

日期: 2017年08月30日

行业: 批发业



# 业绩维持高增速 器械业务延续省外扩张

分析师: 魏贇

Tel: 021-53686159

E-mail: weiyun@shzq.com

SAC 证书编号: S0870513090001

研究助理: 金鑫

Tel: 021-53686163

E-mail: jinxin1@shzq.com

SAC 证书编号: S0870116070016

## 基本数据 (2017Q2)

报告日股价 (元)	14.82
12mth A 股价格区间 (元)	14.54-41.02
总股本 (百万股)	1,504.71
无限售 A 股/总股本	46%
流通市值 (亿元)	103.18
每股净资产 (元)	4.87
PBR (X)	3.04
DPS (Y2016, 元)	10 转 13 派 0.91

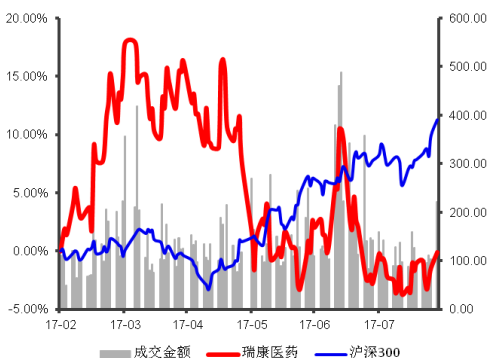
## 主要股东 (2017Q2)

张仁华	24.13%
韩旭	13.09%
汇添富基金-工商银行-汇添富-优势医药企业定增计划 4 号资产管理计划	4.54%

## 收入结构 (2017H1)

药品	76.48%
器械	23.18%
移动医疗	0.13%

## 最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号: WY17-CT38

首次报告日期: 2017年08月30日

相关报告:

《瑞康医药 (002589) 2016 年年报点评: 器械全国网络持续推进 业绩进入快速上升期》

——2017年04月05日

## ■ 公司动态事项

8月28日, 公司发布2017年中报。

## ■ 事项点评

### 收入维持高增速, 计划今年内完成全国 31 省份业务覆盖

公司2017年H1实现营业收入103.93亿元, 同比增长50.24%, 公司已在山东、江苏、浙江等近30个省份完成覆盖, 业务已覆盖省份正逐渐拓展器械各产品线业务, 计划今年内将完成全国31省份业务覆盖。

分业务来看, 药品板块实现收入79.49亿元, 同比增长38.13%, 公司药品配送业务上半年已覆盖全国12个省份, 通过控股收购药品配送公司进入新的区域市场; 器械板块实现收入24.09亿元, 同比增长111.69%, 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, 在省内建立了检验、介入、骨科等十三大事业部, 同时公司通过行业并购, 构建起覆盖全国近30个省份的医疗器械配送平台。

分区域来看, 山东省内业务实现收入66.51亿元, 同比增长20.55%, 收入占比为64.00%, 同比下降15.75pp; 省外业务实现收入37.42亿元, 同比增长166.87%, 省外业务收入占比2015-2017H1分别为3.1%、23.8%、36.0%。公司自2015年制定三年完成全国市场覆盖的战略计划以来, 省外业务保持高速增长态势, 公司2017年H1合并报表范围增加28家公司, 合计贡献营业收入8.69亿元、净利润0.99亿元。

### 受益于产品结构变化, 利润增速高于收入增速

公司2017年H1实现归属于母公司净利润5.14亿元, 同比增长136.70%, 利润增速高于收入增速, 主要受益于毛利率水平上升。公司2017年H1销售毛利率为17.10%, 同比增长3.73pp, 其中药品板块销售毛利率为12.38% (+2.64pp), 器械板块销售毛利率为32.73% (+1.22pp), 器械板块毛利率水平较高且收入增速高于药品板块 (器械业务2015-2017H1收入占比分别为10.77%、18.58%、23.18%), 导致公司产品结构变化, 整体毛利率水平提高。

公司2017年H1期间费用率为10.40%, 同比上升1.93pp, 其中销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为6.65%、3.17%、0.58%, 同比分别上升1.39pp、上升0.62pp、下降0.08pp, 销售费用率、管理费用率小幅上升的主要原因是公司收入规模保持高速增长, 仍处于业务扩张期, 开发新市场、开拓新业务导致业务费用增加。

### 多渠道融资缓解资金压力

8月初,公司公告披露董事会审议通过公司及全资子公司向境内外相关金融机构申请总额度不超过100亿元、融资期限不超过3年的综合授信业务,同时公司拟将公司及子公司持有的不超过32亿元应收账款作为基础资产,发行资产支持证券。如果上述综合授信业务、资产支持证券能顺利发行,将缓解公司业务扩张带来的资金压力,降低债务性融资成本,为公司维持较高的业绩增速提供推动力。

### ■ 风险提示

两票制推行进度不及预期风险;并购速度不及预期风险;区域市场竞争激烈导致毛利率水平下降的风险

### ■ 投资建议

#### 未来六个月,维持“增持”评级

预计17、18年实现EPS为0.64、0.95元,以8月25日收盘价14.88元计算,动态PE分别为23.22倍和15.68倍。同类型可比上市公司17年市盈率中位值为26.35倍,公司市盈率低于行业平均水平。

我们认为,公司本身是山东区域的药品流通龙头,具有丰富的药品、器械配送经验,通过并购有望逐步实现器械业务全国销售网络布局,进而凭借增加器械事业部等方式不断完善各区域市场,公司已进入业绩快速上升期,预计公司器械业务将保持较快的外延式扩张速度,带动公司整体业绩保持高速增长,维持“增持”评级。

### ■ 数据预测与估值:

至12月31日(¥.百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	15,618.67	22,345.17	30,570.58	38,703.33
年增长率	60.19%	43.07%	36.81%	26.60%
归属于母公司的净利润	590.76	964.13	1,427.93	1,792.43
年增长率	150.39%	63.20%	48.11%	25.53%
每股收益(元)	0.39	0.64	0.95	1.19
PER(X)	37.90	23.22	15.68	12.49

注:有关指标按当年股本摊薄

## ■ 附表

## ■ 附表 1 损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	2,050	2,458	2,446	3,096
存货	1,707	2,112	3,108	3,521
应收账款及票据	8,701	11,077	15,981	18,275
其他	392	326	635	580
流动资产合计	12,850	15,973	22,170	25,473
长期股权投资	7	7	7	7
固定资产	978	1,143	1,308	1,432
在建工程	117	117	117	117
无形资产	75	71	67	64
其他	1,631	1,583	1,588	1,595
非流动资产合计	2,807	2,921	3,087	3,215
<b>资产总计</b>	<b>15,657</b>	<b>18,894</b>	<b>25,257</b>	<b>28,688</b>
短期借款	1,923	1,837	3,240	2,970
应付账款及票据	5,992	7,672	11,005	12,712
其他	240	158	188	228
流动负债合计	8,154	9,667	14,433	15,910
长期借款和应付债券	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
非流动负债合计	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	<b>8,154</b>	<b>9,667</b>	<b>14,433</b>	<b>15,910</b>
少数股东权益	627	555	868	1,210
股东权益合计	7,503	8,376	9,974	11,927
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>15,657</b>	<b>18,043</b>	<b>24,406</b>	<b>27,838</b>
<b>现金流量表 (单位: 百万元)</b>				
指标	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	675	964	1,428	1,792
折旧和摊销	84	90	114	136
营运资本变动	(2,599)	(1,069)	(2,852)	(911)
<b>经营活动现金流</b>	<b>(1,759)</b>	<b>324</b>	<b>(847)</b>	<b>1,549</b>
资本支出	8	(251)	(275)	(258)
投资收益	2	2	3	3
<b>投资活动现金流</b>	<b>(639)</b>	<b>(246)</b>	<b>(273)</b>	<b>(255)</b>
股权融资	100	850	0	0
负债变化	0	0	0	0
股息支出	(60)	(97)	(144)	(181)
<b>融资活动现金流</b>	<b>3,233</b>	<b>331</b>	<b>1,107</b>	<b>(644)</b>
<b>净现金流</b>	<b>835</b>	<b>408</b>	<b>(12)</b>	<b>651</b>

数据来源: WIND 上海证券研究所

利润表 (单位: 百万元)

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	15,619	22,345	30,571	38,703
营业成本	13,171	18,410	25,163	31,954
营业税金及附加	57	78	101	116
营业费用	932	1,452	1,911	2,419
管理费用	426	670	856	1,084
财务费用	84	101	153	194
资产减值损失	90	87	138	182
投资收益	2	2	3	3
公允价值变动损益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>861</b>	<b>1,550</b>	<b>2,252</b>	<b>2,758</b>
营业外收支净额	17	18	18	19
<b>利润总额</b>	<b>878</b>	<b>1,567</b>	<b>2,270</b>	<b>2,777</b>
所得税	203	362	529	643
净利润	675	1,205	1,741	2,134
少数股东损益	84	241	313	341
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>591</b>	<b>964</b>	<b>1,428</b>	<b>1,792</b>

财务比率分析

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
总收入增长率	60.19%	43.07%	36.81%	26.60%
EBITDA 增长率	140.13%	69.86%	44.74%	22.62%
EBIT 增长率	146.61%	74.52%	45.71%	22.75%
净利润增长率	150.39%	63.20%	48.11%	25.53%
毛利率	22.02%	28.27%	28.50%	29.06%
EBITDA/总收入	6.56%	7.79%	8.24%	7.98%
EBIT/总收入	6.05%	7.38%	7.87%	7.63%
净利润率	3.78%	4.31%	4.67%	4.63%
资产负债率	52.08%	53.58%	59.13%	57.15%
流动比率	1.58	1.65	1.54	1.60
速动比率	1.37	1.43	1.32	1.38
总资产回报率 (ROA)	4.31%	6.38%	6.89%	7.44%
净资产收益率 (ROE)	8.59%	12.33%	15.68%	16.72%
EV/营业收入	2.1	1.4	1.0	0.8
EV/EBITDA	21.1	12.8	9.5	7.6
PE	37.9	23.2	15.7	12.5
PB	3.3	2.9	2.5	2.1

## 分析师承诺

魏贇 金鑫

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。