3	1,602.8	管理费用率	2.3%	2.7%	3.0%	3.0%	3.0%
资产总额	8,861.7	15,656.8	23,810.7	32,338.2	38,923.0	财务费用率	0.8%	0.5%	0.3%	0.5%	0.5%
短期债务	1,583.8	1,922.5	3,279.1	4,660.9	5,230.5	三费/营业收入	7.3%	9.2%	9.6%	9.7%	9.7%
应付帐款	3,086.0	5,341.3	6,900.6	8,862.0	11,657.8	投资回报率					
应付票据	697.9	650.8	1,269.8	1,483.4	1,952.7	ROE	7.4%	8.6%	10.2%	10.4%	11.8%
其他流动负债	89.7	239.5	134.9	194.2	204.8	ROA	2.7%	4.3%	5.4%	5.5%	6.0%
长期借款	-	-	1,177.2	2,271.8	2,470.6	ROIC	11.8%	19.4%	18.5%	22.1%	19.9%
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	5,457.3	8,154.2	12,761.7	17,472.4	21,516.3	DPS(元)	0.02	0.04	0.06	0.09	0.12
少数股东权益	210.0	627.0	885.2	1,238.5	1,703.4	分红比率	10.1%	10.1%	9.4%	9.9%	9.8%
股本	554.5	654.2	1,504.7	1,504.7	1,504.7	股息收益率	0.1%	0.3%	0.4%	0.6%	0.8%
留存收益	2,639.9	6,221.4	8,659.1	12,122.6	14,198.5						
股东权益	3,404.4	7,502.7	11,049.0	14,865.8	17,406.7						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	235.9	590.8	1,032.7	1,413.2	1,859.7	EPS(元)	0.16	0.39	0.69	0.94	1.24
加:折旧和摊销	46.6	84.2	90.2	103.6	117.0	BVPS(元)	2.12	4.57	6.75	9.06	10.44
资产减值准备	38.3	89.7	-	-	-	PE(X)	94.5	37.7	21.6	15.8	12.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	7.0	3.2	2.2	1.6	1.4
财务费用	75.8	94.7	78.3	148.7	190.1	P/FCF	-30.8	-8.6	9.4	-629.5	10.6
投资损失	-1.2	-2.3	-1.5	-1.6	-1.8	P/S	2.3	1.4	1.0	0.7	0.6
少数股东损益	7.2	84.3	258.2	353.3	464.9	EV/EBITDA	20.6	9.8	11.1	8.3	5.8
营运资金的变动	-858.4	-2,599.2	-774.0	-3,863.3	-469.4	CAGR(%)	93.7%	51.0%	92.2%	93.7%	51.0%
经营活动产生现金流量	-466.3	-1,759.0	683.9	-1,846.1	2,160.6	PEG	1.0	0.7	0.2	0.2	0.2
投资活动产生现金流量	-400.3	-638.6	-476.3	-168.7	-168.7	ROIC/WACC	1.3	2.1	2.0	2.4	2.1
融资活动产生现金流量	1,345.5	3,232.6	4,708.9	4,378.4	794.9						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

徐曼声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn