

公司深度
瑞康医药 (002589)
医药生物 | 医药商业
全国布局已完成，整合提速再次腾飞

2019年01月02日

评级 推荐

评级变动 维持

合理区间 10-13元
交易数据

当前价格(元)	6.97
52周价格区间(元)	6.66-16.39
总市值(百万)	10487.83
流通市值(百万)	7560.09
总股本(万股)	150471.05
流通股(万股)	108466.13

涨跌幅比较


%	1M	3M	12M
瑞康医药	-14.16	-30.23	-47.92
医药商业	-12.84	-21.2	-32.28

陈博

 执业证书编号: S0530517080001
 chenbo@cfzq.com

李侃

likan@cfzq.com

分析师

0731-84403422

研究助理

预测指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	15618.67	23293.62	33244.48	40515.67	48407.20
净利润(百万元)	590.76	1008.21	1171.17	1380.14	1630.35
每股收益(元)	0.39	0.67	0.78	0.92	1.08
每股净资产(元)	4.57	5.19	5.89	6.72	7.69
P/E	17.17	10.06	8.66	7.35	6.22
P/B	1.48	1.30	1.14	1.00	0.88

资料来源: 贝格数据, 财富证券

投资要点:

- 公司成长为全国性商业企业，器械业务成为新的增长点。**瑞康医药经过三年规划已基本完成全国战略布局，通过“并购+合伙人”模式打造遍布全国的销售网络；公司已经成长为向全国医疗机构直销药品、医疗器械、医用耗材，同时提供医疗信息化服务、医院管理咨询服务、院内物流服务和医院后勤服务的综合服务商。公司器械业务涵盖检验试剂、介入类、骨科类、普通耗材、医护类等9大类产品，其中检测试剂与介入类产品的业绩表现突出。2015年在公司启动以控股收购医疗器械公司为主的全国扩张战略后，器械板块业务规模持续快速扩张，2018年上半年公司器械业务实现收入57.74亿元，增速达139%；2017年，器械业务收入占比达32%，预计2018年器械业务占比将达到38%左右。
- 经营性现金流持续改善。**自2016年公司快速扩张业务规模起，公司经营性现金流一直表现不佳，但自2018年二季度以来，公司通过加强账期管理，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，而随着下游市场份额的增加，公司在向上游采购争取有利条件及向下游客户业务谈判能力持续提升，回款能力不断提高，公司经营性现金流第三季度出现明显好转，单季度经营性现金流净额达14.98亿元，预计公司后续经营性现金流有望持续好转。
- 盈利预测与评级。**我们预计随着公司放缓并购节奏，公司业绩将进入稳定增长期，因此我们对公司业绩增速做了调整，预计公司2018-2020年销售收入分别为332/405/484亿元，净利润分别为11.7/13.2/14.9亿元，EPS分别为0.78/0.92/1.08元，对应当前股价的PE分别为8.66/7.35/6.22倍。考虑医药流通行业平均估值、行业政策趋势及公司市场前景，给予公司2019年11-14倍PE，合理价格区间为10-13元，维持公司“推荐”评级。
- 风险提示:** 政策变动，并购整合不及预期。

内容目录

1 从地方到全国，公司成长为全国性商业企业	4
2 全国布局战略完成，业务结构优化	6
2.1 公司完成“三年战略规划”，业务遍布全国.....	6
2.2 “山东模式”推广全国，打造“省平台+事业部”销售网络.....	7
3 业务结构优化，器械成为公司未来业绩主要增长点	8
3.1 省外收入高速增长，业务结构多元化.....	8
3.2 深耕器械业务，长期成长可期.....	9
4 多管齐下优化资产结构，提升经营质量	12
4.1 公司负债水平适中，资产结构优化.....	12
4.2 经营性现金流表现好转.....	13
4.3 建立财务中心，精细资金需求.....	14
4.4 全面上线 SAP 系统，管理质量大幅提升.....	15
5 估值分析与盈利预测	15
6 风险提示	17

图表目录

图 1：瑞康医药历史沿革.....	4
图 2：瑞康医药股权结构.....	5
图 3：2011-2018Q3 公司收入及增速.....	5
图 4：2011-2018Q3 公司归母净利润及增速.....	5
图 5：2011-2018Q3 瑞康医药盈利能力.....	5
图 6：2015-2017 年公司业务布局.....	6
图 7：瑞康医药“并购+合伙人”优势.....	7
图 8：2013-2018Q3 瑞康医药商誉及其资产占比.....	7
图 9：瑞康医药“省平台”与“事业部”网络.....	8
图 10：2011-2018H 公司各地区收入及增速.....	8
图 11：2011-2018H 公司山东省收入占比.....	8
图 12：2013-2017 年药品、器械收入占比及毛利率.....	9
图 13：2013-2018H 公司药品、器械收入及增速.....	9
图 14：2015-2017 年公司器械收入明细.....	9
图 15：2017 年公司器械业务明细.....	9
图 16：2011-2022 医疗器械市场规模.....	10
图 17：2007-2015 年我国医疗器械生产企业数量.....	10
图 18：2007-2015 年我国医疗器械经营企业数量.....	10
图 19：瑞康医药全产业链布局示意图.....	12
图 20：2018Q3 医药流通公司资产负债率.....	12
图 21：2016-2018 年瑞康医药单季度现金流量表.....	14
图 22：瑞康医药财务中心业务.....	14
图 23：瑞康医药 SAP 模块概图.....	15

表 1：2016-2018.09 各省份或地区耗材“两票制”执行情况.....	11
---	----

表 2: 瑞康医药数次发行的债券.....	13
表 3: 瑞康医药各业务盈利预测.....	16

1 从地方到全国，公司成长为全国性商业企业

瑞康医药集团股份有限公司成立于 2004 年，于 2011 年在深交所上市。成立早期，公司业务聚焦于山东省，核心业务以针对规模以上医院及基础医疗市场的药品直销为主，商业分销为辅。2009 年，公司在中国医药商业协会公布的全国医药商业百强排名中进入全国 50 强，销售收入位列第 38 位，在山东省医药商业销售规模位列第三位。2011 年，公司基本实现山东省高端市场全覆盖，与省内 90% 以上二级医院建立合作关系；2012 年，公司不断开拓终端客户，各级别终端开户数量达 3871 家，并涉足医疗器械直销配送业务；2015 年，公司启动为期三年的全国布局战略；2018 年，公司已基本完成全国战略布局，通过“并购+合伙人”模式打造遍布全国的销售网络。公司已经成长为向全国医疗机构直销药品、医疗器械、医用耗材，同时提供医疗信息化服务、医院管理咨询服务、院内物流服务和医院后勤服务的综合服务商。

图 1：瑞康医药历史沿革



资料来源：公司公告，财富证券

股权结构稳定，高管增持、引入战略投资者看好公司长远发展。公司股权结构稳定，实际控制人为公司创始人韩旭、张仁华夫妇，合计持有公司 32.21% 股份，大股东看好公司长期发展，至今未在二级市场大额减持。2009 年，公司在上市之前引入了外国投资者 TB Nature Limited，成为公司第三大股东；2018 年初，公司引入了战略投资者招商局和红杉资本，其中隶属招商局的招商慧泽与实际控制人韩旭、张仁华签订协议成为一致行动人，红杉资本则是转接汇添富基金持有的公司部分股权。2018 年初至今，基于对公司未来发展前景的信心和对公司长期投资价值的认同，由公司高管发起成立的烟台悦信投资中心（有限合伙）数次在二级市场增持公司股份，截至 2018 年三季度报累计增持 1.4% 股份。

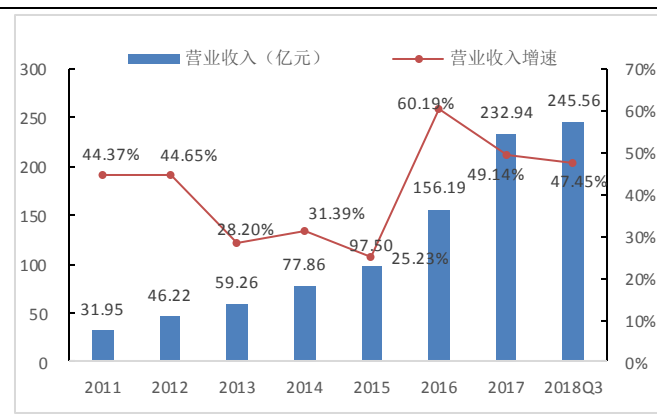
图 2：瑞康医药股权结构



资料来源：公司公告，财富证券

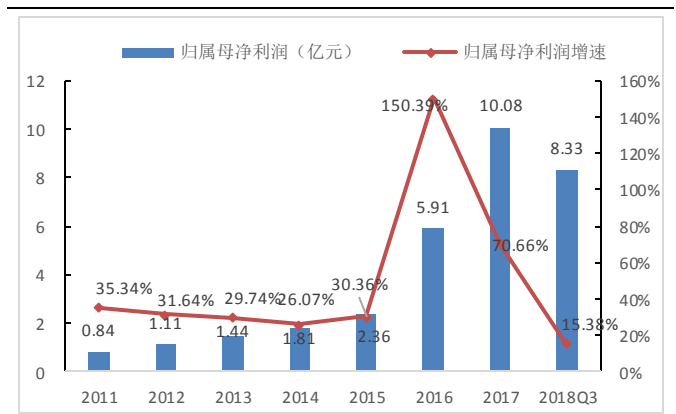
上市以来公司业绩高速增长，盈利能力不断提升。2018 年前三季度，公司实现收入 245.56 亿元，同比增长 47%，实现归母净利 8.33 亿元，扣除一次性影响因素后，增速超过 40%。上市以来公司业务规模迅速扩大，2011 年至 2017 年，收入端复合增速达 40%，归母净利润复合增速超过 50%。公司在实现业绩快速增长的同时，销售毛利率与净利润率也持续提升，在 2015 年以后公司销售毛利率与净利润率均高于板块平均水平。

图 3：2011-2018Q3 公司收入及增速



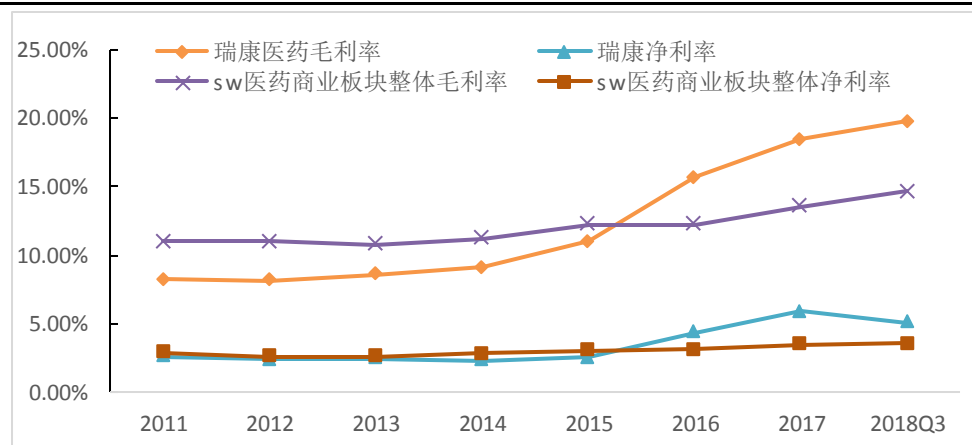
资料来源：公司公告，财富证券

图 4：2011-2018Q3 公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告，财富证券

图 5：2011-2018Q3 瑞康医药盈利能力



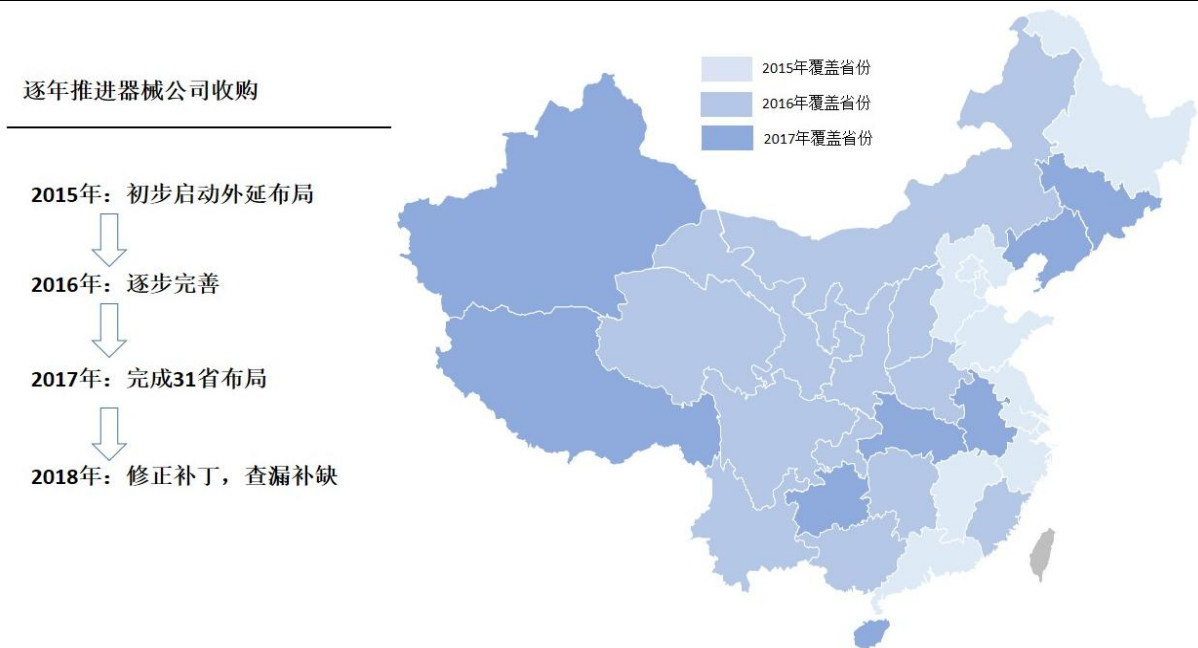
资料来源：wind，财富证券

2 全国布局战略完成，业务结构优化

2.1 公司完成“三年战略规划”，业务遍布全国

2015年，公司做出三年完成全国30个省份（自治区、直辖市）设立控股公司、完成全国市场覆盖的战略规划，公司并购主要以控股收购医疗器械公司为主，收购药品经营公司为辅；同年下半年，公司启动再融资计划，募集资金31亿元助力公司实施全国范围并购战略；公司在2017年顺利完成31个省份或地区布局，截止至2018年上半年，累计并表162家子公司；2018年公司进入查漏补缺阶段，后期并购速度将放缓，转而注重内生成长。

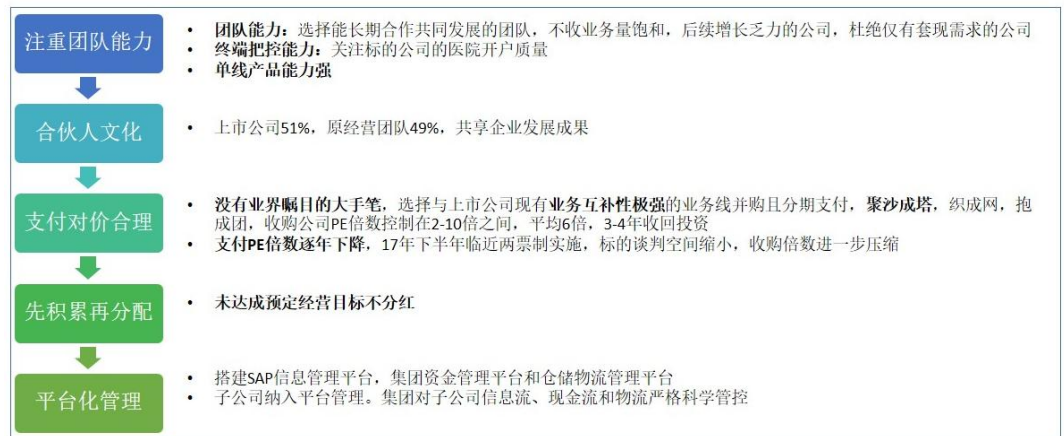
图 6：2015-2017 年公司业务布局



资料来源：公司公告，财富证券

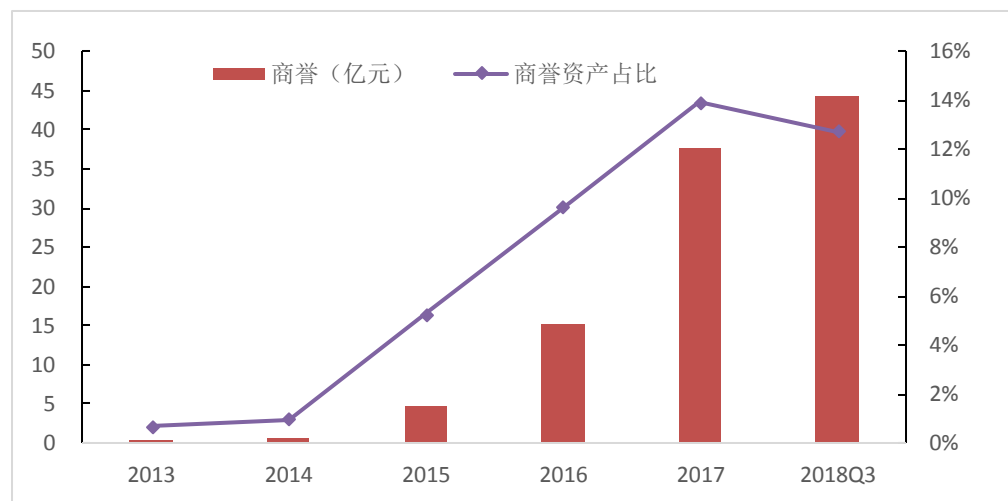
“并购+合伙人”模式降低公司快速并购风险。公司通过“并购+合伙人”模式打造遍布全国的营销采购网络，被并购企业大多呈现小而美、专业性强、营销能力突出的特点，在细分领域具备独特优势，能够较快融入瑞康体系，聚沙成塔，与公司现有业务条线形成合力，同时为集团各事业部的搭建贡献宝贵的专业人力资源。同时，“并购+合伙人”的模式还可以大幅降低公司商誉减值风险，一方面，在并购时采取上市公司控股51%，原经营团队控股49%的方式，可实现上市公司与经营团队共享被并购后企业未来发展成果的双赢局面；另一方面，公司采取低PE倍数并购原则，被并购公司的PE平均在6倍左右，3至4年可收回投资；而且公司还采取了分段支付方式：股权对价款分4次、3年支付，并设置3年业绩对赌期，每年对赌业绩利润完成指标才能按比例获得当年的股权对价款。基于以上合理的收购方式，虽然公司商誉在2015年之后大幅增加，但商誉减值损失规模非常小，截至2018年前三季度，公司商誉为44.28亿元，在总资产中占比为12.75%，累计商誉减值损失为2778万元，商誉减值损失风险可控。

图 7：瑞康医药“并购+合伙人”优势



资料来源：公司公告，财富证券

图 8：2013-2018Q3 瑞康医药商誉及其资产占比



资料来源：公司公告，财富证券

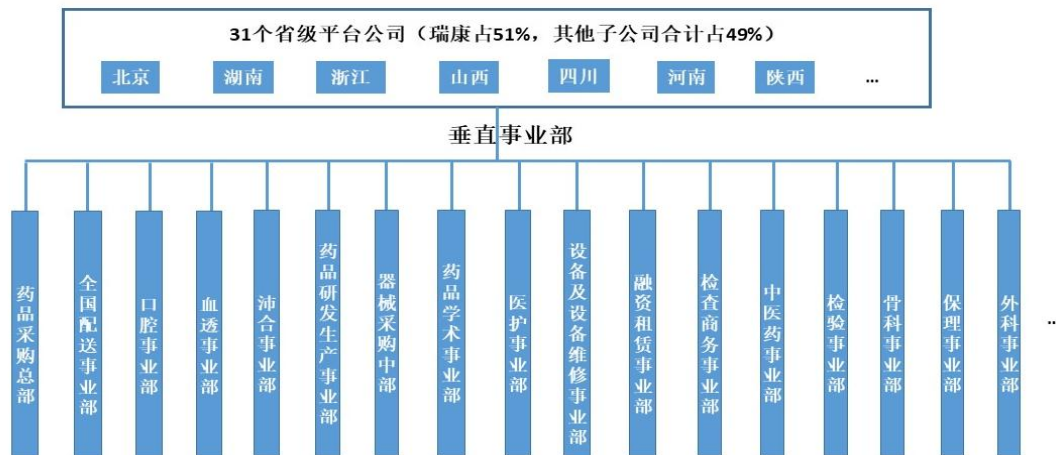
2.2 “山东模式”推广全国，打造“省平台+事业部”销售网络

医药商业企业的业务模式主要有：直销业务模式、分销业务模式、快批业务模式，代理业务模式和第三方物流业务模式，在我国医药商业发展历程中，分销与快批是大多数医药商业企业的选择，也是以前的主流模式，而瑞康医药在创业之初则选择直销业务模式作为核心，避免与主流医药商业公司正面竞争。2014 年公司在巩固药品直销核心业务基础上，向医疗器械市场拓展，经过多年快速发展、规模的持续扩张后，基本确立了山东省医药、器械流通行业的龙头地位，截至 2017 年底，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%。

“省平台+事业部”销售网络带动业务共振。公司通过三年并购搭建 31 个省平台公司，省平台公司一方面负责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，

实现“两票制”政策背景下的“两次开票”；另一方面省平台可以通过配置各业务线，提高对平台公司范围内医院服务内容，快速复制“山东”模式。与此同时，公司还组建了23个大事业部，事业部可通过各省平台，增强各业务线的全国覆盖范围，并加强各事业部与上游谈判能力及下游医院渗透能力，从而提升各事业部销售金额及利润率。

图 9：瑞康医药“省平台”与“事业部”网络



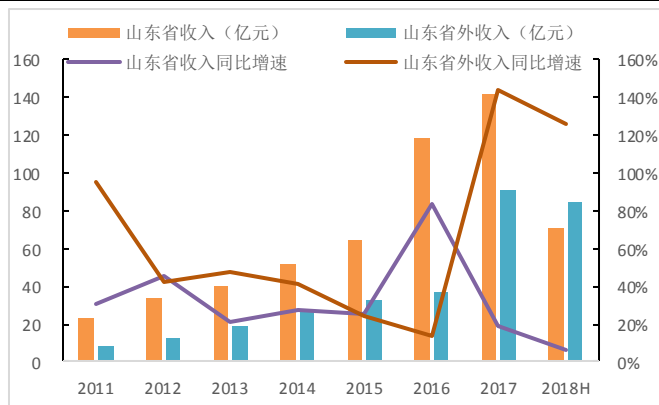
资料来源：公司公告，财富证券

3 业务结构优化，器械成为公司未来业绩主要增长点

3.1 省外收入高速增长，业务结构多元化

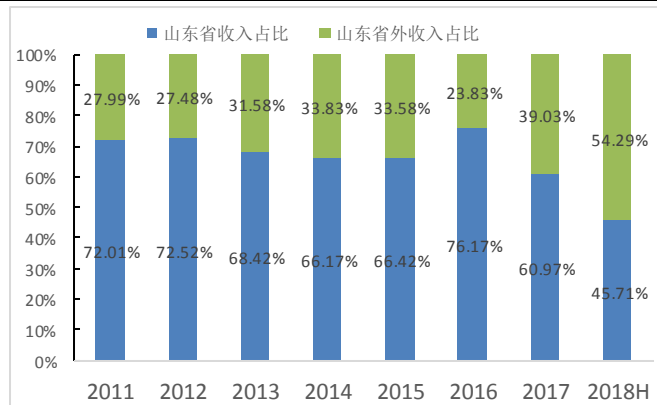
上市初期，公司业务以山东地区为主，省内业务占比达 72%，省外业务虽也有布局，但长期增速整体保持平稳，省外业务占比相对稳定，维持在 30%左右。在 2015 年公司启动全国并购战略之后，山东省外业务开始提速，2016 年省外业务增速达 144%，省外业务占比也不断提升；2018 年上半年，省外业务保持快速增长，增速达 125%，其收入占比已经超过 50%；2018 年底，我们预计省内业绩增速在 25%左右，省外增速超过 30%，省外业务占比依然有望维持在 50%以上，省外业务已成为公司未来发展的重点。

图 10：2011-2018H 公司各地区收入及增速



资料来源：公司公告，财富证券

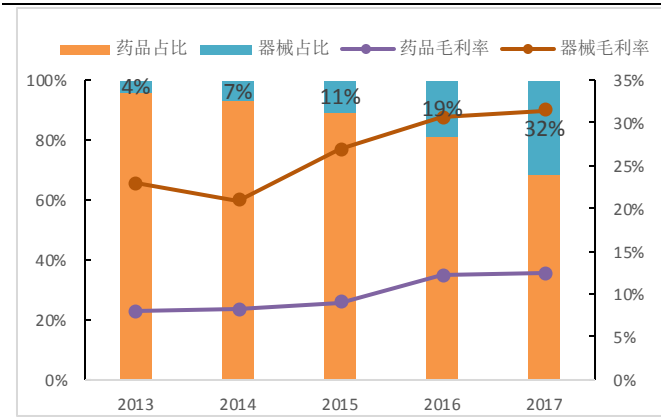
图 11：2011-2018H 公司山东省收入占比



资料来源：公司公告，财富证券

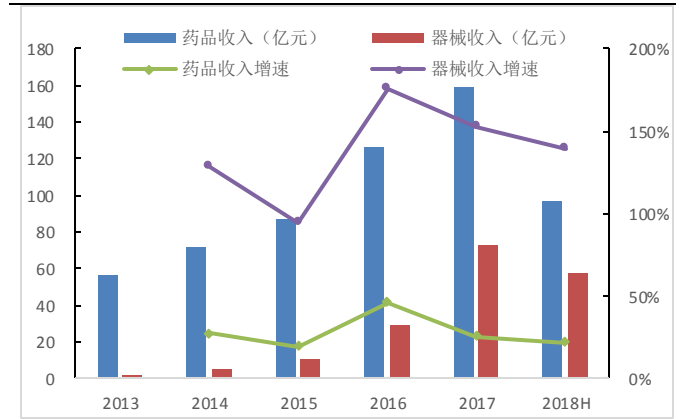
器械业务快速扩张,成为公司新的业绩增长点。从2014年公司涉足器械直销业务后,公司器械业务就保持快速增长,2015年在公司启动以控股收购医疗器械公司为主的全国扩张战略后,器械板块业务规模持续快速扩张,2018年上半年公司器械业务实现收入57.74亿元,增速达139%;2017年,器械业务收入占比达32%,预计2018年器械业务占比将达到38%左右。高毛利率的器械业务规模的迅速增长,带动了公司整体毛利率提升。

图 12: 2013-2017 年药品、器械收入占比及毛利率



资料来源:公司公告,财富证券

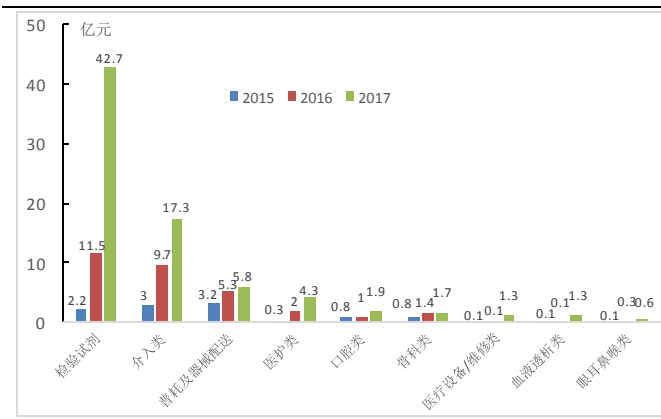
图 13: 2013-2018H 公司药品、器械收入及增速



资料来源:公司公告,财富证券

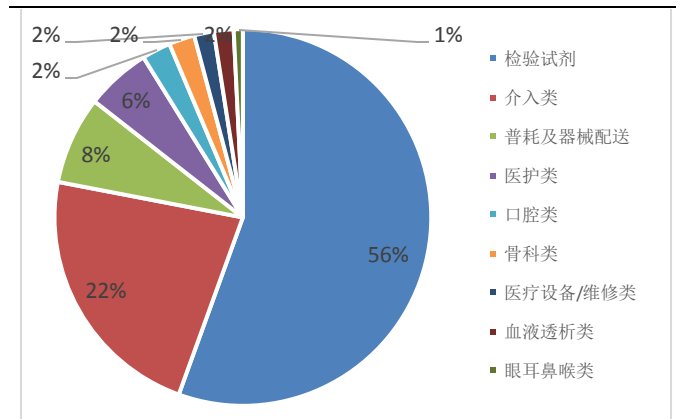
器械业务全面突围,IVD 与介入类产品仍是核心。公司器械业务涵盖检验试剂、介入类、骨科类、普通耗材、医护类等 9 大类产品,其中检测试剂与介入类产品的业绩表现突出。2017 年,公司检测试剂业务实现收入 42.7 亿元,同比增长 271%,介入类产品实现收入 17.3 亿元,同比增长 78%,检测试剂与介入类业务合计占器械板块总收入比重达 78%;其余业务如医护类、口腔类、骨科类产品的业务规模虽然尚小,但同样保持快速增长。目前,公司 IVD 板块已完成全国销售网络布局,覆盖 30 个省份,与 52 个厂家达成合作协议,经销产品数量达 10000 个品规,下游客户数量多达 5000 余家。

图 14: 2015-2017 年公司器械收入明细



资料来源:公司公告,财富证券

图 15: 2017 年公司器械业务明细



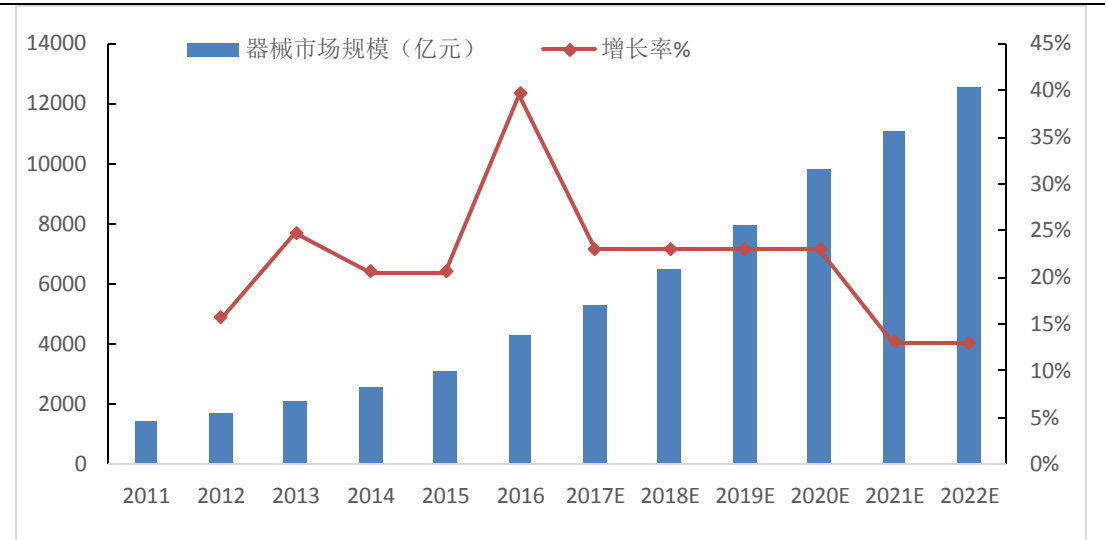
资料来源:公司公告,财富证券

3.2 深耕器械业务,长期成长可期

器械市场规模快速增长,流通领域整合空间大。随着我国经济发展和我国居民医疗消费的增长,我国医疗器械工业的销售收入保持较快增长,医疗器械市场规模由 2011 年

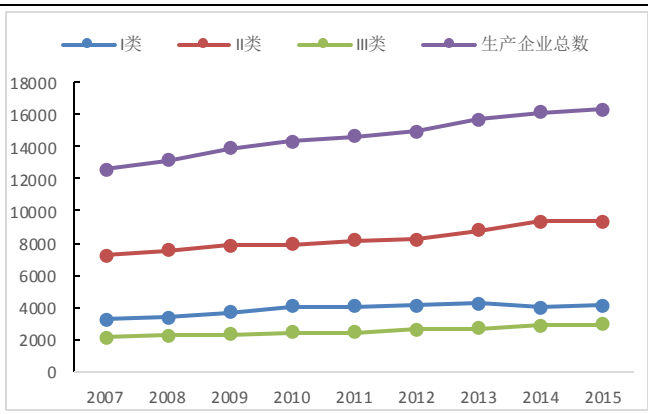
1470 亿元增长至 2016 年的 4300 亿元，复合增长率达 21% 左右。预计未来 3-5 年我国医疗器械行业仍将保持 20% 以上增长速度。在医疗器械产业链中，器械商业流通环节作为连接医疗器械生产厂商与各级医疗机构的纽带，起到承上启下的重要作用，虽然我国医疗器械市场规模实现了快速增长，但由于过去缺乏医疗器械 GSP 规范，市场准入门槛低，器械经销商数量庞大，2015 年我国医疗器械经营企业数量超过 16 万家，行业整体面临整合。

图 16：2011-2022 医疗器械市场规模



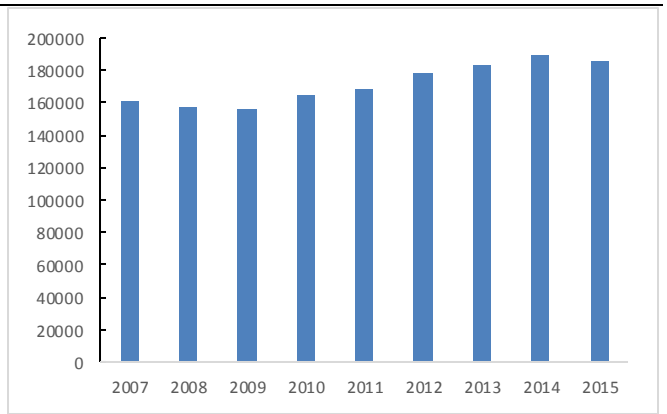
资料来源：商务部，中国医药物资协会，财富证券

图 17：2007-2015 年我国医疗器械生产企业数量



资料来源：NMPA，财富证券

图 18：2007-2015 年我国医疗器械经营企业数量



资料来源：NMPA，财富证券

两票制政策倒逼行业变革，公司已提前布局。2016 年 4 月，国务院办公厅印发《关于深化医药卫生体制改革 2016 年重点工作任务的通知》，《通知》明确提出“两票制”概念，指出综合医改试点省份要在全省范围内推行“两票制”，积极鼓励公立医院综合改革试点城市推“两票制”。截至 2018 年 9 月份，已有 21 个省份或地区开始执行耗材两票制政策。随着耗材“两票制”逐步推进，器械行业迎来巨大变革契机，大量小型器械经销商恐被淘汰，行业集中度将向药品考虑，而瑞康医药已完成提前布局，有望长期受益。

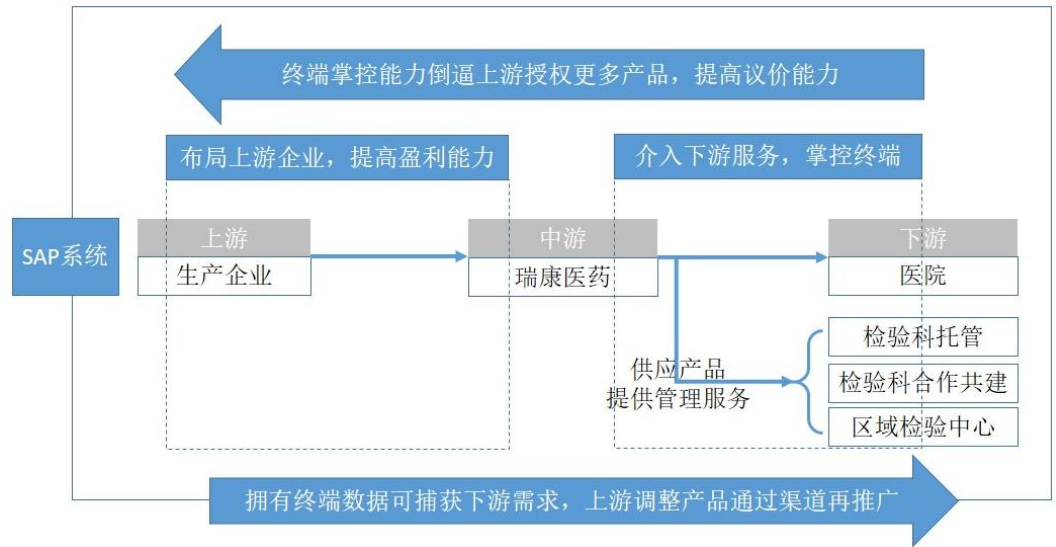
表 1：2016-2018.09 各省份或地区耗材“两票制”执行情况

省份	发布日期	政策名称
河北	2016 年 6 月	《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》
宁夏	2016 年 8 月	《宁夏回族自治区综合医改试点意见》
福建	2016 年 10 月	《关于进一步打击骗取医疗保障基金和侵害患者权益行为的通知》
陕西	2017 年 1 月	《关于深化药品耗材供应保障体系改革的通知》
海南	2017 年 1 月	《海南省公立医疗机构药品、高值医用耗材采购“两票制”实施细则》
辽宁	2017 年 2 月	《辽宁省医用耗材和检验检测试剂阳光采购实施方案》
黑龙江	2017 年 4 月	《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》
青海	2017 年 4 月	《关于开展请还是 2016 年度公立医疗机构一般医用耗材挂网采购工作的通知》
天津	2017 年 5 月	《天津市公立医疗机构药品和医用耗材采购推行“两票制”实施方案(征求意见稿)》
安徽	2017 年 11 月	《安徽省公立医疗机构医用耗材采购“两票制”实施方案征求意见稿》
湖北	2017 年 12 月	《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》
内蒙古	2018 年 3 月	《2018 年全区药政工作要点》
江西	2018 年 4 月	《2018 年全省药政工作要点》
甘肃	2018 年 6 月	《关于进一步巩固破除以药补医成果持续深化公立医院综合改革的实施意见》
湖南	2018 年 7 月	《湖南省深化医药卫生体制改革 2018 年重点工作任务的通知》
广东	2018 年 7 月	《关于巩固破除以药补医成果进一步深化公立医院综合改革的的通知》
四川	2018 年 7 月	《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》
广西	2018 年 7 月	《关于进一步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》
西藏	2018 年 6 月	《关于征求《西藏自治区公立医疗卫生机构医耗材和体外诊断试剂集中采购实施方案(试行)》意见的通知》
贵州	2018 年 8 月	《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》
云南	2018 年 9 月	《云南省阜外心血管病医院医用耗材和药品采购方式改革试点方案》

资料来源：各省市政府网站，财富证券

布局上游掌控终端，打造平台型企业。公司已基本完成器械业务的全国布局，2018 年开始全面整合上游渠道，在集团层面与每个上游品牌展开价格谈判，通过集团将采购的耗材及试剂分销到各子公司，为此公司今年成立了全国商务部与市场部。公司为了应对市场及政策压力，在全国范围布局了第三检验与病理实验室，以协助用户解决分级诊疗业务的开展来换取市场份额稳定增长，并建立从实验室设计装修到整体流程的优化管理的完善的、一体化综合学术服务体系，全面提升客户服务质量。未来公司将参股设立投资基金用于投资检验上游企业以降低成本，保证企业利润端增长；公司还计划与国内外知名企业合作开发新产品以保证器械板块的长期发展。

图 19：瑞康医药全产业链布局示意图



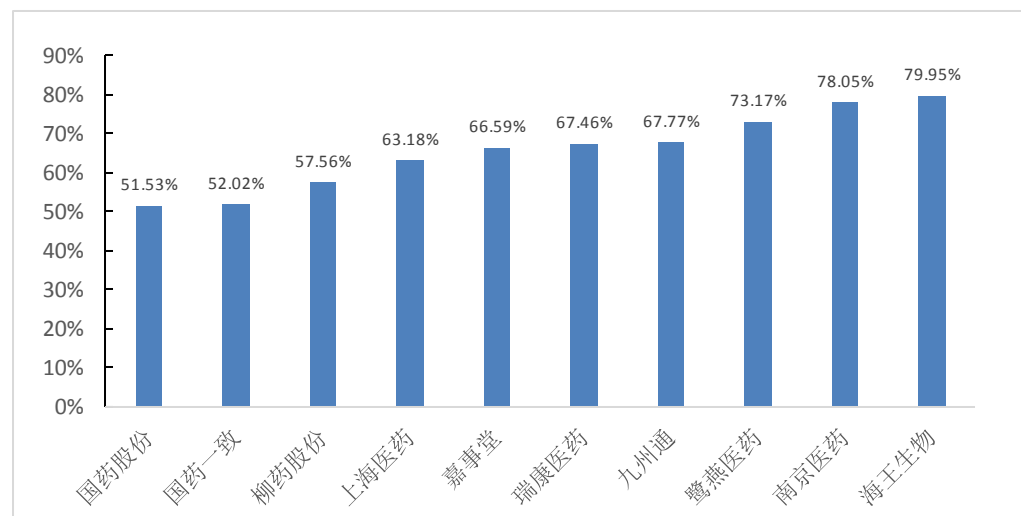
资料来源：公司公告，财富证券

4 多管齐下优化资产结构，提升经营质量

4.1 公司负债水平适中，资产结构优化

截止 2018Q3，公司资产负债率为 67.46%，相比 2015 年至 2017 年，资产负债率有所提升，但与同行业相比，仍处于相对适中比例。随着公司业务规模快速扩大，形成阶段性资金需求，公司积极探索多种融资手段以缓解公司资金端压力，先后发行两期公司债募资 18.5 亿元，及数期超短期融资债券募资 67 亿元；而且公司为了改善资产结构，提高资产利用率，还先后发行两期应收账款资产证券化（ABS）共计 24 亿元左右；此外，公司尚有 20 亿额度永续债、16 亿额度 ABN 待发行，而基于公司良好信用，各大银行均扩大对瑞康传统授信额度，如光大银行将额度从 5 亿提升至 10 亿元等，我们认为诸多融资手段已基本满足公司业务拓展所需资金。

图 20：2018Q3 医药流通公司资产负债率



资料来源：wind，财富证券

表 2：瑞康医药数次发行的债券

证券代码	证券名称	发行日期	到期日期	票面利率 (当期)%	证券类别	发行规模(亿)
011802373.IB	18 瑞康医药 SCP006	2018-12-03	2019-09-01	7	超短期融资债券	6
011801880.IB	18 瑞康医药 SCP005	2018-11-22	2019-05-25	6.2	超短期融资债券	4
112676.SZ	18 瑞康 01	2018-04-18	2021-04-19	6.8	一般公司债	8.5
011800635.IB	18 瑞康医药 SCP004	2018-04-09	2018-12-07	6.3	超短期融资债券	10
011800418.IB	18 瑞康医药 SCP003	2018-03-13	2018-11-15	6.25	超短期融资债券	7
011800322.IB	18 瑞康医药 SCP002	2018-03-05	2018-09-03	5.98	超短期融资债券	4
011800151.IB	18 瑞康医药 SCP001	2018-01-25	2018-04-26	5.95	超短期融资债券	6
112596.SZ	17 瑞康 01	2017-10-17	2020-10-18	5.7	一般公司债	10
011761061.IB	17 瑞康医药 SCP002	2017-08-23	2017-09-24	5.48	超短期融资债券	20
011754131.IB	17 瑞康医药 SCP001	2017-08-18	2017-09-20	5.54	超短期融资债券	10
139104.SZ	18 瑞康 B	2018-08-30	2020-10-12	7.4	证监会主管 ABS	1.25
139105.SZ	18 瑞康次	2018-08-30	2020-10-12	0	证监会主管 ABS	1.00
139103.SZ	18 瑞康 A	2018-08-30	2020-10-12	6.2	证监会主管 ABS	10.24
116751.SZ	17 瑞康 A	2017-11-24	2020-05-07	5.7	证监会主管 ABS	9.86
116754.SZ	17 瑞康次	2017-11-24	2020-05-07	0	证监会主管 ABS	0.85
116752.SZ	17 瑞康 B	2017-11-24	2020-05-07	6.5	证监会主管 ABS	1.21
116753.SZ	17 瑞康中	2017-11-24	2020-05-07	6.6	证监会主管 ABS	0.18

资料来源：wind，财富证券

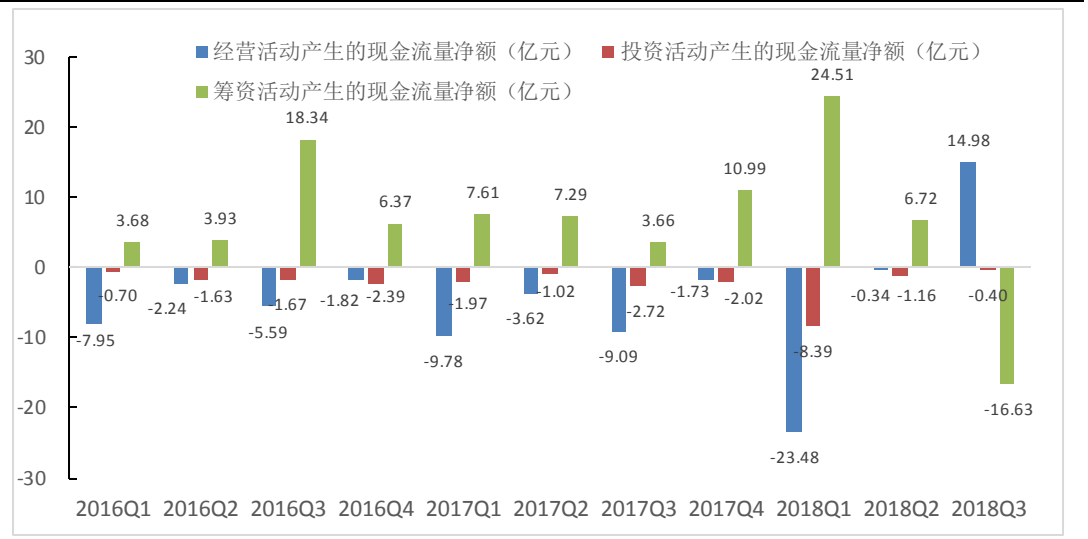
创新供应链金融业务落地，有望改变重资本模式。 供应链金融是对供应链的某个环节或全链条提供定制化的金融服务，通过整合信息、资金、物流等资源，达到提高资金使用效率、为各方创造价值和降低风险的作用。瑞康医药现已与多家商业银行启动供应链金融合作，将下游医院签发的应收账款化为电子支付结算工具支付给上游药企、器械、IVD 生产商等，实现应收应付同时出表，从而减少对运营现金需求。2018 年 10 月 31 日，瑞康医药与民生银行在京签署合作协议，联手打造的医药商业供应链金融创新模式顺利落地，双方系统全流程对接后，将实现供销合同和发票数据的实时交互传输，并自动将瑞康医药的应收账款入池，“兑换”为可放款额度，相比传统交易流程 3-6 个月回款账期，缓解传统医药流通行业供应链中应收账款过长、资金回流缓慢等问题。未来公司有望通过不断升级供应链金融的合作模式，形成以高运营效率为核心竞争力，有可能转变当前重资本模式，转而向“轻资本、重服务”模式发展。

4.2 经营性现金流表现好转

自 2016 年公司快速扩张业务规模起，公司经营性现金流一直表现不佳，2018 年一季度公司经营性现金流净额达-23.48 亿元，我们认为这一方面是由于一季度并表了 30 家公司及受春节假期影响应收账款回款速度较慢，还有就是公司加大针对上游一些强势品种的预付款及部分医院的质保金和招标保证金。自 2018 年二季度以来，公司通过加强账期差管理，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，而下游市场份额的增加对于上游采购争取有利条件、下游医院业务的可

选择性等方面的正面影响已逐渐显示，公司第三季度已出现明显好转，单季度经营性现金流净额达 14.98 亿元，我们预计公司后续经营性现金流有望持续好转。

图 21：2016-2018 年瑞康医药单季度现金流量表

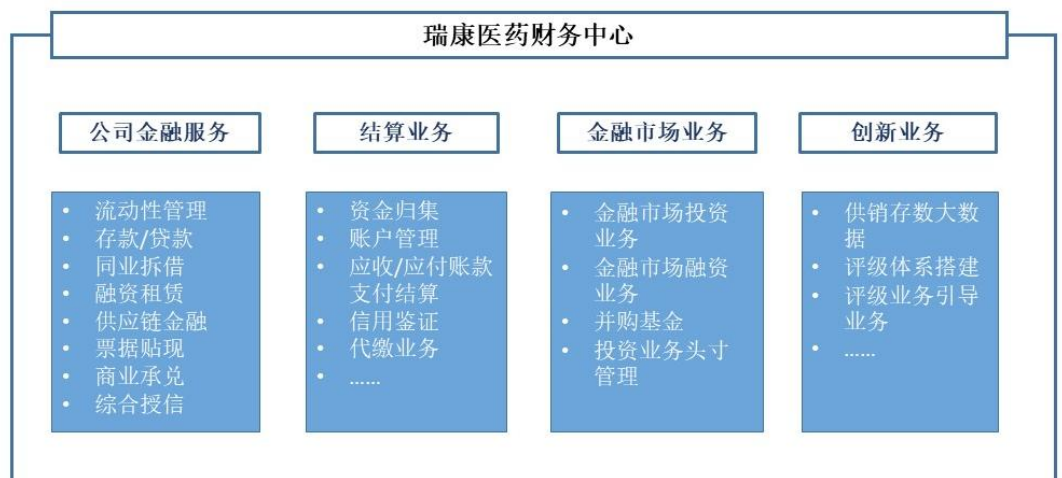


资料来源：wind，财富证券

4.3 建立财务中心，精细资金需求

为了进一步完善资金管理体系，公司建立内部财务中心，以精细化集团整体及子公司资金需求，提升资金使用效率。瑞康财务中心包括公司金融服务、结算业务、金融市场业务、创新业务四大板块，可提供全流程金融解决方案及优质、便捷、个性结算产品，加强资金集中管理，加快各子公司资金周转速度，还可通过采集产业供销存数据，建立药品、器械评级体系，实现精细化管理以引导公司业务发展。公司的精细化资金管理，有望提高集团整体的资金使用效率，有效抵御行业竞争格局变化及政策调整带来资金缺口风险，而公司通过实现“穿透式”管理能够进一步掌握行业数据，可将原有的业务需求导向模式转变为“产业+金融+科技”综合数据引导业务发展。

图 22：瑞康医药财务中心业务



资料来源：企业宣传册，财富证券

4.4 全面上线 SAP 系统，管理质量大幅提升

SAP 是全世界排名第一的 ERP 软件，已在各行各业中得到广泛应用，为 20 多个行业提供融合了各行业“最佳业务实践”的行业解决方案。公司是国内全国性医药商业公司中第一家全面上线 SAP 系统的，公司从 2017 年开始全面上线 SAP 系统，实现了全国一盘棋，实现物流、资金流、信息流、商流的一体化管理。预计 2018 年公司所有子公司将全部上线 SAP 系统，母公司依靠信息化系统提供的数据支持，可对药品、医疗器械各产品线不同销售模式进行精细化、信息化管理，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，从而有效加强了对子分公司的内部控制管理，提升了公司的管理质量。据此，公司引入了内部评级系统，将更加注重稳健内生发展。

图 23：瑞康医药 SAP 模块概图



资料来源：公司公告，财富证券

5 估值分析与盈利预测

公司目前已经发展成为业务网络覆盖全国 31 个省份的医药流通行业大型企业，业务模式也已拓展至药品配送、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。其中，药品配送、医疗器械供应链服务、移动医疗业务为主要收入来源，据此我们对公司业绩进行预测：

(1) 药品配送：2018 年上半年，受集团 SAP 系统上线以及两票制等政策影响，山东省内业务增速有所放缓，预计下半年业绩恢复增增长，而且公司药品配送业务目前已走出山东，实现跨省复制，药品配送整体业务有望保持稳定增长。我们预计 2018-2020 年，公司药品配送板块营收增速分别为 21%、16%、15%，预计实现收入 192、223、257 亿元。

(2) 医疗器械配送：随着公司全国器械业务布局战略的完成，医疗器械配送业务由前期的高速增长阶段进入更加注重经营质量的快速增长阶段，公司医疗器械配送业务主

要以 IVD 与介入类产品为主，其余产品业绩贡献较小，但保持快速增长。我们预计公司医疗器械配送板块整体营收增速分别为 90%、30%、25%，预计实现收入 139、181、226 亿元

(3) 移动医疗业务：公司旗下拥有 5 家专业软件开发公司，探索建立了合理用药管理与服务闭环，有效整合产业链中的药品福利管理 (PBM)、医疗用品集中采购 (GPO)、院内物流 (SPD)、医院信息化管理、分级诊疗等业务模块。公司的移动医疗业务正处于培育期，我们预计公司移动医疗业务营收增速分别为 33%、25%、22%，预计实现收入 0.44、0.55、0.67 亿元。

表 3：瑞康医药各业务盈利预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
药品配送					
收入 (亿元)	126.68	158.91	192.28	223.05	256.50
同比增长	46.10%	25.44%	21.00%	16.00%	15.00%
成本 (亿元)	111.24	139.24	170.94	200.81	233.03
同比增长	40.94%	25.17%	22.77%	17.47%	16.04%
毛利 (亿元)	15.44	19.67	21.34	22.23	23.48
毛利率	12.18%	12.38%	11.10%	9.97%	9.15%
医疗器械配送					
收入 (亿元)	28.99	73.33	139.33	181.13	226.41
同比增长	175.97%	152.96%	90%	30%	25%
成本 (亿元)	20.10	50.23	94.74	122.80	153.05
同比增长	161.67%	149.92%	88.62%	29.62%	24.63%
毛利 (亿元)	8.89	23.10	44.58	58.32	73.36
毛利率	30.67%	31.50%	32.00%	32.20%	32.40%
移动医疗业务					
收入 (亿元)	0.20	0.33	0.44	0.55	0.67
同比增长	79.87%	67.25%	33%	25%	22%
成本 (亿元)	0.09	0.18	0.26	0.34	0.42
同比增长	192.05%	108.33%	42.64%	30.77%	26.19%
毛利 (亿元)	0.11	0.14	0.18	0.21	0.25
毛利率	54.93%	43.86%	41.50%	38.80%	36.70%
其他业务					
收入 (亿元)	0.32	0.36	0.40	0.44	0.50
同比增长	77.30%	13.18%	12%	10%	13%
成本 (亿元)	0.28	0.32	0.35	0.38	0.42
同比增长	72.76%	12.80%	9.37%	8.61%	11.81%
毛利 (亿元)	0.04	0.04	0.05	0.06	0.08
毛利率	11.97%	12.26%	13.20%	14.30%	15.20%

资料来源：财富证券

2018 年公司开始放缓外延并购节奏，转而注重内涵式增长与内部子公司整合，在公司全面上线 SAP 系统之后，经营质量与经营效率仍有一定提升空间。预计 2018-2020 年公司销售费用率分别为 6.66%、6.81%、6.96%，管理费用率分别为 3.98%、4.07%、4.14%，

财务费用率为 1.9%、1.95%、1.93%，销售毛利率为 19.90%、19.95%、20.07%。

我们预计随着公司放缓并购节奏，公司业绩将进入稳定增长期，因此我们对公司业绩增速做了调整，预计公司 2018-2020 年销售收入分别为 332 亿元、405 亿元、484 亿元，净利润分别为 11.7 亿元、13.8 亿元、16.3 亿元；此前我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.81 元、1.00 元、1.22 元，调整后的 EPS 分别为 0.78 元、0.92 元、1.08 元，对应当前股价的 PE 分别为 8.66 倍、7.35 倍、6.22 倍。考虑医药流通行业平均估值、行业政策趋势及公司市场前景，给予公司 2019 年 11-14 倍 PE，合理价格区间为 10-13 元，维持公司“推荐”评级。

6 风险提示

政策变动，并购整合不及预期。

财务预测摘要

利润表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	15618.67	23293.62	33244.48	40515.67	48407.20	成长性					
减:营业成本	13,171.39	18,997.99	26,628.83	32,432.80	38,691.87	营业收入增长率	60.2%	49.1%	42.7%	21.9%	19.5%
营业税费	56.81	88.17	132.98	162.06	193.63	营业利润增长率	178.8%	110.2%	26.3%	17.8%	18.1%
销售费用	931.97	1,505.23	2,214.74	2,759.92	3,370.10	净利润增长率	150.4%	70.7%	16.2%	17.8%	18.1%
管理费用	425.51	857.32	1,323.30	1,649.19	2,004.30	EBITDA 增长率	140.1%	108.0%	42.9%	18.9%	17.7%
财务费用	84.22	234.84	631.65	790.06	934.26	EBIT 增长率	146.6%	109.8%	47.1%	19.4%	18.1%
资产减值损失	89.68	-133.80	31.50	34.50	38.60	NOPLAT 增长率	148.3%	112.7%	42.6%	19.4%	18.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	93.7%	76.0%	16.0%	11.4%	10.7%
投资和汇兑收益	2.25	5.12	4.20	5.10	5.60	净资产增长率	120.4%	28.9%	16.6%	16.8%	17.0%
营业利润	861.34	1,810.27	2,285.69	2,692.25	3,180.03	利润率					
加:营业外净收支	16.72	0.10	-7.20	-7.20	-8.20	毛利率	15.7%	18.4%	19.9%	20.0%	20.1%
利润总额	878.07	1,810.37	2,278.49	2,685.05	3,171.83	营业利润率	5.5%	7.8%	6.9%	6.6%	6.6%
减:所得税	203.00	441.92	556.19	655.43	774.26	净利润率	3.8%	4.3%	3.5%	3.4%	3.4%
净利润	590.76	1008.21	1171.17	1380.14	1630.35	EBITDA/营业收入	6.6%	9.1%	9.2%	8.9%	8.8%
资产负债表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	EBIT/营业收入	6.1%	8.5%	8.8%	8.6%	8.5%
货币资金	2,049.58	2,018.57	2,659.56	3,241.25	3,872.58	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	20	18	15	11	9
应收账款	8,106.05	13,132.22	17,803.61	19,898.47	22,753.65	流动营业资本周转天数	80	90	84	81	80
应收票据	594.84	746.28	749.72	927.18	987.60	流动资产周转天数	234	262	267	269	258
预付账款	369.62	1,072.45	2,108.22	2,306.25	2,766.69	应收帐款周转天数	147	164	168	168	159
存货	1,707.22	3,979.60	4,748.74	5,918.05	6,484.85	存货周转天数	31	44	47	47	46
其他流动资产	22.73	129.82	81.20	83.50	98.17	总资产周转天数	283	329	335	329	309
可供出售金融资产	3.22	87.92	93.50	94.20	95.40	投资资本周转天数	127	155	149	139	129
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	6.68	6.68	6.68	6.68	6.68	ROE	8.6%	12.9%	13.2%	13.7%	14.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	4.3%	5.1%	4.9%	5.2%	5.5%
固定资产	977.92	1,397.98	1,281.52	1,205.76	1,120.43	ROIC	19.4%	21.3%	17.3%	17.8%	18.8%
在建工程	116.97	402.10	462.00	415.80	374.22	费用率					
无形资产	74.54	121.80	178.29	234.82	299.68	销售费用率	6.0%	6.5%	6.7%	6.8%	7.0%
其他非流动资产	1,627.45	3,887.59	4,682.04	4,885.67	5,033.79	管理费用率	2.7%	3.7%	4.0%	4.1%	4.1%
资产总额	15,656.83	26,983.02	34,855.08	39,217.63	43,893.73	财务费用率	0.5%	1.0%	1.9%	2.0%	1.9%
短期债务	1,922.53	3,655.26	3,604.92	4,318.09	4,905.71	三费/营业收入	9.2%	11.2%	12.5%	12.8%	13.0%
应付账款	5,341.31	10,388.05	13,755.42	15,434.10	17,475.49	偿债能力					
应付票据	650.83	931.04	1,288.03	1,630.92	1,808.36	资产负债率	52.1%	64.1%	67.6%	66.4%	64.8%
其他流动负债	239.50	643.79	2,074.31	2,152.74	2,208.19	负债权益比	108.7%	178.9%	208.4%	197.2%	184.5%
长期借款	-	667.20	765.94	226.97	-	流动比率	1.58	1.35	1.36	1.38	1.40
其他非流动负债	-	1,023.36	2,022.79	2,220.38	2,027.84	速动比率	1.37	1.09	1.13	1.12	1.15
负债总额	8,154.17	17,308.71	23,511.41	25,983.21	28,425.59	利息保障倍数	11.23	8.45	4.62	4.41	4.40
少数股东权益	627.04	1,868.34	2,419.48	3,068.96	3,836.18	分红指标					
股本	654.22	1,504.71	1,504.71	1,504.71	1,504.71	DPS(元)	0.04	0.07	0.08	0.09	0.11
留存收益	6,221.39	6,301.26	7,359.59	8,600.86	10,067.36	分红比率	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%
股东权益	7,502.65	9,674.31	11,283.78	13,174.53	15,408.25	股息收益率	0.6%	1.0%	1.2%	1.4%	1.6%
现金流量表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	业绩和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	675.07	1,368.46	1,171.17	1,380.14	1,630.35	EPS(元)	0.39	0.67	0.78	0.92	1.08
加:折旧和摊销	84.23	158.88	126.97	136.43	146.05	BVPS(元)	4.57	5.19	5.89	6.72	7.69
资产减值准备	89.68	-133.80	-	-	-	PE(X)	17.17	10.06	8.66	7.35	6.22
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	1.48	1.30	1.14	1.00	0.88
财务费用	94.66	201.71	631.65	790.06	934.26	P/FCF	-3.93	-9.24	79.34	167.88	385.93
投资收益	-2.25	-5.12	-4.20	-5.10	-5.60	P/S	0.65	0.44	0.31	0.25	0.21
少数股东损益	84.31	360.24	551.14	649.48	767.22	EV/EBITDA	4.67	7.09	5.28	4.57	3.95
营运资金的变动	-2,599.21	-4,000.90	-1,149.82	-1,548.74	-1,703.54	CAGR(%)	44.3%	20.6%	92.1%	44.3%	20.6%
经营活动产生现金流量	-1,759.05	-2,421.91	1,326.89	1,402.26	1,768.75	PEG	0.39	0.49	0.09	0.17	0.30
投资活动产生现金流量	-638.63	-772.76	-883.38	-281.60	-230.60	ROIC/WACC	2.34	2.57	2.09	2.15	2.28
融资活动产生现金流量	3,232.59	2,956.48	197.47	-538.96	-906.83	REP	0.28	0.46	0.52	0.47	0.40

资料来源: 贝格数据, 财富证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438