

评级：买入(维持)

市场价格：13.17

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

基本状况

总股本(百万股)	1505
流通股本(百万股)	1176
市价(元)	13.17
市值(亿元)	198
流通市值(亿元)	15

股价与行业-市场走势对比
相关报告

- 1 全国网络布局提速，打造新型商业平台 20170209
- 2 切入药品推广新业务，资本充裕保障持续发展 20170704
- 3 业绩保持高增长，全国性商业网络建设更进一步 20170827
- 4 奠定全国性的商业公司，2018 增长动能不减 20180406

公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	15618.67	23293.62	31568.54	40372.39	50627.35
增长率 yoy%	60.19%	49.14%	35.52%	27.89%	25.40%
净利润	590.76	1008.21	1307.26	1655.73	2077.13
增长率 yoy%	150.39%	70.66%	29.66%	26.66%	25.45%
每股收益(元)	0.39	0.67	0.87	1.10	1.38
每股现金流量	-1.17	-1.61	-1.12	-0.76	-0.84
净资产收益率	8.59%	12.92%	14.34%	15.38%	16.17%
P/E	34.03	19.94	15.38	12.14	9.68
PEG	0.23	0.28	0.52	0.46	0.38
P/B	2.92	2.58	2.21	1.87	1.56

备注：

投资要点

- **核心观点：**公司已由地方型逐渐发展为全国性商业公司，由药品配送发展为药品、器械配送和专业化终端服务一体的综合性医药服务商，公司特色经营成长空间大。2018 年公司整合工作开启，在信息化管理和集中采购端正取得突破，加强应收应付管控，增加金融工具的使用，经营性现金流有望逐步改善。到 2020 年前，公司有望实现 500 亿收入和 20 亿利润，低估值高成长，有望成长为特色经营的全国商业龙头。
- **医疗器械流通市场广阔蓝海，政策推动下集中度正迎来快速提升。**2017 年国内器械市场规模超 4000 亿、行业增速达 19%比药品增速高一倍，流通端毛利率整体远高于药品；行业集中度高度分散，第一名占有率仅 8%，新版 GSP 和营改增已使得不合规流通商快速退出，器械“两票制”趋势下，行业龙头市占率有望进一步快速提升。
- **器械业务综合竞争力位列行业前茅，有望引领公司持续快速成长。**通过全国快速扩张，公司已成为少数拥有全国销售网络的龙头企业，2018 年器械收入有望突破 110 亿，排名行业前 3；经营覆盖大多数器械子领域，已在 IVD、介入领域形成了较强的市场地位，专业化推广和终端服务能力强；收购后“合伙人制”+“省平台+事业部”的发展模式下，公司将深度受益于器械“两票制”的推行，市场份额有望快速提升；中长期有望向器械的行业上下游进军，打开公司的长期成长空间。
- **整合工作开启，在信息化管理和集中采购端正取得突破。**2018 是公司扩张战略的收官之年，整合工作已经开启；SAP 系统有望于 9 月份前实现全公司上线，形成瑞康的“数字化董事会”；总部可实现对全部购销活动的信息流、物流、资金流等全程动态掌握，有望大幅公司提管理水平和效率；公司正逐渐整合内部采购资源，通过向扩大上游向集采比例，经营毛利率有望稳步提升。
- **二季度经营性现金流有望大幅改善，随购销规模的扩大，经营性现金流后续有望获得持续边际改善。**2018 年 1 季度公司经营现金流表现不佳，公司正加强对应收和应付管理、增加金融工具的使用（ABS 和承兑汇票、包括供应链金融创新），通过以上措施，我们认为公司经营现金流有望逐渐获得改善。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计 2018-2020 年公司的每股收益分别为 0.87 元、1.10 元和 1.38 元，我们给予公司 2018 年 20-25 倍的 PE，对应目标区间 17.4-21.8 元，维持“买入”评级。
- **风险提示事件：**收购整合工作不达预期，器械受行业政策影响降价风险；器械“两票制”进展不达预期；融资环境大幅收紧的风险。

内容目录

优秀民营地方龙头，快速成长为全国性商业公司.....	- 4 -
快速成为为全国性商业公司，经营业绩持续向好.....	- 4 -
大力发展器械业务，建成配送和推广服务一体的全国商业网络.....	- 5 -
公司治理结构良好，引入知名投资机构长期成长价值凸显.....	- 6 -
医疗器械流通市场广阔蓝海，瑞康正快速向行业龙头迈进.....	- 7 -
国内医疗器械流通行业在成长空间、整合空间等方面拥有广阔发展机遇.....	- 7 -
器械流通整合的先行者，IVD 和介入业务线崭露头角.....	- 10 -
器械业务快速向行业龙头迈进，器械平台的长期价值大.....	- 11 -
信息化加快内部整合，良好资金保障助力公司持续快速成长.....	- 13 -
合伙人文化的并购模式，并购公司低溢价高成长，商誉减值风险低.....	- 13 -
全面上线 SAP 系统，内部整合有望加快，实现数字化管理.....	- 14 -
良好资金保障支持持续快速成长，经营性现金流有望改善.....	- 14 -
盈利预测与投资建议.....	- 17 -
盈利预测.....	- 17 -
投资建议.....	- 17 -
风险提示.....	- 18 -

图表目录

图表 1: 瑞康医药发展大事记.....	- 4 -
图表 2: 瑞康医药的主要业务板块介绍.....	- 4 -
图表 3: 瑞康医药 2011-2017 营业收入情况.....	- 5 -
图表 4: 瑞康医药 2011-2017 归母净利润情况.....	- 5 -
图表 5: 瑞康医药分类别收入.....	- 5 -
图表 6: 瑞康医药分地区收入结构.....	- 5 -
图表 7: 瑞康医药配送推广服务一体的业务模式.....	- 6 -
图表 8: 瑞康医药的盈利能力持续提升.....	- 6 -
图表 9: 瑞康医药 2017 药品和器械毛利率情况.....	- 6 -
图表 10: 瑞康医药股权结构示意图.....	- 7 -
图表 11: 国内医疗器械市场持续保持高速增长.....	- 7 -
图表 12: 国内医疗器械相对药品的消费水平远低于国外.....	- 8 -
图表 13: 国内医疗器械市场的分解及医用器械市场的各领域占比情况.....	- 8 -
图表 14: 医用器械市场主要领域流通段的规模、增速和毛利情况.....	- 8 -
图表 15: 促进器械流通行业整合的主要外部推动因素.....	- 9 -
图表 16: 2016 年以来国家和地方对医疗器械流通所出台的指导和管理文件.....	- 9 -
图表 17: 到 2017 年公司已完成器械业务的 31 省份网络布局.....	- 10 -
图表 18: 瑞康医药“省平台+事业部”的全国销售网络.....	- 11 -

图表 19: 2016-2017 年公司器械主要业务线的增长情况 (亿元)	- 11 -
图表 20: 2017 年公司器械主要业务线收入占比	- 11 -
图表 21: 公司 2017 器械业务收入与行业龙头比较	- 12 -
图表 22: 公司 2018-2019 器械业务收入预测	- 12 -
图表 23: 器械平台中长期布局上游、介入下游的发展模式	- 12 -
图表 24: 2016-2017 实际发生商誉减值的公司情况 (万元)	- 13 -
图表 25: 瑞康医药的特色并购模式	- 13 -
图表 26: 瑞康医药 SAP 企业管理系统示意图	- 14 -
图表 27: 2018Q1 瑞康医药与同行的资产负债率比较情况	- 15 -
图表 28: 瑞康医药 2017-2018 的新类型融资情况	- 15 -
图表 29: 瑞康医药 2017 年核心营运数据	- 16 -
图表 30: 瑞康医药分业务预测收入和毛利情况	- 17 -
图表 31: 瑞康医药财务预测模型	- 18 -

优秀民营地方龙头，快速成长为全国性商业公司

快速成为为全国性商业公司，经营业绩持续向好

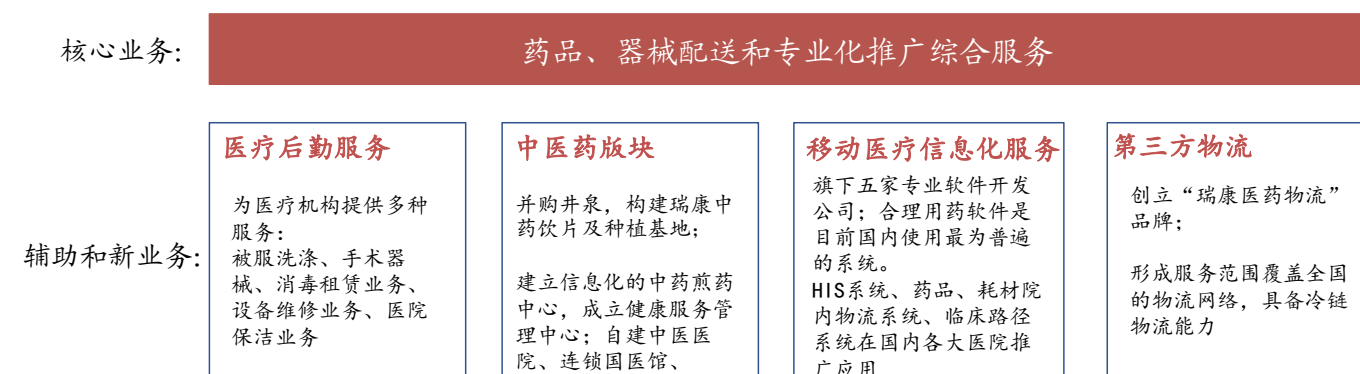
- **由山东走向全国，发展成为医药综合性服务商。**瑞康医药于 2004 年在山东烟台成立，起初在当地以药品配送起家，早期抓住基药配送的机遇快速成为山东地区的实力医药流通企业。公司 2011 年上市登陆深圳中小板，上市后不断丰富在省内分销网络并逐渐加大在医疗器械领域的业务布局，到 2014 已经成为省内最大的医药商业公司；在药品和器械两票制的发展机遇下，公司 2015 年起向全国进军，到 2017 年底全国 31 省份的省级平台已初步搭建完成，在全国 300 余城市都拥有销售网点，省外收入占比近 40%。瑞康医药现已逐渐发展成为以药品、器械配送和专业化推广终端服务一体为主营，以医院后勤、移动医疗、中医药板块和第三方物流为辅的全国性综合医疗服务商。

图表 1：瑞康医药发展大事记



来源：中泰证券研究所

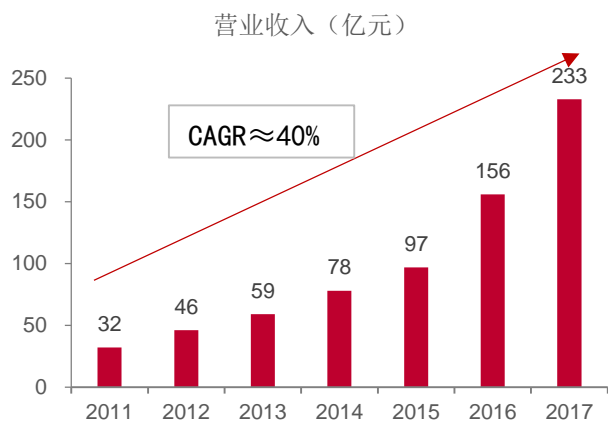
图表 2：瑞康医药的主要业务板块介绍



来源：中泰证券研究所

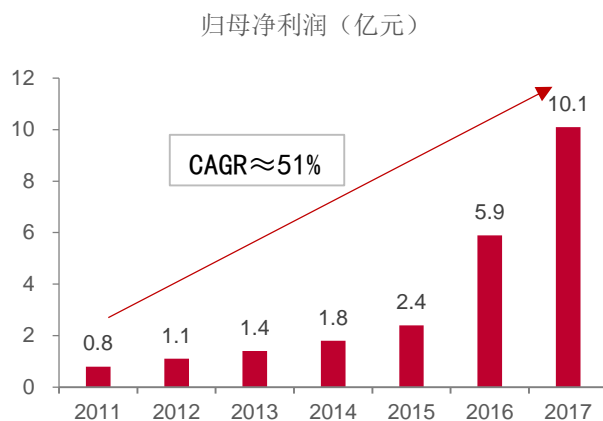
- **公司经营业绩持续快速增长，创造瑞康速度。**2017 年公司实现营业收入 233 亿元，归母净利润 10.1 亿元；2011 年公司上市以来到 2017 年底的 7 年间，公司收入和归母净利润分别实现了 7.3 倍和 12.6 倍的增长，对应复合增速分别为 40%和 51%，上市 7 年间，公司在全国医药商业百强的排名由 28 位上升至第 11 位，在医药流通行业内创造了“瑞康速度”。

图表 3: 瑞康医药 2011-2017 营业收入情况



来源: 中泰证券研究所, WIND

图表 4: 瑞康医药 2011-2017 归母净利润情况

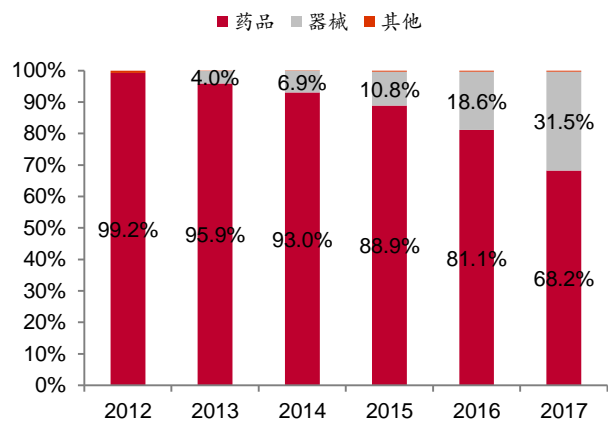


来源: 中泰证券研究所, WIND

大力发展器械业务, 建成配送和推广服务一体的全国商业网络

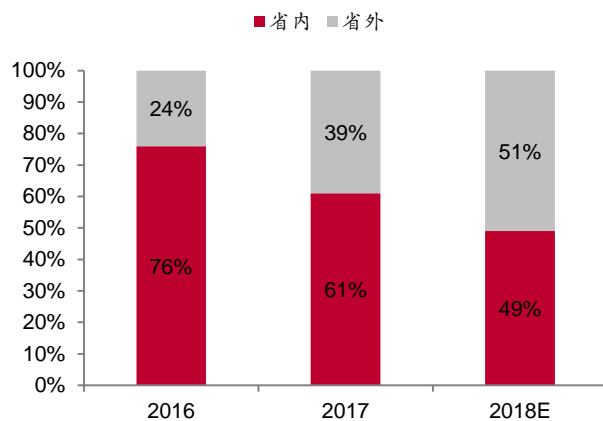
- 公司收入结构持续优化, 器械收入占比稳步提升, 省外收入即将超过省内。早在上市之初, 公司就制定了大力发展医疗器械业务和建立全国商业网络的长期发展战略, 上市后公司的战略执行稳步推进, 并于 2015 年后大幅提速。其中器械业务的占比也由 2013 年的 4% 上升为 2017 年的 31.5%, 2017 年省外收购的公司将在 2018 全年并表, 且各省份基数小增长潜力大于省内, 我们预计 2018 年公司省外收入有望占比有望超过 50%, 成为名副其实的全国性医药商业公司。

图表 5: 瑞康医药分类别收入



来源: 中泰证券研究所, 公司年报

图表 6: 瑞康医药分地区收入结构



来源: 中泰证券研究所, 公司年报

- 产品配送和推广服务一体的分销网络, 盈利能力正稳步提升。与多数医药商业公司单纯产品配送的业务模式有所不同, 公司逐渐形成了产品配送和推广服务相结合的综合业务模式, 除将药品、器械配送至医疗终端外, 公司成立有处方药推广团队以及器械终端服务团队, 通过学术推广和终端技术支持 (器械) 可以帮助工业企业实现更好的终端销售, 增加了上游对瑞康的依赖程度。在公司完成全国商业网络布局后, 这一平台价值进一步凸显, 例如对于器械销售而言, 国内少有全国性的第三方推广服务机构, 当公司的网络进一步丰富成熟后, 上游的新产品有望借助于瑞康的平台实现快速市场导入和销售放量。得益于公司拥有较高比重

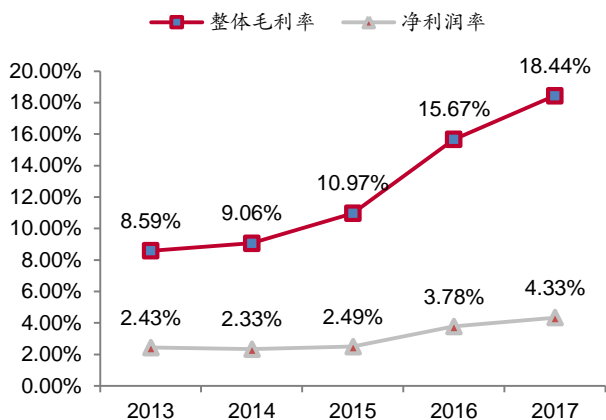
的终端推广综合服务,2017 公司药品和器械销售的毛利率分别为 12.4% 和 31.5%, 两者均位列上市公司同行前茅。进入 2017 年以来公司扣除两项费用率后的利润率达到 7%以上, 归母净利润率达到 4%的水平。

图表 7: 瑞康医药配送推广服务一体的业务模式



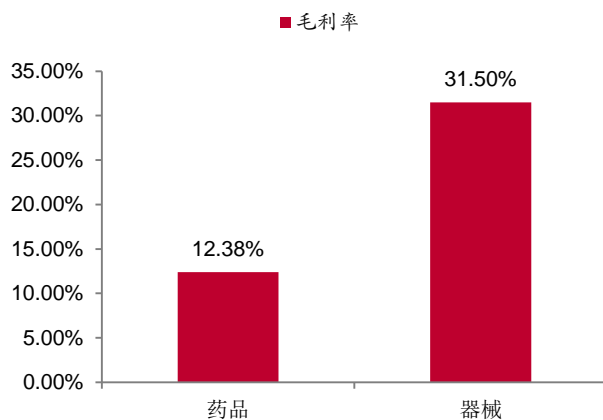
来源: 中泰证券研究所

图表 8: 瑞康医药的盈利能力持续提升



来源: 中泰证券研究所, 公司年报

图表 9: 瑞康医药 2017 药品和器械毛利率情况

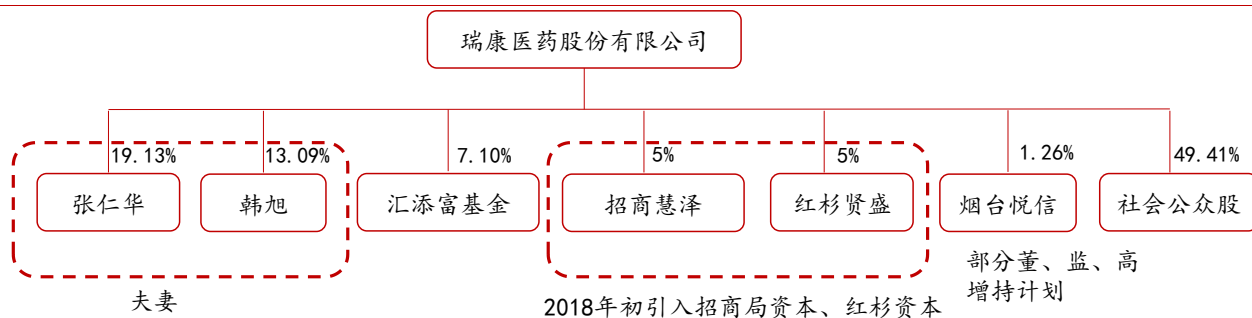


来源: 中泰证券研究所, 公司年报

公司治理结构良好, 引入知名投资机构长期成长价值凸显

- 大股东高持股比例, 引入知名长期战略投资机构, 部分董监高已完成较大规模增持。**瑞康医药由总经理张仁华女士和董事长韩旭先生共同创立, 现合计持股比例约为 32.2%。2018 年初公司先后引入招商局资本和红杉资本两大知名投资机构成为公司的长期战略投资者, 其中实际控制人张仁华女士将 5%的总股本股份转让与招商局资本旗下基金招商慧泽, 同时签署协议招商惠泽和韩旭、张仁华夫妇成为一致行动人; 汇添富基金与红杉资本旗下基金红杉贤盛签署协议将其定增到期解禁中占 5%的总股本股份转让给后者, 目前这一转让正在进行过程中, 引入两大知名战略投资机构, 一方面显示了其对瑞康成长价值的认可, 同时也有助于公司治理的进一步优化。2017 年 12 月底, 公司部分董监高发起成立烟台悦信投资中心(有限合伙), 并由烟台悦信在二级市场陆续增持公司股份, 现持股比例已达到总股本 1.4%, 增持金额约 2.8 亿元, 显示了其对公司发展的好信心。

图表 10: 瑞康医药股权结构示意图



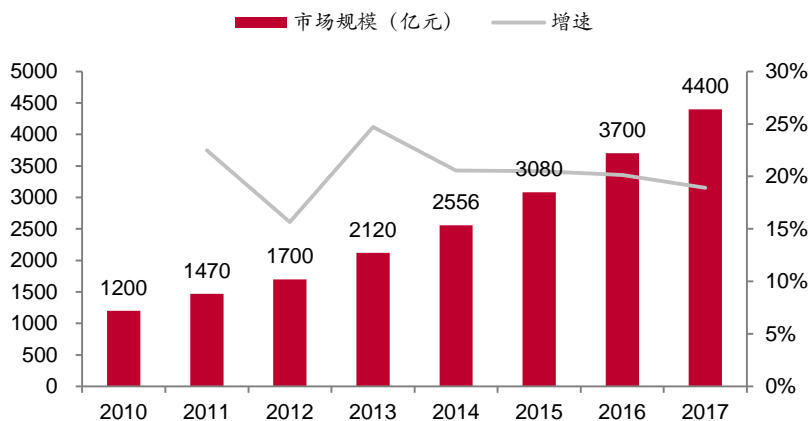
来源：中泰证券研究所，红杉贤盛部分的股权转让进行中，还没有完成

医疗器械流通市场广阔蓝海，瑞康正快速向行业龙头迈进

国内医疗器械流通行业在成长空间、整合空间等方面拥有广阔发展机遇

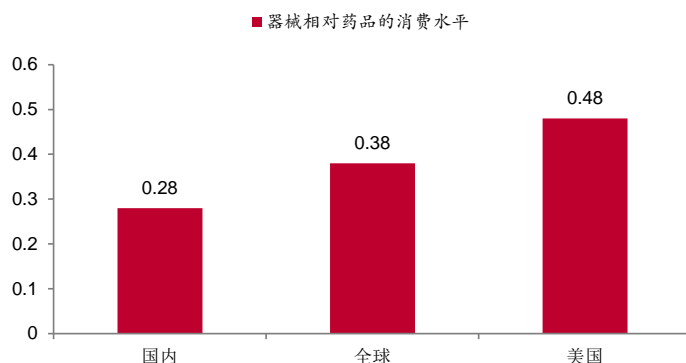
- 国内医疗器械市场持续保持高速增长，长期成长空间广阔。2017 年国内器械市场规模约 4400 亿元，自 2010 年以来实现了 20.4% 的年化复合增；2017 年国内医疗器械市场的同比增速约为 19%，比药品增速高一倍。根据南方所数据国内药品的市场规模约为 16000 亿，以此测算国内医疗器械和药品的消费比例约为 0.28: 1；较大幅度低于 0.38: 1 的世界平均水平，更是远低于美国 0.48: 1 的水平（参考 Evaluate 数据）；我们认为随居民消费升级和医保支付水平提高，国内医疗器械市场成长空间广阔。

图表 11: 国内医疗器械市场持续保持高速增长



来源：中泰证券研究所，中国医疗器械行业发展蓝皮书

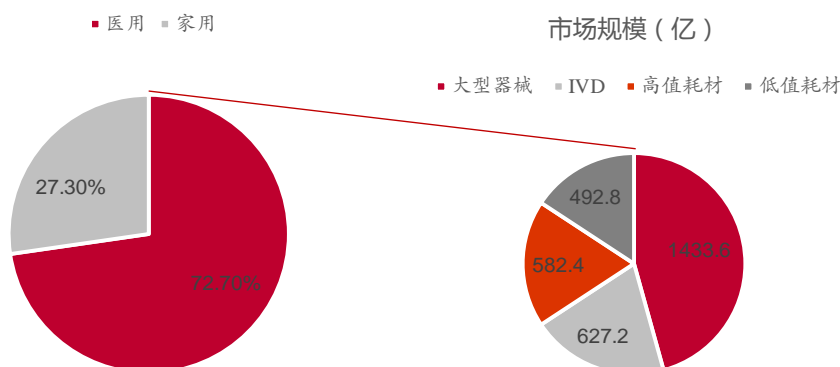
图表 12: 国内医疗器械相对药品的消费水平远低于国外



来源：中泰证券研究所, Evaluate, IQVIA

- **医用器械市场是医疗器械市场的主体，IVD 和高值耗材的市场规模大、毛利水平高，增长速度快。**在整个 4400 亿的市场规模中，其中医用医疗器械市场约为 3200 亿，占比为 72.7%，其余 1200 亿为家用医疗器械市场。医用器械市场主要分为四类，其中大型器械占比最高，约为 1430 亿，IVD、高值耗材和低值耗材市场规模分别为 582 亿和 627 亿元和 492 亿元，其中 IVD 和高值耗材两类的增长较快，行业增速在 20% 左右，同时毛利率较高在 30% 上下，较高的高毛率是由于两类产品在销售和使用过程中需要较多的专业服务（使用培训、手术跟台和日常设备维护等）。

图表 13: 国内医疗器械市场的分解及医用器械市场的各领域占比情况



来源：中泰证券研究所，中国医疗器械行业发展蓝皮书

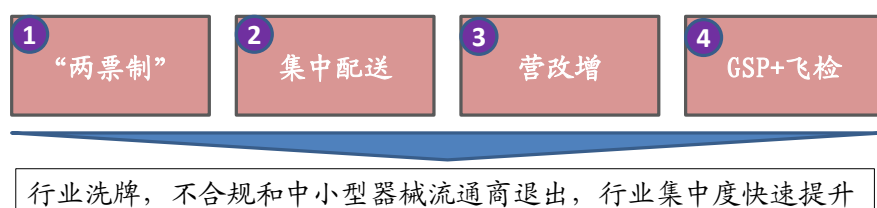
图表 14: 医用器械市场主要领域流通段的规模、增速和毛利情况

	IVD	高值耗材	低值耗材	医疗设备
市场规模 (亿元)	627	582	492	1433
增长速度	20%	20%	15%	15%
主要销售模式	经销+终端服务	经销+终端服务	单纯配送	厂家直销+经销
渠道商毛利率	20-40%	30-40%	5-10%	10-20%

来源：中泰证券研究所，中国医疗器械行业发展蓝皮书

■ **政策收紧推动医疗器械流通行业向规模化发展，器械“两票制”趋势下行业集中度有望加速提升。**2016年国内器械流通市场规模约3700亿，CFDA统计当年国内拥有器械商业公司约18.6万家，按此计算平均每家企业销售规模只有约200万元；国内大多数医疗器械商业公司都是中小型企业，行业格局高度分散，小、散、乱是行业的整体特点。为推动行业向规模化、正规化和专业化方向发展，行业重磅政策新版器械GSP和营改增近年已相继施行，不合规和不规范的器械流通商正在快速退出；而目前器械“两票制”和集中配送政策也已在多地开始试点，我们认为随着药品“两票制”将于年底在全国范围大多数地区完成过渡，器械“两票制”的全国推开也将逐渐提上日程，多种政策的推动下，未来2-3年行业集中度有望大幅提升，行业龙头的市占率也将快速上升。

图表 15: 促进器械流通行业整合的主要外部推动因素



来源：中泰证券研究所

图表 16: 2016 年以来国家和地方对医疗器械流通所出台的指导和管理工作文件

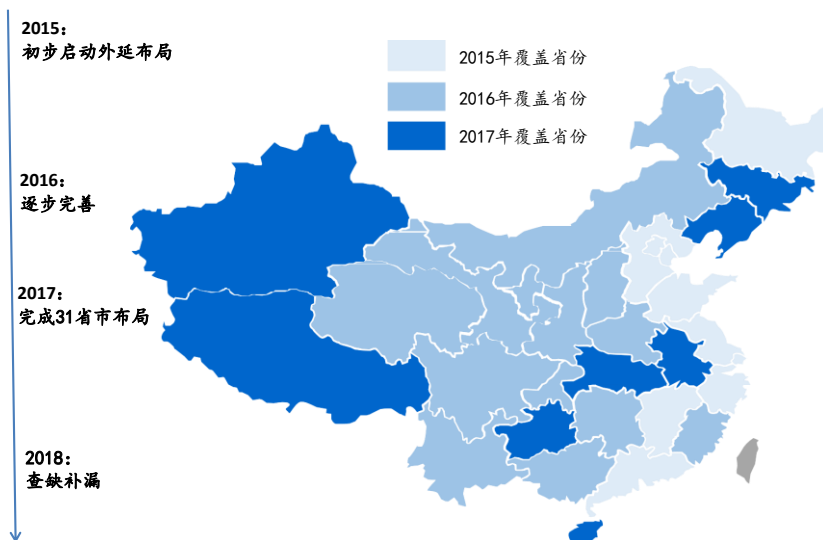
省市	文件	发布时间	执行时间	主要内容
国家	《2016年纠正医药购销和医疗服务中不正之风专项治理工作要点》	2016.7		要求在综合医改试点省和城市公立医院综合改革试点地区的药品、耗材采购中实行“两票制”
国家	《关于印发医用耗材专项整治活动方案的通知》	2017.8		对全国医用耗材生产、流通企业，各级医疗机构开展专项整治，重点内容包括查处非法使用发票、过票、走票、倒票等问题、强化对高值医用耗材特别是植入类医用耗材的价格监管
国家	《关于巩固破除以药补医成果持续深化公立医院综合改革的意见》	2018.3.20		持续深化药品耗材领域改革，实行高值医用耗材分类集中采购，逐步推行高值医用耗材购销“两票制”
河北	《河北省（部分地区）与三明市药品及医用耗材和检验试剂联合限价采购协议》	2016.6.30	2016.6.30	与三明市医改办决定实行跨区域联合限价采购，河北省6个医改试点城市和28个医改示范创建县全部加入限价联盟。
广东	《广东省促进医药产业健康发展实施方案》	2016.9.14	2017.1.1	自2017年起，稳步推行生产企业到流通企业、流通企业到医疗机构“两票制”和药品耗材采购院长负责制。
陕西	《关于提高城市公立医院药品和医用耗材配送集中度的通知》	2017.1.9	2017.1.1	三级医疗机构药品、医用耗材配送企业分别不超过15家；二级医疗机构药品、医用耗材配送企业分别不超过5家、15家。鼓励生产企业直接为城市公立医院医疗机构配送药品耗材，不计入配送企业数量。
辽宁	《辽宁省医疗机构医用耗材和检验检测试剂阳光采购实施方案》	2017.2.20	2017.2.20	推行医用耗材和检验检测试剂配送“两票制”，取全国各省现行采购价的最低价作为限价，实行直接挂网、限价采购。
山西	《2017年全省卫生计生工作要点》	2017.2.28		扩大高值耗材和体外诊断试剂限价采购范围，实行药品、耗材采购“两票制”。
山东	《2017年全省卫生计生工作要点》	2017.3.16		规范高值医用耗材网上采购，协调推进“两票制”落实；拓展网上公开采购类别，逐步将低值耗材、体外诊断试剂纳入平台开展阳光挂网采购。
黑龙江	《关于深入推进同级医疗机构检验结果互认实行检验检测试剂采购两票制的通知》	2017.3.22	2017.4.30	首批检验结果互认118家试点医疗卫生机构要率先实行检验检测试剂采购两票制。（仅IVD试剂两票制）
天津	《天津市深化医药卫生体制改革2017年重点工作任务》	2017.8.3		1) 探索实行一个部门统筹管理药品和耗材的集中采购、价格谈判和医保支付工作；2) 探索医疗卫生机构与生产企业直接结算药品和耗材货款、生产企业与配送企业结算配送费用的“一票制”。
福建	《福建省药品联合限价阳光采购药品供应履约管理办法》	2017.8.18		1) 要求全省二级及二级以上各类医保定点公立医疗机构使用的高值医用耗材，实行联合采购且必须通过省级平台采购。2) 一个生产企业在同一片区只能指定一家配送企业配送本企业挂网高值医用耗材。
湖南	《湖南省公立医疗机构高值医用耗材阳光挂网采购实施方案》	2017.10.27		1) 高值医用耗材产品通过省采购平台集中挂网，医疗机构通过省采购平台阳光采购；2) 鼓励医疗机构单独或联合带量采购。
安徽	《安徽省公立医疗机构医用耗材采购“两票制”实施意见（试行）》	2017.11.21	2017.12.1	实施医用耗材“两票制”的类别范围包括：血管介入类、非血管介入类、骨科植入、神经外科、电生理类、起搏器类、体外循环及血液净化、眼科材料、口腔科、其他等十大类高值医用耗材。
湖北	《关于建立高值耗材阳光采购省市联动管理机制实施方案的通知》	2017.12.11		1) 依托武汉市高值耗材集中采购系统建设省市联动采购系统，并以武汉市高值耗材集中采购目录为基础，制定省市联动高值耗材采购目录；2) 鼓励各地在省市联动的基础上开展带量采购工作。
内蒙古	《2018年全区药政工作要点》	2018.3.22		1) 按照国家部署，启动高值医用耗材“两票制”试点工作；2) 选择部分价格高、用量大的高值医用耗材开展联合谈判采购，推进耗材采购价格联动
江西	《2018年全省药政工作要点》	2018.4.4		鼓励有条件的地区推行高值医用耗材购销“两票制”

来源：中泰证券研究所，各级政府部门网站

器械流通整合的先行者，IVD 和介入业务线崭露头角

- **复制“山东模式”，全国器械销售网络布局完成。** 瑞康的器械业务发展采取了两步走的发展战略，首先立足省内，而后布局全国。2012年起公司开始在省内探索医疗器械的经营，并先后拓展了包括 IVD、介入、骨科等十余条业务线，每条业务线在省内均由上市公司 100% 控股，经过平均 2 年左右的积累，各业务线的经营已初具规模且积累了较丰富的运营经验。以两票制的推行为契机，2015 年后公司开始向省外扩张，主要以省内每条业务线为独立事业部在山东外各省收购相同业务类型的潜力公司，并共同在各省搭建独立的配送平台；2016 年公司顺利完成大规模再融资，对外扩张大幅提速，到 2017 年底公司已在全国 31 省份收购了约 200 家的药品、器械经销商和配送商，在全国范围内与 4 万多家下游终端客户开展业务，打造出“省平台+事业部”纵横两轴的商业网络，实现了“山东模式”在全国的复制。到 2017 年底，公司全国器械销售网络已基本布局完成，是国内少有配送和推广服务一体的商业网络；2018 年器械板块对收购将以查缺补漏的工作为主，即完善业务网络及产品线布局。

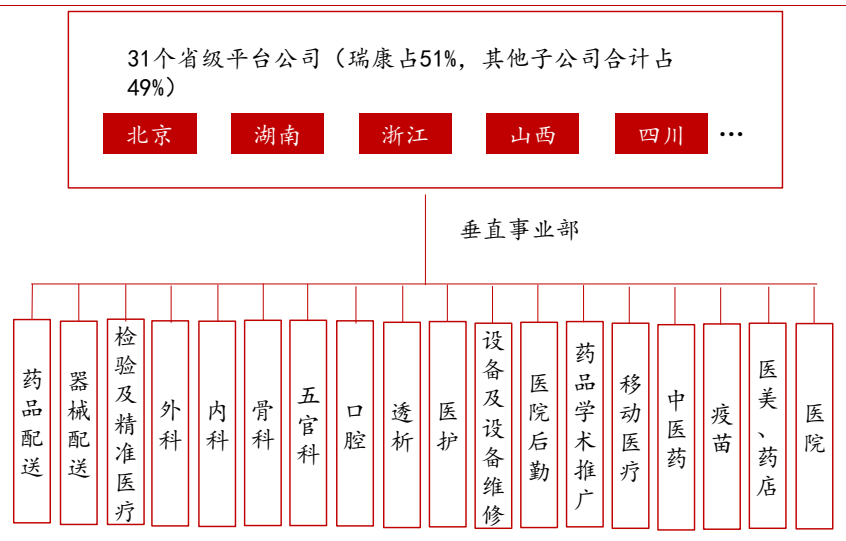
图表 17：到 2017 年公司已完成器械业务的 31 省份网络布局



来源：中泰证券研究所，公司年报

- **“省平台+事业部”的发展模式有望抓住器械“两票制”下的新机遇。** 在器械“两票制”和集中配送的发展趋势下，瑞康因地制宜打造了“省平台+事业部”的经营模式。平台公司一方面完成与上游工业企业结算，另一方面完成与医疗机构物流配送，可对医疗机构直接一次开票销售，各业务线的销售子公司则集中精力负责产品的推广和售中、售后服务。通过这一经营模式，平台公司的收入规模快速扩大，容易满足两票制和医院集中配送的要求；此外过去销售子公司通常需要从上一级代理商采购，而将来销售子公司和平台公司整体作为当地的一级商采购毛利空间有望提升；而另一方面，未能快速转型的中小型的器械代理商将无法适应新环境的要求，公司在当地的占有率有望快速提升。

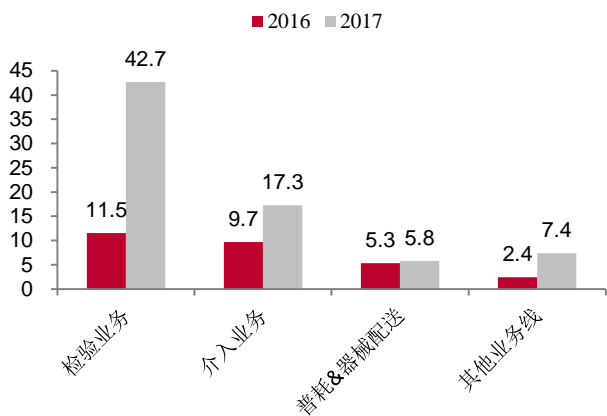
图表 18: 瑞康医药“省平台+事业部”的全国销售网络



来源: 中泰证券研究所

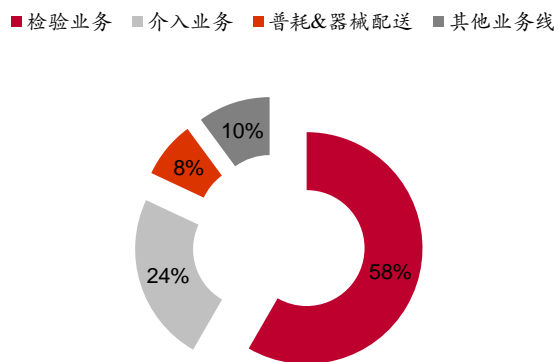
- **IVD 和介入业务已经建立较高的产业地位。**目前公司代理的国内外知名企业产品线涵盖了医疗机构临床的全面需求,覆盖全线科室的技术服务。器械板块中 IVD 业务线业绩表现靓丽,2017 年实现收入 42.7 亿,同比增长 271%;根据公司 2018 年 6 月投资者交流披露信息,公司 IVD 业务有 52 家合作公司,覆盖 30 个省,产品超过 10000 品规,服务客户超 5000 家,2018 年争取实现税前销售额 80 亿元。同时公司介入线也迅速发力 2017 年收入达 17.3 亿元,成为公司第二个拥有强竞争力的业务线。

图表 19: 2016-2017 年公司器械主要业务线的增长情况 (亿元)



来源: 中泰证券研究所, 公司年报

图表 20: 2017 年公司器械主要业务线收入占比



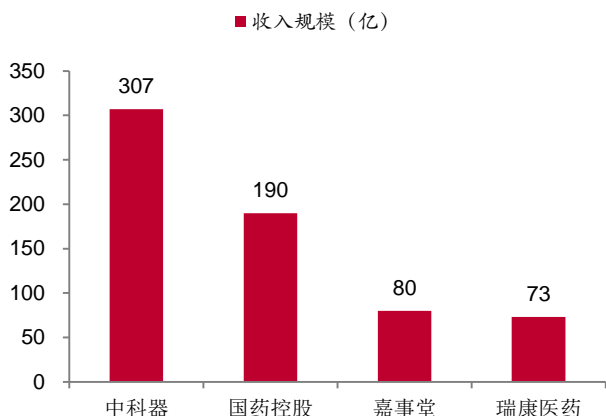
来源: 中泰证券研究所, 公司年报

器械业务快速向行业龙头迈进, 器械平台的长期价值大

- **器械收入规模 2018 年有望进入行业三甲。**2017 年公司器械收入 73.3 亿元,收入规模在瑞康之前的几家公司分别为中科器、国药控股、上海医药和嘉事堂;由于 2017 年公司器械业务高速扩张,被收购的器械子公司平均并表时间只有半年上下,同时公司器械业务内生增速一般不低于 25%,故我们预计公司 2018 年器械收入有望突破 110 亿元,届时公司的器械收入有望排名行业第三。尽管收入规模与国药器械和国药控股

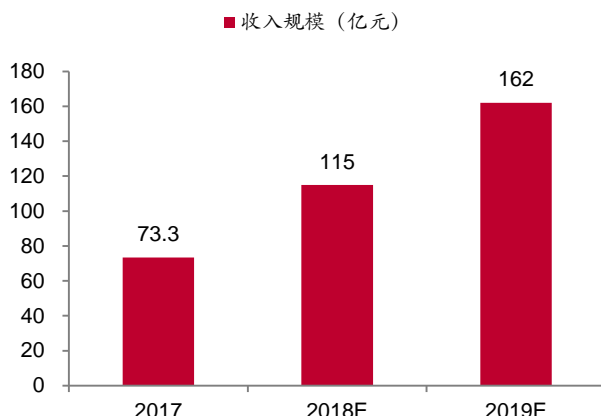
仍有一定距离，但经营模式有所不同，公司主要聚焦高值耗材和 IVD 业务，且业务形式是配送和终端综合服务一体，从客户粘性和业务毛利率角度看竞争力显著高于同行。

图表 21: 公司 2017 器械业务收入与行业龙头比较



来源: 中泰证券研究所, 国药控股和嘉事堂收入为测算值

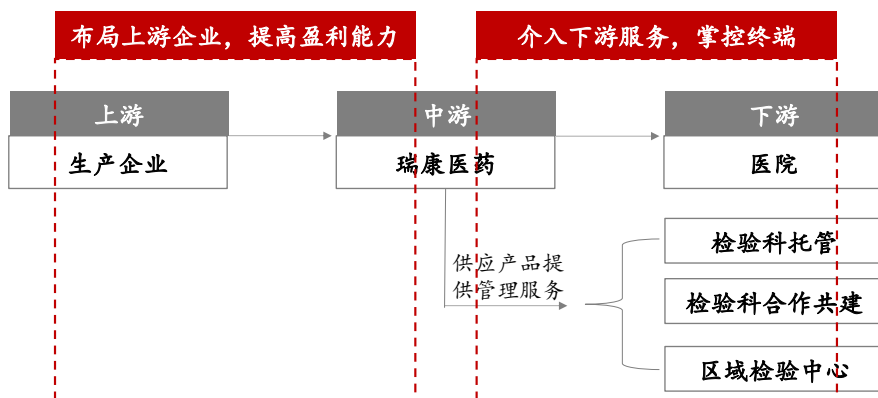
图表 22: 公司 2018-2019 器械业务收入预测



来源: 中泰证券研究所

- 器械平台的成长空间大，中长期可向产业上下游进军。**医药商业公司是典型的中游行业，规模化经营对商业公司的长期发展至关重要。当达到一定市场占有率后，商业公司与上游工业企业的采购议价和与下游医疗机构的回款周期都有一定的改善空间。故在完成了“省平台+事业部”全国网络的搭建之后，扩大细分领域的销售规模是公司的当前要务。目前公司在 IVD 领域经营已经形成一定规模，规模化效应在部分省份已经良好体现，例如在对上游公司付款周期和方式、和大规模采购返利方面都有良好贡献。**中长期看，当器械平台在细分领域的市占率进一步提升后，布局上游、介入下游将是公司的终极发展路径。**仍以 IVD 领域为例，公司可以在上游布局分子基因诊断等新型产品，通过自身渠道有望实现快速放量；同时对于下游，在分级诊疗和第三方检验的趋势下，公司也可以逐步介入检验科合作共建、区域检验中心等新型业务，提升对终端的掌控能力；综上所述，公司器械平台的长期发展空间大。

图表 23: 器械平台中长期布局上游、介入下游的发展模式



来源: 中泰证券研究所

信息化加快内部整合，良好资金保障助力公司持续快速成长

合伙人文化的并购模式，并购公司低溢价高成长，商誉减值风险低

- **合伙人文化的并购模式，被收购方加入瑞康的获益大。**大量子公司愿意以 51%: 49% 的比例把控股权转让给瑞康，主要原因是加入瑞康的平台后，一是公司能够在两票制环境下继续发展；二是能够得到发展业务所需要的资金支持；三是能够共享平台丰富品种和医院资源并获得集中采购等方面支持。在**市场准入、资金、产品和其他综合资源支持下，正常情况下大多数子公司加入瑞康后经营都能取得较大的进步。**同时被收购方仍是拥有 49% 股权的合伙人，若完成 3 年业绩对赌承诺后（一般要求不低于 25% 的复合增速），被收购方一方面获得了全部的股权对价款，同时届时所享有的可分配利润也不低于出让股权前，被收购方加入瑞康的获益大。
- **被收购企业目前绝大多数经营情况良好。**公司自 2015 年到 2017 年，在各省以“并购+合伙人”的模式，并购子公司合计 120 余家，我们查询了历年年报披露数据，子公司总体经营状况优秀，绝大多数公司都实现了较快的增长。仅有 2 家公司因特殊原因计提了商誉减值，其中只有 1 家是医药销售型公司，且减值金额较小。

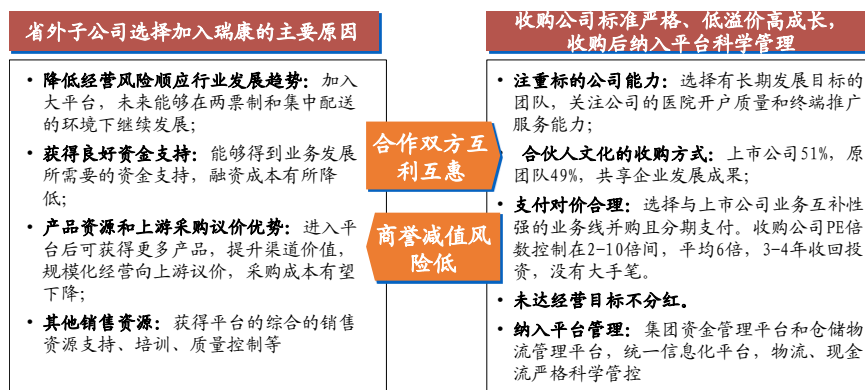
图表 24: 2016-2017 实际发生商誉减值的公司情况 (万元)

	2016	2017	合计
苏州鼎丞大通医疗科技有限公司	687	1802	2489
北京悦康北卫医药有限公司	100	189	289

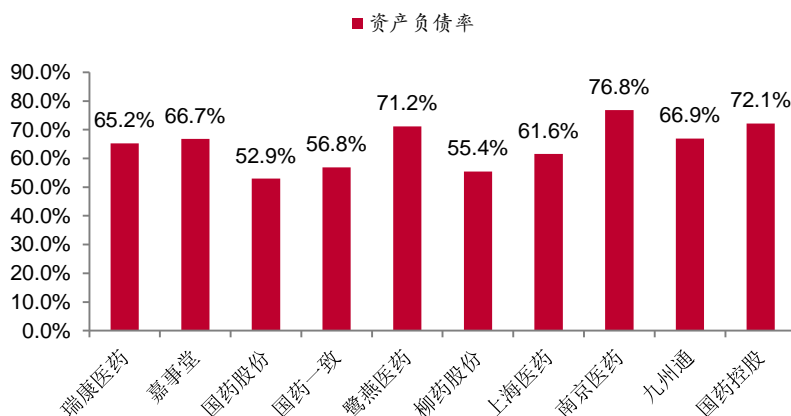
来源：中泰证券研究所，公司年报

- **并购产生的商誉减值风险小。**瑞康的并购模式决定了商誉减值的风险低。一方面，公司的股权对价款分 3 年支付且每年完成指标才支付，经营业绩对赌连续不完成则终止并购，被收购方需将股份回购；另一方面，并购的 PE 倍数低，平均只有 5-6 倍 PE，且对赌要求的增速较高，一般不低于 25% 的复合增速，一旦被并购公司连续 3 年完成对赌，他在连续 3 年中给公司创造的新增利润值很大程度上已经覆盖了商誉值，那样减值风险也就大幅降低了，只要绝大多数被并购的公司良好完成对赌业绩，即使出现个别不能完成任务的，对上市公司整体来说影响也较为有限。

图表 25: 瑞康医药的特色并购模式



来源：中泰证券研究所

图表 27: 2018Q1 瑞康医药与同行的资产负债率比较情况


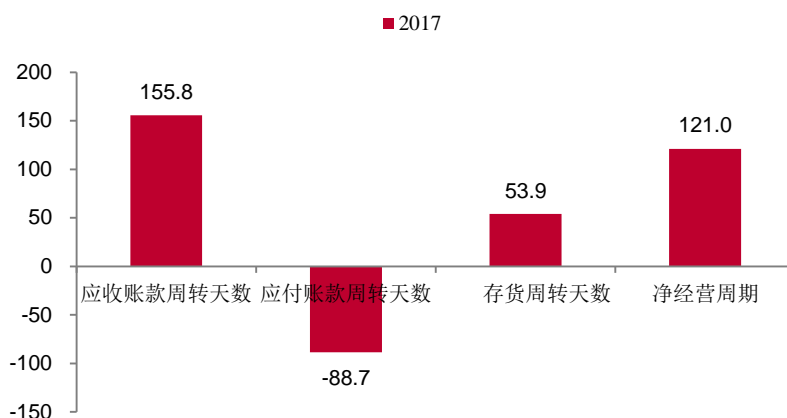
来源：中泰证券研究所，WIND

图表 28: 瑞康医药 2017-2018 的新类型融资情况

类型	代号	规模 (亿元)	发行时间	期限	利率
公司债	2017 第 1 期	10	2017.10.18	3 年	5.70%
公司债	2018 第 1 期	8.5	2018.4.19	3 年	6.80%
ABS	一期资产支持专项	12.1	2017.11.24	不超 5 年	5.7%+
ABS	一期资产支持专项	4.3	2017.12.22	不超 5 年	5.7%+

来源：中泰证券研究所，公司公告

- 公司目前资产结构有望支持 500 亿以上销售规模。**器械流通的上游平均回款时间为 6-9 个月，而药品上游平均回款时间为 3-6 个月；由于公司器械业务占比不断提升，整体的应收账款周期随之延长；用应收-应付+存货的周转天数来测算资金周转效率，公司 2017 年的净经营周期约为 120 天，这意味公司经营用的单位货币资金一年可以周转 3 次；若按传统方式，公司每新增实现 100 亿销售额，约需要准备 33 亿的货币资金；我们以 2017 年底的数据计算，公司全部所有者权益约为 97 亿元，假设按照我们所预测 25-30% 的业绩增速，公司未来 2 年有望合计新增 40 亿以上的净资产（非归母），假设保持 67% 的资产负债率为上限计算，公司可以新增获得债务融资约 80 亿元；按此保守假设在传统模式下，未来 2-3 年公司的新增债务融资和新增所有者权益（主要为流动资产）可支持公司新增 300 亿以上的销售收入；而在新模式下，公司正逐渐增加 ABS 和承兑汇票等金融工具的使用，ABS 和承兑汇票的优点不影响公司整体负债率，可进一步增加融资额度、减少公司对直接债务融资的依赖；**综上，我们认为公司目前资产结构有望支持 500 亿的销售规模。**

图表 29: 瑞康医药 2017 年核心营运数据


来源：中泰证券研究所，公司公告

- **多方面发力，公司经营性现金流有望得到改善。**2018 年 1 季度公司的经营性现金流表现不佳，当期净流出达 23 亿元，报表显示应收账款新增 16 亿元，预付账款新增 3.5 亿元，其他应收款新增 5.5 亿元。我们认为一季度本身是商业公司的采购高峰期，同时受过年假期影响通常回款较差，包括国控和九州通等全国性公司一季度都呈现了大幅的经营性现金流流出，而行业上 2 季度和 4 季度通常回款良好；而预付账款和其他应收款的较快增长我们认为主要是由于所并购下属子公司在对强势上游采购和对上下游保证金的缴纳环节所产生，随公司集采比例的提升和各地方平台经营规模的提升，后续影响有望逐渐减小。**我们认为随着公司购销规模的扩大，公司和上下游商务谈判的能力也在增强，将通过以下方面加强经营性现金流的优化：**1、加大回款力度，缩短账期差 2、优化支付方式，从以现金为主过渡到现金+承兑模式；3、综合应用供应链金融工具，盘活应收账款。
- **供应链金融创新未来解决公司发展痛点。**医药流通企业天然承担着为医疗机构垫资和给上游回款的职能，在融资成本上行的环境下医药商业公司经营压力变大。为解决这一痛点，公司联合商业银行、保险公司等金融机构，积极探索为医疗机构、医药工业企业服务的供应链金融服务模式。公司的应收账款回收周期较长，主要来自二三级医院，但平均回款周期确定，坏账风险很小，是优质的底层资产；同时 SAP 系统的上线也为供应链金融创新打下了良好的基础。供应链金融创新具体模式为通过与商业银行等金融机构合作，将公司的应收账款作打包作为支付凭证，可转移支付给上游生产企业，上游企业可以凭借支付凭证到合作金融机构处到期贴现。**通过这一创新模式，公司实现了应收和应付账款的双出表，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，如选择提前贴现则公司获得金融机构返点，有望降低公司整体财务费用。

盈利预测与投资建议

盈利预测

- 我们预计 2018-2020 年公司收入分别为 316 亿元、404 亿元和 506 亿元，同比分别增长 35.5%、27.9%和 25.4%；归属于母公司净利润分别为 13.1 亿元、16.6 亿元和 20.8 亿元，同比分别增长 29.7%、26.7%和 25.5%；对应 EPS 分别为 0.87 元、1.10 元和 1.38 元；
- 核心假设：
 - 1) 药品和器械业务毛利率水平基本保持稳定，省外业务和器械业务是增长的主要贡献。
 - 2) 药品业务主要依赖内生增长，2018-2020 年增速为 22%-26%之间
 - 3) 2018-2020 年器械业务增速在 30%-60%之间，其中内生增速接近 30%。

图表 30: 瑞康医药分业务预测收入和毛利情况

	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
药品							
营业收入(百万元)	7,242.7	8,670.4	12,667.9	15,885.5	19,936.4	24,621.4	30,161.2
yoy	27.4%	19.7%	35.8%	25.4%	25.5%	23.5%	22.5%
毛利(百万元)	591.0	777.6	1,153.6	1,969.8	2,512.0	3,151.5	3,921.0
毛利率(%)	8.2%	9.0%	12.2%	12.4%	12.6%	12.8%	13.0%
器械							
营业收入(百万元)	539.7	1,050.5	2,899.0	7,333.0	11,549.5	15,649.5	20,344.4
yoy	129.0%	94.7%	261.7%	152.9%	57.5%	35.5%	30.0%
毛利(百万元)	113.0	282.4	1,216.0	2,309.9	3,615.0	4,851.4	6,205.0
毛利率(%)	20.9%	26.9%	30.7%	31.5%	31.3%	31.0%	30.5%
移动医疗收入							
营业收入(百万元)		10.9	19.7	32.9	43.9	54.8	65.8
yoy			174.2%	67.0%	33.3%	25.0%	20.0%
毛利(百万元)		7.9	15.0	30.0	21.9	27.4	32.9
毛利率(%)		72.2%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
其他							
营业收入(百万元)	2.0	18.1	32.1	35.3	38.8	46.6	55.9
yoy	-33.6%	814.1%	65.7%	10.0%	10.0%	20%	20%
毛利(百万元)	0.2	1.8	4.5	12.0	5.8	7.0	8.4
毛利率(%)	10.6%	9.7%	15.0%	15.0%	15.0%	15%	15%
总计							
总收入(百万元)	7,784.3	9,750.0	15,631.0	23,286.8	31,568.5	40,372.4	50,627.4
yoy	31.4%	25.3%	60.3%	49.0%	35.6%	27.9%	25.4%
毛利(百万元)	704.2	1,069.6	2,389.1	4,321.7	6,154.7	8,037.3	10,167.3
毛利率	9.05%	10.97%	15.28%	18.56%	19.50%	19.91%	20.08%

来源：中泰证券研究所

投资建议

- 当前股价对应 2018-2019 年 PE 分别为 15 倍和 12 倍，基于公司良好发展前景，我们给予瑞康医药 2018 年 20-25 倍 PE，对应目标区间 17.4-21.8 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 医药行业政策风险，器械招标和医院二次议价等因素引起利润率下滑；
- 器械两票制进展低于预期；
- 收购整合工作不达预期；
- 融资环境紧张，融资利率继续大幅上行；

图表 31: 瑞康医药财务预测模型

资产负债表					利润表				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	21079	26587	33431	41476	营业收入	23294	31569	40372	50627
现金	2019	2300	2500	2700	营业成本	18998	25414	32335	40460
应收账款	12341	17590	22495	28210	营业税金及附加	88	117	151	189
其他应收款	791	631	807	1013	营业费用	1505	2099	2705	3392
预付账款	1072	762	970	1214	管理费用	857	1168	1514	1899
存货	3980	4066	5174	6474	财务费用	235	355	512	652
其他流动资产	876	1237	1484	1867	资产减值损失	-134	10	15	20
非流动资产	5904	6387	6583	6736	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	7	7	7	7	投资净收益	5	4	4	4
固定资产	1398	1509	1511	1458	营业利润	1810	2408	3144	4020
无形资产	122	166	211	255	营业外收入	6	15	10	12
其他非流动资产	4378	4705	4854	5015	营业外支出	6	6	6	6
资产总计	26983	32974	40014	48212	利润总额	1810	2417	3148	4026
流动负债	15618	18798	22956	28107	所得税	442	590	769	983
短期借款	3655	5555	7211	9579	净利润	1368	1827	2380	3043
应付账款	5552	7386	9424	11775	少数股东损益	360	520	724	966
其他流动负债	6411	5857	6321	6753	归属母公司净利润	1008	1307	1656	2077
非流动负债	1691	2674	3177	3180	EBITDA	2204	2869	3771	4791
长期借款	667	1667	2167	2167	EPS (元)	0.67	0.87	1.10	1.38
其他非流动负债	1023	1007	1010	1013					
负债合计	17309	21472	26133	31287	主要财务比率				
少数股东权益	1868	2388	3112	4078	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
股本	1505	1505	1505	1505	成长能力				
资本公积	4010	4010	4010	4010	营业收入	49.1%	35.5%	27.9%	25.4%
留存收益	2291	3598	5254	7331	营业利润	110.2%	33.0%	30.5%	27.9%
归属母公司股东权益	7806	9113	10769	12846	归属于母公司净利润	70.7%	29.7%	26.7%	25.5%
负债和股东权益	26983	32974	40014	48212	获利能力				
					毛利率(%)	18.4%	19.5%	19.9%	20.1%
现金流量表					净利率(%)	4.3%	4.1%	4.1%	4.1%
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	12.9%	14.3%	15.4%	16.2%
经营活动现金流	-2422	-1679	-1145	-1260	ROIC(%)	11.8%	12.0%	12.7%	13.1%
净利润	1368	1827	2380	3043	偿债能力				
折旧摊销	159	105	114	119	资产负债率(%)	64.1%	65.1%	65.3%	64.9%
财务费用	235	355	512	652	净负债比率(%)	25.02%	33.63%	35.89%	37.54%
投资损失	-5	-4	-4	-4	流动比率	1.35	1.41	1.46	1.48
营运资金变动	-4051	-4031	-4177	-5101	速动比率	1.09	1.20	1.23	1.25
其他经营现金流	-128	68	30	30	营运能力				
投资活动现金流	-773	-568	-299	-256	总资产周转率	1.09	1.05	1.11	1.15
资本支出	385	0	0	0	应收账款周转率	2	2	2	2
长期投资	-0	12	0	0	应付账款周转率	4.06	3.93	3.85	3.82
其他投资现金流	-388	-556	-299	-256	每股指标(元)				
筹资活动现金流	2956	2529	1644	1716	每股收益(最新摊薄)	0.67	0.87	1.10	1.38
短期借款	1733	1900	1656	2368	每股经营现金流(最新摊薄)	-1.61	-1.12	-0.76	-0.84
长期借款	667	1000	500	0	每股净资产(最新摊薄)	5.19	6.06	7.16	8.54
普通股增加	850	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-869	0	0	0	P/E	21.10	16.28	12.85	10.24
其他筹资现金流	575	-371	-512	-652	P/B	2.73	2.33	1.98	1.66
现金净增加额	-238	281	200	200	EV/EBITDA	4	3	2	2

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。