

瑞康医药(002589)/医药商业

切入药品推广新业务, 资本充裕保障持续发展

评级: 买入(维持)

市场价格: 15.51

目标价格: 21-24

分析师: 江琦

执业证书编号: S0740517010002

电话: 021-20315150

Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

联系人: 王超

Email: wangchao@r.qlzq.com.cn

公司盈利预测及估值

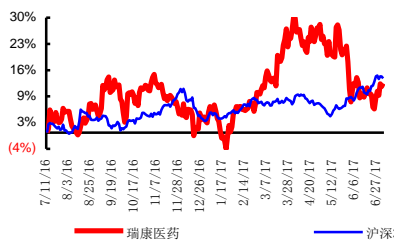
指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	9,749.96	15,618.67	24,214.9	32,631.6	40,826.0
增长率 yoy%	25.23%	60.19%	55.04%	34.76%	25.11%
净利润	235.94	590.76	1,059.47	1,407.38	1,780.37
增长率 yoy%	30.36%	150.39%	79.34%	32.84%	26.50%
每股收益(元)	0.43	0.90	0.70	0.94	1.18
每股现金流量	-0.84	-2.69	-0.19	-0.49	-0.19
净资产收益率	7.39%	8.59%	13.45%	15.16%	16.09%
P/E	84.40	35.94	21.87	16.46	13.02
PEG	2.78	0.24	0.28	0.50	0.49
P/B	6.23	3.09	2.94	2.50	2.09

备注:

基本状况

总股本(百万股)	1,505
流通股本(百万股)	696
市价(元)	15.51
市值(百万元)	23,338
流通市值(百万元)	10,799

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 业绩快速增长, 平台整合效应显现, 新业务模式开启 2017-04-25
- 2 器械全国分销网络加速布局, 业绩进入高速增长期 2017-03-31
- 3 瑞康医药(002589)-公司深度研究: 全国网络布局提速, 打造新型商业平台 2017-02-12

投资要点

- **核心观点: 瑞康医药 2016 年已转型为全国性药品、器械分销推广综合性商业公司, 公司执行能力强, 创新业务驱动发展, 各项业务盈利水平平均居于国内前茅。公司目前经营良好, 业务拓展顺利, 全国器械分销网络有望于 2017 年底初步建设完成, 高毛利的器械业务占比有望达 30%以上, 公司资本充裕, 现有资本结构可支撑公司实现 300 亿以上的收入规模。公司低估值高成长, 继续推荐买入。**
- **器械业务发展迅速, 盈利能力突出, 竞争优势明显。**公司现已拥有省级器械配送平台公司 30 家, 推广和服务型公司 50 余家, 预计到 2017 年底公司可初步完成建设全国性的器械分销网络, 率先出击和成功融资已确保公司建立显著先发优势。2016 年公司收购以 IVD 领域为代表的规模以上经销商净利润率达 15%左右, 2017 年将继续此领域的收购整合, 我们预计 2017 年公司器械业务销售收入占比有望达 30%以上。
- **药品推广业务成为强劲增长点。**“两票制”不仅有利于地区商业集中度的提升, 而且有利于大型商业公司整合原中小型医药商业公司即代理商的药品推广职能; 公司 2015 年底成立药品推广事业部, 药品推广业务占比大幅提升, 2016 年药品配送毛利率提升至 12.2%同比提高 3pp, 我们预计公司今年药品配送毛利率将持续走高, 超 100 亿的药品配送规模将新增贡献丰厚业绩。
- **公司目前经营良好, 资本充裕可保障公司持续发展。**应收账款结构良好, 1 年期以内应收账款 97%高于行业平均, 应收账款减值风险小; 财务杠杆率偏低, 1 季末公司的资产负债率为 56.2%, 还有 10%提升空间, 现有资本结构可支撑公司实现 300 亿以上的收入规模。
- **盈利预测与投资建议:**我们预计 2017-2019 年公司收入分别为 242 亿元、326 亿元、408 亿元, 同比分别增长 55.0%、34.8%、25.1%; 归属于母公司净利润分别为 10.6 亿元、14.1 亿元和 17.8 亿元, 同比分别增长 79.3%、32.8%和 26.5%; 对应 EPS 分别为 0.70 元、0.94 元和 1.18 元; 对应 PE 分别为 2 倍、16 倍、13 倍。**维持“买入”评级。**
- **风险提示事件: 医药行业政策风险; 器械业务拓展不及预期的风险。**

内容目录

利润率依靠收入结构调整和新业务拓展有望持续提升	- 3 -
医疗器械业务盈利水平高，占比有望快速提升	- 3 -
药品推广业务成为强劲增长点，资源整合促进产业协同	- 4 -
经营良好，资本充裕可保障公司持续发展	- 5 -
应收账款管理良好，现有资本结构可支持公司收入规模翻倍	- 5 -
风险提示	- 6 -

图表目录

图表 1：瑞康医药 2016 年所收购的代表性器械公司（单位：百万元）	- 3 -
图表 2：公司器械业务的销售占比情况和预测	- 4 -
图表 3：两票制后医药商业渠道整合的模式图	- 4 -
图表 4：瑞康医药收购的部分省外药品主营商业公司 2016 经营情况（单位：百万元）	- 5 -
图表 5：2016 年瑞康医药同上市公司同行应收账款账龄结构比较	- 5 -
图表 6：公司近年的资产负债率情况	- 6 -
图表 7：2017Q1 瑞康医药与上市公司同行资产负债率比较	- 6 -
图表 8：公司 2016 年的运营能力情况	- 6 -
图表 9：瑞康医药财务预测模型	- 7 -

利润率依靠收入结构调整和新业务拓展有望持续提升

医疗器械业务盈利水平高，占比有望快速提升

- 器械业务发展迅速，高利润率驱动企业盈利能力提升。** 医疗器械高值耗材的经营具有专业性强和利润率高的特点，是大型医药商业公司力图发展的潜力业务。公司的器械经销配送业务开始于 2012 年，至 2015 年底已形成了骨科、介入、IVD 等 10 条业务线，并实现了 10 亿销售规模（含税），在省内 3 年快速完成了学习和积累阶段。2015 年起，行业重磅政策新版 GSP、营改增、“两票制”等相继开始实施、推行，行业迎来快速整合和集中发展期，公司瞄准这一时机迅速向全国进军，目标成为全国器械分销龙头。公司执行能力一流，自 2015 年中制到 2016 年底，公司合计收购了省外 30 余家器械经营企业；我们统计了公司 2016 年收购较大规模器械经销商的经营情况，当年的平均净利率接近 15%，器械业务整体收入 29 亿元同比大幅提升。

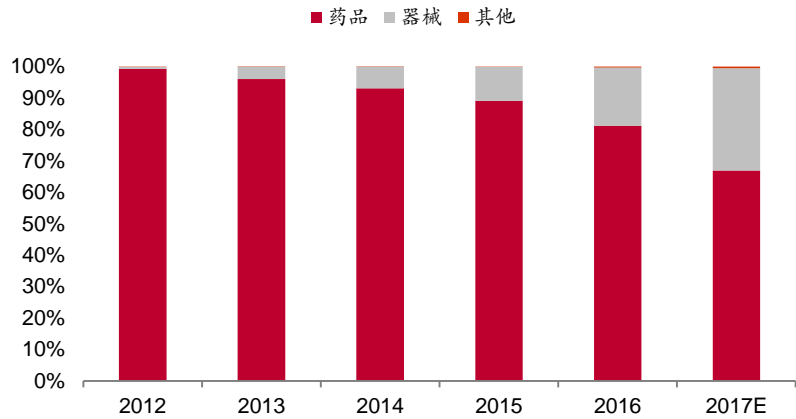
图表 1：瑞康医药 2016 年所收购的代表性器械公司（单位：百万元）

部分收购器械子公司	股权取得时间	取得成本	股权比例	合并收入	净利润	净利率
太原维康鸿业科技有限公司	2016.09.01	318.0	51%	166.7	20.4	12.2%
河南东泰电子科技有限公司	2016.06.01	92.8	51%	105.9	23.2	21.9%
北京时代瑞澳商贸有限公司	2016.06.01	150.2	51%	169.7	18.5	10.9%
云南金久经贸有限公司	2016.07.01	16.0	51%	74.7	12.4	16.6%
陕西健城体外诊断试剂有限公司	2016.10.01	77.5	51%	31.7	6.2	19.6%
合计		654.5		548.7	80.7	14.7%

来源：公司年报，中泰证券研究所

- 公司器械业务实力强劲，有望保持快速增长。** 除行业龙头国药控股外，相比较其他商业公司，公司的器械业务发展大幅领先。从覆盖网络方面看，公司率先出击卡位，现已拥有省级器械配送平台公司 30 家，推广和服务型公司 50 余家，预计到 2017 年底公司可初步完成建设全国性的器械分销网络；在资金角度，资金是商业公司发展的生命线，公司 2016 年 8 月成功完成 31 亿增发，资本金和银行授信大幅提升，为公司可持续发展奠定有力保障；从细分经营领域来看，公司已完成所有高值领域的全覆盖，同时在 IVD 和介入领域公司已构筑形成较强的全国市场竞争力，根据我们草根调研发现，其中公司所经营高值耗材最大单一品牌的合计总量已使其成为 IVD 巨头贝克曼库尔特在国内的第二大代理商，占有率超过 25%。公司未来 2-3 年器械业务有望保持高成长：外部因素，器械“两票制”的正多省份开展给公司拓展创造有力条件，未来几年器械“两票制”有望像药品一样拓展至全国，行业整合和集中度提升是主旋律；内部因素，公司在收购的对赌协议中一般要求子公司保证未来 3 年 25% 以上的复合增长，同时在收购完成后陆续开启整合工作，比如产品的统一配送和各子公司优势品种的彼此协助导入，实现公司的集约化和协同化发展。公司表示 2017 年将继续在 IVD 等领域收购整合，我们预计 2017 年公司器械业务销售收入占比有望达 30% 以上。

图表 2：公司器械业务的销售占比情况和预测

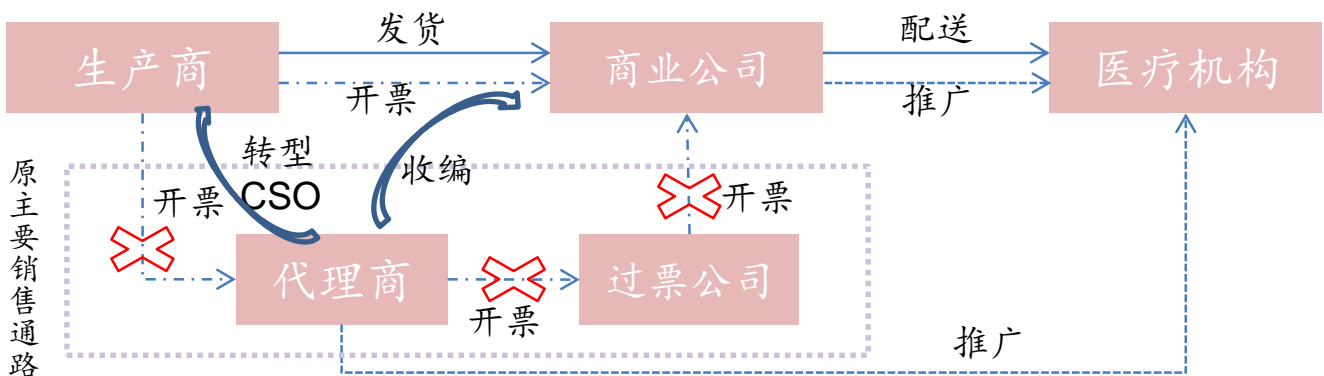


来源：Wind，中泰证券研究所

药品推广业务成为强劲增长点，资源整合促进产业协同

- **药品“两票制”为医药配送商转型升级带来机遇。**2017年初国务院颁布“两票制”实施意见以来，国内各省推进迅速，迄今为止已经有 20 余个省份推出药品两票制正式实施方案，预计到 2018 年底绝大多数地区将完成“两票制”的过渡。“两票制”不仅有利于地区商业集中度的提升，而且有利于大型商业公司整合原中小型医药商业公司即代理商的药品推广职能，进而大幅提升商业公司的盈利能力。由于两票制的实施使得代理型商业公司无法继续直接从制药公司采购，选择转型成为 CSO 或被大型商业公司收编是唯一的出路，大型商业公司借此对终端的掌控能力大幅提升。

图表 3：两票制后医药商业渠道整合的模式图



来源：中泰证券研究所

- **药品推广业务是公司发展的新引擎，资源整合促进产业协同。**瑞康医药于 2015 年底成立药品推广事业部，目的正是要抓住“两票制”下渠道压缩带来的机遇，成为全方位的综合医药服务商。2015 年下半年以来，公司陆续在全国其他省份收购多个中型医药商业公司，这些企业的普遍特点是侧重产品代理推广，利润率水平较高；收购的目的正是看重这些公司的品种和渠道资源，结合公司在当地成立的省级配送平台优势，在“两票制”的背景下，目标成为区域专业的综合药品配送推广服务商。瑞康对上游工业企业的服务一直以来备受好评，公司省外实现配送区域

拓展后，公司的重要合作伙伴恒瑞医药、齐鲁制药等公司迅速在新的省级平台上实现品种导入，实现了良好的协同效应。我们统计了公司**2015-2016**年收购较大规模药品主营商业公司的经营情况，**2016**年的平均净利率超过**5%**，同样对公司的整体利润率提升贡献明显。

图表 4：瑞康医药收购的部分省外药品主营商业公司 2016 经营情况（单位：百万元）

收购主营药品经营公司	股权取得时间	取得成本	持股比例	合并收入	净利润	净利率
湖南润吉药业有限公司	2016.01.01	92.5	51%	646.9	32.1	5.0%
甘肃瑞康医药有限公司	2016.09.01	57.8	51%	158.9	6.8	4.3%
黑龙江禾润凯迪医药有限公司	2016.01.01	32.6	51%	170.5	8.5	5.0%
南昌普健实业有限公司	2015.12.01	6.8	100%	128.9	10.8	8.4%
合计		189.7		1105.2	58.2	5.3%

来源：公司年报，中泰证券研究所

经营良好，资本充裕可保障公司持续发展

应收账款管理良好，现有资本结构可支持公司收入规模翻倍

- **应收账款结构良好，应收账款减值风险小：**我们选取与瑞康医药类似快速成长、扩张型的商业公司嘉事堂、柳州医药、九州通以及稳健发展型的商业公司国药股份和国药一致为参照对象，考察彼此的应收账款账龄结构，其中瑞康医药的1年内账龄合计占比为**97%**，与嘉事堂和柳州医药基本相当，略好于九州通，但低于国药股份和国药一致两家公司。瑞康医药的应收账款管理水平相对良好，由于瑞康医药**98%**的下游客户都是公立医院，尽管可能存在延期付款现象，但回款的风险实际非常小。

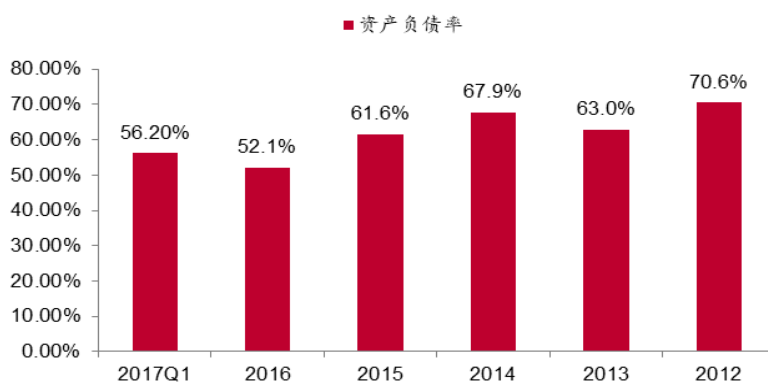
图表 5：2016 年瑞康医药同上市公司同行应收账款账龄结构比较

账龄	瑞康医药	嘉事堂	柳州医药	九州通	国药股份	国药一致
6个月以内	82.5%	97.6%	81.6%	94.4%	98.5%	99.5%
6-12个月	14.6%		15.3%			
1-2年	2.5%	2.0%	2.7%	4.2%	1.5%	0.2%
2年以上	0.4%	0.4%	0.3%	1.3%	0.0%	0.3%

来源：各公司年报，中泰证券研究所

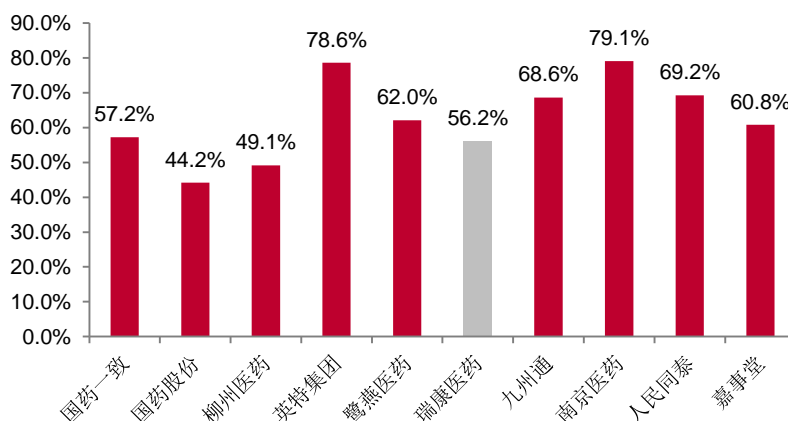
- **财务杠杆率偏低，提升后可支撑 300 亿以上销售规模。**2017 年 1 季末瑞康医药的资产负债率为**56.2%**，而医药商业公司的平均资产负债率约为**63%**，公司情况比大多数同行企业理想，仅比国药股份和柳州医药略高，较公司自身过去**5**年的资产负债率均值低**10%**。这意味着公司还有**10%**的负债率提升空间，以1季度末总资产**182**亿计，公司还可以通过各种借贷方式融资**50**亿元，扣除未来收购可能需支付的股权对价款**10**亿元，参考**2016**年公司对资金的运营利用情况，公司的净经营周期约为**90**天（应收-应付+存货），单位货币资金平均一年可周转**4**次，剩余**40**亿可以支持公司实现近**160**亿的收入规模；公司**2016**年底的销售额为**156**亿，综上依靠现有流动资产和杠杆率提升可以支撑公司实现**300**亿以上的销售规模。

图表 6: 公司近年的资产负债率情况



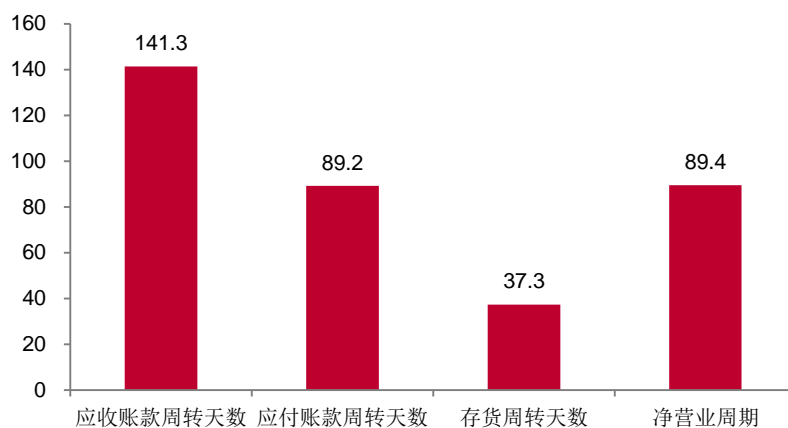
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 7: 2017Q1 瑞康医药与上市公司同行资产负债率比较



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 8: 公司 2016 年的运营能力情况



来源: Wind, 中泰证券研究所

风险提示

- 医药行业政策风险，行业利润率下降。
- 器械业务拓展不达预期，销售网络整合缓慢

图表 9：瑞康医药财务预测模型

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	7,786	9,750	15,619	24,215	32,632	40,826	货币资金	579	1,178	2,050	2,714	3,756	3,953
增长率	31.39%	25.2%	60.2%	55.0%	34.8%	25.1%	应收账款	3,624	5,123	8,701	11,360	15,488	19,656
营业成本	-7,081	-8,680	-13,171	-19,853	-26,506	-33,282	存货	711	1,025	1,707	2,022	2,725	3,406
% 销售收入	90.9%	89.0%	84.3%	82.0%	81.2%	81.5%	其他流动资产	135	126	392	519	685	855
毛利	705	1,070	2,447	4,362	6,126	7,544	流动资产	5,049	7,452	12,850	16,615	22,654	27,870
% 销售收入	9.1%	11.0%	15.7%	18.0%	18.8%	18.5%	% 总资产	88.9%	84.1%	82.1%	82.0%	85.1%	86.7%
营业税金及附加	-13	-15	-57	-63	-102	-117	长期投资	0	7	10	10	10	10
% 销售收入	0.2%	0.2%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	451	790	1,095	1,240	1,267	1,289
营业费用	-234	-409	-932	-1,695	-2,349	-2,980	% 总资产	7.9%	8.9%	7.0%	6.1%	4.8%	4.0%
% 销售收入	3.0%	4.2%	6.0%	7.0%	7.2%	7.3%	无形资产	139	553	1,595	2,287	2,587	2,887
管理费用	-132	-225	-426	-722	-985	-1,245	非流动资产	629	1,409	2,807	3,643	3,971	4,293
% 销售收入	1.7%	2.3%	2.7%	3.0%	3.0%	3.1%	% 总资产	11.1%	15.9%	17.9%	18.0%	14.9%	13.3%
息税前利润 (EBIT)	326	421	1,033	1,883	2,689	3,202	资产总计	5,678	8,862	15,657	20,258	26,625	32,163
% 销售收入	4.2%	4.3%	6.6%	7.8%	8.2%	7.8%	短期借款	1,273	1,584	1,923	3,923	6,423	7,423
财务费用	-77	-74	-84	-130	-235	-314	应付款项	2,532	3,810	6,023	7,161	9,120	11,190
% 销售收入	1.0%	0.8%	0.5%	0.5%	0.7%	0.8%	其他流动负债	48	63	208	328	359	447
资产减值损失	-15	-38	-90	60	-31	-26	流动负债	3,853	5,457	8,154	11,412	15,902	19,060
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	1	2	0	0	0	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.5%	0.4%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	3,853	5,457	8,154	11,412	15,902	19,060
营业利润	236	309	861	1,813	2,424	2,863	普通股股东权益	1,798	3,194	6,876	7,875	9,282	11,063
营业利润率	3.0%	3.2%	5.5%	7.5%	7.4%	7.0%	少数股东权益	27	210	627	972	1,441	2,040
营业外收支	6	10	17	20	22	240	负债股东权益合计	5,678	8,862	15,657	20,258	26,625	32,163
税前利润	242	318	878	1,833	2,446	3,103	比率分析						
利润率	3.1%	3.3%	5.6%	7.6%	7.5%	7.6%							
所得税	-60	-75	-203	-429	-569	-724	每股指标	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税率	24.8%	23.7%	23.1%	23.4%	23.3%	23.3%	每股收益 (元)	0.831	0.425	0.903	0.704	0.935	1.183
净利润	182	243	675	1,404	1,877	2,379	每股净资产 (元)	8.251	5.760	10.510	5.233	6.169	7.352
少数股东损益	1	7	84	345	470	599	每股经营现金流 (元)	-0.751	-0.841	-2.689	-0.193	-0.492	-0.187
归属于母公司的净利润	181	236	591	1,059	1,407	1,780	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.091	0.040	0.000	0.000
净利率	2.3%	2.4%	3.8%	4.4%	4.3%	4.4%	回报率						
							净资产收益率	10.07%	7.39%	8.59%	13.45%	15.16%	16.09%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	3.19%	2.66%	3.77%	5.23%	5.29%	5.54%
净利润	182	243	675	1,404	1,877	2,379	投入资本收益率	9.74%	8.44%	10.78%	14.36%	15.43%	14.82%
少数股东损益	0	0	0	345	470	599	增长率						
非现金支出	41	85	174	25	133	134	营业总收入增长率	31.39%	25.23%	60.19%	55.04%	34.76%	25.11%
非经营收益	64	63	70	120	226	92	EBIT增长率	19.62%	28.84%	145.59%	82.25%	42.85%	19.06%
营运资金变动	-450	-857	-2,678	-1,840	-2,977	-2,886	净利润增长率	26.07%	30.36%	150.39%	79.34%	32.84%	26.50%
经营活动现金净流	-164	-466	-1,759	-291	-741	-281	总资产增长率	27.48%	56.06%	76.68%	29.39%	31.43%	20.80%
资本开支	177	109	317	902	408	190	资产管理能力						
投资	-26	-301	-328	0	0	0	应收账款周转天数	131.7	143.9	143.3	150.0	153.0	155.0
其他	1	10	6	0	0	0	存货周转天数	31.5	36.5	37.9	37.2	37.5	37.4
投资活动现金净流	-202	-400	-639	-902	-408	-190	应付账款周转天数	93.3	100.8	90.4	90.0	90.0	90.0
股权募资	5	1,279	3,322	0	0	0	固定资产周转天数	14.7	21.2	20.0	15.6	12.2	9.7
债权募资	360	296	43	2,000	2,500	1,000	偿债能力						
其他	-87	-229	-132	-143	-308	-332	净负债/股东权益	38.03%	11.93%	-1.69%	13.67%	24.86%	26.48%
筹资活动现金净流	277	1,346	3,233	1,857	2,192	668	EBIT利息保障倍数	4.3	5.6	12.3	14.5	11.5	10.2
现金净流量	-88	479	835	664	1,043	197	资产负债率	67.85%	61.58%	52.08%	56.33%	59.72%	59.26%

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。