

专注直销，深挖细掘山东市场

增持首次评级

目标价：31元

投资要点：

- 📖 十二五支持医药流通企业做大做强，行业整合空间巨大
- 📖 公司直销业务省内第三，基本药物配送省内第一
- 📖 积极介入医疗器械配送业务，加大与辉瑞合作

报告摘要：

- **十二五支持医药流通企业做大做强，行业整合空间巨大。**我国医药商业行业上游制造环节企业数量多，竞争不均衡；下游医疗机构需求旺盛，基层医疗市场垄断化发展；医药流通作为中游环节，竞争格局呈现企业数目多、公司规模小、竞争激烈、行业集中度低的现状，十二五规划支持医药流通企业做大做强，政策导向有利于产业向大型医药商业企业集中，行业面临巨大整合空间。
- **公司竞争优势：**（1）规模优势：基药配送覆盖率山东省内第一，直销规模位列省内三甲，在全国排38位；（2）完善的销售网络覆盖：公司对山东省规模以上医院的覆盖率达96%，基层医疗机构覆盖率超82%，覆盖医院级别高，药品需求量大，净利率高于平均水平。（3）上下游客户质量高，在不同级别医院都有较高的覆盖率，和大部分全国工业百强企业均建立了良好的业务合作关系。（4）积极介入山东省医疗器械配送业务，与辉瑞合作范围加大。
- **未来业绩主要增长点：**（1）近看公司基药配送放量、物流中心再改造和医疗器械配送的发展；（2）远看规模扩张，对山东省内流通资源的整合，从而获得更多上游制造企业的定价权优势。
- **盈利预测及投资建议：**预计2011-2013年实现EPS为0.87元、1.18元和1.56元，同比增速为32%、36%和32%，对应PE为31、23、17倍。给予公司明年26倍PE，目标价为31元，首次给予“增持”评级。

单位(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,602	2,213	3,032	4,123	5,565
增长率	40%	38%	37%	36%	35%
净利润	45	62	82	111	146
增长率	53%	39%	32%	35%	32%
EPS(元)	0.64	0.89	0.87	1.18	1.56
P/E	42	30	31	23	17

医药研究组

分析师：

孙伟娜 (S1180511010011)

电话：010-88085269

Email: sunweina@hysec.com

吴洋 (S1180511080005)

电话：010-88085967

Email: wuyang@hysec.com

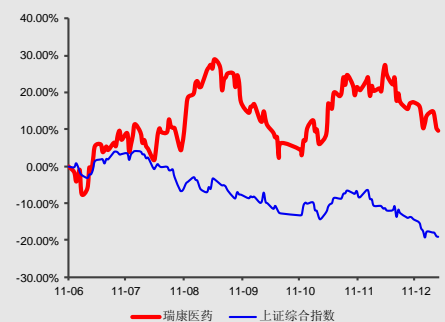
联系人：

卫雯清

电话：010-88085985

Email: weiwending@hysec.com

市场表现



主要指标

收盘价	26.99
一年内最高/最低	32.20/21.01
总股本(百万股)	93.8
流通A股(百万股)	23.8

数据来源：Wind

目录

投资逻辑	4
1、十二五支持医药流通企业做大做强，行业整合空间巨大	4
2、公司竞争优势	4
3、未来业绩主要增长点	4
一、医药商业行业全产业链分析	5
(一) 中游流通环节：市场份额日渐向优势企业集中	5
1、竞争格局：企业数目多、公司规模小、竞争激烈、行业集中度低	5
2、医药商业行业的进入壁垒将会越来越高	6
(1) 医药商业下游特点	6
(2) 医药商业行业的进入壁垒	7
3、发展趋势：行业集中度继续提高，市场份额向优势企业集中	7
(二) 上游制造环节：企业数量多，竞争实力不均衡，产能过剩	8
(三) 下游需求环节：医保投入加大，政策支持流通企业做大做强	9
1、下游行业发展状况对本行业的影响	9
(1) 国家医保投入逐步加大	9
(2) 人口老龄化趋势和城镇化发展，居民医疗支出逐步提高	9
2、政策优势利好医药商业	10
3、“十二五”支持药品流通企业做大做强，促进企业的核心业务发展	10
二、公司竞争优势	11
(一) 公司主营业务收入增长快，毛利率保持稳定	11
(二) 完善的销售网络覆盖能力强	11
1、销售网络终端覆盖能力强	11
2、基本药物配送市场巩固市场地位	12
(三) 上下游客户质量高	13
1、公司在不同级别的医院和药店均有较高覆盖率	13
2、公司和大部分全国工业百强企业均建立了良好的业务合作关系	13
三、公司未来增长点	14
(一) 公司将成为医药流通行业整合者	14
(二) 基药配送的放量	14
(三) 进军医疗器械流通，与国外药企合作	14
1、进军医疗器械流通领域	14
2、扩大与辉瑞制药的合作	15
四、盈利预测与投资建议	15
五、风险提示	16

插图

图 1: 医药商业行业前十企业市场集中度对比.....	6
图 3: 医药制造业主营业务收入累计值(单位: 亿元).....	8
图 4: 中国药品的医院终端规模.....	9
图 5: 2004-2008 年新农合覆盖面相关指标.....	9
图 6: 我国城镇居民人均全年医疗费用及占比.....	9
图 7: 公司近三年年营业收入、成本及毛利率.....	11
图 8: 近三年公司营业收入区域构成.....	11
图 9: 公司医疗终端市场覆盖变化.....	12
图 10: 公司覆盖各渠道比例.....	12
图 11: 公司各级别医院覆盖情况.....	13
图 12: 公司二、三级医院覆盖情况.....	13

表格

表 1: 药品流通方式对比.....	5
表 2: 医药商业行业的进入壁垒.....	7
表 3: 国家为压缩医药商业流通环节的政策.....	7
表 4: 2010 年上市公司前十名医药制造企业主营业务收入.....	8
表 5: 国家近几年出台的医改政策.....	10
表 6: 公司的销售网络.....	11
表 7: 山东省基本药物配送企业配送区域、品规情况公示表(第三期).....	12
表 8: 未来三年收入及成本预测.....	15
表 9: 财务报表预测.....	17

投资逻辑

1、十二五支持医药流通企业做大做强，行业整合空间巨大

按照国家医药商业“十二五”规划内容，将鼓励建设一批全国性和区域性的药品物流园区和配送中心，加快形成若干具有较强辐射带动作用的药品流通枢纽。推动实力强、管理规范、信誉度高的药品流通企业跨区域发展，形成以全国性、区域性骨干企业为主体的遍及城乡的药品流通体系。

2015年前，全国要“形成1~3家年销售额过千亿元的全国性大型医药商业集团，20家年销售额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，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70%以上；连锁药店占全部零售门店的比重提高到三分之二。”

医药流通行业目前的竞争格局是典型的大行业、小公司，全国医药流通企业销售总额达到6000多亿元，瑞康医药作为山东省内排名第3位的医药商业公司也只有20多亿元的营业收入，与山东全省300亿左右的配送总额还有很大差距。集中度的提升是大趋势，胜出的关键要看资金实力、扩张模式与管理效率。

2、公司竞争优势

(1) 规模优势：基药配送覆盖山东省内第一，整体规模位列省内三甲，在全国排38位；(2) 完善的销售网络覆盖：公司对山东省规模以上医院的覆盖率达96%，基层医疗机构覆盖率超82%，覆盖医院级别高，药品需求量大，公司利润高速增长。(3) 上下游客户质量高，在不同级别医院都有较高的覆盖率，和大部分全国工业百强企业均建立了良好的业务合作关系。(4) 积极介入山东省医疗器械配送业务，与辉瑞合作范围加大。

瑞康医药作为地域优势明显的医药商业公司，在上述四大竞争优势及IPO融资资本支持下，目前已经在销售规模、营销网络与经营效率上与中小型医药商业企业拉开了较大差距，我们认为公司未来将成为区域行业整合者的角色。

3、未来业绩主要增长点

(1) 基药配送从5月份开始就回款很及时，回款周期只有1个月，今年10月份开始盈利，今年12月单月收入目标是5000万，明年单月收入如果按照5000万，则明年基药收入有6亿元。明年公司将不再增加基药销售人员，投入不会像今年这么大，盈利能力将有所提高。

(2) 公司已经在今年成立了山东瑞康医疗器械股份有限公司，进军到医疗医械配送业务，公司先从与药品流通相似度很高的耗材做起，这样可以全部使用原来的物流渠道，投入较小，见效快。成为未来一大看点。

(3) 公司今年8月与辉瑞签订了北中国12省1直辖市的分销协议，涉及一个药品老虎霉素（替加环素），瑞康负责该药在山东省的配送以及在其他省市配送给当地省份的二级经销商。我们认为辉瑞选择瑞康医药作为北中国分销商是对瑞康的服务质量及配送效率的高度肯定。随着合作关系的开展，未来我们可以进一步期待公司与辉瑞在其他药品上的进一步合作。

一、医药商业行业全产业链分析

(一) 中游流通环节：市场份额日渐向优势企业集中

瑞康医药是地方性医药商业公司，在山东省具有很强的终端覆盖和配送能力。在整个医药商业行业产业链中处于中游环节，2010年公司销售收入22.13亿元，占全国医药商业行业的市场份额为0.24%，占山东省医药商业行业的市场份额为6%。

表 1: 药品流通方式对比

业务模式	业务描述	特点	发展趋势
直销业务模式（瑞康医药所属模式）	药品由上游供应商（既包括医药工业企业，也包括医药商业企业）供应至直销商，然后由直销商供应至医院或药店等终端。	毛利率水平较高；终端掌控能力强，对医药工业企业的价格谈判能力强，争取医药工业企业配送权占优势。	在中央精神的指导下，未来医药商业的主模式为一级渠道模式，即直销业务模式。
调拨业务模式	也称分销业务模式，主要指医药商业企业将自己采购的医药产品销售给另外一个医药商业企业而非终端使用客户的商业模式。	可以进行较大范围的市场覆盖；因避免了终端资金占压问题，资金周转速度较快，坏账风险较低。	毛利率水平持续下降；随着省统一招标采购制度的实施，此种商业模式将成为非主流商业模式。
快批业务模式	该模式是针对城乡交界地区和农村市场等基础医疗市场进行销售的一种业务模式，主要表现为该医药商业企业大批量的向医药工业企业进货，同时低差价快速分销至小批发商业企业、基础医疗单位、零售药店等。	销售形式灵活，网络建设成本低；药品价格具备较强的竞争优势；资金周转较快。	随着国家对医药商业的规范管理和基础医疗市场的公益化回归，此种商业模式将成为非主流商业模式。
代理业务模式	中国医药代理商业模式是最复杂的商业模式，其复杂性表现为既有如进口产品总代理模式，也有表现为居间人、法人实体代理公司、法人实体代理配送混合业务公司等模式。	地缘优势突出；产品进入终端速度快，终端掌控能力强；医药工业营销成本低，利润率较高。	随着招标采购制度的实施，中国医药商业代理模式将发生变革，但代理制仍将在一定时间内存在。
第三方物流业务模式	该模式指药品生产或经营企业为降低运营成本，把原属于自己处理的物流活动，以合同方式委托给具有第三方物流资质的医药商业企业，同时通过信息系统与物流企业保持密切联系，以达到对物流全程管理、控制的一种物流运作管理方式。	专业化、规模化经营；物流成本低。	未来将成为中国大、中型医药商业企业发展的模式之一。

资料来源：招股说明书、宏源证券

1、竞争格局：企业数目多、公司规模小、竞争激烈、行业集中度低

现阶段，中国的医药商业行业呈现出企业数目多、公司规模小、竞争激烈、行业集中度低的竞争格局。

企业数目多：截至2009年底，药品批发企业1.3万多家；药品零售连锁企业2149家，下辖门店13.5万多家，零售单体药店25.3万多家，零售药店门店总数达38.8万多家。

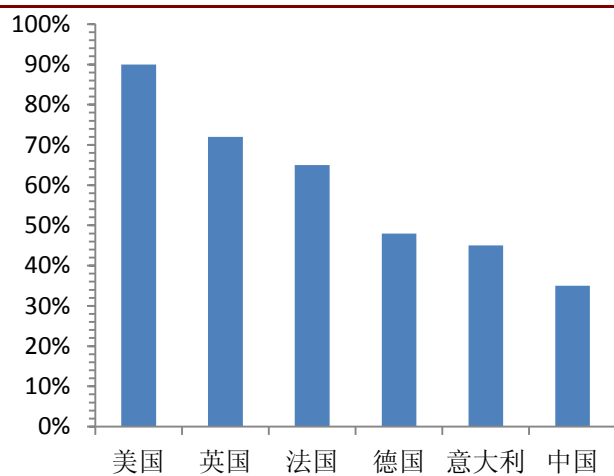
公司规模小：中国医药商业大部分为中、小企业，尽管2009年全行业实现销售收入5684亿元，但单个企业销售规模普遍偏小，平均销售规模仅4372万元，而且能实现全国

性网络覆盖的只有国药、上药和九州通等几家公司，而这几家也仅仅是在其他地方有少量布局，重点覆盖区域还是分别在北京、上海和湖北。其他销售规模在几百万甚至几十万的医药商业企业遍布中国各个城市。

竞争激烈：医药商业行业是市场化程度较高的行业，企业多、市场竞争不规范，使得医药流通市场竞争十分激烈，毛利率水平也相对较低。

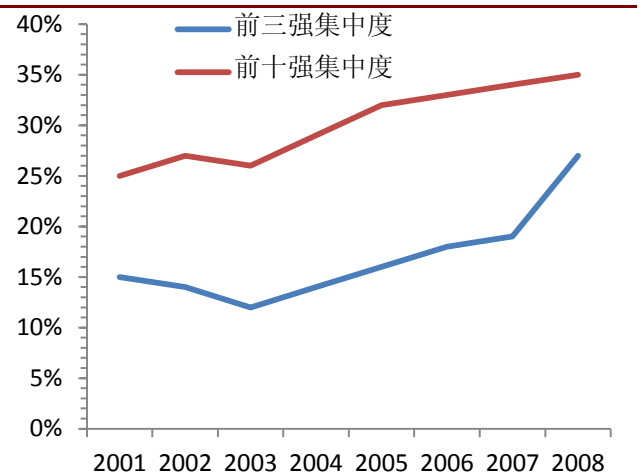
行业集中度低：整个行业销售规模最大的前10家医药商业企业，2008年累计市场占有率为35.04%，这与发达国家平均70%左右的行业集中度形成巨大反差。

图 1：医药商业行业前十企业市场集中度对比



资料来源：招股说明书，宏源证券

图 2：01-08 年中国医药商业集中度



资料来源：招股说明书，宏源证券

2、医药商业行业的进入壁垒将会越来越高

(1) 医药商业下游特点

医药商业行业进入壁垒与下游的医院、药店的消费特点密切相关，中国的药品消费具有专业性强、政策依赖性强、地理位置分散的特点：

专业性强

由于医院和药店购买的规模大、技术性强、质量要求高，而且需要控制购买的成本，所以医院和药店购买药品和器材需要成立专门的中心，配备专业的购买人员，制定严格的采购程序。

政策依赖性强

药品不同于其他商品，医疗机构对药品的采购需要严格执行药品目录和药品招标政策，同时医疗机构对中标药品的配送商选择有较大话语权，具有规模优势、渠道优势和服务效率的医药商业才能获得更多的政策支持和医疗机构的认可。

医疗机构地理位置分散

因各地区的自然资源、经济发展水平和投资环境不同，各地的医院和药店都具有较大的差异。一般来说，大型医院都集中在各个省的大中城市，但是作为保障民生的医疗机构，必定要覆盖全国所有地域，尤其是新医改政策实行以来，国家扩大基层医疗覆盖范围，乡镇医院、社区诊疗中心、村卫生室的数量将持续增加，对药品配送提出更高的要求。

(2) 医药商业行业的进入壁垒

中国医药商业行业过去进入门槛不高,这种情况导致了我国医药商业长期以来处于小、散、乱的状态。近年来,随着国家医疗体制改革的推进,国家通过施行药品经营许可证制度、GSP 强制认证制度等来改变我国医药商业这种状况。其中国家明确提出要坚决压缩流通渠道环节,使得进入壁垒越来越高。

表 2: 医药商业行业的进入壁垒

进入壁垒	说明
专业认证壁垒	认证标准多,有 GSP 认证标准、药品经营企业换证新标准、新开办药品经营企业标准、开办医疗器械经营许可证标准、药品现代物流企业标准。其中 GSP 认证制定标准高,旨在提高行业进入门槛,优化行业竞争格局。
经营资质壁垒	毒麻药品经营资质、蛋白同化制剂经营资质、医药电子商务经营资质、冷链管理经营资质、信息化建设壁垒等。公司相继取得以上资质,有利于公司开拓新的营销渠道,且冷链管理水平处于业内领先水平。
规模壁垒	对于医药商业企业本身而言,药品流通环节的毛利率水平较低,因此必须发挥规模经济效益方能保证企业的盈利能力。且规模越大,被医药制作企业选定作为配送商的机会更多,且下游愿意与之合作的意愿越强。
品牌、信誉壁垒	医药制造企业会选择行业内信誉较好的配送企业,要求配送及时、配送产品质量较高。信誉、品牌的建立积累时间较长。
资本实力壁垒	到医药商业企业需要承受下游销售终端及存货对资金的占用,因此需要具备较强的资金实力。
市场化壁垒	规模以上医院终端进入和医药工业渠道授权获得成为医药商业行业市场化壁垒。
政策壁垒	国家出台了从招标采购到基本药物配送等一系列政策,有利于市场向大中型医药商业集中。

资料来源:招股说明书、宏源证券

3、发展趋势:行业集中度继续提高,市场份额向优势企业集中

随着国家对医药商业行业的政策指导的实施,未来医药商业行业发展趋势将会呈现行业集中度继续提高、渠道扁平化、规范化、地域化、信息化、多功能增值服务的发展趋势的特点。但是最重要还是表现在行业集中度和渠道上的改进。

从国家发改委发布的规划中可以看出对提高医药商业集中度的决心。国家发改委在《医药行业“十一五”发展指导意见》中提出:到“十一五”末,要培育 5 个销售额在 50 亿元以上的大型医药集团,10 个销售在 30 亿元以上的医药商业企业。在《医药流通行业“十二五”规划》中再次提出:到“十二五”末,重点要培育 1-2 家千亿企业,20 家百亿企业,解决行业集中度不高,以药养医等问题。

表 3: 国家为压缩医药商业流通环节的政策

压缩的渠道	说明
招标采购渠道的压缩	药品集中采购由批发企业投标改为药品生产企业直接投标,由生产企业或委托具有现代物流能力的药品经营企业向医疗机构直接配送,原则上只允许委托一次;
基本药物的流通渠道压缩	基本药物实行公开招标采购,统一配送,减少中间环节。
药品价格管理模式的压缩	控制药品流通环节差价率,逐步降低政府指导价药品的流通差价率,对流通环节差价率(额)实行上限控制。

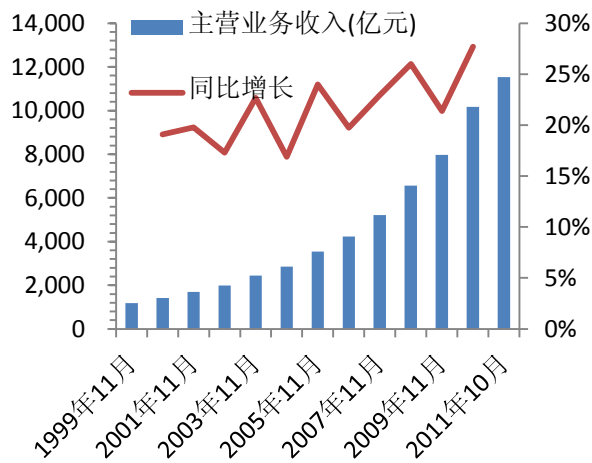
资料来源:招股说明书、宏源证券

在国家的政策导向下，我国医药商业企业前十强所占市场份额由 2001 年的 25.50% 上升至 2008 年的 35.04%，超过 50 亿元以上的大规模医药流通企业数量也在不断增加。随着竞争的日益激烈，加上较高的进入壁垒，大批小型医药商业企业由于实力弱小，经过激烈的市场竞争和重新“洗牌”，将会在总量上大量减少；而一些基础好、具有一定实力的企业将会抓住当前国家政策机遇，通过参股、控股、兼并、收购和特许经营等方式，实现规模快速扩张，形成较大的企业集团。

(二) 上游制造环节：企业数量多，竞争实力不均衡，产能过剩

与其他行业相比，医药制造行业存在较高的进入壁垒，受到国家监管很严。但是我国过去由于实行地方审批，受地方利益的驱使，各行政区分别审批建立医药生产企业，造成全国的医药企业数量众多，但每个企业的生产规模相对都较小，企业集中度低。

图 3: 医药制造业主营业务收入累计值(单位: 亿元)



资料来源: wind, 宏源证券

截止 2011 年 3 月年全国共有 5581 个医药制造企业，但是 8 强的国内市场集中度也仅为 7%，而前 20 强的国内市场集中度也仅为 42%。企业数量众多，产品参差不齐，竞争激烈。尤其是占医药制药行业总营业收入 80% 的化学制药行业的重复建设较为严重，导致行业内竞争激烈，药厂之间竞相压价导致企业利润率降低。

表 4: 2010 年上市公司前十强医药制造企业主营业务收入

证券代码	证券简称	主营业务收入 (亿元)
600664.SH	哈药股份	125.3544
600812.SH	华北制药	102.8664
000538.SZ	云南白药	100.7544
600869.SH	三普药业	94.59971
600129.SH	太极集团	59.8562
600062.SH	双鹤药业	53.66796
000597.SZ	东北制药	48.28333
600535.SH	天士力	46.51591
600216.SH	浙江医药	45.58265

资料来源: 招股说明书, 宏源证券

(三) 下游需求环节：医保投入加大，政策支持流通企业做大做强

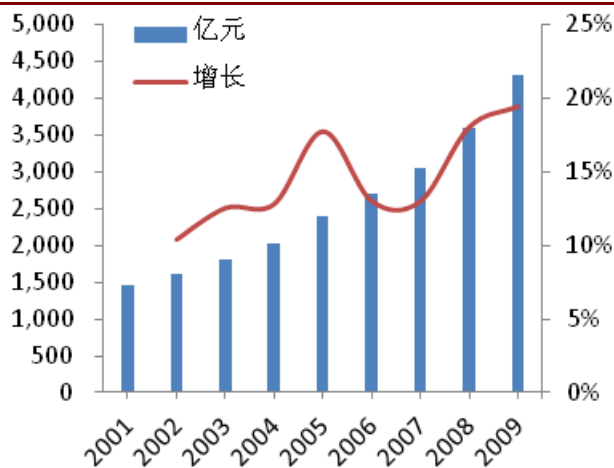
1、下游行业发展状况对本行业的影响

医药商业的下游行业主要包括医院、新农合和社区医疗机构等基础医疗市场及医药零售终端。

(1) 国家医保投入逐步加大

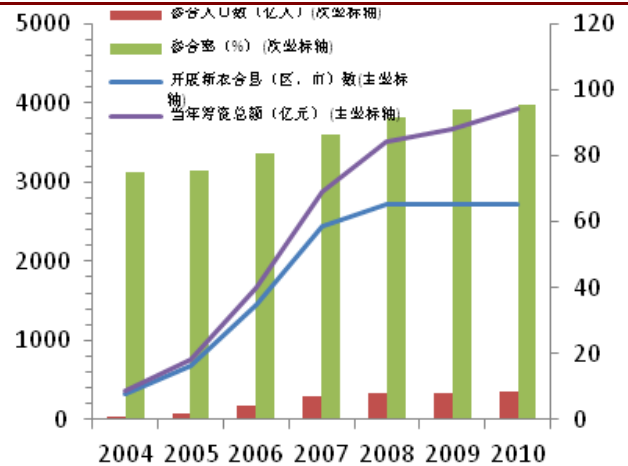
从2003年开始，中国药品医院终端规模每年以超过10%的速度增长，市场的强劲增长为中国医药商业的发展奠定了基础。随着国家医疗体制改革的正式实施，各类社会保障体系的建立健全以及政府投入的增加，新农合、社区医疗机构的扩容，个人卫生支出在各类卫生支出中的比重的逐步降低，居民的医疗需求将被不断激发，有利于推动医药行业的发展。

图4：中国药品的医院终端规模



资料来源：招股说明书，宏源证券

图5：2004-2008年新农合覆盖面相关指标

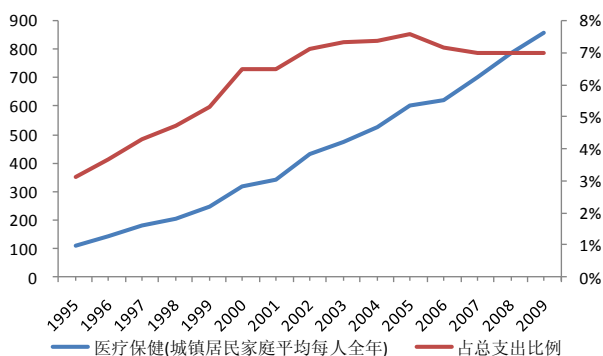


资料来源：招股说明书，宏源证券

(2) 人口老龄化趋势和城镇化发展，居民医疗支出逐步提高

人口老龄化加快带来高增长的医药市场，加上生活水平的提高和收入的增加，我国居民用于医疗保健的支付力也持续提升。医疗费用占总支出的比例从1995年以来不断增长，意味着人们用于保健方面的支付力将会不断增强。

图6：我国城镇居民人均全年医疗费用及占比



资料来源：国家统计局，宏源证券

2、政策优势利好医药商业

政府相继出台的政策旨在规范我国的医疗体系发展，其中的《医药行业“十一五”发展指导意见》更是要求加快医药商业流通改革，要求规范和整顿药品生产和流通，有利于产业进一步集中。这无疑是利好公司的，因为公司是规范的、规模化的现代医药商业企业，也多年坚持直销形式的药品流通，是国家产业政策重点扶持的对象。

表 5：国家近几年出台的医改政策

时间	政策	说明
2006 年 9 月 5 日	《医药行业“十一五”发展指导意见》	认为中国医药商业结构不合理，确定“十一五”产业发展目标，加快医药流通体制改革。
2009 年 3 月 17 日	《关于深化医药卫生体制改革的意见》	建立健全覆盖城乡居民的基本医疗卫生制度，为群众提供安全、有效、方便、价廉的医疗卫生服务。
2009 年 3 月 18 日	《医药卫生体制改革近期重点实施方案（2009-2011 年）》	指出 2009-2011 年重点抓好五项改革
2009 年 8 月 18 日	《关于建立国家基本药物制度的实施意见》	目的是为了建立国家基本药物制度
2010 年 12 月 27 日	《山东省基层医疗卫生机构基本药物集中采购实施办法(试行)》	实行基本药物带量采购。在省级集中采购初期，采取单一货源承诺的方式进行采购。

资料来源：招股说明书，宏源证券

3、“十二五”支持药品流通企业做大做强，促进企业的核心业务发展

按照国家医药商业“十二五”规划内容，将鼓励建设一批全国性和区域性的药品物流园区和配送中心，加快形成若干具有较强辐射带动作用的药品流通枢纽。推动实力强、管理规范、信誉度高的药品流通企业跨区域发展，形成以全国性、区域性骨干企业为主体的遍及城乡的药品流通体系。

2015 年前，全国要“形成 1~3 家年销售额过千亿元的全国性大型医药商业集团，20 家年销售额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，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 70% 以上；连锁药店占全部零售门店的比重提高到三分之二。”

我们认为实现这两个目标的关键在于：

(1) 从 1999 年至 2010 年，中国医药制造业总产值保持年均 21.59% 的增幅，截止 2011 年 10 月产值已经达到 11534 亿元，进入“十二五”之后，随着我国经济的发展和医疗的投入，保持年均 20% 的增幅还是有保障的，对应 2015 年医药工业市场规模 2.6 万亿左右。

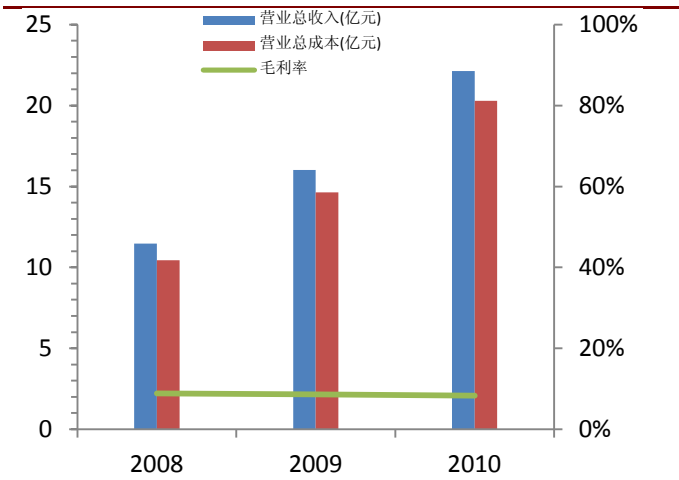
(2) 根据 01-08 年中国医药商业集中度的趋势，我们估计到“十二五”末，行业前十强集中度将会达到 40%-50% 的水平，这么分析的话，形成 1~3 家年销售额过千亿元的全国性大型医药商业集团，20 家年销售额过百亿元的区域性药品流通企业目标很可能超额完成。而药品批发百强企业年销售额占药品批发总额 85% 以上，比 2010 年的 70% 提高 15 个百分点。这对具有区域性优势的瑞康医药形成进一步的竞争优势提供了可能。

二、公司竞争优势

(一) 公司主营业务收入增长快，毛利率保持稳定

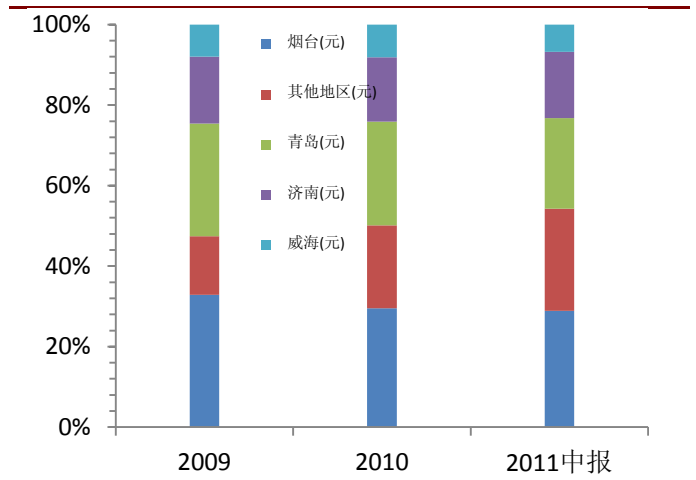
公司收入与自身的终端市场覆盖率、付款能力、协销能力正相关，覆盖率越高，与上游医药生产企业和下游客户的议价能力越强，相应产品的采购价格将越低。近几年，公司主营业务收入增长较快，毛利率保持稳定。公司的主要布局是在烟台、青岛、济南等山东城市，但在其他地区的业务增长较快。

图 7: 公司近三年年营业收入、成本及毛利率



资料来源: 招股说明书, 宏源证券

图 8: 近三年公司营业收入区域构成



资料来源: 招股说明书, 宏源证券

(二) 完善的销售网络覆盖能力强

1、销售网络终端覆盖能力强

公司高度重视销售网络的覆盖,并为此投入大量资源。经过多年持续的销售网络建设,本公司已经可以通过直销、分销两种商业模式对山东省实现网络覆盖。公司覆盖率由 2008 年的 27.15% 上升至 2010 年的 39.16%, 均呈迅速增长态势, 且公司向医院等终端销售占比高于全国主要医药商业企业水平。

表 6: 公司的销售网络

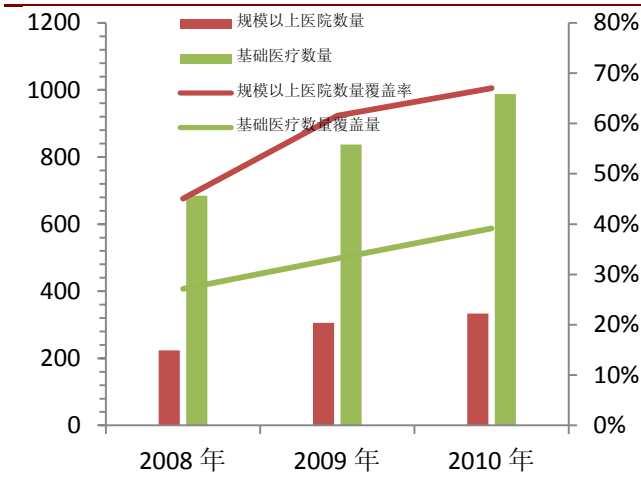
分类	说明
直销覆盖	对山东省 84 家三级医院、249 家二级医院和 988 基础医疗单位达成覆盖, 覆盖率分别为 97.67%、60.58% 和 39.16%。
分销覆盖	对全省未直接覆盖的医院及零售市场达成覆盖, 其中济南、烟台和青岛为公司分销业务的主要市场。

资料来源: 招股说明书, 宏源证券

终端直接覆盖能力强是本公司突出的核心竞争优势之一。公司主要的覆盖模式为“医药工业—医药商业—需求终端”的直销模式, 符合国家对商业流通的政策, 同时流通环节的减少也意味着毛利率水平的升高。本公司向医院和药店终端销售收入合计占其销售收入

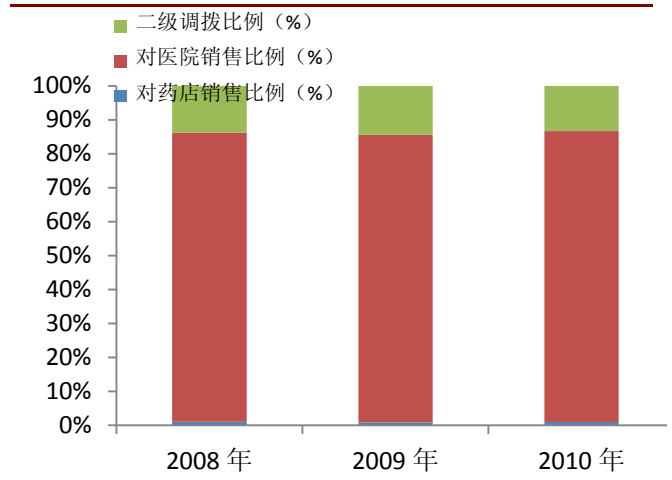
的比重平均达到 86%。

图 9: 公司医疗终端市场覆盖变化



资料来源: 招股说明书, 宏源证券

图 10: 公司覆盖各渠道比例



资料来源: 招股说明书, 宏源证券

2、基本药物配送市场巩固市场地位

虽然药品直销一直以来都是公司的主营业务收入,但随着《山东省基层医疗卫生机构基本药物集中采购实施办法(试行)》的颁布,山东省的基药配送格局将给公司带来新的机遇。

2010 年 12 月 27 日山东省发布了《山东省基层医疗卫生机构基本药物集中采购实施办法(试行)》,其中第十三条规定:实行基本药物带量采购。在省级集中采购初期,采取单一货源承诺的方式进行采购。即对每种基本药物(具体到剂型和规格)只选择一家企业采购,使该企业获得供货区域内该药品的全部市场份额,我省所有政府办基层医疗卫生机构使用的基本药物(具体到剂型和规格)只由这一家企业供应。对于一家企业无法满足供应的药品,经省医改领导小组同意,省卫生行政部门按照企业供应能力及预计采购数量等因素,将全省划分成不同的供货区域采购。

这无疑对于配送覆盖面广,覆盖能力强的山东区域龙头瑞康医药产生巨大利好。公司产品配送和成本控制能力都非常强,目前山东省 993 个基本药物品规基本都授权给瑞康医药。因为单个基层医疗机构基药的配送量小、分散,只有实现规模效应,才能使采购成本和管理成本将低。公司强大的覆盖能力的竞争力已经让公司在山东市场的基药配送位列第一,并遥遥领先于其他企业。

表 7: 山东省基本药物配送企业配送区域、品规情况公示表(第三期)

配送企业	已覆盖县市区数量(含高新区、开发区等)	已配送生产企业数量	已配送品规数量
山东瑞康医药股份有限公司	152	432	941
华润山东医药有限公司	121	367	781
山东瑞康医药股份有限公司济南分公司	113	286	569
山东海王银河医药有限公司	80	381	823
山东天士力医药有限公司	71	144	345
山东鑫康弘医药有限公司	64	321	736

国药控股山东有限公司	61	105	195
济南药业集团有限责任公司	58	331	698
山东齐都药业有限公司	54	5	34
山东瑞康医药股份有限公司青岛分公司	46	266	489

资料来源：山东省药品集中采购网，宏源证券

(三) 上下游客户质量高

1、公司在不同级别的医院和药店均有较高覆盖率

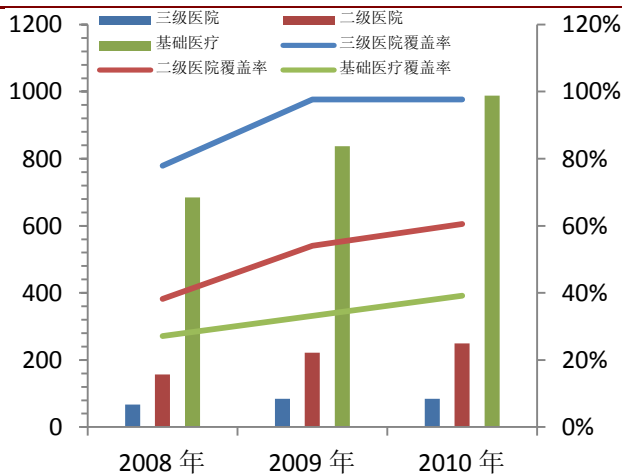
本公司终端客户具有较高质量：医院级别越高，公司的覆盖率越高。公司在山东省内三级医院覆盖率由 2008 年的 77.91% 提升至 2010 年的 97.67%，即基本实现了三级医院的全覆盖。

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。

2、公司和大部分全国工业百强企业均建立了良好的业务合作关系

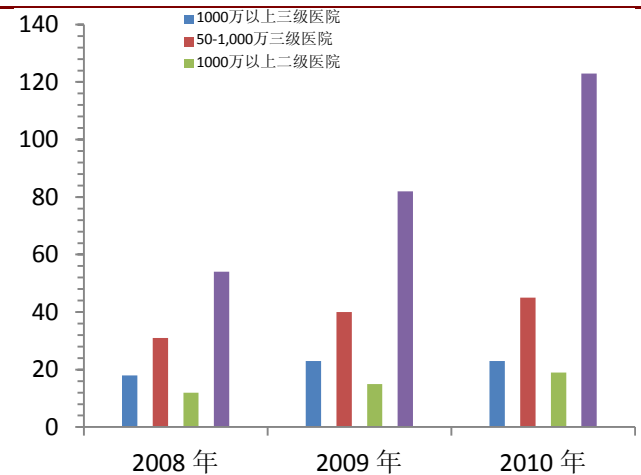
公司为顺应医改医药企业规范化、规模化的发展要求，建立了高水平的物流中心和信息化管理中心，拥有了高质量医药工业配送权，它的获得将决定公司的市场规模及利润水平。瑞康医药和大部分全国工业百强企业都建立了良好的业务合作关系，有利于公司业务的发展。

图 11：公司各级别医院覆盖情况



资料来源：招股说明书，宏源证券

图 12：公司二、三级医院覆盖情况



资料来源：招股说明书，宏源证券

三、公司未来增长点

（一）公司将成为医药流通行业整合者

目前医药流通行业正处于行业整合初期,规模是决定一个企业充当整合者还是被整合者的关键因素。具有规模优势的医药流通企业,将在与上游制造企业的博弈中获得定价权优势,成为行业的最终整合者。

瑞康医药作为山东省的医药流通龙头企业,虽然已排名第三位,但市场占有率也仅有6%,收入规模仅20亿元,与其他省份的医药流通龙头相比还有较大差距。因此,瑞康医药未来在销售规模和市场占有率上都有巨大的提升空间,瑞康医药在山东省内凭借规模优势,具有巨大的整合空间。

公司的整合将主要通过两个路径实现:

一是并购。公司上市半年多来,已经利用自有资金1905万元收购了泰安瑞康药品配送有限公司、青岛太阳石圣邦医药有限公司、济南明康大药房有限责任公司三家公司100%的股权,以及东营华龙药业有限公司80%的股权。公司目前的战略是用非常便宜的价格收购各地经营效益不好的医药公司,从而获得当地政府的支持,将自己的网络延伸到更多的县市。

二是建造物流基地。为了提升公司仓储能力和配送能力,公司建设有济南、烟台两个物流配送项目,但考虑到烟台的地理位置较偏,对省内其他城市配送距离较远,将暂时停止烟台物流二期的计划,换一个靠近山东省主要内陆城市的地方建设物流基地,并继续改扩建济南的物流基地,预计明年年底投入使用,建成之后,对瑞康整个供应链内部的整合和扩建是一个提振的作用。为了优化成本,淄博的物流基地将作为周转库。

（二）基药配送的放量

今年公司开始接手基本药物配送以来,短短几个月时间就将基药部分的人员配备到200多人,从而大大增加了各项费用。明年公司将不再增加销售人员,投入不会像今年这么大。基药配送从5月份开始就回款很及时,回款周期只有1个月,今年10月份开始盈利,今年12月单月收入目标是5000万,明年单月收入如果按照5000万,则明年基药收入有6亿元。

国家目前支持力度没有变化,而且运行越来越规范。今年由于多数乡镇卫生院都还有非基药品种的药物库存,政府允许使用到今年12月31日,明年基层医疗机构将全部只配备基本药物,基药的配送规模将进一步提升。

（三）进军医疗器械流通,与国外药企合作

在未来发展上,公司积极布局医疗器械流通领域的业务,并积极与辉瑞制药进行合作。可以说,公司在山东的局域优势将会越来越明显,有利于公司在下一轮整合兼并小企业中获得头筹。

1、进军医疗器械流通领域

公司已经在今年完成了山东瑞康医疗器械股份有限公司的构架。从纯药品商业到医疗器械商业，可是说是公司业务的一个横向扩大，也是公司未来看点。公司打算先从与药品流通相似度很高的耗材做起，这样可以全部使用原来的物流渠道，投入较小，见效快。

对于医疗器械商业，公司优势在于：

首先，山东省目前还没有任何一家大的商业公司做耗材物流，竞争压力小，市场比较容易开拓；

其次，山东省即将开始进行耗材招标，公司在此时成立医疗器械子公司，为的就是顺应政府政策，更是抓住这次难得的机会，从市场分获得更多份额。

2、扩大与辉瑞制药的合作

公司从 07 年就与国际医药巨头辉瑞制药进行合作，是辉瑞在山东省的唯一一级经销商。今年 8 月瑞康与辉瑞签订了北中国 12 省 1 直辖市的分销协议，其中只涉及一个药品——老虎霉素（替加环素），瑞康负责该药在山东省的配送以及在其他省市配送给当地省份的二级经销商。我们认为辉瑞选择瑞康医药作为北中国分销商是对瑞康的服务质量及配送效率的高度肯定。随着合作关系的开展，未来我们可以进一步期待公司与辉瑞在其他药品上的进一步合作。

四、盈利预测与投资建议

公司成立以来，一直深挖细掘山东医药商业市场，专注于药品配送直销服务，目前仍处于业务扩张阶段，供应商数量的增长非常迅速，下游医院渠道开发非常顺畅。受益于基药配送带来的高增长，进一步开拓医疗器械配送市场的同时，加快与国外知名药企的合作，在业内率先完成对供应商和医院的网上信息服务和供应链延伸服务，实现了规模的高速扩张，公司竞争优势较为明显，我们预计公司未来三年收入增速在 35% 以上，到 2013 年规模达 50 亿。由于今年基层医疗机构的配送投入较大，盈利还没有释放。明年基层医疗机构将全部只配备基本药物，基药的配送规模将进一步提升。今年成本增长略高于收入增长，明后两年可保持稳定。

表 8：未来三年收入及成本预测

		2010	2011E	2012E	2013E
药品销售	销售收入（万元）	221,126.26	302942.98	412002.45	556203.30
	增长(YOY)	38.16%	37.00%	36.00%	35.00%
	主营业务成本	202,810.40	278864.30	379255.45	511994.85
	增长(YOY)	38.61%	37.50%	36.00%	35.00%
其他	销售收入（万元）	173.08	216.35	270.44	338.05
	增长(YOY)	63.28%	25.00%	25.00%	25.00%
	主营业务成本	152.61	189.24	236.55	295.68
	增长(YOY)	64.98%	24.00%	25.00%	25.00%
合计	营业收入（主营+其他）	221,338.27	303,159.33	412,272.89	556,541.35
	增长(YOY)	38.19%	36.97%	35.99%	34.99%
	营业成本（主营+其他）	202,963.00	279,053.54	379,491.99	512,290.54
	增长(YOY)	38.63%	37.49%	35.99%	34.99%

资料来源：宏源证券

费用方面，由于基本药物的较大投入，今年销售费用率比去年有所上升。

公司属于典型的小市值公司，目前公司总市值 25 亿元，其中流通市值仅 6 亿元。上市以来，公司股价已经 21 元上涨到最高点 32.20 元，当前股价 26.8 元，跑赢大盘 30% 以上，我们认为这是对公司成长实力的充分认可。

预计公司 2011~2013 年的 EPS 分别为 0.87 元、1.18 元和 1.56 元，同比增速为 32%、36% 和 32%，对应 PE 为 31、23、17 倍。给予公司明年 26 倍 PE，目标价为 31 元，首次给予“增持”评级。

五、风险提示

（1）政策调整风险

对于公司今年开展的基本药物部分，我们认为国家政策支持力度变小的风险依存，并且会对回款产生压力。

（2）医药流通企业集中度的提升受阻。

表 9: 财务报表预测

资产负债表						利润表 (百万元)					
	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	256	350	303	330	278	营业收入	1602	2213	3032	4123	5565
应收票据	29	22	83	113	152	营业成本	1464	2030	2791	3795	5123
应收账款	532	790	1230	1673	2259	营业税金及附加	2	4	5	6	9
预付款项	25	31	100	195	323	销售费用	29	40	57	78	105
其他应收款	8	2	11	14	19	管理费用	27	33	46	63	85
存货	125	192	251	342	461	财务费用	15	19	16	25	40
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	1	3	6	6	7
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资收益	0	0	0	0	0
固定资产	50	50	54	57	60	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	0	1	2	2	1	营业利润	63	85	112	150	197
工程物资	0	0	0	0	0	营业外收支净额	-3	-2	-2	-2	-2
无形资产	13	40	39	38	38	税前利润	60	83	109	148	195
长期待摊费用	0	0	0	0	0	减: 所得税	15	21	27	37	49
资产总计	1040	1479	2080	2771	3600	净利润	45	62	82	111	146
短期借款	180	256	320	578	836	减: 少数股东损益	0	0	0	0	0
应付票据	191	351	229	312	421	归属于母公司的净利润	45	62	82	111	146
应付账款	415	565	726	988	1333	基本每股收益	0.64	0.89	0.87	1.18	1.56
预收款项	10	0	2	4	6	稀释每股收益	0.64	0.89	0.87	1.18	1.56
应付职工薪酬	1	1	1	1	1	财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
应交税费	7	7	10	13	17	成长性					
其他应付款	2	4	9	10	11	营收增长率	39.6%	38.2%	37.0%	36.0%	35.0%
其他流动负债	0	0	0	0	0	EBIT增长率	43.9%	35.8%	24.5%	36.0%	35.0%
长期借款	0	0	0	0	0	净利润增长率	53.4%	38.8%	31.8%	35.5%	31.7%
负债合计	806	1183	1297	1905	2625	盈利性					
股东权益合计	234	296	809	892	1001	销售毛利率	8.6%	8.3%	8.0%	8.0%	8.0%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	销售净利率	2.8%	2.8%	2.7%	2.7%	2.6%
净利润	45	62	82	111	146	ROE	19.1%	21.0%	10.1%	12.4%	14.6%
折旧与摊销	4	5	5	5	5	ROIC	14.19%	14.48%	8.85%	9.25%	9.99%
经营活动现金流	50	65	-487	-170	-224	估值倍数					
投资活动现金流	0	-108	-12	-8	-8	PE	42.2	30.4	30.9	22.8	17.3
融资活动现金流	125	137	479	204	180	P/S	1.2	0.9	0.8	0.6	0.5
现金净变动	176	94	-20	27	-52	P/B	8.07	6.38	3.13	2.84	2.53
期初现金余额	80	256	350	303	330	股息收益率	0.0%	0.0%	1.1%	1.5%	1.9%
期末现金余额	256	350	330	330	278	EV/EBITDA	22.0	16.1	18.4	14.9	12.4

资料来源: 宏源证券

分析师简介:

孙伟娜: 宏源证券研究所医药行业研究员, 清华大学工学博士, 3年医药行业研究经验。主要研究覆盖公司: 贵州百灵、汉森制药、天士力、同仁堂、昆明制药、福瑞股份、片仔癀、精华制药、红日药业等。

吴洋: 宏源证券医药行业分析师, 中国人民银行研究生部金融学硕士, 2年医药行业研究经验。主要研究覆盖公司: 乐普医疗、新华医疗、信立泰、阳普医疗、安科生物、智飞生物、上海凯宝、山东药玻等。

机构销售团队

	郭振举	牟晚凤	孙利群	
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	
华东区域	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
重点机构	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com			

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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、复制和发布。