

瑞康医药 (002589.SZ)

全国网络布局提速，打造新型商业平台

评级：**买入** 前次：
 目标价（元）：**43.8-51.1**
 分析师
 江琦
 S0740517010002
 021-20315206
 jiangqi@r.qlzq.com.cn
 2017年02月11日

基本状况

总股本(百万股)	654
流通股本(百万股)	300
市价(元)	33.78
市值(百万元)	22,100
流通市值(百万元)	10,141

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	7,785.91	9,749.9	15,631.	23,449.	32,242.
营业收入增速	31.39%	25.23%	60.32%	50.02%	37.50%
归属于母公司的净利润	180.99	235.94	591.35	952.21	1,290.6
净利润增长率	26.07%	30.36%	150.6%	61.02%	35.55%
摊薄每股收益(元)	0.83	0.43	0.90	1.46	1.97
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
市盈率(倍)	38.92	84.40	35.90	22.30	16.45
PEG	1.49	2.78	0.24	0.37	0.46
每股净资产(元)	8.25	5.76	10.48	11.94	13.91
每股现金流量(元)	-0.75	-0.84	-0.19	-0.28	-0.28
净资产收益率	10.07%	7.39%	8.62%	12.19%	14.18%
市净率	3.92	6.23	3.10	2.72	2.33
总股本(百万元)	217.90	554.54	654.22	654.22	654.22

投资要点

- **核心观点：**1.公司是卓越的民营医药商业公司，管理层和公司治理优秀；2.医药商业行业新政和环境有利于全国性和区域性龙头商业公司的成长，强者恒强；3.定增顺利完成后全国商业网络布局加速，以省内为模板将器械、高值耗材、IVD 耗材配送和药品销售等新型业务模式拓展到全国各省，打造平台价值，抓住产业链变革所带来的大机遇；4.省内业务保持高成长，省外持续高速扩张，内生+外延共同驱动公司未来2年收入、利润快速增长。
- **医药政策天平加速向强者倾斜，药品配送山东省内龙头地位继续巩固。**公司是省内龙头受益于“两票制”带来的集中度进一步提升，不断拓展新业务抓住“零差率”和限制“药占比”带来的机遇；公司在省内新一轮药品招标订单量获得超30%的提升，省外陆续并购数家药品分销公司，未来3年药品业务可保证复合25%以上增长。
- **医疗器械商业整合迎来黄金期，瑞康全国网络建设提速发力。**现已初步完成30省份配送平台的建设，50余家省外器械销售公司的收购，阶段发展超预期；已并入的公司带动器械毛利率持续提升，收入利润环比保持高增长，全国化网络平台价值显现；扁平化的业务管理结构和严格的内控体系保证良性增长无忧。
- **盈利预测和投资建议：**我们预计2016-2018年公司收入分别为156亿元、234亿元、322亿元，同比分别增长60.3%、50.0%、37.5%；归属于母公司净利润分别为5.91亿元、9.52亿元、12.91亿元，同比分别增长150.6%、61.0%、35.6%；对应EPS分别为0.90元、1.46元、1.97元；对应PE分别为36倍、22倍、17倍。参考可比公司，我们给予瑞康医药2017年30-35倍PE，对应股价43.8-51.1元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**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

从山东药品配送龙头到覆盖全国器械商业网络的综合医疗服务商	- 4 -
成功的发展轨迹，完善的业务布局，优异的业绩回报	- 4 -
大力推进医疗器械业务提升毛利率，并发展医疗服务	- 7 -
医药政策天平加速向强者倾斜，药品配送省内龙头地位继续巩固	- 8 -
医药流通行业运行情况：行业增速放缓，盈利水平相对稳定，集中度不断提高	- 8 -
“两票制”、营改增、流通大整治重塑医药商业，行业集中度面临快速提升	- 10 -
“两高一快”是公司早、中期发展的核心竞争力	- 10 -
“零差率”和限制“药占比”环境下，公司双管齐下迎接挑战	- 11 -
山东省内 2020 年市场份额有望提升至 30%	- 13 -
医疗器械商业整合迎来黄金期，瑞康全国网络建设提速发力	- 14 -
医疗器械市场延续高增长，格局高度分散	- 14 -
政策收紧推动医疗器械配送行业向规模化发展	- 15 -
前瞻的器械发展战略，潜心布局由省内走向全国	- 16 -
盈利预测与估值	- 18 -
盈利预测	- 18 -
投资建议	- 19 -
风险提示	- 20 -
行业政策风险	- 20 -
器械业务拓展不及预期的风险	- 20 -

图表目录

图表 1: 2004-2016 年瑞康医药成长路径及展望	- 4 -
图表 2: 瑞康医药的业务板块	- 5 -
图表 3: 瑞康医药 2011-2016Q3 营业收入及增速 (单位: 百万元, %)	- 5 -
图表 4: 瑞康医药 2011-2016Q3 净利润及增速 (单位: 百万元, %)	- 5 -
图表 5: 瑞康医药 2011-2016Q3 经营性现金流 (亿元)	- 6 -
图表 6: 瑞康医药 2011-2016Q3 应收账款周转天数	- 6 -
图表 7: 瑞康医药上市后完成 3 次的非公开发行	- 6 -
图表 8: 瑞康医药目前的股权结构	- 7 -
图表 9: 瑞康医药 2011-2016H1 主营收入构成	- 7 -
图表 10: 瑞康医药 2011-2016H1 毛利率水平 (单位: %)	- 7 -
图表 11: 公司开展的对医院服务及其影响	- 8 -
图表 12: 中国医药流通行业 2008-2015 销售额及增速 (单位: 亿元, %)	- 8 -
图表 13: 全国医药商业行业利润变动情况 2005-2015 (单位: %)	- 9 -
图表 14: 医药流通批发企业数目变化 (单位: 个, %)	- 9 -
图表 15: 医药批发行业 TOP20 占有率 (单位: %)	- 9 -
图表 16: 国内各省市地区落实“两票制”的时间表	- 10 -
图表 17: 福建省药品配送类型构成情况 (单位: %)	- 10 -
图表 18: 瑞康医药山东省医院覆盖率 (单位: %)	- 11 -
图表 19: 医药配送中直销与分销的特点对比	- 11 -
图表 20: 瑞康医药供应商数目变化及同比 (单位: 个, %)	- 11 -
图表 21: 医院供应链延伸项目示意图	- 12 -
图表 22: 公司设立部分涉及 DTC 业务或医院合作药房的零售连锁机构	- 13 -
图表 23: 瑞康医药省内 2016-2020 药品业务市场份额及增速测算	- 13 -
图表 24: 2001-2015 年医疗器械市场规模及增速 (单位: 亿元, %)	- 14 -
图表 25: 医疗器械工业及商业公司数 (单位: 个)	- 14 -
图表 26: 耗材招标发展历程	- 15 -
图表 27: 2009 年后耗材省标数量变动情况	- 15 -
图表 28: 瑞康医药器械配送业务发展历程 (2011-2016)	- 16 -
图表 29: 2016H1 国内医药流通企业器械板块收入及毛利率 (单位: 百万, %)	- 17 -
图表 30: 以骨科事业部为例器械的全国运营管理模式	- 18 -
图表 31: 瑞康医药分业务预测收入和毛利情况	- 19 -
图表 32: 可比公司估值 (Wind 一致预期, 2017 年 2 月 10 日)	- 19 -
图表 34: 瑞康医药盈利预测模型	- 20 -

从山东药品配送龙头到覆盖全国器械商业网络的综合医疗服务商

成功的发展轨迹，完善的业务布局，优异的业绩回报

- 拼搏、创新的团队一直在路上：**公司前身是 2004 年成立于烟台的瑞康药品配送有限公司，2011 年 6 月 10 日公司成功在深交所中小板上市，现发展为以药品、医疗器械、耗材商业配送为主营业务的综合医疗服务商。尽管瑞康医药的历史并不算悠久，但却已经历了 4 个时期的快速发展阶段，打造了一支有理想、有激情，兼具高执行力的管理团队。上市前，公司从烟台以药品配送起步，在空间上将业务开拓到济南、威海等省内其他几个城市；上市后直至 2014 年底，公司充分借助资本市场的力量，实现将药品配送业务覆盖全省，并在省内建成覆盖 10 条产品线的医疗器械配送网络，为日后进军全国器械流通市场打下了坚实的基础。2015 年，公司继续在总经理张仁华女士的带领下，迈出了向全国扩张的步伐，PBM、医院后勤服务等新业务也在这一年落地，实现多点开花。2016 年，公司则更进一步加速对外扩张，现已在 30 省份建立了配送平台公司，合计已完成超过 50 家省外器械、药品商业公司的收购，给公司业绩提供了较大贡献。

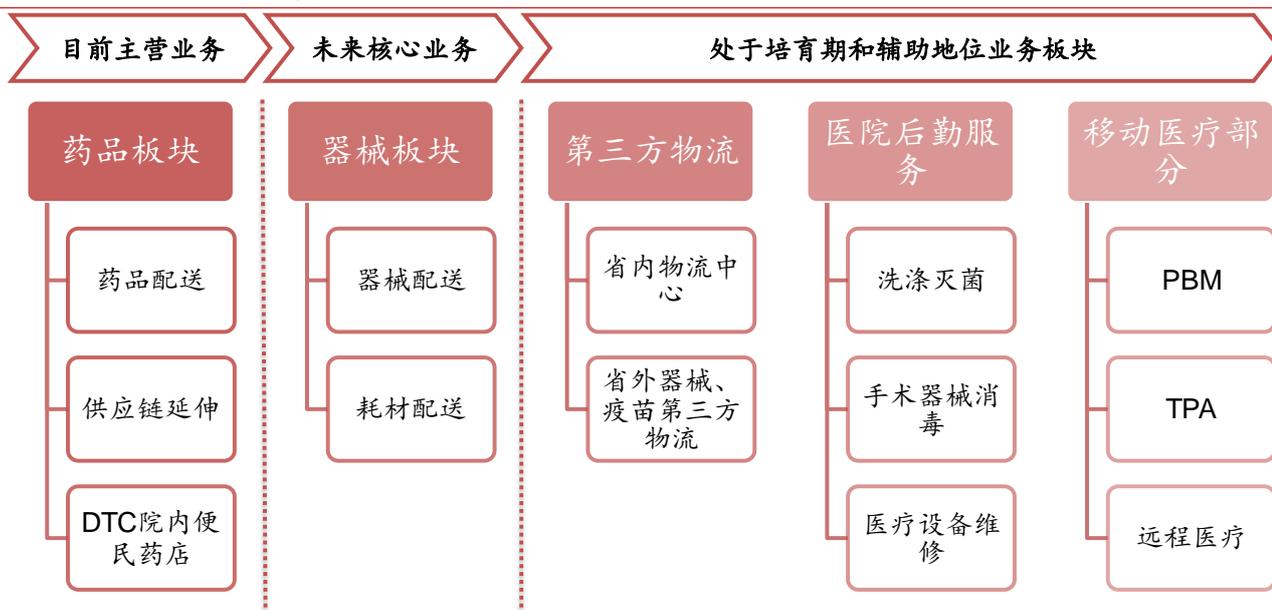
图表 1：2004-2016 年瑞康医药成长路径及展望



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 潜心布局、羽翼渐丰：**瑞康医药上市五年多，已由上市初期的山东省药品配送龙头企业，发展成为在全国 31 个省份（直辖市）拥有控股公司，业务逐步覆盖全国的医疗综合服务商。目前业务板块分为：药品供应链服务板块、医疗器械供应链服务板块、第三方物流板块、医疗后勤服务板块、移动医疗信息化服务板块。其中药品板块是公司发展的基石，器械板块是公司未来发展的核心所在。

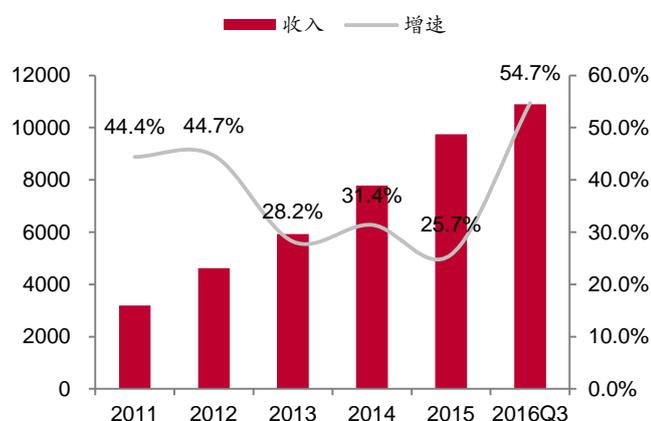
图表 2：瑞康医药的业务板块



来源：公司网站，中泰证券研究所

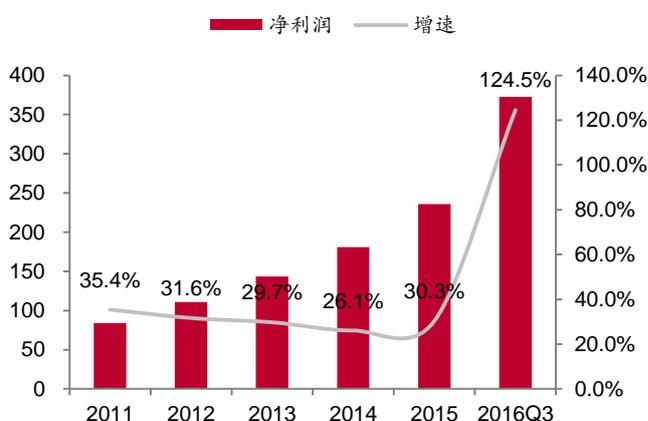
- **持续性的高成长，业绩进入爆发期：**上市以来，公司经营收入端和利润端均一直保持快速增长。2016 年公司大力扩张，是业绩爆发年；业绩快报实现营业收入 156.3 亿元，归母净利润 5.91 亿元，分别同比增长 60.3%和 150.6%。2011-2016 年间收入和净利润均实现 7 倍增长，CARG 达到 47.7%；2016 年全年四季度收入分别为 32.4 亿、36.8 亿、39.7 亿和 47.4 亿，呈现出逐季提速的态势，公司已驶入业务发展的快车道。根据商务部数据，瑞康医药 2015 年销售额在全国医药商业百强中排名第 16 位，过去 5 年中排名前进了 22 位。2011-2015 是公司快速发展超预期成长的五年，市场认可度很高，一直被给予了较高的估值。而在 2016 年中的认可度却略有下降，主要是有些投资者担心公司现金流不佳需要持续融资及小非减持方面的问题。

图表 3：瑞康医药 2011-2016Q3 营业收入及增速（单位：百万元，%）



来源：Wind，中泰证券研究所

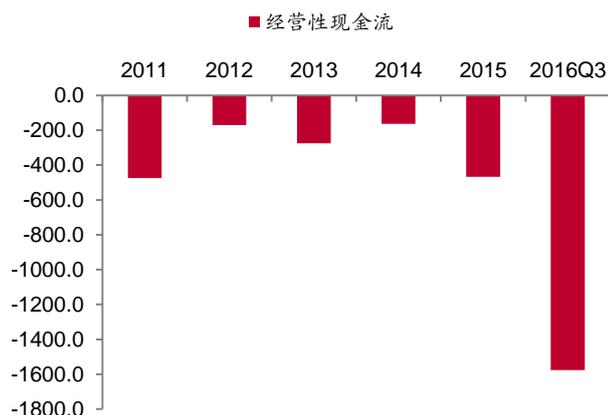
图表 4：瑞康医药 2011-2016Q3 净利润及增速（单位：百万元，%）



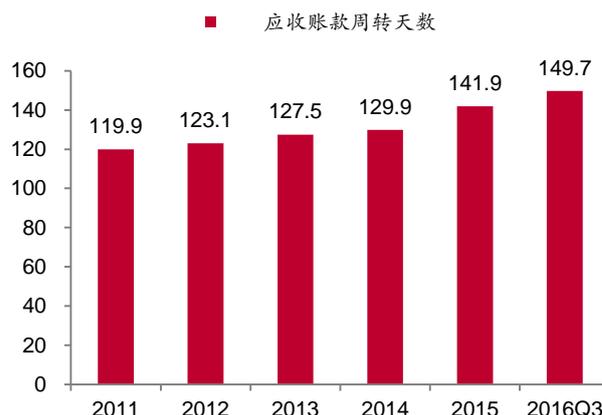
来源：Wind，中泰证券研究所

- **持续扩张造成经营性现金流情况不佳：**持续的业务扩张和收入结构改变使得公司经营现金流一直未得到改善，这也是部分投资者对瑞康存有顾虑的一个重要因素。国内药品配送以医院终端为主要对象的商业公司普

遍要承担平均超过 3 个月以上的收入占款，器械配送的占款期则更长，这一行业性问题始终未能得到有效解决。瑞康 2011-2016 年间业务不断扩张和拓展，应收账款周转天数由 2011 年底的 4 个月逐渐下滑至 2016Q3 的近 5 个月，这相当于公司每年新增收入的 40% 无法在当年收回，从而造成经营性现金流表现不好。我们认为这方面的问题无需过度担心，一方面公司也适度延长了给上游工业企业付款的账期从而减轻了压力，另一方面瑞康的下游客户是医院，违约风险小，短期牺牲了现金流，但是获得了市场份额，抓住了行业的发展机遇。

图表 5: 瑞康医药 2011-2016Q3 经营性现金流(亿元)


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 6: 瑞康医药 2011-2016Q3 应收账款周转天数


来源: wind, 中泰证券研究所

- 公司融资渠道多样，业务发展得到充分保障：**由于医药商业公司的发展离不开持续的资金投入，瑞康医药上市以来已成功完成了 3 次非公开发行，是医药商业公司中再融资最为成功的公司之一。2016 年 8 月，公司完成了第 3 轮非公开发行，募集 31 亿资金，为全国业务拓展提供了有力的资金支持。另外 2016 年 8 月公司创新性的开展了应收账款资产证券化的尝试，通过长城国瑞设立“瑞康医药应收账款一期资产支持专项计划”，首期规模不超过 8.3 亿，此举可有效盘活存量资产，提高资金使用效率。

图表 7: 瑞康医药上市后完成 3 次的非公开发行

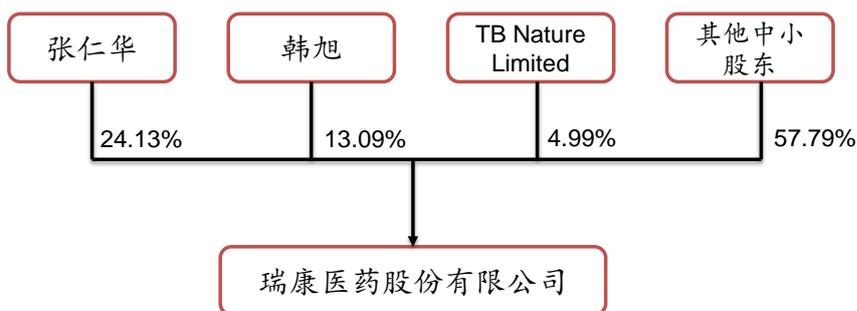
公司 IPO 后的三次融资	募投安排
2013 年 11 月 6 日以 39.61 发行 1515 万股，7 家机构参与，复权约为 6060 万股，复权价 9.9 元/股，锁 1 年；12 年 7 月 21 日预案；募集 6 个亿。	1. 补充流动资金 2 亿 2. 医疗器械配送项目 2 亿 3. 医用织物洗涤配送项目 1 亿（建成） 4. 医用织物生产项目 9 千万（建成）
2015 年 2 月 16 日，完成第 2 轮非公开发行，汇添富和大股东分别定增参与 8 个亿，4 个亿，股本增加近 6000 万股，复权为 1.2 亿股，复权价 10.1 元/股，锁 3 年；18 年 2 月 25 日解禁。	全部用于补充流动资金
2016 年 8 月 24 日，完成第 3 轮非公开发行，定增 31 亿，定增价 31.1 元/股，大股东认购 3.1 亿，锁 3 年其他机构 1 年，17 年 8 月 24 日解禁。	1. 医疗器械全国网络 19 亿 2. 医院供应链延伸项目 13 亿

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 大股东增持提振信心，小非减持风险逐渐解除：**自上市以来尽管公司股

价实现了数倍的增长，但实际控制人张仁华没有做过一次股票减持，相反在公司 15 年和 16 年 2 次定向增发中均高比例参与了公司的融资，解锁期限均为 3 年，彰显了对公司发展的强大信心。市场较为关注小非的减持问题，公司上市前 pre-IPO 股东 TB limited 在上市后陪伴公司 4 年后，由于其基金存续期将至，其陆续进行了几次二级市场减持行为，对公司股价造成一定影响，目前 TB 持有股份占比已低于 5%，未来影响逐渐减小

图表 8：瑞康医药目前的股权结构

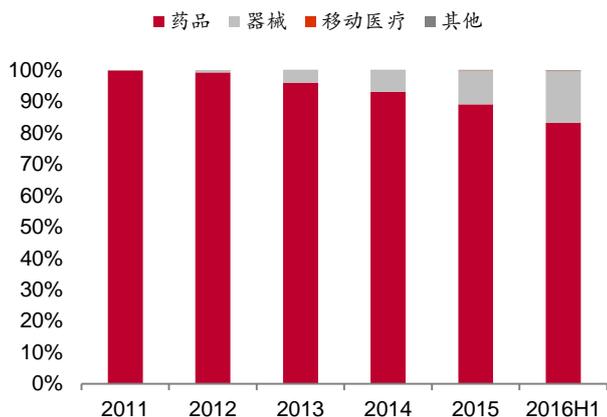


来源：中泰证券研究所

大力推进医疗器械业务提升毛利率，并发展医疗服务

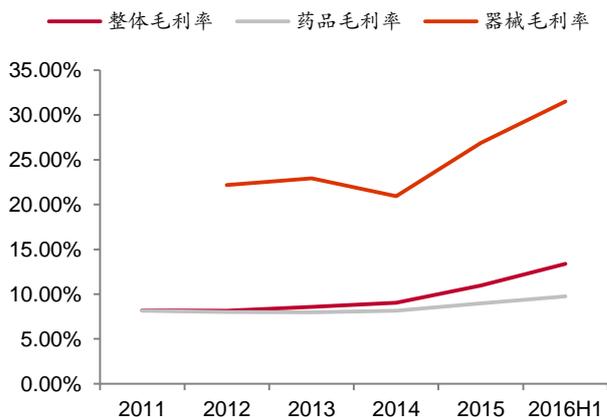
- 收入结构优化，毛利率随之稳健增长：**上市初期，公司的收入构成几乎完全由药品配送占据，随着 2011 年底公司器械配送业务的启动，其收入占比逐年提升，2016 年 H1 收入贡献率已达 16.4%；近年来公司的整体毛利率一直处于上升趋势，与行业盈利能力逐年下滑的状况形成鲜明对比，这也客观反映了公司优秀的业务能力和管理水平。公司 2016H1 毛利率达到 13.37%，高出同行业平均水平 600pp；药品板块和器械板块毛利率分别达 9.74%和 31.51%，两者均处于同类商业公司中的顶端。

图表 9：瑞康医药 2011-2016H1 主营收入构成



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 10：瑞康医药 2011-2016H1 毛利率水平 (单位：%)

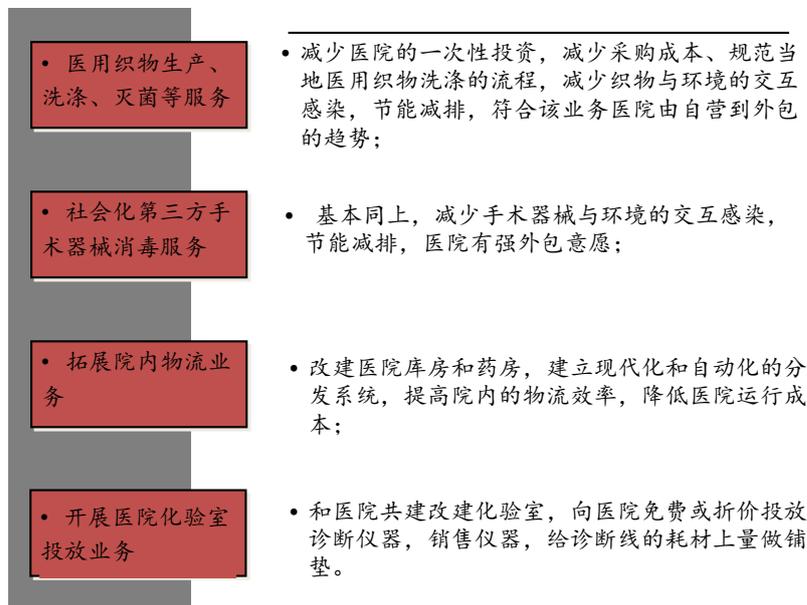


来源：Wind，中泰证券研究所

- 加快向医疗服务升级进阶：**公司作为山东地区医疗机构长期的业务伙伴，其开展对医院的后勤服务工作具有先天的优势。公司较早的预判医疗机构有逐渐将所属后勤业务外包的动力和意愿，2013 年定增募投的医用织物生产、医用织物洗涤配送项目基地现已建设完毕，并于 2015 年底投

入使用；公司同期开展了第三方手术器械消毒灭菌服务，两个项目均引进全球最先进的的流水线和设备，符合欧洲的严格消毒标准，为医疗机构提供专业、放心的服务。除此之外，在院内物流业务（供应链延伸）和医院检验科投放业务方面上，公司在优势地区也有诸多斩获。

图表 11：公司开展的对医院服务及其影响



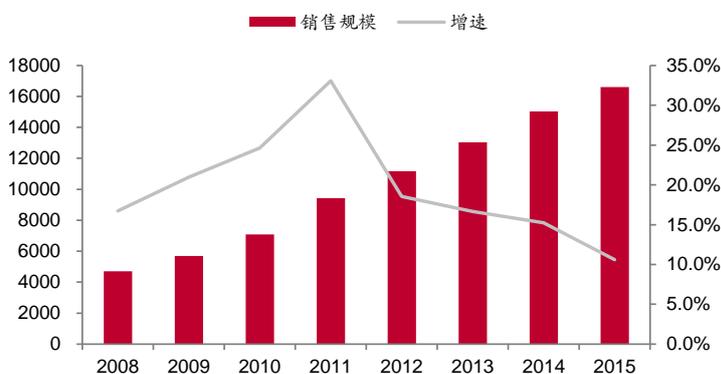
来源：公司公告，中泰证券

医药政策天平加速向强者倾斜，药品配送省内龙头地位继续巩固

医药流通行业运行情况：行业增速放缓，盈利水平相对稳定，集中度不断提高

- 行业整体增速放缓：**2009 年新医改后的 3 年，国家将提高居民医疗的可及性作为医改的工作重心，各级政府加大对医疗的投入力度，医保快速扩容、医疗支付水平不断提高，医药流通行业销售增速提升至年均 20% 以上。而伴随近年医保支付压力，药品降价和控费开始成为行业主题，自 2012 年起，医药流通行业的销售增速由当年 18.5%，逐渐下降至 2015 年的 10.6%，行业销售总额由高速增长转向中高速增长。

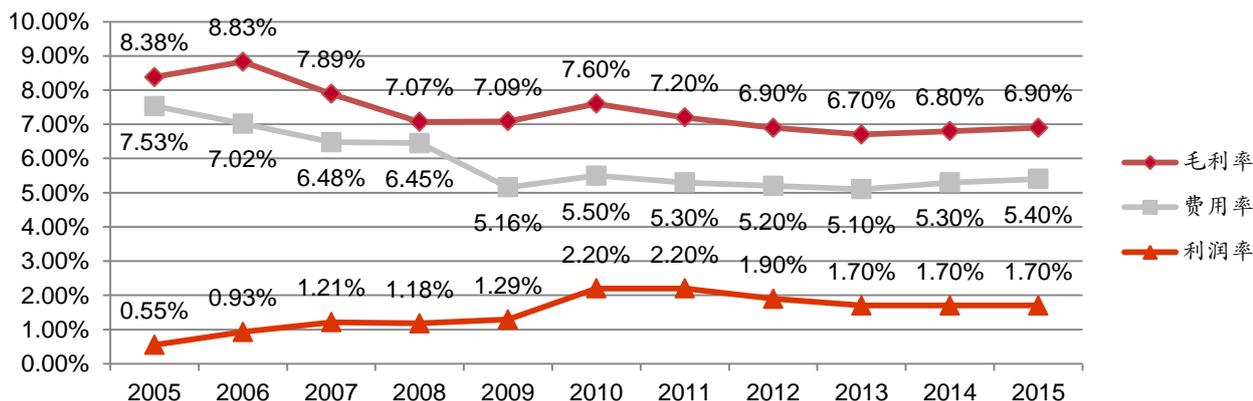
图表 12：中国医药流通行业 2008-2015 销售额及增速（单位：亿元，%）



来源：商务部，中泰证券研究所

- **盈利水平相对稳定：**医药流通企业主要承担药械的配送和对医院的回款职能。自 2005 年以来，医药商业的毛利率总体呈下降趋势，但规模化经营和现代化物流水平的提高使得费用率也在不断下降，近年来全国医药商业的税前平均利润率保持在 1.7% 左右，总体保持稳定。目前上下游招标降价、“零差率”等影响等正在向流通端传导，对全行业发展构成了一定压力。另一方面，政策环境变化提供了诸多发展机遇，商业企业可以承担起更多的功能，例如供应链延伸、检验科外包等，甚至可拓展 CSO 和 OEM 业务，其能在产业链中占有的话语权有所提升。

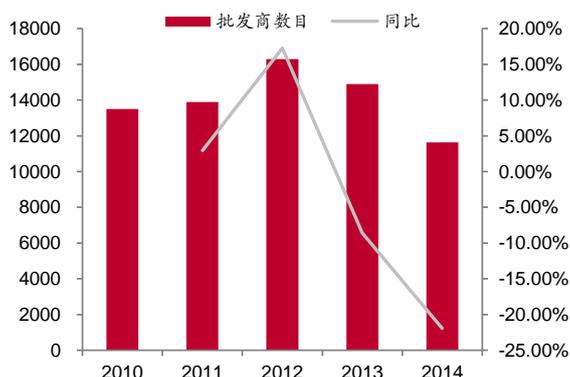
图表 13：全国医药商业行业利润变动情况 2005-2015（单位：%）



来源：中国医药商业协会，中泰证券研究所

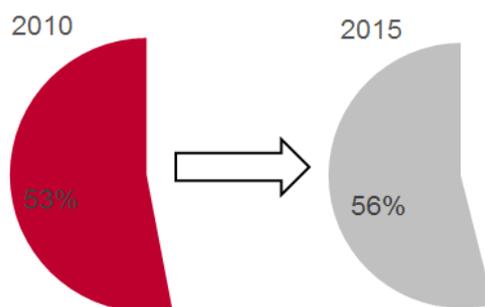
- **“十二五”行业集中度提升明显：**“十二五”期间 14 年版药品 GSP 实施，对药品仓储、冷链运输和质控管理等提出了较高的要求，客观促进了行业的优胜劣汰、加速整合，2014 年批发企业数量比 2012 年减少了 28.63%；2015 年底药品批发百强企业销售额占总额的比重从 2010 年 69% 提高至 86%；药品零售连锁经营率从 2010 年的 33% 提高至 46%；形成 3 家年销售额超过 1000 亿元的全国性大型药品流通企业和 25 家年销售额超过 100 亿元的区域性药品流通企业，行业集中度明显提升。前 3 位医药批发企业主营收入占医药总体市场规模的由 2010 年的 26.7% 上升至 2015 年的 33.5%，增幅明显；而前 20 位的占比由 53% 上升至 56%，显示地域性流通企业的集中度提升稍慢。最新出炉的商务部“十三五”医药流通发展规划中进一步将百强批发企业的市占率目标提升至 90%，进一步显示出国家提升行业集中度的决心。

图表 14：医药流通批发企业数目变化(单位：个，%)



来源：CFDA，中泰证券研究所

图表 15：医药批发行业 TOP20 占有率(单位：%)



来源：根据商务部数据测算，中泰证券研究所

“两票制”、营改增、流通大整治重塑医药商业，行业集中度面临快速提升

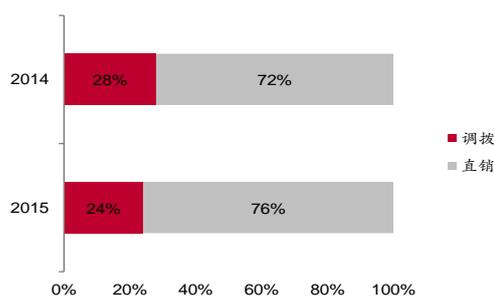
- “两票制”箭在弦上：**“山东疫苗事件”的影响促使国家下定决心，减少药品流通环节，淘汰中小型商业企业，确保药品在流通环节的安全性，减少监管成本，同时有效降低药价；“两票制”在 2016 年 4 月被国务院纳入医改重点工作之一，并于 2017 年 1 月 9 日由国务院牵头 8 部委联合联合印发实施意见。实施意见要求“两票制”在医改试点省份（共 11 个省份）和医改试点城市（共 200 个）率先推行，同时鼓励其他地区市执行“两票制”；“两票制”在医改地区的执行大限为 2017 年底，力争在 2018 年将其推向全国，目前一部分省份已陆续给出相应的具体执行时间表。福建是典型和样板，是率先在省级区域实现“两票制”的省份，自 2012 年在个各片区正式实施两票制以来，区域商业集中度得到了快速的提升，此外政府 2014 年推行基药限定 10 家商业公司配送的政策，使得集中度进一步提升，估算目前福建地区的前 10 位医药商业企业市场占有率已由 2010 年的不足 50% 提升到 2015 年的超 80%。福建医药流通改革得到中央政府高度的认可和支持，其“两票制”经验得到了国务院医改办的背书，福建地区的药品流通变革经历势必将成为国内多数地区的现实演绎。

图表 16：国内各省市地区落实“两票制”的时间表

时间	省份及措施
2016.11.1	安徽省正式实行两票制
2016.11.7	山东省：济南、青岛等6个市将稳步推行两票制
2016.12.31	四川正式实行两票制
2017.12.31	陕西、宁夏将正式实行两票制
2017.5.1	河北正式实行两票制
2017.6.1	重庆正式实行两票制

来源：各省卫计委，中泰证券研究所

图表 17：福建省药品配送类型构成情况（单位：%）



来源：政府网站，中泰证券研究所

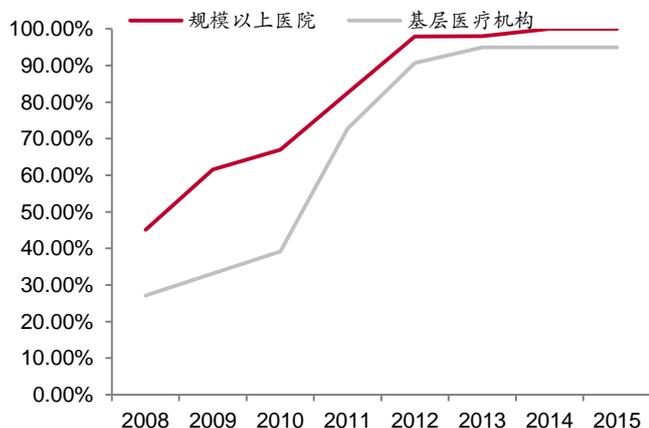
- 多因素的共振影响促使集中度快速提升：**除“两票制”外，2016 年 5 月 1 日正式施行的“营改增”政策使得中小型医药商业企业经营透明度提升，增值税必须按实缴纳使其运营成本显著上升；同年 5 月 CFDA 发布了关于医药流通领域专项整治公告，各省市随之展开了大规模的整治行动，据不完全统计截至目前已有数百家医药商业企业的 GSP 或《药品经营许可证》被撤回和吊销。政策的紧缩也传导至医药商业并购领域，我们的草根调研发现目前国内地市级的规模商业企业的交易估值从过去 10-15 倍均值降低到 10 倍以下，这些企业纷纷向地区龙头或是全国性商业企业主动抛出了橄榄枝，寻求合作或是被收购。

“两高一快”是公司早、中期发展的核心竞争力

- 终端覆盖广、高直配率：**上市后公司的配送网络覆盖率和医院开户率有了大幅度的提升，公司对规模以上医院和基层医疗机构的覆盖率分别由 2010 年的 67% 和 39% 提升至 98% 和 95% 以上，对现代化物流基地及物流软硬件的持续投入使得其成为地区直配覆盖率最高的公司。瑞康一直以来坚持直接对医院配送的发展策略，与分销（调拨）业务模式相比，

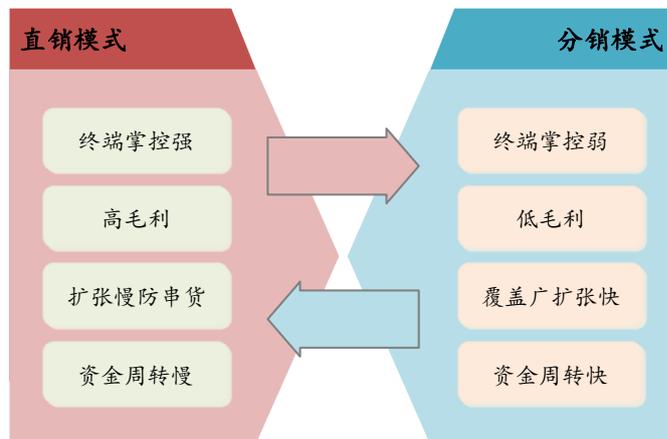
直销模式具有毛利率水平较高，终端掌控能力强，跨地区串货的风险小等优势。工业企业容易免去各城市多个商业开户的麻烦，且方便统计商品终端销量，上游企业更愿意与其合作。对于一些普药，属于自然流向类品种，尽管药品的单价和毛利率低，但配送的毛利率通常可达 10% 以上，厂家希望借助直销渠道铺货，节省开支。

图表 18: 瑞康医药山东省医院覆盖率 (单位: %)



来源: 公司招股说明书, 公司年报, 中泰证券研究所

图表 19: 医药配送中直销与分销的特点对比



来源: 中泰证券研究所

- **高毛利率**，相比同行，瑞康自上市以来一直保持较高的毛利率水平；原因在于高效的配送网络和优质的服务使得公司可在采购议价过程中占据优势，通过对高毛品种的选择和把握提升单位配送绩效，瑞康也是在山东地区内公认的供应链和成本控制最优秀的企业，同时在某些细分领域和资源丰富区域适当介入药品代理业务提高了公司的药品综合毛利率。
- **快速回款**，上市后资本市场的帮助和银行授信的提高使得公司在区域竞争一直占据资金成本优势，山东地区医药商业的平均回款周期一直在 4 个月以上，早期瑞康可以给予合作伙伴低至 1-2 个月的回款周期，经销商和工业企业倾向选择瑞康进行商业配送。

图表 20: 瑞康医药供应商数目变化及同比 (单位: 个, %)



来源: 公司招股说明书, 公司年报

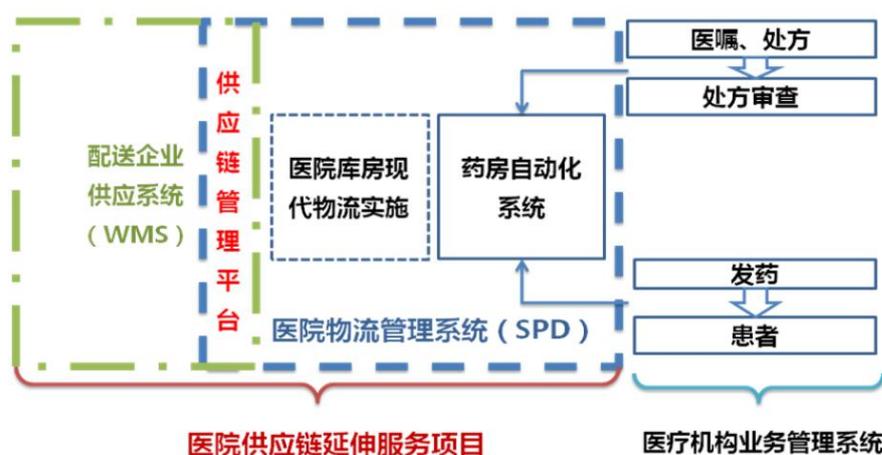
“零差率”和限制“药占比”环境下，公司双管齐下迎接挑战

- **“零差率”政策推进加快**：2015 年国务院办公厅《关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》要求破除以药养医机制，取消药品加成（中药饮片除外），力争 2017 年试点城市公立医院药占比（不含中药饮片）总

体降到 30%左右；2016 年 5 月新增 100 个试点城市，现全国试点城市达到 200 个。药品“零差率”政策的推行使得医院药库、药房逐渐从“盈利中心”转为“成本中心”，这也促使医院管理者对其重新定位，医院药房的职能正在从“经济效益型”向“管理服务型”转变；同时现阶段医院药房普遍物流设施陈旧、管理水平落后，与现代化的医疗设施对比显得格格不入。

- **供应链延伸项目建设以抓住行业机遇：**提速“零差率”使得医院的负担加重，在国家补偿机制还不健全的情况下，目前龙头医药商业企业普遍采取的供应链延伸项目是相对较好的解决方案。在国家政策支持下，医药商业通过投入对院内药品物流进行现代化改造、承担药房日常开支，换取药品的高比例配送权，对双方而言是一个双赢的选择。供应链延伸要求实现配送企业的物流供应系统 WMS 同医院物流管理系统 SPD 的无缝对接，前者可以实时跟踪医院的药品库存变化情况，进而实现高效率配送和药房的低库存。公司 2016 年 8 月已完成的定增募集资金 13 亿元用于医院供应链延伸项目，主要用于山东地区 50 家医院的院内物流的固定资产投入及信息化建设；此举有利于扩大瑞康在山东规模以上医院的配送占有率，巩固其药品配送的领先地位。

图表 21：医院供应链延伸项目示意图



来源：互联网，中泰证券研究所

- **DTC 药房在限制“药占比”后崛起：**限制“药占比”是控制医疗总费用的另一重要手段，目前国内县级以上公立医院“药占比”平均在 40%以上，国务院医改目标力争 2017 年试点城市公立医院药占比(不含中药饮片)总体降到 30%左右。网络调查显示目前已有约 80%的公立医院开始逐步采取措施降低“药占比”，短期大幅降低该指标存在不小压力，其直接影响主要有两方面，一方面临床上非治疗型药物使用受到明显抑制，主营中药注射剂或辅助用药的制药企业近年已明显感受到压力；另一方面在“药占比”中权重较大的高价处方药品种将进一步被迫外流，处方药外流正逐渐形成趋势。国内“以药养医”的大环境下，DTC 药房模式是应对处方药外流较好的商业模式，与社会化药房相比，其中有商业为依托的 DTC 药房承接处方药外流具有先天的优势：1) 医药商业同医疗机构的利益天然一致 2) 医药商业所设药房通常在院内或院边，具有区位优势 3) 医药商业的处方药品种更为齐全，冷链等条件设备更专业。行

业的领先者上海医药的子公司上药云健康，2015 年度 DTC 业务覆盖 24 个城市，共计 30 家 DTC 定点药房，全年业务平台实现销售收入 24.78 亿元。瑞康医药近年也陆续在其优势商业区域成立多家 DTC 形式或医院合作药房，以迎接处方药外流所带来的机遇。假设未来全国各地严格执行“零差率”，预计医院端可新释放出超 500 亿的处方药市场空间，先行者将在未来的市场竞争中占得先机。

图表 22：公司设立部分涉及 DTC 业务或医院合作药房的零售连锁机构

济南明康大药房有限责任公司
济南明康大药房有限责任公司第一分店
济南明康大药房有限责任公司第三分店
济南明康大药房有限责任公司滨州瑞康便民中心药房
济南明康大药房有限责任公司乳山大药房
济南明康大药房有限责任公司寿光便民中心药房
济南明康大药房有限责任公司海阳第一大药房

来源：中泰证券研究所

山东省内 2020 年市场份额有望提升至 30%

- 内外部因素共同促使公司省内药品业务延续高增长。**公司是山东地区的药品配送龙头企业，省内配送份额保持领先。目前山东地区医药商业流通的前 5 位（不分先后）一般认为是瑞康、华润、国控、海王和九州通，CR5 的合计市场占有率约在 60% 左右，其中瑞康的市占率略超 15%。虽然山东省暂不属于医改试点省份，但省政府已明确表示“两票制”将在 6 城市自 2016 年 11 月起逐步执行，自然所在地区中小商业公司面临被淘汰和兼并的命运，且 2018 年“两票制”将在全国推广；预计未来 3 年山东地区医药商业 CR5 的占有率将进一步提高至 80%，一线药品配送企业的整体平均增速可保持在 20% 左右。瑞康在定增项目中有 13 亿募集资金用于供应链延伸项目，此举可大幅提高公司在项目实施医院的市场份额，内部测算若全部完成可年新增收入 55 亿元。2016 年底，山东地区医药招标（非基药）完成，瑞康的高端事业部订单量获得了超 30% 的增长。各方面积极因素共同影响下，我们测算总经理所设 30% 的市占率目标有望在 2020 年达成。

图表 23：瑞康医药省内 2016-2020 药品业务市场份额及增速测算

单位（亿元）	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
山东容量	576.9	640.4	704.4	760.8	814.0	862.9
yoy	9.0%	11.0%	10.0%	8.0%	7.0%	6.0%
瑞康销售额	86.7	110.1	137.6	172.0	211.6	253.9
yoy	30.4%	27.0%	25.0%	25.0%	23.0%	20.0%
市占率	15.0%	17.2%	19.5%	22.6%	26.0%	29.4%
CR5 销售额	331.2	384.2	458.0	545.9	651.2	716.3
yoy	15.0%	16.0%	19.2%	19.2%	19.2%	10.0%
占有率	57.4%	60.0%	65.0%	71.8%	80.0%	83.0%

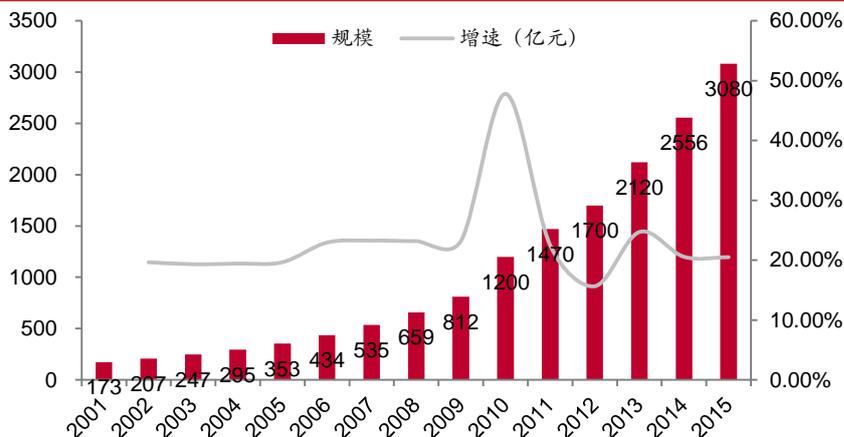
来源：根据商务部统计报告测算，专家访谈，中泰证券研究所

医疗器械商业整合迎来黄金期，瑞康全国网络建设提速发力

医疗器械市场延续高增长，格局高度分散

- **医疗器械市场持续高增长：**自 2001 年到 2015 年，国内医疗器械市场延续了 15 年的高增长状态，尤其在 2009 年新医改启动后，各级政府加大了对医疗基础设施的投入，2010 年产生了爆发性的增长。中国医药工业信息中心预计到 2019 年将达到 6003 亿元的市场规模，未来几年的复合增长率约为 16.8%。与药品相比，我国医疗器械及耗材市场仍将处于快速成长阶段，其增速可达药品市场的两倍。

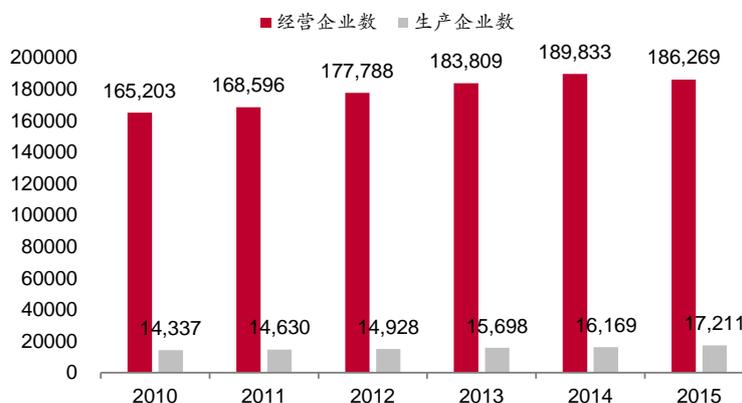
图表 24：2001-2015 年医疗器械市场规模及增速（单位：亿元，%）



来源：医疗器械行业协会

- **市场格局高度分散：**2015 年底国内医疗器械工业企业和商业公司数分别有 1.7 万和 18.6 万。国内器械 3000 亿市场规模，平均每家生产企业的销售规模仅 1700 万左右，商业公司还不到前者的十分之一，国内大多数医疗器械生产商和分销商都是中小型企业，行业格局高度分散。我国器械配送行业过去一直无序化粗放化发展，小、散、乱是整体的特点。原因是器械耗材产品自身的非标准性、复杂性，种类数量繁多且更新换代速度快，高值耗材外采购主体一直是医院，而药品 08 年后就已基本实现省级统一招标采购。

图表 25：医疗器械工业及商业公司数（单位：个）

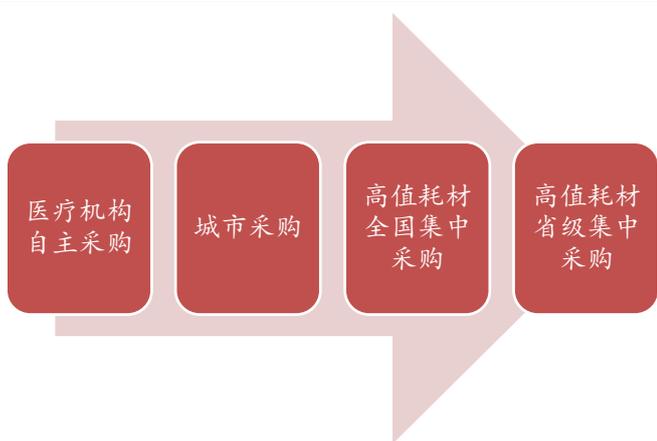


来源：CFDA

政策收紧推动医疗器械配送行业向规模化发展

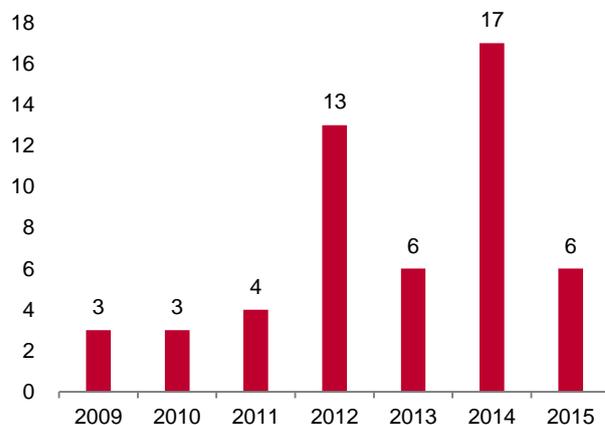
- **新版医疗器械 GSP 实施，器械企业有整合需求：**2014 年底 CFDA 制定发布了新版《医疗器械经营质量管理规范》，要求医疗器械经营企业按照《规范》建立健全质量管理体系，在医疗器械采购、验收、贮存、销售、运输、售后服务等环节采取有效的质量控制措施。新版器械 GSP 被视为新版药品 GSP 的一个翻版，以高标准和强监管为特点，核心均旨在提高行业准入门槛、淘汰有安全隐患和经营不规范的中小企业，促进企业经营从粗放式走向集约式，促进优势企业做大做强，提高行业集中度。
- **“两票制”和“营改增”增加规范性：**器械成为政府规范的下一个目标。2016 年 4 月药品领域推行“两票制”被定为国家意志后，7 月卫计委、发改委等联合下发《2016 年纠正医药购销和医疗服务中不正之风专项治理工作要点》，首次提出在医改试点省份和城市实行耗材采购“两票制”，目前包括三明联盟城市、陕西、贵州等地区均已落实或给出相应时间表。同药品分销企业一样，5 月 1 日起，器械流通领域也开始实施“营改增”，对于绝大多数中小企业其财务成本上升，偷逃税款变的寸步难行。
- **器械集中招采循序渐进：**医疗机构所用器械主要包括医用设备、高值耗材、IVD 试剂耗材、低值耗材四大类，考虑具体类别中产品的标准性和其对医保的占用影响，目前政府主导的医疗器械集中招标采购对象主体仍是高值耗材。我国医用耗材招标采购经历了由 2004 年政策空白到目前政策不断完善的多个发展阶段，逐渐实施了“从分散招标到以省为单位的集中招标”的转变。2012 年发布的“卫规财发 86 号文”作为医用耗材的招标的指导性文件，明确规定招标以省政府为主导，以省为单位；高值耗材必须参加集中采购。2014 年发布的“国卫体改发 12 号文”将“86 号”文进一步优化细化，参考药品以省为单位，按照质量优先、价格合理原则，采取招采合一、量价挂钩、双信封制等办法开展集中招标采购。而医用耗材的招采内涵也正悄然的变化，2015 年底浙江省将部分低值耗材也纳入挂网采购；2016 年起，陆续有四川和山西等省份将 IVD 试剂也纳入省级集中采购的范畴。器械省级集中招采的快速推进和扩大化后，小微配送企业的资格和实力受限使其难以再次获得供应商和医疗机构的商业许可，退出和被收购是摆在面前的两条路，自然器械流通的份额将更多留给规范化和规模化的配送商。

图表 26：耗材招标发展历程



来源：中泰证券研究所

图表 27：2009 年后耗材省标数量变动情况



来源：华招网，中泰证券研究所

前瞻的器械发展战略，潜心布局由省内走向全国

- 器械商业网络前瞻布局，快速发展：**公司总经理张仁华女士做药品销售起家，95年创业，拥有极为丰富的行业经验和极强的行业洞察力。早在上市初，她就预计未来医疗器械会像药品一样集中招标采购，大型商业公司忙于拓展药品分销业务时无暇顾及器械配送领域的收购与整合，这对先行者来说是个巨大的机遇，也是自那时起公司立下发展战略，5年时间瑞康要通过布局器械分销走向全国。近年来公司稳步发展药品配送业务的同时，积极贯彻执行了器械发展战略，公司的器械业务发展从无到有，由小到大，从省内到省外，借助资本市场的力量，实现了大跨越式的发展。自2015年中开始向省外拓展业务以来，公司已完成30省市的省级配送平台的初步建设，50余家省外器械销售公司的收购，瑞康的全国器械分销网络雏形初现。

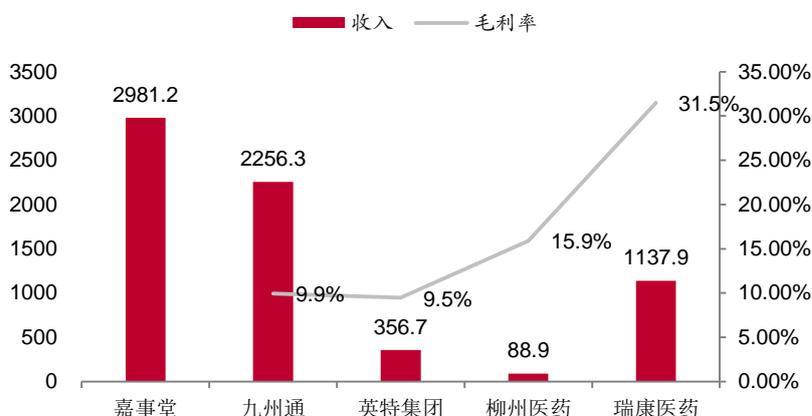
图表 28：瑞康医药器械配送业务发展历程（2011-2016）

2011	2012	2013	2014	2015	2016
当年末开展医疗器械业务，子公司新增器械配送业务，成立医疗器械研发公司。	组建起覆盖全省的医疗器械队伍，成立西藏金岳、济南德一两家医疗器械销售公司，二级以上医院开户率达60%。	收购青岛海誉泰德等3家器械销售公司，成立2家器械销售公司，布局介入、骨科等4大类领域。	分别收购、自建1家器械销售公司、业务拓展到8个领域，当年板块收入增加129%。	拓展至10条业务线，开始向省外布局，先后收购14个省市的器械销售公司，收入破10亿。	年底完成30个省级分销平台的收购和建设，收购省外器械销售公司30多家，半年收入破10亿。

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 高毛利率的器械分销业务，**与药品相比，医疗器械产品的配送毛利率整体更高，但单纯依赖配送环节并不一定能带来较高的净利润率，因为器械的配送单位批次规模小、数量少，配送成本高。瑞康自2014年起陆续成立了检验、介入、骨科、设备、医护、眼科、口腔、血液透析等10条线的医疗器械事业部，几乎将全部医疗器械高毛利领域覆盖，公司的器械分销业务以配送为基础，同时展开对终端的推广和售后服务，实现了较高的综合毛利率。目前A股上市医药商业公司中多家已展开了器械配送分销业务，其中业务规模较大的两家公司分别有九州通和嘉事堂，九州通以快批快配起家，在零售端的配送占据优势，直接对医疗机构配送占比相对少。而嘉事堂，模式同瑞康较为类似，均为省级配送平台加地区销售公司的模式，其目前主要经营心内科领域耗材产品、拥有代理外资品牌的优势资源，增发预案披露其子公司经营毛利率普遍在15-20%之间。

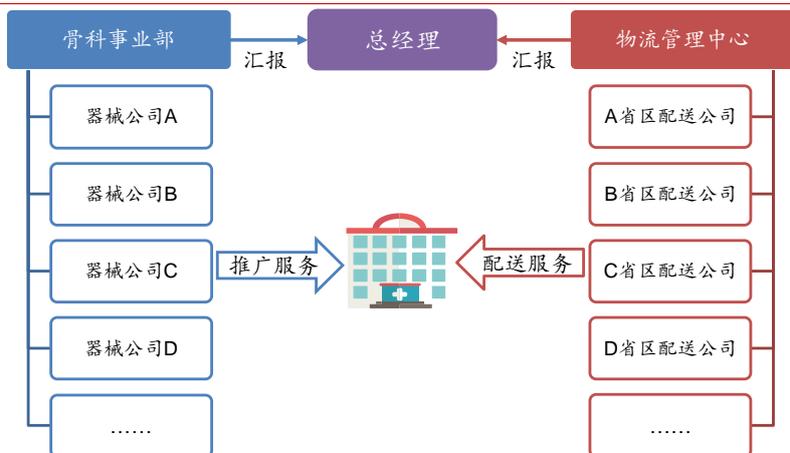
图表 29：2016H1 国内医药流通企业器械板块收入及毛利率（单位：百万，%）



来源：Wind，中泰证券研究所

- 扁平化、精细化的管理方式，风控保障业务健康发展：**全国 30 省（直辖市）的网络化运营，近百家下属省内外分子公司，这无疑给初出山东瑞康的经营管理提出了很高的挑战，尤其在风险控制层面。公司的管理层通过制度设计和外部约束来防范公司机构数突然膨胀带来的经营隐患。第一，在被收购销售公司的管理上，股权方面，母公司只持有被收购方 51% 的股权，原大股东依然为公司的总经理；经营目标上，公司和被收购方均签有 3 年年化 25% 以上业绩增长的对赌协议；风控方面，已披露的交易估值较低，且一般要分三批达到阶段目标后才予以支付，同时上市公司单独派出财务和业务督导入驻。第二，在省级配送平台和属地销售公司的关系上，省级平台与属地销售公司没有行政关系，省级平台完全承担器械耗材的配送职能，销售公司专职负责推广和售后，彼此独立，这也基本上杜绝了存货损失等潜在风险。第三，各地销售公司与总部关系上，销售公司跟据业务类型不同直接向总部各事业部总监汇报，事业部之间彼此独立，统一向总经理汇报。销售公司根据每年规划向总部提出资金需求支持，若回款逾期，销售公司将单独承担较高的财务费用。最后，在信息化管理方面，公司历经多年精心打造的符合业务流程的 ERP 管理系统，可实时跟踪公司各区域的货物供销情况，销售收入和费用结算情况，行之有效的提前把控风险。为应对更大规模的业务流，公司交由 ERP 巨头 SAP 设计部署的新版药械业务管理系统将在 2017 年 6 月正式上线。

图表 30：以骨科事业部为例器械的全国运营管理模式



来源：中泰证券研究所

- **器械第三方物流业务是潜在增量：**医疗器械分销也逐渐要求“两票制”的进程中，瑞康的 30 省份配送平台显现出巨大的战略价值，较小规模的经销商受限于“两票制”，有委托大型省级平台开票并进行配送的主观愿望。公司方面表示，由于公司在全国冷链运输网络布局建设方面的良好积累，近期已获得 IVD 领域的大规模订单，未来包括疫苗的第三方配送也可以嫁接到此平台上，受此影响，瑞康的第三方物流业务有望实现爆发性增长。

盈利预测与估值

盈利预测

- 我们预计 2016-2018 年公司收入分别为 156 亿元、234 亿元、322 亿元，同比分别增长 60.3%、50.0%、37.5%；归属于母公司净利润分别为 5.91 亿元、9.52 亿元、12.92 亿元，同比分别增长 150.6%、62.1%、34.8%；对应 EPS 分别为 0.90 元、1.46 元、1.97 元。
- **核心假设：**其中药品业务和器械的毛利率保持基本稳定，受行业影响逐年微降，器械业务主要依赖外延保持高增速。公司主营业务的营业收入、营业成本、毛利率预测如下：

图表 31：瑞康医药分业务预测收入和毛利情况

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
药品					
营业收入(百万元)	7,242.7	8,670.4	11,771.0	14,949.2	18,686.5
yoy	27.4%	19.7%	35.8%	27.0%	25.0%
毛利(百万元)	591.0	777.6	1,153.6	1,465.0	1,793.9
毛利率(%)	8.2%	9.0%	9.8%	9.8%	9.6%
器械					
营业收入(百万元)	539.7	1,050.5	3,800.0	8,360.0	13,376.0
yoy	129.0%	94.7%	261.7%	120.0%	60.0%
毛利(百万元)	113.0	282.4	1,216.0	2,466.2	3,812.2
毛利率(%)	20.9%	26.9%	32.0%	30.5%	29.0%
移动医疗收入					
营业收入(百万元)		10.9	30.0	60.0	80.0
yoy			174.2%	100.0%	33.3%
毛利(百万元)		7.9	15.0	30.0	40.0
毛利率(%)		72.2%	50.0%	50.0%	50.0%
其他					
营业收入(百万元)	2.0	18.1	30.0	80.0	100.0
yoy	-33.6%	814.1%	65.7%	166.7%	25.0%
毛利(百万元)	0.2	1.8	4.5	12.0	15.0
毛利率(%)	10.6%	9.7%	15.0%	15.0%	15.0%
总计					
总收入(百万元)	7,784.3	9,750.0	15,631.0	23,449.2	32,242.5
yoy	31.4%	25.3%	60.3%	50.0%	37.5%
毛利(百万元)	704.2	1,069.6	2,389.1	4,056.8	5,727.9
毛利率	9.05%	10.97%	15.28%	17.30%	17.77%

来源：中泰证券研究所

投资建议

- 当前股价 2016-2018 对应 PE 分别为 36 倍、22 倍、17 倍。我们认为瑞康医药是 A 股上市的优秀医药商业公司，公司前瞻的布局全国医疗器械配送网络，医疗器械的代理和配送业务毛利率较高，还有 3-5 年黄金发展期；公司核心业务药品配送及器械分销未来 3 年将继续保持高成长。参考可比公司，我们给予瑞康医药 2017 年 30-35 倍 PE，对应股价 43.8-51.1 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 32：可比公司估值 (Wind 一致预期, 2017 年 2 月 10 日)

证券代码	公司名称	营收 (2015)	近3年营收 CARG(%)	净利润 (2015)	近3年净利 润CARG(%)	一致预期净利润YOY			对应估值			总市值
						2016	2017	2018	2016	2017	2018	
002462.SZ	嘉事堂	82.0	47.5	1.73	38.4	2.26	2.98	3.75	42.0	32.1	25.5	94.0
600713.SH	南京医药	248.1	11.2	1.57	143.8	1.88	2.78	3.34	45.0	30.5	25.4	72.4
600998.SH	九州通	495.9	18.9	6.95	18.9	8.74	11.24	14.30	40.0	31.1	24.4	348.2
603368.SH	柳州医药	65.1	22.3	2.08	25.9	3.04	3.80	4.75	34.8	27.9	22.3	105.9
	均值								40.5	30.4	24.4	
002589.SZ	瑞康医药	97.5	28.2	2.36	28.7				35.9	22.3	16.5	

来源：Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

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。