

增持

——维持

瑞康医药 (002589)

证券研究报告/公司研究/公司动态

日期：2018年11月02日

行业：批发业



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

### 基本数据 (2018Q3)

报告日股价 (元)	8.40
12mth A股价格区间 (元)	7.88-15.97
总股本 (百万股)	1,504.71
无限售A股/总股本	72%
流通市值 (亿元)	94.58
每股净资产 (元)	5.64
PBR (X)	1.55
DPS (Y2017, 元)	10派0.68

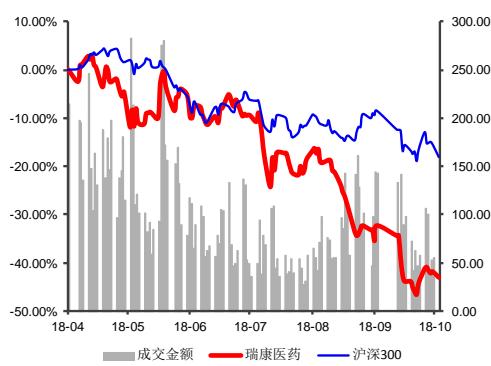
### 主要股东 (2018Q3)

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



## ■ 公司动态事项

公司发布2018年第三季度报告。

## ■ 事项点评

### 收入持续高增长，Q3财务费用率同比上升拖累利润增速

公司2018年前三季度实现营业收入245.56亿元，同比增长47.45%；实现归属于母公司净利润8.33亿元，同比增长15.38%，利润增速低于收入增速的主要原因是2017H1调整应收账款账龄分析法带来的一次性影响等。分季度来看，公司2018Q3实现营业收入90.48亿元，同比增长44.55%；实现归属于母公司净利润2.53亿元，同比增长21.54%，利润增速低于收入增速的主要原因是财务费用率同比上升。

公司2018年前三季度销售毛利率为19.72%，同比增长2.37个百分点，主要是产品结构变化等因素所致。公司2018年前三季度期间费用率为12.59%，同比上升2.00个百分点，其中财务费用率为1.89%，同比上升1.21个百分点，主要原因は外部融资增长等，招商财富-瑞康医药应收账款二期资产支持专项计划于8月30日正式成立，总规模为12.49亿元，票面利率为6.2%/年，通过ABS等融资方式缓解公司业务高速扩张带来的现金流压力。

## 经营性现金流逐季改善

公司于2017年10月开始上线SAP系统，截至2018年6月底，公司SAP系统已上线178家子公司，预计2018年内所有子公司将全部上线SAP系统，对子公司的业务发展状况和资金动向进行精细化、信息化管理，长期来看提升公司的运营管理能力和盈利能力。分季度来看，公司2018Q1-Q3经营性现金流净额分别为-23.48亿元、-0.34亿元、14.98亿元，经营性现金流逐季改善。

## ■ 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

考虑到公司外部融资增长，调整公司18、19年EPS至0.80、0.94元，以10月29日收盘价8.40元计算，动态PE分别为10.79倍和9.08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

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条款。

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	38,792.27	48,067.67
年增长率	49.14%	34.61%	23.72%	23.91%
归属于母公司的净利润	1,008.21	1,197.06	1,421.34	1,767.74
年增长率	70.66%	18.73%	18.74%	24.37%
每股收益 (元)	0.67	0.80	0.94	1.17
PER (X)	12.81	10.79	9.08	7.30

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	3,103	3,845
存货	3,980	3,620	5,772	5,817
应收账款及票据	13,879	17,540	21,330	26,834
其他	1,202	908	1,596	1,496
流动资产合计	21,079	24,786	31,802	37,992
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
<b>资产总计</b>	<b>26,983</b>	<b>30,775</b>	<b>37,924</b>	<b>44,240</b>
短期借款	3,655	4,913	5,556	7,945
应付账款及票据	6,483	8,137	9,932	12,363
其他	644	349	512	520
流动负债合计	15,618	17,077	22,844	26,966
长期借款和应付债券	1,667	2,517	2,135	2,135
其他	23	8	10	14
非流动负债合计	1,691	2,525	2,145	2,149
<b>负债合计</b>	<b>17,309</b>	<b>19,602</b>	<b>24,989</b>	<b>29,115</b>
少数股东权益	1,868	2,267	2,741	3,330
股东权益合计	9,674	11,173	12,935	15,125
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>26,983</b>	<b>30,775</b>	<b>37,924</b>	<b>44,240</b>

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	1,368	1,197	1,421	1,768
折旧和摊销	159	163	202	245
营运资本变动	(4,001)	(2,675)	(1,516)	(3,735)
<b>经营活动现金流</b>	<b>(2,422)</b>	<b>(468)</b>	<b>1,105</b>	<b>(476)</b>
资本支出	(47)	(331)	(333)	(362)
投资收益	5	6	6	7
<b>投资活动现金流</b>	<b>(773)</b>	<b>(268)</b>	<b>(337)</b>	<b>(367)</b>
股权融资	850	0	0	0
负债变化	667	0	(382)	0
股息支出	(102)	(121)	(144)	(179)
<b>融资活动现金流</b>	<b>2,956</b>	<b>1,435</b>	<b>(382)</b>	<b>1,585</b>
<b>净现金流</b>	<b>(238)</b>	<b>699</b>	<b>386</b>	<b>742</b>

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	38,792	48,068
营业成本	18,998	25,389	31,377	38,715
营业税金及附加	88	110	128	144
营业费用	1,505	2,038	2,521	3,124
管理费用	857	1,254	1,746	2,403
财务费用	235	454	530	664
资产减值损失	(134)	41	17	(64)
投资收益	5	6	6	7
公允价值变动损益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>1,810</b>	<b>2,075</b>	<b>2,479</b>	<b>3,088</b>
营业外收支净额	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>1,810</b>	<b>2,076</b>	<b>2,479</b>	<b>3,088</b>
所得税	442	479	584	731
净利润	1,368	1,596	1,895	2,357
少数股东损益	360	399	474	589
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>1,008</b>	<b>1,197</b>	<b>1,421</b>	<b>1,768</b>

财务比率分析

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
总收入增长率	49.14%	34.61%	23.72%	23.91%
EBITDA 增长率	108.0%	26.33%	19.30%	24.47%
EBIT 增长率	109.8%	27.49%	18.98%	24.69%
净利润增长率	70.66%	18.73%	18.74%	24.37%
毛利率				
EBITDA/总收入	9.15%	8.58%	8.28%	8.32%
EBIT/总收入	8.52%	8.07%	7.76%	7.81%
净利润率	4.33%	3.82%	3.66%	3.68%
资产负债率	64.15%	63.69%	65.89%	65.81%
流动比率	1.35	1.45	1.39	1.41
速动比率	1.09	1.24	1.14	1.19
总资产回报率 (ROA)	5.07%	5.19%	5.00%	5.33%
净资产收益率 (ROE)	12.92%	13.44%	13.94%	14.99%
EV/营业收入	1.4	1.1	0.6	0.5
EV/EBITDA	11.8	7.3	6.3	5.6
PE	12.8	10.8	9.1	7.3
PB	1.7	1.4	1.3	1.1

## 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±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±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。