

瑞康医药 (002589)

政策风云变动下，积极布局全国性药械流通网络

增持 (首次)

投资要点

■ **业绩快速增长，毛利率领跑行业：**2016 年上半年，公司实现营业收入 69.18 亿元，同比增长 53.70%，净利润达 2.39 亿元，同比增长 134.16%。营收的增长来自于全国流通布局及医疗器械板块增量。器械流通板块发展迅猛，营收占比已达 16.45%，带动整体毛利率提升。公司毛利率 13% 居行业第二，毛利率增长率领跑行业。

■ **“两票制+营改增+流通整治”来袭，行业风云突变：**两票制开始逐步在国内落地，配合营改增强势压缩医药流通环节，打击挂靠、走票等不规范行为。政策对于医药流通监管，特别是器械流通提出了更加具体严格的要求，压缩小型企业生存空间。未来医药流通行业集中度将逐步提升，大型企业通过并购扩张形成全国领导者+区域龙头格局。公司是山东市场领袖，拥有先进经营理念及管理模式，2015 年起加速并布局全国。2016 年上半年，省外收入约占 15%。

■ **国内医疗器械市场放量，公司积极布局器械全国销售网络：**2015 年国内医疗器械销量总额 3080 亿元，20.50% 快速增长。目前国内尚未出现医疗器械流通行业龙头。在行业政策变革中，公司率先发力布局全国 20 余个省市地区的二级以上医疗机构直销渠道，有望实现弯道超车。公司医疗器械流通业务毛利率 31.51% 远高于 9.74% 的药品流通毛利率。器械业务的发展将带动公司盈利能力快速提升。公司非公开发行募集资金 18.94 亿元，助力加速“医疗器械全国销售网络建设项目”建设。

■ **公司开拓创新经营模式：**变革的市场环境为企业升级带来前所未有的机会。公司积极开拓新型服务模式，转型医疗服务商，开展第三方物流、医院供应链延伸服务及移动医疗信息化服。通过上下游服务提升自身竞争力，攫取市场机会。

■ **业务扩张对内部管理提出更高要求：**随着近年来公司业务发展，管理费率及销售费率快速上升，应收账款偏高。公司非公开发行缓解资金压力，但仍需加快内部管理模式升级。

投资建议

我们预计公司 2016-2018 年归母净利润 5.15 亿、9.85 亿和 14.83 亿元，EPS 分别为 0.81 元、1.55 元和 2.34 元，对应 PE 分别为 42 倍、22 倍和 15 倍。我们看好公司全国销售网络布局，首次给予“增持”评级。

风险提示：1) 政策风险；2) 销售网络布局不达预期。

2016 年 10 月 17 日

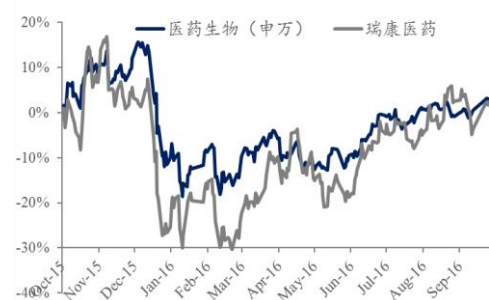
首席证券分析师 洪阳

执业资格证书号码：S0600513060001

Hongyang614@gmail.com

0512-62938572

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	34.04
市盈率	63.65
市净率	3.4
流通 A 股市值 (亿元)	102

基础数据 (2015)

每股净资产 (元)	5.76
资产负债率 (%)	61.58
总股本 (百万股)	654

目录

1. 区域龙头崛起，转型医疗综合服务商	4
2. 政策变动下，流通企业角色转换	5
2.1. 医药流通商的理想价值与现状	5
2.1. “两票制+营改增+流通整治”造成行业洗牌	7
2.2. 公司适应新形势，打造综合性医疗机构服务商	8
3. 销售网络完善，药品流通业务稳步上升	9
4. 医疗器械供应链拉动整体盈利能力	10
4.1. 医疗器械市场快速增长	10
4.2. 医疗器械流通市场特点	12
4.2.1. 国内器械流通集中度低	12
4.2.1. 国内器械流通经营模式不同于药品流通	12
4.2.2. 市场监管逐步完善，国内器械流通市场开始整合	13
4.2.3. 渠道共享性与先进者优势	14
4.3. 公司布局全国医疗器械流通网络	14
5. 先进经营模式带来核心竞争优势	16
5.1. 直销模式提升企业盈利能力	17
5.2. 经营品类丰富，上游供应商数量持续增长	17
5.3. 现代化物流管理平台为业务拓展提供坚实基础	17
6. 业务发展要求内部管理升级	18
6.1. 随着经营规模扩大，各项费用显著上升	18
6.2. 公司应收账款偏高	18
7. 总结	20
8. 盈利预测与投资建议	20
9. 风险提示	21

图表目录

图表 1: 公司业务板块.....	4
图表 2: 2010-2016 年公司营业收入 (百万元)	4
图表 3: 2010-2016 年公司净利润 (百万元)	4
图表 4: 2016 年上半年公司营收增速领跑行业.....	5
图表 5: 2016 年上半年公司毛利率增速领跑行业.....	5
图表 6: 公司发展战略.....	5
图表 7: 医药流通企业价值模型.....	6
图表 8: 国内医药流通商前三位销量占比.....	6
图表 9: 国内医药流通商前十位销量占比.....	6
图表 10: 国内医药流通市场区域差异.....	7
图表 11: 区域内每家医药流通商平均销量.....	7
图表 12: 2010-2016 年公司药品营业收入 (百万元)	9
图表 13: 2016H1 公司营收产品构成.....	9
图表 14: 2010-2015 年山东省药品流通总额	9
图表 15: 2016 年 H1 公司药品流通营收区域构成.....	9
图表 16: 2016H1 公司药品流通毛利率走高.....	10
图表 17: 2010-2015 年国内药品市场规模趋于平稳	10
图表 18: 国内医疗器械市场规模快速增长.....	11
图表 19: 国内医疗器械市场构成.....	11
图表 20: 国内居民医疗保健支出增长.....	11
图表 21: 国内医院数量不断增长.....	11
图表 22: 国内药械市场规模对比.....	12
图表 23: 国内药械市场代理商数量对比.....	12
图表 24: 药品及器械流通过程中流通企业所扮演的角色.....	13
图表 25: 国内医药流通企业器械板块营收及毛利率.....	14
图表 26: 2013-2016H1 器械流通业务营业收入	15
图表 27: 2015 年公司器械商业销售构成.....	15
图表 28: 公司器械商业毛利率显著高于药品商业.....	15
图表 29: 2015 年公司医疗器械全国销售布局.....	15
图表 30: 2008-2016 年九州通器械商业营收变化	16
图表 31: 公司医药商业营收维持快速增长.....	16
图表 32: 2011-2016 年公司销售费用率不断走高.....	18
图表 33: 2011-2016 年公司管理费用率不断走高.....	18
图表 34: 2011-2015 年公司应收账款不断增加.....	19
图表 35: 2015 年流通企业代表应收账款状况.....	19
图表 36: 2015 年流通企业代表应付账款状况.....	19
图表 37: 2011-2015 年公司财务费用率趋于稳定.....	19
图表 38: 瑞康医药盈利预测.....	21

1. 区域龙头崛起，转型医疗综合服务商

瑞康医药股份有限公司成立于 2004 年，2011 年在深交所上市。上市后公司以优异的业绩和高速的发展获得了资本市场的认可。瑞康医药主营业务分为药品供应链、医疗器械供应链服务、移动医疗信息化服务、医院后勤服务和第三方物流五大板块，并积极拓展医疗产业投资、医疗养老和医院管理咨询服务业务。公司具备医药现代物流资质和能力，具有 B2B 和 B2C 的互联网药品交易资质，拥有 AAAA 级物流企业资质。上市五年，公司已由山东省内龙头企业发展至今，已覆盖全国 26 个省市地区，战略转型定位全国医疗综合服务。

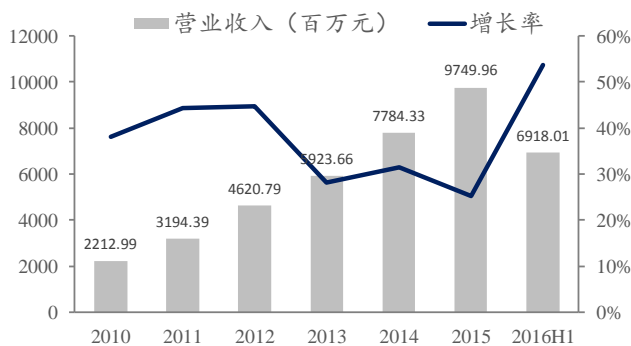
图表 1: 公司业务板块



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

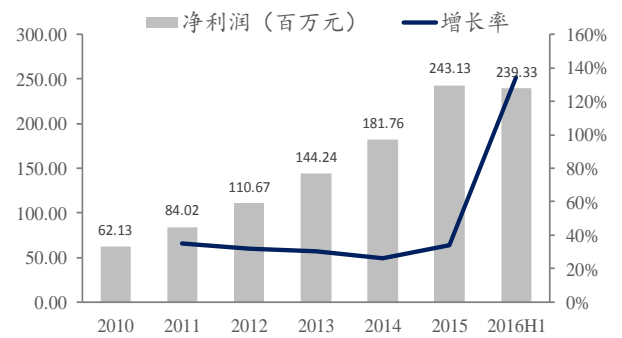
公司 2011 年上市以来，营业收入保持持续高速增长，2015 年实现营收 97.50 亿元，同比增长 25.25%。2016 年上半年营收已经超过 2015 年全年营收的 70%，达到 69.18 亿元，同比增长 53.70%。2016 年上半年净利润已经接近 2015 年全年净利，达到 2.39 亿元，同比增长 134.16%。公司显示出极佳的成长动力。

图表 2: 2010-2016 年公司营业收入 (百万元)



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 3: 2010-2016 年公司净利润 (百万元)

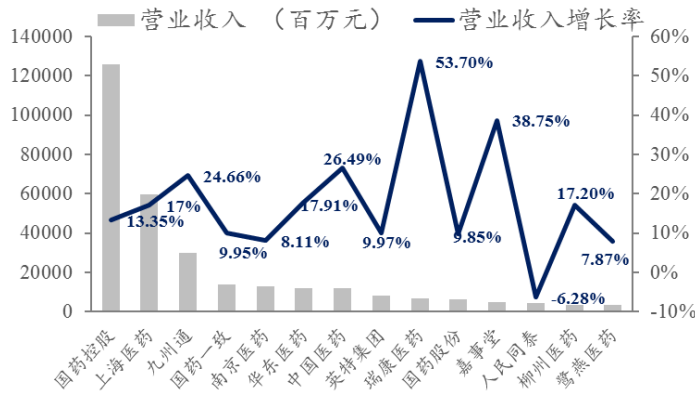


资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

2016 年上半年，公司营收成绩在国内流通企业中排名第九，同比增长

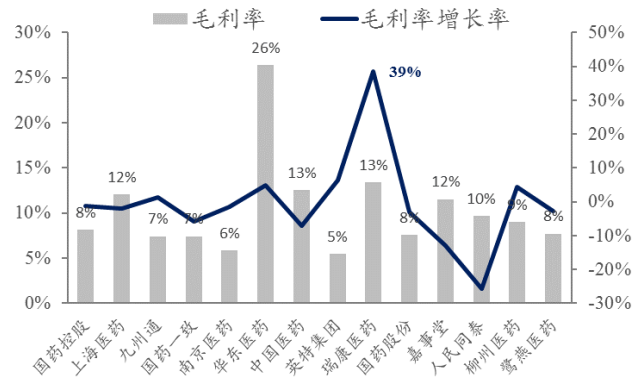
53.70%，居行业首位。公司以13%的毛利率居医药商业行业第二，仅次于华东医药。

图表 4: 2016 年上半年公司营收增速领跑行业



资料来源: E 药经理人, 东吴证券研究所

图表 5: 2016 年上半年公司毛利率增速领跑行业



资料来源: E 药经理人, 东吴证券研究所

公司业绩的显著提升得益于“提升业务管理水平达成内涵式增长”、“新型业务创新性发展”和“购并扩张实现外延式发展”三大战略。公司着力于对内提升管理能力及运营水平，对外提升对终端的把控和服务能力，实现内涵式增长。公司近年来积极探索新型业务，在药品供应链服务的基础上整合资源，开展器械供应链服务，提升整体盈利能力。并开拓移动医疗信息化服务、医院后勤服务等创新业务，获得新的利润增长点。公司通过稳步推进外延式扩张，将公司在山东省的业务模式和管理制度复制到其他地区，实现资源共享，协同增效。

图表 6: 公司发展战略



资料来源: 东吴证券研究所

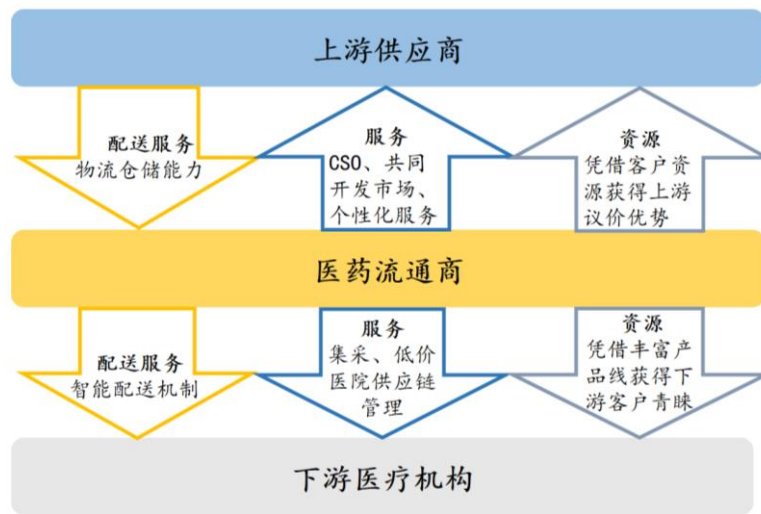
2. 政策变动下，流通企业角色转换

2.1. 医药流通商的理想价值与现状

医药流通企业价值在于沟通医药厂商和基层医疗机构，实现产品推广和流通。产品推广涉及到药品招标、进院、推广、基层零售覆盖等。在产品流通过程中流通商需布局仓储及分销体系，设计最优化的配送流程实现终端覆盖，并提供相关物流管理服务，减少终端库存压力。作为流通中间

环节，流通商为上下游提供服务，整合上下游资源以提升自身竞争力。

图表 7: 医药流通企业价值模型

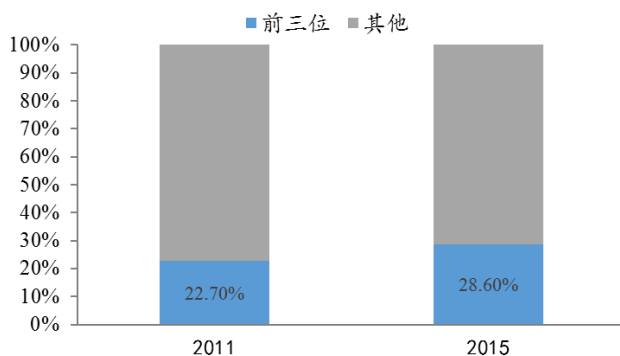


资料来源：东吴证券研究所

而当前多数医药流通企业功能仅体现在开票、物流和垫资等方面。由于前期市场监管松散，规则尚未明确，部分流通商为不具备流通资质的个人或企业提供“挂靠走票”的便利通道。山东疫苗事件就是由不具运输资格的企业非法输送造成不良后果。部分基层流通商或中间商不具备物流能力，仅依靠客户资源赚取中间差价，抬高药价。医药流通环节不透明导致药价虚高，并衍生出诸多安全隐患。

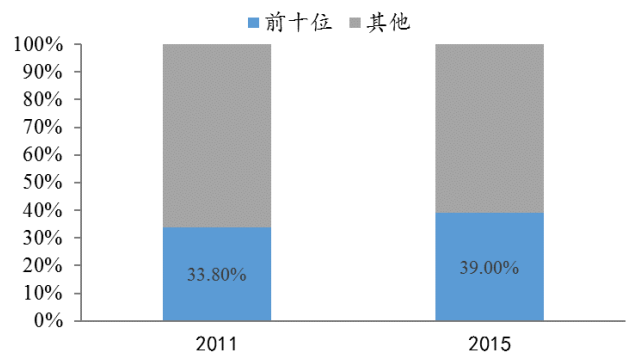
目前医药流通企业存在小、散、乱的问题。据 CFDA 数据显示全国现有医药流通企业 12835 家，其中广东、四川甚至超过 1000 家。国内前十大医药流通商销售占比不及 40%。国内前三位医药流通商分别是国药控股、上海医药和华润医药，三者共同占据 28.6% 市场份额，相对于 2011 年有所提升。三者五年年复合增长率分别为 22.2%、19.1% 和 21.0%，均高于 15.2% 的行业复合增长率，显示大规模流通商较强的成长性。

图表 8: 国内医药流通商前三位销量占比



资料来源：医药云端信息，东吴证券研究所

图表 9: 国内医药流通商前十位销量占比



资料来源：医药云端信息，东吴证券研究所

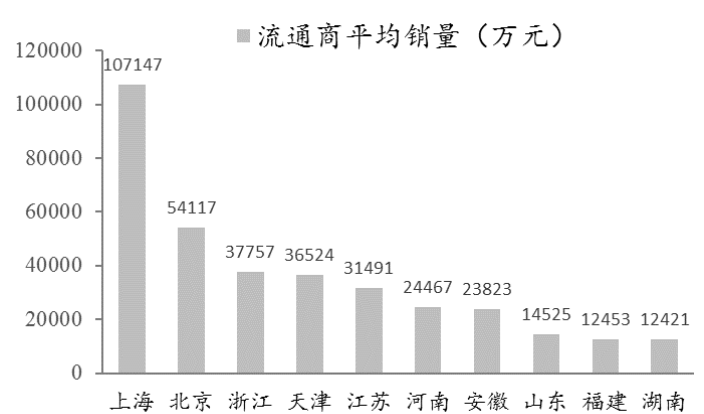
我国医药流通企业销售存在显著地区差异。受到医疗服务需求影响，北上广销量领跑全国，长三角及珠三角省份紧随其后。区域内医药流通商平均销量可以反映该区域内流通企业集中度及盈利能力。上海地区流通商平均销量为 10.71 亿元，远高于第二名北京。山东地区医药流通商共 620 家，单家年平均销量 1.45 亿元，居国内第七位。

图表 10: 国内医药流通市场区域差异



资料来源: 医药云端信息, 东吴证券研究所

图表 11: 区域内每家医药流通商平均销量



资料来源: 赛柏蓝, 东吴证券研究所

2.1. “两票制+营改增+流通整治”造成行业洗牌

今年起，医疗改革进入深水区，各项制度大幅推进。“两票制”和“营改增”在全国范围内逐步铺开。CFDA 发布公告，全国范围内整治医药流通领域经营行为。2015 年《药品医疗器械飞行检查办法》实施，将飞检强势拓展到医药流通领域。政策变动造成了医药流通行业大洗牌，推动医药流通企业改变分销的商业模式，并不断集中化。

两票制是指药厂到流通企业开一次发票，流通企业到医疗机构开一次发票。通过减少流通管环节，缩减加价空间，从而实现药价管控。两票制鼓励提高医药流通领域集中度。大型医药流通企业覆盖范围广，掌握着核心的供应商资源，同时物流配送体系完善，可以承接大范围的运营托管。不具备完整上下游资源及配送资质的小型企业生存空间被挤压。两票制利好大型流通企业通过并购整合小型企业做大做强，扩大覆盖。

同时营改增以政策强硬手段打击挂靠、走票等行为，我国刑法对于虚开大额增值税情节严重者可处以十年以上有期徒刑或无期徒刑。两票制与营改增合力政治医药流通行业不良之风。

CFDA 开展药物流通整治，对于医药配送商资质提出严格要求，增大运营成本，压缩利润空间，使得小型流通企业发展受阻。特别在于医疗器械流通流域，CFDA 近期出台相关整治方案，对其专业性及规范性提出要

求，高力度的飞行检查淘汰掉大量小型劣质、无序企业。

2.2. 公司适应新形势，打造综合性医疗机构服务商

公司是旨在建立全国性医药流通龙头企业，数十年的医药流通经验赋予公司优秀的品牌影响力及运营经验。公司坚持直销模式，对于一线客户掌控力佳。公司在山东省规模以上医院、基层医疗机构的覆盖率分别超过 98%、96%。公司通过并购外延扩张，将山东省直销模式在全国各省份复制，建设全国渠道平台。公司已形成一套完善的物流信息管理体系，将获利于新形势，加速全国范围内扩张。

另外公司积极开拓新型服务模式，开展第三方物流、医院供应链延伸服务及移动医疗信息化服务，转型综合性医疗机构服务商。

公司搭建全国配送体系，严格按照新版 GSP 标准完成第三方物流战略部署。公司已获得山东省内药品和医疗器械第三方物流资格证，拥有冷链产品配送资格。政策规定第三方物流公司不算做一票，公司向上游客户提供延伸服务，收取服务费。公司拥有完整的额物流管理体系，在覆盖区域内拥有客户及政府资源，与厂商或其他流通企业展开合作，提供物流服务，分食市场利润。

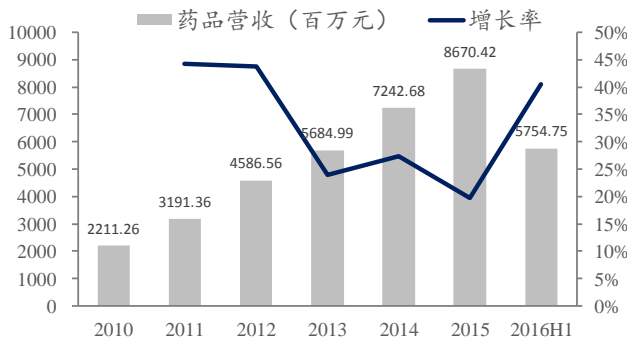
公司计划投资 13.18 亿元用于建设医院供应链延伸服务项目。公司通过对于终端客户提供附加服务巩固与规模以上医院的持续稳定合作关系，提升客户粘性，实现规模以上医院市场份额显著提升。公司通过现代物流信息系统（WMS）与医院业务管理系统（HIS）对接，实现工业企业、流通企业与医院三方物流信息实时共享。公司并协助医院建立医院物流管理系统，进行库房及药房自动化改造，提高院内药品输送效率，实现人用药可追溯，确保用药安全。通过科学测算实现医院零库存，降低其仓储成本。院内供应链服务极大提高流通企业对于医院客户的掌控能力。

2015 年，公司大力拓展移动医疗服务，有效整合产业链中的药品福利管理（PBM）、GPO、医院信息化管理等业务模块，打造产业集成体系。公司以 1.08 亿元收购专业 PBM 运营商苏州鼎丞大通医疗科技有限公司 72.73% 股权，获得先进的信息技术与专业化的运营团队。公司收购上海旺云信息技术有限公司布局医药集中采购监管平台及 HIS 医院信息管理系统。共同合作探索建立“临床使用、采购供应、支付理赔、疾病管理”合理用药管理服务闭环，线上线下联动，搭建完整医疗服务体系，推动公司战略转型，由传统单一的配送商逐步转向综合性医疗机构服务商。

3. 销售网络完善，药品流通业务稳步上升

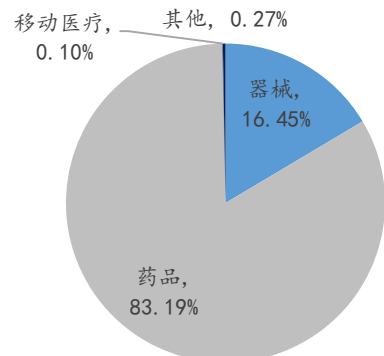
公司是山东省内医药流通龙头，随着业务类别及服务区域的不断扩大，公司医药流通业务稳步增长。药品供应链服务业务目前仍是公司最重要的收入来源，2016 年上半年整体营收中占比 83.19%。2015 年药品总收入 86.70 亿元，同比增长 19.71%，增速有所放缓。2016 年上半年公司积极外延扩张，山东区域外市场开始放量，药品总收入同比大幅增长 40.55%，达到 57.55 亿元，其中 14.58% 来自于省外区域。

图表 12: 2010-2016 年公司药品营业收入 (百万元)



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

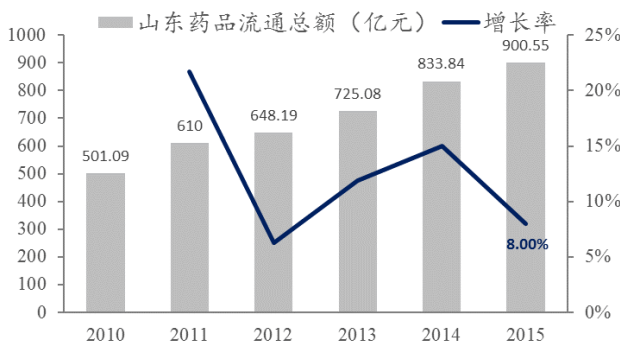
图表 13: 2016H1 公司营收产品构成



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

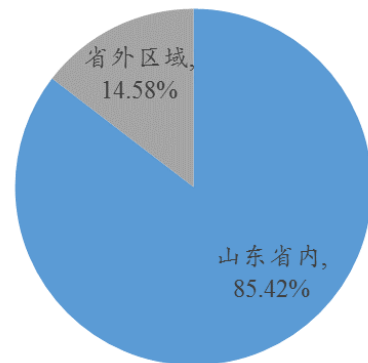
2015 年山东省药品流通总额为 900.55 亿元，占全国药品流通总额的 6.41%，位列第七。同年公司药品板块营收 57.55 亿元，增长率达 19.71%，远高于山东省内药品流通总额 8% 的增长率。获益于两票制和营改增等政策影响，山东省内行业集中度将进一步提升，公司正在发挥区域龙头优势，逐步扩大占领山东区域市场。

图表 14: 2010-2015 年山东省药品流通总额



资料来源: 中商产业研究院, 东吴证券研究所

图表 15: 2016 年 H1 公司药品流通营收区域构成

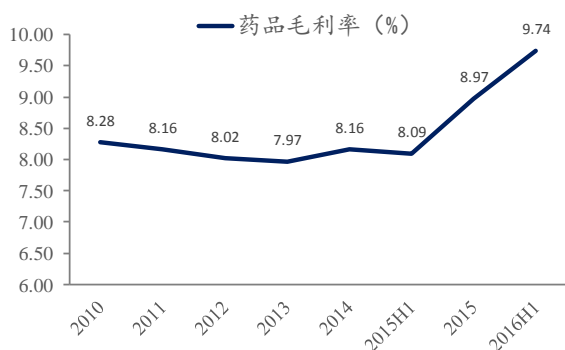


资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

作为山东省医药商业的龙头企业，公司药品配送业务通过外延并购扩张走出山东，实现了跨省复制。公司已控股收购六个省份的药品配送公司，省外业务将快速增长，2016 年上半年达到 8.39 亿元。国内药品市场规模达到 13775 亿元，未来随着基层医疗服务发展，医保覆盖逐步完善，药品

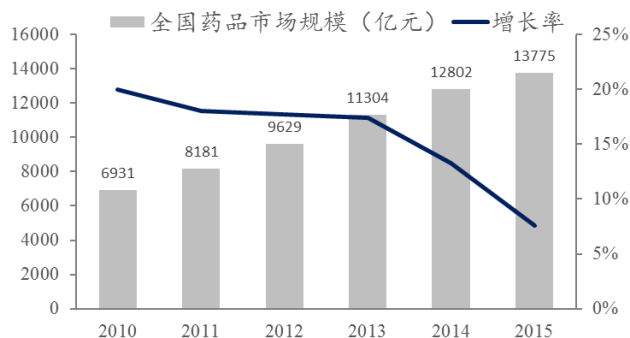
市场将保持稳步扩大。

图表 16: 2016H1 公司药品流通毛利率走高



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 17: 2010-2015 年国内药品市场规模趋于平稳



资料来源: 中商情报网, 东吴证券研究所

药品板块毛利率不断走高, 2016 年上半年首次突破 9%, 达到 9.74%, 公司盈利能力显著提升。公司受益于两票制, 预计 2016 年省内药品销售将保持 30%-40% 左右的增速。2017 年随着两票制全面落地, 药品流通业务将维持 30% 左右。

4. 医疗器械供应链拉动整体盈利能力

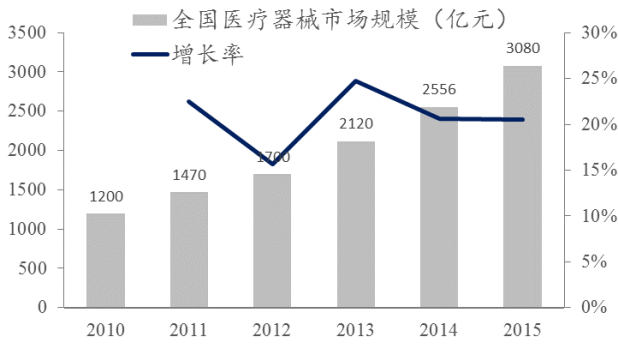
2012 年起, 公司在山东省内向各级医疗机构提供医疗器械及医用耗材配送服务, 主要分为检验、介入、骨科、设备、医护、五官科、口腔、血液透析等产品线。2013 年, 公司加大收购力度, 当年器械实现营业收入 2.36 亿元, 同比增长 719.70%, 实现了跨越式增长, 成为公司后续业绩增长的强劲动力。

4.1. 医疗器械市场快速增长

我国医疗器械行业起步较晚, 存在小、乱、散的问题, 低水平竞争的问题依然存在。近年来, 国内医疗器械市场销量实现快速增长, 整体增速保持在 20% 左右。2015 年国内医疗器械销量总额为 3080 亿元, 保持 20.50% 的中速增长。发达国家器械与药品销量比例约为 1: 1, 而目前国内该比例仅为 2.2: 1, 发展空间广阔。

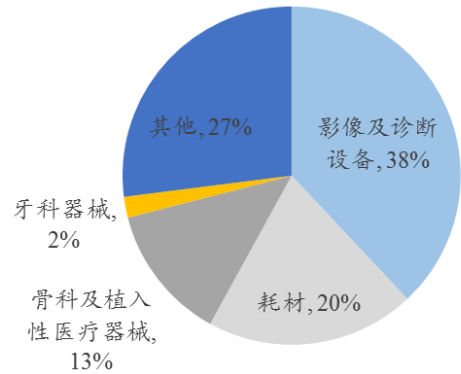
影像及诊断设备在国内医疗器械市场中占比最大, 保持 40% 左右市场份额, 并呈现逐年上升态势。其次医用耗材占比 20%, 骨科及植入性医疗器械占比 13%。

图表 18: 国内医疗器械市场规模快速增长



资料来源: 中商情报网, 东吴证券研究所

图表 19: 国内医疗器械市场构成



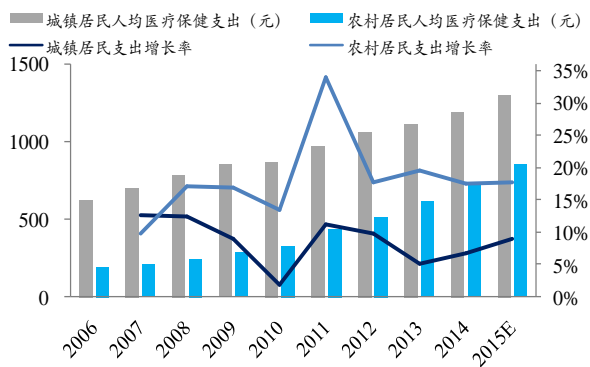
资料来源: 前瞻产业研究院, 东吴证券研究所

国内医疗器械市场保持着旺盛的生长活力, 主要来自于国产产品快速成长、患者医疗需求升级和医院设备更新换代。

随着国内企业科研投入提高, 技术团队壮大, 目前国内中低端医疗器械基本可实现国产化替代, 心血管等细分领域的龙头企业正努力向高端市场突破。医疗器械国产替代势不可挡。国产化产品价格更具优势, 产品设计符合国人需求, 配套服务深入基层, 市场推广手段更适应中国国情。因此医疗器械的国产化之路将伴随国内器械市场继续快速成长。

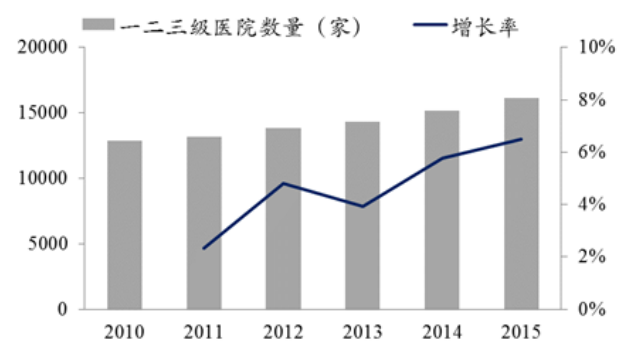
经济发展带动医疗服务需求升级, 导致健康服务需求显著增加。我国老龄化进程不断推进, 2014 年 65 岁以上人口达 1.38 亿人, 在总人口中占比首次突破 10%, 必将带动医疗相关支出增加。随着人民生活水平的不断提高, 医疗保健支出保持稳定增长, 患者对于医疗器械的需求越来越先进, 其产品结构会不断调整, 功能更加多样化, 市场容量会不断扩大。

图表 20: 国内居民医疗保健支出增长



资料来源: 卫生统计年鉴, 东吴证券研究所

图表 21: 国内医院数量不断增长



资料来源: 卫计委, 东吴证券研究所

医疗领域的信息化和网络化是今后医疗管理的发展趋势, 相关数字化及影像设备需求不断扩大。近年来 B 超、CT、核磁共振装置、直线加速器等精密医疗仪器设备的广泛应用, 医疗器械市场销售额增幅显著。分级

诊疗政策带动基层医疗机构需求。同时政策鼓励民间资本进入医疗服务行业，等级医院数量不断上升，并且增速呈现加快趋势，医疗器械需求市场不断扩大。

在产品优化、患者和医疗机构需求增强共同促进下，医疗器械行业呈现快速增长。器械产品放量对于流通企业提出了前所未有的发展机会。

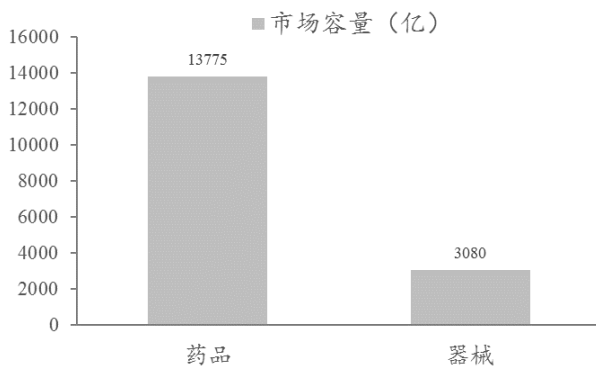
4.2. 医疗器械流通市场特点

4.2.1. 国内器械流通集中度低

医疗器械行业产销量将毫无疑问带动器械流通市场的成长。目前国内医疗器械流通领域企业也同样存在小、散、乱的问题，行业集中度低，管理规范正在逐步建立中。同时医疗器械流通渠道具有公用性及独占性的特点，体现十分显著的先进入者优势。

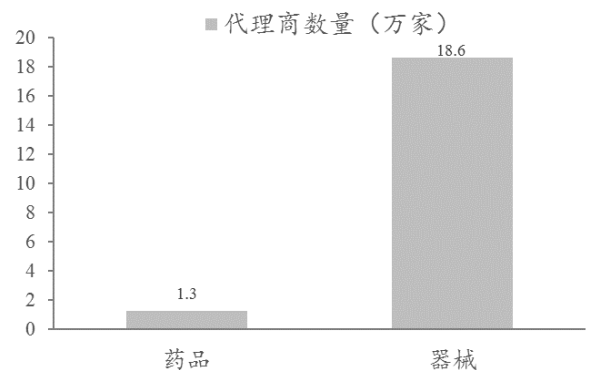
目前国内医疗器械流通企业以本土小规模运营企业为主，尚没有全国性、规模化、专业化医疗器械流通企业。国内器械市场规模 3080 亿元，约为药品市场的 22.36%。国内医疗器械代理商数量达 18.6 万家，为药品代理商数量的 24.18 倍。国家医改对于医疗行业整治的顺序是药品、医用耗材、医疗设备，抓大放小是国家对医药整治的整体政策。经历多年的药品流通市场整治，经销商得到了规范，数量已经从十万余家缩减到 1.3 万家，未来器械市场也将接受整治洗礼。

图表 22: 国内药械市场规模对比



资料来源: 中商情报网, 东吴证券研究所

图表 23: 国内药械市场代理商数量对比



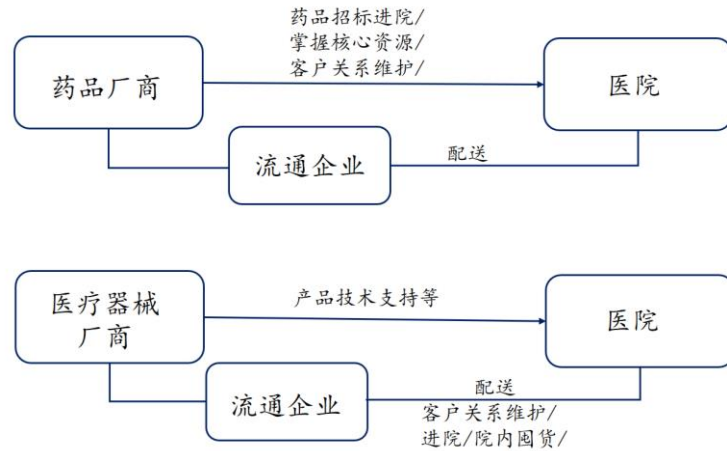
资料来源: 前瞻产业研究院, 东吴证券研究所

4.2.1. 国内器械流通经营模式不同于药品流通

目前国内还没有比较大的医疗器械流通商，基本以区域割据状况为主。各地经销商凭借当地的人脉及政府资源获得进院机会，并建立起进入壁垒，但是优势与模式难以在地区间复制。相对而言药品代理商所担当的角色以药品配送为主，主要的客户资源一般掌握在厂商代表手中。分析其中导致区别产生的重要原因是，药品配送环节中，毛利率低，流通商没有足够的资源进行客户维护。而医疗器械流通领域毛利率较高，盈利空间大，厂商

有足够的谈判能力使经销商提供资源进行客户维护，厂商代表配合提供产品相关信息，共同参与进院及推广相关工作。

图表 24: 药品及器械流通过程中流通企业所扮演的角色



资料来源：东吴证券研究所

因此，医疗器械流通商具有明显的地域特点，单个区域流通企业很难将本地优势复制到其他地区。长此以往，国内流通企业呈现明显的区域割据状态。药品厂商可以将全国大范围产品流通打包给国药、九州通等企业，而器械厂商往往需要管理相对多的经销商。

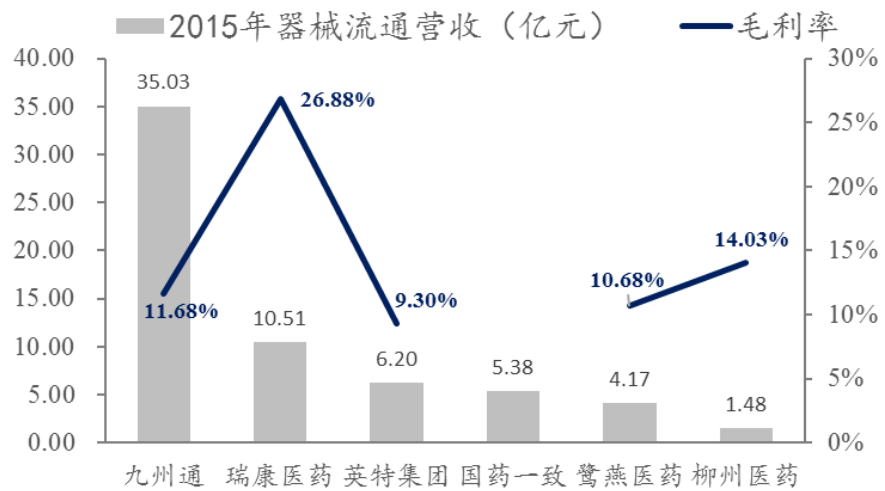
4.2.2. 市场监管逐步完善，国内器械流通市场开始整合

从法规监管和大环境来看，器械领域的立法和监管工作相对药品落后，注册、标签、包装等方面规范仍存在争议。2014 年生效新版《医疗器械监督管理条例》逐步完善监管体系，CFDA 近期发布《医疗器械冷链（运输、贮存）管理指南》，并 9 月开展 31 省医疗器械流通领域交叉检查，10 月开展器械流通企业飞行检查，进一步加强器械经营环节监管。

随着国家管控制度日益完善，地区间两票制制度将落地，器械流通行业整合势在必行。国药股份、华润医药、上海医药等国内医药流通巨头纷纷布局医疗器械流通业务，通过收购当地流通企业，并建立子公司从事器械销售工作。目前流通行业龙头企业器械相关业务尚处于成长初期，行业龙头九州通该板块营业收入仅为市场 1.14%。

九州通医疗用品与计生用品业务板块销量处于行业前列，2015 年营收 35.03 亿元，同比增长 58.24%，毛利率为 11.68%。2016 年上半年继续保持 49.35% 的高速增长。九州通与国内外器械厂家展开紧密合作，并凭借全国范围内销售网络覆盖获得鱼跃 655A 和水银血压计等产品的全国总经销权。

图表 25: 国内医药流通企业器械板块营收及毛利率



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

英特集团作为浙江区域医药流通龙头, 也在积极布局全国医疗器械销售网络。2015 年器械销售板块营收 6.20 亿元, 同比增长 34.53%, 毛利率 9.30%。2016 年上半年营收 3.57 亿元, 同比增长 23.61%。英特集团所处行业地位与瑞康医药相似, 开拓全国销售网络力度却远不及瑞康医药, 营业收入增速及毛利率均较低。

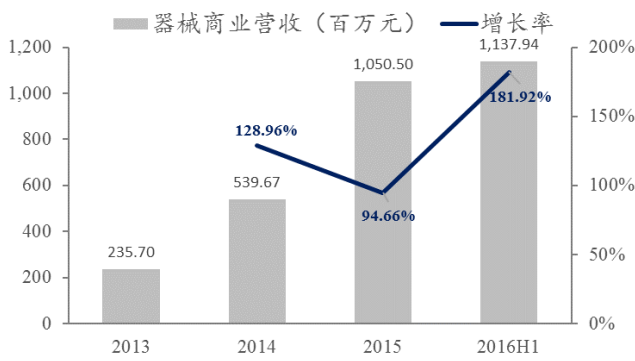
4.2.3. 渠道共享性与先进入者优势

器械流通行业具有渠道共享性强, 先进入者优势显著的特点。企业以优势器械进院后, 即可锁定相关耗材产品销售。医疗器械, 尤其是大型器械客户服务以售后服务为主, 流通商掌握客户维护相关资源, 向终端用户提供安装、使用指导、售后跟踪及维修保养服务, 通过长期客户服务足以建立稳定的客户关系。较强的终端掌控力使得医疗器械流通商建立的渠道可以在不同产品间共享。与此同时, 稳定的客户关系建立起较高的进入壁垒。

4.3. 公司布局全国医疗器械流通网络

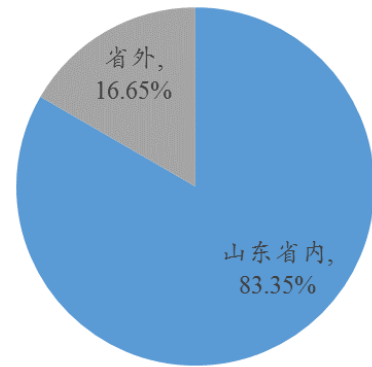
“两票制+营改增+流通整治”的政策变革下, 器械流通行业也在孕育着大规模整合, 行业集中度有待进一步提高。流通企业通过外延扩张布局全国, 对其现金流及物流管理能力以及行业经验都提出了高要求。公司作为医药流通区域龙头, 拥有开展大规模器械流通的核心资源, 正在着力布局全国医疗器械流通网络。2013 年至今公司器械商业板块保持 100% 以上的增长率高速增长。2016 年上半年实现 11.38 亿元营业收入, 同比增长 181.92%。

图表 26: 2013-2016H1 器械流通业务营业收入



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 27: 2015 年公司器械商业销售构成

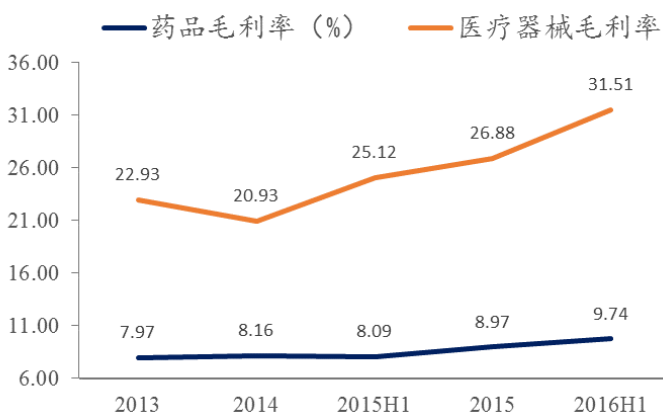


资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司器械业务主要分为检验、介入、骨科、设备、医护、五官科、口腔、血液透析等产品线。现阶段器械业务收入 83.35% 来自山东省内, 在省内医疗器械业务快速增长的基础上, 公司收购在特定细分领域有核心竞争能力的器械公司, 将山东的经营模式跨省复制, 构建覆盖全国的医疗器械配送平台。

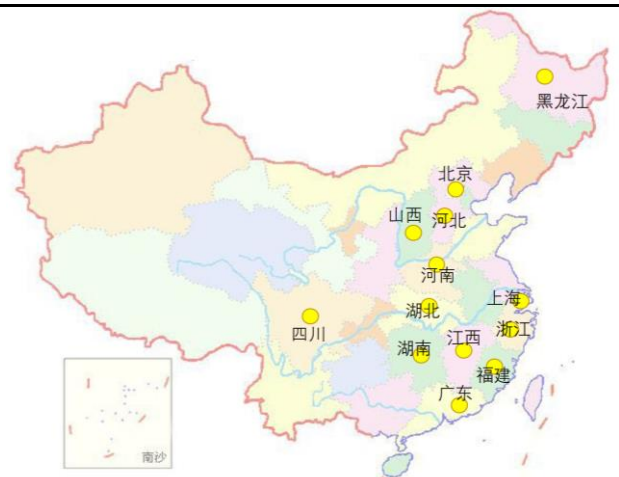
公司医疗器械及医用耗材销售毛利率远高于药品销售, 且上升趋势明显。药品流通处于红海市场, 竞争激烈。且近年来随着医疗改革进入深水区, 药品招标控价政策使得药品批发毛利率进一步缩紧。药占比的限制反而助力打开医疗器械市场, 公司积极开拓医疗器械供应链业务, 将带来新的增长机会。

图表 28: 公司器械商业毛利率显著高于药品商业



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 29: 2015 年公司医疗器械全国销售布局



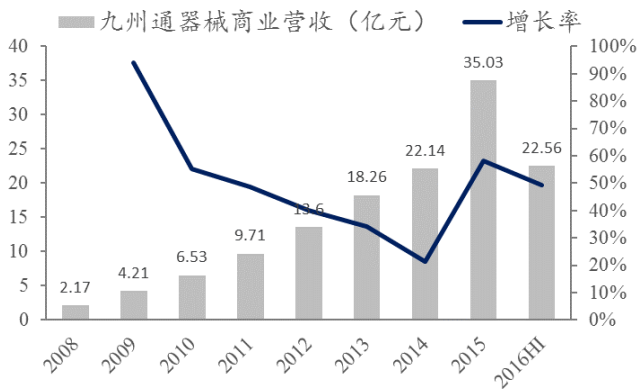
资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2015 年下半年公司开始跨省并购, 通过在各省的控股公司, 公司主要采取 51% 控股收购的方式布局全国市场, 减轻现金流压力。目前已控股收购超过 20 个省份的医疗器械和医用耗材商业公司, 覆盖北京、上海、广东、浙江、福建、山西、安徽、河南、河北、湖南、湖北等省市地区的二级以上医疗机构, 实现直销渠道建设。

公司非公开发行募集资金 18.94 亿元用于建设“医疗器械全国销售网络建设项目”。公司拟以非公开发行募集资金对位于北京、上海、广州等 11 家子公司进行增资，分别在当地租赁适合场地作为医疗器械配送仓库，并同步完善立体配送货架、拣选设备、输送设备、配送软件系统等现代物流设施以及辅助设施。满足子公司自身医疗器械物流配送的需求的同时，将医疗器械销售网络平台辐射至全国，以不断提升公司盈利水平。

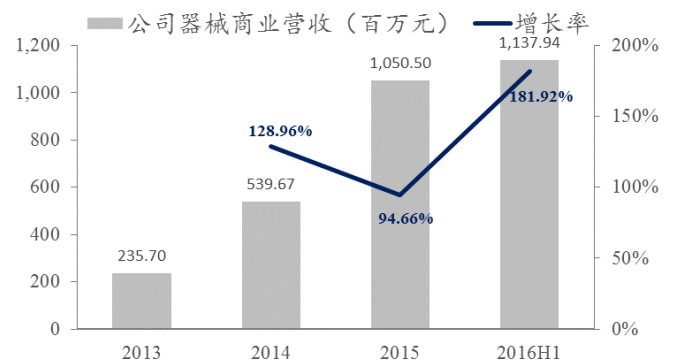
全国医疗器械销售网络建成后，将全面盘活各省资源，通过终端需求提升上游谈判能力，降低采购成本。公司通过全国范围内广泛收购当地医疗器械经销商，获得国内医疗器械和医用耗材业务的快速增长。目前市场上还没有大型器械流通商，现有公司布局的器械配送业务销量尚小。随着行业政策变革，公司有望实现弯道超车。当前阶段，明确将布局全国医疗器械网络作为重要战略目标的公司只有瑞康医药、九州通和英特集团。并且公司器械板块增长迅猛，三年来持续倍数增长，2016 年上半年增速达到 181.92%，势如破竹。保守估计公司 2016 年器械板块营业收入将达到 25 亿元，公司用 3 年实现九州通 2008-2014 年 6 年的成长。本次非公开发行计划将加速公司全国器械销售网络布局，公司有望在五年内超越九州通，领跑国内市场。

图表 30: 2008-2016 年九州通器械商业营收变化



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 31: 公司医药商业营收维持快速增长



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

公司器械销售业务毛利率已达到 31.51%，明显高于 2015 年行业平均水平 14.51%，盈利能力强。全国器械销售网络的布局将毫无疑问提高公司整体毛利率，保证利润快速增长。器械流通领域利润空间保证更多资源可被用于客户维护，公司将建立起与终端客户的牢固关系，树立进入壁垒，并辅助产品线拓展，增大抗风险能力。

5. 先进经营模式带来核心竞争优势

医药流通领域经营模式为王。不同于医药工业，单纯的流通企业利润较低，只有优化经营管理模式才能形成竞争优势，提高盈利能力。

公司经营模式先进，始终坚持直销模式，增强终端掌控力。筛选优质供应商，提供个性化服务。同时公司有一套完整的信息管理系统，统筹各项资源，实现科学配送。

5.1. 直销模式提升企业盈利能力

公司自建立初期始终坚持直销模式，业务模式为“医药工业—医药商业—需求终端”。目前山东省规模以上医院、基层医疗机构的覆盖率已超过 98%、96%。直销模式顺应两票制的政策导向，抗风险能力强。整个医药流通环节的毛利率相对稳定，直接覆盖终端意味着较高的毛利率水平。公司毛利率居行业前列，并快速增长。公司以医院端专业化物流服务配合直销模式，增长客户粘性，终端把控力较强。

公司通过内部销售人员直接发展并维护医疗机构客户，及时发现客户需求，整合公司资源提供个性化服务。筛选终端客户，着力覆盖大型等级医院。优质医院资源意味着稳定的产品需求、合理的回款时间以及较大的市场影响力，从而可以保证公司业务和利润的稳定持续增。

5.2. 经营品类丰富，上游供应商数量持续增长

公司在原有药品经营基础上增加医疗器械配送服务，涉及检测、介入、骨科、设备、医护、五官科、口腔、血液透析等产品线，经营类别愈发丰富。针对各个品类，公司筛选优质供应商，保证产品竞争优势的前提下，建立广泛合作关系，从而降低对单一供应商的依赖。2010-2015 年，与公司实际发生业务的供应商数量由 2010 年的 1380 家增加至 5321 家，增幅达 285%。随着公司业务的发展、终端覆盖率的不断提高、向供应商提供服务的持续升级、良好的信誉，公司获得上游配送权的能力越来越强，同时，上游配送权的获得也更有利于公司开拓下游客户。

5.3. 现代化物流管理平台为业务拓展提供坚实基础

现代物流管理涉及信息流与货物流，前者为后者提供策略指导，实现科学配送。公司通过业务管理系统（BMS）和仓库管理系统（WMS）等信息平台实现与上游供应商和下游客户的对接，实时处理客户需求。仓储物流全程信息化可追溯，通过系统规划及测算实现科学管理及输送。药品器械从收货、存储、拣货到传输运输实现自动化，提高货品储运速度和准确率。现代化物流管理系统可快速适应区域扩张需求，便于在全国范围内整合资源与需求。同时公司利用 ERP 系统优化内部管理，决策提供支持，进行“零库存”管理和智能仓储配置等

硬件方面，公司拥有烟台和济南两大药品物流基地，青岛物流基地正在建设中。在全国范围内，公司已建设北京等六个省市的物流基地，未来

随着募集资金到位，公司将加快统筹建设，为公司全国业务拓展提供保障。

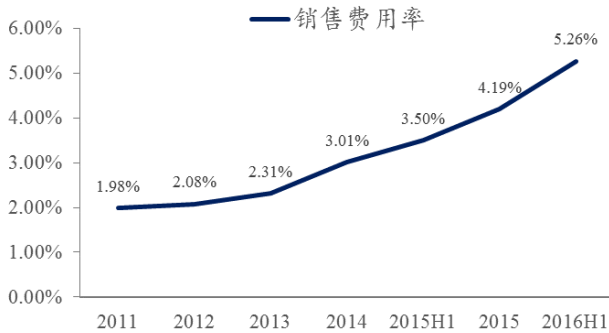
公司上下游优质资源丰富，牢牢掌握下游需求，提升上游谈判能力。直销模式先进，盈利能力强。现代化物流系统满足业务拓展的软硬件需求。公司完善的运营体系可拓展，易复制，助力建设全国性、综合性医疗服务商。

6. 业务发展要求内部管理升级

6.1. 随着经营规模扩大，各项费用显著上升

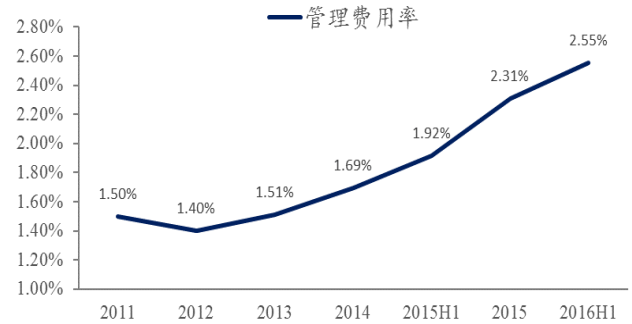
现阶段公司正处于快速扩张阶段，开发新区域，拓展新产品及服务业务对于公司各项费率产生显著影响。2012 年起，公司开始布局器械流通业务，2015 年起加速向山东省外区域扩张，因此 2016 年上半年销售费用率及管理费用率均创历史新高，较 2012 年公司增长 254% 及 183%。

图表 32: 2011-2016 年公司销售费用率不断走高



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 33: 2011-2016 年公司管理费用率不断走高



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

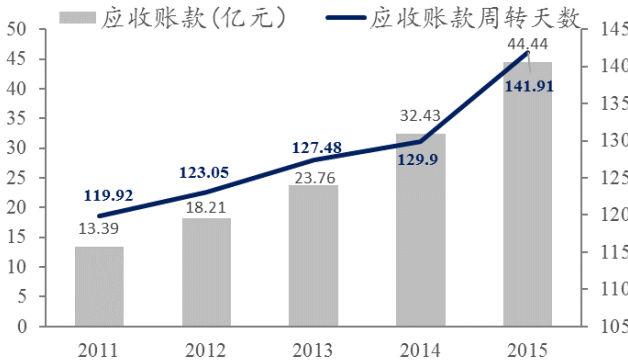
6.2. 公司应收账款偏高

医药流通企业难以避免巨额应收账款的问题。流通企业下游医院回款周期长，流通企业向上游供应商采购时常面临“款到发货”的要求，对于流通企业的资金状况提出挑战。据商务部发布的《2014 年药品流通行业运行统计分析报告》，2014 年 179 家药品批发企业对医疗机构平均应收账款周转天数为 122 天，应收账款总额高达 587.07 亿元，占对公立医疗机构销售总额的 37.6%。

公司 2015 年末营收账款 44.44 亿元，应收账款周转天数 141.91 天，高于行业平均水平。2012 年起，公司应收账款周转天数不断走高，影响公司资金运营状况。英特集团为浙江地区医药流通龙头企业，正在拓展中药及器械流通项目，并布局全国。英特集团与公司规模相似，2015 年全年营

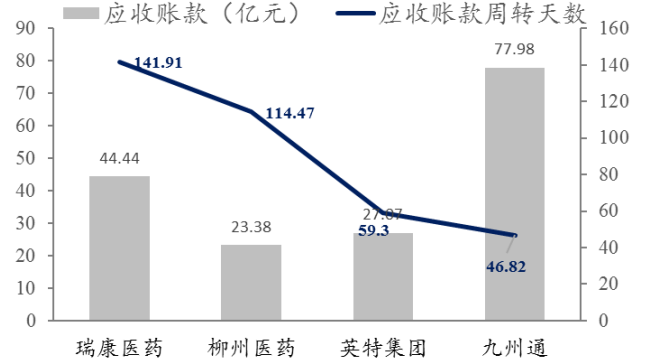
收 154.66 亿元，应收账款为 27.07 亿元，应收账款周转天数仅为 59.3 天，多年来维持稳定。公司营收账款比例高，可能收到区域市场状况影响，且公司采取直销模式，直接面对医疗机构，受回款周期影响大。

图表 34: 2011-2015 年公司应收账款不断增加



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

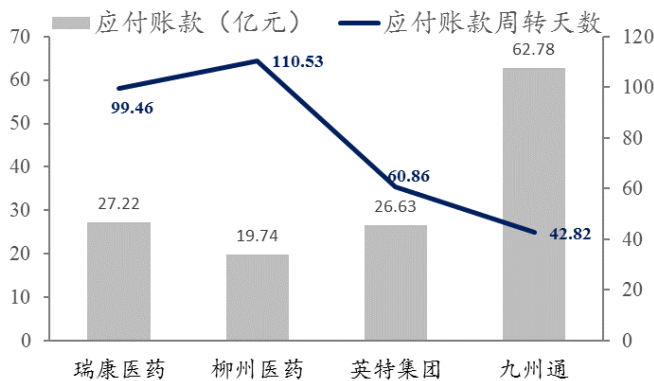
图表 35: 2015 年流通企业代表应收账款状况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

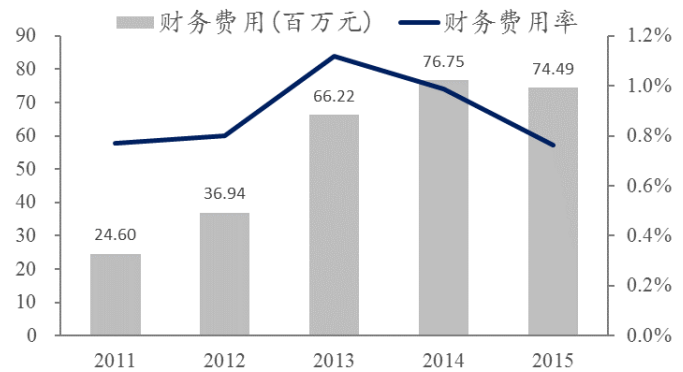
由于大额的应收账款拖欠，公司迫于现金流压力，对于上游供货商的回款周期也较长。2015 年公司应付账款达 27.22 亿元，应付账款周转天数为 99.46 天。公司积极维护供应商关系，拓宽供应商数量，并利用下游客户把控能力增长与上游供应商的谈判能力。为了改善财务状况，控制应收账款风险，公司 2016 年 8 月计划将对山东省境内不超过 9.5 亿元应收账款转让给长城国瑞以设立专项计划融资，转让价格人民币 8.3 亿元。

图表 36: 2015 年流通企业代表应付账款状况



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 37: 2011-2015 年公司财务费用率趋于稳定



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

现阶段公司财务状况相对稳定，企业扩张策略及应收账款的提升并未给公司造成明显的财务压力。2015 年公司财务费用率约为 0.76%，财务费用 7449 万元，近年来趋于稳定。

今年 2 月国务院出台的《关于完善公立医院药品集中采购工作的指导意见》明确要求，“医院将药品收支纳入预算管理，严格按照合同约定的时间支付货款，从交货验收合格到付款不得超过 30 天”。三十天回款周期

将大大提升流通企业资金运作能力。

公司于 2016 年 8 月完成非公开发，发行限制性股票 9967.85 万股，发行价格为 31.10 元/股，募集资金净额 30.71 亿元，全部用于医疗器械全国销售网络建设项目与医院供应链延伸服务项目。实际控制人之一张仁华参与本次定增计划，增持 996.78 万股，占比 10%，锁定期 36 个月。本次定增计划募集资金将进一步改善公司财务状况，使得现金流恢复活力，拓展业务将大跨步前进。同时实际控制人以 3.10 亿元增持，显示出对于企业成长信心十足。

7. 总结

“两票制+营改增+流通整治”来袭，强势压缩医药流通环节，打击挂靠、走票等不规范行为，加强监管力度，促进医药流通行业集中度提升。大型企业将通过并购扩张形成全国领导者+区域龙头格局。公司是山东市场领袖，拥有先进经营理念及管理模式。2015 年起加速并布局全国药品及器械销售网络。

国内医疗器械市场放量，增速达 20.50% 增速。医疗器械流通行业对于经营者资质要求高，且先进入者优势明显。目前国内尚未出现医疗器械流通行业龙头，在行业政策变革中，公司率先发力布局全国 20 余个省市地区的二级以上医疗机构直销渠道，有望实现弯道超车。公司非公开发行募集资金 18.94 亿元，加速“医疗器械全国销售网络建设项目”建设。

2016 年上半年公司业绩快速提升，实现营收 69.18 亿元（同比增长 53.70%），其中省外收入约占 15%，净利润 2.39 亿元（同比增长 134.16%）。医疗器械板块营收占比已达 16.45%，医疗器械板块毛利率 31.51%，带动公司整体毛利率提升至 13%，居行业第二。

公司积极开拓新型服务模式，转型医疗服务商，开展第三方物流、医院供应链延伸服务及移动医疗信息化服。通过上下游服务提升自身竞争力，攫取市场机会。为应对业务发展带来的管理费率、销售费率、应收账款持续走高，公司需加快内部管理模式升级。

8. 盈利预测与投资建议

基本假设：

- 公司药品流通业务受到两票制及区域扩张影响,2016 年上半年显示极强的增长性,预计 2016 全年增速 30%-40%。2017 年随着两票制全面落地,药品流通业务将维持 30%左右。
- 公司器械流通业务布局全国,近年来保持快速发展。目前国内医疗器械市场增速保持在 20%,而国内尚没有流通龙头。公司拥有成熟的经验及部分渠道,利用资本市场优势将快速发展,增速将达到 150%、80%、50%;
- 规模效应带来器械及药品流通毛利率的提升,保守估计未来三年毛利率分别保持在 30%及 10%水平上下;
- 第三方物流业务不受两票制限制,是打开全国市场的捷径,公司与当地流通商资源互通快速打开市场。

我们预计公司 2016-2018 年归母净利润 5.15 亿、9.85 亿和 14.83 亿元, EPS 分别为 0.81 元、1.55 元和 2.34 元,对应 PE 分别为 42 倍、22 倍和 15 倍。

图表 38: 瑞康医药盈利预测

单位: 百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	9749.96	14383.93	20022.75	26229.98
其中:器械流通	1050.50	2626.25	4727.25	7090.88
药品流通	8670.42	11705.07	15216.59	19020.73
其他	29.04	52.61	78.92	118.37
营业收入增速	-	47.53%	39.20%	31.00%
归母净利润	235.94	515.91	984.80	1482.57
归母净利润增速		118.66%	90.89%	50.55%
EPS (元)	0.44	0.81	1.55	2.34
PE	77.40	41.87	21.94	14.57

资料来源: 东吴证券研究所

公司是山东省医药流通龙头企业,省内医疗机构覆盖率高达 98%,业绩稳定增长。公司积极布局全国医疗器械销售网络,顺应器械放量热潮,优先进入蓝海市场,有希望凭借行业经验及资本优势迅速占领市场。公司创新经营模式,转型医疗综合服务商,布局长远战略格局。公司营收及毛利率都在变革中快速增长,显示出极强的成长活力。我们看好公司全国销售网络布局,首次给予“增持”评级。

9. 风险提示:

(1) 政策风险

- (2) 全国销售网络布局进度不达预期
- (3) 商誉减值风险

瑞康医药重要财务数据 (百万元)

资产负债表					利润表				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	7452.49	8136.36	9440.41	10952.43	营业收入	9749.96	14383.93	20022.75	26229.98
现金	1177.58	1392.97	1543.58	1502.26	营业成本	8680.34	12462.18	17067.64	22025.57
应收款项	4953.61	5285.34	6261.73	7189.56	营业税金及附加	15.10	19.94	27.31	35.24
存货	1025.41	1395.62	1556.48	2195.26	销售费用	408.62	719.20	1001.14	1311.50
其他	295.89	62.43	78.62	65.35	管理费用	225.28	316.45	380.43	577.06
非流动资产	1409.21	1912.27	2440.84	2951.79	财务费用	74.49	143.84	200.23	262.30
长期股权投资	6.68	231.21	264.23	298.65	资产减值损失	38.35	32.00	25.00	25.00
商誉	463.63	6.78	15.68	23.75	投资净收益	1.15	0.00	0.00	0.00
固定资产	730.56	835.68	1203.56	1558.69	其他	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	59.58	83.26	132.45	173.71	营业利润	308.94	690.32	1321.00	1993.32
无形资产	82.82	563.12	628.36	685.47	营业外净收支	9.52	6.02	8.23	7.78
其他	65.94	192.22	196.56	211.52	利润总额	318.46	696.34	1329.23	2001.10
资产总计	8861.70	10048.63	11881.25	13904.22	所得税费用	75.32	164.69	314.38	473.29
流动负债	5457.34	6112.63	6930.40	7425.56	少数股东损益	7.20	15.74	30.05	45.24
短期借款	1583.75	1232.56	1365.37	1423.01	归属母公司净利润	235.94	515.91	984.80	1482.57
应付账款	3419.43	4343.51	4908.77	5281.23	EBIT	383.43	834.16	1521.23	2255.62
其他	454.16	536.56	656.26	721.32	EBITDA	383.43	834.16	1521.23	2255.62
非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	重要财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
负债总计	5457.34	6112.63	6930.40	7425.56	每股收益(元)	0.44	0.81	1.55	2.34
少数股东权益	209.95	225.69	255.75	300.99	每股净资产(元)	5.76	6.02	7.57	9.91
归属母公司股东权益	3194.40	3710.31	4695.11	6177.67	发行在外股份(百万股)	290.00	300.00	300.00	300.00
负债和股东权益总计	8861.69	10048.63	11881.25	13904.22	ROIC(%)	0.04	0.08	0.13	0.16
					ROE(%)	0.07	0.14	0.21	0.24
					毛利率(%)	0.11	0.13	0.15	0.16
现金流量表	2015	2016E	2017E	2018E	EBIT Margin(%)	0.04	0.06	0.08	0.09
经营活动现金流	-466.26	-531.90	-517.43	-426.14	净利润率(%)	0.02	0.04	0.05	0.06
投资活动现金流	-400.31	-353.26	-230.00	-256.35	资产负债率(%)	0.62	0.61	0.58	0.53
筹资活动现金流	1345.52	1826.35	945.36	769.35	营收增长率(%)	0.25	0.48	0.39	0.31
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率(%)	0.34	1.19	0.91	0.51
现金净增加额	478.95	521.34	592.43	656.41	P/E	77.40	41.87	21.94	14.57

资料来源：东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

