

瑞康医药 (002589)

打造全国器械经营平台，业绩进入快速增长时期

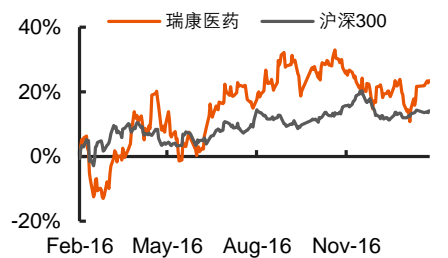
推荐 (首次)

现价: 34.20 元

主要数据

行业	生物医药
公司网址	www.realcan.cn
大股东/持股	张仁华/24.13%
实际控制人/持股	张仁华/%
总股本(百万股)	654
流通 A 股(百万股)	300
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	224.00
流通 A 股市值(亿元)	101.41
每股净资产(元)	10.18
资产负债率(%)	52.80

行情走势图



证券分析师

叶寅 投资咨询资格编号
S1060514100001
021-22662299
YEYIN757@PINGAN.COM.CN

研究助理

张熙 一般从业资格编号
S0490116050034
021-38640502
ZHANGXI218@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

- 布局全国营销渠道进展迅速，公司盈利能力增强；

2015 年，公司启动外延扩张战略，通过控股收购医疗器械营销公司为主，收购药品经营公司为辅，计划三年完成全国 30 个省份市场覆盖。过去两年里，外延进展迅速，2015 年底新增了 18 家合并子公司，2016 年上半年新增 16 家，预计到 2016 年年底公司业务覆盖范围已经扩展到全国。随着收购医疗器械营销公司的增多，公司费用结构发生明显变化，成本率降低，利润率增长明显，营业利润率从 2015 年底的 3.17% 上升到 2016 年的 5.51%，盈利能力明显增强。

- 省内龙头享行业集中度提高机遇，全国器械营销平台介入行业整合先机；

山东省内的药品配送行业格局是五家龙头+上百家地市级小型配送商，医院集中采购配送市场中，前五家龙头占比达 60% 以上。公司作为省内业务规模最大的药品配送商（占比 14%），受益于“两票制”的执行及新一轮招标带来的行业集中度提高，有望获得更多市场份额。目前全国器械代理商格局分散，国家近年来监管加强，行业正处于整合阶段，公司抓住机遇积极布局器械代理，全国器械代理平台前景可期。此外，由于大多数医疗器械生产企业规模较小，难以自建全国销售网络，像公司这样的全国销售平台将是他们的最佳合作伙伴。

- 业绩进入高速增长期，给予“推荐”评级；

全国范围内的渠道扩张和山东地区的行业集中度提高带来公司业绩的高速增长，我们预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.96/1.50/1.83 元。公司在山东地区龙头地位稳固，全国器械代理平台的布局使得公司从地区龙头向全国型企业升级，首次覆盖，给予“推荐”评级。

- 风险提示：收购代理商整合效果不及预期。

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	7786	9750	15630	20857	25226
YoY(%)	31.4	25.2	60.3	33.4	20.9
净利润(百万元)	181	236	627	979	1196
YoY(%)	26.1	30.4	165.7	56.2	22.2
毛利率(%)	9.1	11.0	13.2	14.0	14.1
净利率(%)	2.3	2.4	4.0	4.7	4.7
ROE(%)	10.0	7.1	10.2	13.9	14.7
EPS(摊薄/元)	0.28	0.36	0.96	1.50	1.83
P/E(倍)	123.6	94.8	35.7	22.9	18.7
P/B(倍)	12.4	7.0	3.3	2.9	2.5

正文目录

一、	山东省龙头，多年维持超行业增速.....	4
二、	公司费用结构变化，净利润率大幅提升，公司盈利能力增强.....	5
三、	打造全国医疗器械代理平台，抢占行业先机.....	6

图表目录

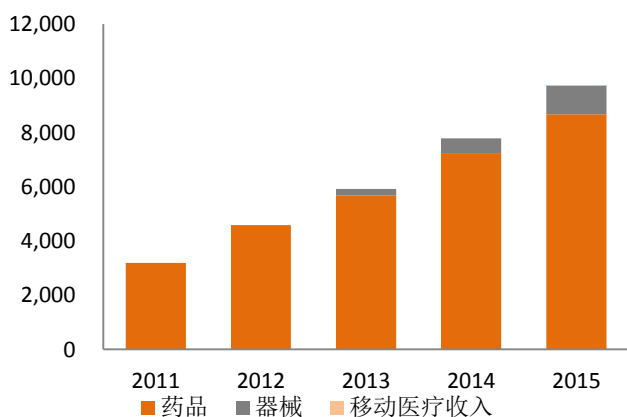
图表 1	公司分产品收入（单位：百万元）	4
图表 2	公司收入增速高于行业平均增速	4
图表 3	公司分地区收入占比	4
图表 4	公司是省内龙头医药批发商	5
图表 5	公司销售和管理费用率上升	6
图表 6	公司营业成本率下降	6
图表 7	公司营业利润率和净利润率大幅提升	6
图表 8	公司是省内龙头医药批发商	7

一、山东省龙头，多年维持超行业增速

1.1、多年维持超行业平均增速

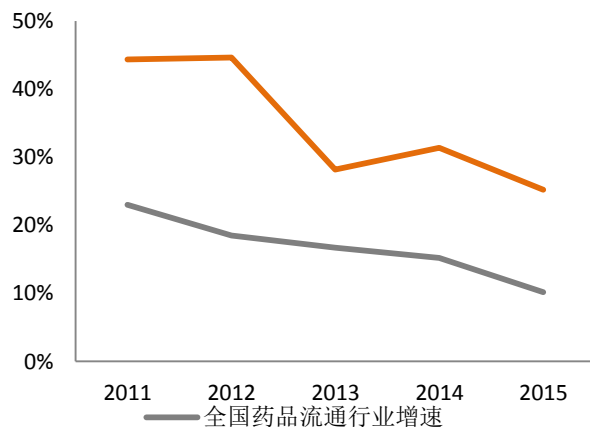
瑞康医药成立于 2004 年，主要经营药品销售业务，2013 年公司开始拓展医疗器械营销业务，器械营销业务收入占比逐年提升。近年来，公司的收入增速维持在 25% 以上，远高于行业平均增速。

图表1 公司分产品收入（单位：百万元）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表2 公司收入增速高于行业平均增速

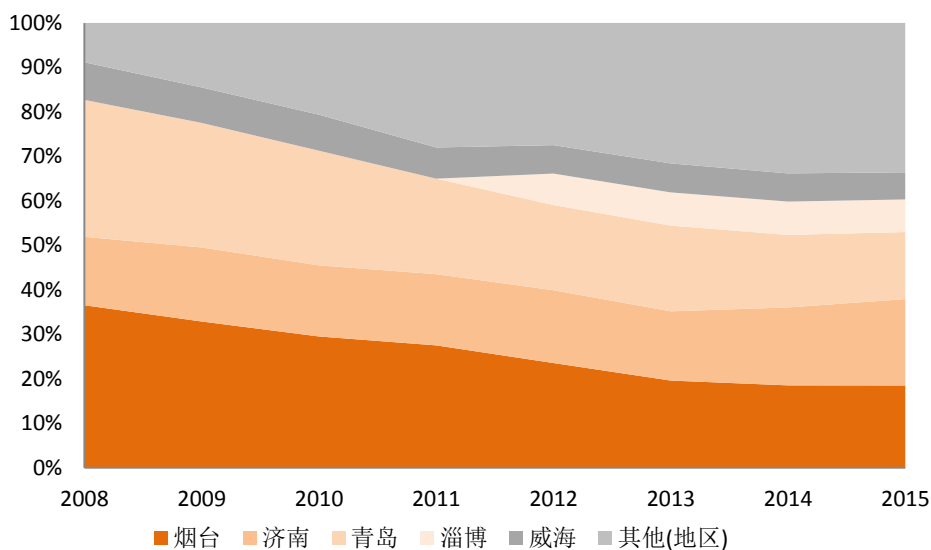


资料来源：公司公告，平安证券研究所

1.2、省内龙头，有望受益于行业集中度提高

公司经营地区主要在山东，2015 年烟台、济南、青岛、淄博、威海四个城市合计收入占比达到 66%，随着公司在全国开展器械销售业务，公司在山东地区的收入占比将会明显下降。

图表3 公司分地区收入占比

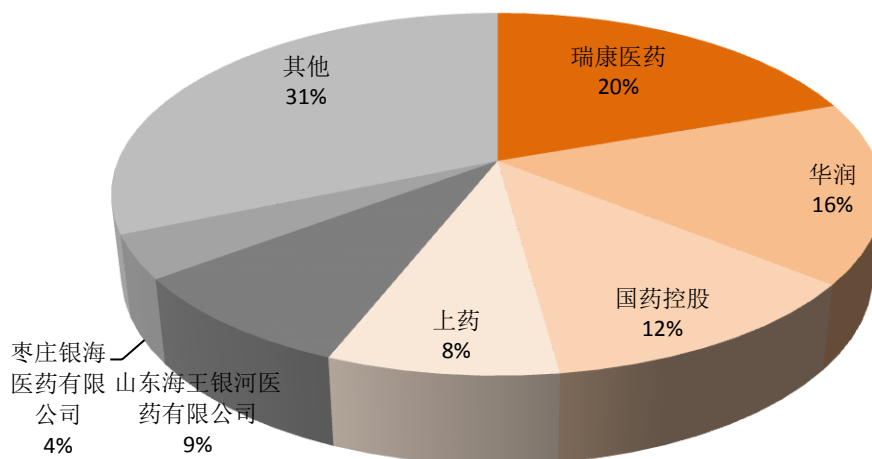


资料来源：wind，平安证券研究所

据《2015年药品流通行业运行统计分析报告》，山东省药品类销售总额为698亿元，公司2015年销售收入为97.5亿元，省内市场份额大致为14%。

根据山东省卫计委公示的2016年1-10月网上集中采购药品配送金额前50位配送企业名单，公司占比为20%，瑞康、华润、国药控股和上药四家全国或地区龙头企业合计占比为56%，标为“其他”的31%的市场份额由份额不超过2%的44家地区小型公司瓜分。

图表4 公司是省内龙头医药批发商



资料来源：山东省卫计委，平安证券研究所

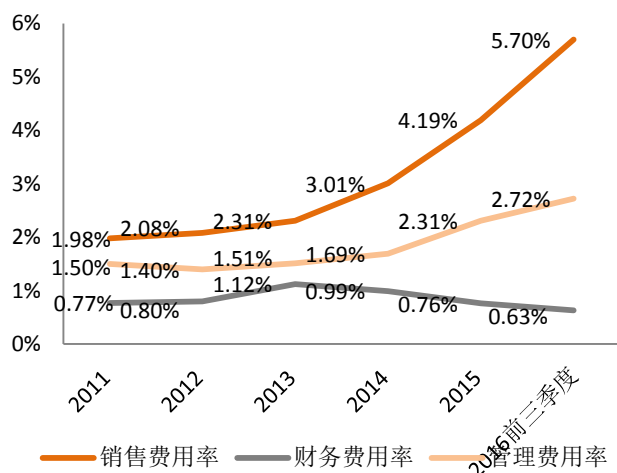
有望受益于“两票制”带来的行业集中度提高：可见省内竞争格局是几家大型企业占据大部分市场份额，众多小型配送商依靠自身地区优势获取局部地区几家医院的配送市场。随着两票制的推开，这种依靠几家医院存活的小配送商将会被淘汰，行业集中度向大型配送商倾斜。

有望受益于新标执行带来的行业契机：近年来，随着国家对药价的严格管控，招标价格逐年降低，配送费用也呈下行趋势，配送企业毛利率越来越低，小配送公司有望被淘汰出局，行业集中度向大型配送公司集中。山东省于2016年下半年启动了新一轮的药品招标采购，目前正在进行中，新标的执行是药企和医疗机构重新选择配送商的节点，公司也有借助此次契机在省内获得更多的市场份额。

二、 公司费用结构变化，净利润率大幅提升，公司盈利能力增强

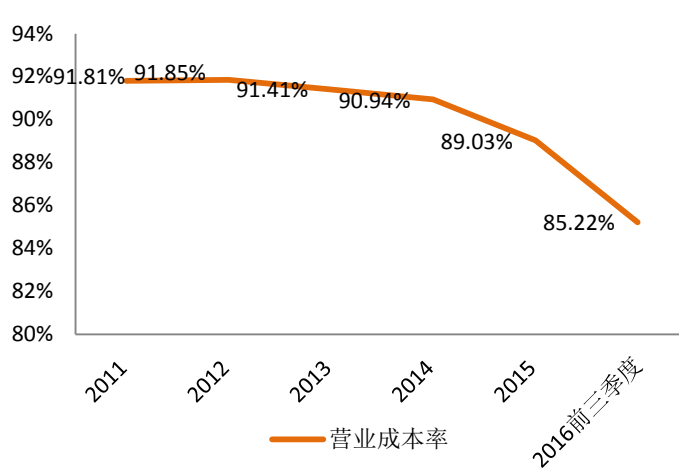
从2013年以来，公司销售费用率和管理费用率提升明显，主要是因为公司业务机构的变化导致。公司自2012年开始开拓医疗器械配送业务，相较于公司原有的药品配送业务，由于医疗器械业务成本率更低，销售费用率和管理费用率更高，所以使得公司整体成本和费用率在近几年发生明显变化。

图表5 公司销售和管理费用率上升



资料来源：公司公告，平安证券研究所

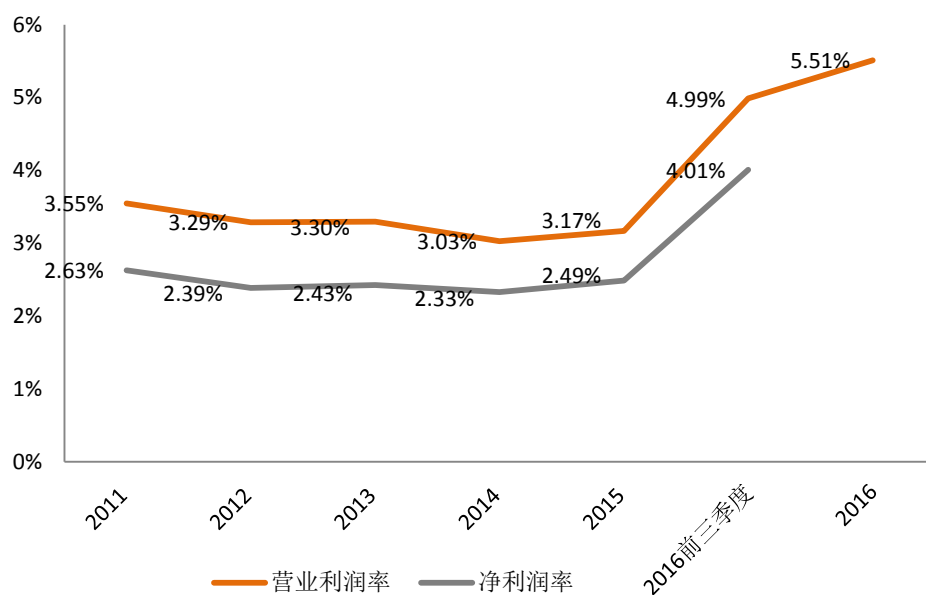
图表6 公司营业成本率下降



资料来源：公司公告，平安证券研究所

公司业务结构中随着医疗器械销售收入占比的提升，公司营业利润率和净利润率随之大幅增加，从2015年的3.17%增长到2016年前三季度的4.99%。

图表7 公司营业利润率和净利润率大幅提升

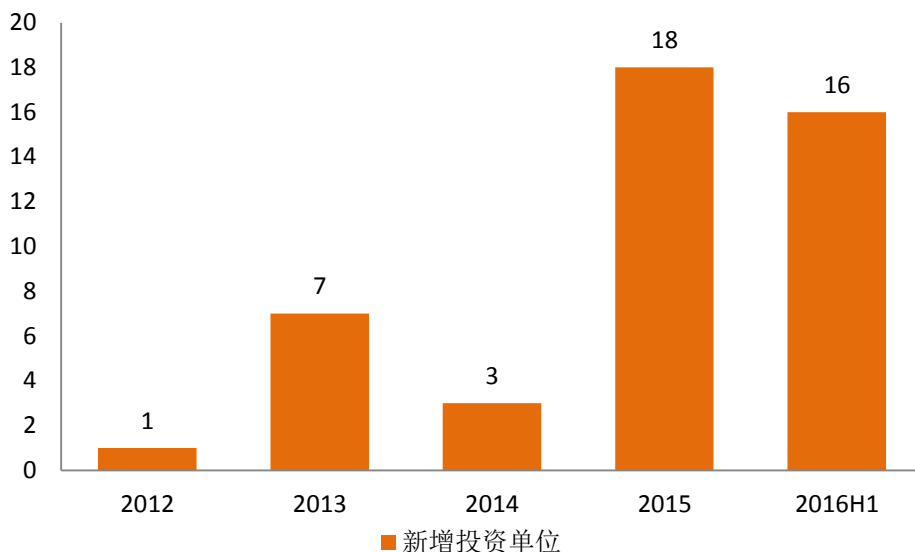


资料来源：wind，平安证券研究所

三、 打造全国医疗器械代理平台， 抢占行业先机

公司从药品配送业务起家，2015年，公司启动外延扩张战略，通过控股收购医疗器械公司为主，收购药品经营公司为辅，计划三年完成全国30个省份市场覆盖。外延进展迅速，2015年底新增了18家合并子公司，2016年上半年新增16家，预计到2016年年底公司业务覆盖范围已经扩展到全国。

图表8 公司是省内龙头医药批发商



资料来源：公司公告，平安证券研究所

全国器械代理处于行业整合时期，公司积极布局抢占行业先机：据 CFDA 统计，截至 2015 年 11 月底，全国共有实施许可证管理的（二类、三类）医疗器械经营企业 186269 家。按照我国 3000 亿医疗器械市场规模计算，每家销售额不到 200 万，器械经营市场极为分散。近年来，国家加大了对药品流通领域的监管和规范，随着医改的层层深入，我们认为接下来几年对器械流通领域的规范仍会继续，公司积极布局器械代理平台，有望抢占行业先机，成为未来排名靠前的全国器械代理商。

我国医疗器械生产商以小规模厂家为主，全国销售平台对上游厂家具有吸引力：据《2015 中国医疗器械行业发展蓝皮书》报告，我国医疗器械 2015 年市场总规模约为 3080 亿元。另据国家食药监总局统计，截至 2015 年 11 月底，全国实有医疗器械生产企业 14151 家，由此推算平均每家规模只有 2000 万左右。以 IVD 行业为例，我国体外诊断试剂生产企业约 300~400 家，但年销售收入过亿元的企业仅约 20 家，多数厂家都没有自建销售团队的能力。所以对于占大部分的小规模医疗器械厂家，像瑞康这样的全国器械代理销售平台将是他们的最佳合作伙伴。

风险提示：收购代理商整合效果不及预期。

资产负债表单位：百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	7452	13764	15087	18883
现金	1178	4195	2086	2523
应收账款	4613	6675	9779	11944
其他应收款	510	877	948	1275
预付账款	118	245	244	342
存货	1025	1762	2022	2791
其他流动资产	1034	1773	2032	2801
非流动资产	1409	1458	1494	1520
长期投资	7	7	7	7
固定资产	731	795	839	870
无形资产	83	89	95	100
其他非流动资产	589	567	554	544
资产总计	8862	15222	16582	20403
流动负债	5457	7715	8365	10184
短期借款	1584	2000	1128	1988
应付账款	2722	4813	5147	6886
其他流动负债	1152	902	2090	1310
非流动负债	0	335	0	727
长期借款	0	335	0	727
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	5457	8050	8365	10911
少数股东权益	210	315	479	679
股本	555	654	654	654
资本公积	1864	4864	4864	4864
留存收益	776	1339	2219	3294
归属母公司股东权	3194	6858	7738	8813
负债和股东权益	8862	15222	16582	20403

现金流量表单位：百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	-466	-652	-720	-937
净利润	243	627	979	1196
折旧摊销	47	39	46	51
财务费用	76	17	3	12
投资损失	-1	0	0	0
营运资金变动	-858	-1440	-1912	-2397
其他经营现金流	28	105	164	200
投资活动现金流	-400	-101	-80	-80
资本支出	-6	-101	-80	-80
长期投资	-415	0	0	0
其他投资现金流	21	0	0	0
筹资活动现金流	1346	3770	-1309	1454
短期借款	311	416	-872	860
长期借款	0	335	-335	727
普通股增加	337	100	0	0
资本公积增加	842	3000	0	0
其他筹资现金流	-144	-81	-102	-133
现金净增加额	479	3017	-2109	437

利润表单位：百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	9750	15630	20857	25226
营业成本	8680	13562	17928	21659
营业税金及附加	15	24	32	39
营业费用	409	655	874	1057
管理费用	225	361	482	583
财务费用	74	17	3	12
资产减值损失	38	65	52	58
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	0	0	0
营业利润	309	945	1485	1816
营业外收入	11	18	15	16
营业外支出	2	5	3	4
利润总额	318	959	1497	1829
所得税	75	227	354	433
净利润	243	732	1143	1396
少数股东损益	7	105	164	200
归属母公司净利润	236	627	979	1196
EBITDA	427	1002	1534	1880
EPS (元)	0.36	0.96	1.50	1.83

主要财务比率

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入(%)	25.2	60.3	33.4	20.9
营业利润(%)	31.0	205.9	57.2	22.3
归属于母公司净利润(%)	30.4	165.7	56.2	22.2
获利能力				
毛利率(%)	11.0	13.2	14.0	14.1
净利率(%)	2.4	4.0	4.7	4.7
ROE(%)	7.1	10.2	13.9	14.7
ROIC(%)	11.8	19.6	21.6	19.4
偿债能力				
资产负债率(%)	61.6	52.9	50.4	53.5
净负债比率(%)	58.8	37.6	18.5	54.3
流动比率	1.4	1.8	1.8	1.9
速动比率	1.2	1.6	1.6	1.6
营运能力				
总资产周转率	1.3	1.3	1.3	1.4
应收账款周转率	2.5	2.8	2.5	2.3
应付账款周转率	4.1	4.1	4.2	4.2
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.36	0.96	1.50	1.83
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.84	-1.00	-1.10	-1.43
每股净资产(最新摊薄)	4.9	10.5	11.8	13.5
估值比率				
P/E	94.8	35.7	22.9	18.7
P/B	7.0	3.3	2.9	2.5
EV/EBITDA	48.0	20.7	14.2	12.3

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033