

瑞康医药(002589)/医药商业

业绩符合预期, 器械分销业务发展迅速

评级: 买入(维持)

市场价格: 13.05

分析师: 江琦

执业证书编号: S0740517010002

电话: 021-20315150

Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

联系人: 王超

Email: wangchao@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1505
流通股本(百万股)	1505
市价(元)	13.05
市值(百万元)	19636
流通市值(百万元)	11784

股价与行业-市场走势对比
相关报告

- 1 收入环比高增长, 器械分销业务整合工作陆续开启
- 2 业绩保持高增长, 全国性商业网络建设更进一步
- 3 业绩快速增长, 平台整合效应显现, 新业务模式开启

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	9,749.96	15,618.67	23,319.8	30,844.1	38,544.5
增长率 yoy%	25.23%	60.19%	49.31%	32.27%	24.97%
净利润	235.94	590.76	1,006.58	1,264.62	1,605.85
增长率 yoy%	30.36%	150.39%	70.39%	25.63%	26.98%
每股收益(元)	0.43	0.90	0.67	0.84	1.07
每股现金流量	-0.84	-2.69	-0.56	-0.29	-0.10
净资产收益率	7.39%	8.59%	12.87%	13.92%	15.02%
P/E	84.40	35.94	19.51	15.53	12.23
PEG	2.78	0.24	0.28	0.61	0.45
P/B	6.23	3.09	2.51	2.16	1.84

备注:

投资要点

- **事件:** 瑞康医药发布 2017 年业绩快报, 实现营业收入 233.2 亿元, 同比增长 49.3%, 实现归母净利润 10.1 亿, 同比增长 70.8%, 公司业绩符合我们预期。
- **整体业绩符合预期, 4 季度单季表现良好。** 扣除公司年初调整应收账款坏账计提标准约 1 亿元的影响, 公司实际增速约为 54%, 利润增速好于收入增速, 预计主要由于高毛利器械分销和药品推广业务占比提升所致。公司 Q4 实现收入约 66.7 亿元, 环比增长 6.6%, 实现净利润 2.9 亿, 环比增长 39%, 说明 4 季度上游返利情况良好。
- **器械流通市场整合空间大, 公司作为先行者已建立显著先发优势。** 现已完成全国 30 省份器械分销网络布局, 2017 年器械耗材收入有望实现倍增达 70 亿以上, 2018 将加快对内整合与业务协同, IVD 和介入等领域有望继续发力; 随规模的不断扩大, 公司的全国分销渠道未来将体现很大的平台价值。
- **药品分销业务未来 2 年有望实现 25% 以上复合增长。** 公司作为山东地区龙头将继续受益于两票制推动, 市占率有望继续提升; 省内外已成立多个药品综合性推广平台、切入潜力广阔的药品 CSO 市场, 药品板块盈利水平有望持续提升。
- **公司应收账款管理未来有望改善。** 公司高度重视并加强应收账款管理, 采取资产证券化、加大收款力度等多种办法, 报告期内从 2017Q4 起经营活动现金流净流量及应收账款均有所改善。
- **盈利预测与投资建议:** 我们预计 2017-2019 年公司收入分别为 232 亿元、308 亿元、385 亿元, 同比分别增长 49.3%、32.3%、25.0%; 归属于母公司净利润分别为 10.1 亿元、12.6 亿元和 16.1 亿元, 同比分别增长 70.4%、25.6% 和 27.0%; 对应 EPS 分别为 0.67 元、0.84 元和 1.07 元; 对应 PE 分别为 20 倍、16 倍、12 倍。维持“买入”评级。
- **风险提示事件:** 收购整合工作不达预期, 器械受行业政策影响降价风险;

图表 1: 瑞康医药财务预测模型

损益表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	7,786	9,750	15,619	23,320	30,844	38,545
增长率	31.39%	25.2%	60.2%	49.3%	32.3%	25.0%
营业成本	-7,081	-8,680	-13,171	-19,158	-25,166	-31,555
%销售收入	90.9%	89.0%	84.3%	82.2%	81.6%	81.9%
毛利	705	1,070	2,447	4,162	5,679	6,990
%销售收入	9.1%	11.0%	15.7%	17.8%	18.4%	18.1%
营业税金及附加	-13	-15	-57	-60	-96	-110
%销售收入	0.2%	0.2%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-234	-409	-932	-1,632	-2,221	-2,814
%销售收入	3.0%	4.2%	6.0%	7.0%	7.2%	7.3%
管理费用	-132	-225	-426	-679	-904	-1,137
%销售收入	1.7%	2.3%	2.7%	2.9%	2.9%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	326	421	1,033	1,790	2,458	2,929
%销售收入	4.2%	4.3%	6.6%	7.7%	8.0%	7.6%
财务费用	-77	-74	-84	-139	-253	-336
%销售收入	1.0%	0.8%	0.5%	0.6%	0.8%	0.9%
资产减值损失	-15	-38	-90	70	-29	-35
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	1	2	0	0	0
%税前利润	0.5%	0.4%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	236	309	861	1,721	2,175	2,559
营业利润率	3.0%	3.2%	5.5%	7.4%	7.1%	6.6%
营业外收支	6	10	17	20	22	240
税前利润	242	318	878	1,741	2,197	2,799
利润率	3.1%	3.3%	5.6%	7.5%	7.1%	7.3%
所得税	-60	-75	-203	-407	-511	-653
所得税率	24.8%	23.7%	23.1%	23.4%	23.3%	23.3%
净利润	182	243	675	1,334	1,687	2,146
少数股东损益	1	7	84	327	422	540
归属于母公司的净利润	181	236	591	1,007	1,265	1,606
净利率	2.3%	2.4%	3.8%	4.3%	4.1%	4.2%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	182	243	675	1,334	1,687	2,146
少数股东损益	0	0	0	327	422	540
非现金支出	41	85	174	15	132	143
非经营收益	64	63	70	129	242	113
营运资金变动	-450	-857	-2,678	-2,328	-2,502	-2,545
经营活动现金净流	-164	-466	-1,759	-849	-441	-143
资本开支	177	109	317	902	408	190
投资	-26	-301	-328	0	0	0
其他	1	10	6	0	0	0
投资活动现金净流	-202	-400	-639	-902	-408	-190
股权募资	5	1,279	3,322	0	0	0
债权募资	360	296	43	2,000	2,500	1,000
其他	-87	-229	-132	-152	-324	-353
筹资活动现金净流	277	1,346	3,233	1,848	2,176	647
现金净流量	-88	479	835	97	1,327	313

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	579	1,178	2,050	2,146	3,473	3,786
应收款项	3,624	5,123	8,701	11,579	15,062	18,769
存货	711	1,025	1,707	1,952	2,587	3,229
其他流动资产	135	126	392	502	652	812
流动资产	5,049	7,452	12,850	16,178	21,773	26,596
%总资产	88.9%	84.1%	82.1%	81.6%	84.6%	86.1%
长期投资	0	7	10	10	10	10
固定资产	451	790	1,095	1,240	1,267	1,289
%总资产	7.9%	8.9%	7.0%	6.3%	4.9%	4.2%
无形资产	139	553	1,595	2,287	2,587	2,887
非流动资产	629	1,409	2,807	3,643	3,971	4,293
%总资产	11.1%	15.9%	17.9%	18.4%	15.4%	13.9%
资产总计	5,678	8,862	15,657	19,822	25,744	30,889
短期借款	1,273	1,584	1,923	3,923	6,423	7,423
应付款项	2,532	3,810	6,023	6,804	8,519	10,434
其他流动负债	48	63	208	318	340	423
流动负债	3,853	5,457	8,154	11,045	15,281	18,280
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	3,853	5,457	8,154	11,045	15,281	18,280
普通股股东权益	1,798	3,194	6,876	7,822	9,087	10,692
少数股东权益	27	210	627	954	1,376	1,916
负债股东权益合计	5,678	8,862	15,657	19,822	25,744	30,889

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	0.831	0.425	0.903	0.669	0.840	1.067
每股净资产 (元)	8.251	5.760	10.510	5.198	6.039	7.106
每股经营现金净流 (元)	-0.751	-0.841	-2.689	-0.565	-0.293	-0.095
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.091	0.040	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	10.07%	7.39%	8.59%	12.87%	13.92%	15.02%
总资产收益率	3.19%	2.66%	3.77%	5.08%	4.91%	5.20%
投入资本收益率	9.74%	8.44%	10.78%	13.01%	14.08%	13.83%
增长率						
营业总收入增长率	31.39%	25.23%	60.19%	49.31%	32.27%	24.97%
EBIT增长率	19.62%	28.84%	145.59%	73.29%	37.31%	19.16%
净利润增长率	26.07%	30.36%	150.39%	70.39%	25.63%	26.98%
总资产增长率	27.48%	56.06%	76.68%	26.60%	29.88%	19.98%
资产管理能力						
应收账款周转天数	131.7	143.9	143.3	160.0	158.0	157.0
存货周转天数	31.5	36.5	37.9	37.2	37.5	37.4
应付账款周转天数	93.3	100.8	90.4	88.0	88.0	88.0
固定资产周转天数	14.7	21.2	20.0	16.2	12.9	10.3
偿债能力						
净负债/股东权益	38.03%	11.93%	-1.69%	20.24%	28.19%	28.84%
EBIT利息保障倍数	4.3	5.6	12.3	12.9	9.7	8.7
资产负债率	67.85%	61.58%	52.08%	55.72%	59.36%	59.18%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。