

分析师： 乔洋 (8621) 68751070 liusc@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120007

联系人： 刘舒畅 (8621) 68751070 liusc@cjsc.com.cn

有特色的区域医药流通企业

■ 专注于医药商业的民营企业

公司以山东省为目标市场，以对规模以上医院及基础医疗市场的直接销售为主营业务。董事长韩旭、张仁华夫妇共同持有公司 4800 万股，占公司股本总数的 69.27%，是公司的实际控制人。公司主要采取终端直销模式，以商业分销为补充，99%为药品类销售。

■ 公司在山东省拥有较强的销售网络覆盖能力

公司非常重视销售网络的覆盖，截止 2010 年，公司通过直销、分销两种商业模式对山东省 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%、39.16%，近三年，随着公司的销售覆盖率不断提升，在山东省覆盖率达到 67%，同时公司直销业务在山东省内市场占有率也有所提升。

■ 经营模式符合政策新要求，终端直销有助公司发展

根据医改相关政策、新出台的“十二五规划”中要求政府办医疗机构要举行公开招标采购、发展现代药品物流、规范和整顿药品生产和流通秩序、减少药品配送中间商业环节、推动基本药物制度建设等内容，公司的终端直销模式将成为未来医药商业领域的主流模式。另外，较强的销售覆盖能力使得公司更加具备竞争优势。

■ 募集资金用于扩大仓储和配送能力

公司本次募集 2380 万股，占发行后总股本的 25.37%，募集资金将全部用于现代物流配送项目，扩大仓储能力和配送能力，推动公司直销业务的发展。

■ 给予 2011 年 25-28x 估值，合理价格区间在 24.25 至 27.16 元

预计公司 2011-2012 年 EPS 分别为 0.97 元、1.28 元，按照 2011 年 25-28 倍市盈率，合理价值区间在 24.25 元至 27.16 元。

投资主题

山东省医院直销市场龙头

公司以山东省为目标市场，以对规模以上医院及基础医疗市场的直接销售为主营业务。终端直接销售为公司主要商业模式，对山东省三级、二级和基层医疗机构的覆盖分别达到 97.67%、60.58%、39.16%。截止 2010 年，公司覆盖规模以上医院 333 家，覆盖率达到 67%，成为医院直销细分市场的龙头，具有坚实的发展基础。

业绩预测及估值

预计公司 2011-2012 年 EPS 分别为 0.97 元和 1.28 元，按照 2011 年 25-28 倍市盈率，合理价值区间在 24.25 元至 27.16 元。

表 1: 盈利预测 (单位: 百万元)

	2010	2011E	2012E	2013E
业务收入	2213	3154	4013	5147
净利润	62.1	90.6	120.4	150.1
EPS (元/股)	0.662	0.966	1.283	1.600

资料来源: 长江证券研究部

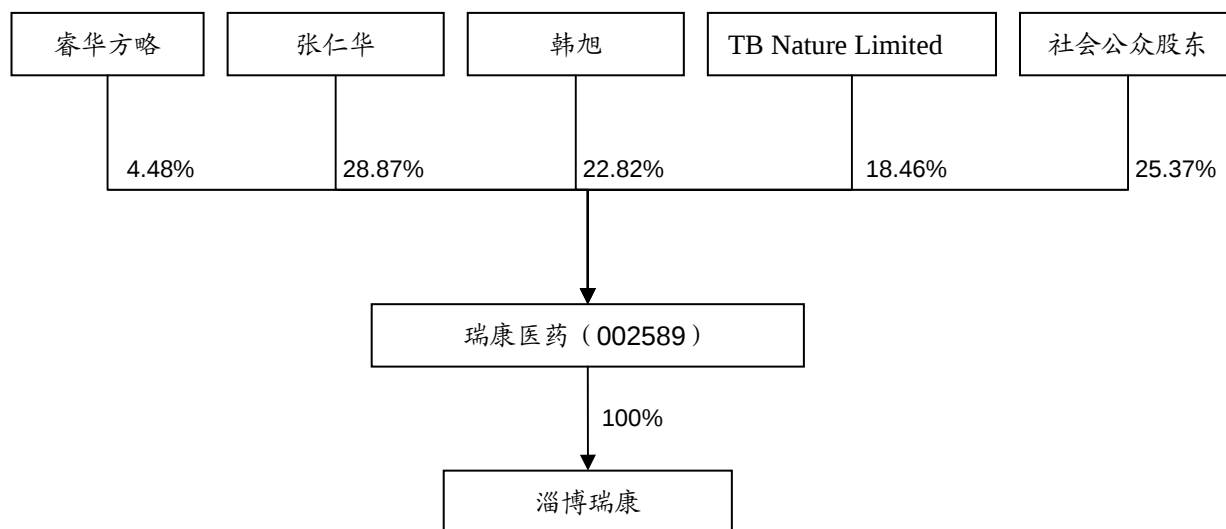
风险提示

- 业务范围拓展风险:** 公司虽然目前具有较强的市场覆盖能力，但是目标市场只是在山东省，如果未来公司希望拓展市场范围，将面临竞争力可能不足的风险。
- 产业政策风险:** 国家对医药流通行业已经实施严格的监管，产业政策的变化可能导致行业壁垒提高对公司业务拓展新业务有一定影响。

公司背景

公司系由山东瑞康药品配送有限公司整体变更设立而来，注册资本 7000 万。主营业务为山东省内规模及以上医院以及基础医疗机构的直销业务。董事韩旭、张仁华夫妇共同持有公司 4800 万股，占公司股本总数的 69.27%，是公司的实际控制人。

图 1: 发行后公司股权结构图



资料来源: 招股说明书, 长江证券研究部

公司自创立以来，一直专注于医药流通行业发展，是一家高成长性的、中型的药品直销服务商。具备药品现代物流能力、可采用电子商务等现代化交易手段经营。目前，公司是山东省医院直销细分市场的龙头，市场覆盖率达到 67%。

公司自设立以来，主营业务范围并未发生较大改变，主要采取终端直销模式，其中 99% 是药品类的销售。

表 2: 公司按销售类别分类

销售类别	主要产品	销售领域
药品类	中药材、中药饮片、中成药、化学原料药、化学药制剂、抗生素、生化药品、生物制品（除疫苗）、精神药品、麻醉药品、蛋白同化制剂、肽类激素、医疗用毒性药品、罂粟壳、药品类易制毒化学品的批发；	规模以上医院以及基础医疗机构
非药品类	二、三类医疗器械（隐形眼镜及护理用液、助听器、体外诊断试剂除外）、常温保存保健食品及日用品销售；健身器械、化妆品、消毒液的批发；药品的仓储、配送；普通货运	规模以上医院以及基础医疗机构

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

按照销售模式分类，公司主要以终端直销为主，分销作为补充。

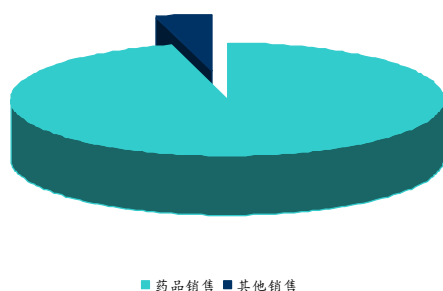
表 3: 公司按销售模式分类

销售模式	模式特点	销售领域
终端直销	主要为政府主导下的商业营销	参与政府招投标的公立医院
分销	市场化的商业营销	零售药店、分销客户及不参加政府招投标的医疗机构

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

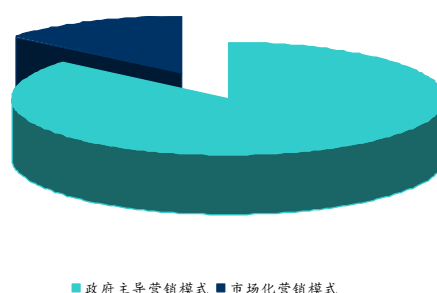
药品销售业务、终端直销模式是公司收入的保障，2010 年药品销售额占比 99%，终端直销模式贡献的收入占比为 86.20%

图 2: 2010 年分产品收入结构



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 3: 2010 年直销和分销比例结构



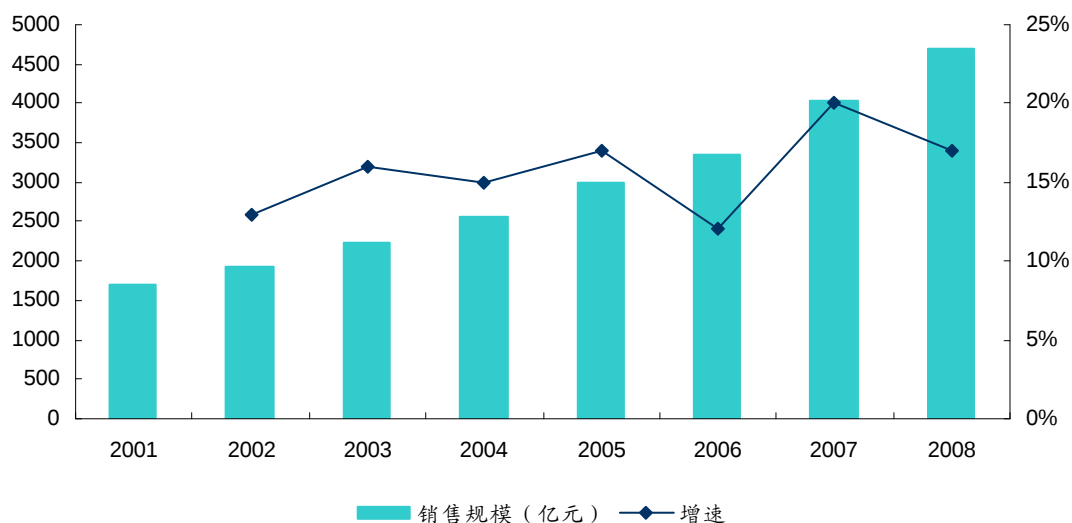
资料来源：招股说明书，长江证券研究部

医药商业概况

国内医药商业市场规模不断扩大

近年，随着经济增长、人口老龄化以及新医疗改革背景下政府卫生投入的持续增加、医保覆盖面不断扩大，医药商业将继续保持快速增长。2000 年以来我国医药商业保持了较快的发展速度，市场规模由 2001 年的 1,700 亿增至 2008 年的 4,700 亿，年均复合增长率达 15.58%

图 4：中国医药商业规模不断扩大



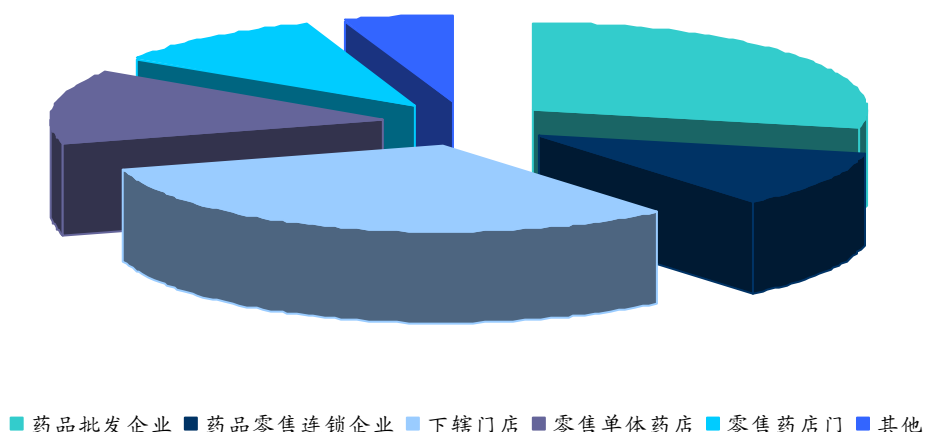
资料来源：招股说明书，长江证券研究部

医药流通行业集中度有待提高

尽管药品流通行业发展迅速，但行业发展的体制性矛盾和结构性问题仍然比较突出。可以对比的是，截至 2009 年底，美国药品销售额占世界药品市场份额的 40% 以上，但批发企业总共只有 70 家；德国目前仅保留了 10 个大型药品批发企业，其中前 3 家占国内市场份额达 60%。

截止 2009 年，国共有药品批发企业 1.3 万多家，药品零售连锁企业 2130 家，下辖门店 13.5 万多个，零售单体药店 25.3 万多家，零售药店门店总数 38.8 万多个。2009 年，全国药品流通行业从业人员约 400 万人，全国药品批发企业销售总额达到 5684 亿元，10 年间年均增长达到 15%；零售企业销售总额 1487 亿元，年均增长 20%。

图 5：我国医药流通集中度较低

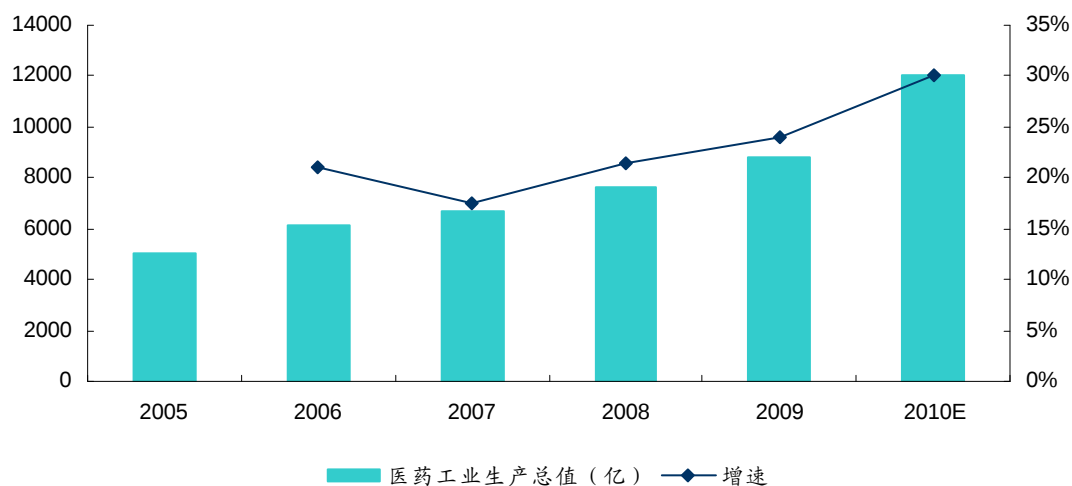


资料来源：招股说明书，长江证券研究部

医药商业发展较快

医药商业的上游行业为医药制造业，受益于国民经济发展，人口老龄趋势，近些年医药制造业维持较高的增长速度，未来，在新医改的促进下，医药制造业有望保持良好的发展趋势，这也有利于医药商业的发展。

图 6：2000—2010 年医药制造生产总值稳步增长

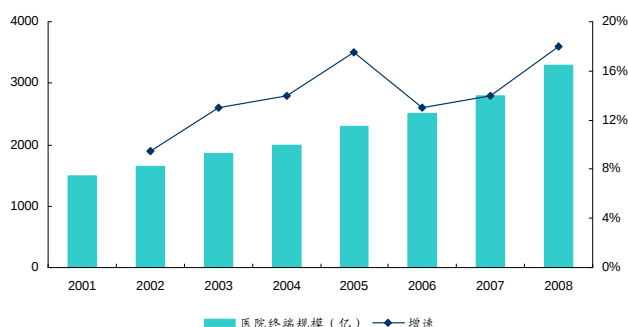


资料来源：招股说明书，长江证券研究部

医药商业的下游行业主要包括医药零售、医院，新农合和社区医疗机构等基础医疗市场，其中，医院和医药零售是下游行业的主要发展对象，近些年，中国药品医院终端规模每年以超过 10% 的速度增长，2008 年，在众多行业受到金融危机严重影响的背景下，中国药品医院终端规模增长 17% 以上，总规模达 3,500 亿元。

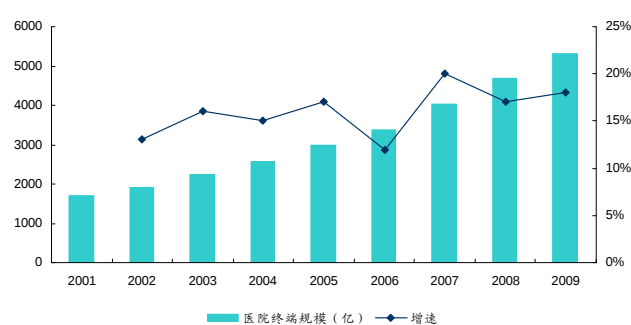
2001-2008 年我国医药零售市场增长迅速，销售规模自 2001 年的 1700 亿元增长到 2008 年的 4700 亿元，年均复合增长率达 20.90%，医院和医药零售市场的强劲增长也为医药商业的发展奠定了基础。

图 7：2001-2008 年医院终端稳健增长



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 8：2001-2008 年医药零售规模稳健增长



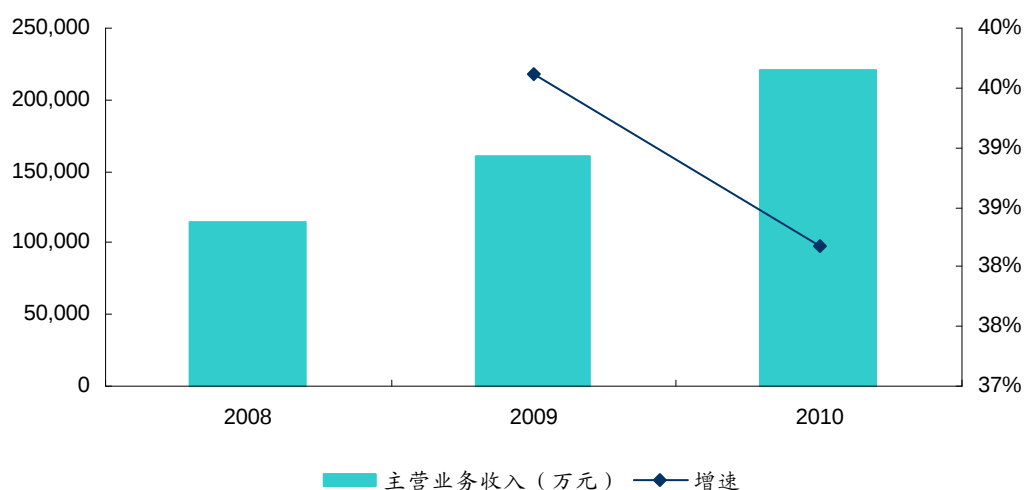
资料来源：招股说明书，长江证券研究部

公司经营分析

药品类销售业务为主，增长较快

2008-2010 年，公司主营收入增长较快，99%来自于药品销售，年复合增长率在 38.7%左右。2009 年实现营业收入 16.02 亿元，较 2008 年增长 39.63%；2010 年继续保持较快的增长速度，营业收入达到 22.13 亿元，较 2009 年增长 38.19%。

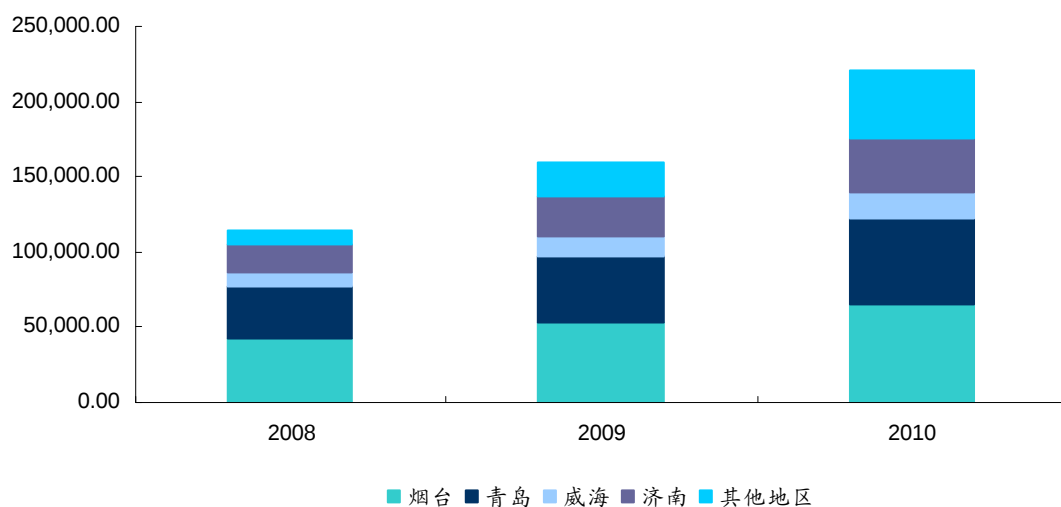
图 9：2008-2010 年公司主营收入增长较快



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

公司目标市场暂定为山东省，从销售区域来看，济南、烟台、威海、青岛四个地区为公司的重点销售区域，近三年来来自这四个城市的销售总收入占总收入 80%以上

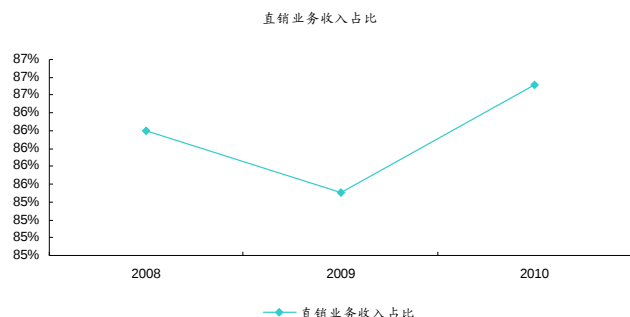
图 10：公司四个主要销售区域总占比较大



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

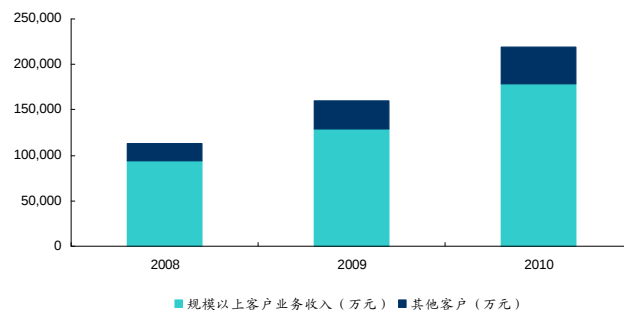
公司的业务以规模以上医院及基础医疗市场的直接销售为主，客户以山东省内的规模以上医院为主。

图 11: 公司直接销售模式收入占比稳增



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

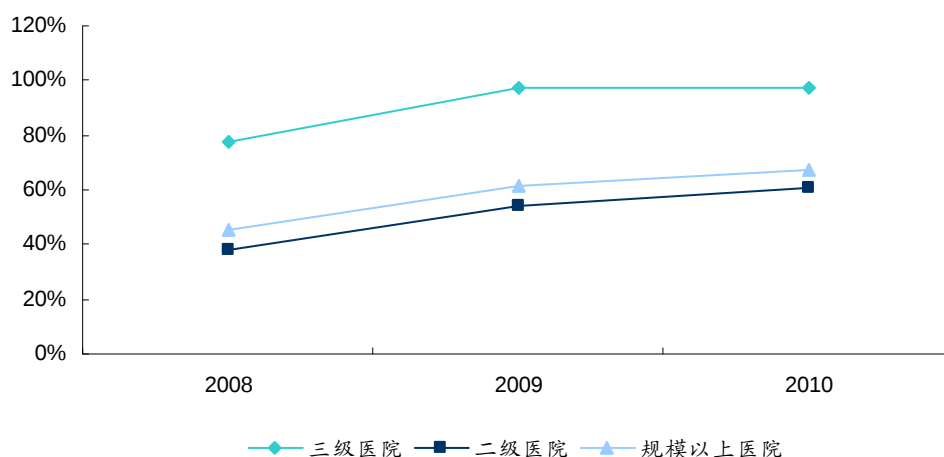
图 12: 公司规模以上医院（高端医疗）贡献大部分收入



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

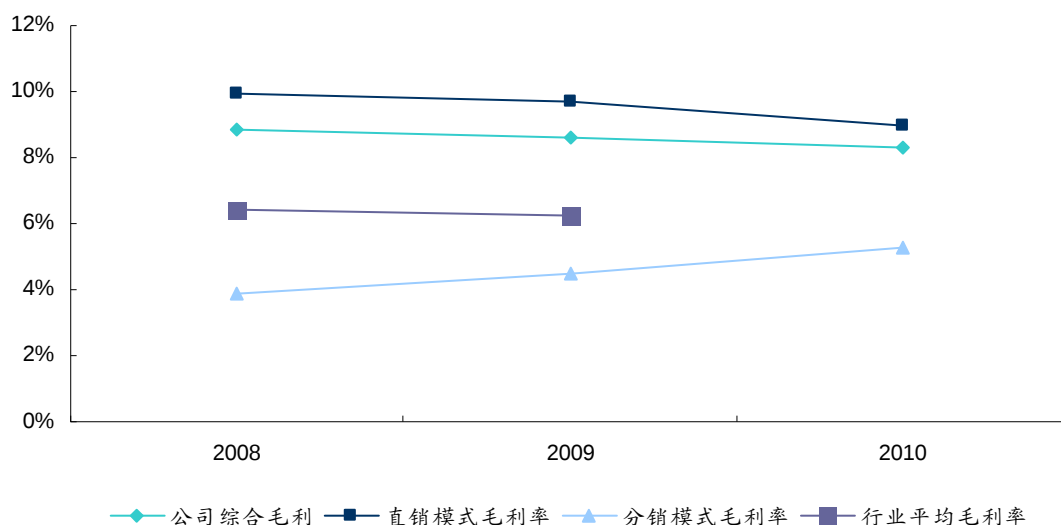
公司未来战略清晰，仍将坚持以终端直销模式为主，进一步拓展高端医疗市场，做大直销业务

图 13: 2008-2010 年公司高端医疗市场覆盖率不断提高



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

2008-2010 年，公司综合毛利率分别为 8.86%、8.58%和 8.29%，依靠直销模式下的相对高毛利率而保持较为稳定的趋势。

图 14：2008-2010 年公司毛利率高于行业平均


资料来源：招股说明书，长江证券研究部

医药商业毛利普遍较低，但由于公司借由直销为主的营销模式优势，毛利率在同行业处于领先水平

表 4：2008-2010 年公司毛利处同行业领先地位

公司	2008 年末	2009 年末	2010 年末
华东医药	5.97%	5.41%	6.29%
上海医药	7.13%	7.31%	8.57%
英特集团	5.13%	4.87%	5.45%
南京医药	6.16%	5.56%	6.02%
国药股份	8.71%	8.31%	8.18%
瑞康医药	8.86%	8.58%	8.46%

资料来源：wind 资讯，长江证券研究部

公司核心竞争力

强大的终端覆盖能力：公司已凭强大的覆盖能力，在山东省达到 67% 的市场占有率，成为省内龙头。

现代物流能力：公司现代物流的建设不仅符合山东省政府要求，同时也是新医改对医药商业的要求，有利于公司拿到更多的配送权，是医药商业行业的立足之本。

募投项目提升公司仓储能力

2009-2010 年，公司业务迅速发展，期末存货余额不断增加，现有的仓储能力已经达到饱和。

表 5：2008-2010 年末存货余额及增长情况

项目	2008 年末	2009 年末	2010 年末
存货余额（万元）	19,151.02	12,547.47	10,795.38

增长率 52.63% 16.23%

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

公司本次募集资金拟投资于山东瑞康医药股份有限公司（济南）药品现代物流配送项目、山东瑞康医药股份有限公司（烟台）药品现代物流配送项目这 2 个项目，项目投资总额为 27,413 万元，募投项目不仅提升公司的仓储能力，也有利于提高公司的配送能力。

表 6：公司募投项目概况

项目名称	投资总额 (万元)	拟使用募集资金投 资额 (万元)	实施方式
山东瑞康医药股份有限公司（济南）药品现代物流配送项目	21,135	21,135	公司直接实施
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	6,278	公司直接实施

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

盈利预测

核心假设

- 募投项目进展顺利；
- 销售毛利率保持基本稳定。

表 4：公司收入假设（单位：万元）

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
规模以上医院	94397.23	129680.13	179138.50	232880.05	291100.06
增长率		37.38%	38.14%	30.00%	25.00%
基础医疗市场	4486.37	7255.75	12749.4	50997.6	76496.4
增长率		61.73%	75.71%	300.00%	50.00%
其他商业分销	15825.15	23220.26	29421.43	31480.93	33684.60
增长率		46.73%	26.71%	7.00%	7.00%
总计	114708.75	160156.14	221309.33	315358.58	401281.06
增长率		39.62%	38.18%	42.50%	27.25%

资料来源：长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2213	3154	4013	5147	货币资金	350	315	401	515
营业成本	2030	2899	3684	4725	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	184	255	329	422	应收账款	792	1113	1416	1816
% 营业收入	8.3%	8.1%	8.2%	8.2%	存货	192	277	353	452
营业税金及附加	4	5	7	8	预付账款	31	43	55	71
% 营业收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	40	63	76	93	流动资产合计	1386	1749	2225	2854
% 营业收入	1.8%	2.0%	1.9%	1.8%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	33	54	64	77	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	1.5%	1.7%	1.6%	1.5%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	19	9	17	38	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.8%	0.3%	0.4%	0.7%	固定资产合计	51	72	381	660
资产减值损失	3	4	4	5	无形资产	40	38	36	34
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	1	1	1	1
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	2	1	1	1
营业利润	85	121	161	201	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	3.8%	3.8%	4.0%	3.9%	资产总计	1479	1860	2644	3550
营业外收支	-2	0	0	0	短期贷款	256	184	641	1123
利润总额	83	121	161	201	应付款项	916	793	1008	1292
% 营业收入	3.8%	3.8%	4.0%	3.9%	预收账款	0	22	28	36
所得税费用	21	31	41	51	应付职工薪酬	1	3	4	5
净利润	62	91	120	150	应交税费	7	4	5	6
归属于母公司所有者					其他流动负债	4	6	8	10
的净利润	62.1	90.6	120.4	150.1	流动负债合计	1183	1011	1693	2471
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.66	0.97	1.28	1.60	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	71	-385	4	44	负债合计	1183	1011	1693	2471
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	296	849	951	1079
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	296	849	951	1079
固定资产投资	-38	-32	-340	-351	负债及股东权益	1479	1860	2644	3550
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-38	-32	-340	-351		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.662	0.966	1.283	1.600
股权融资	0	476	0	0	BVPS	4.23	12.13	13.59	15.41
银行贷款增加（减少）	76	-72	457	481	PE	30.20	20.71	15.59	12.50
筹资成本	12	-22	-35	-61	PEG	0.88	0.61	0.46	0.37
其他	-56	0	0	0	PB	4.73	1.65	1.47	1.30
筹资活动现金流净额	32	382	422	421	EV/EBITDA	16.44	12.25	10.04	7.92
现金净流量	65	-34	86	113	ROE	21.0%	10.7%	12.7%	13.9%

分析师介绍

乔洋，长江证券研究部分析师；
刘舒畅，上海交通大学生物化学硕士/应用化学学士，从事医药生物行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江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：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。