



瑞康医药(002589)

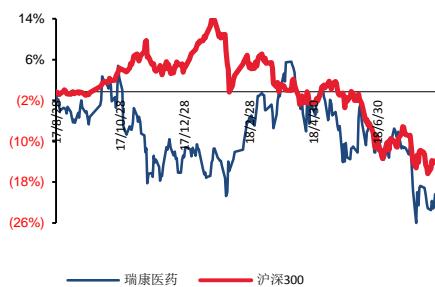
目标价: 20.7

昨收盘: 12.01

医疗保健 医疗保健设备与服务

## 器械、省外业务高速增长, Q2 现金流同比改善

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,505/1,085
总市值/流通(百万元)	18,072/13,027
12 个月最高/最低(元)	15.97/11.17

### 相关研究报告:

瑞康医药(002589)《高管增持传达信心, Q2 现金流改善明显》--2018/08/07

### 证券分析师: 杜佐远

电话: 010-88695263

E-MAIL: duzy@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517110001

### 证券分析师: 蔡明子

电话: 010-88695263

E-MAIL: caimz@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518050001

**事件:** 公司发布 2018 年半年报: 上半年, 公司实现营收 155.07 亿, 同比增长 49.21%; 归母净利润 5.80 亿, 同比增长 12.88%; 扣非净利润 5.79 亿, 同比增长 14.77%; 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因素, 归母净利润同比增长 43.55%; EPS 0.39 元/股。公司上半年销售费用 10.18 亿 (+47.37%)、管理费用 6.29 亿 (+23%)、财务费用 1.72 亿 (+184.77%) , 公司业绩增速符合市场预期。

### 1. 业绩保持高增长, 医疗器械配送、省外业务高速增长

- 1) 从产品上看, 上半年药品总收入 96.92 亿元 (+21.92%) , 医疗器械配送收入 57.74 亿元 (+139.67%) , 药品毛利率为 11.95% (-0.43%) , 医疗器械配送毛利率为 32.17% (-0.56%) ; 器械收入增速远高于药品, 占比持续提升。
- 2) 从区域分布上看, 2017 年山东省内实现收入 70.81 亿 (6.47%) , 省外实现收入 84.26 亿 (+125.14%) 。其中辽宁、安徽、江苏、吉林、湖北省收入实现大幅增长, 分别达到 5.79 亿 (+2,618%) 、 5.43 亿 (+9,050%) 、 5.42 亿 (+2,685%) 、 2.85 亿 (+2,396%) 、 1.89 亿 (+11,783%) 。公司业务保持稳定增长, 完成收购的省外公司盈利水平上升, 省外业务增长较快。

### 2. 现金流同比环比均有改善, 资金运转效率上升

二季度公司营业收入突破 80 亿元, 经营性现金流为 -0.34 亿元 (尚未运用新的金融工具的情况下) , 同环比均大幅度改善, 达到 2016 年以来单季度最高。公司全国战略布局通过“并购+合伙人”模式打造遍布全国的销售网络。被并购企业大多呈现小而美、专业性强、营销能力强的特点, 在细分领域具备独特优势, 并能够较快融入瑞康体系, 聚沙成塔, 与公司现有业务线匹配形成合力, 并为集团各事业部在全国布局贡献了宝贵的专业人才。公司通过信息化精细化内部管理, 通过内部业务评级提高资金运转效率。预计下半年保持收入快速增长的同时, 继续保持健康的现金流。

### 3. 药品流通增速有所放缓, 医疗器械业务继续高增长

分业务来看:

1) 上半年药品收入增速有所放缓，主要原因是新 ERP 系统 SAP 上线恰逢山东地区药品“两票制”全面实施，2017Q4-2018Q1 的业务需要经历磨合、适应期。另外，上半年山东地区医保控费、药品降价背景下，主要医疗机构的药品采购金额整体有所下降，对药品流通业务销售收入也产生影响。下半年，随着 SAP 系统磨合期结束，整体运营效率的改善将逐步显现，同时公司将积极布局院外市场，预计山东地区全年药品业务增速将略高于上半年。

2) 医疗器械业务保持较高增速，进一步向省外拓展，已经完成全国 31 个省份（直辖市）并购和业务覆盖。目前公司代理的国内外知名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。具体细分：上半年检验业务 29.05 亿元、介入业务 13.45 亿元、普耗配送业务 4.65 亿元、其它产品线业务 10.59 亿元。

#### 4. 全方位布局医疗机构服务产业，不断形成新的利润增长点

公司顺应国家出台的行业改革政策和由此催发的新业态与新需求，积极探索新型业务，创造新的发展机会，目前已将业务模式拓展至药品配送、医疗器械供应链服务、医疗后勤服务、移动医疗信息化服务、第三方物流、中医药板块、研发生产板块、供应链金融服务等，业务模式增加不仅增加了新的利润增长点，也产生出巨大协同效应，能够综合、全面地服务好各级医疗机构

**盈利预测：**预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.88、1.15、1.45 元/股，对应 PE 分别为 14、10、8 倍。器械占比和省外占比的提升带来业绩提速及盈利水平的大幅提升，议价能力提升及金融工具的运用将带来现金流的持续改善，维持“买入”评级。

**风险提示：**省外并购标的业绩不及预期，器械两票制政策推进低于预期。

■ 盈利预测和财务指标:

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	23294	31679	41500	53120
(+/-%)	49.14%	36.00%	31.00%	28.00%
归母净利润(百万)	1008	1320	1725	2184
(+/-%)	70.66%	30.93%	30.68%	26.59%
摊薄每股收益(元)	0.67	0.88	1.15	1.45
市盈率(PE)	20	14	10	8

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	2050	2019	1046	382	86	营业收入	15619	23294	31679	41500	53120
应收和预付款项	8188	13414	15437	20465	26341	营业成本	13171	18998	25837	34105	43655
存货	1707	3980	4035	5419	7057	营业税金及附加	57	88	95	124	106
其他流动资产	905	1667	1976	2606	3372	销售费用	932	1505	1584	1867	2311
<b>流动资产合计</b>	<b>12850</b>	<b>21079</b>	<b>22495</b>	<b>28872</b>	<b>36855</b>	管理费用	426	857	1204	1411	1806
长期股权投资	7	7	7	7	7	财务费用	84	235	163	172	179
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	90	-134	0	0	0
固定资产	978	1398	1324	1192	1053	投资收益	2	5	7	9	10
在建工程	117	402	452	482	502	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	75	122	144	165	186	<b>营业利润</b>	<b>861</b>	<b>1810</b>	<b>2804</b>	<b>3828</b>	<b>5073</b>
长期待摊费用	0	0	0	0	0	其他非经营损益	17	0	5	5	5
其他非流动资产	2807	5904	7151	7579	7991	<b>利润总额</b>	<b>878</b>	<b>1810</b>	<b>2809</b>	<b>3833</b>	<b>5078</b>
<b>资产总计</b>	<b>15657</b>	<b>26983</b>	<b>29645</b>	<b>36452</b>	<b>44846</b>	所得税	203	442	702	958	1270
短期借款	1923	3655	3655	3655	3655	<b>净利润</b>	<b>675</b>	<b>1368</b>	<b>2106</b>	<b>2875</b>	<b>3809</b>
应付和预收款项	3838	5685	6498	8576	10977	少数股东损益	84	360	786	1150	1625
长期借款	0	667	667	667	667	<b>归母股东净利润</b>	<b>591</b>	<b>1008</b>	<b>1320</b>	<b>1725</b>	<b>2184</b>
其他负债	2394	7301	7045	8898	11082						
<b>负债合计</b>	<b>8154</b>	<b>17309</b>	<b>17865</b>	<b>21796</b>	<b>26382</b>						
股本	654	1505	1505	1505	1505						
资本公积	4879	4010	4010	4010	4010						
留存收益	1343	2291	3611	5336	7520						
归母公司股东权益	6876	7806	9126	10851	13035						
少数股东权益	627	1868	2655	3805	5430						
<b>股东权益合计</b>	<b>7503</b>	<b>9674</b>	<b>11781</b>	<b>14656</b>	<b>18465</b>						
<b>负债和股东权益</b>	<b>15657</b>	<b>26983</b>	<b>29645</b>	<b>36452</b>	<b>44846</b>						
现金流量表(百万)						预测指标					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营性现金流	-1759	-2422	802	124	482	毛利率	15.67%	18.44%	%	%	%
投资性现金流	-639	-773	-1416	-606	-595	销售净利率	3.78%	4.33%	4.17%	4.16%	4.11%
融资性现金流	3233	2956	-358	-183	-183	销售收入增长率	36.00	31.00	28.00		
现金增加额	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	60.19%	49.14%	%	%	%
							144.89	112.54	45.28	34.82	31.24
							%	%	%	%	%
						净利润增长率	150.39	70.66%	30.93	30.68	26.59
							%	%	%	%	%
						ROE	8.59%	12.92%	%	14.46	15.90
									%	%	16.75
						ROA	3.77%	3.74%	4.45%	4.73%	4.87%
									%	%	%
						ROIC	10.04%	11.99%	%	13.95	15.40
									%	%	16.70
						EPS(X)	1.01	0.67	0.88	1.15	1.45
						PE(X)	32.29	20.07	13.69	10.48	8.28
						PB(X)	3.09	2.59	1.98	1.67	1.39
						PS(X)	1.36	0.87	0.57	0.44	0.34
						EV/EBITDA(X)	20.16	10.68	7.09	5.48	4.27

资料来源：WIND, 太平洋证券

## 投资评级说明

---

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
上海销售	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
上海销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
广深销售	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhafzl@tpyzq.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
广深销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com



太平洋证券  
PACIFIC SECURITIES



### 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话: (8610) 88321761

传真: (8610) 88321566

### 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。