

瑞康医药 (002589)

公司研究/点评报告

经营现金流大幅改善，供应链金融稳步推进

—瑞康医药 2018 年三季度报告点评

点评报告/医药

2018 年 10 月 30 日

一、事件概述

10 月 22 日，公司发布 2018 年第三季度报告：前三季度营收、归母净利润、扣非净利润分别为 245.56 亿、8.33 亿、8.30 亿，同比增长 47.45%、15.38%、18.65%。EPS 为 0.554 元，符合公司半年报给出的业绩预期范围。

二、分析与判断

➤ 收入逐季增长，预计器械板块全年收入占比近 40%

公司前三季度业绩稳定增长，扣除 2017 年上半年采用新的坏账政策带来的一次性影响，预计归母净利润真实增速近 40%。Q3 营收、归母净利润、扣非净利润分别为 90.48 亿、2.53 亿、2.51 亿，同比增长 44.55%、21.54%、28.71%，收入保持逐季度递增的趋势。上半年山东省内因两票制、医保控费等因素增长放缓，预计 Q3 随着院外市场布局的推进回暖。分板块来看，预计器械板块仍保持高速增长，全年收入占比有望达到 40%。

➤ 融资规模扩大+成本提升增多财务费用，经营现金流大幅改善

前三季度公司销售、管理费用分别为 16.23 亿、10.05 亿，同比增长 46.32%、85.54%，主因销售规模扩大，推广要求较高的器械业务拓展；公司财务费用 4.64 亿，同比增长 307.44%，主因报告期内 ABS 发行且融资成本提升导致利息增多。费用的增多致公司利润增速低于收入增速。但在现金流方面，公司 Q3 经营现金流达 14.98 亿，2016 年以来首次转正，改善显著，即使剔除资产证券化业务的影响，单季度现金流净流入仍近 3 亿，体现了公司在账期控制和运营效率提升方面的卓越努力。

➤ SAP 即将完成上线，供应链金融成果显著

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。公司 SAP 上线已进入尾声，预计年内全部完成，未来公司整合效率有望显著提升，实现对各产品线的精细化、信息化管理。公司未来将持续强化账期管理力度，并联合银行和多家二级医院推进供应链金融合作，近期与民生银行携手推出供应链金融新产品，实现了公司 SAP 和银行业务系统的无缝对接，有效降低运营成本，缩短公司账期。

三、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 为 0.79、0.99、1.24 元，对应 PE 为 15、12、9 倍。公司估值处于低位，给予“谨慎推荐”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	1,189	1,495	1,871
增长率（%）	70.7%	18.0%	25.7%	25.2%
每股收益（元）	0.67	0.79	0.99	1.24
PE（现价）	17.5	14.8	11.8	9.4
PB	2.3	2.0	1.7	1.5

资料来源：公司公告、民生证券研究院

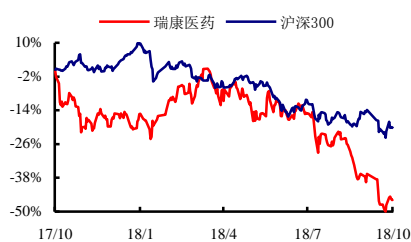
谨慎推荐 维持评级

当前价格： 8.40 元

交易数据 2018-10-29

近 12 个月最高/最低(元)	15.87/11.17
总股本（百万股）	1505
流通股本（百万股）	1085
流通股比例（%）	72%
总市值（亿元）	176
流通市值（亿元）	127

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)：器械业务加速，现金流改善，推进集约化整合》20180824
- 2.《瑞康医药 (002589)：公开管理层增持计划，尽显长期投资信心》20180807
- 3.《瑞康医药 (002589)：业绩快速增长叠加现金流改善，长期发展可期》20180731

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	1,406	1,934	2,614
EBIT	1,845	2,846	3,810	4,913
财务费用	235	220	327	315
资产减值损失	(134)	30	38	39
投资收益	(1)	7	8	10
营业利润	1,810	2,601	3,454	4,568
营业外收支	0	7	6	5
利润总额	1,810	2,608	3,460	4,574
所得税	442	636	858	1,148
净利润	1,368	1,972	2,602	3,426
归属于母公司净利润	1,008	1,189	1,495	1,871
EBITDA	2,004	3,038	4,023	5,141

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	2019	2401	4162	7634
应收账款及票据	13087	16235	20698	25418
预付款项	1072	1904	2620	3373
存货	3980	4238	5687	7108
其他流动资产	130	130	130	130
流动资产合计	21079	26222	34759	45063
长期股权投资	7	7	7	7
固定资产	1398	1478	1534	1584
无形资产	122	178	199	214
非流动资产合计	5904	6386	6312	6193
资产合计	26983	32607	41072	51256
短期借款	3655	3535	3285	2965
应付账款及票据	6483	5924	7541	9464
其他流动负债	22	22	22	22
流动负债合计	15618	17506	22558	28912
长期借款	667	657	642	622
其他长期负债	1023	2873	3773	4273
非流动负债合计	1691	3531	4416	4896
负债合计	17309	21036	26974	33808
股本	1505	1505	1505	1505
少数股东权益	1868	2651	3758	5313
股东权益合计	9674	11571	14098	17449
负债和股东权益合计	26983	32607	41072	51256

资料来源：公司公告、民生证券研究院

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%	54.2%	33.9%	28.9%
净利润增长率	70.7%	18.0%	25.7%	25.2%
盈利能力				
毛利率	18.4%	20.2%	20.8%	21.4%
净利润率	4.3%	3.6%	3.5%	3.4%
总资产收益率 ROA	3.7%	3.6%	3.6%	3.6%
净资产收益率 ROE	12.9%	13.3%	14.5%	15.4%
偿债能力				
流动比率	1.3	1.5	1.5	1.6
速动比率	1.1	1.3	1.3	1.3
现金比率	0.1	0.1	0.2	0.3
资产负债率	0.6	0.6	0.7	0.7
经营效率				
应收账款周转天数	157.9	170.0	165.0	158.0
存货周转天数	54.6	59.3	61.0	60.0
总资产周转率	1.1	1.1	1.2	1.2
每股指标 (元)				
每股收益	0.7	0.8	1.0	1.2
每股净资产	5.2	5.9	6.9	8.1
每股经营现金流	(1.6)	(0.2)	1.1	2.6
每股股利	0.1	0.1	0.1	0.1
估值分析				
PE	17.5	14.8	11.8	9.4
PB	2.3	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA	10.4	7.3	5.3	3.5
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	1,972	2,602	3,426
折旧和摊销	25	223	250	268
营运资金变动	(4,051)	(2,682)	(1,512)	(196)
经营活动现金流	(2,422)	(251)	1,688	3,859
资本开支	379	667	133	104
投资	(472)	0	0	0
投资活动现金流	(773)	(660)	(125)	(93)
股权募资	315	0	0	0
债务募资	2,797	1,840	885	480
筹资活动现金流	2,956	1,294	197	(293)
现金净流量	(238)	383	1,760	3,473

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为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 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为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 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1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，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。