

瑞康医药(002589)/医药商业
奠定全国性的商业公司, 2018 增长动能不减
评级: 买入(维持)

市场价格: 14.14

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

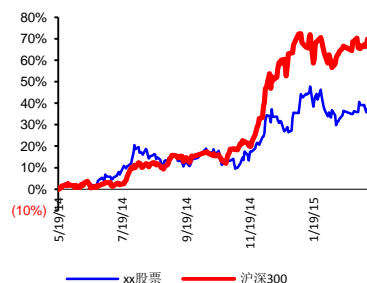
总股本(百万股)

流通股本(百万股)

市价(元)

市值(百万元)

流通市值(百万元)

股价与行业-市场走势对比

相关报告

1 业绩符合预期, 器械分销业务发展迅速

2 收入环比高增长, 器械分销业务整合工作陆续开启

3 业绩保持高增长, 全国性商业网络建设更进一步

公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	15,618.67	23293.62	31305.79	40025.8	49753.6
增长率 yoy%	60.19%	49.14%	34.40%	27.85%	24.30%
净利润	590.76	1008.21	1309.11	1651.82	2062.79
增长率 yoy%	150.39%	70.66%	29.85%	26.18%	24.88%
每股收益(元)	0.90	0.67	0.87	1.10	1.37
每股现金流量	-2.69	-1.61	-0.51	-0.69	-0.63
净资产收益率	8.59%	12.92%	14.36%	15.34%	16.08%
P/E	35.94	22.09	16.25	12.88	10.31
PEG	0.24	0.31	0.54	0.49	0.41
P/B	3.09	2.85	2.33	1.98	1.66

备注:

投资要点

- **事件:** 公司发布 2017 年报, 实现营业总收入 232.9 亿元, 同比增长 49.1%, 实现归母净利润 10.08 亿元, 同比增长 70.7%; 2018 年 1 季度, 公司实现营业收入 71.3 亿元, 同比增长 43.2%; 实现归母净利润 2.80 亿元, 同比下滑 4.02%; 实现归母扣非净利润 2.80 亿元, 同比下滑 2.1%; 公司预计 2018 年 1-6 月归属于上市公司股东的净利润区间为 5.55 亿-6.43 亿; 同比增长 8-25%。
- **点评:** 公司 1 季报业绩符合我们预期; 由于去年同期公司调整了应收账款的坏账准备的计提标准, 同期有近 1 个亿冲回的损益影响, 基数较高所以表现净利润没有增长, 如果扣除一次性影响, 实际增长达 53.8%; 公司收入端表现良好, 从 2017Q1 到 2018Q1 实现持续 8 个季度 5% 以上的环比增长, 2017Q1 单季度收入首次突破 70 亿元。药品和器械分销均实现较快增长, 药品收入 158.9 亿, 同比增长 25.2%, 器械收入 73.3 亿, 同比增长 149.9%。
- **财务角度,** 毛利率和利润率水平稳步提升, 经营性现金流存在一定压力。随公司高毛利器械业务收入占比不断提升, 2017 年公司毛利率 18.44%, 同比上升 2.77pct; 期间费用率 11.15%, 同比上升 1.92pct; 财务费用率 1.01%, 同比上升 0.47pct; 期间费用率的和财务费用率的上升主要由于业务结构变化和收入规模扩大融资力度加大所致。持续快速扩张使公司经营性现金流流出进一步扩大。
- **省外业务高速发展, 奠定全国性的商业公司:** 到 2017 年底公司业务已覆盖全国 31 个省份, 省外业务占收入比重由 2016 年的 23.9% 提升至 39.1%, 公司拥有业内特色的分销推广一体的经营业态竞争力强, 全国化的发展空间广阔。
- **公司有望成为全国器械流通领域的核心资产:** 国内器械市场容量超 4000 亿、行业格局分散; 公司是少数拥有全国网络的龙头企业, 现已在 IVD、介入领域形成了较强的市场地位, 器械两票制的趋势下, 对中小企业的挤出效应有望使得公司市占率快速提升, 公司正在成为全国器械分销领域的平台型公司。
- **整合工作开启, 公司应收账款的问题有望改善。** 2018 是公司 3 年全国扩张战略收官之年, 整合工作已经开启, SAP 系统全面上线, 供应链金融创新正积极推进, 通过供应链金融创新资金周转变慢问题有望得到逐步解决。
- **盈利预测与投资建议:** 我们预计 2018-2020 年公司的每股收益分别为 0.87 元、1.10 元和 1.37 元, 我们给与公司 2017 年 20-25 倍的 PE, 对应目标区间 17.4-21.8 元, 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;

内容目录

业绩持续快速增长，核心数据复合快速扩张特征.....	- 3 -
2017 年全年业绩实现高增长，2018 年 1 季度业绩延续良好表现	- 3 -
器械销售占比快速提高，公司盈利能力稳步提升	- 4 -
初步奠定成为全国性的商业公司，器械业务亮点丰富	- 6 -
省外业务发展迅速，区域收入结构进一步优化.....	- 6 -
器械板块高成长，IVD 和介入业务线崭露头角	- 6 -
信息化加快内部整合，供应链金融创新有望解决自身发展痛点.....	- 7 -
风险提示.....	- 7 -

图表目录

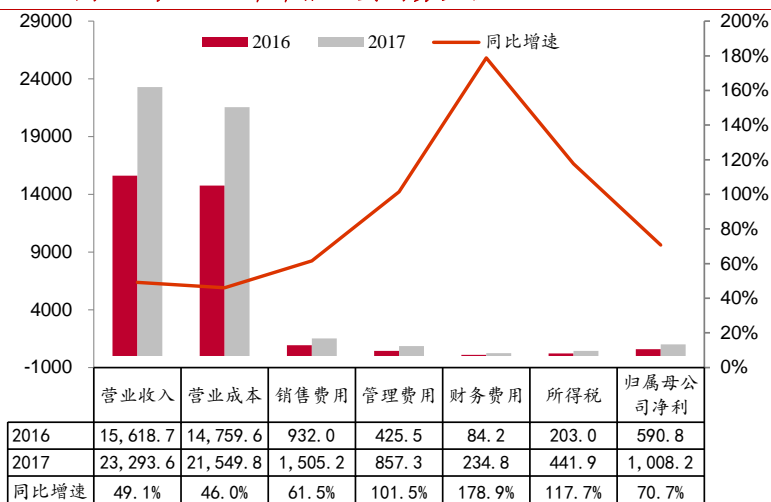
图表 1: 瑞康医药 2017 年年报主要财务数据.....	- 3 -
图表 2: 2016Q1-2018Q1 公司收入情况	- 3 -
图表 3: 2016Q1-2018Q1 公司归母净利润情况	- 3 -
图表 4: 瑞康医药分季度主要财务数据.....	- 4 -
图表 5: 瑞康医药的收入结构情况.....	- 4 -
图表 6: 瑞康医药利润率情况.....	- 5 -
图表 7: 公司近年的资产负债率情况.....	- 5 -
图表 8: 公司近年的营运能力表现情况.....	- 5 -
图表 9: 2016-2017 年公司器械主要业务线的增长情况 (亿元)	- 6 -
图表 10: 2017 年公司器械主要业务线收入占比	- 6 -
图表 11: 部分核心子公司的收入的经营数据.....	- 7 -
图表 12: 瑞康医药财务预测模型.....	- 8 -

业绩持续快速增长，核心数据复合快速扩张特征

2017 年全年业绩实现高增长，2018 年 1 季度业绩延续良好表现

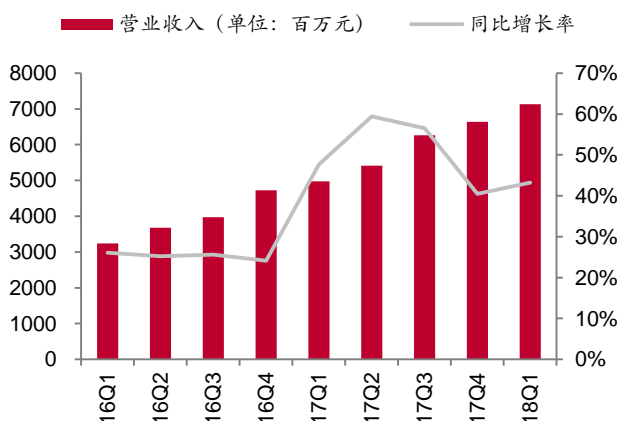
- **扣除一次性影响 2018Q1 净利润同比增长超 50%，显著快于收入增速。** 2017 年公司实现收入 232.9 亿，同比增长 49.1%，归母净利润 10.08 亿，同比增长 70.7%，2018 年 1 季度，公司实现营业收入 71.3 亿元，同比增长 43.2%；实现归母扣非净利润 2.80 亿元，同比下滑 2.1%；由于去年同期公司调整了应收账款的坏账准备的计提标准，同期有近 1 个亿冲回的损益影响，如果扣除一次性影响，实际增长达 53.8%；
- **季度环比数据表现良好：**2016Q1-2018Q1 之间，公司收入持续 8 个季度实现了 5% 以上的环比增长。利润端 2016Q1-2018Q1 之间的 8 个季度实现了 16% 的复合增长。

图表 1：瑞康医药 2017 年年报主要财务数据



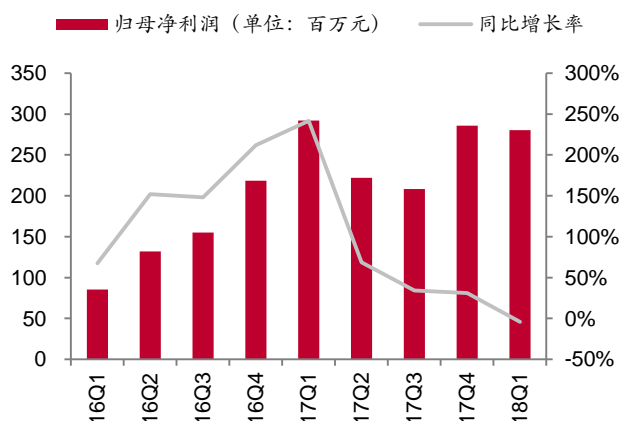
来源：中泰证券研究所

图表 2：2016Q1-2018Q1 公司收入情况



来源：中泰证券研究所

图表 3：2016Q1-2018Q1 公司归母净利润情况



来源：中泰证券研究所

图表 4: 瑞康医药分季度主要财务数据

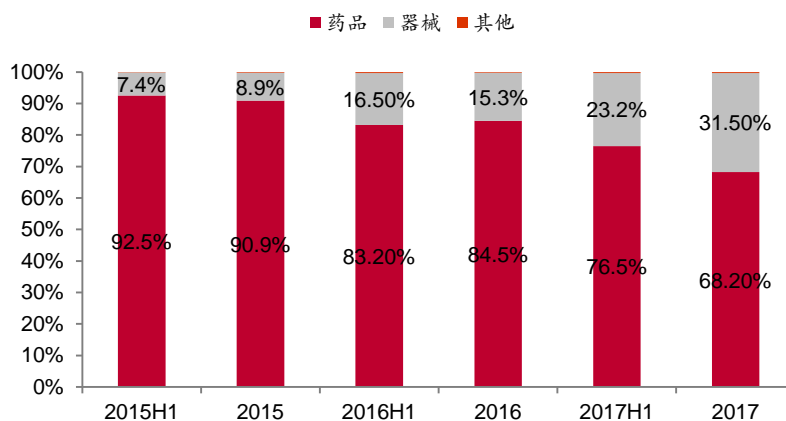
	2015-1Q	2015-2Q	2015-3Q	2015-4Q	2016-1Q	2016-2Q	2016-3Q	2016-4Q	2017-1Q	2017-2Q	2017-3Q	2017-4Q	2018-1Q
营业收入	2,196.0	2,305.1	2,537.7	2,711.1	3,242.7	3,675.3	3,972.6	4,728.1	4,978.8	5,414.6	6,259.9	6,640.4	7,129.4
营收同比增长	26.1%	25.2%	25.6%	24.2%	47.7%	59.4%	56.5%	74.4%	53.5%	47.3%	57.6%	40.4%	43.2%
营收环比增长	0.6%	5.0%	10.1%	6.8%	19.6%	13.3%	8.1%	19.0%	5.3%	8.8%	15.6%	6.1%	7.4%
营业成本	2,012.4	2,054.6	2,256.8	2,356.6	2,858.3	3,134.9	3,288.1	3,890.1	4,149.0	4,463.0	5,151.3	5,234.8	5,807.6
营业费用	50.2	107.5	115.7	135.3	140.7	223.4	256.2	311.7	333.7	357.2	418.6	395.7	454.5
管理费用	42.1	44.2	59.5	79.5	76.0	100.5	119.8	129.2	148.8	180.5	212.4	315.7	283.1
财务费用	18.1	19.0	14.5	22.9	21.5	24.3	23.1	15.4	20.6	39.7	53.5	121.0	62.3
营业利润	62.2	69.9	82.0	94.8	121.6	173.9	248.2	317.7	482.5	352.0	381.7	594.1	487.4
利润总额	65.8	68.7	86.3	97.7	121.9	183.2	250.1	322.9	489.8	357.0	396.6	567.0	484.5
所得税	15.0	17.3	19.3	23.7	28.1	37.7	52.3	85.0	119.5	79.9	95.0	147.6	117.1
归母净利润	51.0	52.3	62.6	70.1	85.5	131.7	155.2	218.4	292.0	222.1	208.2	285.9	280.3

来源: 中泰证券研究所

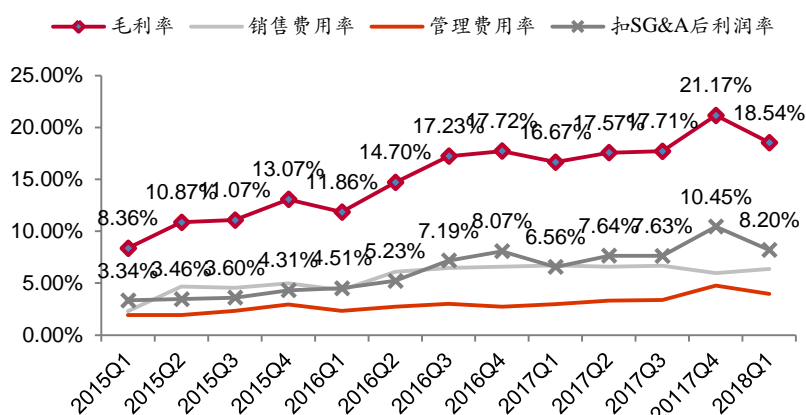
器械销售占比快速提高, 公司盈利能力稳步提升

- 公司器械销售占比持续提升至 31.5%，带动公司综合毛利率持续提升至 18.4%。**自 2015 年公司开启器械全国网络的发展战略以来，器械占比已由 2015H1 的 7.4% 上升至报告期的 31.5%，2017 年药品和器械分销的毛利率分别为 12.4% 和 31.5%，两者均位列上市公司同行前茅。随公司器械全国分销网络的逐渐建成，我们预计 2018 年器械销售将进一步快速增长占比有望达 35% 以上。

图表 5: 瑞康医药的收入结构情况

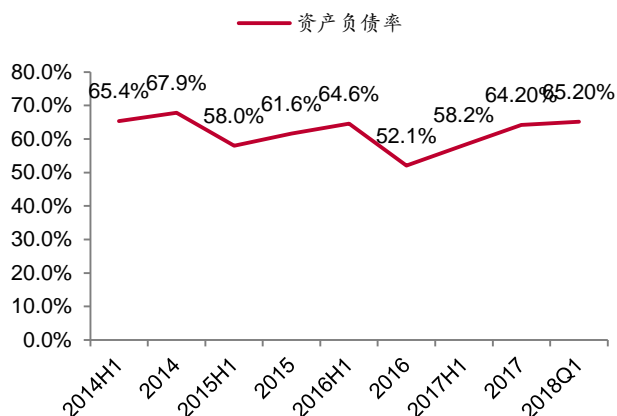


来源: 中泰证券研究所, 公司公告

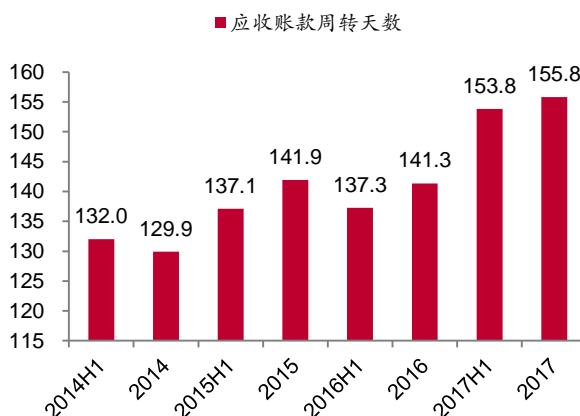
图表 6: 瑞康医药利润率情况


来源: 中泰证券研究所, WIND

- 债务比率适中, 经营现金流表现不佳:** 到 2018Q1 公司资产负债率为 65.2%, 为行业平均水平, 不考虑 ABN 和 ABS 等融资手段, 我们认为公司杠杆率还有 5-10%的提升空间。由于公司业务仍处于快速扩张期故经营现金流表现不佳, 2017 年公司的经营性现金流为-24.2 亿元, 同比增长 37.7%, 其中 2017Q4 经营现金流流出大幅收窄仅为 1.7 亿, 主要由于公司在年底加大回款力度, 同时首次成功发行应收账款资产证券化 (ABS) 合计 12 亿元所致。而 2018 年 Q1 经营性现金流赤字的现象比较严重, 达到了负 23 亿, 主要是年初公司加大上游采购、另外对下游医院的保证金和对上游的预付款项大幅增加所致, 二季度后公司将平衡商务合作的毛利率、账期等综合因素一定程度筛选合作伙伴以提高业务质量, 提高公司的资金周转效率。
- 运营数据复合快速扩张特征:** 到 2017 年底公司应收账款时间持续延长至 155.8 天, 应付账款时间基本保持稳定为 88.7 天, 应收减应付的账期差较 2016 年增加 15 天一定程度使得公司资金运转效率降低。器械配送行业比较药品配送普遍回款周期更长, 同时公司 2017 年的外延收购持续进行, 收购并表带来的一次性静态应收账款同样拖累了周转天数 (而并表的收入并非全年)。

图表 7: 公司近年的资产负债率情况


来源: 中泰证券研究所, WIND

图表 8: 公司近年的营运能力表现情况


来源: 中泰证券研究所, WIND

初步奠定成为全国性的商业公司，器械业务亮点丰富

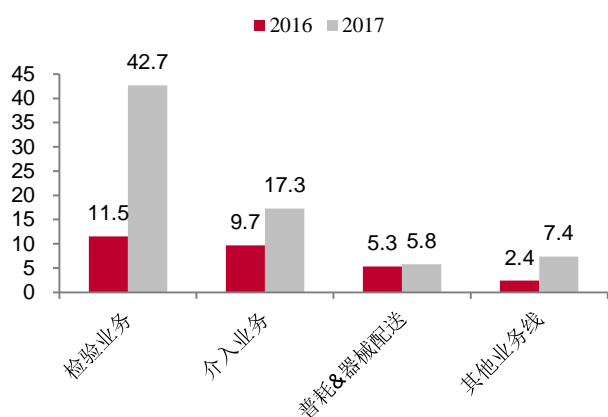
省外业务发展迅速，区域收入结构进一步优化

- 2017 年公司省外收入达到 91.1 亿，同比增长 143.6%，公司已经初步奠定成为全国性的商业公司；山东省外，收入规模最大的是北京地区，2017 年收入 15.5 亿元，占公司全部收入仅为 6.7%，而其他地区均占比不到 5%，基数较小未来的增长潜力大；目前省外的收入占比约为 30.9%，省外业务一般以配送和服务为一体，盈利水平高，我们预计 2018 年省外收入有望接近省内，后续省外的业绩贡献有望逐渐大幅超越省内，成为名副其实的全国性商业公司。

器械板块高成长，IVD 和介入业务线崭露头角

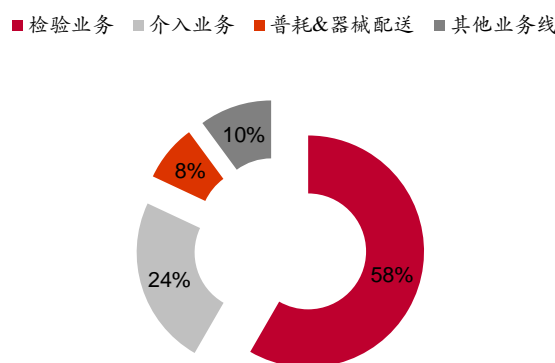
- 2017 年公司器械业务进一步向省外拓展，完成全国 31 个省份（直辖市）并购和业务覆盖，实现医疗器械和医用耗材业务的快速增长。目前公司代理的国内外知名企业产品线涵盖了医疗机构临床的全面需求，覆盖全线科室的技术服务。器械板块中 IVD 业务线业绩表现靓丽，2017 年实现收入 42.7 亿，同比增长 271%，例如按 2017 年备考收入计算，公司已成为 IVD 巨头丹纳赫国内最大的经销商。同时公司介入线也迅速发力 2017 年收入达 17.3 亿元，成为公司第二个拥有很强竞争力的业务线。
- 公司器械业务净利率高，行业的降价趋势对公司影响有限。参考公司所披露多数器械子公司的利润情况，我们预计公司器械业务的整体净利率可达 10% 或以上。其中优质公司山西维康鸿业实现收入 5.07 亿，净利率达 16%；尼木祥云收入 11.6 亿，净利率达 14.7%。市场多数投资者担心器械的招标降价风险，我们认为器械价格下行趋势对公司总体影响有限。一方面器械招标降价是分品类分区域阶段进行的，公司山东以外单一省份的收入占比均有限；器械领域的产品更新换代速度快，在初步完成全国布局后，公司与上游合作的供应商数大幅增加，老品种降价后多数可以新品进行替代；再者当行业降价幅度较大时，中小器械经销商将加速退出，公司作为行业龙头有望获得更多的市场份额。

图表 9: 2016-2017 年公司器械主要业务线的增长情况 (亿元)



来源：中泰证券研究所

图表 10: 2017 年公司器械主要业务线收入占比



来源：中泰证券研究所

图表 11: 部分核心子公司的收入的经营数据

	2017收入	2017净利润	净利率
尼木祥云医疗器械有限公司	1,157,745,139	170,449,061	14.7%
太原维康鸿业科技有限公司	507,615,327	88,359,419	17.4%
北京东方瑞澳医疗设备有限公司	281,768,046	34,276,640	12.2%
河南东泰电子科技有限公司	269,718,677	41,710,193	15.5%

来源: 中泰证券研究所, 公司年报

信息化加快内部整合, 供应链金融创新有望解决自身发展痛点

- 信息化手段加速内部整合。**自 2015 年起公司已在全国 31 省份收购了超过 200 家的器械经销商和配送商, 这也给公司的经营管理提出了很高的挑战。**2017 年中起公司全面上线 SAP 系统, 实现全国一盘棋, 实现物流、资金流、信息流、商流的一体化管理。**依靠信息化系统提供的数据支持, 对药品、医疗器械各产品线不同销售模式进行精细化、信息化管理, 动态了解各子分公司、业务线的实时业务发展状况和资金动向, 从而有效加强了对子分公司的内部控制管理, 提升公司的管理质量。目前公司 SAP 系统整体已经部署过半, 我们预计将于今年下半年完成, 预计完成后将对加强内部管理和整合、提升企业运营效率等起到良好的推动作用。
- 供应链金融创新未来解决公司发展痛点:** 医药流通企业天然承担着为医疗机构垫资和给上游回款的职能, 在融资成本上行的环境下医药商业公司经营压力变大。为解决这一痛点, 公司联合商业银行、保险公司、证券公司等金融机构, 积极探索为医疗机构、医药工业企业服务的供应链金融服务模式。供应链金融通过模式创新, 与社会化金融资本有效结合 (具体措施包括应收和应付账款的证券化, 以及应收账款证券化后向上游转移支付等手段), 帮助并改善公司回款账期和经营性现金流, 提高资金使用效率, 解决业务快速发展带来的资金占款问题, 实际提升盈利能力, 逐步形成“重服务、轻资本”的新型医药流通服务的商业模式。2017 年四季度, 应收账款资产证券化 (ABS) 成功发行, 优化公司财务结构, 减少应收账款对资金的占用, 进一步拓宽公司融资渠道有利于公司进一步快速发展。

风险提示

- 医药行业政策风险, 器械招标和医院二次议价等因素引起行业利润率下降;**
- 省外地区业务拓展和整合低于预期。**

图表 12: 瑞康医药财务预测模型

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	21079	25530	32075	39448	营业收入	23294	31306	40026	49754
现金	2019	2300	2500	2700	营业成本	18998	25309	32201	39909
应收账款	12341	16821	21506	26733	营业税金及附加	88	116	150	186
其他应收款	791	626	801	995	营业费用	1505	2066	2682	3333
预付账款	1072	759	966	1197	管理费用	857	1158	1501	1866
存货	3980	3796	4830	5986	财务费用	235	238	345	452
其他流动资产	876	1227	1473	1837	资产减值损失	-134	10	15	20
非流动资产	5904	6387	6583	6736	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	5	4	4	4
固定资产	1398	1509	1511	1458	营业利润	1810	2412	3137	3992
无形资产	122	166	211	255	营业外收入	6	15	10	12
其他非流动资产	4378	4705	4854	5015	营业外支出	6	6	6	6
资产总计	26983	31917	38658	46184	利润总额	1810	2420	3141	3998
流动负债	15618	17739	21603	26103	所得税	442	591	767	976
短期借款	3655	4532	5906	7767	净利润	1368	1829	2374	3022
应付账款	5552	7355	9385	11614	少数股东损益	360	520	722	960
其他流动负债	6411	5851	6313	6722	归属母公司净利润	1008	1309	1652	2063
非流动负债	1691	2674	3177	3180	EBITDA	2204	2755	3595	4563
长期借款	667	1667	2167	2167	EPS (元)	0.67	0.87	1.10	1.37
其他非流动负债	1023	1007	1010	1013					
负债合计	17309	20413	24780	29283	主要财务比率				
少数股东权益	1868	2389	3111	4071	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
股本	1505	1505	1505	1505	成长能力				
资本公积	4010	4010	4010	4010	营业收入	49.1%	34.4%	27.9%	24.3%
留存收益	2291	3600	5252	7315	营业利润	110.2%	33.2%	30.1%	27.3%
归属母公司股东权益	7806	9115	10767	12830	归属于母公司净利润	70.7%	29.8%	26.2%	24.9%
负债和股东权益	26983	31917	38658	46184	获利能力				
					毛利率(%)	18.4%	19.2%	19.5%	19.8%
					净利率(%)	4.3%	4.2%	4.1%	4.1%
					ROE(%)	12.9%	14.4%	15.3%	16.1%
					ROIC(%)	11.8%	12.2%	12.8%	13.3%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	64.1%	64.0%	64.1%	63.4%
					净负债比率(%)	25.02%	30.37%	32.58%	33.92%
					流动比率	1.35	1.44	1.48	1.51
					速动比率	1.09	1.23	1.26	1.28
					营运能力				
					总资产周转率	1.09	1.06	1.13	1.17
					应收账款周转率	2	2	2	2
					应付账款周转率	4.06	3.92	3.85	3.80
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.67	0.87	1.10	1.37
					每股经营现金流(最新摊薄)	-1.61	-0.51	-0.69	-0.63
					每股净资产(最新摊薄)	5.19	6.06	7.16	8.53
					估值比率				
					P/E	22.09	17.01	13.48	10.80
					P/B	2.85	2.44	2.07	1.74
					EV/EBITDA	4	3	3	2

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。