

增持

——维持

日期：2018年08月29日

行业：批发业



瑞康医药 (002589)

证券研究报告/公司研究/公司动态

实现全国直销渠道建设 器械业务持续高增长

分析师：金鑫
Tel: 021-53686163
E-mail: jinxin1@shzq.com
SAC 证书编号: S0870518030001

■ 公司动态事项

公司发布2018年半年度报告。

■ 事项点评

收入维持高增速，实现全国直销渠道建设

公司2018H1实现营业收入155.07亿元，同比增长49.21%，公司对山东省规模以上公立医院、基层医疗机构覆盖率超98%、96%，并在全国各省搭建药品、医疗器械的直销平台，复制山东的直销模式，目前已在全国31个省份及直辖市设立200余家子公司，服务全国达4万多家各级医疗机构，实现公司全国直销渠道建设。

分业务来看，药品板块实现收入96.92亿元，同比增长21.92%；器械板块实现收入57.74亿元，同比增长139.67%，其中检验业务、介入业务、普耗配送业务、其他产品线业务分部实现收入29.05亿元、13.45亿元、4.65亿元、10.59亿元。分区域来看，山东省内业务实现收入70.81亿元，同比增长6.47%，销售毛利率为6.47%，同比上升1.03个百分点，器械业务保持较高增速但药品收入增速放缓，主要受山东省“两票制”全面实施影响；山东省外业务实现收入84.10亿元，收入占比为54.29%，同比上升12.84个百分点，实现医疗器械和医用耗材业务的快速增长，考虑到公司山东省外业务处于高速扩张期，叠加完成全国直销渠道建设等因素，我们预计公司山东省外业务收入占比将进一步扩大。

产品结构调整导致公司整体毛利率水平提升

公司2018H1实现归属于母公司净利润5.80亿元，同比增长12.88%，扣除2017H1调整应收款项账龄分析法带来的一次性影响因素，同比增长43.55%。公司2018H1销售毛利率为19.48%，同比增长2.38个百分点，其中药品板块、器械板块销售毛利率分别为11.95%、32.17%，同比分别下降0.43个百分点、0.56个百分点，器械板块毛利率水平较高且收入增速高于药品板块，导致公司产品结构变化，整体毛利率水平提高。

公司2018H1期间费用率为11.73%，同比上升1.33个百分点，其中销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为6.57%、4.05%、1.11%，同比分别下降0.08个百分点、上升0.88个百分点、上升0.53个百分点，管理费用率、财务费用率同比小幅上升的主要原因是公司业务扩张导致管理人员增长、外部融资增长等。

基本数据 (2018Q2)

报告日股价 (元)	11.70
12mth A 股价格区间 (元)	10.99-16.31
总股本 (百万股)	1,504.71
无限售 A 股/总股本	72%
流通市值 (亿元)	133.20
每股净资产 (元)	5.54
PBR (X)	2.22
DPS (Y2017, 元)	10 派 0.68

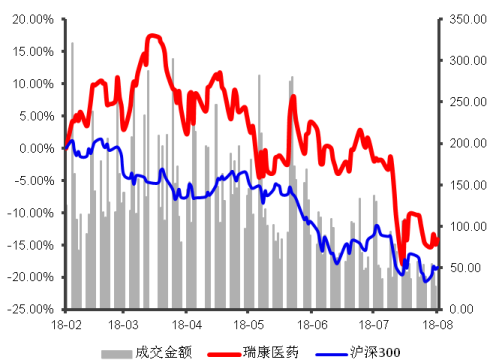
主要股东 (2018Q2)

张仁华	19.13%
韩旭	13.09%
荆州招商慧泽医药投资合伙企业(有限合伙)	5.0%

收入结构 (2018H1)

药品	62.50%
器械	37.23%
移动医疗	0.10%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



重要提示：请务必阅读尾页分析师承诺、公司业务资格说明和免责声明。

上线 SAP 系统，实现数字化转型

公司于2017年10月开始上线SAP系统，从制度、流程、模型、体系上实施系统性管理，对业务流程进行数字化改造。截至2018年6月底，公司SAP系统已上线178家子公司，预计2018年内所有子分公司将全部上线SAP系统，实现物流、资金流、信息流、商流的一体化管理。公司通过上线SAP信息管理对药品、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，有效加强对子分公司的内部控制管理的同时，实现全国31个省份及直辖市销售网络联动，长期来看提升公司的运营管理和盈利能力。

■ 风险提示

两票制推行进度不及预期风险；并购速度不及预期风险；区域市场竞争激烈导致毛利率水平下降的风险

■ 投资建议

未来六个月，维持“增持”评级

结合2018年半年报我们调整公司18、19年EPS至0.87、1.09元，以8月23日收盘价11.70元计算，动态PE分别为13.46倍和10.71倍。我们认为，公司已在全国31个省份及直辖市完成直销渠道建设，通过数字化转型提高运营能力和盈利能力，有望保持器械业务高速增长，维持“增持”评级。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	23,293.62	31,355.47	41,334.10	52,995.19
年增长率	49.14%	34.61%	31.82%	28.21%
归属于母公司的净利润	1,008.21	1,308.41	1,643.24	2,087.74
年增长率	70.66%	29.78%	25.59%	27.05%
每股收益 (元)	0.67	0.87	1.09	1.39
PER (X)	17.46	13.46	10.71	8.43

注：有关指标按当年股本摊薄

■ 附表

■ 附表 1 损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	2,019	2,717	3,307	4,240
存货	3,980	3,620	6,383	6,447
应收账款及票据	13,879	17,540	23,877	29,225
其他	1,202	908	1,751	1,656
流动资产合计	21,079	24,786	35,318	41,567
长期股权投资	7	7	7	7
固定资产	1,398	1,574	1,711	1,834
在建工程	402	402	402	402
无形资产	122	115	108	101
其他	3,975	3,892	3,894	3,903
非流动资产合计	5,904	5,989	6,122	6,248
资产总计	26,983	30,775	41,440	47,815
短期借款	3,655	6,401	8,103	10,248
应付账款及票据	11,319	11,816	18,636	20,420
其他	644	349	530	537
流动负债合计	15,618	18,566	27,269	31,205
长期借款和应付债券	1,667	1,001	1,112	1,260
其他	23	8	10	14
非流动负债合计	1,691	1,008	1,122	1,274
负债合计	17,309	19,574	28,391	32,479
少数股东权益	1,868	2,195	2,556	2,954
股东权益合计	9,674	11,201	13,049	15,336
负债和股东权益总计	26,983	30,775	41,440	47,815

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	1,368	1,308	1,643	2,088
折旧和摊销	159	163	202	245
营运资本变动	(4,001)	(2,675)	(2,951)	(3,545)
经营活动现金流	(2,422)	(480)	(152)	(120)
资本支出	(47)	(331)	(333)	(362)
投资收益	5	6	6	7
投资活动现金流	(773)	(268)	(337)	(367)
股权融资	850	0	0	0
负债变化	667	0	0	0
股息支出	(102)	(132)	(166)	(211)
融资活动现金流	2,956	1,447	1,078	1,420
净现金流	(238)	699	590	933

数据来源: WIND 上海证券研究所

利润表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	23,294	31,355	41,334	52,995
营业成本	18,998	25,389	33,419	42,862
营业税金及附加	88	110	136	159
营业费用	1,505	2,038	2,687	3,445
管理费用	857	1,254	1,860	2,650
财务费用	235	402	600	701
资产减值损失	(134)	41	18	(71)
投资收益	5	6	6	7
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	1,810	2,127	2,621	3,257
营业外收支净额	0	0	0	0
利润总额	1,810	2,127	2,621	3,257
所得税	442	491	617	771
净利润	1,368	1,636	2,004	2,485
少数股东损益	360	327	361	398
归属母公司股东净利润	1,008	1,308	1,643	2,088

财务比率分析

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
总收入增长率	49.14%	34.61%	31.82%	28.21%
EBITDA 增长率	108.02%	26.33%	27.16%	22.78%
EBIT 增长率	109.80%	27.49%	27.34%	22.88%
净利润增长率	70.66%	29.78%	25.59%	27.05%
毛利率	18.44%	19.03%	19.15%	19.12%
EBITDA/总收入	9.15%	8.58%	8.28%	7.93%
EBIT/总收入	8.52%	8.07%	7.79%	7.47%
净利润率	4.33%	4.17%	3.98%	3.94%
资产负债率	64.15%	63.60%	68.51%	67.93%
流动比率	1.35	1.34	1.30	1.33
速动比率	1.09	1.14	1.06	1.13
总资产回报率 (ROA)	5.07%	5.31%	4.84%	5.20%
净资产收益率 (ROE)	12.92%	14.53%	15.66%	16.86%
EV/营业收入	1.4	1.1	0.8	0.6
EV/EBITDA	11.8	9.0	7.6	6.6
PE	17.5	13.5	10.7	8.4
PB	2.3	2.0	1.7	1.4

分析师承诺

金鑫

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。