

**瑞康医药(002589)/医药商业**
**收入保持高增速，核心经营数据不断转好**
**评级：买入(维持)**

市场价格：7.30

分析师：江琦

执业证书编号：S0740517010002

电话：021-20315150

Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

研究助理：王超

Email: wangchao@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	1505
流通股本(百万股)	1083
市价(元)	7.30
市值(亿元)	110
流通市值(亿元)	79.2

**股价与行业-市场走势对比**
**相关报告**

- 1 强化内部管控，经营性现金流继续实现大幅改善
- 2 省外经营实力快速提升，经营性现金流显著改善
- 3 奠定全国性的商业公司，2018 增长动能不减

**公司盈利预测及估值**

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	23293.62	33918.53	40023.87	48428.8	58356.8
增长率 yoy%	49.14%	45.61%	18.00%	21.00%	20.50%
净利润	1008.21	778.66	1095.39	1354.02	1640.52
增长率 yoy%	70.66%	-22.77%	40.68%	23.61%	21.16%
每股收益(元)	0.67	0.52	0.73	0.90	1.09
每股现金流量	-1.61	-0.11	0.06	-0.02	0.12
净资产收益率	12.92%	9.21%	11.41%	12.31%	12.98%
P/E	10.89	14.11	10.03	8.11	6.70
PEG	0.15	-0.62	0.25	0.34	0.32
P/B	1.41	1.30	1.14	1.00	0.87

备注：

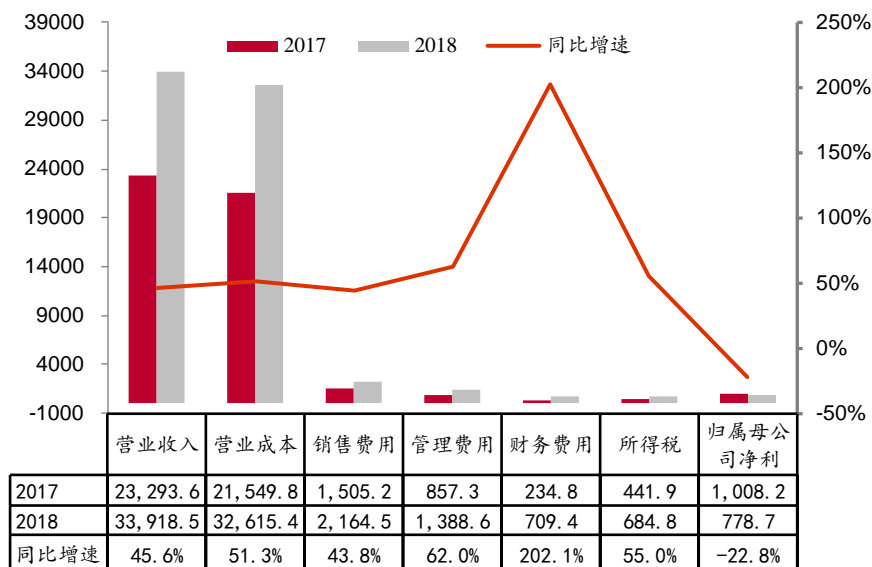
**投资要点**

- **事件：公司发布 2018 年年报，报告期内公司实现营收 339.2 亿元，同比增长 45.6%，实现归母净利润 7.8 亿元，同比下降 22.8%，实现归母扣非净利润 2.95 亿元，同比下降 69.1%，经营性现金流-1.7 亿元，绝对额增长 22.5 亿元；公司发布 2019 年 1 季报，报告期内公司实现营收 87.4 亿元，同比增长 22.6%，实现归母净利润 1.90 亿元，同比下降 32.3%，实现归母扣非净利润 1.91 亿元，同比下降 31.7%，经营性现金流 1.0 亿元，绝对额同比增长 24.5 亿元。**
- **点评：2018 年公司收入连续第 4 年实现了 40% 以上的收入增长，经营规模已经跻身全国第 6 名；去年 EBITDA 达 28.1 亿元，同比增长 29.6%，公司财务费用同比增长 202%，所得税增长 55%，计提商誉减值准备 7.2 亿元，共同拖累的公司的业绩表现。公司 1 季报基本符合我们预期，利润同比下滑，主要系单季度公司财务费用同比增长近 1.5 亿元造成；公司近 1 年内经营性现金流表现良好，去年在 1 季度-23.5 亿元的基础上，全年接近实现转正，今年 Q1 单季度实现净流入 1.0 亿元，绝对额同比增长 24.5 亿元。**
- **财务指标方面，年报扣除 2 项费用率后的利润率保持稳定，财务费用率显著提升，运营指标按季度不断转好：2018 年公司毛利率 19.15%，同比增长 67bp；管理费用为 4.09%，同比增长 41bp；销售费用率为 6.38%，同比下降 8bp；财务费用率 2.09%，同比增长 108bp；资产负债率 67.5%，同比提升 3.2%；应收账款天数和存货周转天数分别由年初的 166 天和 62 天下降至年底的 157 天和 56 天。**
- **谨慎的商誉减值处理，回购及对赌条款有效降低公司经营风险。公司削减或裁撤部分经营不善的业务线及子公司，严格按照《企业会计准则》和公司相关政策计提商誉减值准备增，本年度增加商誉减值准备 7.24 亿元。由于前期并购时股权收购协议条款设置得当，对于未能完成最高对赌目标的子公司，集团公司亦无须按最高档估值支付股权对价款，因此当期合并利润表冲回公允价值变动收益 6.38 亿元，有效降低了商誉减值准备对公司净利润带来的冲击，也为公司未来业务发展和加强子公司管理创造了轻装上阵的有利条件。**
- **省外区域收入超过省内，初步奠定全国性商业公司，整体收入高增长，山东药品收入增长有所放缓。2018 年公司已实现 31 省市地区的商业网络覆盖，山东省外业务高速发展，省外业务收入首次超过省内，销售收入占比已经达到 56.60%。药品板块总收入 209.34 亿元，同比增长 31.73%。由于山东地区医保控**

费、药品降价等因素，收入增速有所放缓。

- **器械业务持续高增长，经营规模已排名行业第二、细分条线多点开花：**2018年器械板块实现收入128.8亿元，同比增长75.6%。IVD、介入条线收入分别达65.2亿元和20.5亿元，按规模已处于国内前列，除普耗和配送外其他业务条线合计收入29.7亿元，同比增长301%，公司器械条线合计10条线，各领域正实现协同发展。
- **整合过程进行时，全国统一化管理和SAP的上线使得管理效益持续贡献：**公司初步完成全国的商业网络布局后，在各省搭建省级药品及器械配送平台，执行一体化管理模式，实现“一个指挥中心、十个统一管理”，在集团内全面上线SAP系统，实现集团及全国各省份公司物流、资金流、信息流、费用流、学术流的一体化管理。SAP系统的全面上线，使公司经营管理更加精细化、规范化，决策速度更及时更精准。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计2019-2021年公司的每股收益分别为0.73元、0.90元和1.09元，我们给予公司2019年16-20的PE，对应目标区间11.7-14.6元，维持“买入”评级。
- **风险事件提示：**收购整合工作不达预期，器械受行业政策影响降价风险；器械“两票制”进展不达预期；融资环境大幅收紧的风险。

图表 1: 瑞康医药财务数据表现情况

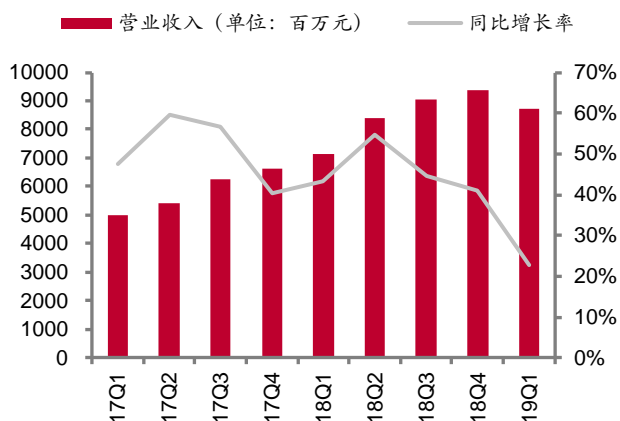


来源: 中泰证券研究所, WIND

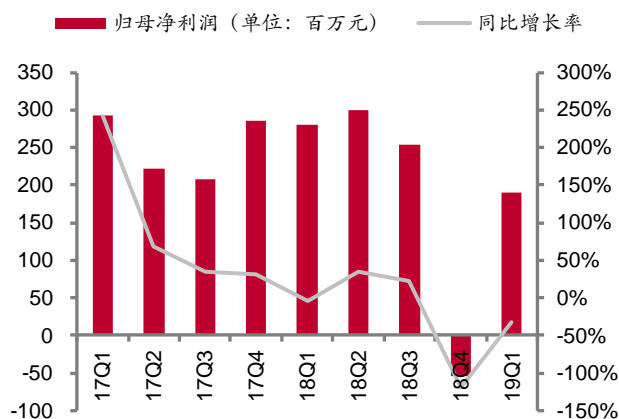
图表 2: 瑞康医药分季度财务数据

	2017-1Q	2017-2Q	2017-3Q	2017-4Q	2018-1Q	2018-2Q	2018-3Q	2018-4Q	2019-1Q
营业收入	4,978.8	5,414.6	6,259.9	6,640.4	7,129.4	8,378.1	9,048.4	9,362.7	8,741.7
营收同比增长	53.5%	47.3%	57.6%	40.4%	43.2%	54.7%	44.5%	41.0%	22.6%
营收环比增长	5.3%	8.8%	15.6%	6.1%	7.4%	17.5%	8.0%	3.5%	-6.6%
营业成本	4,149.0	4,463.0	5,151.3	5,234.8	5,807.6	6,676.5	7,230.0	7,710.6	7,131.6
营业费用	333.7	357.2	418.6	395.7	454.5	563.7	605.2	541.2	582.1
管理费用	148.8	180.5	212.4	315.7	283.1	345.7	376.2	383.6	347.1
财务费用	20.6	39.7	53.5	121.0	62.3	109.4	292.1	245.6	208.6
营业利润	482.5	352.0	381.7	594.1	487.4	643.2	525.7	317.7	402.8
利润总额	489.8	357.0	396.6	567.0	484.5	642.5	523.9	311.7	401.0
所得税	119.5	79.9	95.0	147.6	117.1	165.5	117.2	285.0	115.4
归母净利润	292.0	222.1	208.2	285.9	280.3	300.1	253.0	-54.7	189.9
少数股东损益	78.3	55.0	93.4	133.5	87.1	176.9	153.7	81.5	95.7

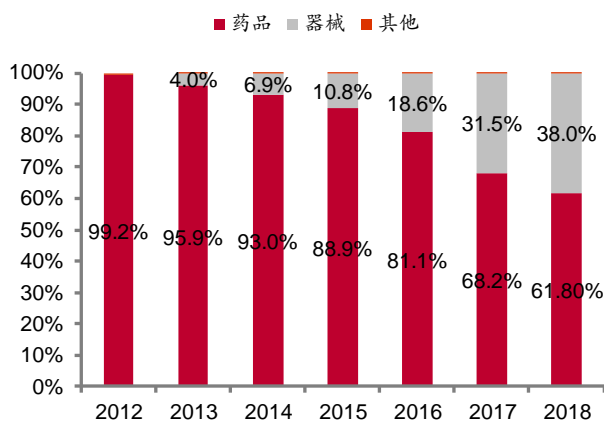
来源: 中泰证券研究所, WIND

**图表 3: 瑞康医药分季度收入情况**


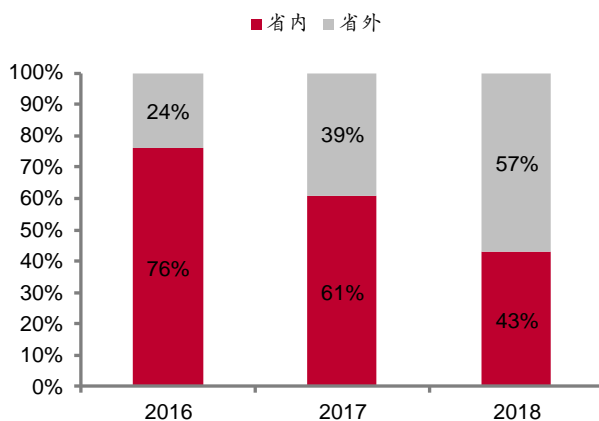
来源: 中泰证券研究所, WIND

**图表 4: 瑞康医药分季度净利润情况**


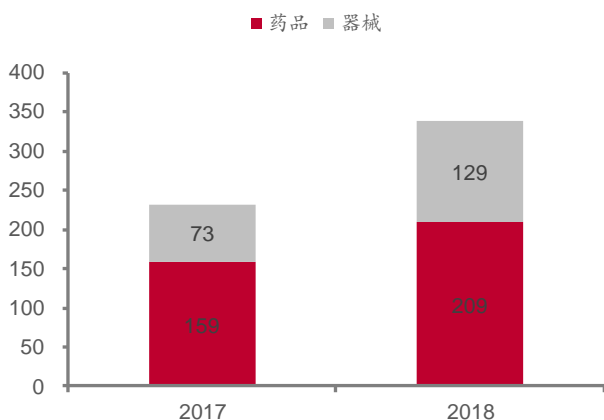
来源: 中泰证券研究所, WIND

**图表 5: 瑞康医药的主要业务结构占比**


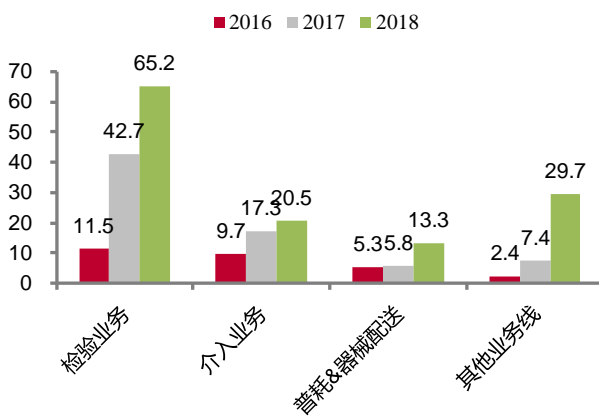
来源: 中泰证券研究所, 公司年报

**图表 6: 瑞康医药分区域业务结构占比**


来源: 中泰证券研究所, 公司年报

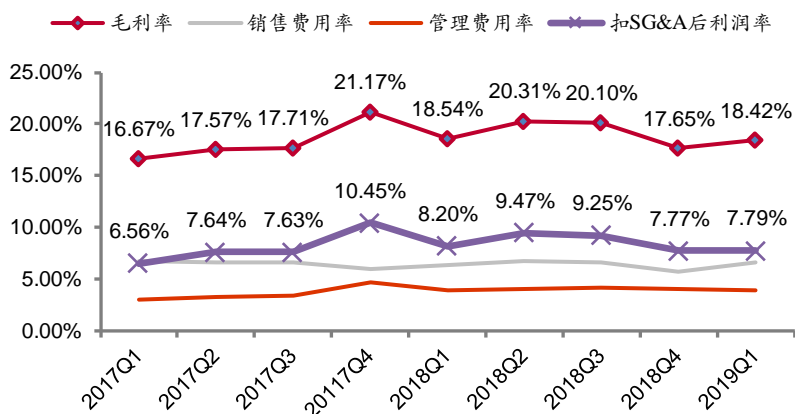
**图表 7: 瑞康医药主要板块收入表现 (亿元)**


来源: 中泰证券研究所, 公司年报

**图表 8: 瑞康医药器械业务分条线表现 (亿元)**


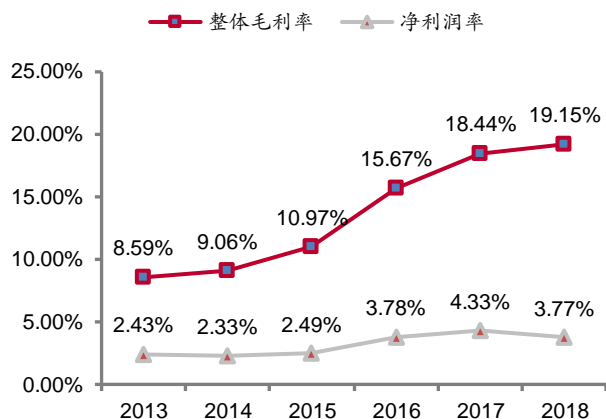
来源: 中泰证券研究所, 公司年报

图表 9: 瑞康医药分季度盈利能力表现情况



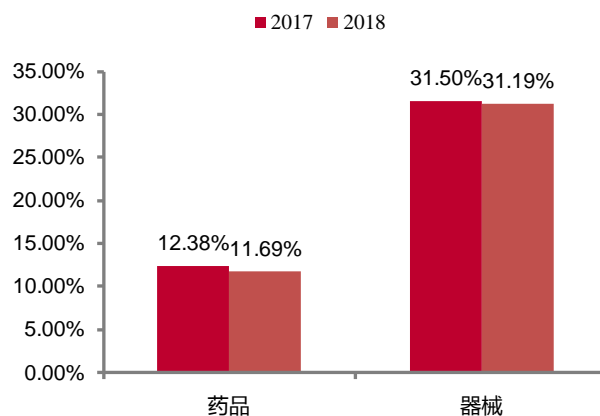
来源: 中泰证券研究所, WIND

图表 10: 瑞康医药毛利率和净利率情况



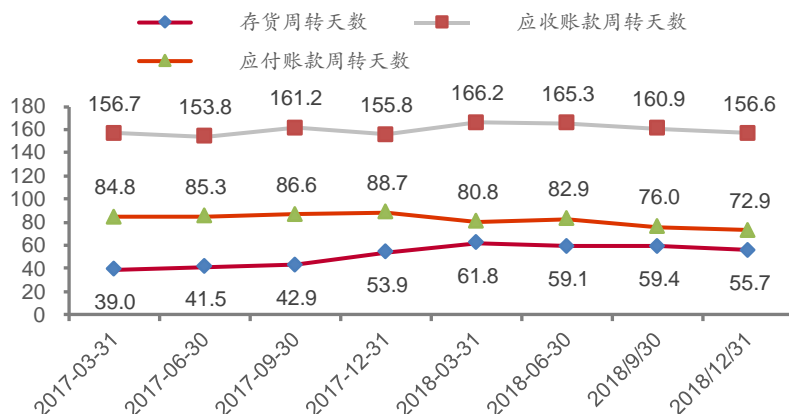
来源: 中泰证券研究所

图表 11: 瑞康医药分业务毛利率情况



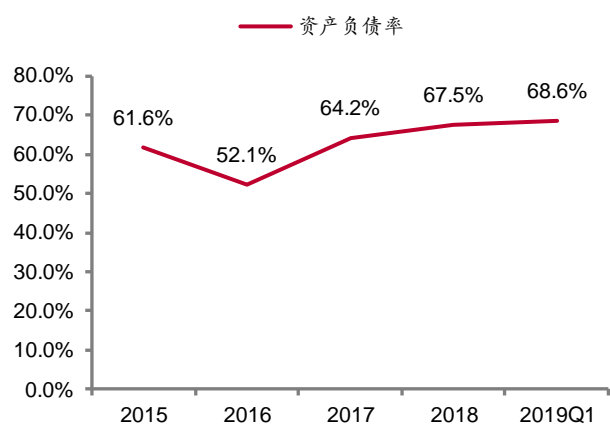
来源: 中泰证券研究所

图表 12: 瑞康医药核心运营能力分季度变动情况



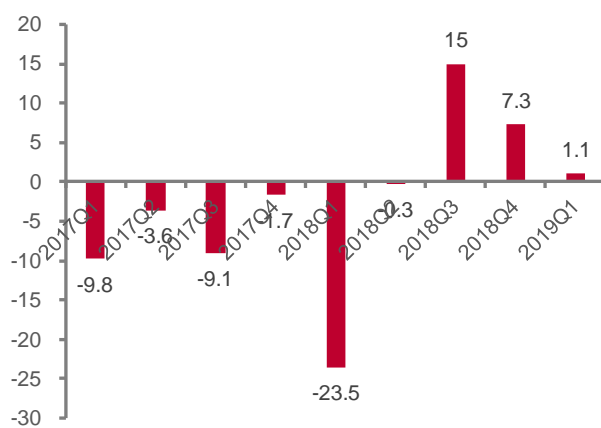
来源: 中泰证券研究所, WIND

图表 13: 瑞康医药近年资产负债率情况



来源: 中泰证券研究所, WIND

图表 14: 瑞康医药经营性现金流表现情况 (亿元)



来源: 中泰证券研究所, WIND

图表 15: 瑞康医药财务预测模型

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	28660	32437	38545	45669	<b>营业收入</b>	33919	40024	48429	58357
现金	3068	3600	4200	4800	营业成本	27425	32498	39648	47974
应收账款	17163	19912	23612	27871	营业税金及附加	126	150	181	218
其他应收款	1343	760	920	1109	营业费用	2165	2582	3148	3676
预付账款	1504	1625	1982	2399	管理费用	1389	1581	1889	2218
存货	4502	5200	6344	7676	财务费用	709	705	839	950
其他流动资产	1080	1340	1488	1815	资产减值损失	802	250	190	100
<b>非流动资产</b>	6176	6298	6611	6603	公允价值变动收益	638	50	50	0
长期投资	91	49	70	59	投资净收益	2	4	3	3
固定资产	1576	1817	1922	1955	<b>营业利润</b>	1974	2312	2588	3224
无形资产	174	213	252	291	营业外收入	9	7	8	8
其他非流动资产	4336	4220	4367	4297	营业外支出	20	13	17	15
<b>资产总计</b>	34836	38735	45157	52272	<b>利润总额</b>	1963	2306	2579	3217
<b>流动负债</b>	21274	22525	26432	31103	所得税	685	692	619	772
短期借款	4914	7438	9128	10887	<b>净利润</b>	1278	1614	1960	2445
应付账款	8721	10712	12838	15674	少数股东损益	499	519	606	804
其他流动负债	7639	4375	4465	4542	<b>归属母公司净利润</b>	779	1095	1354	1641
<b>非流动负债</b>	2256	3240	3745	3744	EBITDA	2951	3170	3603	4368
长期借款	225	1225	1725	1725	EPS (元)	0.52	0.73	0.90	1.09
其他非流动负债	2031	2014	2019	2018					
<b>负债合计</b>	23530	25765	30176	34847	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	2855	3373	3980	4784	<b>会计年度</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
股本	1505	1505	1505	1505	<b>成长能力</b>				
资本公积	3979	3979	3979	3979	营业收入	45.6%	18.0%	21.0%	20.5%
留存收益	2968	4063	5417	7058	营业利润	9.1%	17.1%	11.9%	24.6%
归属母公司股东权益	8451	9597	11001	12641	归属于母公司净利润	-22.8%	40.7%	23.6%	21.2%
<b>负债和股东权益</b>	34836	38735	45157	52272	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	19.1%	18.8%	18.1%	17.8%
					净利率(%)	2.3%	2.7%	2.8%	2.8%
					ROE(%)	9.2%	11.4%	12.3%	13.0%
					ROIC(%)	11.1%	10.6%	11.1%	11.7%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	67.5%	66.5%	66.8%	66.7%
					净负债比率(%)	24.52%	33.63%	35.97%	36.20%
					流动比率	1.35	1.44	1.46	1.47
					速动比率	1.14	1.21	1.22	1.22
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.10	1.09	1.15	1.20
					应收账款周转率	2	2	2	2
					应付账款周转率	3.61	3.34	3.37	3.37
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.52	0.73	0.90	1.09
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.11	0.06	-0.02	0.12
					每股净资产(最新摊薄)	5.62	6.38	7.31	8.40
					<b>估值比率</b>				
					P/E	14.11	10.03	8.11	6.70
					P/B	1.30	1.14	1.00	0.87
					EV/EBITDA	3	3	2	2

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。