

瑞康医药 (002589)

公司研究/简评报告

器械业务加速，现金流改善，推进集约化整合

— 瑞康医药 2018 年半年度报告点评

简评报告/医药

2018 年 08 月 24 日

一、事件概述

8 月 23 日，公司发布 2018 年半年度报告：营收、归母净利润、扣非净利润分别为 155.07 亿、5.80 亿、5.78 亿，同比增长 49.21%、12.88%、14.77%。EPS 为 0.386 元，符合我们此前报告的预期。18 年前三季度业绩预期区间为 8.31 亿~9.75 亿，同比增长 15%~35%。

二、分析与判断

➤ 真实利润增速逾 43%，器械板块持续性高速增长

上半年公司业绩快速增长，扣除 2017 年上半年调整应收款项账龄分析法带来的一次性影响，归母净利润增速达 43.55%；Q2 营收、归母净利润、扣非净利润分别为 83.78 亿、3.00 亿、2.99 亿，同比增长 54.73%、35.12%、36.82%，环比增长 17.52%、7.06%、6.96%，单季度营收首次突破 80 亿，预计全年将保持业绩逐季增长的趋势。分业务来看，药品、器械分别实现营收 96.92 亿、57.74 亿，同比增长 21.92%、139.67%；器械业务完成全国 31 省覆盖，增长动力十足，其中检验、介入、普耗配送分别实现营收 29.05 亿、13.45 亿、4.65 亿。分地区来看，山东营收、毛利分别同比增长 6.56%、14.98%，毛利增速高于营收，主因省内器械业务继续保持高速增长，药品业务短期内因两票制执行、医保控费、药品降价等原因增速暂时性放缓，预计下半年将随着 SAP 上线和院外市场的布局回暖；山东省外业务高速发展，收入同比增长 125.8%，占公司收入比例已达到 54.29%。

➤ 费用增长合理，单季度现金流大幅改善

报告期内公司销售、管理费用分别为 10.18 亿、6.29 亿，同比增长 47.37%、90.96%，费用的增长主要源于公司业务的扩张和新市场的开拓。上半年公司经营现金流约为 -23.82 亿，其中 Q2 约 -3402 万，在保障单季度业绩快速增长的同时现金流显著改善。公司毛利率为 19.48%，较上年同期增多 2.38pct，主因毛利率较高的器械业务占比提升。

➤ 受益行业集中度提升，SAP 上线完成将近促管理精细化，账期管理持续强化

公司并购进入收官阶段，未来有望受益器械两票制推进带来的行业整合。期间公司上线 SAP，有效改善整合效率，实现物流、资金流、信息流的一体化，对各产品线的不同销售模式实施精细化、信息化管理；上半年 SAP 已在 178 家子公司上线，预计 Q3 完成全集团铺设。财务方面，公司持续强化账期管理和费用控制，并联合银行与山东多家二级以上医院推进供应链金融合作，有效改善现金流。此外，公司大力发展移动医疗信息化服务，将业务扩展至 PBM、SPD、HIS 等板块，目前为全国 100 余家二级以上医院提供信息化服务，为未来向服务大医保的全国化第三方服务公司发展奠定了基础。

三、盈利预测与投资建议

公司已完成全国布局，有望从两票制带来的行业整合中脱颖而出，并通过 SAP 和供应链金融提升管理效率，改善现金流。预计 18~20 年 EPS 0.88、1.16、1.51 元，对应 PE 为 13.3、10.1 和 7.7 倍。公司 PE 处于历史低位，未来持续受益行业集中度提升，维持“推荐”评级。

四、风险提示

业务整合不及预期；器械两票制推行进度不及预期；融资成本升高。

盈利预测与财务指标

| 项目/年度 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 23,294 | 32,687 | 42,975 | 55,038 |
| 增长率（%） | 49.1% | 40.3% | 31.5% | 28.1% |
| 归属母公司股东净利润（百万元） | 1,008 | 1,323 | 1,751 | 2,274 |
| 增长率（%） | 70.7% | 31.3% | 32.3% | 29.9% |
| 每股收益（元） | 0.67 | 0.88 | 1.16 | 1.51 |
| PE（现价） | 17.5 | 13.3 | 10.1 | 7.7 |
| PB | 2.3 | 1.9 | 1.6 | 1.4 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

维持评级

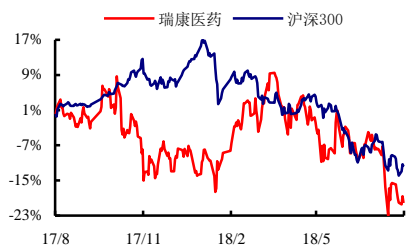
当前价格（元）： 11.70 元

交易数据

2018-8-23

| | |
|--------------|-------------|
| 近 12 个月最高/最低 | 15.87/11.17 |
| 总股本（百万股） | 1504.71 |
| 流通股本（百万股） | 1175.71 |
| 流通股比例（%） | 78 |
| 总市值（亿元） | 176.05 |
| 流通市值（亿元） | 137.56 |

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：肖汉山

执业证号： S0100517080005

电话： 021-60876722

邮箱： xiaohanshan@mszq.com

研究助理：袁中平

执业证号： S0100117120030

电话： 021-60876703

邮箱： yuanzhongping@mszq.com

相关研究

- 1.《瑞康医药 (002589)：公开管理层增持计划，尽显长期投资信心》20180807
- 2.《瑞康医药 (002589)：业绩快速增长叠加现金流改善，长期发展可期》180731
- 3.《瑞康医药 (002589) 深度报告：受益器械流通行业整合，迈向全国促长期发展》180627

公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元) | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 | 23,294 | 32,687 | 42,975 | 55,038 |
| 营业成本 | 18,998 | 26,086 | 34,027 | 43,240 |
| 营业税金及附加 | 88 | 134 | 183 | 248 |
| 销售费用 | 1,505 | 2,216 | 3,021 | 4,023 |
| 管理费用 | 857 | 1,376 | 1,869 | 2,515 |
| EBIT | 1,845 | 2,875 | 3,874 | 5,012 |
| 财务费用 | 235 | 72 | 160 | 188 |
| 资产减值损失 | (134) | 36 | 50 | 60 |
| 投资收益 | (1) | 7 | 8 | 10 |
| 营业利润 | 1,810 | 2,774 | 3,673 | 4,774 |
| 营业外收支 | 0 | 7 | 6 | 5 |
| 利润总额 | 1,810 | 2,781 | 3,679 | 4,779 |
| 所得税 | 442 | 679 | 898 | 1,167 |
| 净利润 | 1,368 | 2,102 | 2,781 | 3,613 |
| 归属于母公司净利润 | 1,008 | 1,323 | 1,751 | 2,274 |
| EBITDA | 2,004 | 3,071 | 4,087 | 5,240 |

| 资产负债表 (百万元) | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金 | 2019 | 355 | 253 | 957 |
| 应收账款及票据 | 13087 | 18927 | 25779 | 34051 |
| 预付款项 | 1072 | 1904 | 2620 | 3373 |
| 存货 | 3980 | 5146 | 6992 | 9003 |
| 其他流动资产 | 130 | 130 | 130 | 130 |
| 流动资产合计 | 21079 | 27770 | 37218 | 48876 |
| 长期股权投资 | 7 | 7 | 7 | 7 |
| 固定资产 | 1398 | 1478 | 1534 | 1584 |
| 无形资产 | 122 | 175 | 191 | 201 |
| 非流动资产合计 | 5904 | 6402 | 6359 | 6280 |
| 资产合计 | 26983 | 34171 | 43577 | 55156 |
| 短期借款 | 3655 | 3655 | 3655 | 3655 |
| 应付账款及票据 | 6483 | 7353 | 9778 | 12781 |
| 其他流动负债 | 22 | 22 | 22 | 22 |
| 流动负债合计 | 15618 | 19048 | 25148 | 32889 |
| 长期借款 | 667 | 599 | 599 | 599 |
| 其他长期负债 | 1023 | 2823 | 3423 | 3723 |
| 非流动负债合计 | 1691 | 3423 | 4023 | 4323 |
| 负债合计 | 17309 | 22470 | 29170 | 37211 |
| 股本 | 1505 | 1505 | 1505 | 1505 |
| 少数股东权益 | 1868 | 2647 | 3677 | 5015 |
| 股东权益合计 | 9674 | 11701 | 14407 | 17945 |
| 负债和股东权益合计 | 26983 | 34171 | 43577 | 55156 |

| 主要财务指标 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入增长率 | 49.1% | 40.3% | 31.5% | 28.1% |
| EBIT 增长率 | 78.6% | 55.8% | 34.8% | 29.4% |
| 净利润增长率 | 70.7% | 31.3% | 32.3% | 29.9% |
| 盈利能力 | | | | |
| 毛利率 | 18.4% | 20.2% | 20.8% | 21.4% |
| 净利润率 | 4.3% | 4.0% | 4.1% | 4.1% |
| 总资产收益率 ROA | 3.7% | 3.9% | 4.0% | 4.1% |
| 净资产收益率 ROE | 12.9% | 14.6% | 16.3% | 17.6% |
| 偿债能力 | | | | |
| 流动比率 | 1.3 | 1.5 | 1.5 | 1.5 |
| 速动比率 | 1.1 | 1.2 | 1.2 | 1.2 |
| 现金比率 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 资产负债率 | 0.6 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| 经营效率 | | | | |
| 应收账款周转天数 | 157.9 | 200.0 | 208.0 | 215.0 |
| 存货周转天数 | 54.6 | 72.0 | 75.0 | 76.0 |
| 总资产周转率 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.1 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 0.7 | 0.9 | 1.2 | 1.5 |
| 每股净资产 | 5.2 | 6.0 | 7.1 | 8.6 |
| 每股经营现金流 | (1.6) | (1.6) | (0.2) | 0.5 |
| 每股股利 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| 估值分析 | | | | |
| PE | 17.5 | 13.3 | 10.1 | 7.7 |
| PB | 2.3 | 1.9 | 1.6 | 1.4 |
| EV/EBITDA | 10.4 | 7.9 | 6.1 | 4.7 |
| 股息收益率 | 0.6% | 0.4% | 0.4% | 0.4% |

| 现金流量表 (百万元) | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|
| 净利润 | 1,368 | 2,102 | 2,781 | 3,613 |
| 折旧和摊销 | 25 | 232 | 262 | 289 |
| 营运资金变动 | (4,051) | (4,860) | (3,501) | (3,273) |
| 经营活动现金流 | (2,422) | (2,437) | (307) | 805 |
| 资本开支 | 379 | 687 | 163 | 144 |
| 投资 | (472) | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | (773) | (680) | (155) | (133) |
| 股权募资 | 315 | 0 | 0 | 0 |
| 债务募资 | 2,797 | 1,732 | 600 | 300 |
| 筹资活动现金流 | 2,956 | 1,454 | 360 | 33 |
| 现金净流量 | (238) | (1,664) | (102) | 704 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

肖汉山，分析师，毕业于中国科学院遗传与发育生物学研究所，先后就职于华泰证券、天风证券，2017年7月加入民生证券。

袁中平，研究助理，香港理工大学化学学士，新加坡国立大学化学硕士，新加坡管理大学金融硕士，2017年11月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|--|------|-----------------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。 | 推荐 | 相对沪深 300 指数涨幅 20% 以上 |
| | 谨慎推荐 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20% 之间 |
| | 中性 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10% 之间 |
| | 回避 | 相对沪深 300 指数下跌 10% 以上 |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。 | 推荐 | 相对沪深 300 指数涨幅 5% 以上 |
| | 中性 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5% 之间 |
| | 回避 | 相对沪深 300 指数下跌 5% 以上 |

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。