

瑞康医药(002589)/医药商业

Q3 业绩略低于预期,运营端数据持续改善

评级: 买入(维持)

市场价格: 7.20

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)	1505
流通股本(百万股)	1163
市价(元)	7.20
市值(亿元)	108
流通市值(亿元)	83.7

股价与行业-市场走势对比
相关报告

- 1 瑞康医药(002589)-公司点评: 调整整合进行中, 经营性现金流实现大幅改善-买入-(中泰证券_江琦)20190829
- 2 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
- 3 强化内部管控, 经营性现金流继续实现大幅改善

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	37920.92	45884.3	55290.6
增长率 yoy%	49.14%	45.61%	11.80%	21.00%	20.50%
净利润	1008.21	778.66	808.86	1005.96	1211.69
增长率 yoy%	70.66%	-22.77%	3.88%	24.37%	20.45%
每股收益(元)	0.67	0.52	0.54	0.67	0.81
每股现金流量	-1.61	-0.11	0.39	-0.24	-0.17
净资产收益率	12.92%	9.21%	8.69%	9.70%	10.47%
P/E	10.89	14.11	13.58	10.92	9.07
PEG	0.15	-0.62	3.50	0.45	0.44
P/B	1.41	1.30	1.18	1.06	0.95

备注:

投资要点

- **事件:** 公司发布 2019 年 3 季报, 报告期内公司实现营业收入 269.44 亿元, 同比增长 9.7%, 实现净利润 5.79 亿元, 同比下降 30.56%; Q3 单季实现营业收入 89.87 亿元, 同比下降 0.68%; 实现扣非净利润 2.12 亿, 同比下降 15.6%; 实现经营性现金流 20.05 亿元。
- **点评:** 公司 Q3 业绩略低于市场预期, 财务费用控制良好。公司单季度收入增速同比略微下滑, 我们认为主要由于公司去年底至今置出部分经营不善的子公司所致。3 季度毛利率 20.28%, 同比上升 0.18%; 销售费用率 8.01%, 同比上升 1.32%; 管理费用率 4.22%, 同比上升 0.06%; 我们认为毛利率和销售费用率的提升主要由于器械销售和 CSO 业务的占比提升所致; 财务费用率 2.67%, 同比下降 0.56% 实现了大幅改善。
- **经营性现金流表现良好, 运营数据实现大幅改善。** Q3 单季度实现现金流超过 20 亿元, 公司对应收账款和预付账款均实现了良好的控制, 于此同时供应链金融的使用预计也有较大贡献; 公司的应收账款周转天数环比降低 7 天、存货周转天数环比下降 1 天, 公司的运营数据进一步向健康方向发展。
- **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 5 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:** 由于公司本年度收入增长放缓, 财务费用增加幅度较多, 我们调整公司的盈利预测, 原预测 2019-2021 年公司的每股收益分别为 0.61 元、0.77 元和 0.94 元, 现调整为 0.54 元、0.67 元和 0.81 元, 经过本年度经营调整后我们预计公司有望回归良性的增长状态, 给予公司 2020 年 16-18 的 PE, 对应目标区间 10.7-12.1 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: 瑞康医药分季度财务数据情况

	2017-1Q	2017-2Q	2017-3Q	2017-4Q	2018-1Q	2018-2Q	2018-3Q	2018-4Q	2019-1Q	2019-2Q	2019-3Q
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	8,987.0
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%	-0.7%
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%	-2.5%
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	7,164.3
营业费用	333.7	357.2	418.6	395.7	454.5	563.7	605.2	541.2	582.1	695.5	719.8
管理费用	148.8	180.5	212.4	315.7	283.1	345.7	376.2	383.6	347.1	348.5	378.8
财务费用	20.6	39.7	53.5	121.0	62.3	109.4	292.1	245.6	208.6	205.3	239.8
营业利润	482.5	352.0	381.7	594.1	487.4	643.2	525.7	317.7	402.8	470.9	430.5
利润总额	489.8	357.0	396.6	567.0	484.5	642.5	523.9	311.7	401.0	473.7	427.1
所得税	119.5	79.9	95.0	147.6	117.1	165.5	117.2	285.0	115.4	129.8	111.7
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	195.6
同比增长	241.7%	68.6%	34.1%	30.9%	-4.0%	35.1%	21.5%	-119.1%	-32.3%	-36%	-23%
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	119.8
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	2,005.0
毛利率	16.67%	17.58%	17.71%	21.17%	18.54%	20.31%	20.10%	17.65%	18.42%	19.43%	20.28%
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%	8.01%
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%	4.22%
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%	2.67%

来源：中泰证券研究所

图表 2: 瑞康医药财务预测模型

资产负债表					利润表				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	28660	30975	36804	43596	营业收入	33919	37921	45884	55291
现金	3068	3600	4200	4800	营业成本	27425	30990	37808	45747
应收账款	17163	18866	22371	26407	营业税金及附加	126	142	171	207
其他应收款	1343	720	872	1051	营业费用	2165	2711	3235	3804
预付账款	1504	1549	1890	2287	管理费用	1389	1536	1789	2101
存货	4502	4958	6049	7320	财务费用	709	691	820	952
其他流动资产	1080	1281	1421	1732	资产减值损失	802	265	190	100
非流动资产	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	营业利润	1974	1640	1925	2383
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
资产总计	34836	37273	43415	50199	利润总额	1963	1634	1916	2376
流动负债	21274	21501	25631	30610	所得税	685	458	460	570
短期借款	4914	6923	8939	11140	净利润	1278	1177	1456	1806
应付账款	8721	10215	12242	14946	少数股东损益	499	368	450	594
其他流动负债	7639	4363	4451	4525	归属母公司净利润	779	809	1006	1212
非流动负债	2256	3240	3745	3744	EBITDA	2951	2483	2921	3529
长期借款	225	1225	1725	1725	EPS (元)	0.52	0.54	0.67	0.81
其他非流动负债	2031	2014	2019	2018					
负债合计	23530	24741	29376	34354	主要财务比率				
少数股东权益	2855	3222	3673	4267	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
股本	1505	1505	1505	1505	成长能力				
资本公积	3979	3979	3979	3979	营业收入	45.6%	11.8%	21.0%	20.5%
留存收益	2968	3776	4782	5994	营业利润	9.1%	-16.9%	17.4%	23.8%
归属母公司股东权益	8451	9310	10366	11578	归属于母公司净利润	-22.8%	3.9%	24.4%	20.5%
负债和股东权益	34836	37273	43415	50199	获利能力				
					毛利率(%)	19.1%	18.3%	17.6%	17.3%
					净利率(%)	2.3%	2.1%	2.2%	2.2%
					ROE(%)	9.2%	8.7%	9.7%	10.5%
					ROIC(%)	11.1%	8.9%	9.4%	9.8%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	67.5%	66.4%	67.7%	68.4%
					净负债比率(%)	24.52%	32.94%	36.30%	37.45%
					流动比率	1.35	1.44	1.44	1.42
					速动比率	1.14	1.21	1.20	1.19
					营运能力				
					总资产周转率	1.10	1.05	1.14	1.18
					应收账款周转率	2	2	2	2
					应付账款周转率	3.61	3.27	3.37	3.37
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.52	0.54	0.67	0.81
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.11	0.39	-0.24	-0.17
					每股净资产(最新摊薄)	5.62	6.19	6.89	7.69
					估值比率				
					P/E	14.11	13.58	10.92	9.07
					P/B	1.30	1.18	1.06	0.95
					EV/EBITDA	3	4	3	3

现金流量表				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	-169	588	-668	-253
净利润	1278	1177	1456	1806
折旧摊销	267	153	176	194
财务费用	709	691	820	952
投资损失	-2	-4	-3	-3
营运资金变动	-2593	-3092	-3149	-3454
其他经营现金流	171	1663	32	253
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	1852	1696	1249
短期借款	1259	2009	2015	2201
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	-1158	-820	-952
现金净增加额	522	532	600	600

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。