



医药/必需消费

瑞康医药 (002589)

医药直销模式的领先者

——IPO 询价定价报告

易镜明
021-38676779
yijingming@gtjas.com
编号 S0880511010019

本报告导读:

山东省领先的医药直销企业,终端网络覆盖能力出色。

建议询价区间: 25.75~30.90 元。

投资要点:

公司是以山东省为目标市场、以医院直销为主、分销为补的医药商业企业,2009 年在山东省医药商业销售规模位列第三位,全国排名前 50 强。

公司主营业务呈现快速增长:2008~2010 年营业收入、净利润复合增长率分别达到 39%、46%,明显高于行业平均水平。2010 年实现销售收入 22 亿,直销模式是主导业务,占比 87%,其中高端医疗市场(二级医院占 30.4%、三级医院占 50.5%)、基层医疗市场分别占 80.9%、5.8%。

在政策性组合拳的推动下,医药流通行业已步入整合阶段,集中化、规模化将是发展方向。当下大规模的跨省范围扩张仍局限于几个国字号企业,因此省级龙头企业将显著受益产业洗牌过程。同时,在“两票制”、省级招标等细则引导下,公司的直销模式或将成为行业未来的主流发展趋势。

公司竞争优势主要体现在终端网络的覆盖能力:2010 年规模以上医院覆盖率为 67%,其中三级医院基本实现了全覆盖,二级医院的覆盖率为 61%。预计 2011 年,公司规模以上医院的覆盖率有望达到 90%以上,基层医疗机构的覆盖数目超过 1900 家,覆盖率从目前的 39%提升到 70%。

募投项目:公司预计投资 2.74 亿,投向济南、烟台的物流配送建设项目。

风险提示:行业竞争加剧风险、应收账款风险。

盈利预测与估值:我们预测 2011~2013 年 eps 为 1.03、1.43、1.83 元,同增 56%、38%、28%。按照公司 2011 年 eps 的 25~30 倍 PE,询价区间为 25.75~30.90 元;若首日按照 10%涨幅计算,价格能达到 28.32~33.99 元。

财务摘要(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,602	2,213	3,297	4,381	5,666
(+/-)%	39.6%	38.2%	48.9%	32.9%	29.3%
经营利润(EBIT)	77	104	140	188	238
(+/-)%	46.6%	34.1%	35.2%	33.6%	26.8%
净利润	45	62	97	134	171
(+/-)%	53.4%	38.8%	56.3%	37.8%	28.1%
每股净收益(元)	0.48	0.66	1.03	1.43	1.83
每股股利(元)	-	-	-	-	-

注:每股净收益按发行后的总股本计算

请务必阅读正文之后的免责条款部分

建议询价区间

25.75-30.90

上市首日定价区间

28.32-33.99

2011.05.27

发行上市资料

发行前总股本(万股)	7,000
本次拟发行量(万股)	2,380
发行日期	2011.05.31
发行方式	网下询价,上网定价
保荐机构	平安证券
预计上市日期	2011.6.7

发行前财务数据

每股净资产(元)	4.23
净资产收益率(%)	21.0%
资产负债率(%)	80.0%

主要股东和持股比例

张仁华	28.87%
韩旭	22.82%
TB Nature Limited	18.46%
青岛睿华方略医药咨询服务	4.48%
A 股流通股	25.37%

1. 公司概况

1.1 发展背景：高管控股，业务结构清晰

公司前身为成立于 2004 年的山东瑞康药品配送有限公司。2009 年 11 月整体变更设立山东瑞康医药。公司是以山东省为目标市场、以医院直销为主、分销为补的医药商业企业，2009 年全国医药商业百强排名中位列第 38 位，在山东省医药商业销售规模位列第三位。

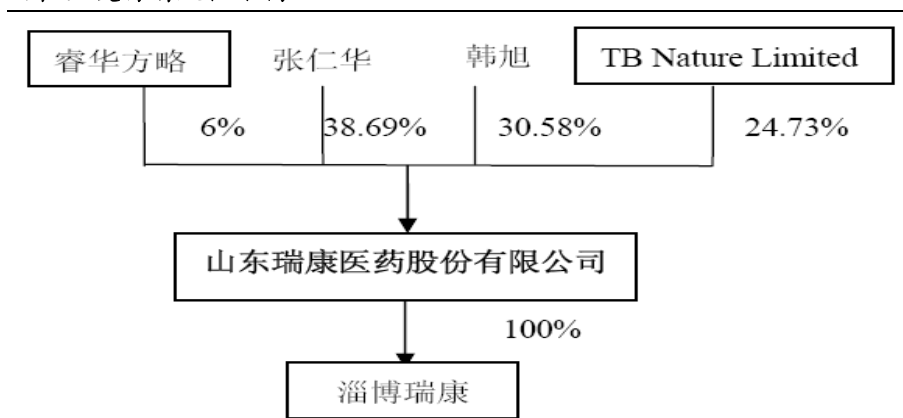
本次拟发行 2,380 万股，发行后为 9,380 万股。发行前：实际控制人为韩旭、张仁华夫妇，两人合计持有公司 4,848.62 万股，占股权比例的 69.27%。其中韩旭担任公司董事长，张仁华担任副董事长兼总经理。

表 1：本次发行前后股本变化(万股)：

	发行前	持股比例	发行后	持股比例
张仁华	2,707.95	38.69%	2,707.95	28.87%
韩旭	2,140.67	30.58%	2,140.67	22.82%
TB Nature Limited	1,731.57	24.73%	1,731.57	18.46%
青岛睿华方略医药咨询服务	419.81	6.00%	419.81	4.48%
A 股流通股	—	—	2,380	25.37%
合计	7,000	100%	9,380	100%

数据来源：公司招股书、国泰君安证券

图1：发行前股权结构



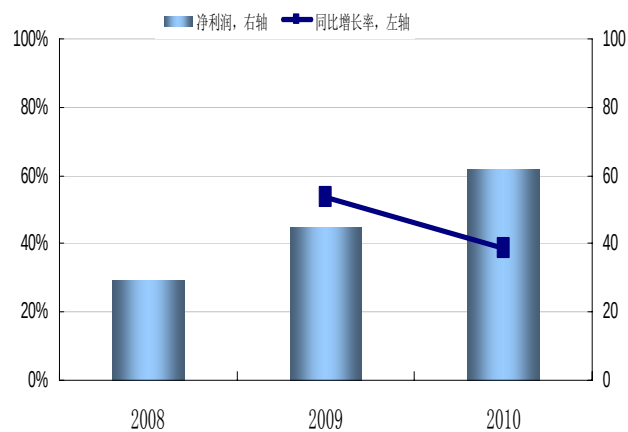
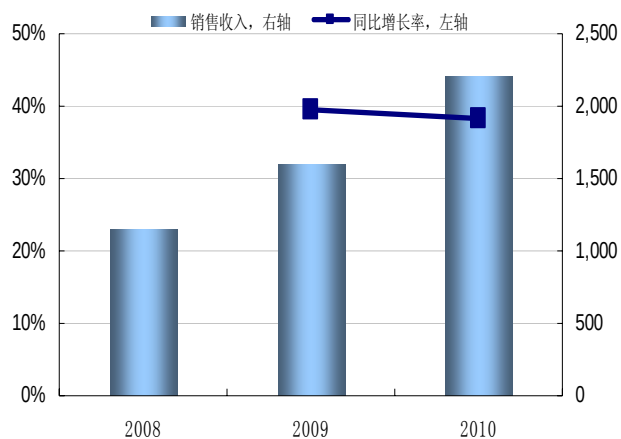
数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券研究

1.2 经营情况：直销模式为主，增速高于行业水平

公司主营业务呈现快速增长：2008~2010 年公司营业收入复合增长率达到 38.9%，净利润复合增长率达到 45.9%，都要明显高于行业的平均水平。其中 2010 年营业收入、净利润达到 22.13、0.62 亿元，分别同比增长 38.2%、38.8%。

图 2：公司业务收入变化（百万元）

图 3：公司净利润变化（百万元）

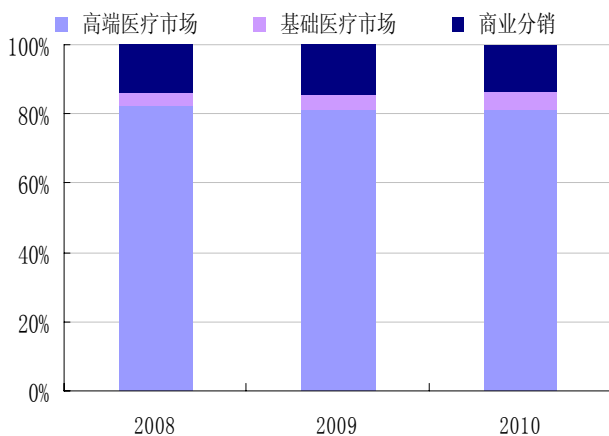


数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券研究

公司业务以山东省内为主，根据下游客户的不同，可分为直销和分销，其中直销包括高端医疗市场医院（二级医院及以上，以销售高端药品为主）、基层医疗市场（一级医院、零售药店等，以销售普药为主），分销主要是针对医药批发商等（包括各种价位的药品）。

2010 年公司直销业务收入比重达到 87%，其中高端医疗市场、基层医疗市场分别占 80.9%、5.8%，规模以上医院直销是公司的主要业务（二级医院占 30.4%、三级医院占 50.5%）。受益于新医改的实施和国家基本药物制度的推广，基层医疗市场业务发展迅速，2008~2010 年复合增速达到 68.6%，未来是公司业务的发展重点。

图 4：公司业务收入构成情况



数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券研究

图 5：公司高端医疗市场直销情况（百万元）

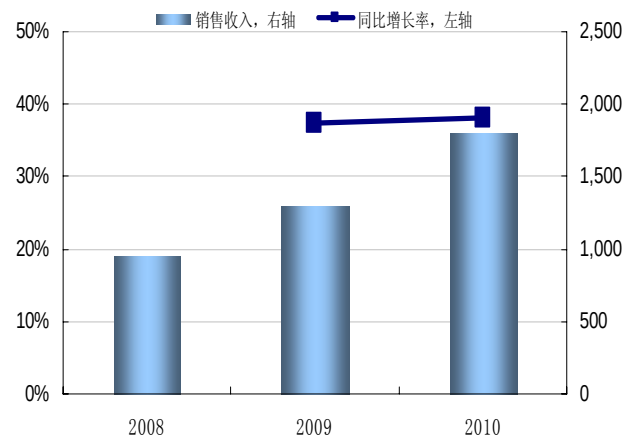
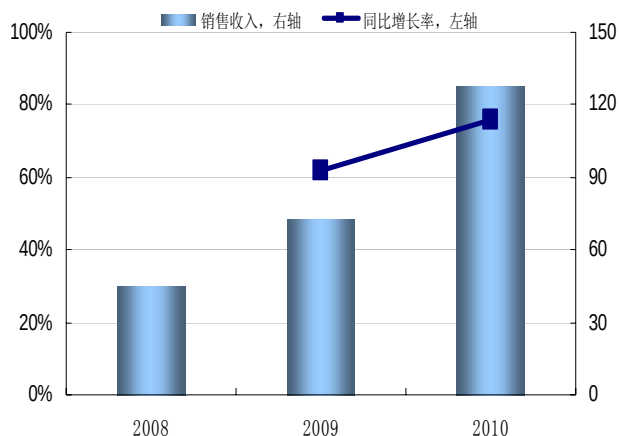
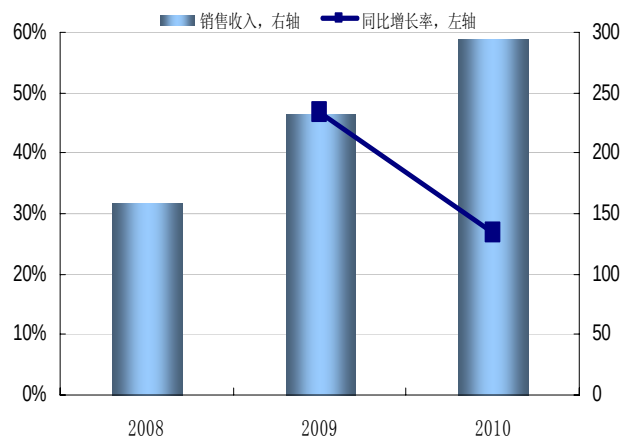


图 6: 公司基层医疗市场直销情况 (百万元)



数据来源: 公司招股意向书, 国泰君安证券研究

图 7: 公司商业分销业务销售情况 (百万元)

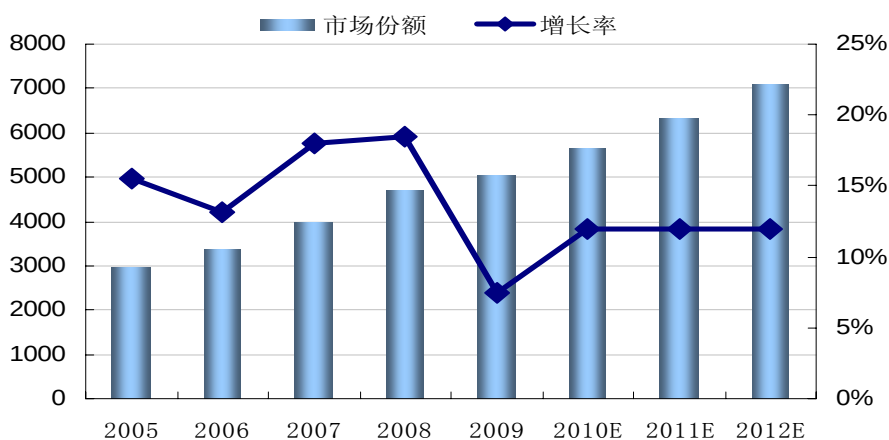


2. 行业及公司业务分析

2.1. 市场增速平稳, 行业整合已成趋势

根据中国医药商业协会统计, 我国医药商业市场总量呈现稳定的增长: **2008 年市场总量达到 4,700 亿元, 2001~2008 年, 行业复合增长率达到 16%, 呈现良好的发展态势, 预计未来三年行业能保持 12% 的增速。**

图 6: 医药商业市场总量增长情况 (亿元)

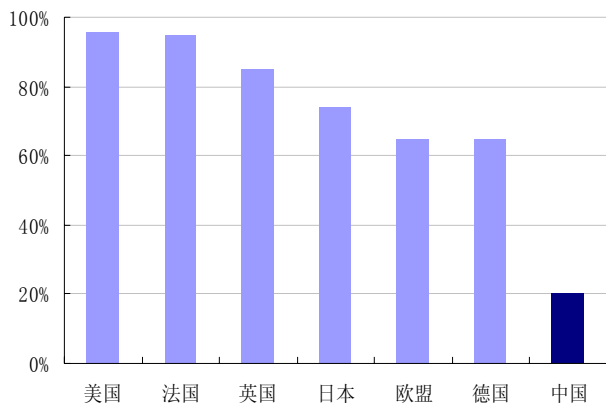


数据来源: 公司招股意向书, 国泰君安证券研究

我国医药分销行业(包括纯销)目前处于较为分散的市场态势, 截至 2008 年底, 我国具备 GSP 认证的医药商业企业有 13,000 余家。但我们认为医药流通行业整合已成为明确趋势:

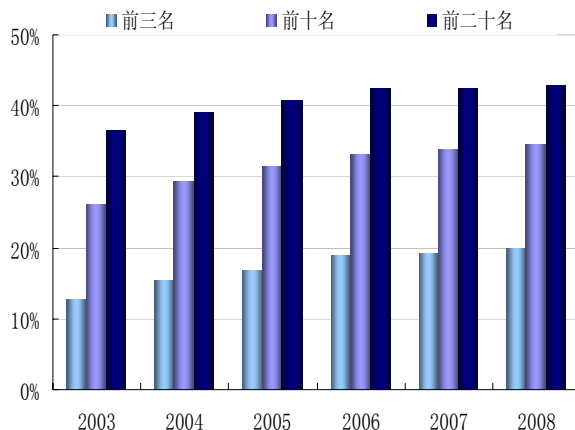
- 借鉴国外经验, 发达国家药品流通比较成熟, 批发环节的集中度高: 前三位市场份额美国高达 96%、日本为 74%、欧盟为 65%;
- 根据中国医药商业协会的统计资料, **2003-2008 年, 我国三大医药分销商的合并市场份额由 12.7% 增至 20%; 前十大医药分销商的总市场份额由 26.1% 增至 35.0%, 行业集中度大幅上升。**

图 8: 发达国家分销市场前三位份额集中度高



数据来源: 公司招股意向书, 国泰君安证券研究

图 9: 2003-2008 年我国医药分销行业集中度



2.2. 区域龙头受益政策利好, 直销模式为发展趋势

医药商业作为药品流通环节, 受国家政策调控的影响较大。近几年, 在医药流通行业“十二五”规划、新医改、7 号文件等国家产业政策出台的背景下, 行业集中化、规模化已成为较为确定的事, 原有的地方区域垄断和保护的障碍可能会被消除, 市场集中度将显著提高。

由于我国医药行业存在条块分割的现象, 形成了以省市为单位的地方割据局面, 大规模的跨省范围扩张只局限于几个国字号企业, 这种模式在短期内仍难以形成趋势, 因此省商业龙头企业在行业集中化过程中将显著受益。

同时随着山东省统一招标采购制度的实施、“两票制”概念的提出, 渠道扁平化已成为医药商业最重要的发展趋势之一。未来医药商业的主流模式为一级渠道模式, 即直销业务模式。

表 2: 行业相关政策汇总

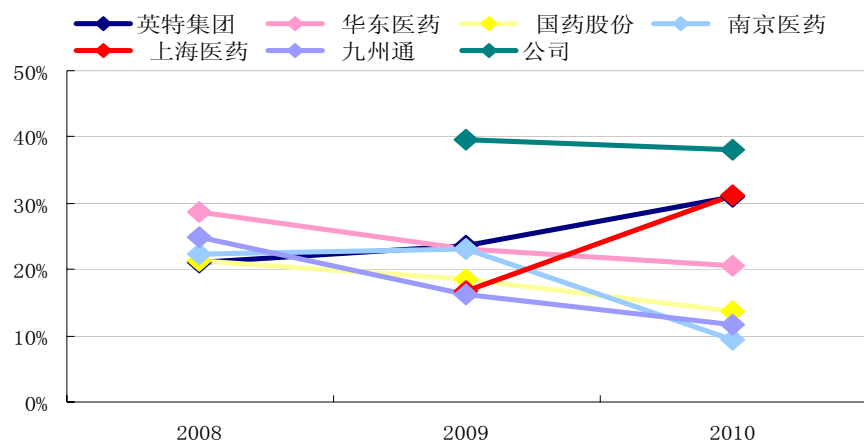
时间	政策	主要内容
2009.1	《进一步规范医疗机构药品集中采购的意见》(7 号文件)	提出“两票制”: 药品集中采购实行药品生产企业直接投标, 由药品生产企业或委托药品经营企业配送, 原则上每种药品只允许委托配送一次。
2010.7	《医疗机构药品集中采购工作规范》	提出省统一招标: 实行以政府主导、以省(区、市)为单位的医疗机构网上药品集中采购工作。
2011.5	全国药品流通行业发展规划纲要(2011-2015 年)》	明确规模化导向: 2015 年前, 全国要形成 1~3 家(原目标为 1~2 家)年销售额过千亿元的全国性大型医药商业集团, 20 家过百亿元的区域性药品流通企业; 药品批发百强企业年销售额占药品批发总额 85%以上

数据来源: 政府公告, 国泰君安证券研究

2.3. 公司处于省领先地位, 直销市场份额逐年提升

根据 SFDA 信息, 山东省共有 845 家药品批发企业, 集中度处于全国中等水平。2009 年山东省共有 7 家企业进入全国商业百强, 公司位列第 3, 全国为列 38, 为省级区域的领先企业。2008~2010 年, 公司的业务增速要明显快于国内主要竞争对手, 充分享受市场扩容和整合契机。

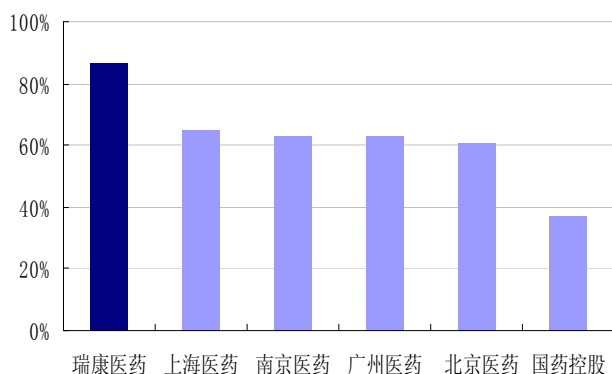
图 10: 公司与其他企业增长比较



数据来源: wind 资讯, 国泰君安证券研究

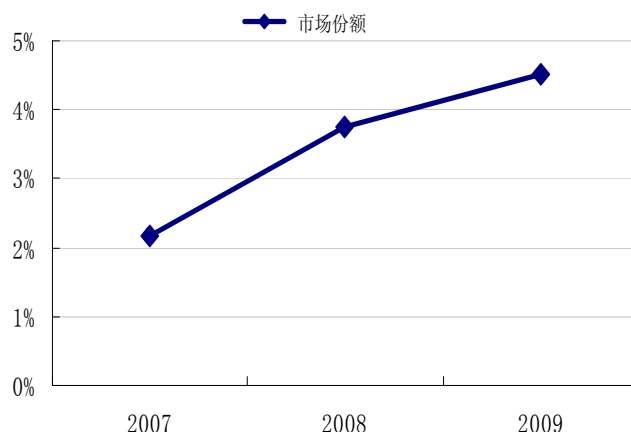
自成立以来, 公司一直坚持以直销为主的业务模式, 直销比例高于国内主要医药商业企业。2007~2009 年, 随着公司销售收入的快速增长, 直销业务市场份额也逐步上升, 根据医药观察家报数据, 2009 年山东省医院市场药品配送规模为 300 亿元, 公司市场份额为 4.5%, 2010 年预计已提升到 6% 左右。

图 11: 公司与其他企业直销比例比较



数据来源: 公司招股意向书, 国泰君安证券研究

图 12: 公司直销业务占山东省市场份额情况



3. 公司竞争优势分析

3.1. 终端网络覆盖能力强

终端覆盖率是衡量直销业务能力的重要指标。2008-2010 年公司在高端医疗市场的覆盖医院数量和覆盖率均逐年提升: 2010 年通过直销模式对山东省 84 家三级医院、249 家二级医院和 988 家基层医疗机构达成覆盖, 覆盖率分别为 97.67%、60.58%和 39.16%; 规模以上医院覆盖率为 67%, 在山东省直销细分市场领域处于领先水平。目前公司基本实现了三级医院的全覆盖, 二级医院的覆盖率仍有提升空间。我们预计到 2011 年, 公司规模以上医院的覆盖率有望达到 90% 以上, 基层医疗机构的覆盖数目超过 1900 家, 覆盖率提升到 70%。

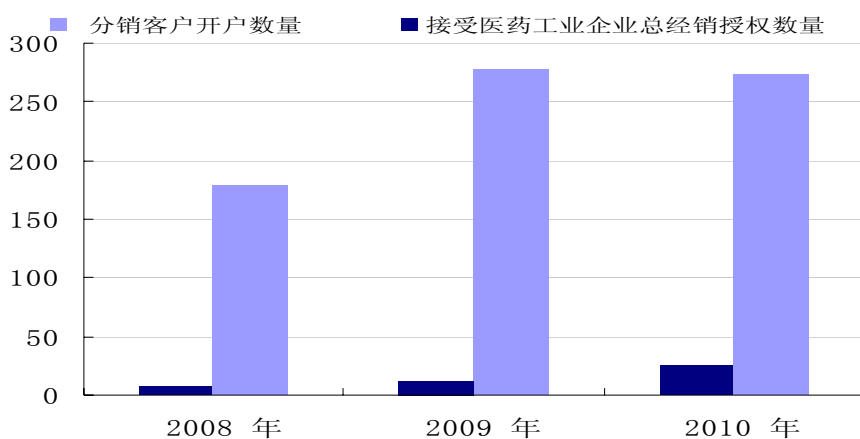
表 3: 公司高端医疗市场覆盖率

	2010 年		2009 年		2008 年	
	数量	覆盖率	数量	覆盖率	数量	覆盖率
规模以上医院	333	67.00%	306	61.57%	224	45.07%
三级医院	84	97.67%	84	97.67%	67	77.91%
二级医院	249	60.58%	222	54.01%	157	38.20%
基层医疗机构	988	39.16%	837	33.17%	752	27.15%

数据来源: 公司招股意向书, 国泰君安证券研究

此外, 公司通过 273 家分销客户对全省未直接覆盖的医院和零售市场达成覆盖, 总经销授权数量、分销业务量也是逐年上升。

图13: 公司分销业务开展情况

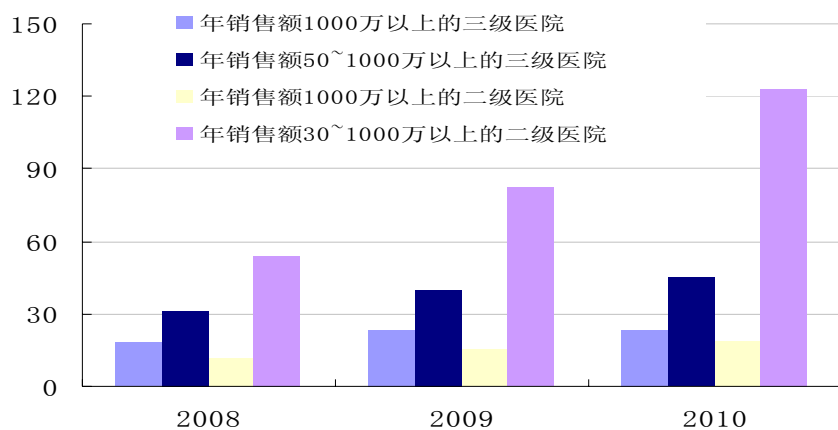


数据来源: 公司招股意向书, 国泰君安证券研究

3.2. 终端客户质量较高

高质量的终端客户具有如下几个特性: 一是药品需求量大; 二是回款较有保障; 三是具有医疗中心的地位, 对市场影响力大。上述特性决定了为这些医疗单位配送的医药商业企业对医药工业企业的谈判能力强, 且利于公司的回款, 从而可以保证公司业务和利润的持续增长。

图14: 公司对规模医院覆盖率的质量



数据来源: 公司招股意向书, 国泰君安证券研究

4. 公司财务分析

经营模式决定公司财务特点:

- 毛利率较高。由于直销业务中药品所经历的流通环节少,故其平均毛利率水平高于商业分销等其他业务模式。此外,随着直销医院数量、覆盖率的持续提高,公司对上游供应商议价能力较强。
- 应收账款周转率较低。同行业上市公司大部分以分销业务为主,其客户主要为其他医药商业企业,而公司主要采用直销模式,由于医院的回款周期相对较长,因此公司的应收账款周转率水平低于同行业上市公司。

图 15: 公司与其他企业毛利率比较

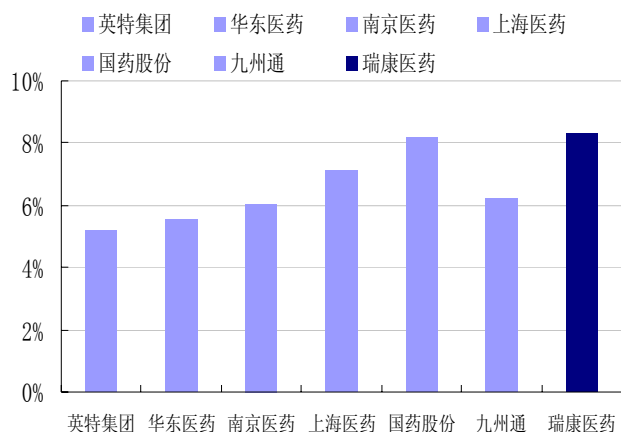
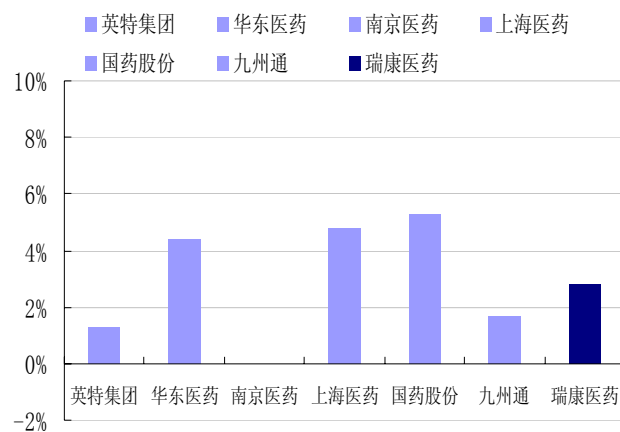


图 16: 公司与其他企业净利率比较



数据来源: wind 资讯, 国泰君安证券研究

注: 由于上药、国药、华东的净利润包含工业部分, 因此净利率较高。

图 17: 公司与其他企业应收账款周转率比较

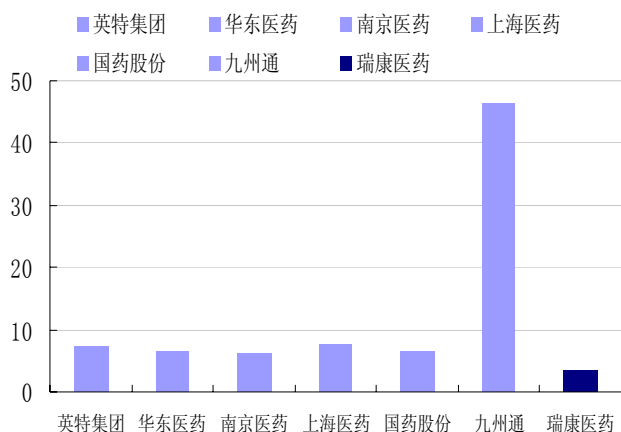
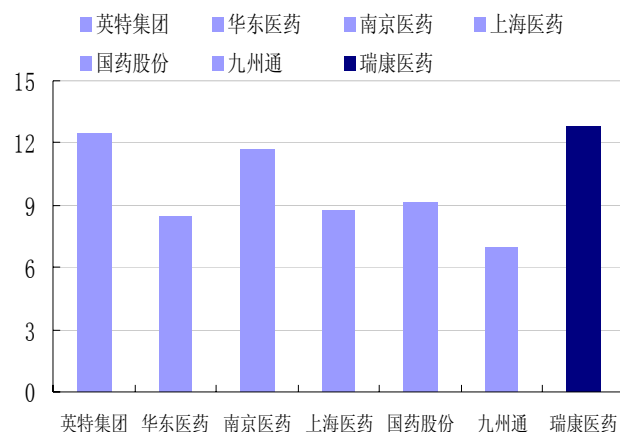


图 18: 公司与其他企业存货周转率比较



数据来源: wind 资讯, 国泰君安证券研究

5. 募集资金投向

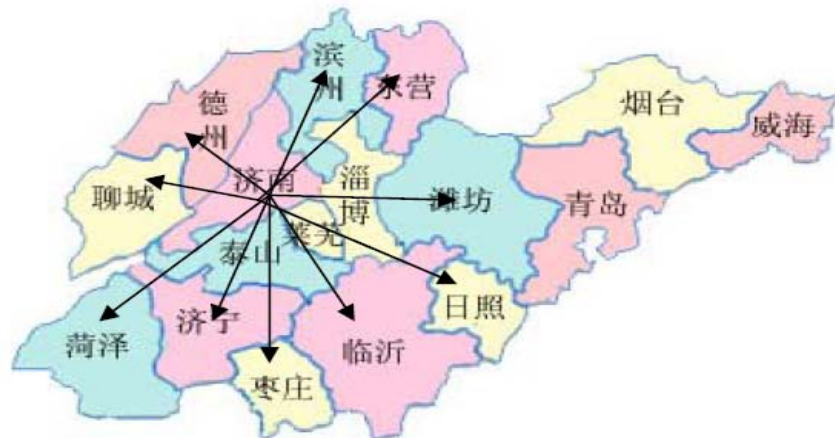
公司本次发行募集资金主要用来济南、烟台的物流配送建设项目。预计投资 2.74 亿元。在稳固烟台等东部市场的同时, 拓展济南为中心的周边地区物流项目。

表 4: 公司募投项目情况

序号	项目名称	总投资（万元）	建设期	增加仓储面积	新增收入	目标市场
1	（济南）药品现代物流配送项目	21,135	1 年	2.3 万	35 万	开拓济南及其周边地区的市场
2	（烟台）药品现代物流配送项目	6,278	1 年	0.63 万（现有 1.33 万）	10 万	稳固在山东东部烟台、威海及青岛等地区的市场
合计		27,413	—			

数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券研究

图19: 济南现代医药配送物流基地辐射范围



数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券研究

6. 风险提示

- **行业竞争加剧风险：**近年来，山东省医药商业企业亦呈现不断整合的趋势，全国性大型医药商业企业主要依赖其资金实力优势，通过并购等手段进入山东省市场，公司将面临更加严酷的竞争格局。
- **应收账款风险：**随着公司业务规模的扩大，应收账款规模可能保持在较高水平，并影响公司的资金周转速度和经营性活动现金流量。若公司不能保持对应收账款的有效管理，将面临一定的坏账风险。

7. 盈利预测与投资建议

关键假设:

- 主营业务：1、11 年公司的二级医院覆盖率将显著提升，再高端医疗市场覆盖率接近饱和后，公司该块业务将保持略高于行业的增速水平。2、公司 2011 年基层医药市场覆盖率将从原 39%提升到 70%以上，作为山东省首批 18 家药品现代物流试点企业，公司目前直接配送 627 种产品中的 246 种，将充分享受基药市场的扩容。
- 收购或带来业绩超预期可能：公司将充分考虑渠道、规模、背景后适时进行并购活动，在山东省精耕细作。

表 5: 主要产品类别预测

		2009A	2010A	2011E	2012E
规模以上医院	收入(百万元)	1296.8	1791.3	2463.1	3158.4
	增速(%)	37.38%	38.13%	37.51%	28.23%

基层医疗机构	收入(百万元)	72.6	127.5	510.0	867.0
	增速 (%)	61.73%	75.71%	300.00%	70.00%
分销业务	收入(百万元)	232.2	294.2	323.6	356.0
	增速 (%)	46.73%	26.71%	10.00%	10.00%
合计	收入(百万元)	1601.7	2213.4	3296.74	4381.39
	增速 (%)	39.63%	38.19%	48.95%	32.90%
	毛利率 (%)	8.57%	8.28%	8.10%	8.10%

数据来源: 国泰君安证券研究

表 6: 利润表 (百万元)

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2213	3297	4381	5666
营业成本	2030	3030	4026	5213
营业税金及附加	4	5	7	8
营业费用	40	63	83	108
管理费用	33	56	74	96
财务费用	19	10	8	8
资产减值损失	3	3	3	3
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	85	130	179	229
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	2	0	0	0
利润总额	83	130	179	229
所得税	21	33	45	58
净利润	62	97	134	171
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	62	97	134	171
EBITDA	104	146	198	251
EPS (元)	0.66	1.03	1.43	1.83

数据来源: 国泰君安证券研究

8. 估值与定价: 询价区间 25.75~30.90 元

参考类似行业上市公司估值, 6 家医药商业公司 2010 PE、2011 PE 的平均值为 51、37。按照公司 2011 年 eps 的 25~30 倍 PE, 询价区间为 25.75~30.90 元。参考近期中小板上市公司发行情况, 我们认为公司首日涨幅在 0%~10%, 若按照 10% 计算, 价格能达到 28.32~33.99 元, 对应 2011 PE 为 28~33。

表 7 公司与同类上市公司估值比较情况

证券代码	上市公司	2010 P E	2011 P E
000411.SZ	英特集团	73	53
000963.SZ	华东医药	32	26
601607.SH	上海医药	35	26
600511.SH	国药股份	25	20
600998.SH	九州通	48	32

002462.SZ	嘉事堂	58	42
加权平均值		51	37

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

表 8: 期中小板上市公司首日涨跌幅情况

代码	名称	上市日期	发行 PE	首日涨跌幅 (%)
002581.SZ	万昌科技	2011-05-20	33	13%
002582.SZ	好想你	2011-05-20	38	6%
002580.SZ	圣阳股份	2011-05-06	37	-9%
002579.SZ	中京电子	2011-05-06	44	6%
002577.SZ	雷柏科技	2011-04-28	41	-16%
002576.SZ	通达动力	2011-04-28	35	-9%
002578.SZ	闽发铝业	2011-04-28	56	21%

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

作者简介:**易镜明:**

执业资格证书编号: S0880511010019

电话: 021-38676779

邮箱: yijingming@gtjas.com

医学博士, 2006 年进入国泰君安证券公司从事医药行业研究。

郑磊 (贡献作者):

执业资格证书编号: S0880110110074

电话: 021-38674750

邮箱: zhenglei008193@gtjas.com

医药行业研究助理, 复旦大学硕士, 2010 年进入国泰君安证券公司从事医药行业研究, 负责化学药、商业、器械等子行业, CPA。

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

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，本报告清晰准确地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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。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放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。在任何情况下，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、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出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，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		