



2018-08-26

公司研究报告

买入/维持

瑞康医药(002589)

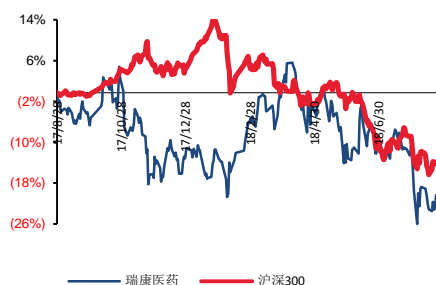
目标价: 20.7

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: S11905171110001

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), 同比环比均大幅度改善, 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。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 |
| 流动资产合计 | 12850 | 21079 | 22495 | 28872 | 36855 | 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 | 营业利润 | 861 | 1810 | 2804 | 3828 | 5073 |
| 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 | 利润总额 | 878 | 1810 | 2809 | 3833 | 5078 |
| 资产总计 | 15657 | 26983 | 29645 | 36452 | 44846 | 所得税 | 203 | 442 | 702 | 958 | 1270 |
| 短期借款 | 1923 | 3655 | 3655 | 3655 | 3655 | 净利润 | 675 | 1368 | 2106 | 2875 | 3809 |
| 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 | 归母股东净利润 | 591 | 1008 | 1320 | 1725 | 2184 |
| 其他负债 | 2394 | 7301 | 7045 | 8898 | 11082 | 预测指标 | | | | | |
| 负债合计 | 8154 | 17309 | 17865 | 21796 | 26382 | | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 股本 | 654 | 1505 | 1505 | 1505 | 1505 | 毛利率 | 15.67% | 18.44% | 18.44% | 17.82% | 17.82% |
| 资本公积 | 4879 | 4010 | 4010 | 4010 | 4010 | 销售净利率 | 3.78% | 4.33% | 4.17% | 4.16% | 4.11% |
| 留存收益 | 1343 | 2291 | 3611 | 5336 | 7520 | 销售收入增长率 | 60.19% | 49.14% | 36.00% | 31.00% | 28.00% |
| 归母公司股东权益 | 6876 | 7806 | 9126 | 10851 | 13035 | EBIT 增长率 | 144.89% | 112.54% | 45.28% | 34.82% | 31.24% |
| 少数股东权益 | 627 | 1868 | 2655 | 3805 | 5430 | 净利润增长率 | 150.39% | 70.66% | 30.93% | 30.68% | 26.59% |
| 股东权益合计 | 7503 | 9674 | 11781 | 14656 | 18465 | ROE | 8.59% | 12.92% | 14.46% | 15.90% | 16.75% |
| 负债和股东权益 | 15657 | 26983 | 29645 | 36452 | 44846 | ROA | 3.77% | 3.74% | 4.45% | 4.73% | 4.87% |
| 现金流量表(百万) | | | | | | ROIC | 10.04% | 11.99% | 13.95% | 15.40% | 16.70% |
| | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | EPS(X) | 1.01 | 0.67 | 0.88 | 1.15 | 1.45 |
| 经营性现金流 | -1759 | -2422 | 802 | 124 | 482 | PE(X) | 32.29 | 20.07 | 13.69 | 10.48 | 8.28 |
| 投资性现金流 | -639 | -773 | -1416 | -606 | -595 | PB(X) | 3.09 | 2.59 | 1.98 | 1.67 | 1.39 |
| 融资性现金流 | 3233 | 2956 | -358 | -183 | -183 | PS(X) | 1.36 | 0.87 | 0.57 | 0.44 | 0.34 |
| 现金增加额 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 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 | zhafl@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 |



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。