

# 深度报告——《医药流通》公司篇之瑞康医药

## 器械整合先行者，全国平台高效协同

证券分析师：杜佐远 证券投资咨询执业证书编码：S1190517110001  
证券分析师：蔡明子 证券投资咨询执业证书编码：S1190518050001  
2018年10月30日

# 概要

**投资要点：**低估值，整合期业绩改善空间大，买入！

**基本情况：**终端覆盖全国，药械合一的山东医药流通龙头

**瑞康的扩张策略：**借助政策机遇搭建全国性网络，持续提升高毛产品线占比

**省外复制“瑞康模式”可行性探讨：**省级平台+子公司即是一个“小瑞康”，全国业务一盘棋、协同增效

**业绩改善点之一：**内部评级系统优化管理，多方位融资改善现金流

**业绩改善点之二：**SAP系统上线+移动医疗平台，运营效率将大幅提升

**业绩改善点之三：**延伸上游产业链，挖掘高毛利增长点

**盈利预测、投资建议、风险提示**

 投资建议：买入

# 投资要点

## 流通行业观点：短期小拐点，估值够低；中长期有逻辑

**流通板块短期逻辑：**1) 利率水平从18Q3起企稳、有望逐步下降；2) 零加成、两票制的负面影响18Q3起逐步减弱，现金流压力有望逐步改善，而两票制对纯销的正面影响更加显现。**中长期逻辑：**1) 行业政策进一步推动小企业被收购兼并/逐步退出，龙头公司份额长期提升；2) 随着一致性评价开展，通过一致性评价的药品质量理论上处于同一水平，对药品尤其是普药和普通专科仿制药营销要求&必要性下降，中长期来看，商业公司有望承担更多的销售职能（类似于美国），以获取更强的议价能力，提升毛利率。目前A股流通板块上市公司18年估值处于12-20倍区间，大部分在15倍左右，估值足够低。

## 瑞康医药：器械整合先行者，资金管理多元化，业务创新是其跨越式发展的核心因素

瑞康医药的基本面趋势与流通板块短中长期逻辑相匹配：瑞康医药是山东医药流通龙头，在省内对规模以上公立医院和基础医疗机构的覆盖率分别超过98%和96%，15年开始省外扩张，目前终端网络覆盖31个省市，终端覆盖能力强，高毛利业务快速增长。公司积极探索新型业务，目前已将业务模式由传统药械配送拓展至医疗器械供应链服务、医疗后勤服务、移动医疗信息化服务、第三方物流、中医药板块、研发生产板块、供应链金融服务等，业务模式增加不仅增加了新的利润增长点，也产生出巨大协同效应，能够综合、全面地服务好各级医疗机构。公司在运营方面采用数字化信息服务系统，通过精细化大数据提升效率，同时采用传统融资和金融供应链相结合的方式有效缓解现金流压力，是商业板块被低估的优质成长股。18年是公司并购收官之年，之后将是整合优化结构提升盈利能力的阶段，预计整体业绩将保持30%以上快速增长。

## 投资建议：器械龙头，综合化发展，具备业绩&估值吸引力，买入！

预计2018-2020年EPS分别为0.87、1.08、1.36元/股，对应PE分别为10、8、6倍。器械占比和省外占比的提升带来业绩提速及盈利水平的大幅提升，议价能力提升及金融工具的运用将带来现金流的持续改善，维持“买入”评级。

**风险提示：**省外并购标的业绩不及预期，器械两票制政策推进低于预期。

表：瑞康医药盈利预测

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	23294	32845	42767	54364
(+/-%)	49.14%	41.01%	30.21%	27.12%
归母净利润(百万元)	1008	1304	1631	2044
(+/-%)	70.66%	29.38%	25.02%	25.34%
摊薄每股收益(元)	0.67	0.87	1.08	1.36
市盈率(PE)	20	10	8	6

资料来源：wind，太平洋证券研究院

# 瑞康医药基本面亮点总结

## 亮点一：借助政策机遇搭建全国性网络，持续提升高毛产品线占比

瑞康医药多年以直销业务作为公司的主营业务模式，在山东省规模以上医院覆盖率达98%，同时抓住机遇在全国收购区域小龙头（如进口产品区域代理商），全国直销渠道建设完善。**药品配送**：下半年随着SAP系统磨合期结束，对运营效率的改善将逐渐显现，加上公司积极布局处方外流带来的院外市场，全年增速将保持稳定。**器械配送及服务**：瑞康医药作为大型器械流通龙头企业，向上拥有8000多家供应商稳定合作关系，向下拥有极强终端覆盖能力和器械第三方物流资质，其获得的厂家直接采购的比例逐渐上升。2016年的采购比例是6-7%，17年达到17%，2018年上半年达到40%，公司在2018年底的目标是80%以上，成为两票制、集中采购等政策下的深度获益企业，未来将持续借助行业机遇，提升市场占有率，保持业绩高速增长。

## 亮点二：省级平台+子公司即是一个“小瑞康”，全国业务一盘棋、协同增效

公司收购地方优质经销商，通过合伙人模式，设省级平台，涵盖药品、器械、服务、第三方物流等子公司，架构与省内基本一致。合伙人模式下，子公司原有团队持有49%的股权，能够充分调动其积极性，减少商誉减值风险。**母公司及各省级平台起到资金和管理输出作用，支持各产品线/子公司开展业务，高毛利业务不断增加至平台**，整体经销品规不断攀升，已与国内规模以上全部正常经营的药品生产厂家、医疗器械及医用耗材生产厂家建立业务往来，并与主要的跨国药企建立起重要的合作伙伴关系整体形成强大规模效应。

## 亮点三：内部评级提升使用效率，金融创新增加融资渠道

器械流通企业的现金流压力比药品更大，瑞康医药通过开发内部评级系统，从财务风险和业务发展两方面提升运营能力，加速资金使用效率，同时采用传统银行授信、公司发债和创新供应链金融的方式逐步优化支付方式，提升资金储备，从而有效缓解资金压力，公司18年三季度经营现金流明显改善，未来将持续稳健发展。

## 亮点四：SAP系统+移动医疗平台，打造智慧型第三方服务企业

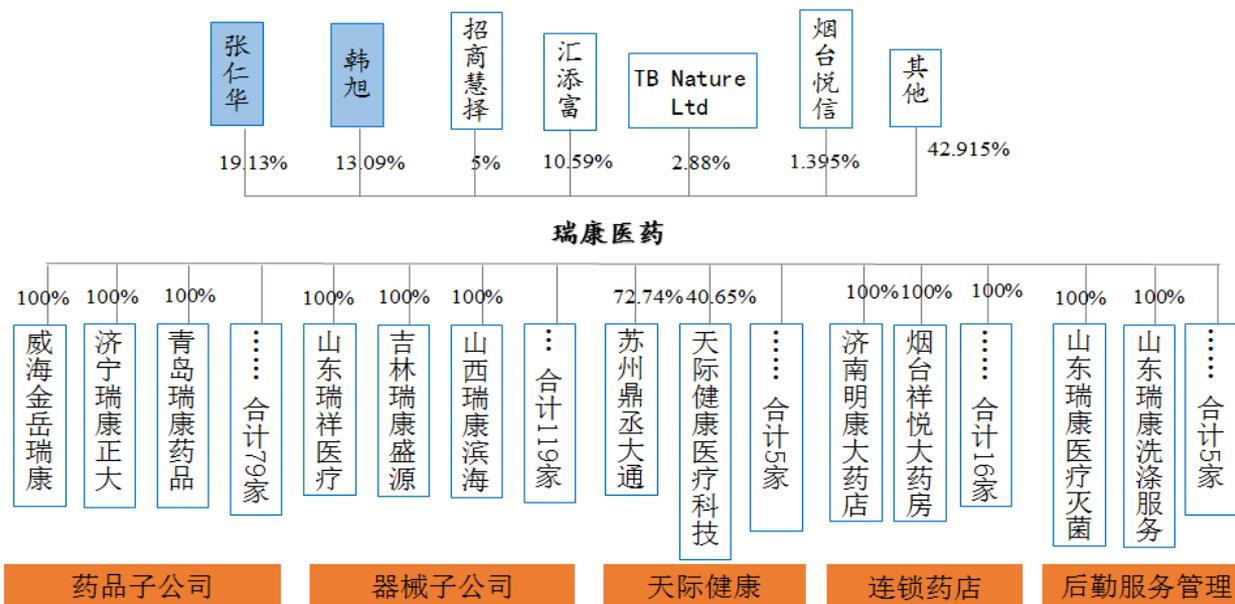
瑞康医药作为国内第一家全面上线SAP系统的医药流通公司，上市以来布局布局PBM、SPD、TPA、HIS等信息系统，多年专注于信息化管理，逐步摸索出一套优化资源配置和运营效率，提升管理服务水平和工作效率的管理机制，有效降低了公司外延收购及整合不及的预期风险。与此同时，公司逐步增加了对大数据的收集、分析和应用，致力于打造贯穿医疗机构、商保、医保、零售药店、患者的线上医药体系，有利于提高整体竞争优势，进一步提高公司的盈利能力，为公司打造服务大医保的智慧型服务企业提供了有力的保障。

● 公司概况：山东医药流通龙头，  
药械合一，终端覆盖全国

# 1.药械合一，布局全国，产业链布局齐全

- 瑞康医药是山东省医药流通龙头，经过十多年的深耕细作，从地方走向全国，已逐步成为以直销药品、医疗器械、医用耗材为核心，以医疗信息化服务、医院管理咨询服务、院内物流服务和医院后勤服务等业务为补充，覆盖全国药品器械直销网络的综合流通服务商。
- 董事长韩旭、总裁张仁华是公司的实际控制人，分别直接持有公司13.09%、19.13%的股份，合计32.22%。2004年二人出资成立公司，带领团队开拓创新、抓住政策机遇，将瑞康从最初的区域性药品配送公司发展为销售网络遍布全国、拥有200多家子公司的医疗综合服务和商业领军企业。

图：瑞康医药股权结构及子公司情况（截止18H1）

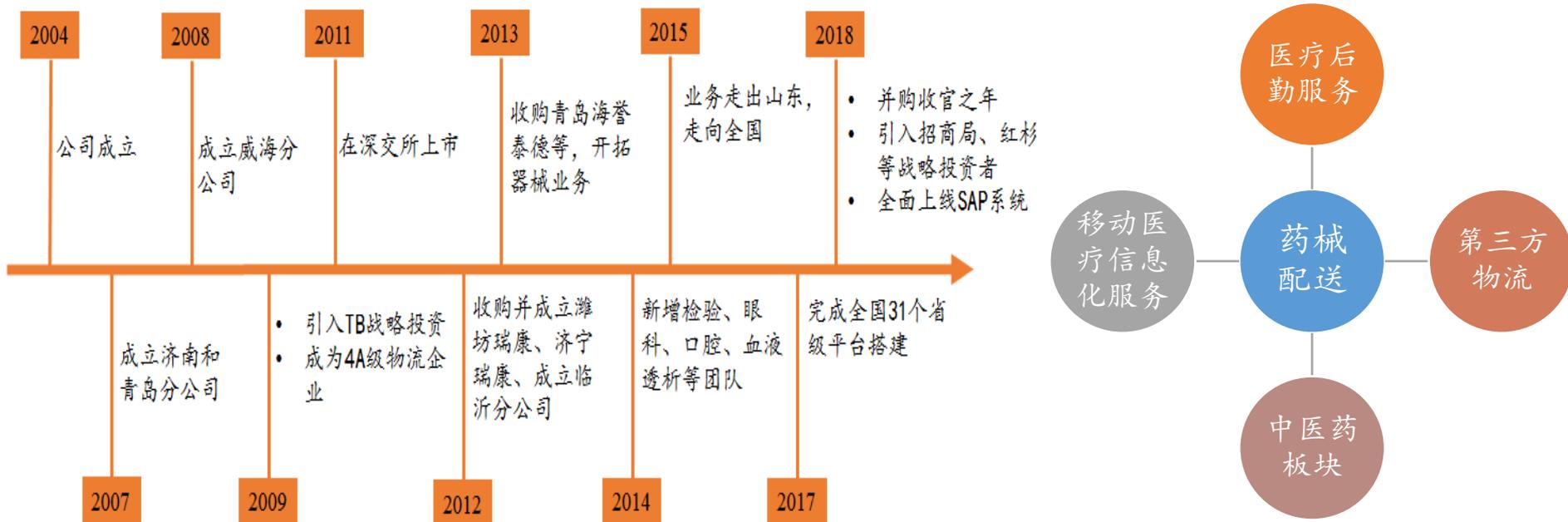


资料来源：公司公告，太平洋证券研究院 注：红杉贤盛尚未交割完成，预计交割后将持有公司5%股份，汇添富由10.59%降为5.59%。

# 1.药械合一，布局全国，产业链布局齐全

- 公司主营业务分为药品、疫苗、医疗器械流通服务板块，医疗产业第三方物流板块，医疗信息化服务板块，医疗后勤服务板块，中医药板块，医院经营板块，医疗产业研发生产板块，医疗产业金融板块等八大主体板块。高毛利业务的加入形成新的利润增长点，也产生出巨大协同效应，加快公司打造全国性第三方服务机构的步伐。
- 2017年公司全面上线SAP系统，到2018年8月27日，公司SAP系统已上线187家子公司，预计年内所有子分公司将全部上线SAP系统，通过信息系统进行精细化管理，动态了解各子分公司、业务线的实时业务发展状况和资金动向，实现物流、资金流、信息流、商流的一体化管理，从而帮助公司快速复制山东模式，提高管理效率，进行覆盖全国的并购和整合。

图：瑞康医药主要发展历程及产业链延伸

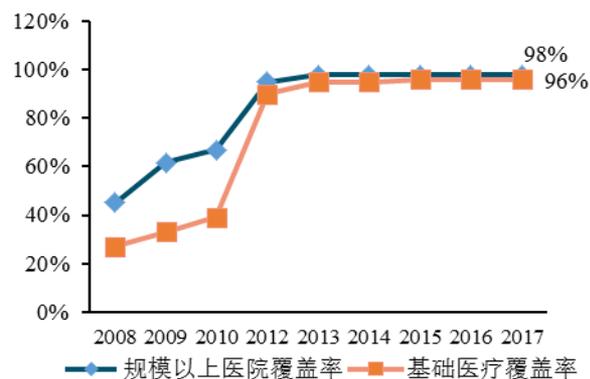


资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

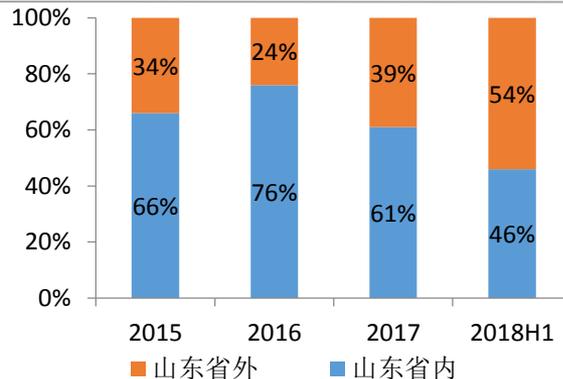
# 1.药械合一，布局全国，产业链布局齐全

- **销售网络完整，终端客户质量高。**公司通过“并购+合伙人”模式打造遍布全国的营销采购网络，截至2017年底，在山东省内公司覆盖山东省规模以上公立医院520家，基层医疗机构2422家，覆盖率超过98%和96%，在全国范围上公司已服务于4万多家各级医疗机构，目前已在全国31个省份（直辖市）设立有200余家子公司，高质量的终端客户可以支撑公司业绩稳定和持续增长。
- 截止2017年底瑞康医药并表子公司共计202家，2017年新增子公司112家，其中并购87家、新设25家。2018年完成收购的省外公司盈利水平上升，省外业务增长较快，上半年山东省内实现收入70.81亿（+6.47%），省外实现收入84.26亿（+125.14%）。其中辽宁、安徽、江苏、吉林、湖北省收入实现大幅增长，分别达到5.79亿（+2618%）、5.43亿（+9050%）、5.42亿（+2685%）、2.85亿（+2396%）、1.89亿（+11783%）。上半年省外收入占比首次超过省内，天花板瓶颈被突破。

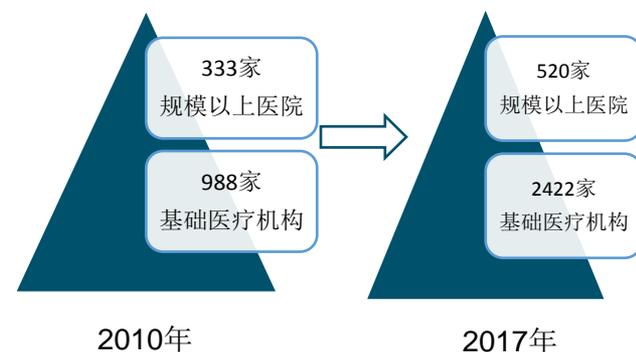
图：瑞康医药历东省内医疗机构覆盖广



图：瑞康医药省外收入占比已超省内



图：山东省内终端覆盖医疗机构数量提升

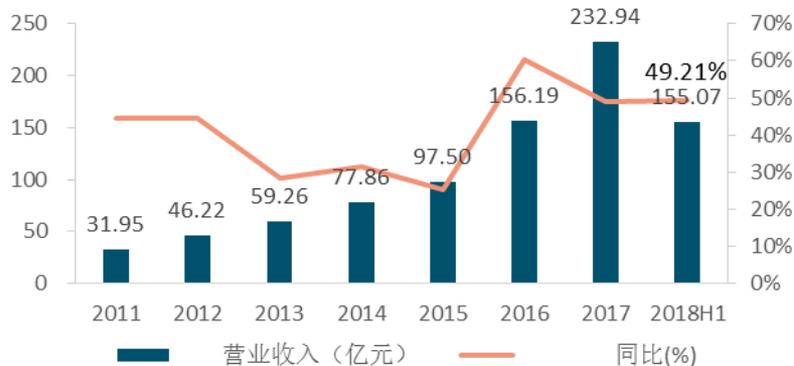


资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

## 2.业绩稳步增长，器械等高毛利业务提升盈利能力

- **业绩及经营情况：省外复制成功业绩快速增长，高毛利业务扩张提升盈利能力。**按照公司扩张历程，可分为两阶段：**1.省内扩张（2011-2014）**：公司上市后，通过收购+自建方式在山东省内扩展药械业务，并新增检验、血透等高毛利板块，这一阶段营收CAGR35%，净利润CAGR29%，平均毛利率8.5%，增长平稳；**2.全国扩张（2015-2018）**：在全国药品和企业两票制推行背景下，公司开启省外收购之路，营收CAGR提升至55%，净利润CAGR高达106%，平均毛利率达到15.03%，一跃成为全国药品流通第十三、器械流通第二（仅次于国药）的企业。18年是公司并购收官之年，之后将是整合优化结构提升盈利能力的阶段，预计整体业绩将保持30%以上快速增长。
- 2017年收入232.94亿元（+49.14%），归母净利润10.08亿元（+70.66%）；18H1公司继续提速，收入达155.08亿元（+49.21%），归母净利润5.80亿（+13%，扣除2017年上半年调整应收款项账龄分析法带来的一次性影响因素，实际增速为43.55%）；18H1毛利率提升至19.50%，远高于可比公司，主要原因是：1）公司规模扩大显现规模优势，与上游厂商的议价能力提升，各业务板块收入均取得较快增长；2）毛利率较高的医疗器械等业务扩张贡献业绩，2017年器械业务收入同比增长152.96%。

图：2011-2018H1营业收入及增速



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

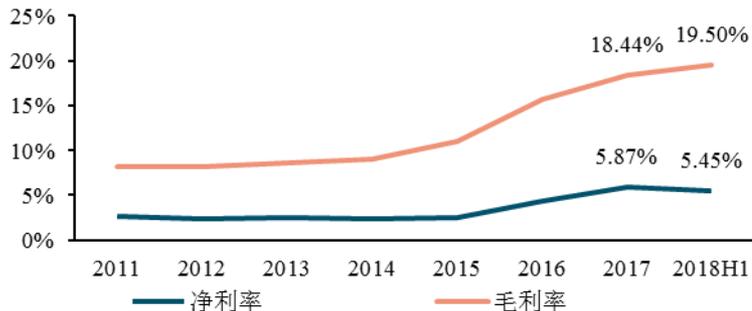
图：2011-2018H1归母净利润及增速



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

## 2.业绩稳步增长，器械等高毛利业务提升盈利能力

图：2011-2018H1毛利率、净利率变化



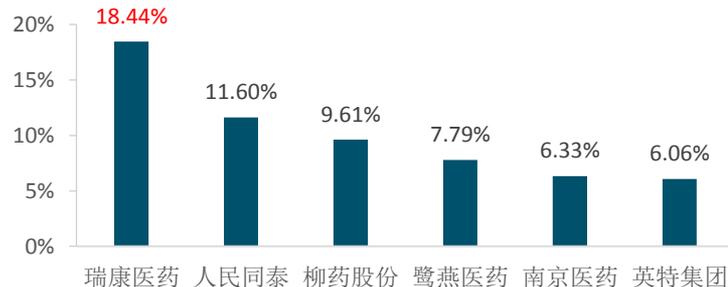
资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图：17年瑞康在国内药品流通企业中排名第13

排名	公司名称	市场份额	2017营收 (十亿元)
1	中国医药集团	17.0%	312.4
2	华润医药	6.4%	117.6
3	上海医药	6.3%	115.7
4	九州通医药	3.6%	66.8
5	广州医药	2.0%	36.5
6	中国医药健康	1.6%	28.6
7	华东医药	1.4%	26.4
8	南京医药	1.4%	26.0
9	康德乐股份	1.3%	23.6
10	重庆医药	1.1%	20.1
11	安徽华源医药	1.0%	19.2
12	浙江英特	1.0%	17.9
13	<b>瑞康医药</b>	<b>0.9%</b>	<b>15.9</b>
14	民生药业	0.8%	15.2
15	科伦医贸	0.8%	15.1
<b>合计</b>		<b>46.6%</b>	

资料来源：各公司年报，太平洋证券研究院

图：2017年同行业公司毛利率比较



图：17年瑞康在国内器械流通企业中排名第2

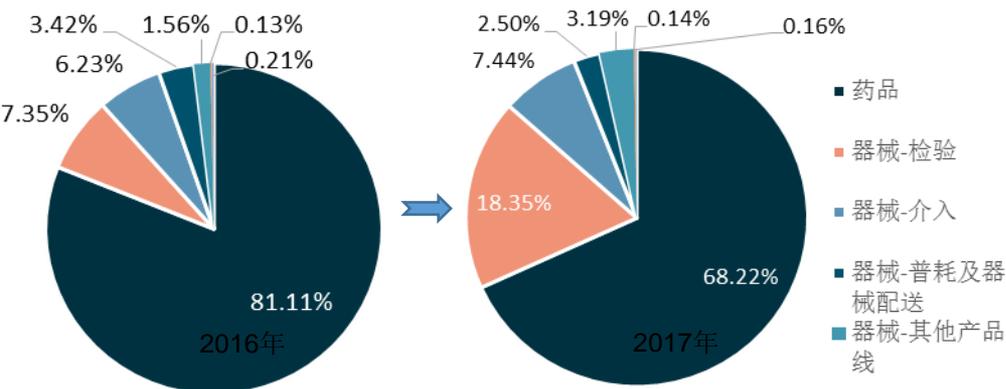
排名	公司名称	市场份额	2017营收 (十亿元)
1	中国医药集团	9.0%	39.7
2	<b>瑞康医药</b>	<b>1.7%</b>	<b>7.3</b>
3	华润医药	1.6%	7.1
4	北京嘉事堂	1.5%	6.9
5	九州通医药	1.5%	6.6
6	上海医药	1.4%	6.1
7	润达医疗	0.9%	4.1
8	迪安诊断	0.7%	3.0
9	康德乐股份	0.6%	2.7
10	山东海王银河	0.5%	2.4
<b>合计</b>		<b>19.4%</b>	

资料来源：各公司年报，太平洋证券研究院

## 2.业绩稳步增长，器械等高毛利业务提升盈利能力

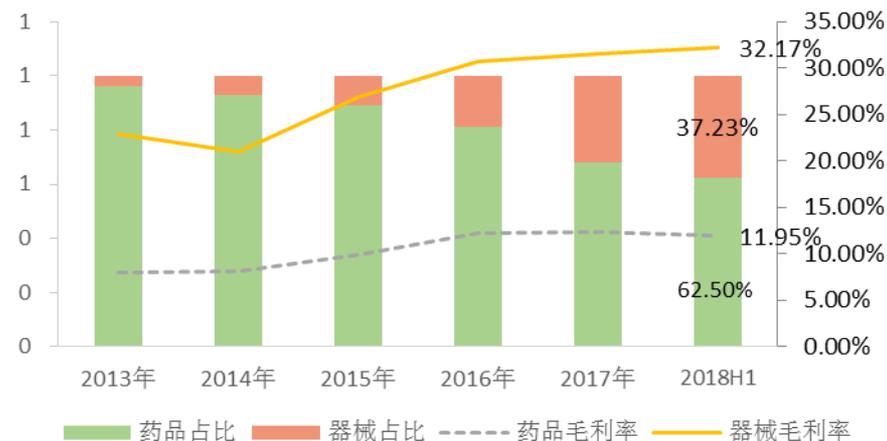
- 从业务板块来看，器械板块提升为最核心业务。上半年，公司药品收入96.9亿，增速22%有所放缓，主要原因是SAP系统上线恰逢山东药品“两票制”全面实施，业务需要经历磨合、适应期；另外，山东地区在医保控费、药品降价背景下，主要医疗机构的药品采购金额整体有所下降，对药品流通业务销售收入也产生影响，药品占比逐年下降，毛利率平稳。而器械领域一直保持着高增长，公司以控股收购的方式不断开拓医疗器械销售市场，已经完成全国31个省份（直辖市）并购和业务覆盖，医疗器械销售收入及占比逐步上升，18H1年医疗器械销售业务实现收入57.7亿元（+140%）；器械毛利率提升明显，上半年到32.17%。
- 细分的器械-检验、器械-介入和器械-其他产品线的占比均有大幅提升，其2017年的销售收入分别同比增加272.28%、78.09%和205.13%，增长迅猛。未来，公司将进一步完善医疗器械各产品线业务的布局，通过外延式扩张实现跨省复制、资源共享、协同增效，从而使得公司业绩保持增长。
- 此外，2017年公司业务新增中医药、供应链金融板块，有利于公司多元化发展，创造新的盈利增长点。

图：2016-2017年公司营业收入结构



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图：2013-2018H1药品、器械业务收入和毛利率

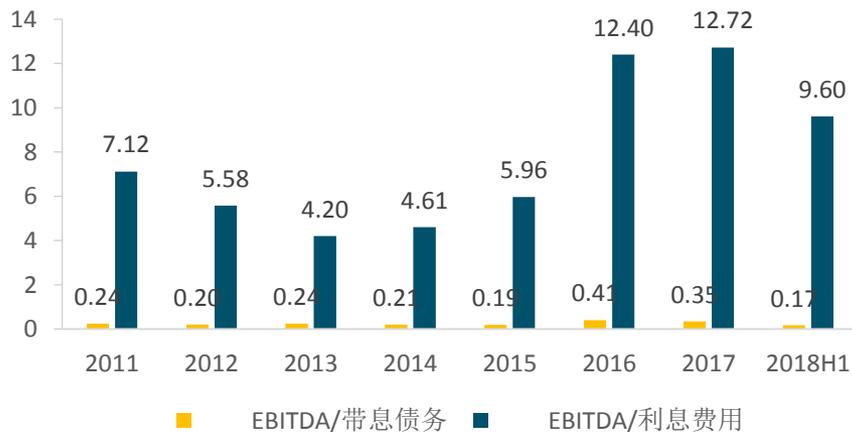


资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

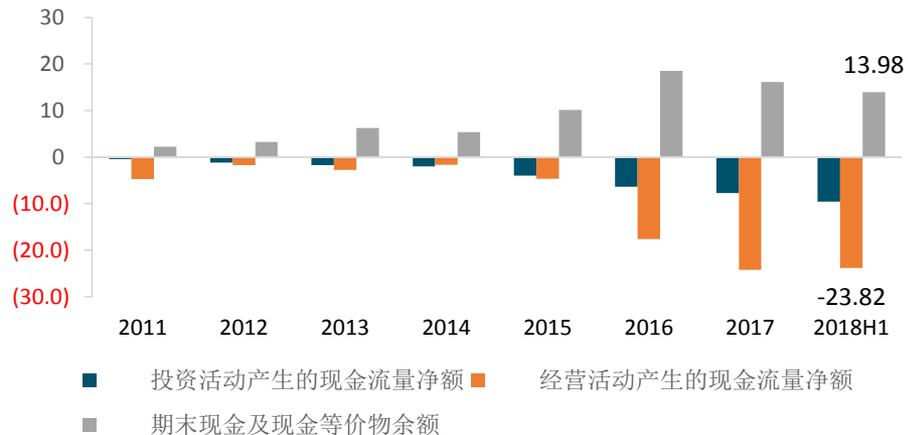
# 3.18Q3现金流历史最佳，资金运转效率显著上升

- 从长期偿债能力指标看，2017年公司EBITDA为21.66 亿元（+102.88%），EBITDA 利息倍数为10.89倍（+0.74），EBITDA 对利息的保障程度很高，EBITDA债务比为0.35（-0.06），整体看公司长期偿债能力较强。
- 三季度现金流大幅改善，资金运转效率提升。**由于2015年开始省外扩张，经营规模不断扩大，公司经营活动现金持续为负，且不断增加；2017年底公司开始加强账期差管理，加大回款力度，优化支付方式，通过供应链金融工具等措施逐步提高资金运用效率。三季度公司营业收入突破90亿元，经营性现金流为15亿元（通过加强账期差管理，加大收款力度，优化支付方式，综合应用金融工具等方式），同比环比均大幅度改善。达到历史最佳。公司通过信息化精细化内部管理，通过内部业务评级提高资金运转效率。预计Q4保持收入快速增长的同时，继续保持健康的现金流。
- 3季度以来，公司通过SAP实时掌握细项运营数据，通过内部业务评级系统优化资金资源配置，供应链金融规模迅速上升。并于8月底成功发行应收账款ABS 12.5亿元，优先级融资成本仅为6.2%/年。

图：2011-2018H1偿债能力指标



图：经营、投资活动产生的现金流量净额

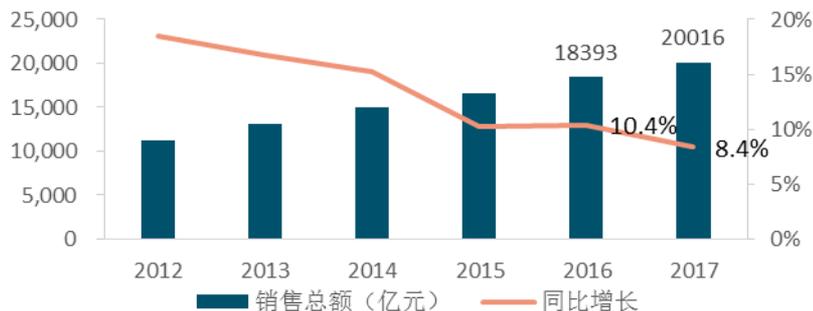


资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

 **瑞康的扩张策略：**借助政策机遇搭建全国性网络，持续提升高毛产品线占比

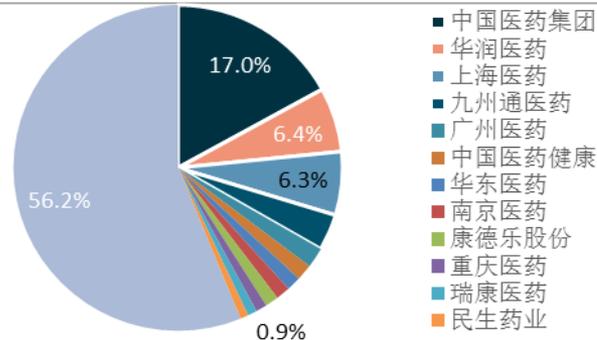
# 1. 药械流通格局分散，政策驱动下头部企业迎来巨大机遇

图：2012-2017年药品流通行业销售情况



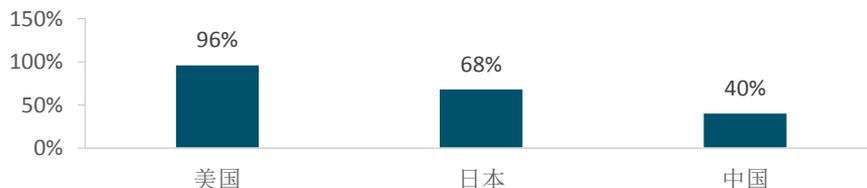
资料来源：中商产业数据库，太平洋证券研究院

图：2017年药品流通企业市占率



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图：2016年各国医药流通前三名企业市占率

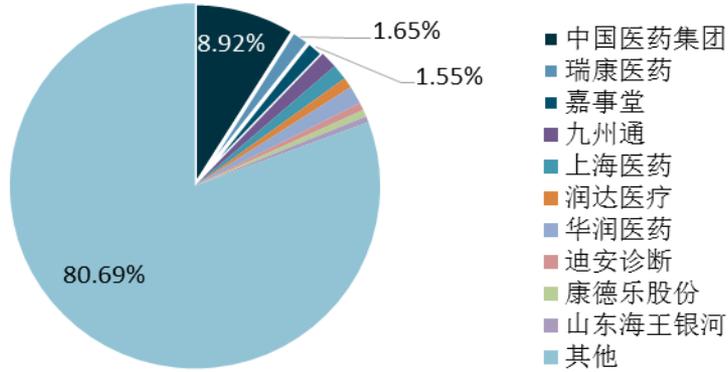


资料来源：智研咨询，太平洋证券研究院

- 2017年，全国药品流通市场销售规模稳步增长，增速略有回落。统计显示，全国七大类医药商品销售总额20016亿元，扣除不可比因素同比增长8.4%，增速同比下降2.0个百分点。
- 2017年全国共有药品批发企业13146家，药品零售连锁企业5409家，其中上市的药品流通公司24家，他们的主营业务收入总和为9397亿元，同比增长10.3%。因此，药品流通行业竞争激烈，整体呈现企业数目多，零散的局面，市场集中度有待提升，而瑞康医药在药品流通行业的市占率为0.9%，还有极大空间。
- 欧美发达国家医药流通呈现寡头垄断格局，且流通企业数量少，美国前三大企业集中度高达96%，我国医药流通行业在两票制等政策推动下，并结合自身特点，有望呈现“全国性龙头+区域龙头”的竞争格局，各医药流通迎来巨大机遇。瑞康医药作为山东省医药流通龙头企业具备区域竞争优势，通过并购整合逐步在全国扩大竞争力。

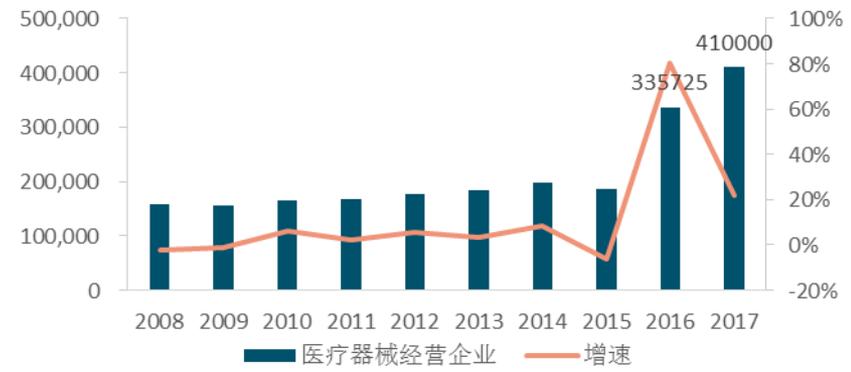
# 1. 药械流通格局分散，政策驱动下头部企业迎来巨大机遇

图：器械流通行业竞争格局



资料来源：各公司公告，太平洋证券研究院

图：2008-2017年医疗器械经营企业数量



资料来源：国家食品药品监督管理局,ACMR，太平洋证券研究院

图：近三年器械两票制相关政策梳理

时间	发布部门	政策	内容
2016.7.19	国家九部委	《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”。
2017.1.9	国务院医改办	《关于在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见（试行）》	福建、陕西、贵州、辽宁、山西、青海、海南、黑龙江，以及三明联盟的18个地级市29个县等区域明确医药耗材（含高值耗材和一般耗材）和诊断试剂（IVD）明确执行两票制，严格限制配送商数量。
2018.3.20	国家六部委	《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的通知》	宣布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：政府公告，太平洋证券研究院

随着新版GSP的发布、医保的全面控费、两票制等政策实施，国内医疗器械流通市场逐步开始整合，而两票制为器械流通的头部企业带来巨大机会。两票制的执行使得器械流通环节愈加透明化，从而对器械流通企业的终端覆盖能力和回款能力等方面提出了更高的要求，许多小规模企业因此被市场淘汰，市场份额向龙头提升。瑞康医药多年以直销业务作为公司的主营业务模式，在山东省规模以上医院覆盖率达98%，同时抓住机遇在全国收购区域小龙头（如进口产品区域代理商），全国直销渠道建设完善。

# 1. 药械流通格局分散，政策驱动下头部企业迎来巨大机遇

图：器械配送商集中采购和遴选相关政策

时间	发布单位	内容
2016.12.21	国务院	甲类大型医用设备由国家卫计委来统一集中采购
2016.12.12	陕西省铜川市	三级医疗机构药品配送企业不超过15家；二级医疗机构配送企业也不超过15家。对报名的配送(经营)企业做出一定申报要求：企业注册资金1000万以上、经营场所和仓储面积不小于200平方米、冷藏库不小于30立方米、通过GSP认证的企业
2017.1.09	国务院	开展高值医用耗材、检验检测试剂、大型医疗设备集中采购。
2017.8.15	江苏省泰州市	每个中标产品授权不超过三家配送企业（含生产企业直接配送），年销售医用耗材3000万元以上
2017.12.31	内蒙古自治区	生产企业须委托各盟市遴选或审核合格的配送企业配送或自行配送产品，每一种产品只能选择一家配送企业，而且这一家配送企业还包括生产企业自己（自行配送）
2018.1.10	江西省新余	通过2016年度市卫计委委托市公共资源交易中心公开招标中标的10家配送企业配送；每个挂网产品可以在上述规定的配送企业中选择1-2家，医疗机构有权从中自行选择1家
2018.1.19	辽宁省	生产企业自行配送的，只允许配送本企业产品；同一生产企业同一挂网目录下的产品，必须选择同一配送企业配送
2018.4.18	江苏省靖江	一、二、三级公立医疗卫生机构最多各选择1、2、3家耗材配送商，配送费率为医用耗材中标价的3%

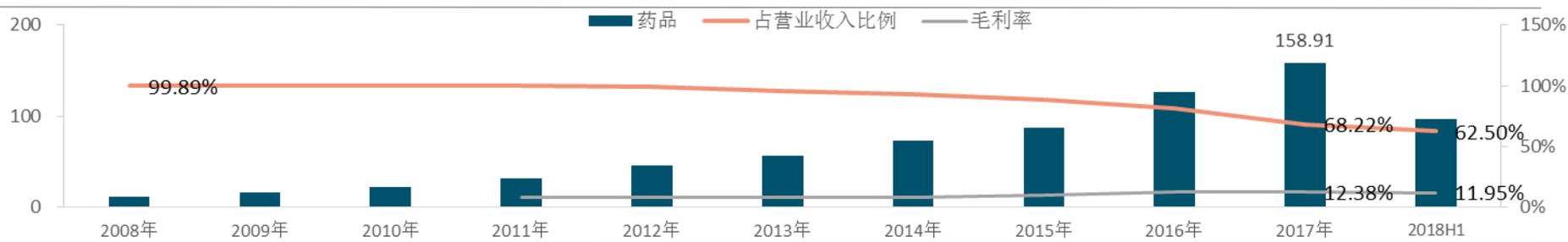
资料来源：各省市器械采购平台，卫计委，政府官网，太平洋证券研究院

- 与耗材“两票制”并行的，就是各省耗材的省级集采、阳光采购。目前高值耗材、IVD和大型医疗设备都由省市级部门集中采购，同时各地的耗材招标都对入围企业数量做了要求，并通过提高参选门槛或者打分排序方式筛选配送商，这将对中小型器械流通企业形成进一步打击，达不到规模、资本等要求的企业直接失去配送资格，行业龙头的并购加速。
- 瑞康医药规模优势明显，向上拥有8000多家供应商稳定合作关系，向下拥有极强终端覆盖能力和器械第三方物流资质，通过“并购+合伙人”的模式布局全国，其获得的厂家直接采购的比例逐渐上升。2016年器械耗材的采购比例是6-7%，17年达到17%，2018年上半年达到40%，公司在2018年底的目标是80%以上，成为两票制、集中采购等政策下的深度获益企业，未来将持续借助行业机遇，提升市场占有率，保持业绩高速增长。

## 2. 药品配送：下半年增速有望回升，一票采购近100%

- **收入占比逐年下降，仍保持15%-20%左右增速，毛利率平稳略有上升**：瑞康的药品配送业务逐步走出山东，实现跨省复制，目前已在21省市设立了药品配送子公司。药品业务收入近年受医保控费影响，增速从12年的44%逐步减缓至18H1的22%，且近年来由于器械业务收入的大幅增长，**药品配送占比从16年81%降至2018H1的62.50%**。全产品线覆盖、医疗机构直销的业务模式让药品配送毛利率水平和整体增速居于行业前列，2017年达到12.38%。

图：2008-2018H1药品板块收入、占营收比例及毛利率



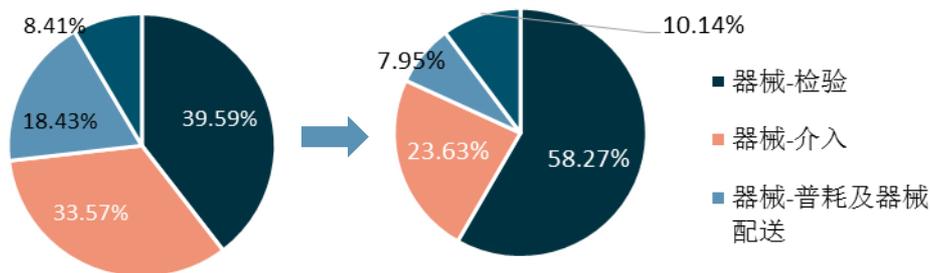
资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

- 下半年，随着SAP系统磨合期结束，对运营效率的改善将逐渐显现，加上公司积极布局处方外流带来的院外市场，预计全年山东地区药品业务增速将维持在15-20%左右。
- **两票制提升药品采购比例**：2016年开始，公司顺应开始梳理采购渠道，力求直接获得一票采购权，加之公司作为区域性配送龙头，两票制也助力公司提升直接采购比例。2016年直采比例45%左右，2017年提升至80%，2018年上半年达到92%，两票制对全国性流通企业调拨业务的负面影响在瑞康体现不明显。
- **带量采购对公司影响偏积极**：1) 从公司药品端毛利率稳定的情况看，药品降价对配送费影响较小；2) 进入集采名录的品种以普药基药居多，需要的推广费用占比低，医院总采购价降低，医保局会加快支付节奏，有助于流通企业缩短账期；3) 药价降低之后，上下游对公司的占款压力将相应减轻。

# 3. 器械配送亮点一：产品结构优化，细分IVD、高值耗材占比提升

➤ 2017年开始瑞康医药在器械产品结构方面逐步优化，向着高毛利产品方向发展。2017年瑞康医药器械板块实现收入73.33亿元（+152.96%），其中，检验、介入业务收入分别为42.73亿、17.33亿，占器械板块比值为58.27%、23.63%，跟2016年比有较大提升，低毛利的普耗配送份额明显下降，结构的优化使得17年器械板块毛利率较16年提升了0.83pct至31.50%。

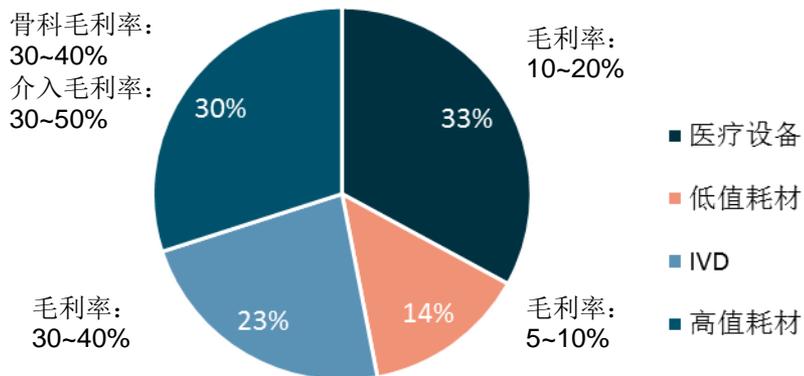
图：2016-2017瑞康医药器械业务收入拆分



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

➤除了产品结构优化，公司在器械板块不断延伸产品线，扩展至五官、口腔、医护、骨科、外科、血透、设备维修、医院后勤管理、器械研发等领域，这是因为器械配送有着品种多、非标准化、专业要求高、创新速度快的特征，比如心脏支架或骨科手术就需要厂家的技术人员跟台，往服务端延伸利于提升上下游议价能力。

图：2017年器械流通市场按品类拆分



资料来源：中国产业信息网，太平洋证券研究院

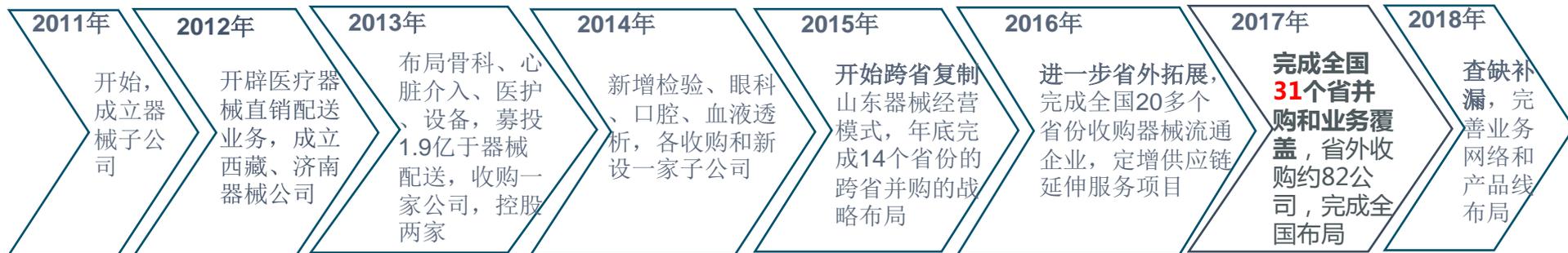
图：2016-2017瑞康医疗器械板块细分产品收入变化（亿元）



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

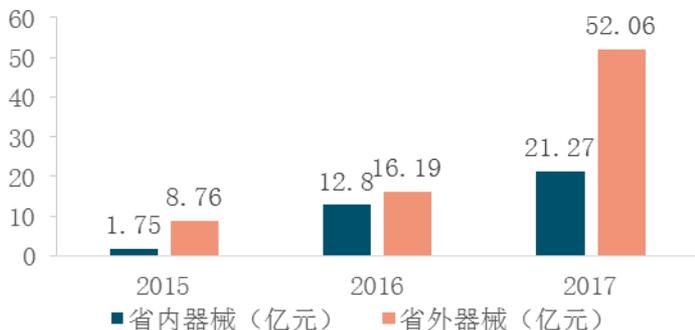
# 4.器械配送亮点二：步步为营，全国性药械流通网络铺设完成

图：2011-2017年瑞康医药医疗器械流通业务战略布局



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图：2015-2017年省外扩张器械流通业务收入情况



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图：瑞康医药已完成全国性布局



资料来源：商务部，太平洋证券研究院

➤ 2011年瑞康医药开始开展器械业务，2012年开辟器械直销配送，2013年实现跨越式增长，增速达719.7%，此后一直维持100%以上的高增速，2015年开始跨省复制扩张，收购省外优质代理商，省外器械收入随着覆盖省份的增加大幅增长，2017年省外器械业务达52.06亿(+221.56%)，完成全国网络覆盖，当前仅有3家国企（国药、华润、上药）和2家民营（九州通、瑞康）实现全国性布局。未来随着器械行业的高速增长，公司积极拓展省外业务，以及企业并购的带动下，医疗器械和耗材配送业务仍将维持高增速。

- 省外复制“瑞康模式”可行性探讨  
：省级平台+子公司即是一个“小瑞康”，全国业务一盘棋、协同增效

# 1.省内：器械为重，从单纯配送商转型为综合服务商

图：瑞康医药（山东）的器械子公司



- 先看瑞康在山东省内的架构：公司实行事业部制，业务涵盖药品配送（18子公司）、器械配送及服务（16子公司，左图）、连锁药店（十余家子公司+400多合作药店）、后勤管理服务（4子公司）、医疗信息（2子公司）等。
- 以左图器械子公司为例，器械配送除了普通低耗、IVD，还包含了介入、血透等高值耗材，以及检验、研发、维修等延伸服务，实现从配送商向综合服务商的转型，在减轻耗材降价的冲击下，还增强了上下游的粘性（器械个性化较强，配套服务起关键作用），提升议价能力。

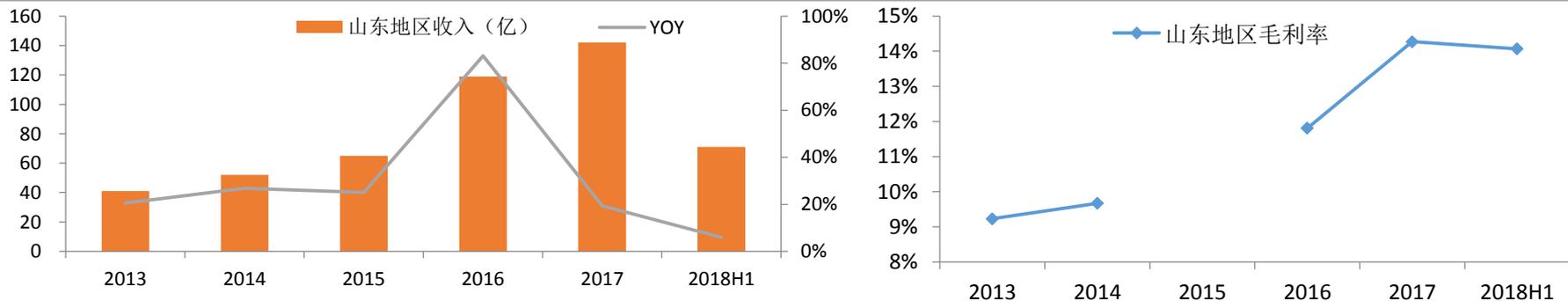
资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

注：图中括号仅指子公司涵盖的业务，非唯一业务

➤目前器械板块的配置并不是终点，公司已经在布局先进医疗器械的研发生产，计划在条件成熟时，将国际上一些先进的产品和技术引进到国内落地。我们认为，公司在打通配送渠道之后，往上游延伸开发自主或贴牌产品、实现闭环管理是必然之举，也将极大提升公司整体竞争力。

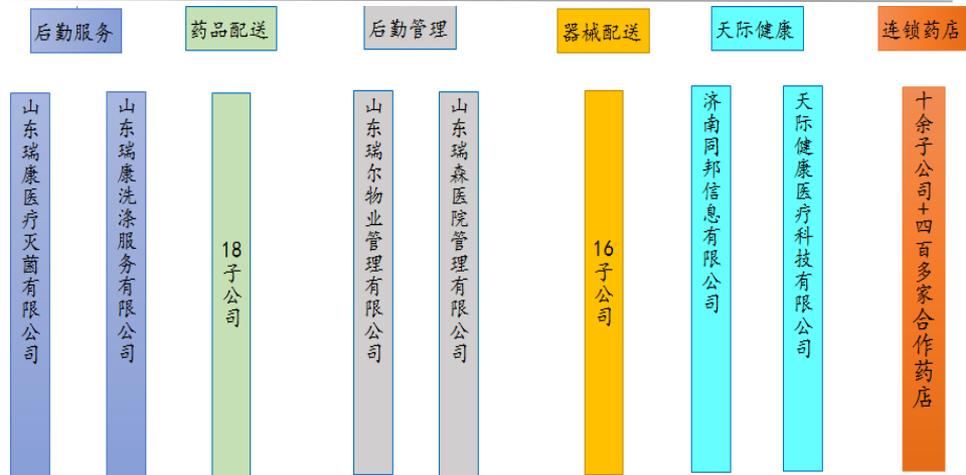
# 1.省内：器械为重，从单纯配送商转型为综合服务商

图：瑞康医药山东地区历年收入及毛利率情况



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图：瑞康医药（山东）子公司



资料来源：太平洋证券研究院整理

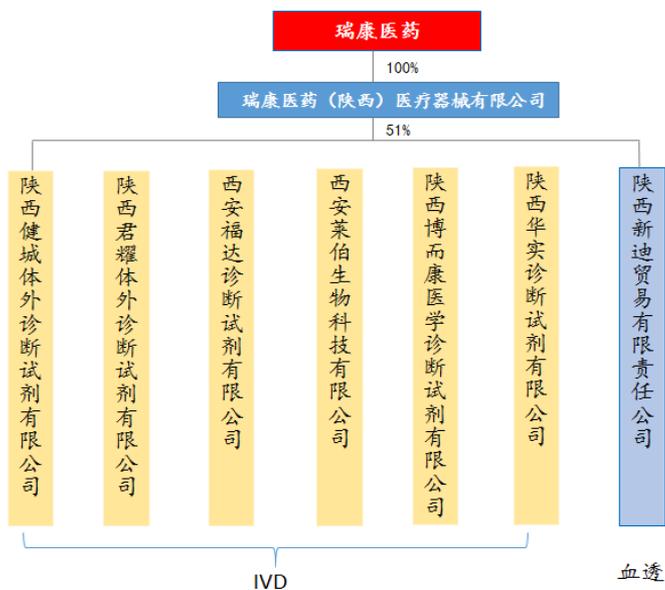
▶不同于省外器械配送占比最高，瑞康在山东因有18家药品配送子公司，业务结构中药品占比较大，近几年的整体增长受医保控费影响，器械的业绩贡献并未完全反映出来；随着下半年SAP系统的上线和收购标的高度整合，以及带量采购带来的正向效应，未来增速有望恢复至10%以上。

▶除了传统配送业务，山东瑞康还有医院后勤服务和管理、医疗信息及连锁药店业务，作为配送的延伸，有助于深度绑定下游医疗机构，提升议价能力。

### 3.省外：每个省级平台+子公司即是一个“小瑞康”

- ▶ 在省外，公司主要通过收购地方优质经销商，打造了全国性、综合性的医疗器械直销网络，在每个省搭建一个平台型公司为各条产品线服务，平台下设药品、器械、服务、第三方物流等子公司，架构与省内基本一致。2013年-2017年纳入合并范围内的子公司分别为21家、25家、51家、91家、202家，目前，公司华北、华东、华中、华西、华南五个大区共有31个省级平台，前期并购进入查漏补缺阶段，之后是全面整合提升期，经营效率有较大提升空间。
- ▶ 母公司及各省级平台起到资金和管理输出作用，支持各产品线/子公司开展业务，高毛利业务不断增加至平台，整体经销品规不断攀升，已与国内规模以上全部正常经营的药品生产厂家、医疗器械及医用耗材生产厂家建立业务往来，并与主要的跨国药企建立起重要的合作伙伴关系整体形成强大规模效应。

图：瑞康医药陕西平台



- ▶ 在平台搭建上，公司实行合伙人模式，在陕西为例，母公司100%控股省级平台（瑞康陕西医疗器械有限公司），省级平台持7家子公司51%的股份，剩余49%由子公司原有团队持有。
- ▶ 此7家子公司在被公司收购前，基本为当地进口货国产IVD的省代（6家IVD，1家血透为主），代理厂家包括贝克曼、雅培、飞利浦、费森尤思、罗氏、迈瑞、百特、日立等，覆盖厂家品种齐全，网络遍布全省。按代理品牌数来看，7家子公司的市场份额约占到陕西省的50%以上。
- ▶ 在器械两票制和集采的趋势下，大量小的代理商将失去大厂家及大医院的配送份额，加入瑞康等龙头企业趋势明显，且他们议价能力较弱，公司能够以较低的PE收获优质上下游资源。

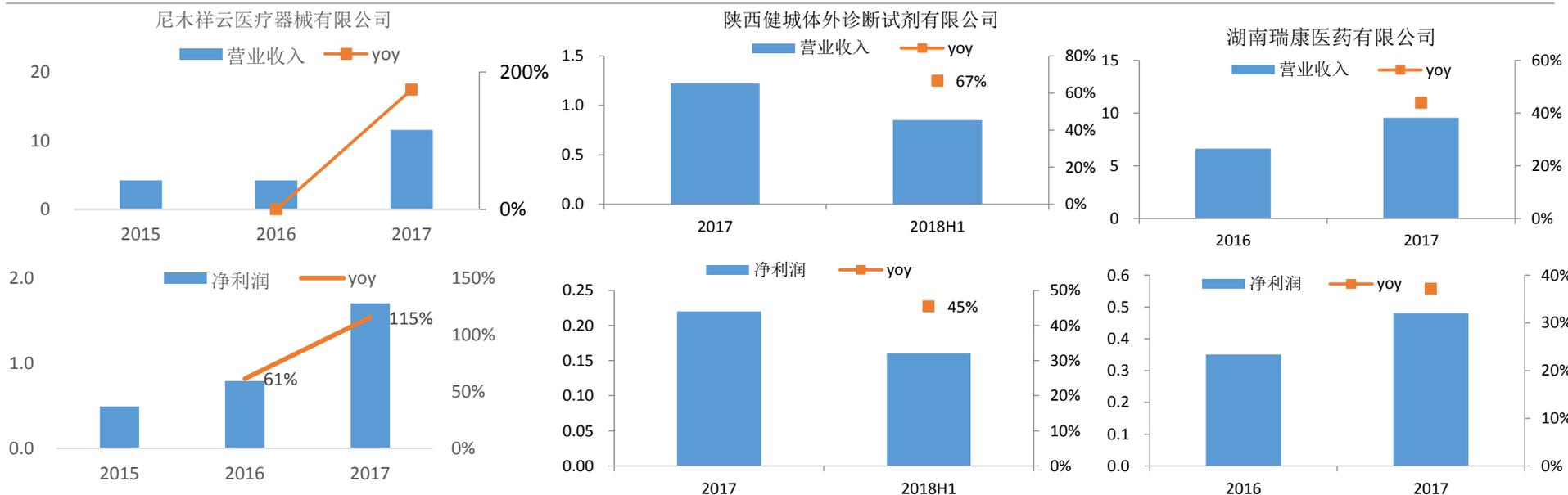
资料来源：太平洋证券研究院整理

# 3.省外：每个省级平台+子公司即是一个“小瑞康”

## 合伙人模式的优势在于：

- 1) 对于原始团队来说，合伙人模式能够充分调动其积极性，由单兵作战转变为集团作战，母公司的议价能力、低成本融资能力、技术支持补充了子公司的发展短板，子公司的终端把控优势能够保持领先，此模式得以长期稳定维持。
- 2) 对于上市公司来说，医院等终端客户的维护是一个长期、持续投入的过程，因此收购公司原有团队的稳定是子公司长期发展的关键，在完成业绩对赌（对赌期3年，承诺净利润增速25%-30%）后，原有团队49%的股份能够起到长期激励作用，商誉减值风险小；且由于器械销售对推广服务要求高，加上同类器械排他性强，因此公司并未将子公司的代理权完全转移至平台，原有团队各司其职，协同作战。

图：瑞康医药部分子公司业绩一览（单位：亿元）



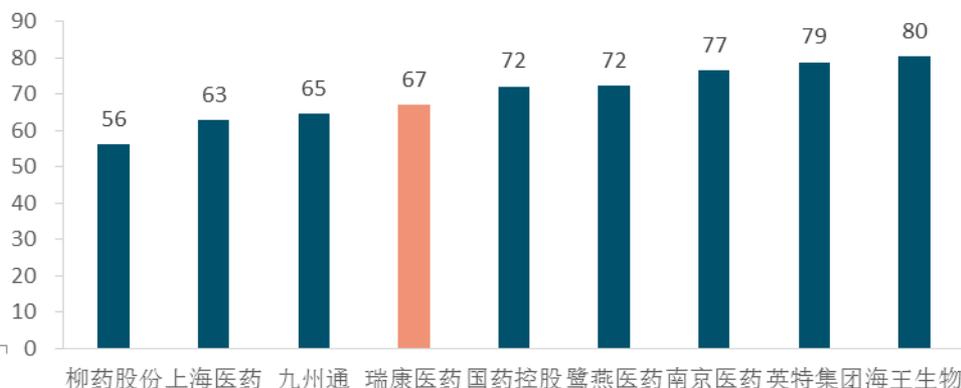
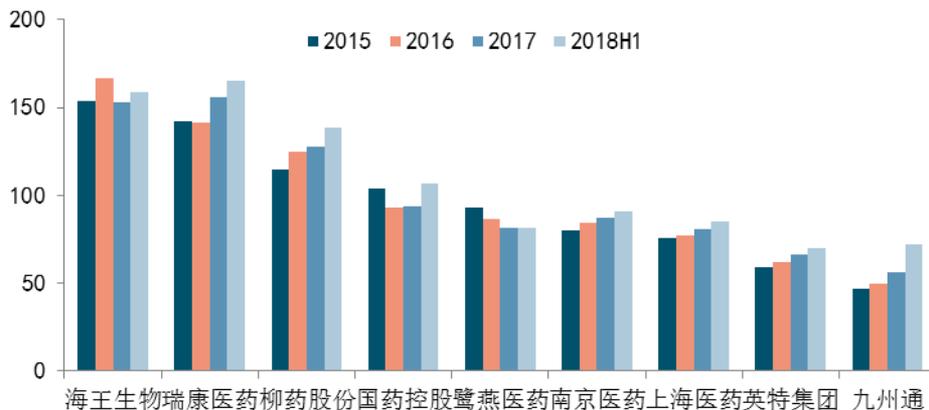
 **业绩改善点之一：内部评级系统优化管理，多方位融资改善现金流**

# 1.流通企业账期压力长期存在，资金管理能力强者优先

- 医药流通行业作为连接上游药企和下游医疗机构等终端客户的中间环节，下游支付账期普遍长于上游支付账期，医药流通企业需要大量的资金作为保障，**资金管理能力强成为医药流通企业的重要考核指标**。而两票制的执行进一步加重了资金压力，以前医药配送商可以通过多级代理的方式分摊资金压力，但在政策实行以后，中间流通环节大幅减少，医药流通企业将独自承担垫资的压力。从2015年到2018年半年度主要企业应收账款周转天数的情况来看，近两年应收账款天数均大幅增加，对医药流通企业的资金运营水平有了更高的要求。
- 从另一方面看，资金管理能力要求的提高将淘汰一些规模小、运营弱的中小企业，提高行业集中度，利好医药流通龙头企业。处于并购扩张期的龙头企业通过整合上下游产业链，规范运营制度，逐步增强对子公司的控制，同时不断拓宽融资渠道，从而提高资金运营效率。
- 从2018年半年报的数据来看，瑞康医药的资产负债率为**67%**，在同行业中处于相对较低的水平。同时，其主营业务中的器械业务账期较药品的账期更长，对资金储备和使用效率要求较高。

图：医药流通主要企业应收账款周转天数在拉长

图：2018H1医药流通主要企业资产负债率均偏高



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

## 2.引入内部评级系统，全面优化账期管理

- 为了强化账期管理和费用控制，公司的管理引入了内部评级系统。通过对子分公司实施业务评级制度，从**财务风险**和**业务发展**两个维度对子公司进行内部评级。

### 内部评级系统

#### 财务风险

- 参考穆迪、标普等国际评级机构体系方法论，建立公司内部评级体系，对200多家子公司从**业务**及**财务**能力，筛选出10个以上指标进行评级，关注子公司短期和长期的偿债能力
- 依据评级结果，对不同类型子公司提供不同资源支持，**激励各子公司调整账期，优化产品结构**，在积极完成对赌业绩的同时，在同行业竞争中力争更上游。

#### 业务发展

- 以主营业务为例，采集产业供销存数据，建立药品、器械评级体系，**反向精细化引导业务发展**。
- 从公司、上游厂商、下游医院、事业部等方面搭建7个评级制度，引导业务向更**优质**的合作伙伴倾斜，**调整产品结构，优化支付方式**。
- 预计**年底**上线现金管理平台和资产管理平台，达成业务流和资金流合一，实时掌握货品流向、时间、采购政策、回款政策、支付方式等。

# 3. 银行+发债+供应链金融，有效改善现金流

## 银行

公司通过申请银行授信的方式融资，2018年银行均扩大对瑞康的传统授信额度，其中光大银行的授信额度由5亿扩大至10亿。

截至2018年3月底，公司共获得银行授信额度合计161.16亿元，未使用额度98.43亿元，运营资金充沛。

## 发债

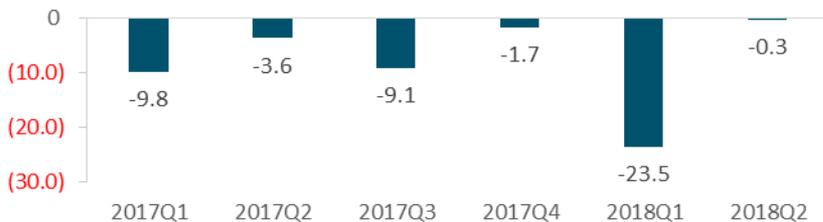
公司通过发行公司债（17年11月发行10亿，18年4月发行8.5亿）、超短融债券（采取每3-6月滚动发行4-10亿）等方式融资。

## 供应链金融

- 瑞康医药公司联合商业银行、证券公司等金融机构，将下游医疗机构签发的应收账款，作为电子支付工具，支付给上游药企、器械、IVD供应商等，使用**应收账款证券化**的方式改善现金流：2017年公司发行第一期的应收账款ABS，2018年9月，公司发行总规模12.49亿元的应收账款ABS。
- 目前，供应链金融规模在**8亿元**左右，有效减少8亿元有息负债。公司联合多家商业银行，与山东省内多家二级以上医院形成供应链金融的合作，后续将陆续在山东省内二级以上医院以及省外医院推广。
- **ABS**的成功发行有利于优化公司财务结构，减少应收账款对资金的占用，有效缓解资金压力。

- 二季度经营性现金流为**-0.34亿元**（尚未运用新的金融工具的情况下），同比环比均大幅度改善，达到2016年以来单季度最高。公司通过内部评级加强账期差和业务管理，加大回款力度，优化支付方式，综合应用供应链金融工具等措施**有效推动经营性现金流改善**，进而为上游采购争取有利条件、下游医院业务增加可选择性。

图：经营活动产生的现金流量净额



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

● **业绩改善点之二**：SAP系统上线+移动医疗平台，运营效率将大幅提升

# 1. SAP系统全面上线，精细化管理助力并购整合

图：SAP数字化平台：实时、全面透视公司业务



- 了解全国、不同大区、不同省份的营收、毛利率、事业部营收、应收应付以及运营效率

资料来源：太平洋证券研究院整理

图：公司经营分析360：5大维度立体管理公司



- 从发展能力，盈利能力，运营能力，偿债能力，辅助指标等5大维度360°管理公司。
- 通过追踪各项指标了解各项能力的情况。

➤ 瑞康医药是国内第一家全面上线SAP系统的全国性医药流通公司。SAP系统为拥有十多个模块的实时数据分析平台，从方案、制度和流程三方面细化成本费用控制、投资回报率等事前管理，对企业管理的各个模块进行整合、梳理，借助SAP系统能够动态了解各子分公司、业务线的实时业务发展状况和资金动向，从而根据数据判断资源配置是否合理，实现物流、资金流、信息流、费用流和学术流的精细化管理。SAP系统目前已在全国187家分子公司上线使用，剩余公司预计将在2018年底之前全部上线。

➤ SAP系统应用的目的在于优化资源配置，提高管理及运营效率，提升服务水平，降低企业运营成本，提高工作效率，保障医药产品供应，降低医药经营质量风险，降低监管成本和错误成本，降低外延收购及整合不及的预期风险，提高整体竞争优势，进一步提高公司的盈利能力，为公司并购、业务整合提供有力的保障。

## 2. 医疗服务信息系统全方位对接医院系统

图：瑞康医药移动医疗信息化服务板块PBM、SPD、TPA系统介绍

### PBM合理用药系统

目前为医院提供服务，未来为个人用户提供服务：

- (1) 降低辅助用药，帮助医保商控费
- (2) 展示同品种不同企业产品的性价比，帮助医保商控费
- (3) 降低用药风险，提升公司信誉

### SPD院内物流系统

区块链信息保存SPD内8大数据节点，包括收、验、拣、出、配、护、医、患基于真实院内8大步骤数据，积累丰富信用沉淀，改变传统授信方式及授信主体。金融机构通过SPD院内数据，可实现为院内消耗医用物料垫资，增加收益，创造医药流通行业供应链金融2.0模式。

### TPA第三方理赔

通过冲合的商保客户数据，能准确了解商保客户的医疗情况和市场情况，为将来切入慢病管理和常见病互联网诊疗打下基础

资料来源：公司官网，太平洋证券研究院

- 公司上市以来布局PBM、SPD、TPA、HIS等信息系统，旗下拥有5家专业软件开发公司，经过数年运营，积累大量医疗、保险理赔数据。通过对大数据的分析及应用，探索建立“临床使用、采购供应、支付理赔、疾病管理”环节的合理用药管理与服务闭环，逐步构建完整的线上、线下健康服务体系，有效整合了产业链中的药品福利管理（PBM）、院内物流（SPD）、医院信息化管理、分级诊疗、慢病管理等业务模块，自主研发医院信息化、网络化软件，致力于打造贯穿医疗机构、商保、医保、零售药店、患者的远程诊疗、处方外流的线上医药体系。
- 通过SPD系统和移动医疗信息服务系统，瑞康医药能够给医院提供综合信息化服务，为大医保定价、采购、支付提供大数据支持，为将来打造智慧型第三方服务企业打下基础。

 **业绩改善点之三：延伸上游产业链，  
挖掘高毛利增长点**

# 1. 布局中医药完整产业链，引进高端技术设备促合作

## 中医药、民族医药



- 2017年，公司收购中药饮片加工企业——井泉中药，建立信息化中药煎药中心，成立健康服务管理中心，同时建立道地药材原产地开辟种植基地。
- 2018年7月，公司和内蒙古通辽市政府、国医大师合作，投资建立蒙医药产业项目，通过建立一条集中药材种植、中药饮片研发、生产加工及销售为一体的完整产业链，从而获取中药、蒙药上游的高毛利利润，扩大市场份额，提升公司竞争力。

## 引进高端技术设备



- 公司拟与美国及欧洲多家优秀医疗器械企业展开合作，包括与英国AVO(先进肿瘤治疗股份公司)合作直线质子加速器放射肿瘤治疗系统，与德国卡尔斯鲁厄理工学院合作开发3D全自动乳腺超声诊断系统，与纳斯达克上市的以色列公司ReWalk Robotics（该公司研制帮助瘫痪者行走的外骨骼装置）开展合作，并着手准备在国内建设合资生产企业。
- 通过引进高端设备来延伸产业链，逐步增加话语权，同时提高公司利润，创造新的盈利增长点。

## 检验耗材国产替代



- 2017年10月，中央和国务院发布36项改革措施鼓励自主创新药品医疗器械的发展，CFDA积极响应，顺应政策发展方向，形成《医疗器械监督管理条例修正案（草案征求意见稿）》，鼓励国内医疗器械突破自主创新，加速国产化。
- 瑞康医药设立有包括器械研发生产事业部在内的24个利润贡献事业部，各事业部与子公司共同挖掘国产替代品及技术，同时拟设立事业部基金投资相关产品和技术，从而迎合国家政策，积极向上游高毛利产品进军。

# 盈利预测与投资建议

# 盈利预测与投资建议

表：瑞康医药业务拆分及盈利预测

百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	15,619	23,293	32,845	42,767	54,364
YOY	60%	49%	41%	30%	27%
药品	12,668	15,891	19,387	22,683	26,312
YOY	46%	25%	22%	17%	16%
器械	2,899	7,333	13,362	19,956	27,877
YOY	176%	153%	82%	49%	40%
器械-检验		4,273	7,905	11,858	16,601
YOY			85%	50%	40%
器械-介入		1,733	3,206	4,809	6,733
YOY			85%	50%	40%
器械-普耗及器械配送		583	875	1,224	1,653
YOY			50%	40%	35%
器械-其他产品线		744	1,376	2,065	2,890
YOY			85%	50%	40%
移动医疗	20	33	56	84	126
YOY	82%	65%	70%	50%	50%
其他	32	36	40	44	49
YOY	78%	13%	12%	10%	10%
毛利率	15.67%	18.44%	20.76%	21.49%	21.56%
归母净利润	591	1,008	1,304	1,631	2,044
YOY	150.39%	70.66%	29.39%	25.02%	25.34%
EPS	1.01	0.67	0.87	1.08	1.36
PE	32	20	10	8	6

资料来源：wind，太平洋证券研究院

## ➤ 核心假设：

1) 药品增速在医保控费及集采趋势下进一步放缓，18-20年分别为22%、17%、16%；器械配送板块检验及介入为高毛利板块，未来三年高速增长，分别为85%、50%、40%，普耗及配送增速次之，分别为50%、40%、35%。

2) 18年下半年整合效应显现，毛利率将呈现上升态势。

## ➤ 盈利预测：

预计2018-2020年EPS分别为0.87、1.08、1.36元/股，对应PE分别为10、8、6倍。器械占比和省外占比的提升带来业绩提速及盈利水平的大幅提升，议价能力提升及金融工具的运用将带来现金流的持续改善，维持“买入”评级。

## ➤ 风险提示：

省外并购标的业绩不及预期，器械两票制政策推进低于预期。

# 太平洋医药团队介绍

**杜佐远：**太平洋医药行业首席分析师，8年以上医药卖方、买方研究和投资经验。浙江大学制药工程学士，上海财经大学金融学硕士。曾任职国信证券医药分析师4-5年、诺安基金医药研究&投资3年，2017年10月加入太平洋证券。前瞻、深入、靠谱，善于底部挖掘成长大牛股和拐点型公司&细分板块投资机会，伴随公司中长期成长。

**蔡明子：**太平洋医药行业分析师，3年医药行业研究经验。澳门科技大学金融硕士，曾任职民生证券医药分析师，2018年4月加入太平洋证券，重点覆盖医疗服务、零售药店、商业批发等板块，深入产业链调研，研究深入扎实。

**苑建：**太平洋医药行业分析师，2年医药行业研究经验。香港理工大学药学博士，曾任职渤海证券医药分析师，2017年11月加入太平洋证券，重点覆盖创新药、新型疫苗等板块，研究深入扎实。

**彭波：**太平洋医药行业分析师，2年医药行业研究经验。华南理工大学生物医学工程硕士。曾任职前海联合基金医药&化工分析师，2017年12月加入太平洋证券，重点覆盖医疗器械、创新药、原料药等板块，研究兼具深度和广度。

**王斌：**太平洋医药行业分析师，2年医药行业研究经验。北京大学药物化学专业博士。曾任职渤海证券医药行业分析师，2018年4月加入太平洋证券，重点覆盖创新药、仿制药等板块，研究深入扎实。

**云天洋：**太平洋医药行业助理分析师，英国拉夫堡大学金融硕士，2018年6月加入太平洋证券，重点覆盖医疗服务等板块，具备较为丰富的医疗产业资源，同时协同组内成员开展工作。

# 投资评级说明

## 投资评级说明

### ■ 行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

### ■ 公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

# 重要声明



## 研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话: (8610)88321761/88321717

传真: (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。