# 瑞康医药(002589)/医药商业 调整整合进行中，经营性现金流实现大幅改善

## 评级：买入(维持)

市场价格：7.54

分析师：江琦
执业证书编号：S0740517010002
电话：021-20315150
Email：jiangqi@r.qlzq.com.cn
分析师：王超
执业证书编号：S0740519060001
Email：wangchao@r.qlzq.com.cn

## 基本状况

总股本(百万股)
流通股本(百万股)
市价(元)
市值(百万元)
流通市值(百万元)

## 股价与行业-市场走势对比

## 相关报告

1 瑞康医药(002589)-深度点评：收入保持高增速，核心经营数据不断转好-买入-(中泰证券_江琦_王超)20190430
2 强化内部管控，经营性现金流继续实现大幅改善
3 省外经营实力快速提升，经营性现金流显著改善

## 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 | 38599.29 | 46705.1 | 56279.7 |
| 增长率 yoy% | 49.14% | 45.61% | 13.80% | 21.00% | 20.50% |
| 净利润 | 1008.21 | 778.66 | 918.36 | 1161.61 | 1408.32 |
| 增长率 yoy% | 70.66% | -22.77% | 17.94% | 26.49% | 21.24% |
| 每股收益（元） | 0.67 | 0.52 | 0.61 | 0.77 | 0.94 |
| 每股现金流量 | -1.61 | -0.11 | 0.30 | -0.13 | -0.02 |
| 净资产收益率 | 12.92% | 9.21% | 9.75% | 10.93% | 11.70% |
| P/E | 10.89 | 14.11 | 11.96 | 9.46 | 7.80 |
| PEG | 0.15 | -0.62 | 0.67 | 0.36 | 0.37 |
| P/B | 1.41 | 1.30 | 1.17 | 1.03 | 0.91 |

备注：

## 投资要点

- **事件：公司发布 2019 年半年报，报告期内公司实现营业收入 179.6 亿元，同比增长 15.8%；实现归母净利润 3.83 亿元，同比下降 34.0%，扣非净利润 3.74 亿元，同比下降 35.5%；实现经营性现金流 2.46 亿元，同比实现大幅改善。**

- **点评：**公司中报业绩低于市场预期，其中 Q2 单季度收入和利润增速分别为 10%和-36%；经营性现金流 1.4 亿元。 利润下滑明显的主要原因是公司的销售和财务费用率有较明显的提升。销售费用率为 7.55%，较去年同期提高 0.82%，财务费用率 2.32%，较去年同期提高 0.92%；销售费用的上升主要由于加大器械市场开发、人员投入等增幅较大所致；而财务费用由于自去年 2 季度起公司的供应链金融和公司债等大幅增加，且公司本期的融资利率较去年同期有所增加所致。

- **器械业务延续高增长，药品板块增速放缓。**医疗器械板块配送业务实现营业收入 76.64 亿元，同比增长 32.75%。公司目前已经拥有全国排名第二的器械分销网络。药品业务药品板块总收入 102.24 亿元，同比增长 5.49%。

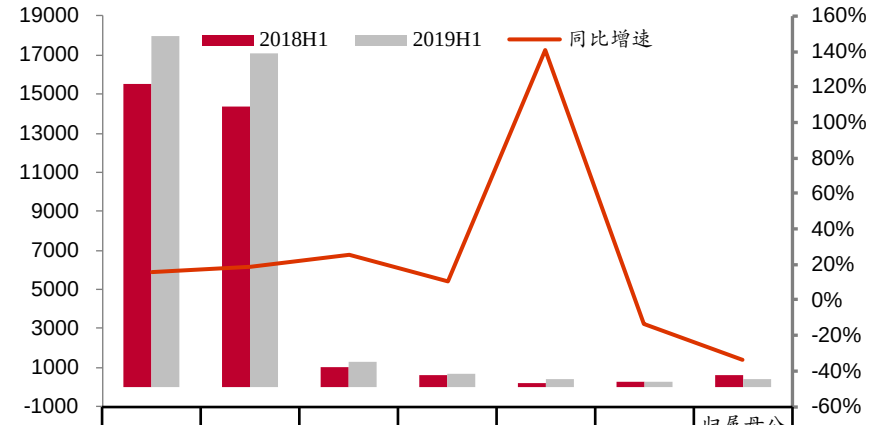
- **重点提升经营质量，经营性现金流表现良好。**报告期内公司注重公司发展质量，调整了业务结构，对于不符合公司战略发展的业务板块和部分经营不善的公司股权置出，上半年以股权转让方式处置 8 家子公司 ，清算注销 2 家子公司。预计下半年仍将有部分子公司置出。于此同时，公司实现了连续 4 个季度经营性现金流为正，且在本年度没有新增 ABS 和 ABN 的工具运用下完成，我们预计全年依然有望为正贡献。

- **2019 为调整整合年，公司的长期成长空间广阔。**自去年下半年起公司的经营重心已由外部扩张变为内部整合及提升经营质量，首要目标为实现现金流的转正，现已连续 4 个季度实现；同时在多种措施下实现统一化管理，管理效益有望逐渐产生。公司是少有具有全国器械分销网络的商业公司，且以专业化推广为经营特色，未来受益于器械流通的市场集中度提升，长期成长空间广阔。

- **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 0.61 元、0.77 元和 0.94 元，我们给予公司 2019 年 16-18 的 PE，对应目标区间 9.8-11.0 元，**维持“买入”评级。**

- **风险事件提示：整合工作不达预期，器械受行业政策影响降价风险。**

## 图表 1：瑞康医药主要财务数据




| | 营业收入 | 营业成本 | 销售费用 | 管理费用 | 财务费用 | 所得税 | 归属母公司净利 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2018H1 | 15,507.5 | 14,387.0 | 1,018.1 | 628.8 | 171.7 | 282.6 | 580.4 |
| 2019H1 | 17,957.3 | 17,094.7 | 1,277.5 | 695.5 | 413.9 | 245.2 | 383.1 |
| 同比增速 | 15.8% | 18.8% | 25.5% | 10.6% | 141.1% | -13.3% | -34.0% |

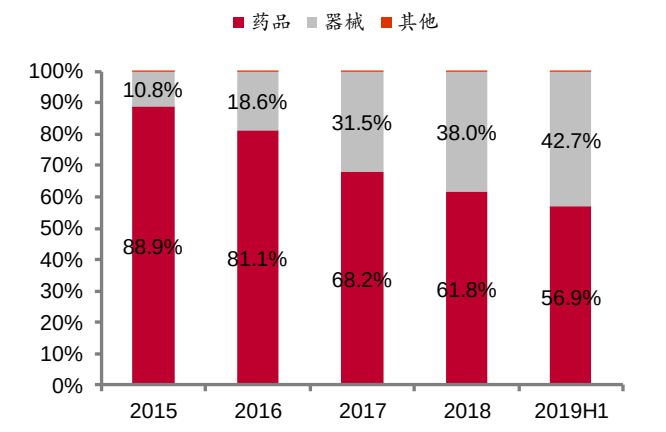
来源：中泰证券研究所，WIND

## 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 | 2019-2Q |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 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 | 9,215.7 |
| 营收同比增长 | 53.5% | 47.3% | 57.6% | 40.4% | 43.2% | 54.7% | 44.5% | 41.0% | 22.6% | 10.0% |
| 营收环比增长 | 5.3% | 8.8% | 15.6% | 6.1% | 7.4% | 17.5% | 8.0% | 3.5% | -6.6% | 5.4% |
| 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 | 7,425.4 |
| 营业费用 | 333.7 | 357.2 | 418.6 | 395.7 | 454.5 | 563.7 | 605.2 | 541.2 | 582.1 | 695.5 |
| 管理费用 | 148.8 | 180.5 | 212.4 | 315.7 | 283.1 | 345.7 | 376.2 | 383.6 | 347.1 | 348.5 |
| 财务费用 | 20.6 | 39.7 | 53.5 | 121.0 | 62.3 | 109.4 | 292.1 | 245.6 | 208.6 | 205.3 |
| 营业利润 | 482.5 | 352.0 | 381.7 | 594.1 | 487.4 | 643.2 | 525.7 | 317.7 | 402.8 | 470.9 |
| 利润总额 | 489.8 | 357.0 | 396.6 | 567.0 | 484.5 | 642.5 | 523.9 | 311.7 | 401.0 | 473.7 |
| 所得税 | 119.5 | 79.9 | 95.0 | 147.6 | 117.1 | 165.5 | 117.2 | 285.0 | 115.4 | 129.8 |
| 归母净利润 | 292.0 | 222.1 | 208.2 | 285.9 | 280.3 | 300.1 | 253.0 | -54.7 | 189.9 | 193.2 |
| 同比增长 | 241.7% | 68.6% | 34.1% | 30.9% | -4.0% | 35.1% | 21.5% | -119.1% | -32.3% | -36% |
| 少数股东损益 | 78.3 | 55.0 | 93.4 | 133.5 | 87.1 | 176.9 | 153.7 | 81.5 | 95.7 | 150.7 |
| 经营性现金流 | -978.3 | -361.7 | -908.6 | -173.3 | -2,348.1 | -34.0 | 1,498.1 | 714.6 | 104.5 | 142.2 |
| 毛利率 | 16.67% | 17.58% | 17.71% | 21.17% | 18.54% | 20.31% | 20.10% | 17.65% | 18.42% | 19.43% |
| 销售费用率 | 6.70% | 6.60% | 6.69% | 5.96% | 6.37% | 6.73% | 6.69% | 5.78% | 6.66% | 7.55% |
| 管理费用率 | 2.99% | 3.33% | 3.39% | 4.75% | 3.97% | 4.13% | 4.16% | 4.10% | 3.97% | 3.78% |
| 财务费用率 | 0.41% | 0.73% | 0.86% | 1.82% | 0.87% | 1.31% | 3.23% | 2.62% | 2.39% | 2.23% |

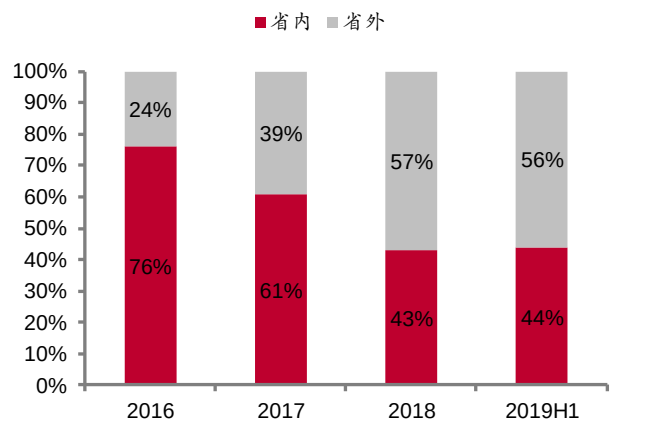
来源：中泰证券研究所，WIND

**图表 3：瑞康医药营业收入构成变化情况**



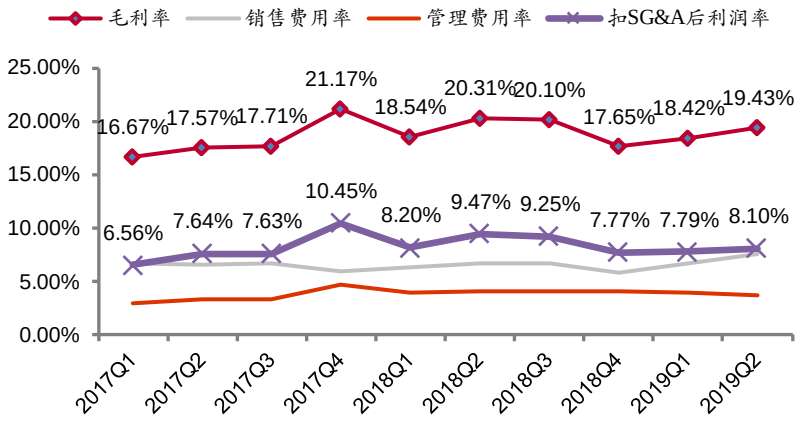

来源：中泰证券研究所，公司公告

**图表 4：瑞康医药省内和省外收入占比变化情况**



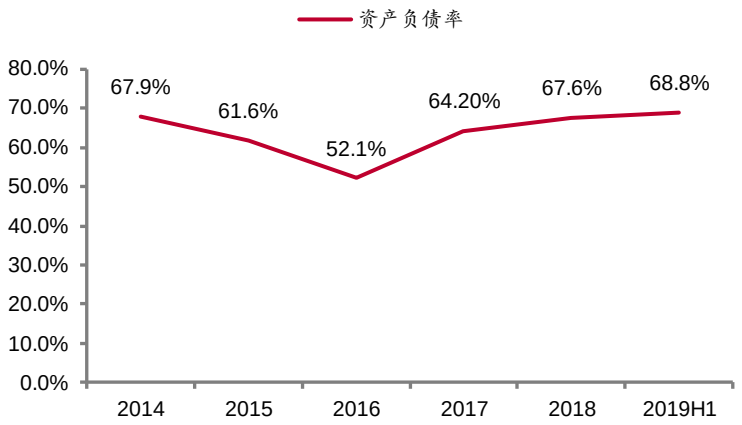

来源：中泰证券研究所，公司公告

**图表 5：瑞康医药盈利能力变化情况**



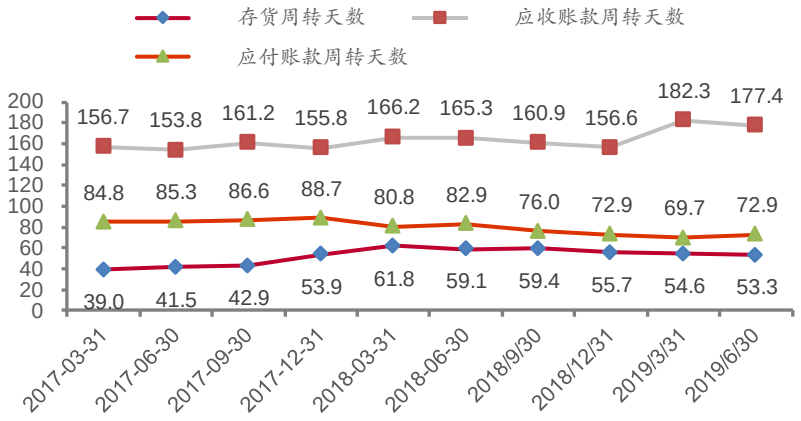

来源：中泰证券研究所，公司公告

**图表 6：瑞康医药资产负债率变化情况**




来源：中泰证券研究所，公告

**图表 7：瑞康医药营运能力表现情况**




来源：中泰证券研究所，公司公告

## 图表 8：瑞康医药财务预测模型

**资产负债表** 单位：百万元

| 会计年度 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|
| **流动资产** | 28660 | 31443 | 37360 | 44259 |
| 现金 | 3068 | 3600 | 4200 | 4800 |
| 应收账款 | 17163 | 19203 | 22771 | 26879 |
| 其他应收款 | 1343 | 733 | 887 | 1069 |
| 预付账款 | 1504 | 1573 | 1919 | 2322 |
| 存货 | 4502 | 5033 | 6140 | 7430 |
| 其他流动资产 | 1080 | 1300 | 1443 | 1759 |
| **非流动资产** | 6176 | 6298 | 6611 | 6603 |
| 长期投资 | 91 | 49 | 70 | 59 |
| 固定资产 | 1576 | 1817 | 1922 | 1955 |
| 无形资产 | 174 | 213 | 252 | 291 |
| 其他非流动资产 | 4336 | 4220 | 4367 | 4297 |
| **资产总计** | 34836 | 37741 | 43972 | 50861 |
| **流动负债** | 21274 | 21791 | 25786 | 30578 |
| 短期借款 | 4914 | 7056 | 8904 | 10877 |
| 应付账款 | 8721 | 10369 | 12426 | 15171 |
| 其他流动负债 | 7639 | 4367 | 4456 | 4530 |
| **非流动负债** | 2256 | 3240 | 3745 | 3744 |
| 长期借款 | 225 | 1225 | 1725 | 1725 |
| 其他非流动负债 | 2031 | 2014 | 2019 | 2018 |
| **负债合计** | 23530 | 25031 | 29531 | 34322 |
| 少数股东权益 | 2855 | 3290 | 3810 | 4500 |
| 股本 | 1505 | 1505 | 1505 | 1505 |
| 资本公积 | 3979 | 3979 | 3979 | 3979 |
| 留存收益 | 2968 | 3886 | 5048 | 6456 |
| 归属母公司股东权益 | 8451 | 9420 | 10631 | 12040 |
| **负债和股东权益** | 34836 | 37741 | 43972 | 50861 |

**现金流量表** 单位：百万元

| 会计年度 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|
| **经营活动现金流** | -169 | 459 | -498 | -33 |
| 净利润 | 1278 | 1353 | 1682 | 2099 |
| 折旧摊销 | 267 | 153 | 176 | 194 |
| 财务费用 | 709 | 694 | 822 | 944 |
| 投资损失 | -2 | -4 | -3 | -3 |
| 营运资金变动 | -2593 | -3404 | -3207 | -3519 |
| 其他经营现金流 | 171 | 1666 | 32 | 254 |
| **投资活动现金流** | -1579 | -358 | -428 | -196 |
| 资本支出 | 604 | 150 | 150 | 150 |
| 长期投资 | -85 | -40 | 21 | -11 |
| 其他投资现金流 | -1060 | -248 | -257 | -57 |
| **筹资活动现金流** | 2270 | 1981 | 1526 | 1029 |
| 短期借款 | 1259 | 2142 | 1848 | 1973 |
| 长期借款 | -442 | 1000 | 500 | 0 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | -31 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | 1484 | -1161 | -822 | -944 |
| **现金净增加额** | 522 | 532 | 600 | 600 |

**利润表** 单位：百万元

| 会计年度 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | 33919 | 38599 | 46705 | 56280 |
| 营业成本 | 27425 | 31456 | 38376 | 46435 |
| 营业税金及附加 | 126 | 145 | 174 | 211 |
| 营业费用 | 2165 | 2644 | 3153 | 3686 |
| 管理费用 | 1389 | 1525 | 1822 | 2139 |
| 财务费用 | 709 | 694 | 822 | 944 |
| 资产减值损失 | 802 | 250 | 190 | 100 |
| 公允价值变动收益 | 638 | 50 | 50 | 0 |
| 投资净收益 | 2 | 4 | 3 | 3 |
| **营业利润** | 1974 | 1939 | 2221 | 2769 |
| 营业外收入 | 9 | 7 | 8 | 8 |
| 营业外支出 | 20 | 13 | 17 | 15 |
| **利润总额** | 1963 | 1933 | 2213 | 2761 |
| 所得税 | 685 | 580 | 531 | 663 |
| **净利润** | 1278 | 1353 | 1682 | 2099 |
| 少数股东损益 | 499 | 435 | 520 | 690 |
| **归属母公司净利润** | 779 | 918 | 1162 | 1408 |
| EBITDA | 2951 | 2786 | 3220 | 3906 |
| EPS（元） | 0.52 | 0.61 | 0.77 | 0.94 |

**主要财务比率**

| 会计年度 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | |
| 营业收入 | 45.6% | 13.8% | 21.0% | 20.5% |
| 营业利润 | 9.1% | -1.8% | 14.5% | 24.6% |
| 归属于母公司净利润 | -22.8% | 17.9% | 26.5% | 21.2% |
| **获利能力** | | | | |
| 毛利率(%) | 19.1% | 18.5% | 17.8% | 17.5% |
| 净利率(%) | 2.3% | 2.4% | 2.5% | 2.5% |
| ROE(%) | 9.2% | 9.7% | 10.9% | 11.7% |
| ROIC(%) | 11.1% | 9.6% | 10.2% | 10.8% |
| **偿债能力** | | | | |
| 资产负债率(%) | 67.5% | 66.3% | 67.2% | 67.5% |
| 净负债比率(%) | 24.52% | 33.08% | 36.00% | 36.72% |
| 流动比率 | 1.35 | 1.44 | 1.45 | 1.45 |
| 速动比率 | 1.14 | 1.21 | 1.21 | 1.20 |
| **营运能力** | | | | |
| 总资产周转率 | 1.10 | 1.06 | 1.14 | 1.19 |
| 应收账款周转率 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 应付账款周转率 | 3.61 | 3.30 | 3.37 | 3.37 |
| **每股指标（元）** | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.52 | 0.61 | 0.77 | 0.94 |
| 每股经营现金流(最新摊 | -0.11 | 0.30 | -0.13 | -0.02 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 5.62 | 6.26 | 7.07 | 8.00 |
| **估值比率** | | | | |
| P/E | 14.11 | 11.96 | 9.46 | 7.80 |
| P/B | 1.30 | 1.17 | 1.03 | 0.91 |
| EV/EBITDA | 3 | 3 | 3 | 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。