

瑞康医药 (002589)

公司研究/深度报告

受益器械流通行业整合，迈向全国促长期发展

—瑞康医药深度报告

深度研究报告/医药

2018 年 06 月 27 日

报告摘要：

● 全国化布局的器械流通领军企业

瑞康医药是一家兼顾药品和器械流通的全国性医药商业公司。公司早年深耕山东药品市场，13 年展开器械配送，15 年通过外延并购布局全国，现已初步完成全国营销网络的铺设，是全国最大的器械流通企业之一。18 年公司将继续进行并购的查漏补缺工作，预计 18~20 年公司营收和净利润的复合增速均在 30% 以上。

● 器械两票制预期促进行业整合，打造省级平台+合伙人模式维护营销网络

药品两票制全国执行，器械两票制（高值耗材领衔）逐步推进，国内医药流通市场持续整合。公司作为大型全国性流通企业，直接受益行业集中度的提升。并购时，公司考察经营团队长期发展潜力、采取上市公司 51:原有团队 49 的合伙人模式、签署 25%~30% 的增速对赌协议、未达预定目标不付或按比例少付股权溢价款等方式获得优质子公司并确保其长期成长性；在集团体系内，公司设立省级平台公司，提供低成本发展资金，实现产品线和下游终端的互补，同时获得对上游的议价权，有效驱动了业绩的高速增长，维护了营销网络的稳定。

● 上线SAP实现集团精细化业态管理

公司 17 年上线 SAP 系统，铺设进度现已到达 80%。SAP 为公司带来数字化、信息化的管理，公司借此实现物流、资金流、信息流、费用流和学术流的精细化管理，同时标准化、系统化整合上下游相关数据，达到改善运营效率、提高营销服务的综合支持能力、增强渠道话语权等效果，并为未来创新业务的拓展奠定了基础。

● 优质底层资产保障融资，供应链金融改善经营现金流

医药流通行业受其自身特点影响而对资金有较高需求。公司底层资产优质，在此基础上运用公司债、银行间 SCP、ABS 等手段满足扩张的资金需求。此外，公司国内流通领域率先引入供应链金融，实现了应收和应付账款的同时出表，有效改善经营现金流。

● 借医改契机，踏上服务大医保的全国化第三方服务公司发展之路

医保局的成立预示国家医改进入深水区。公司依托此前已开始布局的信息数据化、全国化、综合化和学术化，和上下游已形成了内部到外部的信息闭环，有效采集从生产到医院使用端的全数据，为未来在 PBM、SPD、TPA 等业务端的发展做好了储备。

● 盈利预测与投资建议

公司快速扩张，现已完成全国布局，有望从两票制带来的行业整合中脱颖而出，并通过 SAP 和多种金融工具提升管理效率，改善现金流。预计 18~20 年 EPS 为 0.88、1.16、1.51 元，对应 PE 为 15.7、12.0 和 9.2 倍。公司 18 年 PE 低于可比公司，且作为全国性器械流通企业，显著受益两票制推广后行业的集中度提升。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

● 风险提示

业务整合不及预期；器械两票制推行进度不及预期；融资成本升高。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	23,294	32,687	42,975	55,038
增长率（%）	49.1%	40.3%	31.5%	28.1%
归属母公司股东净利润（百万元）	1,008	1,324	1,741	2,272
增长率（%）	70.7%	31.3%	31.5%	30.5%
每股收益（元）	0.67	0.88	1.16	1.51
PE（现价）	20.6	15.7	12.0	9.2
PB	2.7	2.3	1.9	1.6

资料来源：公司公告、民生证券研究院

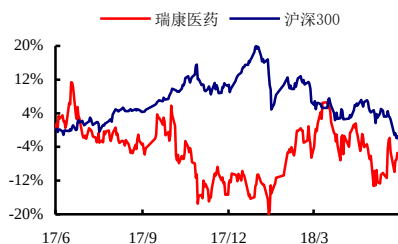
强烈推荐 首次评级

当前价格（元）： 13.83 元

交易数据 2018-6-25

近 12 个月最高/最低	16.67/12.13
总股本（百万股）	1504.71
流通股本（百万股）	1175.71
流通股比例（%）	78
总市值（亿元）	208.10
流通市值（亿元）	162.60

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：肖汉山

执业证号： S0100517080005

电话： 021-60876722

邮箱： xiaohanshan@mszq.com

研究助理：袁中平

执业证号： S0100117120030

电话： 021-60876703

邮箱： yuanzhongping@mszq.com

相关研究

目录

一、瑞康医药：高速全国化的优质民营医疗器械流通企业	3
(一) 民营控股，产业资本加持	3
(二) 山东底层资产稳定增长，培育全国化种子	4
(三) 并购模式跑马圈地，全国营销网络铺设初步完成	5
(四) 建筑护城河，持续扩大器械配送领域优势	7
二、多因素确保长期销售网络稳定	9
(一) 药品与器械两票制执行预期推动整合，强者恒强是为行业趋势	9
1、我国流通市场发展空间大，集中度低	9
2、器械两票制呼之欲出，器械流通行业踏上整合之路	11
3、依托大平台成为中小型流通企业主要出路	12
(二) 省级平台+事业部交叉管理，纵横成网促长期发展	13
(三) 外延标准严格，合伙人模式+低溢价控制并购风险	14
1、严格把控标的质地，注重团队能力	14
2、上市公司 51%+原有团队 49%，合伙人模式保证发展成果共享	15
3、控制支付倍数，对赌驱动业绩，有效控制商誉减值风险	15
4、平台化管理管控子公司运营质量	16
(四) 资金优势支持子公司发展，平台促进统一采购，营造协同效应	16
三、SAP 系统上线，携手两大平台实现公司精细化管理	17
四、优质底层资产保障资金来源，率先引入供应链金融改善现金流	19
(一) 行业特性+快速扩张对现金流管理提出要求	19
(二) 传统+创新手段满足资金需求，减轻现金流压力	19
1、传统融资渠道仍有支持空间	19
2、医药流通领域率先引入供应链金融	20
3、着力打造财务中心，精细化资金需求	21
五、医改进行时，公司向服务大医保的全国化第三方服务公司发展	22
六、盈利预测与投资建议	23
(一) 核心假设	23
(二) 投资建议	24
七、风险提示	25
插图目录	27
表格目录	27

一、瑞康医药：高速全国化的优质民营医疗器械流通企业

（一）民营控股，产业资本加持

瑞康医药成立于 2004 年，是一家高速成长的医药流通企业，2011 年 6 月公司于深交所中小板上市。上市至今，公司从原来的山东省流通领军企业迅速发展成为在全国 31 个省市拥有控股平台公司及控股业务线子公司的综合流通服务商，服务范围则从初始的药品配送发展为全国范围内的药品、医疗器械、医疗后勤服务、移动医疗信息化服务和第三方物流服务全覆盖。

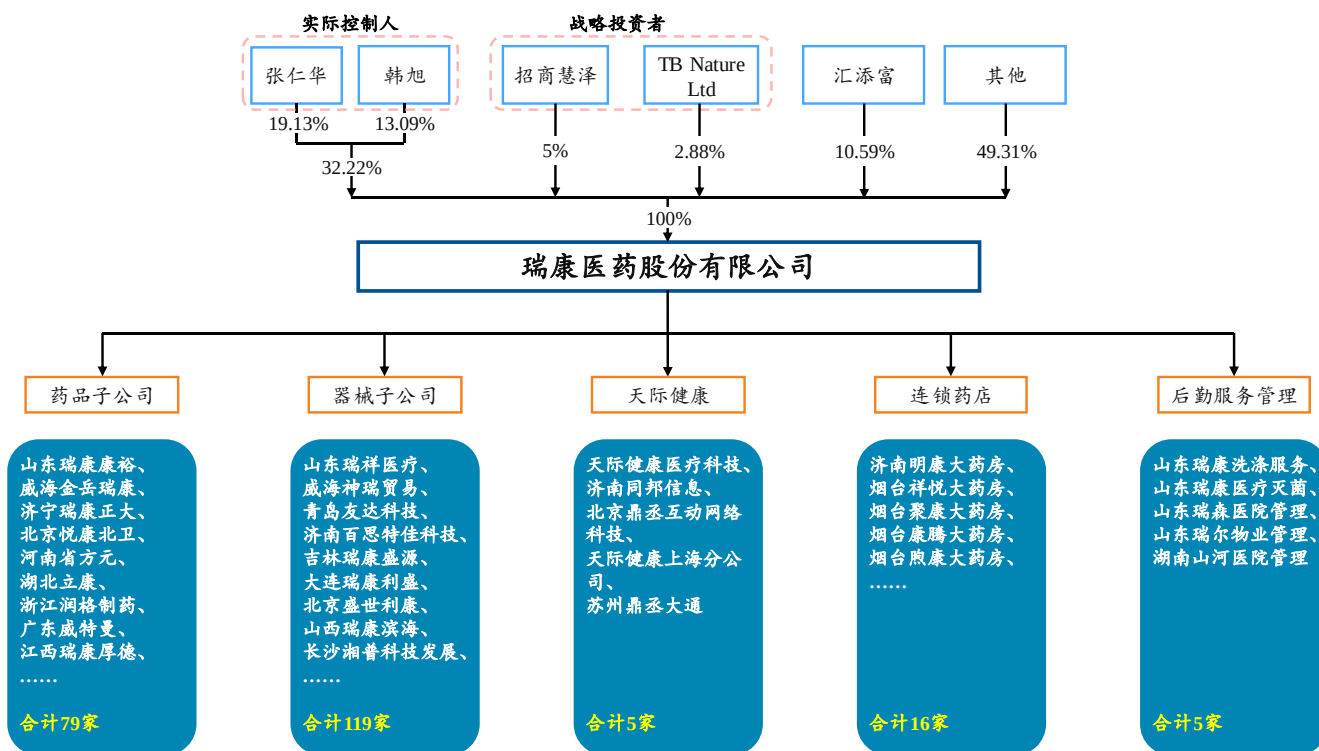
图 1：瑞康医药发展历程



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司股权结构以民营主导，董事长韩旭和总裁张仁华夫妇二人分别持有 13.09%、19.13% 的股权，为公司的实际控制人。2018 年以来，公司逐步引入战略投资者：2 月 25 日，张仁华女士以协议转让的方式将 5% 股权转让予驻港央企招商局集团的全资二级子公司招商资本旗下的股权投资基金，后者与韩旭、张仁华夫妇签订《一致行动协议》，并于 5 月完成股份过户登记；3 月 12 日，公司股东汇添富基金协议转让 5% 股权，引入了红杉资本中国基金旗下基金。战略投资者的引入一方面有利于公司在部分地区业务的突破，促进物流、供应链金融等方面的合作，另一方面助力公司在产业链上下游的布局。

图 2：瑞康医药股权结构与子公司

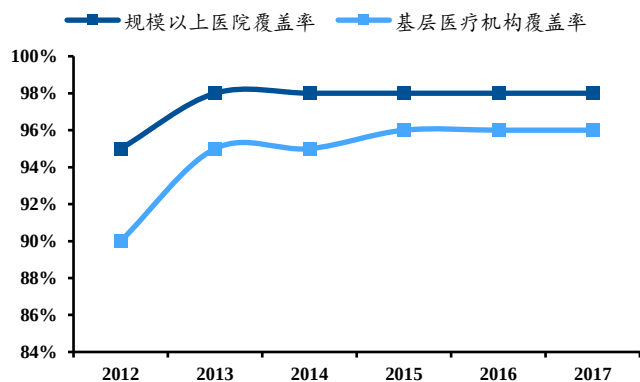


资料来源：公司公告，民生证券研究院

(二) 山东底层资产稳定增长，培育全国化种子

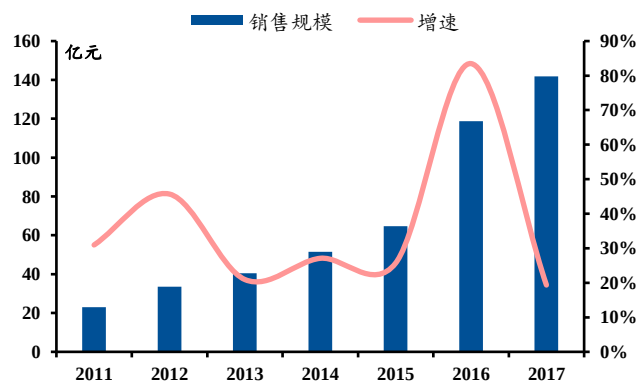
公司早年立足山东，深耕渠道建设，持续完善直销网络和终端覆盖能力。早在 2010 年，瑞康医药便已通过直销模式对山东省内 84 家三级医院、249 家二级医院和 988 家基层医疗机构实现了覆盖，覆盖率分别为 97.67%、60.58% 以及 39.16%。此后公司继续向下游医疗机构扩张，截止 2017 年，公司已覆盖山东省规模以上公立医院 520 家，基层医疗机构 2422 家，覆盖率分别超过 98%、96%。随着下游客户数量的增加和业务规模的扩张，公司在山东省内的销售规模持续增长，17 年销售额达 141.8 亿元，自 2011 年的 CAGR 达到 35.41%。

图 3：瑞康医药广泛覆盖山东省内医疗机构



资料来源：公司公告，民生证券研究院

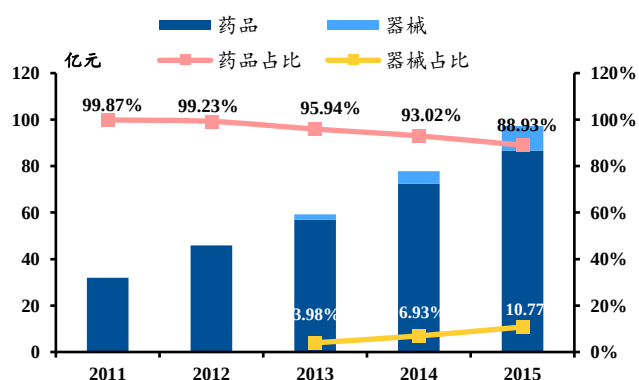
图 4：瑞康医药在山东省内销售规模持续增长



资料来源：Wind，民生证券研究院

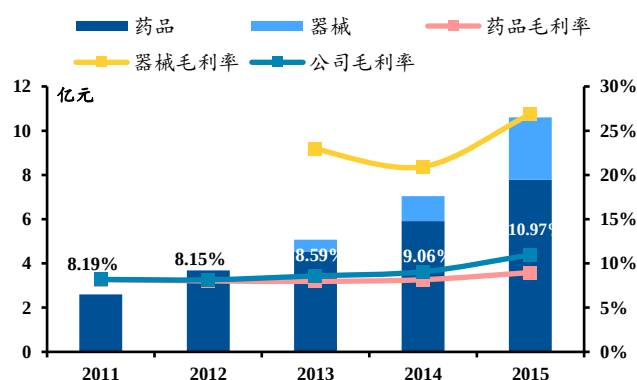
2012 年,瑞康医药在药品业务稳定增长的基础上,在已开展药品配送业务的医疗机构逐步开展器械配送业务,医疗器械在二级以上医院的开户率由年初的 0.8% 增长至年末的 60.36%; 2013 年,公司收购和设立了青岛海誉泰德等 10 家子公司,加大器械业务的拓展力度。2015 年,公司器械业务实现收入 10.5 亿元,占公司总收入的比例从 13 年的 3.98% 提高到 10.77%。器械产品单位货值较高,且由于其多为非标准化产品、流通商的技术服务支持需求较大,故器械业务的毛利率较药品业务更高。因此,随着器械业务的发展,公司毛利率自 13 年起显著走高,2015 年达到 10.97%,较 12 年提高 2.38 个百分点。

图 5: 2013 年起器械业务收入占比提升



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 6: 器械业务毛利润占比提升拉高公司毛利率

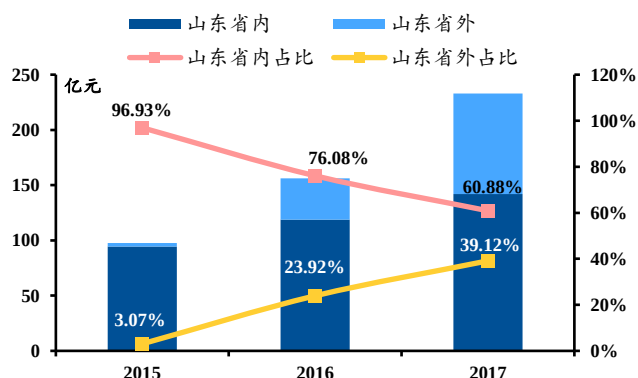


资料来源: Wind, 民生证券研究院

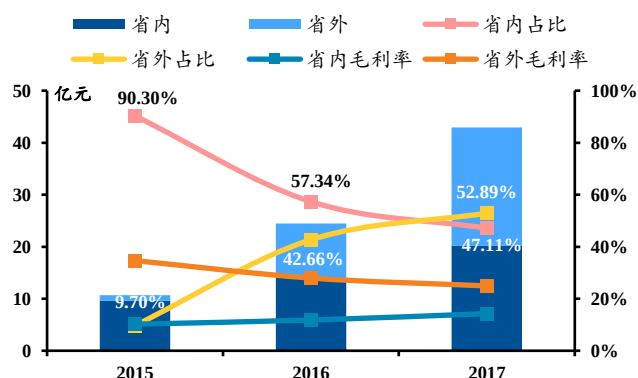
经过多年发展,公司在山东的业务配置已成熟,设立的山东省级平台公司一方面完成与上游工业企业的货款结算,另一方面完成向医疗机构物流配送,实现了两票制背景下的“两次开票”,且平台公司将通过配置各条业务线,集中优势完成统一招投标,提高医院的服务内容。山东省稳定成熟的体系为公司的全国化奠定了基础。

（三）并购模式跑马圈地，全国营销网络铺设初步完成

2015 年,公司在省外收购 20 余家公司,借助山东省经验,展开全国布局,通过搭建全国药品、医疗器械直销平台,力图在各省份复制山东的直销模式,掌控终端医疗机构销售渠道。15~17 年,公司的当年并表公司数量分别达到 18 家、29 家和 82 家。随着全国化的推进,公司的山东省外收入占比开始逐年提升,2017 年已达到近 40%;省外毛利润占比则达到 47.11%。

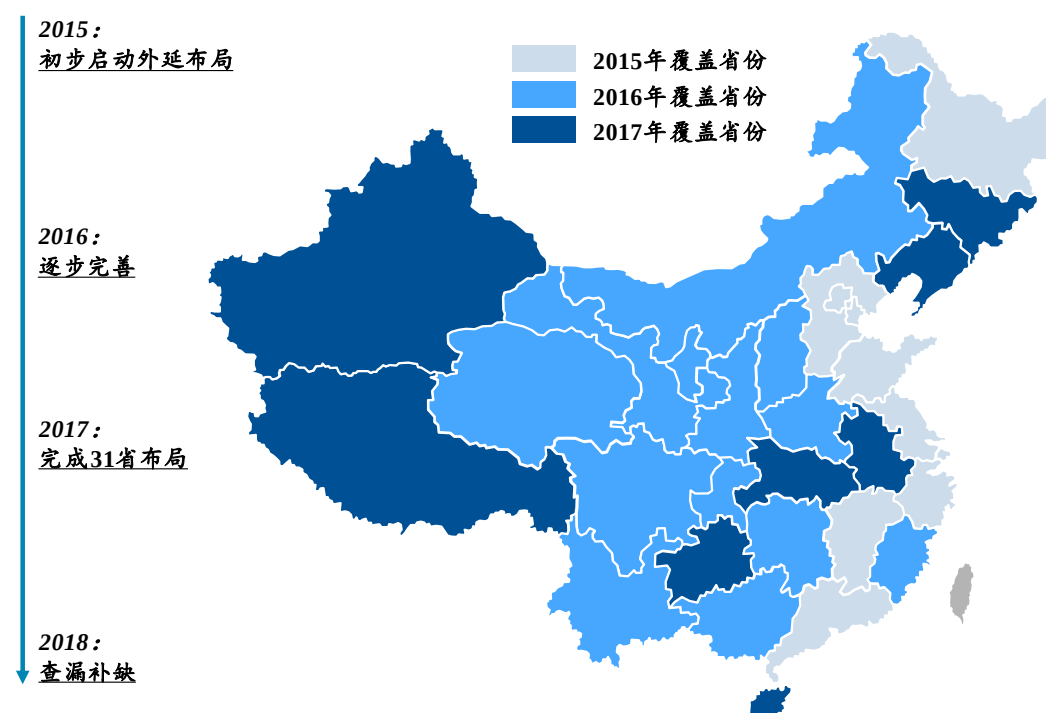
图 7：瑞康医药历年各业务营收及占公司营收比例


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 8：瑞康医药历年山东省内外毛利润情况


资料来源：公司公告，民生证券研究院

经过 16 年的铺开 17 年的全面推进，公司已在全国设立了 200 余家子公司，与全国 4 万多家下游终端客户开展业务，初步实现了全国直销渠道建设。预计 2018 年公司将查漏补缺为主要方向，完善业务网络和各条产品线的布局。

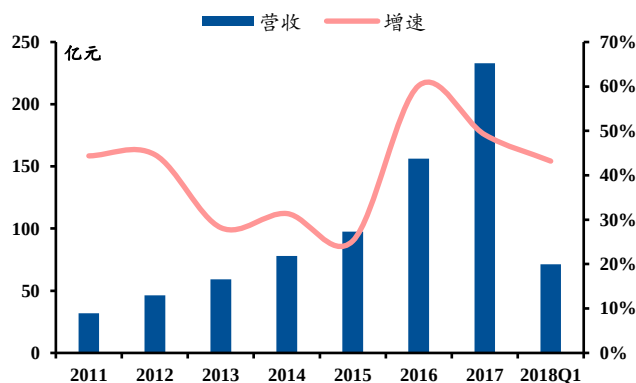
图 9：瑞康医药自 2015 年起推动全国覆盖


资料来源：公司公告，民生证券研究院

外延并购的展开为公司的业绩成长提供了新的动力。2011 年营收、归母净利润、扣非净利润分别为 31.95 亿、8406 万、8493 万元，2015 年时达到 97.50 亿、2.36 亿、2.27 亿元，CAGR 分别为 32.17%、29.44%、27.90%。而 2015 年起，公司收入和利润均出现大幅增长，17 年分别实现营收、归母净利润、扣非净利润 232.94 亿、10.08 亿、9.55 亿元，CAGR 分别为 54.57%、106.72%、104.95%。2018 年一季度，公司分别实现营收、归母净利润、扣非净利润 71.29 亿、

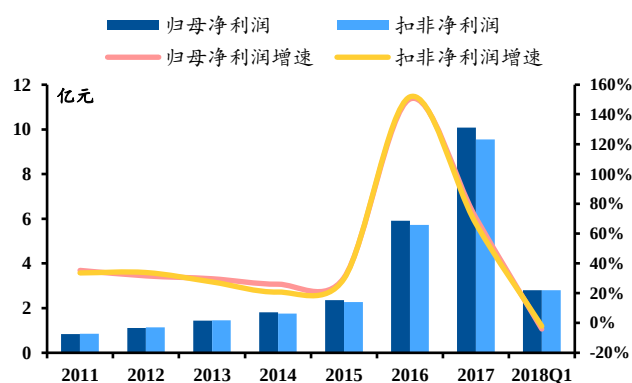
2.80 亿、2.80 亿元，同比增长 43.20%、-4.02%、-2.11%；利润增速在收入之下，主因 17 年一季度公司执行新的坏账政策，历年坏账计提一次性充回，利润增幅扩大，导致 18 年一季度利润的同比基数增大，报表端增速降低。

图 10：瑞康医药历年营收



资料来源：Wind，民生证券研究院

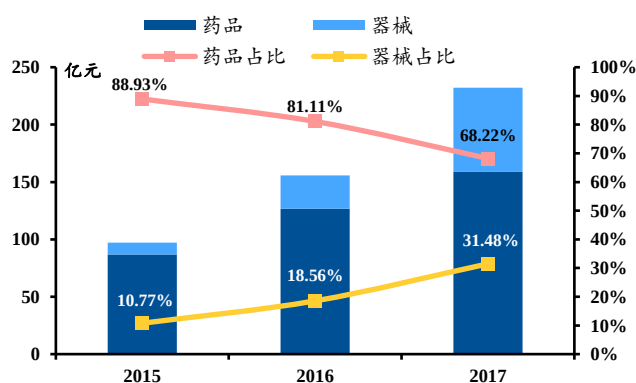
图 11：瑞康医药历年归母净利润与扣非净利润



资料来源：Wind，民生证券研究院

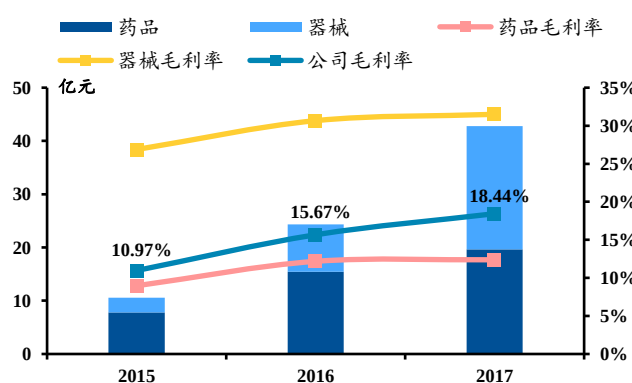
公司省外扩张以器械业务为主。随着并购的进程和自身业务的扩张，公司器械板块规模持续增长，2017 年器械板块实现收入 73.33 亿元，15 至 17 年的 CAGR 达到 164.21%，收入占比则从约 11% 提升至超过 30%，预计今年有望达到 35%~40%。利润方面，由于器械业务毛利率显著高于药品，因此随着器械收入占比的增加，公司整体毛利率逐年提升，自 15 年的 10.97% 提高至 17 年的 18.44%，提高幅度较 15 年前明显放大；器械业务的毛利润占比也持续提高，17 年已反超药品业务。

图 12：2015 年后器械业务收入占比快速提升



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 13：公司毛利率随着外延并购推进而提升



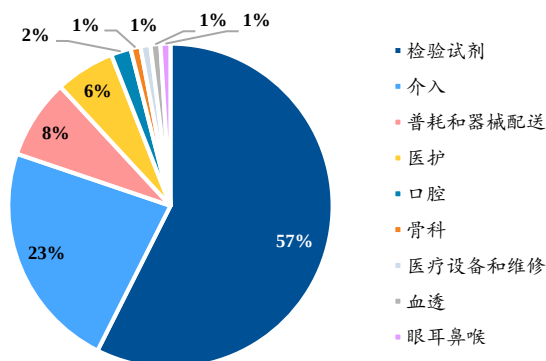
资料来源：Wind，民生证券研究院

（四）建筑护城河，持续扩大器械配送领域优势

步入器械领域后，瑞康医药已覆盖大部分细分板块。具体来看，国产化的推进使 IVD 板块保持高速增长，集采等模式则驱动 IVD 流通行业整合；高值耗材（骨科、介入等）受益老龄化带来的骨科和心血管等疾病的高发，市场持续增长，而正在推行的高值耗材两票制、长回款周期和高资金需求都促进高值耗材流通行业格局向领军企业靠拢。瑞康医药顺应行业趋

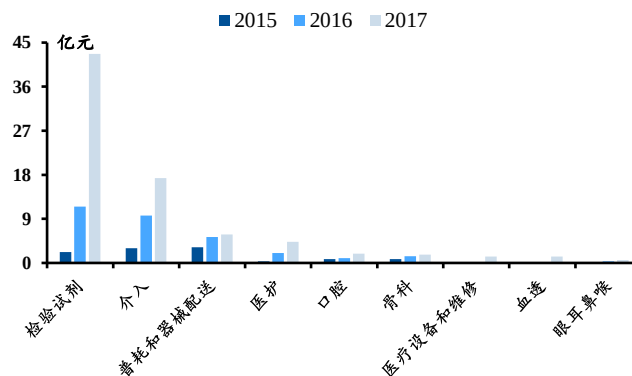
势，目前 IVD、介入业务已初具规模，17 年收入分别达到 42.7 亿元和 17.3 亿元，自 15 年起的 2 年 CAGR 分别达到 870% 和 188%。其他各细分板块也正快速跟进。

图 14：2017 年瑞康医药器械板块各子板块营收占比



资料来源：Wind，公司公告，民生证券研究院

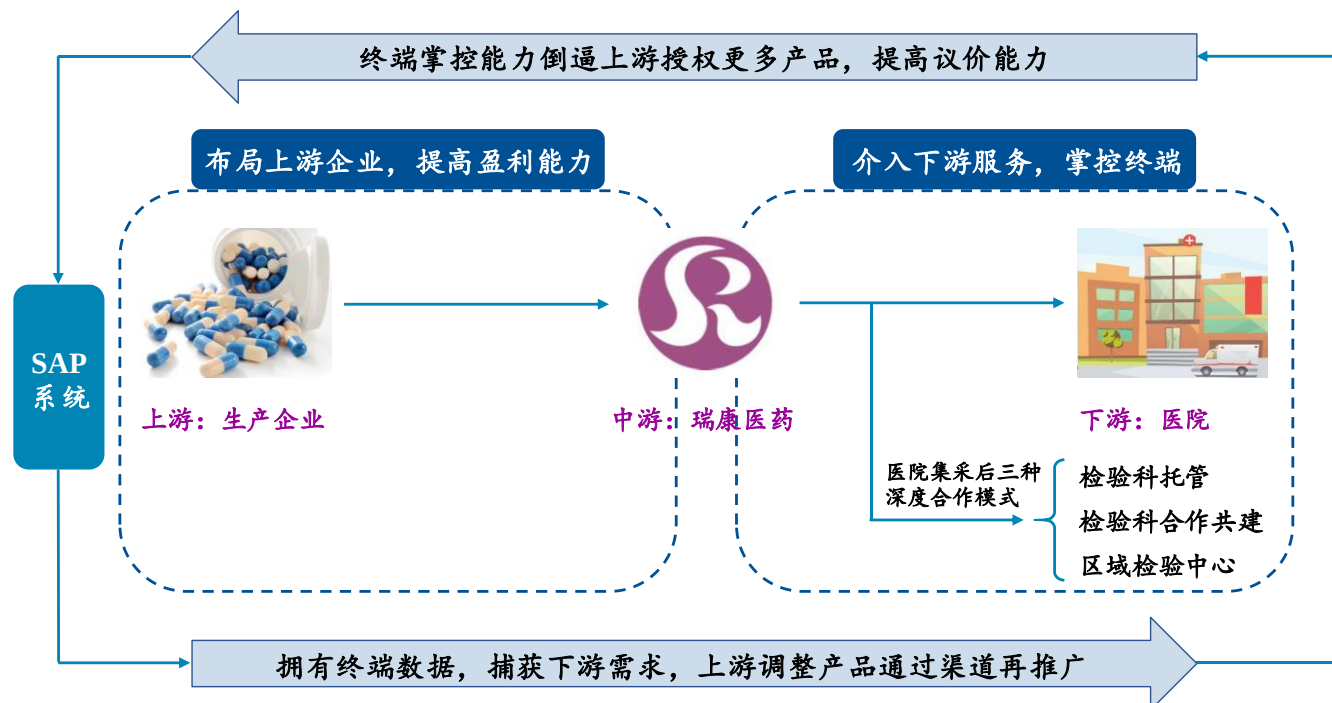
图 15：2015 年至今检验和介入等板块收入加速增长



资料来源：Wind，公司公告，民生证券研究院

公司强调护城河的建筑，通过扩大网络覆盖、加强终端掌控、扩张销售规模、加强成本控制提高了针对上游的议价能力和针对下游的拓展宽度，同时有效提高了公司管理效率和渠道定价能力，形成了布局上游和掌控终端的产业链一体化盈利模式。

图 16：瑞康医药的产业链一体化盈利模式（以 IVD 业务为例）

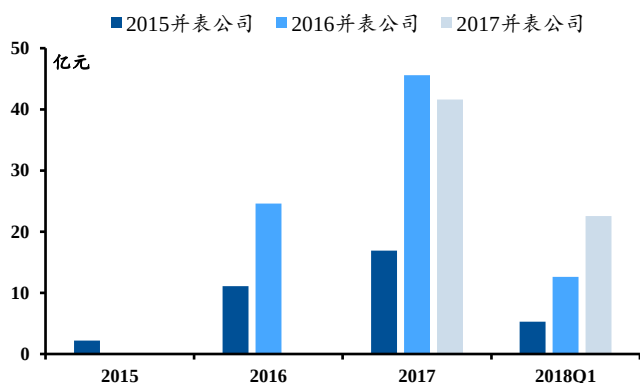


资料来源：公司公告，民生证券研究院整理

二、多因素确保长期销售网络稳定

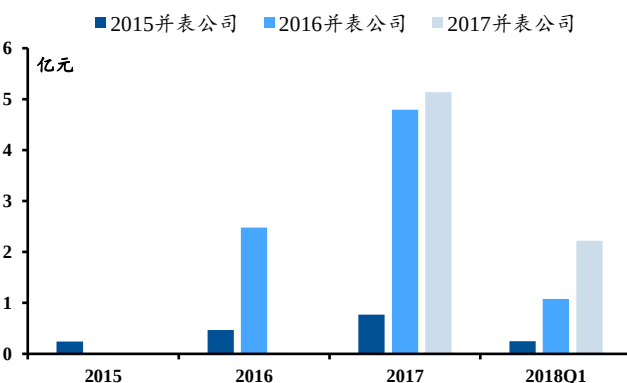
近年来瑞康医药快速扩张，销售网络全国铺开。公司一方面顺应政策趋势，另一方面加强子公司的管理，维护销售网络的长期稳定性。在行业趋势和公司策略的双重驱动下，瑞康的子公司自纳入体系后保持强势增长，印证了瑞康快速扩张的平台价值。此外，可见 2015 年并表的公司在对赌期结束后在 18 年一季度仍表现出可观增速。因此公司未来的长期发展值得期待。

图 17：公司子公司营收持续增长



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 18：公司子公司营业利润持续增长



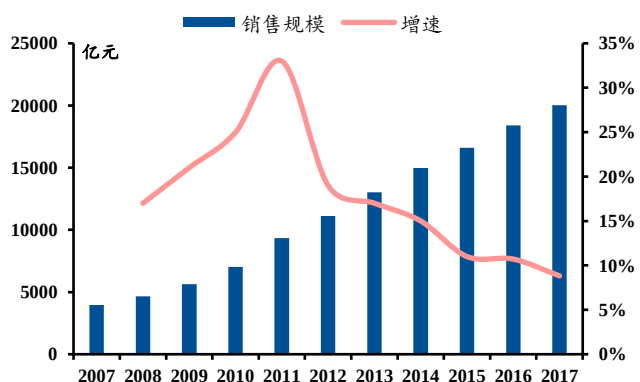
资料来源：公司公告，民生证券研究院

（一）药品与器械两票制执行预期推动整合，强者恒强是为行业趋势

1、我国流通市场发展空间大，集中度低

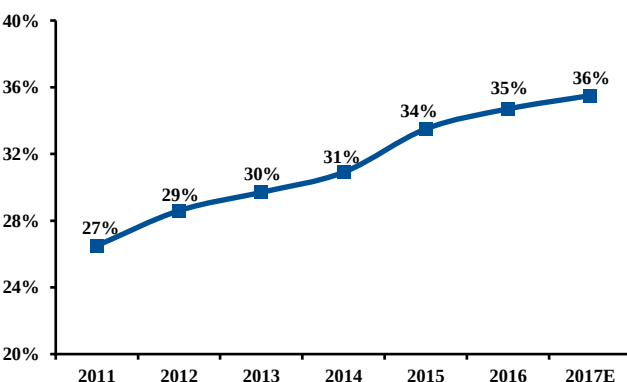
2017 年我国药品流通行业市场规模超过 2 万亿元，同比增长 8.8%。从增速趋势来看，2012 年后流通行业进入稳定增长阶段，12~17 年的 CAGR 约为 12.5%。

图 19：我国药品流通行业进入稳定发展阶段



资料来源：药品流通行业运行统计分析报告，民生证券研究院

图 20：我国药品流通行业前三大商业公司市占率



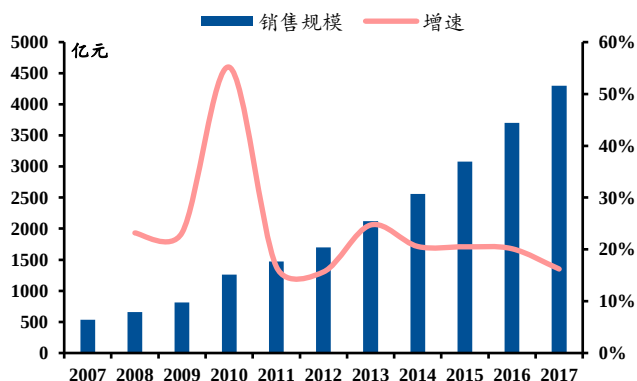
资料来源：商务部，民生证券研究院

目前我国流通企业数量超过 14000 家。从行业集中度角度来看，07 年以来我国药品流通行业集中度持续提升，但仍处于较低水准，2017 年前三大商业公司市占率不到 40%；与之相比，美国医药流通行业经历了长期的竞争与淘汰，已经形成了较高的行业集中度，前三大流通巨头麦克森 (McKesson)、美源伯根 (AmerisourceBergen Corp) 和康德乐 (Cardinal Health)

的市占率合计达到 95% 以上。由此看来，我国医药流通行业仍有较大整合空间。

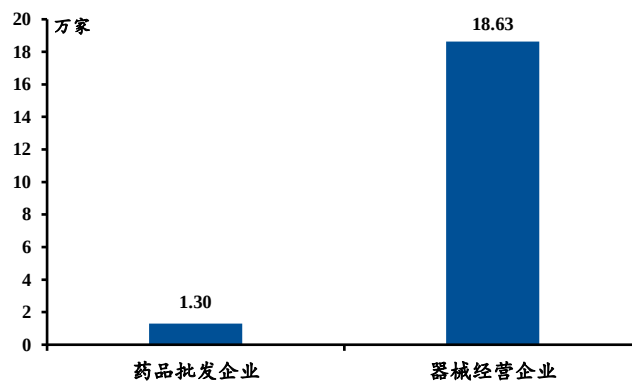
与药品流通相比，我国医疗器械流通行业小、散、乱的特点更加显著。目前欧美器械和药品市场销售规模相近，而 2017 年我国器械流通市场总销售规模在 4300 亿元左右，约为药品流通市场的 20%，故有较大增长空间。2007 年至今，器械流通市场总销售规模的 CAGR 约为 23.17%，复合增速快于药品流通市场，仍处于快速发展阶段。预计未来数年内器械流通市场仍将保持 20% 以上的增速，瑞康医药为代表的优质器械流通企业将直接受益行业的高速发展。

图 21：我国器械流通市场总销售规模



资料来源：Wind，民生证券研究院

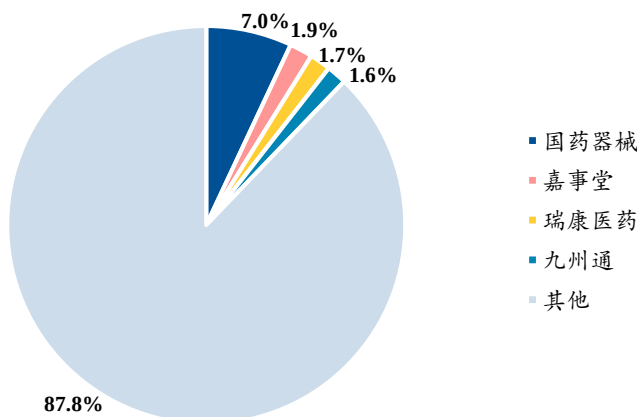
图 22：我国器械经营企业数量远高于药品批发企业



资料来源：商务部，中国医疗器械行业发展蓝皮书，民生证券研究院

从整合角度来看，目前我国器械流通市场尚处于发展前期，市场规模增速较快且参与者众多。2016 年，我国持有医疗器械经营许可证（二类、三类）的企业达到 18.63 万家，而同期药品批发企业仅约 1.3 万家，差距明显。同时，目前国内医疗器械流通领域的集中度偏低，2017 年国药器械、嘉事堂、瑞康医药、九州通等器械流通商的收入规模分别约为 300 亿、80.8 亿（来自各器械流通子公司披露收入之和）、73.3 亿、69.8 亿（包括计生用品）元，合计约占总销售规模的 12.2%，仅约为药品批发领域前四大公司的总市占率（37.6%）的 1/3。因此我们认为我国器械流通领域的整合潜力巨大。

图 23：我国器械流通市场竞争格局



资料来源：各公司官网，各公司公告，民生证券研究院

2、器械两票制呼之欲出，器械流通行业踏上整合之路

随着药品两票制在全国范围内的全面执行，医疗器械两票制的推行也已箭在弦上。2016 年九部委印发《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》，首次明确提及在综合医改试点省和城市公立医院综合改革试点地区的耗材采购中实行“两票制”；2018 年 3 月，六部委联合发布的《关于巩固破除以药补医成果持续深化公立医院综合改革的通知》再次提及耗材两票制的实行。

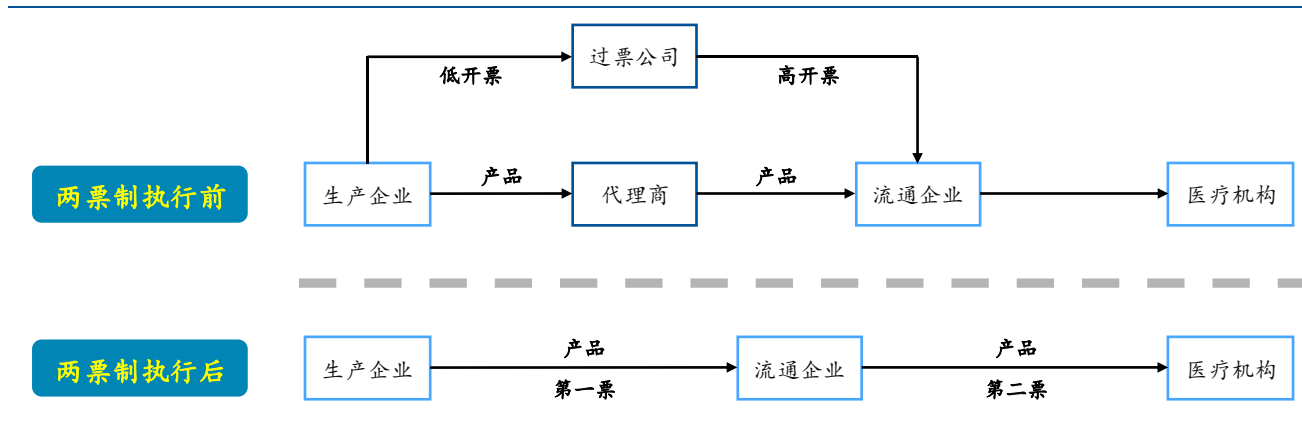
表 1：器械两票制正逐步推行

发布时间	部门	政策	相关内容
2016/7/19	九部委	《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》	在综合医改试点省和城市公立医院综合改革试点地区的药品、耗材采购中实行“两票制”。
2018/3/20	六部委	《关于巩固破除以药补医成果持续深化公立医院综合改革的通知》	实行高值医用耗材分类集中采购，逐步推行高值医用耗材购销“两票制”。

资料来源：各部委官网，民生证券研究院

两票制的核心内容即产品（药品或器械）自生产企业到终端医疗机构只可开两次发票，其中生产企业到流通企业开一次发票，流通企业到医疗机构开一次发票。两票制的推行将直接封锁代理商的挂靠和过票行为，小型代理商将持续收到挤压而出局，大型流通商将借此机会扩大商业覆盖面，未来大型流通企业将不仅承担分销的角色，且将成为二次议价的载体，在某种程度上最终起到医院的一级代理人的作用。在两票制的推动下，未来器械流通行业集中度将不断提升，全国性大型医药流通企业和地方商业领军企业将成为最直接受益者。

图 24：两票制执行前后医药流通行业的变化

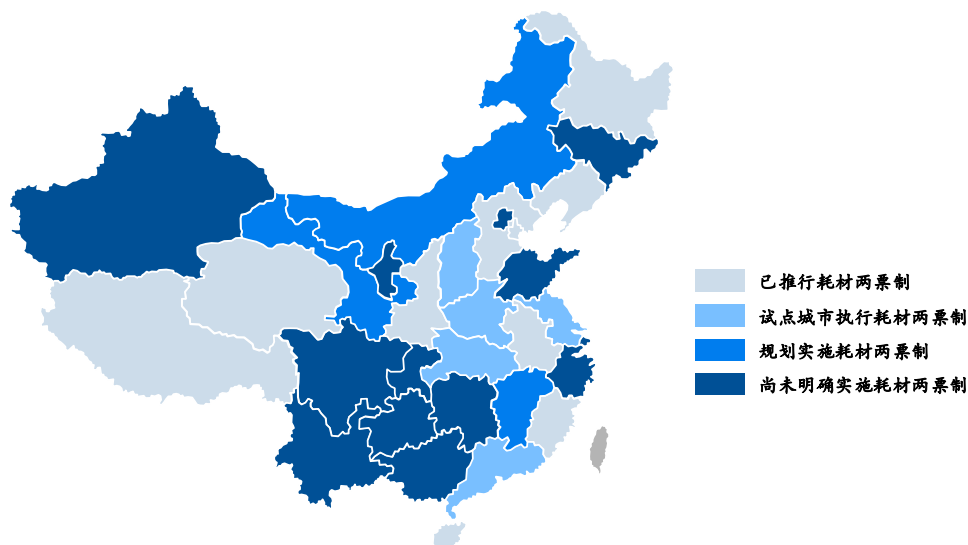


资料来源：民生证券研究院整理

与药品相比，医疗器械多为非标准化产品，产品种类较多，流通环节更为复杂，两票制也需要分阶段逐步推行。由于 2016 年以来高值耗材已在全国绝大部分省份通过统一的省级招采平台集中采购，我们认为器械两票制将率先从高值耗材开始执行，这也与目前各部委发布的政策相匹配。其他产品方面，IVD 产品和低值耗材的省级集采已在部分省份推进，但推广仍需时日，预计这两大产品的两票制将在高值耗材之后推行。

目前全国已有 10 个省份执行高值耗材两票制，5 个省份在试点城市执行，另外分别有 3 个和 13 个省市分别已规划和未规划实施高值耗材两票制。

图 25：高值耗材两票制全国各省份执行情况（截止 2018 年 6 月 27 日）



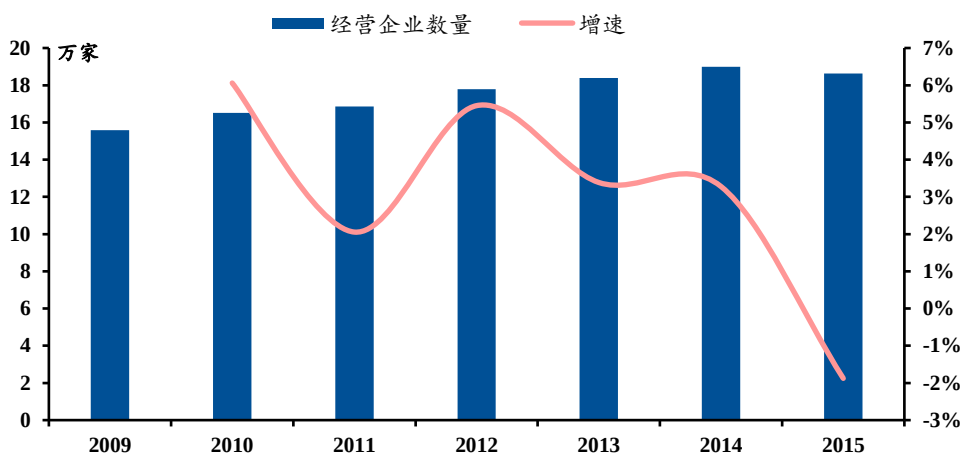
资料来源：各省市采购平台，民生证券研究院整理

就目前政策和形势来看，我们认为器械两票制的全国推广已正式展开。与药品两票制相似，器械两票制将同样驱动行业整合，具有医院终端资源和规模性优势的流通企业处于领先地位。此外，如前文所述，我国器械流通行业集中度很低，器械经营企业数量远多于药品批发企业，因此器械流通行业的洗牌将更加剧烈。

3、依托大平台成为中小型流通企业主要出路

随着药品和器械两票制等政策的持续推进，中小型流通公司的生存环境受到挤压。尤其在器械流通领域，市场尚处于整合初级阶段，经销商数量高达 18 万家，未来市场格局将重构。根据《医疗器械行业发展蓝皮书》的数据，2009 年起器械经营企业数量增长已开始放缓，2015 年首次出现负增长。预计器械流通行业将在未来 3~5 年内向药品流通行业靠拢，形成以数家大型全国性流通企业和部分地方领军企业为主导的格局。

图 26：我国器械经营企业数量增速放缓



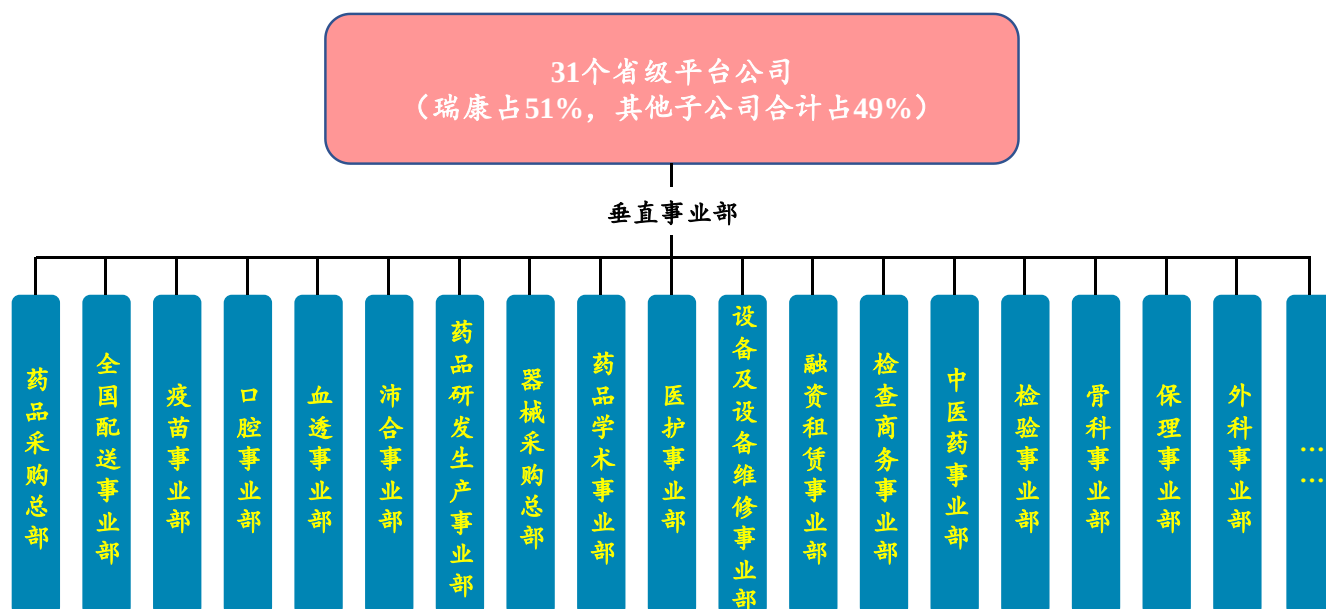
资料来源：医疗器械行业发展蓝皮书，民生证券研究院

瑞康医药是最大的全国性民营医药流通企业之一，在器械流通领域处于国内前列，销售规模居国内第三位、民营企业第一位。在器械两票制等政策重塑器械流通行业之际，瑞康作为大平台，优势更为明显。中小型流通企业唯有以大平台为依托，方有望避免被淘汰出局，淬火重生。且公司常年来对终端的覆盖几乎全部采用直销模式，以厂家-流通商-终端“三点一线”的模式有效避免了两票制对渠道的影响。因此长期来看，纳入公司体系是中小型流通商的少数发展路径之一，已加入体系的企业将维持公司销售网络的稳定，促进公司的稳定发展；而公司自身原有终端不存在流失风险，且可借机进一步提升终端覆盖率。

（二）省级平台+事业部交叉管理，纵横成网促长期发展

在子公司的管理方面，瑞康医药设立了省级平台和事业部两大体系，打造了“经”、“纬”交错的网状结构，带动销售业务的共振。

图 27：瑞康医药省级平台+事业部的网状管理结构



资料来源：公司公告，民生证券研究院

横向来看，公司现已在全国成立“东、南、西、北、中”五大战区，在内地全部 31 个省份搭建起省级药品和器械配送平台，将瑞康的“山东模式”快速复制到全国。纵向来看，公司搭建了 24 个利润贡献事业部，实现产业全方位布局。

平台公司和事业部的交叉管理是促进公司销售网络持续扩张的重要因素。在平台公司角度，省级平台的搭建有助于公司实施一体化管理模式，实现一个指挥中心、十个统一管理（包括人力资源、财务、运营、审计、质量、信息、基础数据、物流、商务、销售）；31 个省级平台可通过配置不同事业部的业务线，提高各平台公司范围内医院的服务内容；在省内集采时，省级平台代表各事业部统一招投标，可凭借品种和规模优势占据有利地位，在具体品种的选择上则可由省级平台协调各方，做到互利互赢。在事业部角度，通过与各省平台合作，各业务线在全国的覆盖范围持续扩大，上游谈判能力和下游渗透能力均有所提高，销售收入

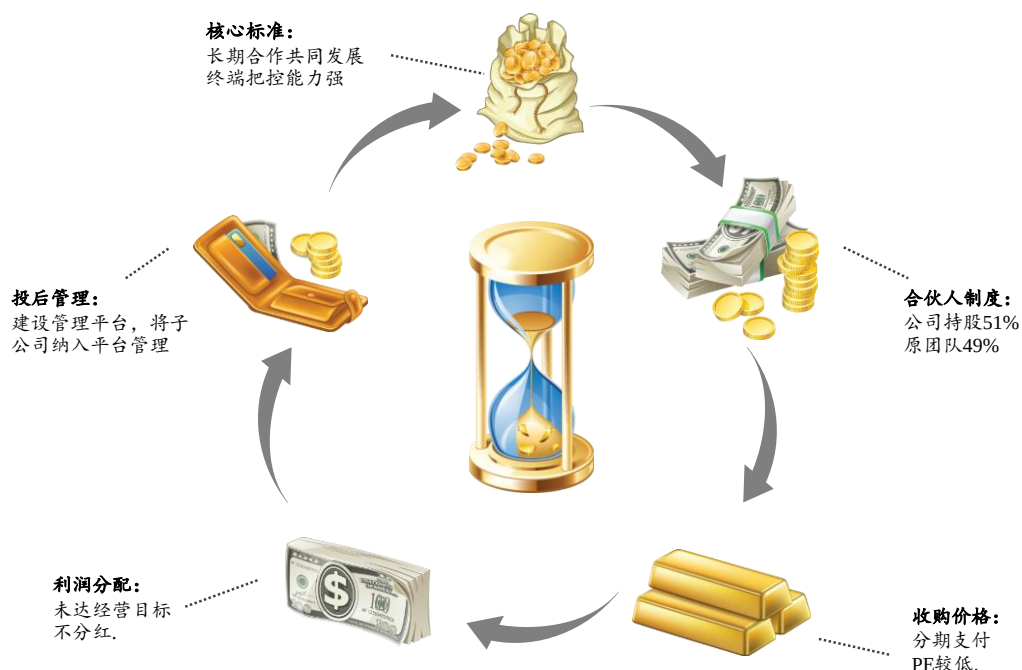
和利润率均有望持续改善。

整体来看，省级平台+事业部的交错管理体系加强了各子公司之间的协同效应，在产品品种和覆盖地区两个方向持续做大。公司销售网络各环节更加牢固，其中各节点均有望受益整体网络的扩张。

(三) 外延标准严格，合伙人模式+低溢价控制并购风险

如前文所述，瑞康医药通过大规模外延并购快速扩大其全国销售网络。在标的的选择和收购条件上，公司加强管控标的质地，同时采取合伙人模式等模式，有效控制商誉减值等风险。

图 28：瑞康医药五位一体的并购机制

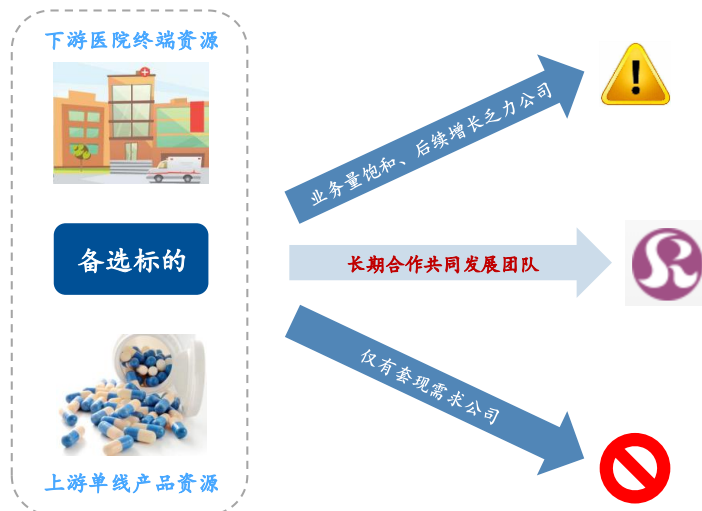


资料来源：公司公告，民生证券研究院整理

1、严格把控标的质地，注重团队能力

瑞康医药在选择并购标的时注重团队的发展空间，严格执行“选择长期合作共同发展团队、不收业务量饱和或后续增长乏力公司、杜绝仅有套现需求公司”的原则。此外，瑞康着重考察被并购标的的业务能力，并购的公司通常拥有较强的终端把控能力（即较高的医院开户质量）或优秀的上游资源（即较强的单线产品能力），且与上市公司现有业务有较强互补性。完成并购后，上游资源、下游渠道和管理团队的素质将保证子公司的长期发展。

图 29：瑞康医药的并购标的选择标准



资料来源：公司公告，民生证券研究院整理

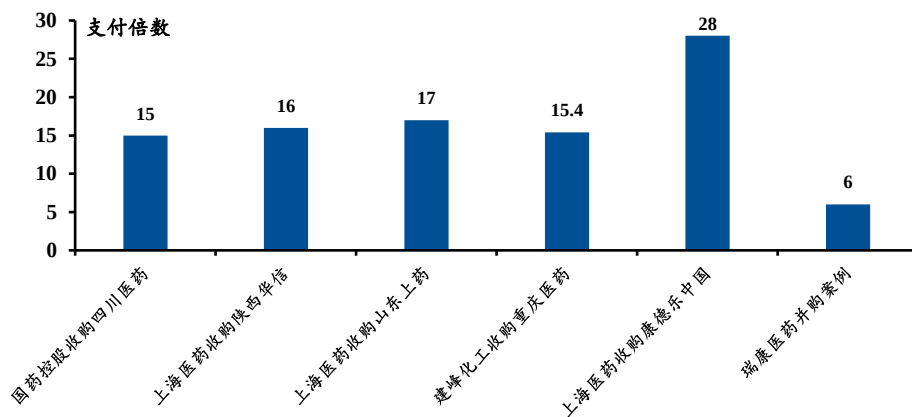
2、上市公司 51%+原有团队 49%，合伙人模式保证发展成果共享

公司在并购时采取合伙人模式，由上市公司主体和原经营团队分别持股 51%和 49%。接近五五开的股权结构保证了标的公司在被收购后可继续享有公司发展成果，故原有团队仍具有较大盈利意向。

3、控制支付倍数，对赌驱动业绩，有效控制商誉减值风险

如前文所述，瑞康医药在并购时看重团队素质、业务互补性及上下游资源，规模并非考量对象，因此最终收购少有大手笔。但从另一角度来看，中小型标的的并购有助于公司压低支付倍数。我们观察近年来国药控股、上海医药等全国性医药流通公司的并购案例，可见这些公司的并购对象通常业务成熟，但收购 PE 通常在 15 以上，上海医药并购康德乐中国的 PE 甚至达到 28 倍；而瑞康医药的并购平均 PE 控制在 2~10 之间，平均仅有 6 倍。较低的支付倍数一方面降低了公司的并购成本，另一方面减少了商誉。

图 30：部分医药流通企业的并购 PE 比较



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

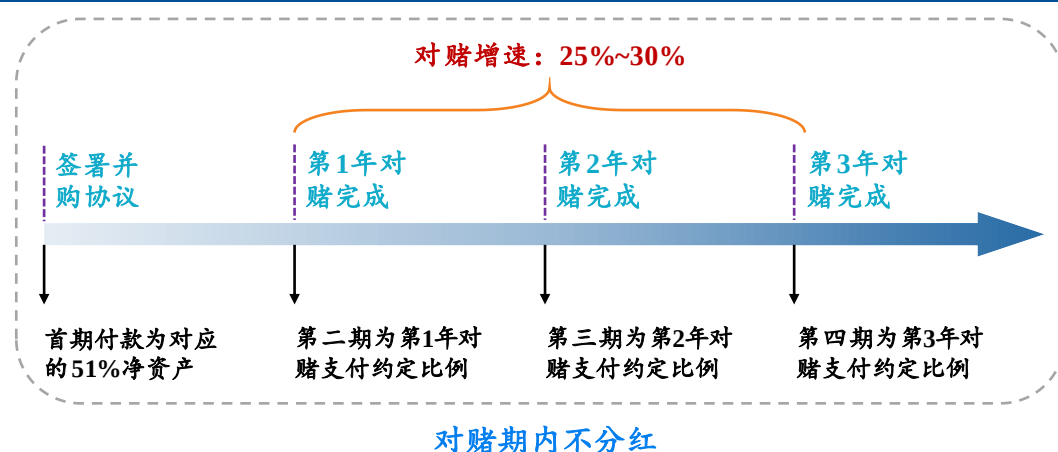
本公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

证券研究报告 15

此外，随着两票制的执行，医药流通行业面临整合，中小型企业承受生存压力，谈判空间进一步减小，有利于收购支付倍数的进一步压缩。

在支付和利润方面，公司采取四期付款+对赌协议+先积累再分配的方式。在签署并购协议后，瑞康医药将立即支付 51% 股权对应净资产额，剩余款项将在子公司完成 25%~30% 的增速对赌后逐年支付；双方也确定了对赌期内不分红的协议。通过这种方式，公司有效保证了其业绩提升的确定性。

图 31：瑞康医药并购支付流程



资料来源：公司公告，民生证券研究院整理

医药流通企业为轻资产公司，因此在尽量压低并购 PE 的情况下仍不免产生商誉，主要来自于被并购标的的上游采购资源和下游销售资源。2018 年一季度，公司商誉价值达到 39.3 亿元。为避免商誉减值影响，公司采取多种措施：1) 如上文所述，签署对赌协议，对赌增速 25%~30%，同时对赌期内不分红，尽可能降低出现商誉减值的情况；2) 如若持续不达到对赌增速，公司要求子公司原有股东回购，子公司移出报表；3) 若对赌期结束后业绩持续滑坡，集团公司将派人接手子公司，同时保留了医院开户和上游采购资源。就目前情况来看，公司的措施卓有成效，2017 年仅两家子公司因特殊原因产生少量商誉减值。

4、平台化管理管控子公司运营质量

子公司纳入上市公司体系后，将实施瑞康的平台化管理，上线 SAP 系统、资金管理平台和仓储物流管理平台，公司得以对子公司的信息流、现金流和物流实施严格科学管控。有关公司管理平台的内容我们将在下文详述。

（四）资金优势支持子公司发展，平台促进统一采购，营造协同效应

在当前逐步收紧的金融环境下，上市公司在融资成本和融资渠道等方面较中小型企业均有显著优势。因此对于子公司来说，处于瑞康的平台能够获得足够资金支持。

另一方面，借助省平台公司，瑞康为旗下子公司搭建了统一的全国招采平台，实现统一谈判、统一采购、统一结算，子公司可利用省平台进入全省统一招投标，保持业务的持续性，

同时也有望借助数量优势获得较高折扣。

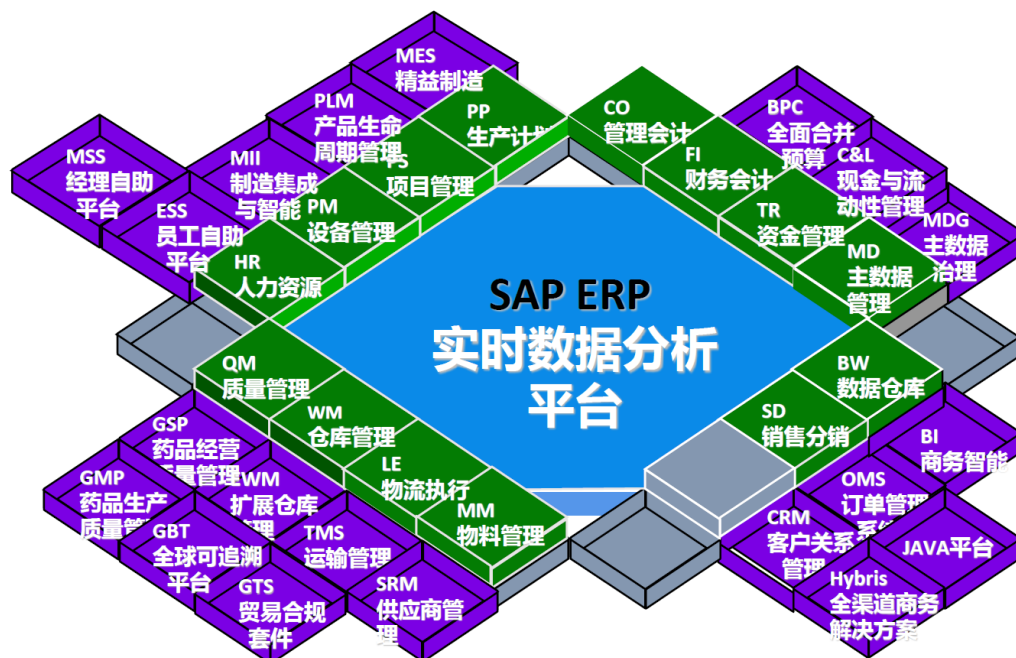
此外，瑞康医药为子公司提供了资源共享的平台。各代理商代理不同生产企业的产品，拥有不同下游医疗结构的渠道，在平台上各取所需，形成协同效应。对上市公司而言，资源的共享有助各业务线的放量，一方面拉高了业绩，另一方面提升了公司在上游生产企业前的话语权。

三、SAP 系统上线，携手两大平台实现公司精细化管理

为了进一步提升自身管理水平，应对快速扩张后带来的管理难度提高的问题，公司自全球领先的德国 ERP 系统开发商引进人才团队，进行集团内部 SAP 系统的开发。2017 年 SAP 系统全面上线，截止 2018 年 5 月完成进度已达到约 80%，预计 18 年 7~8 月完成其全面铺设。

SAP 为拥有数十个模块的实时数据分析平台，其上线为公司带来了数字化管理，集团公司、平台公司、各子公司可实时上传业务和财务一体化的不可篡改的数据，使决策层随时掌握整个集团的经营状况。通过 SAP，公司可实现全集团业态管理，达成五流统一，即物流、资金流、信息流、费用流和学术流的精细化管理，有效降低外延收购及整合不及预期风险。此外，SAP 可标准化、系统化整合上下游相关数据，增强渠道话语权，支持上下游相关数据，同时提高营销、销售和服务的综合支持能力，改善企业客户关系管理能力、业务交易执行效率和提供创新服务等。

图 32：瑞康医药 SAP 模块全览



资料来源：公司公告，民生证券研究院

为了进一步加强内部管理，公司在 SAP 系统的基础上配置了对接的资金管理系统和物流管理平台。资金管理部分将在后文进一步阐述。在物流管理方面，公司将省平台统一仓储物流、干线+支线多仓联动、第三方物流搭建作为管理重点，以达到提升物流配送效率、降低

费用的目的。

(1) 省平台统一仓储物流

省外收购的各子公司仓储原先各自为战。通过省平台搭建各省统一仓储物流中心后，各子公司均可通过该中心实现物流配送，每年有望节省 30%~50% 的人工及场地费用。此外，建设统一仓储物流可将全国约 200 个仓库精简至 50 个左右，更有利于未来的有效管理。

(2) 干线+支线多仓联动

公司的全国运输网络按照干线运输、支线分拨、城市配送、最后一公里配送的模式搭建。目前，公司已在 7 个省会城市（济南、杭州、合肥、武汉、西安、沈阳、广州）完成搭建 7 个干线配送中心，作为七大区骨干运输网络枢纽 HUB 节点，并建设了省市级二级运输分拨中心，运输网络渠道进一步延伸下沉到三四线城市的末端配送中转站点，实现时效快、订单履约效率高的全国运输配送网络服务。

图 33：瑞康医药七大干线配送中心和全国网络渠道



资料来源：公司公告，公司官网，民生证券研究院

(3) 搭建第三方物流

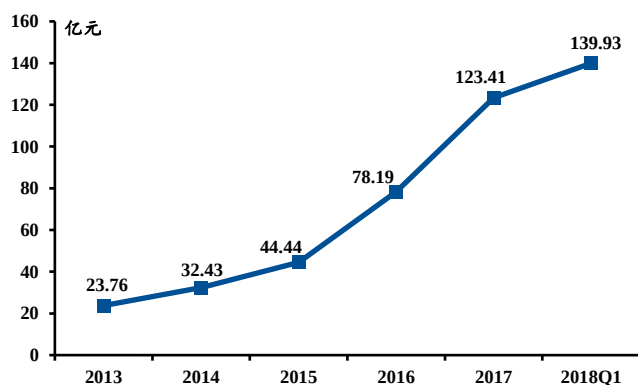
除集团内各子分公司自营药品器械的仓储运输配送，公司亦利用自身物流平台为全国药品器械生产及分销企业提供常温/冷链仓配一体化物流服务。公司业务辐射区域涵盖除新疆、西藏不主动承揽业务外的全国各省，尤其冷链业务全国领先，在业内具有较高市场覆盖率和较强竞争优势。

四、优质底层资产保障资金来源，率先引入供应链金融改善现金流

(一) 行业特性+快速扩张对现金流管理提出要求

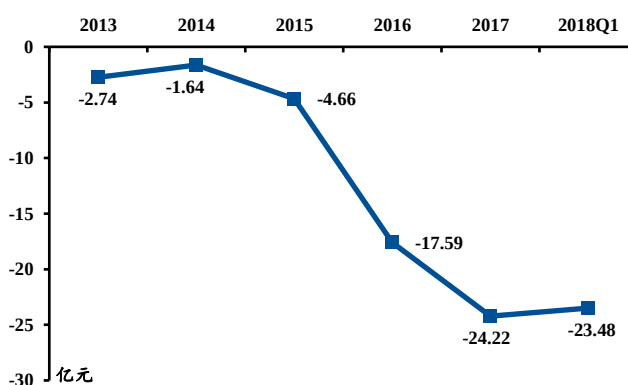
医药流通行业的一大重要特点即为流通企业垫资，这是由该行业的行业特殊性决定的。医药流通公司下游为医院，医院对药品的采购通常采用赊购的方式，在目前直销模式下支付账期通常长于向上游生产企业支付的账期；若流通企业正处于业务快速扩张期，则其应收账款将持续放大，导致经营现金流紧张。而瑞康医药除受行业普遍的账期差影响，三个额外因素也给公司的经营现金流带来压力：1) 2015 年起公司进入快速扩张期，每年收购数十家子公司，完成并购后子公司应收账款立即并入资产负债表，但利润表项目则按时间逐步并入；2) 全国布局逐步延伸至北方省份，当地平均账期长于公司传统业务大省；3) 2013 年起公司布局器械配送，器械业务毛利率更高，但账期也较药品更长。数据显示，近年来公司应收账款金额持续提升，与之相对地，经营现金流承压。

图 34：2015 年起瑞康医药应收账款加速放大



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 35：2015 年起瑞康医药经营现金流承压



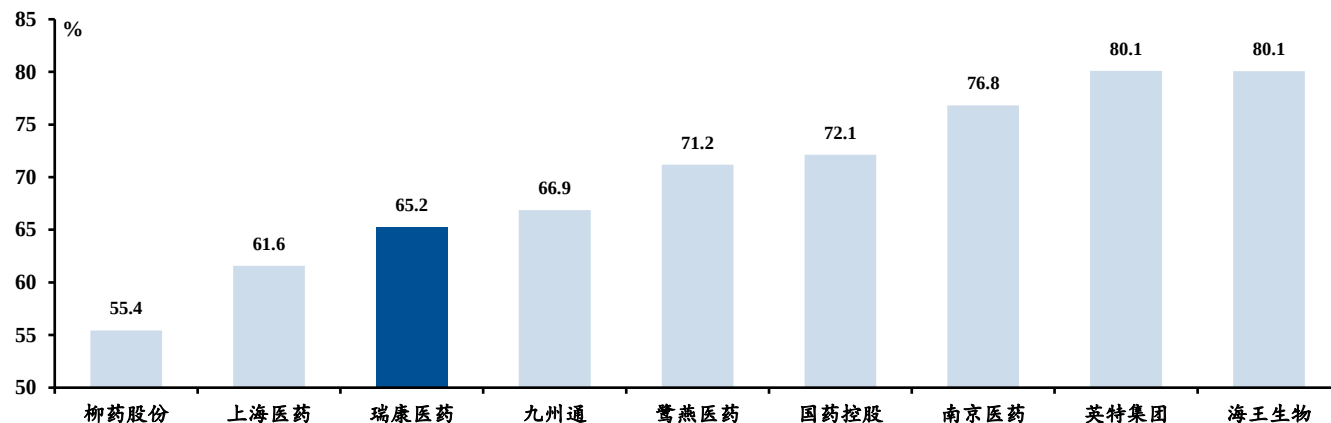
资料来源：Wind，民生证券研究院

(二) 传统+创新手段满足资金需求，减轻现金流压力

经营现金流的紧张使资金管理成为扩张期医药流通企业的生命线之一。而瑞康医药一方面扩大融资力度，一方面加强资金管理，此外运作创新供应链金融方案，有效解决资金问题。

1、传统融资渠道仍有支持空间

从融资空间来看，2018 年一季度，瑞康医药的资产负债率为 65.24%，在国内主要医药流通上市企业中处于中低水平。较同行更低的资产负债率为公司带来更优的财务弹性，融资空间依然较大。

图 36：2018 年一季度主要医药流通企业资产负债率


资料来源：Wind，民生证券研究院

公司传统融资渠道通畅，目前银行授信、债券、资产证券化三大传统渠道已基本满足公司业务拓展所需要的资金。截止 2018 年 5 月 31 日，公司已取得银行授信额度 151.20 亿元，且尚有 94.30 亿元额度未使用完毕；公司应收账款账龄以 1 年内居多（96%），且均来自医疗机构（其中约 80% 来自二级医院），其作为底层资产质量优秀，总体可回收性强，为公司发债和运用证券化手段奠定了基础。

表 2：瑞康医药传统融资渠道

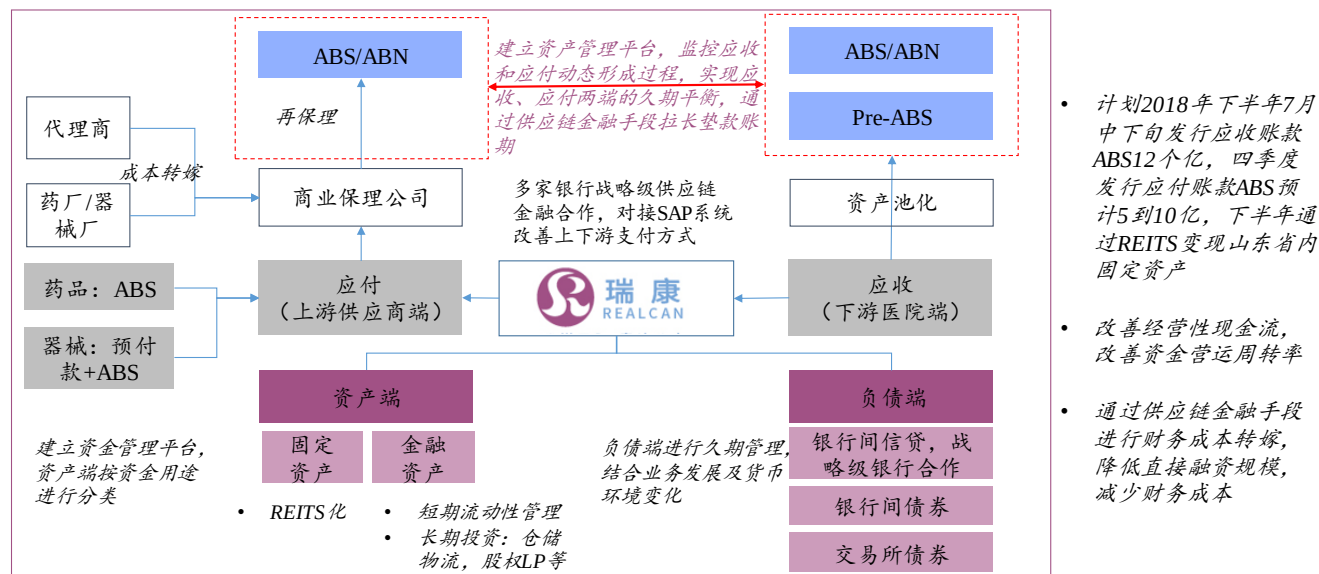
融资方式	融资类型	规模	成本
银行传统模式	银行授信	18 年各银行均扩大对公司授信额度（如光大银行 5 亿元 → 10 亿元）	基准利率上浮 10%~20%
银行创新模式	银行授信	浙商银行 50.5 亿元额度，招商、民生等银行额度提高审批中	
公司债券	发债	注册 20 亿元额度，17 年 11 月发行 10 亿元，18 年 4 月发行 8.5 亿元	17 年 11 月为 5.7%，18 年 4 月为 6.8%
超短融	发债	每 3~6 月滚动发行 4~10 亿元规模	
永续债	发债	注册 20 亿元额度，尚余 20 亿元额度	
美元债	发债	预期发行约 3 亿美元	
ABS	证券化	应收账款 ABS 发行约 10 亿元	优先 A、优先 B、中间级分别为 5.7%、6.5%、6.6%
ABN	证券化	尚余 16 亿元额度待发行	

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2、医药流通领域率先引入供应链金融

如前文所述，医药应收账款作为底层资产账期较长，但可回收性强、坏账率低（公司以往应收账款坏账率几乎为零），是名副其实的优质资产。且随着两票制的快速推广执行，中游企业的整合速度显著快于上游，支付能力强的大型流通领军企业议价空间增大。此外，SAP 系统的上线也为公司进行金融创新打好了根基。依托以上因素，公司与多家商业银行启动了**供应链金融合作**，将下游签发的应收账款，化为电子支付结算工具，支付给上游药企、器械、IVD 生产商等。

图 37：瑞康医药供应链金融创新方案



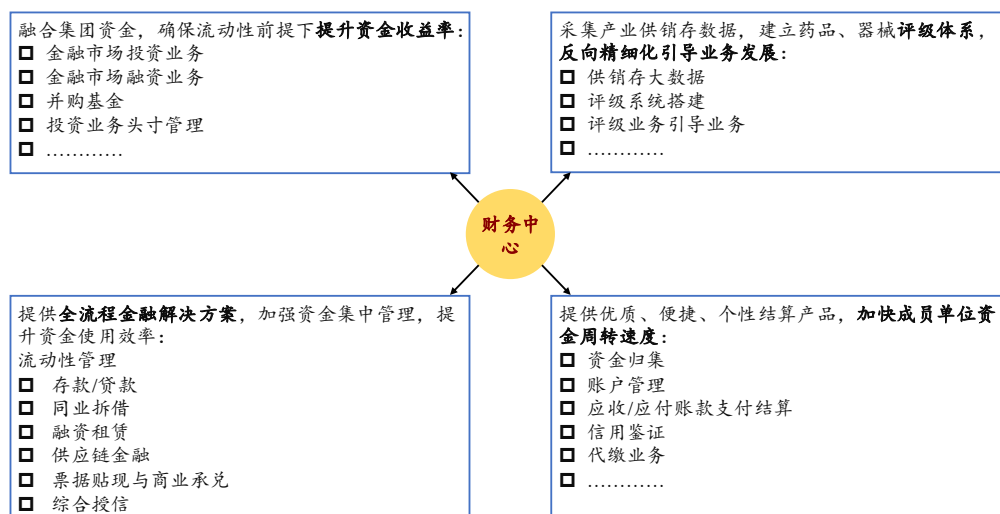
资料来源：公司公告，民生证券研究院

通过推行创新供应链金融方案，公司实现了应收和应付账款的同时出表，减少了对运营现金的需求。另一方面，由于上游企业同样面临账期拉长的压力，对提前贴现有较高需求，而瑞康对缩短电子支付结算工具支付周期提出返点，有利于提升公司毛利率。从目前的情况来看，2018年二季度起公司经营现金流已开始改善。

3、着力打造财务中心，精细化资金管理

2018年起，借SAP系统全面上线的契机，联合财务核心系统和区块链技术，公司着力打造财务中心，以对集团整体和子公司的资金需求精细化管理，做到各得所需，提升资金使用效率，抵御可能的系统性资金缺口风险。

图 38：瑞康医药财务中心



资料来源：公司公告，民生证券研究院整理

目前瑞康医药财务中心已形成了公司金融、结算、金融市场、创新四大业务板块，覆盖了融资、管理、投资、数据等多个方面。财务中心将使公司穿透式了解行业数据，有助于公司未来从业务需求导向转变为“产业+金融+科技”，通过数据指引业务发展。

五、医改进行时，公司向服务大医保的全国化第三方服务公司发展

2018年3月第十三届全国人民代表大会一次会议对国家医疗部门体系进行了调整，包括撤销卫计委和医改办，组建卫健委；撤销CFDA等，组建国家市场监督管理总局并下设国家药品监督管理局；组建国家医保局。其中医保局的成立意味着国家医疗改革进入深水区。

表 3：医保局成立前后定价、采购、支付等环节的变化

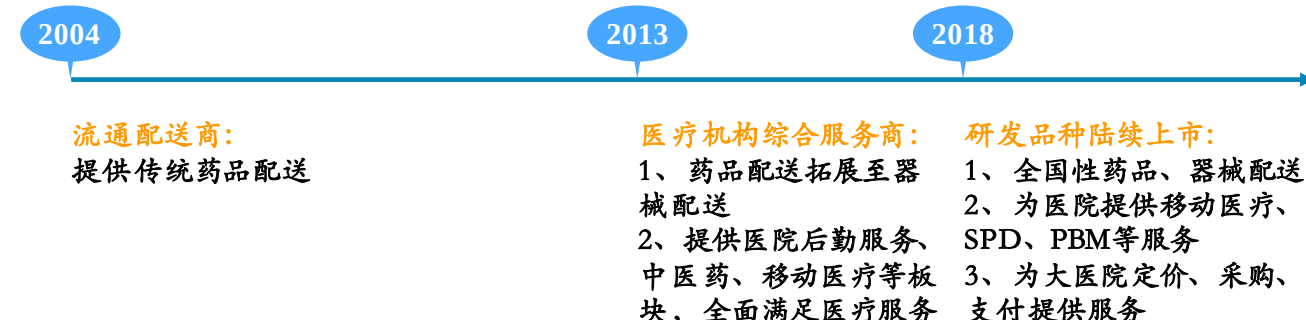
	医保局成立前	医保局成立后
主要区别	定价、采购权利分离，医保仅作为支付机构参与全业务链	定价、采购、支付权利合一
定价	发改委	医保局（制定药品和医疗服务价格）
采购	人社部管理医保，卫计委管理招标采购	医保局（制定药品和耗材的招采政策并监督实施）
支付	医保	医保局（实现“三保合一”、成为最大支付方；完善国家异地就医管理和费用结算平台；进一步完善按病种付费）

资料来源：民生证券研究院整理

医保局成立后将完成权利整合，实现“三保合一”，深度参与医疗定价、采购、支付等环节。在该环境中，可想而知医保局将引入更多产业链内机构，尤其是掌握数据的公司，为定价、采购、支付提供第三方服务。而流通企业作为上游和下游的沟通桥梁，留存有大量工业端和医院端的数据，其社会职能有望在行业改革中出现显著变化。传统的医药流通企业职能仅为配送和垫资。而随着改革的推进，流通企业将需能协助上下游拓展全面服务及推广等工作，具体职能拓展至推广和服务，其中服务又可细分为后勤、信息服务、学术服务和医事服务。以美国市场为例，三大流通商除基本的配送业务外，均在推广、服务等方面有深度延伸。

瑞康医药作为流通行业领军企业之一，在业务拓展方面本身具有得天独厚的优势。此次医疗改革展开，公司抓住机遇，依托此前已开始布局的信息数据化、全国化、综合化和学术化，走向成为服务大医保的全国化第三方服务公司之路。

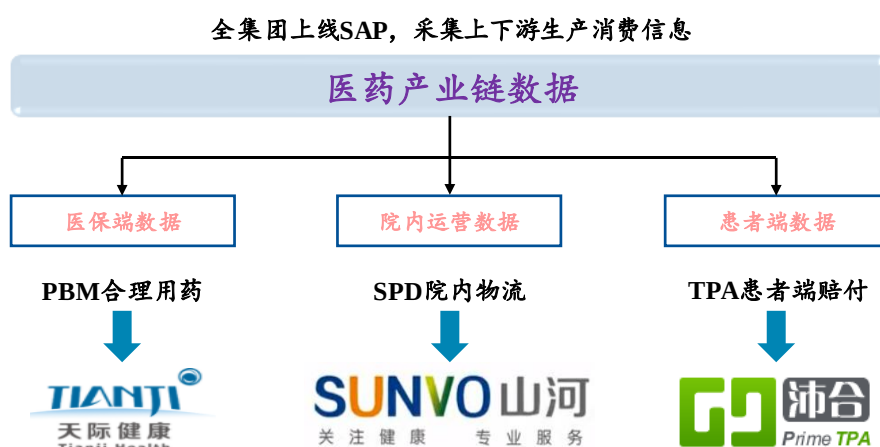
图 39：瑞康医药的转型之路



资料来源：公司公告，民生证券研究院整理

细分来看，瑞康医药上线 SAP 系统后在信息、数据化方面优势显著。目前公司和上下游已形成了内部到外部的信息闭环，有效采集从生产到医院使用端的全数据，为未来各端业务的发展做好了储备。

图 40：瑞康医药通过信息化向大医保全国性第三方服务公司发展



资料来源：公司公告，公司官网，民生证券研究院整理

同时，公司现已通过外延并购设置子公司，为公司在 PBM、SPD、TPA 等业务端的发展做好了储备。其中，以 1.3 亿元收购国内多家专业医疗软件公司整合而成的天际健康负责 PBM 业务（全流程医保审核）；2015 年以 1.2 亿元收购 80% 股权的沛合健康专注于 TPA 理赔外包服务；湖南山河医院管理服务股份有限公司则是瑞康主要的 SPD（院内物流精细化管理）第三方技术和运营服务商。此外，公司顺应分级诊疗和处方外流两大政策，积极布局高端、基层两大业务矩阵，客户由高端医疗机构延伸至基层医疗机构和连锁药店。公司的创新转型正在稳步推进。

六、盈利预测与投资建议

（一）核心假设

根据前文对行业和公司发展的分析，我们做出如下假设：

- 药品板块仍能维持增长，但增速逐步放缓，18~19 年增速分别为 25%、22%；
- 器械板块 18 年仍在查漏补缺，并购继续推进，板块增速较高，19 年起增速逐步平稳，预计 18~19 年增速，检验分别为 90%、50%，介入分别为 45%、40%，骨科分别为 200%、75%；
- 移动医疗随着公司转型的推进高速增长，18~19 年增速分别为 80%、70%；
- 其他业务基本稳定。

表 4：公司主营业务营收拆分预测（单位：百万元）

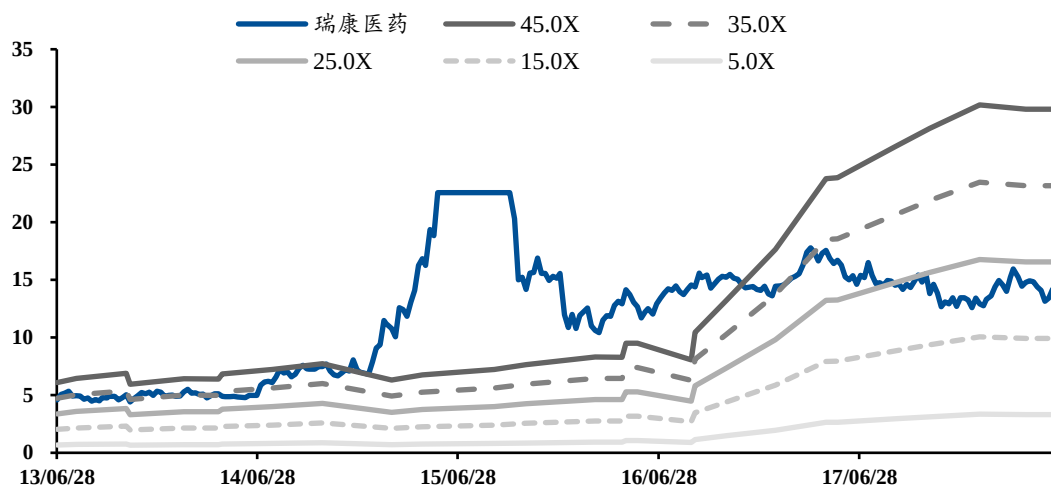
产品		2017	2018E	2019E	2020E
药品	营收	15891.10	19863.88	24233.93	28959.55
	增速		25.0%	22.0%	19.5%
	毛利率	12.4%	12.2%	12.0%	11.9%
器械	营收	7333.29	12727.19	18602.45	25898.41
	增速		73.6%	46.2%	39.2%
	毛利率	31.5%	32.6%	32.2%	32.0%
移动医疗	营收	32.92	59.25	100.72	141.01
	增速		80.0%	70.0%	40.0%
	毛利率	43.9%	44.3%	44.7%	45.0%
其他业务	营收	36.31	37.04	37.78	38.54
	增速		2.0%	2.0%	2.0%
	毛利率	12.3%	12.5%	12.5%	12.5%
总计	营收	23293.62	32687.36	42974.89	55037.51
	增速		40.3%	31.5%	28.1%
	毛利率	18.4%	20.2%	20.8%	21.4%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

（二）投资建议

公司近年来快速扩张，已基本完成全国渠道布局，且业务已从药品配送升级为药品器械并行。在器械两票制全国推广的环境中，公司有望利用自身省级平台公司的规模、资金、管理优势和对并购标的的严格选择，自小、散、乱的器械流通市场脱颖而出。运营方面，公司积极利用各管理系统和金融工具提高管理效率，降低财务成本；17 年上线的 SAP 实现了公司的精细化管理，助推平台化、数字化、科技化进程；而优质的底层资产和创新供应链金融方案一方面助力公司融资，另一方面协助改善经营现金流。长期来看，公司信息数据化建设已取得成效，为未来转型为服务大医保的全国性第三方服务公司打下基础。预计 18~20 年 EPS 分别为 0.88、1.16、1.51 元，对应 PE 分别为 15.7、12.0 和 9.2 倍。公司 18 年 PE 明显低于行业可比公司，且作为全国性器械流通企业，显著受益两票制推广后行业的集中度提升，理应享受估值溢价，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

图 41: 瑞康医药历史 PE Band



资料来源: Wind, 民生证券研究院

表 5: 瑞康医药及可比公司 PE

简称	代码	现价 6月26日	EPS			PE		
			2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
瑞康医药	002589	13.83	0.67	0.88	1.16	20.64	15.72	11.95
上海医药	601607	23.40	1.31	1.41	1.61	17.86	16.60	14.53
柳药股份	603368	33.19	2.17	1.98	2.46	15.29	16.76	13.49
九州通	600998	17.25	0.77	0.75	0.96	22.40	23.00	17.97
南京医药	600713	4.89	0.27	0.28	0.34	18.11	17.46	14.38

资料来源: Wind, 民生证券研究院

七、风险提示

业务整合不及预期；器械两票制推行进度不及预期；融资成本升高。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	23,294	32,687	42,975	55,038
营业成本	18,998	26,086	34,027	43,240
营业税金及附加	88	134	183	248
销售费用	1,505	2,216	3,021	4,023
管理费用	857	1,376	1,917	2,576
EBIT	1,845	2,875	3,827	4,951
财务费用	235	72	140	146
资产减值损失	(134)	35	43	47
投资收益	(1)	7	8	10
营业利润	1,810	2,775	3,652	4,768
营业外收支	0	7	6	5
利润总额	1,810	2,782	3,658	4,774
所得税	442	679	893	1,165
净利润	1,368	2,103	2,765	3,609
归属于母公司净利润	1,008	1,324	1,741	2,272
EBITDA	2,004	3,071	4,040	5,180

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	2019	1662	3062	6283
应收账款及票据	13087	18479	23738	29672
预付款项	1072	1904	2382	2811
存货	3980	4717	6339	7345
其他流动资产	130	130	130	130
流动资产合计	21079	27699	36750	47691
长期股权投资	7	7	7	7
固定资产	1398	1478	1534	1584
无形资产	122	175	191	201
非流动资产合计	5904	6402	6359	6280
资产合计	26983	34101	43109	53971
短期借款	3655	3655	3655	3655
应付账款及票据	6483	7282	9312	11596
其他流动负债	22	22	22	22
流动负债合计	15618	18976	24695	31723
长期借款	667	599	599	599
其他长期负债	1023	2823	3423	3723
非流动负债合计	1691	3423	4023	4323
负债合计	17309	22399	28717	36045
股本	1505	1505	1505	1505
少数股东权益	1868	2647	3672	5008
股东权益合计	9674	11702	14392	17925
负债和股东权益合计	26983	34101	43109	53971

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	49.1%	40.3%	31.5%	28.1%
EBIT 增长率	78.6%	55.8%	33.1%	29.4%
净利润增长率	70.7%	31.3%	31.5%	30.5%
盈利能力				
毛利率	18.4%	20.2%	20.8%	21.4%
净利润率	4.3%	4.0%	4.1%	4.1%
总资产收益率 ROA	3.7%	3.9%	4.0%	4.2%
净资产收益率 ROE	12.9%	14.6%	16.2%	17.6%
偿债能力				
流动比率	1.3	1.5	1.5	1.5
速动比率	1.1	1.2	1.2	1.3
现金比率	0.1	0.1	0.1	0.2
资产负债率	0.6	0.7	0.7	0.7
经营效率				
应收账款周转天数	157.9	195.0	190.0	185.0
存货周转天数	54.6	66.0	68.0	62.0
总资产周转率	1.1	1.1	1.1	1.1
每股指标 (元)				
每股收益	0.7	0.9	1.2	1.5
每股净资产	5.2	6.0	7.1	8.6
每股经营现金流	(1.6)	(0.8)	0.8	2.2
每股股利	0.1	0.1	0.1	0.1
估值分析				
PE	20.6	15.7	12.0	9.2
PB	2.7	2.3	1.9	1.6
EV/EBITDA	12.0	8.5	6.3	4.3
股息收益率	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1,368	2,103	2,765	3,609
折旧和摊销	25	231	256	276
营运资金变动	(4,051)	(3,553)	(1,976)	(739)
经营活动现金流	(2,422)	(1,130)	1,195	3,322
资本开支	379	687	163	144
投资	(472)	0	0	0
投资活动现金流	(773)	(680)	(155)	(133)
股权募资	315	0	0	0
债务募资	2,797	1,732	600	300
筹资活动现金流	2,956	1,454	360	33
现金净流量	(238)	(356)	1,400	3,221

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1: 瑞康医药发展历程	3
图 2: 瑞康医药股权结构与子公司	4
图 3: 瑞康医药广泛覆盖山东省内医疗机构	4
图 4: 瑞康医药在山东省内销售规模持续增长	4
图 5: 2013 年起器械业务收入占比提升	5
图 6: 器械业务毛利润占比提升拉高公司毛利率	5
图 7: 瑞康医药历年各业务营收及占公司营收比例	6
图 8: 瑞康医药历年山东省内外毛利润情况	6
图 9: 瑞康医药自 2015 年起推动全国覆盖	6
图 10: 瑞康医药历年营收	7
图 11: 瑞康医药历年归母净利润与扣非净利润	7
图 12: 2015 年后器械业务收入占比快速提升	7
图 13: 公司毛利率随着外延并购推进而提升	7
图 14: 2017 年瑞康医药器械板块各子板块营收占比	8
图 15: 2015 年至今检验和介入等板块收入加速增长	8
图 16: 瑞康医药的产业链一体化盈利模式 (以 IVD 业务为例)	8
图 17: 公司子公司营收持续增长	9
图 18: 公司子公司营业利润持续增长	9
图 19: 我国药品流通行业进入稳定发展阶段	9
图 20: 我国药品流通行业前三大商业公司市占率	9
图 21: 我国器械流通市场总销售规模	10
图 22: 我国器械经营企业数量远高于药品批发企业	10
图 23: 我国器械流通市场竞争格局	10
图 24: 两票制执行前后医药流通行业的变化	11
图 25: 高值耗材两票制全国各省份执行情况 (截止 2018 年 6 月 27 日)	12
图 26: 我国器械经营企业数量增速放缓	12
图 27: 瑞康医药省级平台+事业部的网状管理结构	13
图 28: 瑞康医药五位一体的并购机制	14
图 29: 瑞康医药的并购标的选择标准	15
图 30: 部分医药流通企业的并购 PE 比较	15
图 31: 瑞康医药并购支付流程	16
图 32: 瑞康医药 SAP 模块全览	17
图 33: 瑞康医药七大干线配送中心和全国网络渠道	18
图 34: 2015 年起瑞康医药应收账款加速放大	19
图 35: 2015 年起瑞康医药经营现金流承压	19
图 36: 2018 年一季度主要医药流通企业资产负债率	20
图 37: 瑞康医药供应链金融创新方案	21
图 38: 瑞康医药财务中心	21
图 39: 瑞康医药的转型之路	23
图 40: 瑞康医药通过信息化向大医保全国性第三方服务公司发展	23
图 41: 瑞康医药历史 PE Band	25

表格目录

表 1: 器械两票制正逐步推行	11
表 2: 瑞康医药传统融资渠道	20
表 3: 医保局成立前后定价、采购、支付等环节的变化	22
表 4: 公司主营业务营收拆分预测 (单位: 百万元)	24
表 5: 瑞康医药及可比公司 PE	25

分析师与研究助理简介

肖汉山，分析师，毕业于中国科学院遗传与发育生物学研究所，先后就职于华泰证券、天风证券，2017年7月加入民生证券。

袁中平，研究助理，香港理工大学化学学士，新加坡国立大学化学硕士，新加坡管理大学金融硕士，2017年11月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司(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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。