

建议申购

估值区间：31.68~34.65

2011年5月25日

医药流通领域直销深耕模式的领导者

瑞康医药IPO投资价值分析报告

发行数据

发行前总股本(万)	7000
本次发行股数(万)	2380
发行后总股本(万)	9380
发行价(元)	
发行市盈率(倍)	
发行日期	
上市日期	

发行后主要股东

	持股比例
韩旭	22.82%
张仁华	28.87%
TB Nature Limited	18.46%
青岛睿华方略	4.48%

行业指数



资料来源：招商证券

瑞康医药股份有限公司是一家高成长性的、中型的药品直销服务商，以山东省为目标市场，公司直销业务总量、二级及以上医院市场覆盖率、基础医疗市场覆盖率均位居山东省医药商业领域第一位，业绩增长迅速。按 2011 年剔除财务费用后的 EPS 0.99 元给予 32~35 倍预测 PE，我们认为公司的合理估值为 31.68~34.65 元。

- **业绩保持快速增长：**2009、2010 年实现营业收入 16.02、22.13 亿元，同比增长 39.63%、38.19%；2009、2010 年实现净利润 4481、6213 万元，同比增长 53.57%、38.66%。
- **深耕高端医疗市场直销业务、山东省内持续领先：**2010 年公司高端医疗市场覆盖率超过 67%，其中三级医院覆盖率为 97.67%，位居山东省内第一位。2008-2010 年，来自高端医疗市场的直销收入占主营业务收入的比例分别为 82.29%、80.97%和 80.94%，为公司最大的优势。
- **核心优势成就高毛利率：**公司优势在于对下游直销客户把控能力强及拥有较强的费用控制能力，2008-2010 年，公司综合毛利率分别为 8.86%、8.58%和 8.29%，高于 2008 和 2009 年行业平均值 6.44%、6.23%。
- **布局基础医疗市场，占据市场先机：**2010 年公司基础医疗市场覆盖率为 39.16%，位居山东省内第一位。2008-2010 年基础医疗市场收入占比分别为 2.86%、3.62%、4.76%，复合增长率超过 30%。2011 年山东省基层医疗市场规模约为 140 亿元，2012 和 2013 年将达到 175、210 亿元，为公司业绩增长提供强劲动力。
- **盈利预测与估值：**未来受益于基础医疗市场的扩容，我们预计 2011~2013 年公司营业收入同比增长 47.5%、35%和 30%，净利润增长 58%、45%和 32%，实现摊薄后 EPS 1.05 元、1.52 元和 2.00 元（剔除财务费用的影响之后，2011-2013 年 EPS 分别为：0.99 元、1.35 元、1.70 元）。考虑到公司的高速成长性，给予 2011 年 32~35 倍预测 PE，我们认为公司合理估值为 31.68~34.65 元。
- **风险提示：**医药流通行业竞争加剧导致业绩低于预期。

李珊珊，CPA

0755-83734347
lishsh@cmschina.com.cn
S1090511040046

研究助理：

徐列海

0755-83271609
xuliehai@cmschina.com.cn

廖星昊，CIIA

0755-83271617
liaoxh@cmschina.com.cn

主要财务数据

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	1602	2213	3265	4407	5730
同比增长	40%	38%	48%	35%	30%
营业利润(百万元)	63	85	133	192	253
同比增长	59%	35%	57%	44%	31%
净利润(百万元)	45	62	98	142	187
同比增长	53%	39%	58%	45%	32%
每股收益(元)	0.48	0.66	1.05	1.52	2.00
ROE	19%	21%	9%	12%	14%

资料来源：招商证券

正文目录

一、公司概况.....	3
二、发行简况.....	3
三、募集资金投向.....	4
四、医药流通领域直销深耕模式的领导者.....	5
1、深耕高端医疗市场、山东省内持续领先.....	5
2、布局基础医疗市场，占据先机.....	6
3、核心优势成就高毛利率.....	7
4、公司区域龙头地位正在不断加强.....	9
5、公司的“五个一体化”是省内复制及将来省外复制的核心.....	10
五、业绩预测与估值.....	11
六、主要风险提示.....	11

图表目录

图 1: 发行前公司的股权结构.....	3
图 2: 公司主营业务图.....	5
图 3: 2008~2010 年公司主营业务收入情况.....	5
图 4: 2008~2010 年公司净利润增长情况.....	5
图 5: 2008~2010 年公司主营业务收入构成情况.....	6
图 6: 2008~2010 年公司终端市场覆盖情况.....	6
图 7: 公司基层医疗市场前景.....	7
图 8: 2008~2009 年医药商业公司毛利率比较.....	7
图 9: 公司下游客户把控能力强.....	8
图 10: 公司深耕模式及可复制性.....	8
图 11: 2008~2010 年期间费用占比逐年下降.....	9
图 12: 2008~2010 年国内医院终端药品市场规模.....	10
图 13: 2007~2015 年山东省医院药品配送市场规模.....	10
图 14: 瑞康医药“五个一体化”模式.....	10
图表 15: 医药行业历史PEBand.....	12
图表 16: 医药行业历史PBBand.....	12
表 1: 发行前后公司股权结构的变化情况.....	4
表 2: 募集资金投向.....	4
表 3: 公司分产品销售收入预测.....	11
附: 财务预测表.....	13

一、公司概况

山东瑞康医药股份有限公司是一家高成长性的、中型的药品直销服务商，前身为成立于 2004 年 9 月 21 日的烟台瑞康药品配送有限公司。2009 年 12 月 15 日，整体变更为山东瑞康医药股份有限公司，公司注册资本 7000 万元。

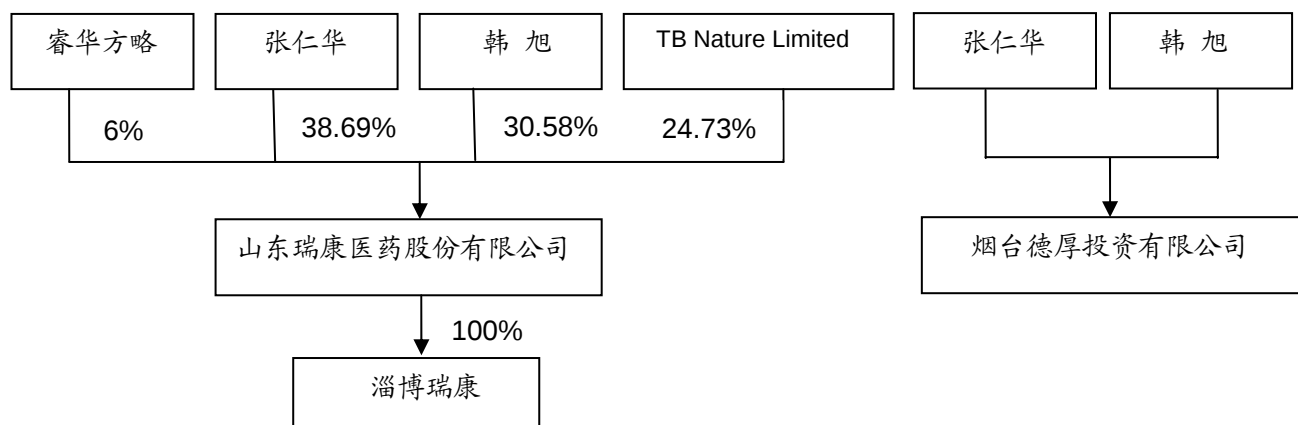
公司以山东省为目标市场，以规模以上医院及基础医疗市场的直接销售为主营业务，以商业分销为补充，可采用电子商务等现代交易手段经营，具备药品现代物流资质及能力。2010 年，公司通过直销模式对山东省 84 家三级医院、249 家二级医院和 988 家基层医疗机构达成覆盖，覆盖率分别为 97.67%、60.58%和 39.16%。公司直销业务总量、二级及以上医院市场覆盖率、基础医疗市场覆盖率均位居山东省医药商业领域第一位。

公司业务近三年增长较快，2009、2010 年实现营业收入 16.02、22.13 亿元，同比增长 39.63%、38.19%；2009、2010 年实现净利润 4481、6213 万元，同比增长 53.57%、38.66%。2008 年 7 月 17 日，公司为山东省药品委托配送业务试点单位；2009 年 11 月 20 日，公司被山东省食品药品监督管理局列入山东省第一批药品现代物流试点企业。公司在中国医药商业协会公布的 2009 年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，公司在山东省医药商业销售规模位列第三位。

二、发行简况

本次发行前公司董事长韩旭、副董事长张仁华夫妇所持股份分别为 2140.67、2707.95 万股，合计持有本公司 4,848.6239 万股股份，占本公司股权比例的 69.27%，二人为公司实际控制人。

图 1：发行前公司的股权结构



资料来源：招股意向书，招商证券研发中心

公司本次发行前的总股本为 7000 万股，本次拟发行 2380 万股，占发行后总股本的比例为 25.37%。本次发行完成后，实际控制人仍为公司董事长韩旭、副董事长张仁华夫妇。

表 1: 发行前后公司股权结构的变化情况

序号	股东名称	任职情况	本次发行前		本次发行后	
			持股数 (万股)	持股比例	持股数 (万股)	持股比例
1	韩旭	董事长	2140.6728	30.58%	2140.6728	22.82%
2	张仁华	副董事长	2707.9511	38.69%	2707.9511	28.87%
3	TB Nature Limited		1731.5664	24.73%	1731.5664	18.46%
4	青岛睿华方略		419.8097	6%	419.8097	4.48%
5	社会公众股		-	-	2380	25.37%
	合 计		7000	100%	9380	100%

资料来源: 招股意向书, 招商证券研发中心

三、募集资金投向

公司现有仓库面积为 1.33 万平米, 其中, 烟台总部仓库面积为 1.12 万平米, 济南、青岛分公司及淄博子公司租赁仓库面积合计为 0.22 万平米。随着近年公司业务规模的不断扩大, 2009-2010 年末, 公司存货余额分别较上年末增长 16.23%和 52.63%, 现有的仓储能力已逐渐达到饱和状态。

为了进一步提升公司的仓储和配送能力, 降低公司内部管理成本、提高运营效率, 扩大公司的销售网络和客户服务能力并实现业务规模的快速稳定增长, 公司本次拟向社会公众公开发行人民币普通股不超过 2380 万股, 不超过发行后总股本的 25.37%, 实际募集资金投资于济南和烟台 2 个药品现代物流配送项目。

表 2: 募集资金投向

序号	项目名称	募集资金投资 (万元)	建设周期	项目概况
1	山东瑞康医药股份有限公司 (济南) 药品现代物流配送项目	21,315	1 年	- 通过本项目的实施, 新增仓储面积 2.3 万平米, 有效地开拓济南及周边地区市场。 - 公司原济南市场的配送需求将不再由烟台物流基地完成, 这将有效降低公司的物流成本。仓库投入使用后第一年使用率为 30%, 第二年为 70%, 第三年达 100%, 预计达产当年新增销售收入 350,000 万元, 净利润 10,630 万元。
2	山东瑞康医药股份有限公司 (烟台) 药品现代物流配送项目	6,278	1 年	- 通过本项目的实施, 新增仓储面积 0.63 万平米, 通过在烟台建设现代物流基地, 公司将稳固在山东东部烟台、威海及青岛等地区的市场地位。 - 仓库投入使用后第一年使用率为 30%, 第二年为 70%, 第三年达 100%。项目达产当年将新增营业收入 100,000 万元, 净利润 3,512.28 万元。
3	其他营运资金项目	【 】		

资料来源: 招股意向书, 招商证券研发中心

四、医药流通领域直销深耕模式的领导者

1、深耕高端医疗市场、山东省内持续领先

瑞康医药以山东省为目标市场，以规模以上医院及基础医疗市场的直接销售为主营业务，以商业分销为补充。2010年，公司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%。公司直销业务总量、二级及以上医院市场覆盖率、基础医疗市场覆盖率均位居山东省医药商业领域第一位。

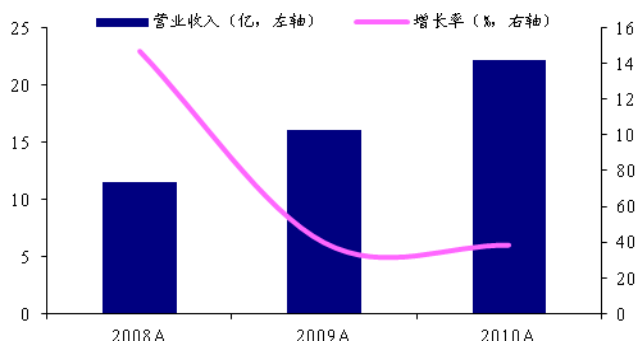
图 2：公司主营业务图



资料来源：公司资料，招商证券研发中心

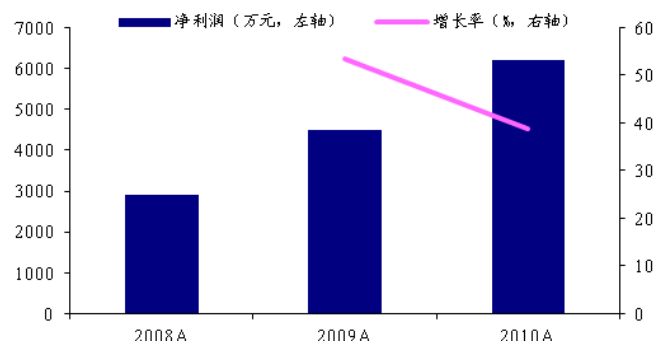
公司业务近三年增长较快，2009、2010年实现营业收入16.02、22.13亿元，同比增长39.63%、38.19%；2009、2010年实现净利润4481、6213万元，同比增长53.57%、38.66%。

图 3：2008~2010年公司主营业务收入情况



资料来源：招股意向书，招商证券研发中心

图 4：2008~2010年公司净利润增长情况

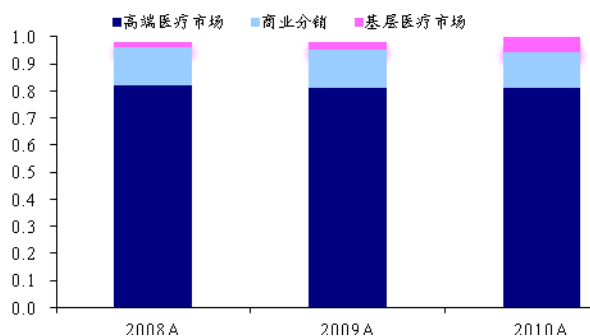


资料来源：招股意向书，招商证券研发中心

2008-2010年，公司医疗直接覆盖率呈持续上升趋势。公司在山东省内高端市场（规模以上医院）的覆盖数量由2008年的224家上升到2010年的333家，覆盖率由2008年的45.07%上升到2010年的67.00%，均呈迅速增长趋势，山东省内继续领先。

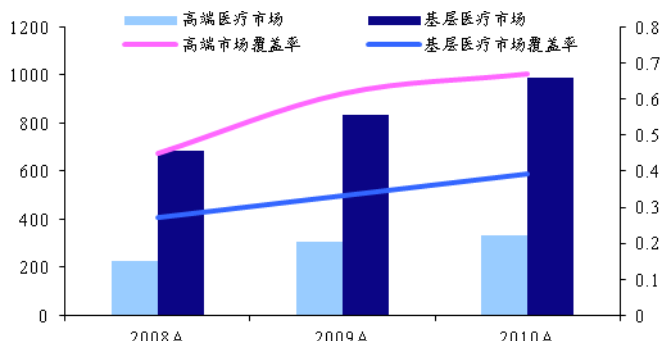
公司向规模以上医院销售的药品主要为售价较高的高端药品品种，药品需求量大，回款较有保障，具有医疗中心的地位，对市场影响力大。上述特性决定了为这些医疗单位配送的医药商业企业对医药工业企业的谈判能力强，且利于公司的回款，从而可以保证公司业务和利润的持续增长。

图 5：2008~2010 年公司主营业务收入构成情况



资料来源：招股意向书，招商证券研发中心

图 6：2008~2010 年公司终端市场覆盖情况



资料来源：招股意向书，招商证券研发中心

2008-2010 年，来自高端医疗市场的收入占主营业务收入的比例分别为 82.29%、80.97%和 80.94%。高端医疗市场占比总体呈现稳定态势，波动主要因为基础医疗市场收入占比快速增长。

公司向规模以上医院直销药品是公司主营业务收入的主要来源，我们认为这是公司业务最主要的优势所在。未来公司坐拥山东省内高端医疗市场覆盖率、业务规模第一的优势，会吸引更多高质量的医药工业企业合作，同时公司不断为下游客户提供增值服务，我们预计未来公司高端医疗市场业务将保持 25%以上的快速增长。

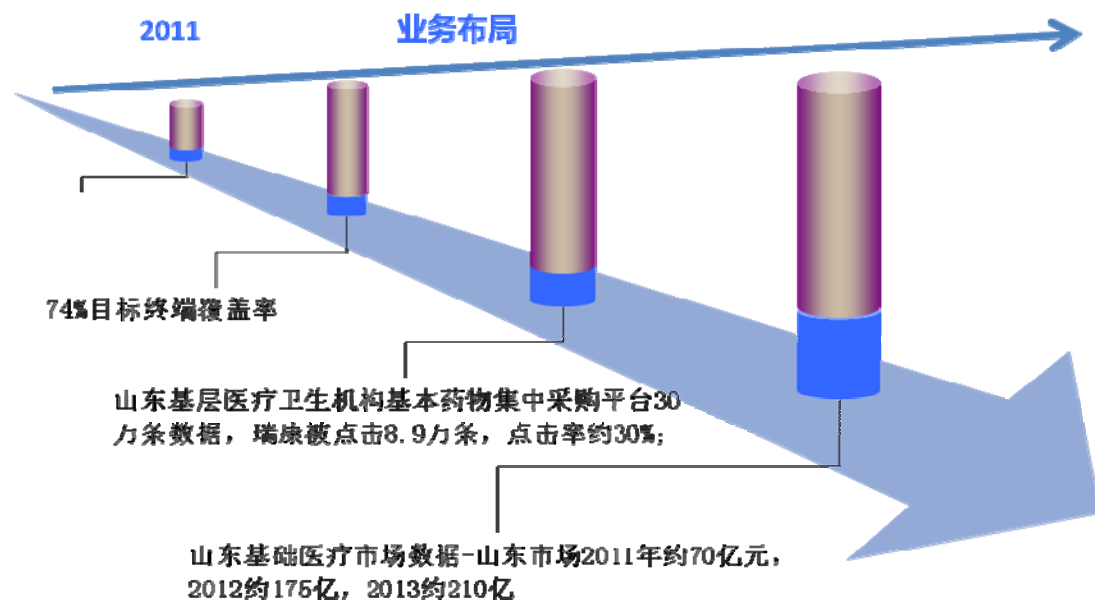
2、布局基础医疗市场，占据先机

从图 5 和图 6 中可以看出，受益于基础医疗市场的持续扩容和公司在基础医疗市场的精耕细作，2008-2010 年公司基础医疗机构的覆盖数量由 2008 年的 685 家上升到 2010 年的 988 家，覆盖率又 2008 年的 27.15%上升至 2010 年的 39.16%，基础医疗市场覆盖率位居山东省内第一位。

2008-2010 年基础医疗市场收入占比分别为 2.86%、3.62%、4.76%，复合增长率超过 30%。

我们十分看好公司未来在基层医疗市场的业绩，主要有以下几个因素：（1）2010 年公司基层医疗市场覆盖率达到 39.16%，位居山东省第一位，未来公司将复制开垦高端医疗市场的模式，公司基层医疗终端覆盖率超过 70%。（2）山东作为人口大省，受益于医改和基药制度的实施，基层医疗市场放量在即，2011 年基层医疗市场规模约为 70 亿元，2012 和 2013 年将达到 175、210 亿元，公司作为山东省内基层医疗市场覆盖率第一的公司，受益可期。（3）新的基药招标制度的实施，减少医药流通环节，未来基药流通领域将呈“扁平化”趋势，集中度将向医药商业龙头倾斜，作为山东省首批现代医药物流试点企业，公司综合实力位居行内前三，未来将分享基药配送这块大蛋糕。

图 7：公司基层医疗市场前景

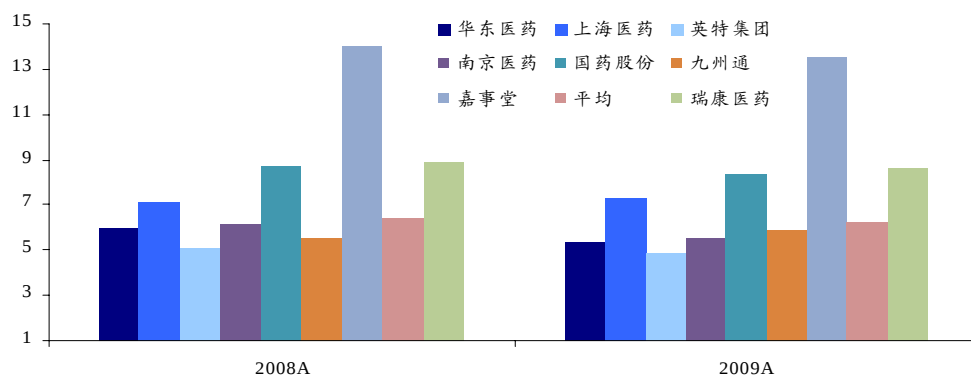


资料来源：公司资料，招商证券研发中心

3、核心优势成就高毛利率

2008-2010 年，公司综合毛利率分别为 8.86%、8.58%和 8.29%，高于 2008 和 2009 年行业平均值 6.44%、6.23%，保持较为稳定的趋势。公司保持较高毛利率的原因主要有以下几个方面：

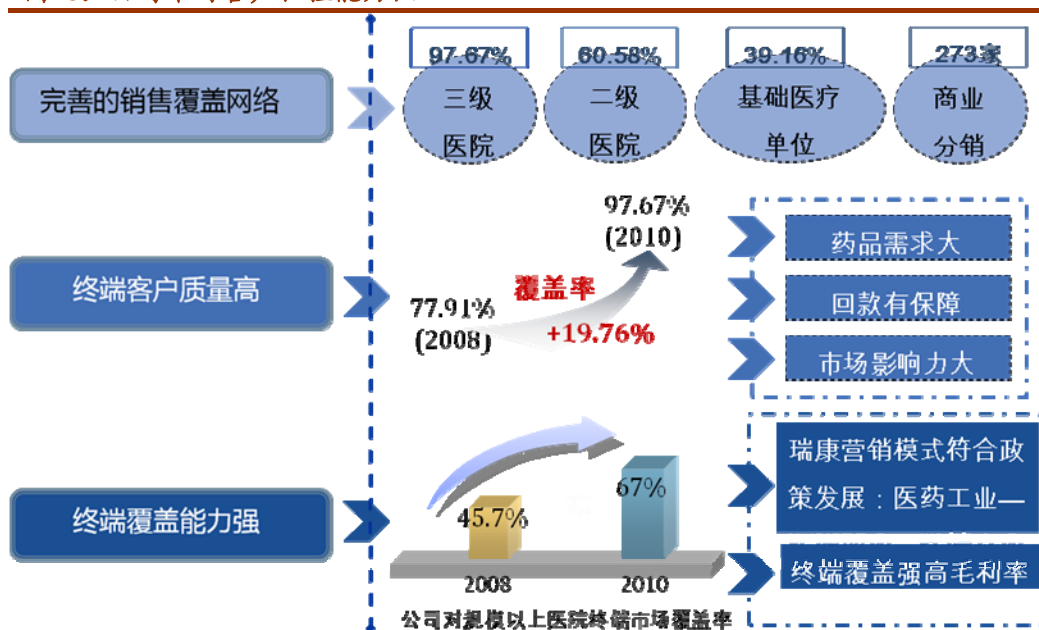
图 8：2008-2009 年医药商业公司毛利率比较



资料来源：招股意向书，招商证券研发中心

(1) 公司渠道优势--对下游直销客户把控能力强。对于医药商业而言，由于直销业务中药品所经历的流通环节较少，故其平均毛利率水平高于商业分销业务。2008-2010 年，公司直销业务贡献主营业务收入的比例分别为 86.20%、85.50%和 86.71%，始终占据主导地位，从而保证了公司的毛利率水平。

图 9：公司下游客户把控能力强



资料来源：公司资料，招商证券研发中心

(2) 公司深耕模式可复制性。随着业务的不断拓展，公司已从胶东地区的局部强势医药商业企业上升为山东省的强势医院直销商。公司深耕基层及高端医疗市场，直销业务总量、二级及以上医院市场覆盖率、基础医疗市场覆盖率均位居山东省医药商业领域第一位，这确保了公司对上游供应商的强势谈判地位和议价能力。

图 10：公司深耕模式及可复制性

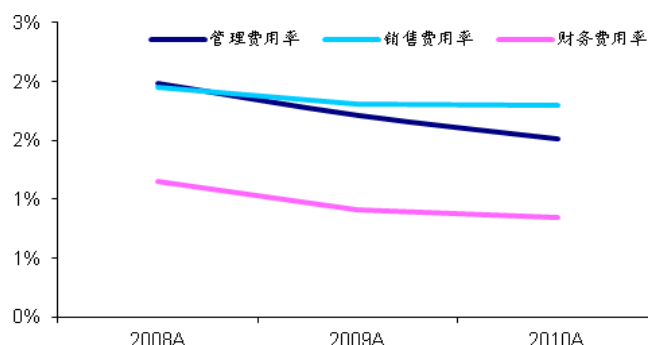


资料来源：公司资料，招商证券研发中心

(3) 公司拥有较强的费用控制能力。公司业务近三年增长较快，2009、2010 年实现营业收入 16.02、22.13 亿元，同比增长 39.63%、38.19%，公司期间费用逐年上升。2008 年，公司开始大规模地开拓业务，期间费用占营业收入比例为 5.08%，高于其他年度。随着公司费用管理能力的不断提高，2009 年和 2010 年的期间费用占营业收入

比例下降至 4.43%和 4.15%。

图 11: 2008~2010 年期间费用占比逐年下降



资料来源：招股意向书，招商证券研发中心

4、公司区域龙头地位正在不断加强

从 2003 年开始，中国药品医院终端规模每年以超过 20%的速度增长，2009 年，总规模达 3690 亿元，增长 21.98%。2010 年，全国医院用药规模为 4428 亿元，同比增长 20%。中国药品医院市场的供给者主要为医药商业。

2008 年，中国大陆地区共有 19,712 家医院，其中三级医院 1,192 家。在各地区中，山东省的医院总量、三级医院数量均为全国第一，二级、一级医院数量亦位于全国前列，表明山东省医疗市场在全国处于领先地位。改革开放以来，山东省经济稳步增长。2000 年以来，山东省经济有加速增长趋势，2001-2008 年山东省 GDP 年复合增长率达 19%，远高于全国平均水平。

2001-2010 年，居民人均可支配收入和消费支出复合增长率均超过 10%，在上述宏观背景下，近年山东省医药行业保持了较高的发展速度。根据医药观察家报数据，2007-2009 年山东省医院药品配送市场规模分别约为 200 亿元、260 亿元和 300 亿元，2008 年和 2009 年医院药品配送市场规模分别较上年增长 30%和 15.38%。未来，鉴于山东省良好的宏观经济环境、领先的医疗市场地位，医药商业有望保持高速发展。根据 IMS 预测，新兴医药市场在 2010 年~2014 年间的增长速度将达到 14%~17%，以此为依据保守测算，山东省医药商业 2010 年~2014 年间的增长速度为 15%，到 2015 年山东省医院药品配送市场规模将达到 600 亿元。

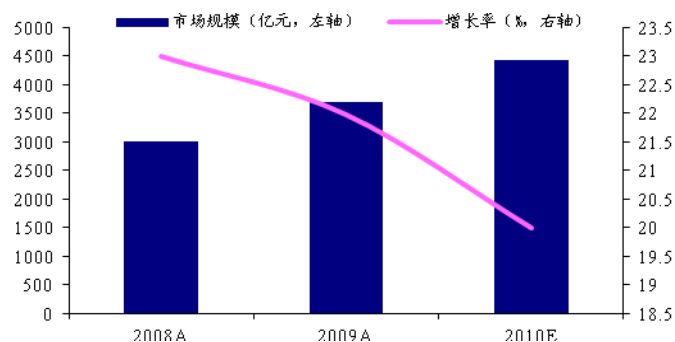
2011 年 5 月，商务部发布《全国药品流通行业发展规划纲要(2011~2015 年)》，具体发展目标：形成 1-3 家年销售额过千亿的全国性大型医药商业集团，20 家年销售额过百亿的区域性药品流通企业；药品批发百强企业年销售额占药品批发总额 85%以上，药品零售连锁百强企业年销售额占药品零售企业销售总额 60%以上。

药商业业务模式具有较高的同质性，在激烈的竞争后，较大规模的医药商业企业通过自身发展及兼并收购等方式不断扩张，规模逐渐成为行业的进入壁垒，寡头垄断成为市场的均衡状态。例如，美国的 McKesson、Cardinal Health、ABC 三公司合计市场份额超过 90%，日本的 Mediceo、Alfresa、Suzuken 三公司合计市场份额超过 70%，欧盟三大医药批发企业市场份额约占 65%。

结合国家发布的药品采购和招标制度，我们认为，未来中国的药品流通行业将走向巨头

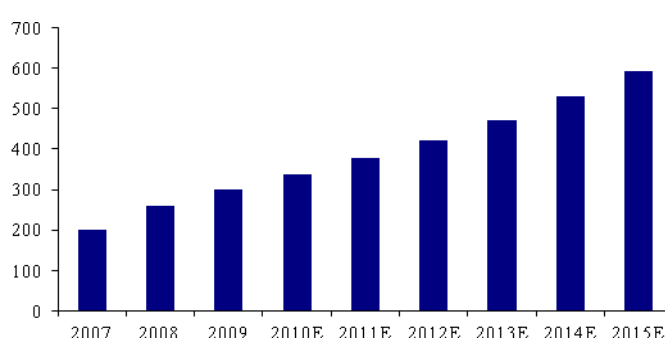
与区域龙头并存的局面。

图 12: 2008 ~2010 年国内医院终端药品市场规模



资料来源：招股意向书，招商证券研发中心

图 13: 2007 ~2015 年山东省医院药品配送市场规模



资料来源：招股意向书，招商证券研发中心

2007~2009 年，公司在山东省内医院药品配送规模分别为 4.37、9.77、13.55 亿元，测算公司市场份额分别为 2.18%、3.76%、4.52%，2009 年同比增长 20.2%，2010 年公司医院药品配送规模为 18.9 亿元，保持高速增长。

2008 年和 2009 年山东省医院药品配送市场规模分别较上年增长 30%和 15.38%，2009 年和 2010 年，公司收入较上年增长 39.62%、38.18%，远高于山东省医院药品配送市场规模增长。

我们认为公司作为山东省内规模领先的医药商业企业，将充分受益于山东省医院药品配送市场扩容，公司良好的管理水平及目前的组织架构是适应未来行业发展趋势的，公司的区域龙头地位将不断加强。

5、公司的“五个一体化”是省内复制及将来省外复制的核心

图 14: 瑞康医药“五个一体化”模式



资料来源：公司资料，招商证券研发中心

瑞康的“5个一体化”分别是信息一体化、财务一体化、物流一体化、销售一体化、采购一体化，“5个一体化”能真正实现医药商业的规模效应，使得采购获得更低的成本，销售获得更高的利润，也是管理提速及管理成本降低的核心因素，“5个一体化”使得瑞康的省内收购及复制能顺利实现，也是将来瑞康走出山东，实现省外并购、省外复制瑞康模式的核心。

五、业绩预测与估值

未来受益于基础医疗市场的扩容，我们预计 2011~2013 年公司营业收入同比增长 47.5%、35%和 30%，净利润增长 58%、45%和 32%，实现摊薄后 EPS 1.05 元、1.52 元和 2.00 元（剔除财务费用的影响之后，2011~2013 年 EPS 分别为：0.99 元、1.35 元、1.70 元）。考虑到公司的高速成长性，给予 2011 年 32~35 倍预测 PE，我们认为公司合理估值 31.68~34.65 元。

表 3：公司分产品销售收入预测

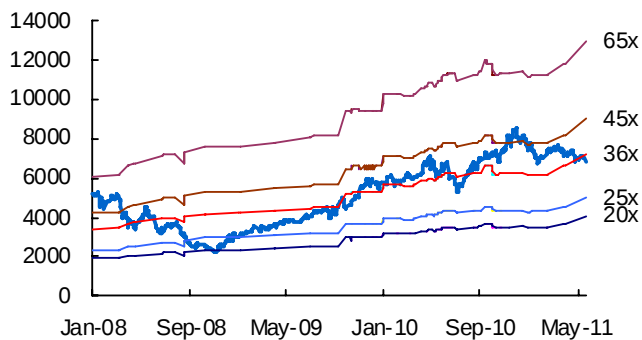
(百万元)		08A	09A	10A	11E	12E	13E
规模以上医院	收入	943.97	1,296.80	1791.29	2,328.67	2,980.71	3,725.88
	同比增长 (%)		37.4%	38.1%	30.0%	28.0%	25.0%
医药商业分销	收入	158.25	232.20	294.21	323.63	355.99	391.59
	同比增长 (%)		46.7%	26.7%	10.0%	10.0%	10.0%
基础医疗市场	收入	44.86	72.56	127.49	611.95	1,070.92	1,606.37
	同比增长 (%)		61.7%	75.7%	380.0%	75.0%	50.0%
其他	收入	0.02	0.17	0.39	0.43	0.47	0.52
	同比增长 (%)		750.0%	129.4%	10.0%	10.0%	10.0%
合计	收入	1,147.62	1,601.73	2,213.38	3,264.68	4,408.09	5,724.36
	同比增长 (%)		39.6%	38.2%	47.5%	35.0%	30.0%

资料来源：招股意向书，招商证券研发中心

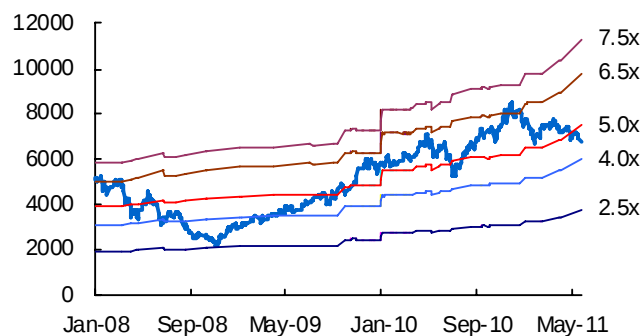
六、主要风险提示

- 1、医药流通行业竞争加剧，公司业绩低于预期；
- 2、基础医疗市场药品配送扩容速度放缓。

图表 15:医药行业历史PEBand



图表 16:医药行业历史PBBand



- 说明: 1、资料来源于招商证券研发中心;
2、行业指数基期、基点对应于沪深 300 指数;
3、行业净利润为剔除亏损公司后对应时点向前滚动一年的行业净利润总和;
4、行业净资产为对应时点行业净资产总和。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	975	1386	2288	2788	3463
现金	256	350	808	790	864
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	29	22	33	44	57
应收款项	532	790	1129	1524	1981
其它应收款	8	2	3	4	6
存货	125	192	270	365	475
其他	25	31	45	61	79
非流动资产	65	94	282	366	387
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	50	50	153	210	244
无形资产	13	40	36	32	29
其他	2	4	94	124	114
资产总计	1040	1479	2570	3155	3850
流动负债	806	1183	1491	1976	2541
短期借款	180	256	100	100	100
应付账款	415	565	840	1135	1479
预收账款	10	0	0	0	0
其他	202	362	551	741	962
长期负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
负债合计	806	1183	1491	1976	2541
股本	70	70	94	94	94
资本公积金	152	152	842	842	842
留存收益	12	74	143	242	373
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	234	296	1079	1178	1309
负债及权益合计	1040	1479	2570	3155	3850

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	61	71	146	137	178
净利润			98	142	187
折旧摊销			11	16	19
财务费用			17	12	8
投资收益			0	0	0
营运资金变动			16	(38)	(41)
其它			4	5	6
投资活动现金流	(21)	(38)	(199)	(100)	(40)
资本支出			(200)	(100)	(40)
其他投资			1	0	0
筹资活动现金流	63	32	511	(55)	(64)
借款变动			(156)	0	0
普通股增加			24	0	0
资本公积增加			690	0	0
股利分配			(29)	(43)	(56)
其他			(17)	(12)	(8)
现金净增加额	103	65	458	(18)	74

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1602	2213	3265	4407	5730
营业成本	1464	2030	3000	4055	5283
营业税金及附加	2	4	7	9	11
营业费用	29	40	59	79	103
管理费用	27	33	46	57	69
财务费用	15	19	17	12	8
资产减值损失	1	3	3	3	3
公允价值变动	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	63	85	133	192	253
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	3	2	2	2	2
利润总额	60	83	132	190	251
所得税	15	21	33	48	63
净利润	45	62	98	142	187
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司	45	62	98	142	187
EPS (元)	0.48	0.66	1.05	1.52	2.00

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	40%	38%	48%	35%	30%
营业利润	59%	35%	57%	44%	31%
净利润	53%	39%	58%	45%	32%
获利能力					
毛利率	8.6%	8.3%	8.1%	8.0%	7.8%
净利率	2.8%	2.8%	3.0%	3.2%	3.3%
ROE	19.1%	21.0%	9.1%	12.1%	14.3%
ROIC	13.9%	14.0%	9.5%	11.9%	13.8%
偿债能力					
资产负债率	77.5%	80.0%	58.0%	62.7%	66.0%
净负债比率	17.3%	17.3%	3.9%	3.2%	2.6%
流动比率	1.2	1.2	1.5	1.4	1.4
速动比率	1.1	1.0	1.4	1.2	1.2
营运能力					
资产周转率	1.5	1.5	1.3	1.4	1.5
存货周转率	12.5	12.8	13.0	12.8	12.6
应收帐款周转率	3.3	3.3	3.4	3.3	3.3
应付帐款周转率	4.1	4.1	4.3	4.1	4.0
每股资料 (元)					
每股收益	0.48	0.66	1.05	1.52	2.00
每股经营现金	0.65	0.75	1.56	1.46	1.90
每股净资产	2.49	3.16	11.50	12.56	13.96
每股股利	0.00	0.00	0.31	0.45	0.60
估值比率					
PE	67.4	48.6	30.7	21.2	16.1
PB	12.9	10.2	2.8	2.6	2.3
EV/EBITDA	91.6	68.5	45.5	33.3	26.3

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

李珊珊 CPA，厦门大学工商管理硕士，全国工商联医药业商会医药工业委员会副秘书长，中国成长型医药企业发展论坛副秘书长，5年证券从业经验，注册会计师（CPA）。2010年加入招商证券，目前为招商证券医药行业首席分析师。

徐列海，中山大学金融学硕士，生物技术、会计双学士，2009年加入招商证券，任医药行业分析师。

廖星昊 CIIA，上海财经大学金融数学与金融工程硕士，武汉大学生命科学与技术基地班学士，1年股权投资经验，注册国际投资分析师（CIIA）。2010年加入招商证券，任医药行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。