

## 瑞康医药(002589)/医药商业

## 商誉减值影响业绩表现, 调整期砥砺前行

**评级: 买入(维持)**

市场价格: 5.15

分析师: 江琦

执业证书编号: S0740517010002

电话: 021-20315150

Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	1505
流通股本(百万股)	1140
市价(元)	5.15
市值(百万元)	7749
流通市值(百万元)	5988

**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	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	33918.53	35258.51	38713.84	43901.50	50881.84
增长率 yoy%	45.61%	3.95%	9.80%	13.40%	15.90%
净利润	771.18	-927.80	590.88	666.37	736.06
增长率 yoy%	-23.51%	-220.31%	-36.31%	12.78%	10.46%
每股收益(元)	0.51	-0.62	0.39	0.44	0.49
每股现金流量	-0.13	1.39	-1.15	1.01	-0.51
净资产收益率	9.09%	-12.91%	7.33%	7.59%	7.74%
P/E	9.93	-8.25	12.96	11.49	10.41
PEG	-0.42	0.04	-0.36	0.90	0.99
P/B	0.90	1.07	0.95	0.87	0.81

备注: 数据截止 2020/4/28

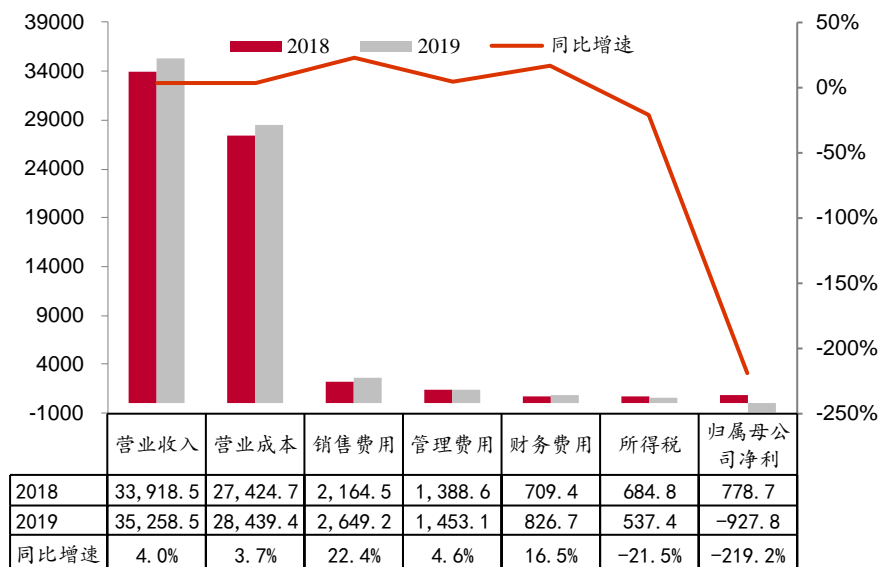
**投资要点**

- **事件:** (1) 公司发布 2019 年年报, 报告期内公司实现营收 352.59 亿, 同比增长 3.95%; 实现归母净利润-9.28 亿, 同比下降 220.31%; 实现扣非归母净利润-11.36 亿, 同比下降 494.71%; (2) 公司发布 2020 年 1 季报, 报告期内公司实现营收 57.64 亿, 同比下降 34.07%; 归母净利润 9560.51 万, 同比下降 49.65%; 扣非归母净利润 7601.11 万, 同比下降 60.19%。
- **点评:** 2019 年商誉减值拖累业绩表现, 2020 年轻装上阵。2019 年公司归母净利润亏损 9.28 亿元, 主要是因为计提商誉减值准备 18.37 亿元; 若剔除计提商誉减值影响以及因此带来的合并利润表冲回公允价值变动收益 1.75 亿元, 2019 年实现归母净利润为 7.34 亿元, 与上期基本持平。本次计提减值后, 商誉账面余额 12.64 亿元, 为 2020 年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。
- **疫情冲击下 Q1 业绩表现略低于预期。** 一季度受新冠疫情影响业务开展受限, 公司实现营收 57.64 亿 (-34.07%); 归母净利润 9560.51 万 (-49.65%); 扣非归母净利润 7601.11 万 (-60.19%)。Q1 整体毛利率 18.47%, 同比下降 0.05pp; 销售费用率 6.73%, 同比上升 0.07pp; 管理费用率 4.66%, 同比上升 0.69pp; 财务费用率 2.98%, 同比上升 0.6pp。费用端绝对值较上年同期有所减少, 其中销售费用同比减少 33.4%。费用率有所提升是因为 Q1 收入增速放缓所致。
- **费用端承压的情况下毛利率仍有提升, 现金流表现良好。** 2019 年公司毛利率 19.34%, 同比增长 0.19pp; 三项费用率均有所上升, 其中销售费用率为 6.51%, 同比上升 1.13pp, 系公司在 2019 年加大对医疗器械、CSO 业务的推广力度所致; 管理费用为 4.14%, 同比增长 0.05pp; 财务费用率 2.34, 同比增长 0.25pp。资产负债率 68.4%, 同比提升 0.09pp, 与上年度基本持平。2019 年末经营性现金流净额 20.95 亿, 由负转正, 一方面是因为公司优化业务结构, 强化应收账款回款管理、优化库存账期, 运营效率有所提升; 另一方面供应链产业基金、保理融资和资产证券化等新型融资工具亦起到重要作用。
- **省内省外齐, 器械业务发展势头良好。** 公司已实现 31 省市地区的商业网络覆盖, 下游终端客户近 6 万家。2019 年山东地区收入 152.28 亿元, 占比 43.29%; 省外销售收入 199.49 亿元, 占比 56.71%。医疗器械业务进一步向省外拓展, 实现医疗器械和医用耗材业务的快速增长。2019 年器械板块实现收入 136.64

亿元，同比增长 6.12%，高于公司整体收入增速。其中 IVD 检验板块销售收入 71.43 亿元，同比增长 9.52%，按规模已处于国内前列。药品板块总收入 214.46 亿元，同比增长 2.45%，受行业政策影响增速有所放缓。

- **内生整合过程进行时，公司的长期成长空间广阔。**自 2018 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，现已多个季度实现；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 2020-2022 年公司实现营收 387.14 亿、439.02 亿、508.82 亿，分别同比增长 9.8%、13.4%、15.9%；实现净利润 5.91 亿、6.66 亿、7.36 亿，对应 EPS 分别为 0.39 元、0.44 元、0.49 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；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 (单位: 百万)

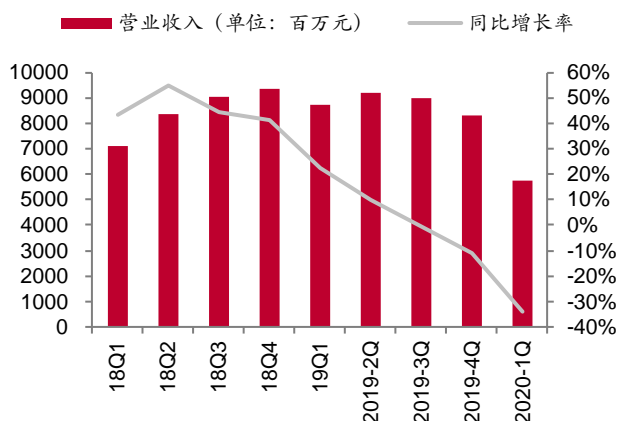


来源: 中泰证券研究所, WIND

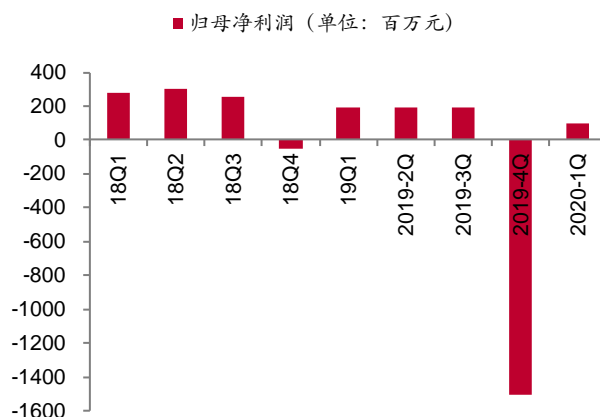
图表 2: 瑞康医药分季度财务数据 (单位: 百万)

	2017-3Q	2017-4Q	2018-1Q	2018-2Q	2018-3Q	2018-4Q	2019-1Q	2019-2Q	2019-3Q	2019-4Q	2020-1Q
营业收入	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	8,314.2	5,763.6
营收同比增长	57.6%	40.4%	43.2%	54.7%	44.5%	41.0%	22.6%	10.0%	-0.7%	-11.2%	-34.1%
营收环比增长	15.6%	6.1%	7.4%	17.5%	8.0%	3.5%	-6.6%	5.4%	-2.5%	-7.5%	-30.7%
营业成本	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	6,718.2	4,705.0
营业费用	418.6	395.7	454.5	563.7	605.2	541.2	582.1	695.5	719.8	651.8	387.7
管理费用	212.4	315.7	283.1	345.7	376.2	383.6	347.1	348.5	378.8	378.7	268.3
财务费用	53.5	121.0	62.3	109.4	292.1	245.6	208.6	205.3	239.8	172.9	171.9
营业利润	381.7	594.1	487.4	643.2	525.7	317.7	402.8	470.9	430.5	-1,174.4	197.4
利润总额	396.6	567.0	484.5	642.5	523.9	311.7	401.0	473.7	427.1	-1,199.4	178.6
所得税	95.0	147.6	117.1	165.5	117.2	285.0	115.4	129.8	111.7	180.5	18.3
归母净利润	208.2	285.9	280.3	300.1	253.0	-54.7	189.9	193.2	195.6	-1,506.5	95.6
同比增长	34.1%	30.9%	-4.0%	35.1%	21.5%	-119.1%	-32.3%	-36%	-23%	2653%	-50%
少数股东损益	93.4	133.5	87.1	176.9	153.7	81.5	95.7	150.7	119.8	126.6	64.7
经营性现金流	-908.6	-173.3	-2,348.1	-34.0	1,498.1	714.6	104.5	142.2	2,005.0	-157.2	161.0
毛利率	17.71%	21.17%	18.54%	20.31%	20.10%	17.65%	18.42%	19.43%	20.28%	19.20%	18.37%
销售费用率	6.69%	5.96%	6.37%	6.73%	6.69%	5.78%	6.66%	7.55%	8.01%	7.84%	6.73%
管理费用率	3.39%	4.75%	3.97%	4.13%	4.16%	4.10%	3.97%	3.78%	4.22%	4.55%	4.66%
财务费用率	0.86%	1.82%	0.87%	1.31%	3.23%	2.62%	2.39%	2.23%	2.67%	2.08%	2.98%

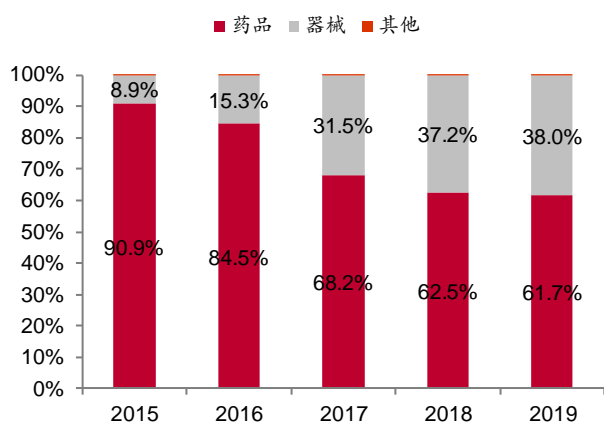
来源: 中泰证券研究所, WIND

**图表 3: 瑞康医药分季度收入情况 (百万)**


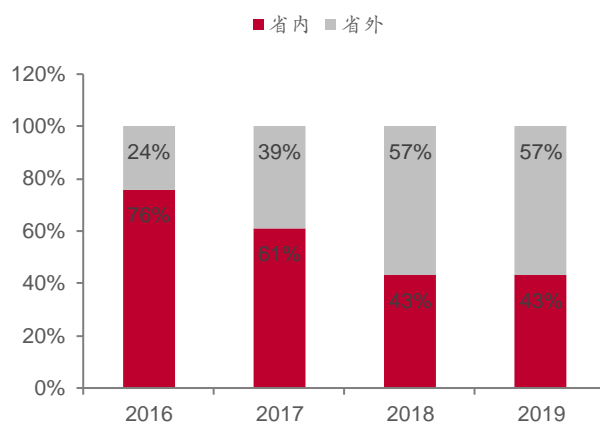
来源: 中泰证券研究所, WIND

**图表 4: 瑞康医药分季度净利润情况 (百万)**


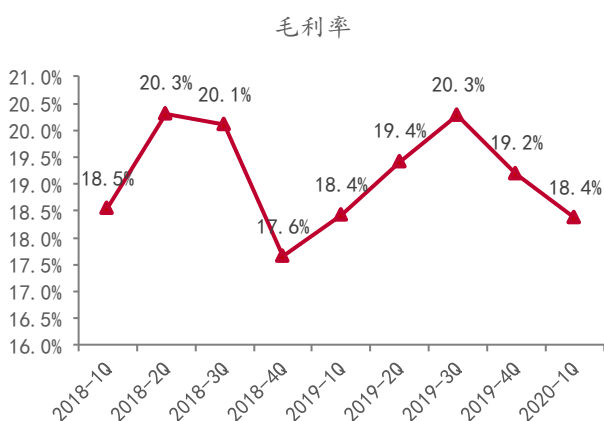
来源: 中泰证券研究所, WIND

**图表 5: 瑞康医药的主要业务结构占比**


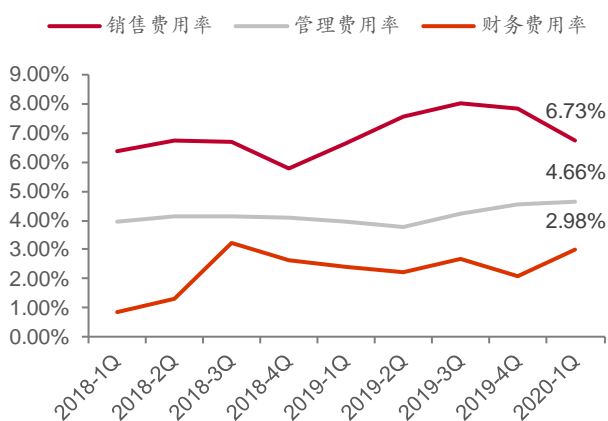
来源: 中泰证券研究所, 公司年报

**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

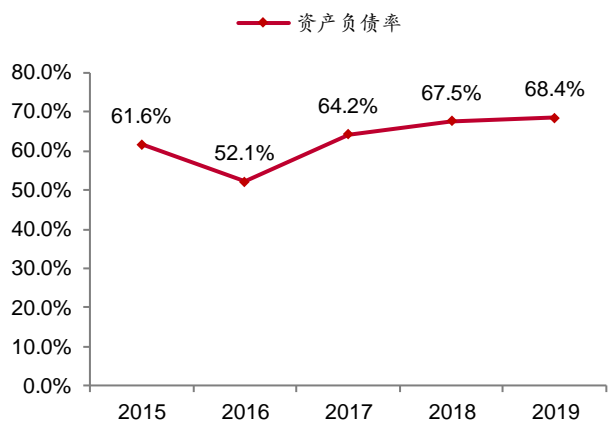
**图表 7: 瑞康医药分季度毛利率情况**


来源: 中泰证券研究所, 公司公告

**图表 8: 瑞康医药分季度三项费用率**


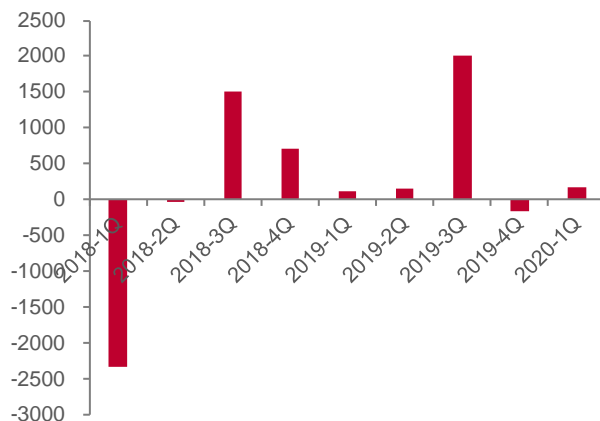
来源: 中泰证券研究所, 公司公告

图表 9: 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 10: 瑞康医药经营性现金流表现情况 (百万)



来源: 中泰证券研究所, WIND

图表 11: 瑞康医药财务预测模型

资产负债表					利润表				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	27757	31600	35364	40581	<b>营业收入</b>	35259	38714	43901	50882
现金	4830	3600	4200	4800	营业成本	28439	32136	36732	42830
应收账款	15639	19260	21404	24301	营业税金及附加	142	150	173	199
其他应收款	1053	736	834	967	营业费用	2649	2768	3095	3501
预付账款	1179	1607	1837	2141	管理费用	1453	1568	1712	1934
存货	3648	5142	5877	6853	财务费用	827	689	799	889
其他流动资产	1409	1255	1212	1519	资产减值损失	-1836	265	190	100
<b>非流动资产</b>	4708	7076	7265	7193	公允价值变动收益	175	50	50	0
长期投资	256	173	215	194	投资净收益	60	31	45	38
固定资产	1870	2193	2296	2281	<b>营业利润</b>	130	1218	1295	1468
无形资产	220	255	290	325	营业外收入	15	12	14	13
其他非流动资产	2363	4455	4465	4394	营业外支出	43	36	40	38
<b>资产总计</b>	32465	38675	42629	47774	<b>利润总额</b>	102	1194	1269	1443
<b>流动负债</b>	20660	24234	26673	30721	所得税	537	334	305	346
短期借款	5192	8400	8485	11089	<b>净利润</b>	-435	859	965	1097
应付账款	5304	6230	6985	8224	少数股东损益	493	269	298	361
其他流动负债	10164	9603	11202	11407	<b>归属母公司净利润</b>	-928	591	666	736
<b>非流动负债</b>	1552	3049	3549	3549	EBITDA	1286	2124	2349	2638
长期借款	27	1027	1527	1527	EPS (元)	-0.62	0.39	0.44	0.49
其他非流动负债	1526	2022	2022	2022					
<b>负债合计</b>	22213	27283	30222	34270	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	3066	3335	3633	3994	<b>会计年度</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
股本	1505	1505	1505	1505	<b>成长能力</b>				
资本公积	3950	3950	3950	3950	营业收入	4.0%	9.8%	13.4%	15.9%
留存收益	1962	2553	3219	3955	营业利润	-93.4%	839.0%	6.3%	13.4%
归属母公司股东权益	7186	8058	8774	9510	归属于母公司净利润	-220.3%	-36.3%	12.8%	10.5%
<b>负债和股东权益</b>	32465	38675	42629	47774	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	19.3%	17.0%	16.3%	15.8%
					净利率(%)	-2.6%	1.5%	1.5%	1.4%
					ROE(%)	-12.9%	7.3%	7.6%	7.7%
					ROIC(%)	-34.9%	7.3%	8.1%	7.9%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	68.4%	70.5%	70.9%	71.7%
					净负债比率(%)	23.75%	34.55%	33.13%	36.81%
					流动比率	1.34	1.30	1.33	1.32
					速动比率	1.17	1.09	1.11	1.10
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.05	1.09	1.08	1.13
					应收账款周转率	2	2	2	2
					应付账款周转率	5.26	5.57	5.56	5.63
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	-0.62	0.39	0.44	0.49
					每股经营现金流(最新摊)	1.39	-1.15	1.01	-0.51
					每股净资产(最新摊薄)	4.78	5.36	5.83	6.32
					<b>估值比率</b>				
					P/E	-8.25	12.96	11.49	10.41
					P/B	1.07	0.95	0.87	0.81
					EV/EBITDA	9	6	5	4

现金流量表				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	2095	-1727	1220	-764
净利润	-435	859	965	1097
折旧摊销	329	217	255	281
财务费用	827	689	799	889
投资损失	-60	-31	-45	-38
营运资金变动	-53	-4725	-836	-3204
其他经营现金流	1486	1262	83	212
<b>投资活动现金流</b>	-1319	-2512	-406	-151
资本支出	935	150	150	150
长期投资	-199	97	41	-21
其他投资现金流	-583	-2265	-215	-22
<b>筹资活动现金流</b>	-268	4559	-214	1715
短期借款	279	3208	85	2604
长期借款	-199	1000	500	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-64	0	0	0
其他筹资现金流	-283	352	-799	-889
<b>现金净增加额</b>	508	-1230	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。