

新三板投资手册——医药商业篇

2015 年 01 月 16 日

推荐 (维持)

重点公司

重点公司	2014E	2015E	2016E
海欣医药	0.20	0.24	0.28
康泽药业	0.15	0.18	0.21
华宏医药	0.09	0.11	0.13

相关报告

分析师:

邓晓倩

dengxq@xyzq.com.cn

S0190512070008

项军

xiangjun@xyzq.com.cn

S0190512040001

投资要点

- 据“中小企业股份转让系统”披露,截止 2015 年 1 月 16 日,共有 80 家医药企业(根据 WIND 行业分类来统计)正式挂牌转让。我们将分业务板块,选取具有代表性的企业,对其资料进行整理,结合行业情况进行分析。本篇为医药商业篇,我们从 6 家企业中选取了“海欣医药”、“华宏医药”及“康泽药业”三家企业为分析对象,供投资者参考。
- **海欣医药:** 1)、植根于上海这个区域大市场,纯销业务为主(收入占比超过 65%);2)、2013 年公司收入为 3.83 亿,3 年复合增速为 13%,在纯销业务的带动下,公司整体毛利率超过 5%;3)、经过多年的积累,公司对上海市医疗机构已实现全覆盖,并在神经科、呼吸科等领域拥有优势销售渠道;4)、我们认为海欣医药通过对下游的渠道掌控,凭借其地缘优势及直送医院的顺畅渠道,未来在上海市启动新的药品招标中,有望在这个区域大市场继续占有一席之地。我们预计公司 2014-2015 年的净利润增速为 21.46%、16.06%及 17.98%,建议积极关注。
- **康泽药业:** 1)、植根于广东这个大市场,2013 年收入为 3.7 亿,净利润为 671 万,医药批发及零售业务为主,并向医药电商业务延伸;2)、批发以纯销为主,2013 年规模为 2.7 亿,与阿斯利康、GSK、同仁堂等国内外知名企业建了长期合作关系,药械销售品类齐全,整体盈利能力强,毛利率超过 8%;3)、零售为直营连锁模式,下辖 53 家药店;2013 年规模为 1.05 亿,伴随药店不断进入成熟期,毛利率不断提升,目前约 20%;3)、2014 年涉足医药电商业务(包括 B2B 及 B2C),并积极探索 O2O 模式;4)、我们认为康泽药业未来有望在广东这个大市场继续分一杯羹,药店进入成熟期,零售业务毛利率有继续微幅提升的空间。我们预计公司 2014-2016 年的净利润增速为 35.50%、28.69%及 29.09%,公司作为新三板稀缺的“触网”标的,建议积极关注。
- **华宏医药:** 1)、植根于江苏这个区域大市场,2013 年收入为 3.3 亿,以医药批发及药房托管业务为核心;2)、医药批发业务纯销为主,2013 年规模为 1.96 亿,收入占比逐年下降;3)、药房托管以民营医院为主,2013 年规模为 1.2 亿元、,收入占比逐年上升,公司药房托管与药事管理增值服务兼顾,毛利率水平超过 12%;4)、我们认为华宏医药未来有望在江苏这个医药流通大市场继续分一杯羹;同时在专业化团队及丰富经验的支撑下,有望在江苏地区进一步开拓药房托管业务。我们预计公司 2014-2016 年的净利润增速为 22.77%、22.29%及 24.26%、建议积极关注。

感谢实习生张一弛对本文做出的贡献

目 录

一、 新三板医药商业企业概述	4 -
二、海欣医药（430699）：植根上海区域市场、纯销为主的医药批发企业	4 -
1、公司基本情况	4 -
2、公司经营情况	5 -
3、行业分析	8 -
4、公司优势分析	10 -
5、盈利预测与投资建议	11 -
三、康泽药业（831397）：新三板稀缺的触网标的，植根广东区域市场开展医药批 发零售业务，积极开展电商业务	12 -
1、公司基本情况	12 -
2、公司经营情况	13 -
3、行业分析	18 -
4、公司优势分析	21 -
5、盈利预测与投资建议	23 -
四、华宏医药（831488）：植根江苏这个区域大市场、医药批发与药房托管并进 24 -	
1、公司基本情况	24 -
2、公司经营情况	25 -
3、行业分析	29 -
4、公司优势分析	31 -
5、盈利预测与估值	32 -
图 1、海欣医药的股权结构	5 -
图 2、2011-2013 年海欣医药收入构成（%）	6 -
图 3、2011-2014H1 海欣医药收入、利润及增速（单位：万元、%）	7 -
图 4、2011-2014H1 海欣医药收入及增速与毛利率变化（单位：万元、%）	7 -
图 5、2005-2014 年我国药品流通行业市场规模及增速（单位：亿元、%）	8 -
图 6、2010-2013 年上海药品类流通行业金额及占比	10 -
图 7、康泽药业的股权结构	13 -
图 8、公司主要业务示意图	14 -
图 9、2012-2014 年 1-4 月康泽药业收入、毛利占比分析	14 -
图 10、2012-2014 年 1-4 月康泽药业收入、扣非净利润变化	15 -
图 11、2012-2014 年 1-4 月康泽药业医药批发收入、毛利及毛利率变化	16 -
图 12、2012-2014 年 1-4 月康泽药业医药零售业务收入、毛利及毛利率变化	17 -
图 13、2012-2014 年 1-4 月康泽药业零售店数量和单店收入、盈利变化	17 -
图 14、我国医药零售市场规模及增速（单位：亿元、%）	18 -
图 15、我国零售药店门店数及毛利率变化	19 -
图 16、我国零售药店连锁比例（单位：万个、%）	20 -
图 17、我国网上药品零售规模及占比	21 -
图 18、与康泽药业合作的知名品牌	22 -
图 19、广东地区在全国药品流通行业的占比及流通金额和增长率	23 -
图 20、华宏医药的股权结构	25 -
图 21、2012-2014 年 1-4 月华宏医药收入及毛利占比拆分	26 -
图 22、2012-2014 年 1-4 月华宏医药收入按地区占比及苏州地区收入	26 -
图 23、2012-2014 年 1-4 月华宏医药收入及毛利按品种拆分	27 -
图 24、2012-2014 年 1-4 月华宏医药收入、净利润变化	28 -

图 25、2012-2014 年 1-4 月华宏医药批发业务收入、毛利变化	28 -
图 26、2012-2014 年 1-4 月华宏药房托管业务收入、毛利变化	29 -
图 27、江苏地区在全国药品流通行业的占比及流通金额和增长率	31 -
表 1、新三板医药商业企业概述（单位：百万元、%）	4 -
表 2、海欣医药股权结构（单位：股）	5 -
表 3、海欣医药主要经销品种 2013 年上海样本医院规模及增速（单位：百万元，%）	6 -
表 4、2005-2013 年医药批发企业及零售药店数目	9 -
表 5、我国医药销售三大终端分布、特点	9 -
表 6、医药批发三种模式对比及发展趋势预测	9 -
表 7、海欣医药盈利预测	11 -
表 8、A 股主要医药商业公司估值比较	12 -
表 9、康泽药业股权结构（单位：万股，%）	13 -
表 10、零售药店经营模式对比	19 -
表 11：康泽药业盈利预测	23 -
表 12、华宏药业股权结构（单位：万股，%）	25 -
表 13、华宏医药主要产品列表	27 -
表 14、华宏医药盈利预测	32 -

一、新三板医药商业企业概述

根据 WIND 行业分类、截止 2015 年 1 月 16 日共有 80 家医药企业正式挂牌“中小企业股份转让系统”、其中医药商业企业 6 家。通过将这 6 家医药商业的主营业务、收入利润增速进行比较、我们选取规模前列、业务最具有特色的三家企业——海欣医药、康泽药业及华宏药业进行分析（表 1）。

表 1、新三板医药商业企业概述（单位：百万元、%）

公司	2013 年收入规模	2013 年收入增速	2013 年净利润规模	2013 年净利润增速	主营概述
海欣医药 (430699)	383.31	4%	1.84	-40%	上海地区纯销为主的医药批发企业
康泽药业 (831397)	372.22	66%	6.60	56%	广东地区医药批发及零售为主，医药电商为辅
华宏医药 (831488)	332.84	10%	2.19	37%	江苏地区纯销及药房托管为主的医药批发企业
泰恩康 (831173)	280.14	7%	48.06	5%	全国范围内医药批发企业
枫盛阳 (430431)	78.29	117%	8.59	41%	天津地区器械分销为主、自产为辅
先大药业 (430730)	57.22	27%	2.06	28%	山东地区医药批发业务为主、逐步涉足医药零售业务

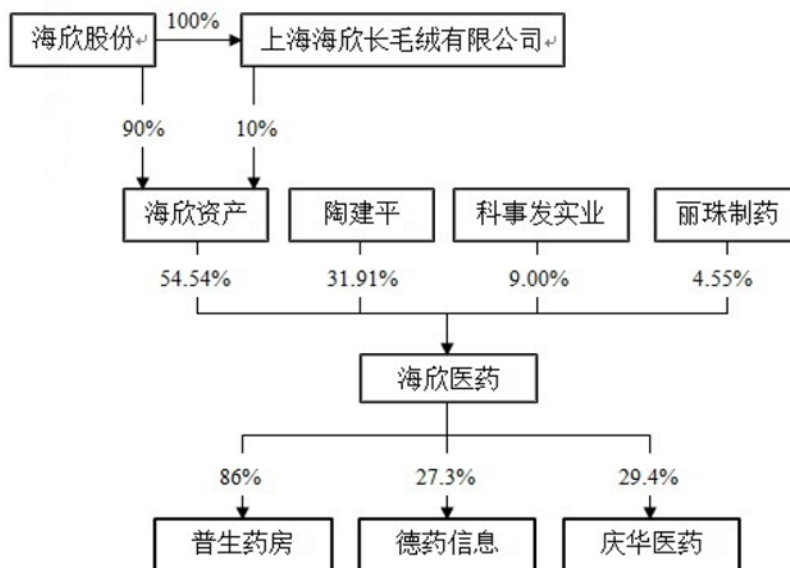
数据来源：公司公告、兴业证券研究所整理

二、海欣医药（430699）：植根上海区域市场、纯销为主的医药批发企业

1、公司基本情况

“上海海欣医药股份有限公司”（以下简称为“海欣医药”或“公司”）前身是成立于 1998 年 6 月的“上海生物技术工业园区医药销售有限公司”，其 2013 年 6 月整体变更为股份制企业。海欣医药以各级医疗机构的医药纯销为主、分销为辅，上海是其核心目标市场（2013 年上海地区销售收入为公司的收入贡献比超过 90%）。公司经营的产品主要包括化学药制剂、生物制品、中成药等。

图 1、海欣医药的股权结构



资料来源：公司公告， 兴业证券研究所

海欣医药总股本为 1100 万股、其实际控制人为海欣股份和陶建平，双方合计持有海欣医药 86.45% 的股份（陶建平为公司创始人，自公司成立以来，全面负责各项经营事务的决策和执行，其与海欣资产签署了《一致行动协议》，双方保证在发生增资、转让股份等情况时，合计持股数始终不低于 51%）；科事发实业和丽珠制药为公司的第三及第四大股东，分别持有公司 9% 及 5% 的股份。因海欣资产、陶建平分别作出承诺，自挂牌公开转让之日起 24 个月内不转让公司股份，所以本次海欣医药可转让股份为科事发实业及丽珠制药所持股份，公司股本情况如下（表 2）：

表 2、海欣医药股权结构（单位：股）

序号	股东名称	公司任职情况	持股数额（股）	占比
1	海欣资产		6,000,000	55%
2	陶建平	董事、总经理	3,510,000	32%
3	科事发实业		990,000	9%
4	丽珠制药		500,000	5%
合计			11,000,000	100%

资料来源：公司公告， 兴业证券研究所

2、公司经营情况

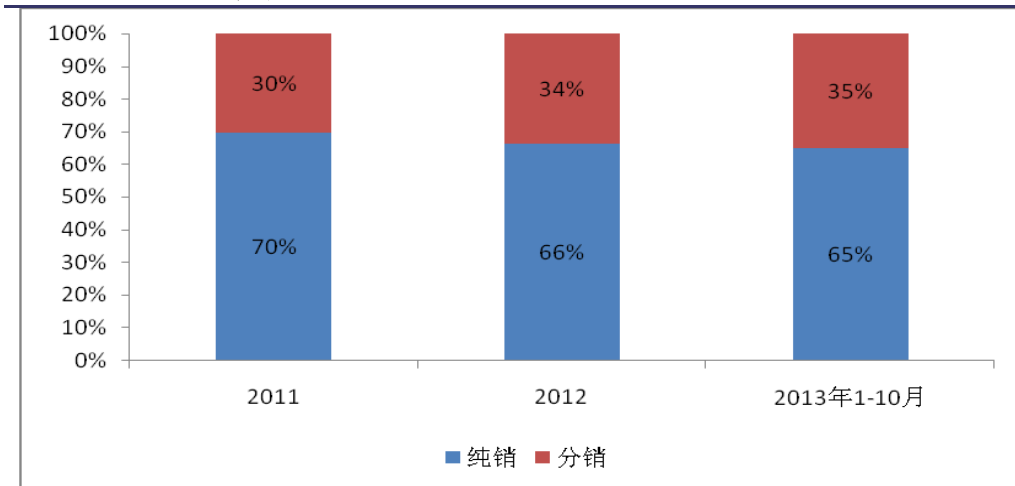
● 2.1、定位上海、纯销业务为主

我国医药流通可粗略分为医药批发、医药零售、特殊药品分销三个业态，海欣医药以医药批发为主。医药批发根据经营模式不同又可分为纯销、分销、快批三种主要模式。

纯销是指医药商业企业直接将药品配送到医疗机构的流通模式；分销也称为调拨，是指医药商业企业将药品销售给另外一家商业企业，而非终端市场；快批主要面

向二、三级医疗机构及城市药店以外的第三终端。医药批发的三种主要模式中，纯销业务由于中间环节少，利润率要高于分销及快批。海欣医药以纯销业务为主，分销业务为辅，纯销为公司的收入贡献比在 65-70%之间（图 2）。

图 2、2011-2013 年海欣医药收入构成（%）



资料来源：公司公司，兴业证券研究所

上海作为海欣医药的业务主战场，其为公司贡献了超过 90% 的收入。海欣医药在上海市的三级综合性医院、闵行区、奉贤区、松江区、宝山区、浦东新区和部队系统医院均具有明显的经营优势。同时公司于 2011 年与上海医药分销控股有限公司签署为期五年的战略合作协议，借助其分销网络及公司自身掌控的端客户资源，目前公司已经实现了上海市医疗机构的全覆盖，并在神经科、呼吸科、儿科、骨科等专科领域拥有优势的销售渠道及稳定的终端医疗机构客户。

公司现阶段经营的产品涵盖化学制剂、生物制品及中成药，品种规格达 300 多个，不乏“注射用兰索拉唑”、“天麻素注射液”、“奥拉西坦胶囊”、“厄司多坦胶囊”等在上海市规模大、增速快的产品（表 3）。另一方面，公司同时兼顾经营国内一批知名企业的国家基本药物，以最大限度满足各级医疗机构对基本药物的用药需求。

表 3、海欣医药主要经销品种 2013 年上海样本医院规模及增速（单位：百万元，%）

药品名称	2013 年上海样本医院规模	05 年至 13 年复合增速
样本医院整体规模	13,600	16.86%
注射用兰索拉唑	125.58	719.76%（09 至 13 年）
天麻素注射液	6.76	82.52%
奥拉西坦胶囊	31.24	164.24%
厄多司坦胶囊	11.20	71.57%
马来酸桂哌齐特注射液	21.50	28.80%
缬沙坦胶囊	70.05	53.23%
盐酸纳美芬注射液	47.65	100.57%（09 至 13 年）
注射用头孢西丁钠	87.52	102.94%
静注乙型肝炎人免疫球蛋白	34.65	15.75%

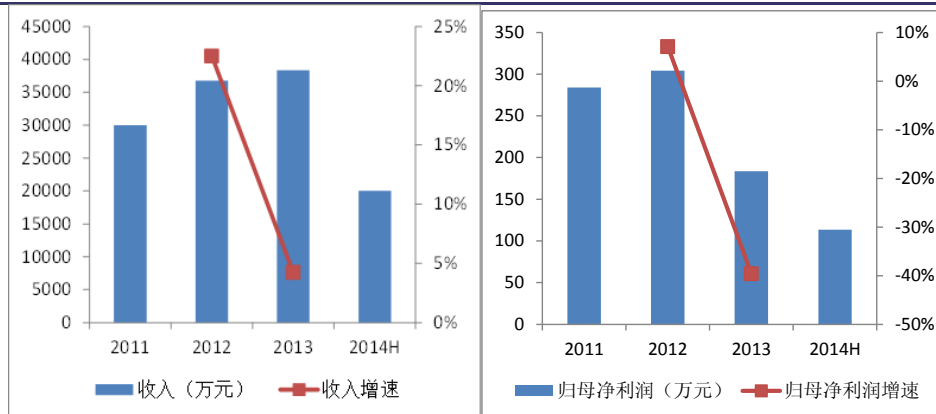
资料来源：PDB， 兴业证券研究所

● 2.2、2011-2013 年增长平稳，纯销为主模式下毛利率超过 5%

2013 年海欣医药实现销售收入 3.83 亿, 2011-2013 年的复合增速为 13%: 其中 2012 年因为上海医药分销控股有限公司开始从公司采购药品, 带动当年收入增速超过 22%, 2013 年在 2012 年的高基数之仍然取得 4-5% 的平稳增长。

2013 年海欣医药实现归母净利润为 184 万元, 较去年出现了下滑, 主要原因为收入平稳增长的情况下, 分销业务占比上升导致整体毛利率下降 0.7 个百分点。

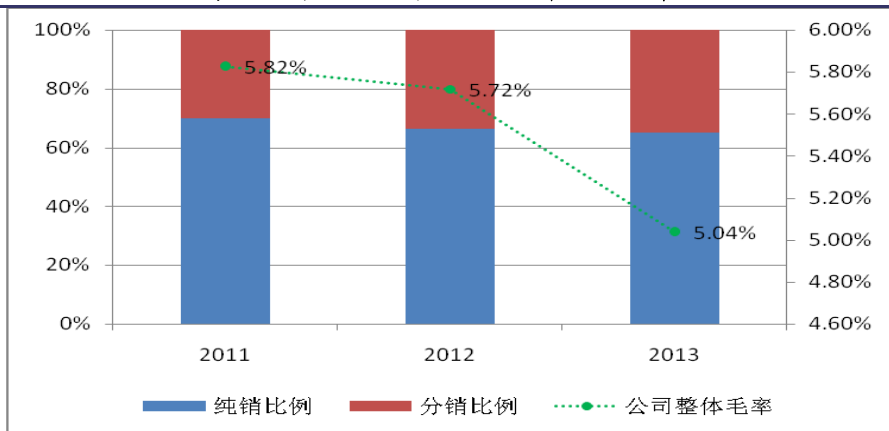
图 3、2011-2014H1 海欣医药收入、利润及增速 (单位: 万元、%)



资料来源：招股说明书，兴业证券研究所

公司纯销业务毛利率水平超过 6%, 分销毛利率水平在 2-3%, 2011-2013 年伴随公司分销业务收入占比不断提升公司整体毛利率不断下降: 2011 年至 2013 年公司分销收入占比分别为 30%、34%及 35%; 纯销收入占比分别为 70%、66%及 65%, 相应的 2011-2013 年海欣医药整体毛利率水平分别为 5.82%、5.72%及 5.04%。(图 4)

图 4、2011-2014H1 海欣医药收入及增速与毛利率变化 (单位: 万元、%)



资料来源：招股说明书，兴业证券研究所

● 2.3、步入 2014 年公司积极开拓、业绩再上台阶

步入 2014 年海欣医药顺利通过 GSP 认证，积极参与上海闵行医疗机构新增药品的招投标工作，为有特殊配送要求的药品添置相应设备并积极布局高盈利能力的疫苗配送业务：1)、2014 年上半年公司对药品储存设施、设备等均进行了改造，并顺利通过新版 GSP 认证；2)、公司积极参与上海市闵行区卫生局所属 17 家医疗机构新增基药和非基药配送资格的招投标工作，并获得寒喘祖帕颗粒、清宣止咳颗粒、奥拉西坦胶囊、黄葵胶囊、羟糖甘滴眼液等产品的配送资格，不断增加公司销售产品的种类；3)、公司进一步添置了具有自动温湿度控制的冷藏车和冷藏箱，为有特殊要求药品的配送提供了设备保障；4)、公司拟涉足高毛利率的“疫苗”配送业务，据悉公司的申请已初步得到药监部门的认可，现正积极准备设施筹建，以接受药监部门的验收，若能顺利得到经营许可，“疫苗”配送将有望成为公司新的增长点。

2014 年上半年收入规模约为 2 亿元，同比增长了 8.16%，毛利率为 5.08%，毛利率较 2013 年走稳；在销售费用率下降 0.13 个百分点的带动下，归属于母公司净利润为 113 万元，增速为 23%，快于收入增速。

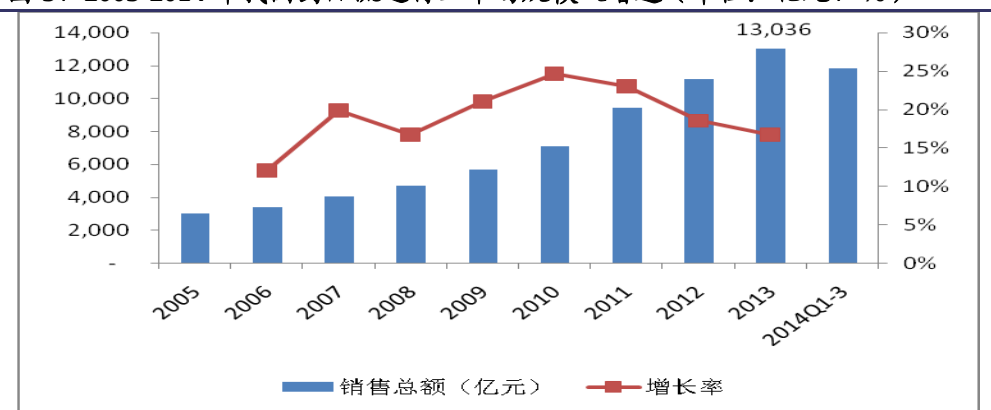
3、行业分析

海欣医药以医药批发为核心业务，其中纯销占比超过 60%。

● 3.1、医药流通行业规模大、竞争格局分散

根据 WIND 的数据统计：2013 年我国医药流通行业整体规模为 13040 亿元，2005-2013 年的复合增速为 20%，2011 年来的复合增速为 18%。

图 5、2005-2014 年我国药品流通行业市场规模及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，兴业证券研究所

医药流通行业整体规模虽大，但行业竞争格局比较分散：1)、截止 2013 年底，全国共有医药批发企业 1.49 万家，零售药店门店总数达 43.26 万个；2)、2013 年在新版 GSP 认证等因素地推动下，医药批发企业的数目出现下降（从 1.63 万家降低至 1.49 万家），零售药店数目自 2011 年以来维持在 42-43 万家相对平稳的水平；3)、

2013 年我国前三位的医药批发企业市场份额不到 30%、而欧美日等过前三位的批发企业份额均超过 60%（其中美国超过 90%、日本超过 70%、欧洲各国在 60-95% 之间）（表 4）。

表 4、2005-2013 年医药批发企业及零售药店数目

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
医药批发企业个数（万个）		1.28	1.30	1.33	1.36	1.35	1.39	1.63	1.49
增速（%）			1.76%	2.40%	2.26%	-0.97%	2.91%	17.63%	-8.56%
零售药店总数（万个）	25	31.97	34.5	36.55	38.83	39.91	42.38	42.37	43.26
增速（%）		27.88%	7.91%	5.94%	6.24%	2.78%	6.19%	-0.02%	2.10%

资料来源：CFDA，兴业证券研究所

● 3.2、医院终端配送成本相对低、直销是未来医药批发的发展主流

我国的用药终端主要分为三个：医院终端、基层医疗机构和零售药店，三者药品销售额占比分别约为大于 60%、10-15%及 15-20%。这三个终端中，医院终端单次采购量大，相应的针对其的配送具有大量、少次及配送成本相对低的特点（表 5）。

表 5、我国医药销售三大终端分布、特点

	医院终端	基层医疗机构	零售药店
市场份额	>60%	10-15%	15-20%
终端数量（2013 年）	2.5 万家医院	3.4 万家社区卫生中心，3.7 万家乡镇卫生院，65 万家村卫生室、19 万个诊所	43.26 万家零售药店
终端采购特点	终端集中、单次采购量大	终端分散、单次采购量小	同基层医疗机构
相应配送特点	大量、少次，配送成本相对低	小量、多次，配送成本相对高	同基层医疗机构

资料来源：公司公告，卫生统计年鉴，兴业证券研究所

医药批发根据经营模式不同又可以分为纯销、分销及快批三类，针对三个销售终端，经营模式各有侧重，纯销是未来的发展趋势：1）、纯销和分销主要针对医院终端市场；2）、快批模式则主要针对基层医疗机构和零售药店；3）、纯销模式因为直接向终端配送，减少了流通环节，盈利能力最高；4）、在渠道扁平化已经成为中国医药商业的发展趋势，伴随基药也纳入招标体系等一系列政策的引导下，纯销模式是未来医药批发的发展主流。

表 6、医药批发三种模式对比及发展趋势预测

	配送目的地	模式特点	发展趋势预测
纯销	医院等用药终端	流通环节短、盈利能力	渠道扁平化已经成为中国医药商业

		最高、终端渠道掌控能力强、营销网络建设成本高、对上下游企业具有最强的议价能力	的发展趋势，在政策的引导下，纯销模式会越来越占主流
分销	其他医药商业企业并非用药终端	大范围快速覆盖、对终端掌控能力弱、对上下游企业议价能力弱	在医药商业渠道扁平化的大趋势下，分销发展会逐步受限，且近年盈利水平持续下降
快批	基层医疗机构、零售药店	针对分散的用药终端、形式灵活、对上下游议价能力弱	在渠道扁平化的大趋势之下，伴随基药市场纳入招标体系，医药招标采购逐步规范化管理，快批业务未来发展也会逐步受限

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

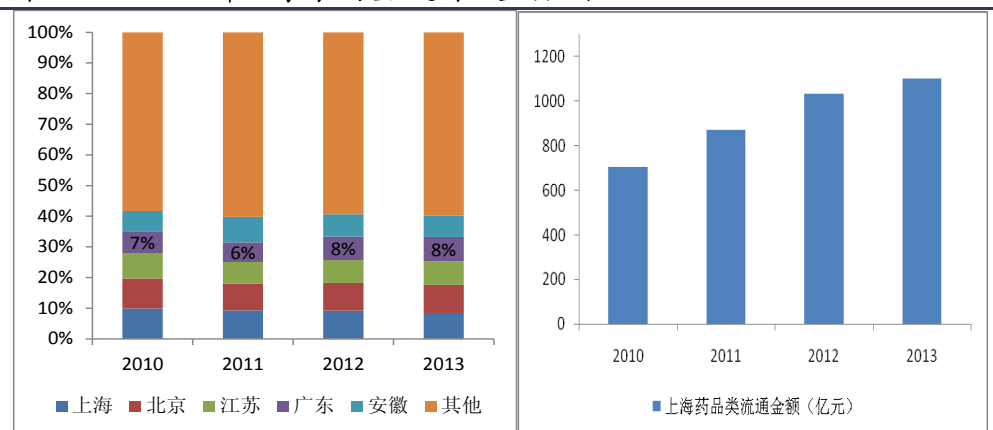
4、公司优势分析

● 4.1、深耕规模前列的上海医院市场

海欣医药以上海为核心业务市场（其收入占比超过 90%），根据 WIND 的数据统计，我国药品流通行业中北京与上海规模排名稳居前二，2013 年上海医药流通规模已经突破 1100 亿元（图 6）。

全国性商业公司的优势体现在对上游工业公司的议价能力上。凭借全国范围内的分销网络和资金实力，全国性商业公司往往在代理品种选择、物流调拨方面具有相对优势，因此企业规模较小的企业很难与之竞争。海欣医药植根于上海这个超过 1000 亿的区域大市场，深耕上海规模以上医院和基层医疗机构的配送，通过对下游的渠道掌控，在地域上更加具有地缘优势，直送医院的渠道相对顺畅，这也保证了海欣医药能在上海这个区域大市场占有一席之地。

图 6、2010-2013 年上海药品类流通行业金额及占比



资料来源：WIND，兴业证券研究所

● 4.2、纯销业务为主、区域市场终端掌控能力较强

海欣医药植根上海这个区域大市场，在上海市的三级综合性医院、闵行区、奉贤区、松江区、宝山区、浦东新区和部队系统医院均具有明显的经营优势，已经在神经内科、呼吸科、儿科、骨科等专科领域拥有优势的销售渠道及稳定的终端医疗

机构客户。正得益于公司在区域市场较强的终端掌控能力，公司能在 2014 年上海市闵行区卫生局所属 17 家医疗机构新增药品配送资格的招投标工作中取得突破；可以预期，未来在上海市相关医疗机构启动新的药品招标，公司也有望可以分得一杯羹。

● 4.3、公司开始涉足高毛利率的制药业务

公司开始涉足高毛利率的制药业务：1）、公司投入研发的奥拉西坦、依达拉奉等 8 个新品种，已全部完成所有中试研究和试生产阶段，现开始着手向国家食品药品监督管理局报审工作。公司未来很可能利用自身在上海区域市场积累的优势，推动这些品种的销售，从而提升公司整体的盈利水平；2）、公司还与苏州沪云肿瘤研究中心有限公司签订技术开发合同，共同研发抗肿瘤药—SPT-07。

5、盈利预测与投资建议

● 5.1、盈利预测

主要假设：

- 2013 年在 2012 年高基数基础上收入增速放缓至 4.5%，2014 年公司整体收入已经恢复至 8.16%，我们预计 2014-2016 年公司直销、分销业务均稳健增长
- 2013 年在分销业务收入占比提升背景下，公司整体毛利率出现 0.7 个百分点的下滑，2014 年上半年公司整体毛利率已经企稳，我们预计 2014-2016 年公司整体毛利率以走稳为主。
- 2014 年上半年公司销售费用率同比下降 0.13 个百分点，我们预计 2014-2016 年公司整体销售费用率稳中略降；管理费用率走稳。

根据以上假设，我们的盈利预测结果如下：

表 7、海欣医药盈利预测

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万 元)	383.31	417.44	450.76	480.97
同比增长(%)	4.45%	8.91%	7.98%	6.70%
—纯销	249.50	276.94	304.63	329.00
—分销	133.81	140.50	146.12	151.97
营业成本(百万 元)	363.72	396.34	427.91	456.44
毛利率(%)	5.11%	5.05%	5.07%	5.10%
销售费用率(%)	2.64%	2.62%	2.60%	2.55%
管理费用率(%)	1.53%	1.53%	1.53%	1.53%
净利润(百万元)	1.84	2.24	2.60	3.06
同比增长(%)	-40.00%	21.46%	16.06%	17.98%
每股收益(元)	0.17	0.20	0.24	0.28

资料来源：兴业证券研究所整理；注：鉴于海欣医药目前尚未在中小企业股份转让系统中有交易、我们暂无法将 A 股类似公司的估值情况与公司进行比较。

● 5.2、投资建议

海欣医药植根于上海这一规模超过 1100 亿的区域大市场，开展医药批发业务，其中纯销业务为主（收入占比超过 65%）。2013 年公司收入规模为 3.83 亿，2011-2013 年收入复合增速为 13%，在高盈利能力纯销业务的带动下，公司整体毛利率超过 5%。经过多年的积累，公司在上海市的三级综合性医院部队系统医院均具有明显的经营优势，已经在神经科、呼吸科、儿科、骨科等专科领域拥有优势的销售渠道及稳定的终端医疗机构客户。步入 2014 年公司顺利通过新版 GSP 认证、在上海闵行医疗机构新增药品的招投标工作取得进一步突破，积极改进软硬件实力并有计划的涉足高毛利率的“疫苗”配送业务。

我们认为海欣医药通过对下游的渠道掌控，凭借其地域上的地缘优势及直送医院的顺畅渠道，未来在上海市启动新的药品招标中，有望在这个区域大市场继续占有一席之地。我们预计公司 2014-2016 年的净利润增速为 21.46%、16.06%及 17.98%、建议积极关注。海欣医药目前尚未在中小企业股份转让系统中有交易，我们暂无法将其估值与 A 股公司进行比较、我们先将 A 股主要商业公司目前的估值水平整理提供给投资者（表 8）。

表 8、A 股主要医药商业公司估值比较

股票代码	企业名称	EPS			PE		PS	市值 (亿元)
		2014E	2015E	TTM	2014E	2015E	TTM	
000028	国药一致	1.88	2.37	29.54	25.41	20.13	0.75	175
002462	嘉事堂	0.64	0.74	61.70	43.28	37.38	1.31	65
002589	瑞康医药	0.86	1.12	38.92	36.91	28.36	0.96	69
002727	一心堂	1.21	1.53	26.75	32.71	25.74	2.46	104
600511	国药股份	1.05	1.27	34.77	31.11	25.57	1.38	155
600998	九州通	0.34	0.42	69.70	51.16	42.01	0.74	291
601607	上海医药	0.94	1.07	20.94	18.20	15.91	0.52	460
平均				30.98			0.76	

数据来源：wind 一致盈利预期，兴业证券研究所整理，2015.1.16

● 5.3、风险提示

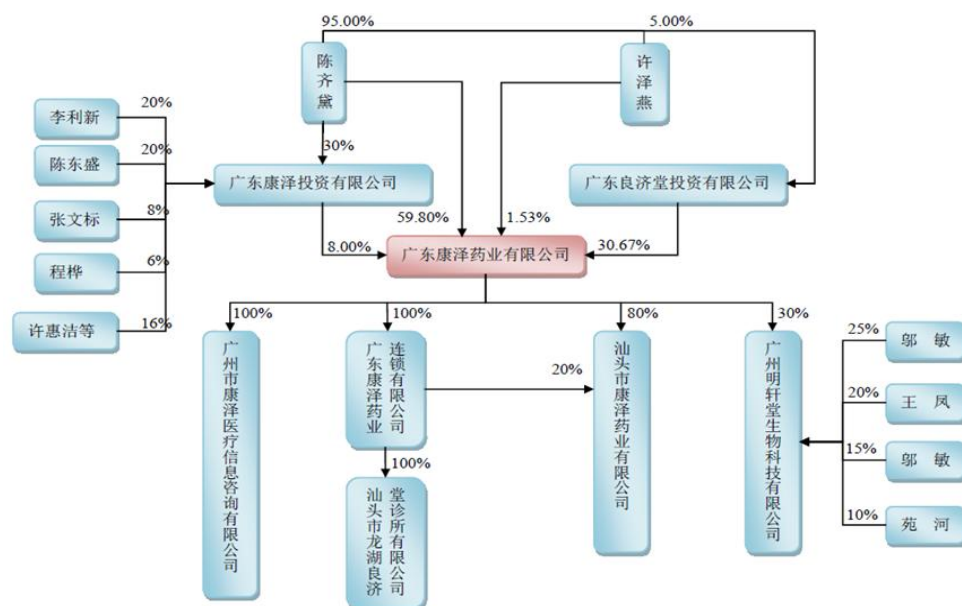
药品降价风险、医药工业业务进展低于预期。

三、康泽药业（831397）：新三板稀缺的触网标的，植根广东区域市场开展医药批发零售业务，积极开展电商业务

1、公司基本情况

“广东康泽药业股份有限公司”（以下简称为“康泽药业”或“公司”）前身为成立于 2003 年 10 月的“汕头市康来药业有限公司”，其于 2014 年 5 月整体变更为股份有限公司。公司是一家以医药批发、医药零售为核心业务，并积极发展医药电商业务的综合性医药流通企业。

图 7、康泽药业的股权结构



资料来源：公司公告，兴业证券研究所

康泽药业总股本为 6000 万股，控股股东和实际控制人为陈齐黛，其直接持股比例为 59.80%，并通过良济堂投资和康泽投资间接持有公司 31.53% 的股份，总计持有公司 91.33% 的股份。由于证监会规定新三板公司的股份持有者需在股份公司成立期满一年后才可转让其所持有股票，公司各股东所持有的股份均需在 2015 年 5 月以后才可转让，公司股本情况如下：

表 9、康泽药业股权结构（单位：万股，%）

股东名称	分配后	
	股数(万股)	持股比例
陈齐黛	3588	59.80%
良济堂投资	1840	30.67%
康泽投资	480	8.00%
许泽燕	92	1.53%
合计	6000	100.00%

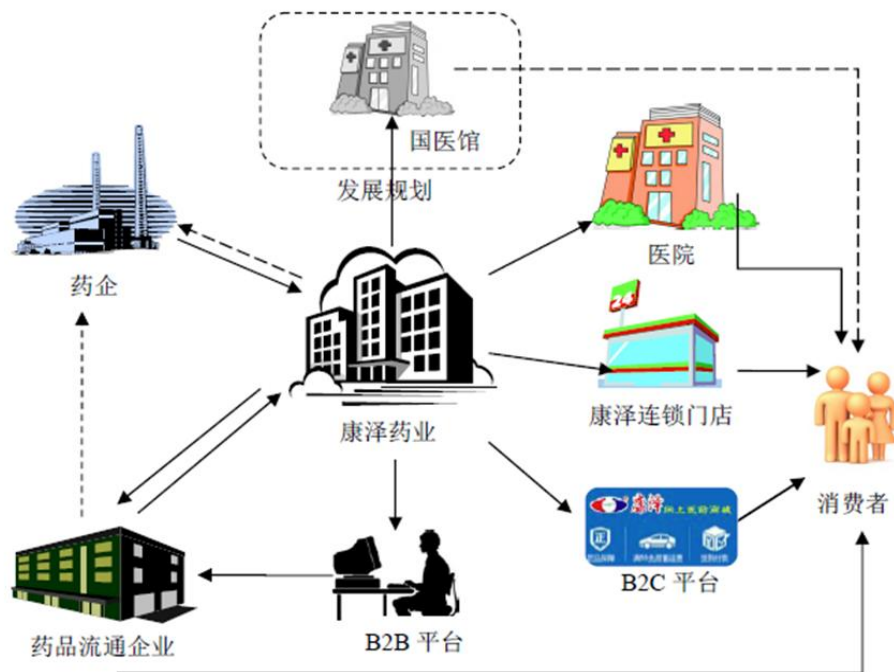
资料来源：公司公告，兴业证券研究所

2、公司经营情况

● 2.1、深耕粤东地区，以医药批发及零售为核心，并向电商业务发展

康泽药业自成立以来，坚持深耕以汕头为主的粤东市场，2013 年该地区对公司的收入贡献比已经超过 70%；公司的业务涵盖医药批发、医药零售及医药电商三块，其中，医药零售为连锁门店形式（目前粤东地区公司已设立了 53 家连锁门店），医药电商以电子商务批发为主，以电子商务零售为辅。

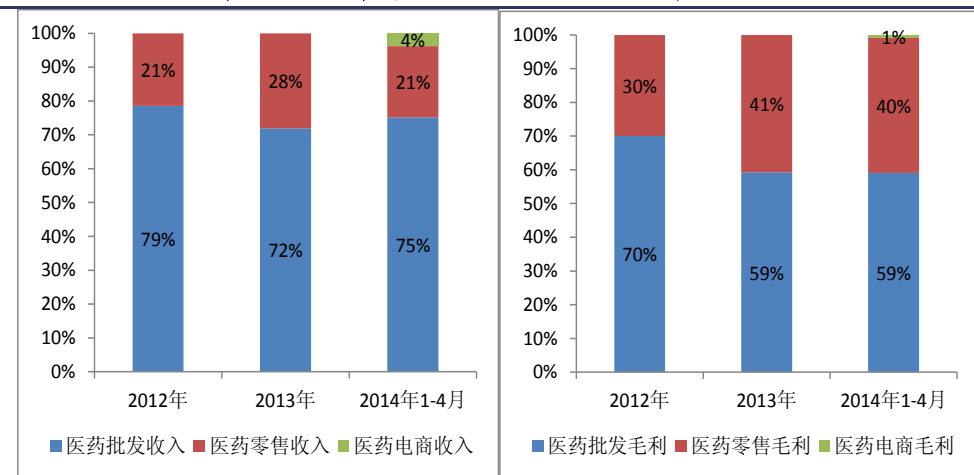
图 8、公司主要业务示意图



资料来源：公司公告，兴业证券研究所；注：1）、公司规划未来通过旗下子公司开办国医馆，涉足医疗服务业务；2）、除了医药批发、医药零售及医药电商三项核心业务外，公司未来也计划为药企和其他药品流通企业提供信息等增值服务。

目前，公司的三项业务中医药批发及医药零售是收入及利润的主要来源，2014 年公司开始涉足医药电商业务，其目前收入及利润占比尚小：1）、2013 年公司医药批发实现销售收入 2.68 亿，收入占比为 72%，毛利占比为 59%；2）、2013 年公司医药零售业务实现销售收入 1.05 亿，收入占比为 28%，毛利占比为 41%，该项业务增长较快，2013 年的收入增速超过 100%；3）、医药电商是公司于 2014 年开始开展的业务，2014 年 1-4 月规模为 437 万，医药电商中以电子商务批发为主（14 年前 4 个月规模超过 430 万），电子商务零售为辅。

图 9、2012-2014 年 1-4 月康泽药业收入、毛利占比分析



资料来源：公司公告，兴业证券研究所

● 2.2、2013 年扩张拉动收入快速增长、拖累利润，2014 年利润增长靓丽

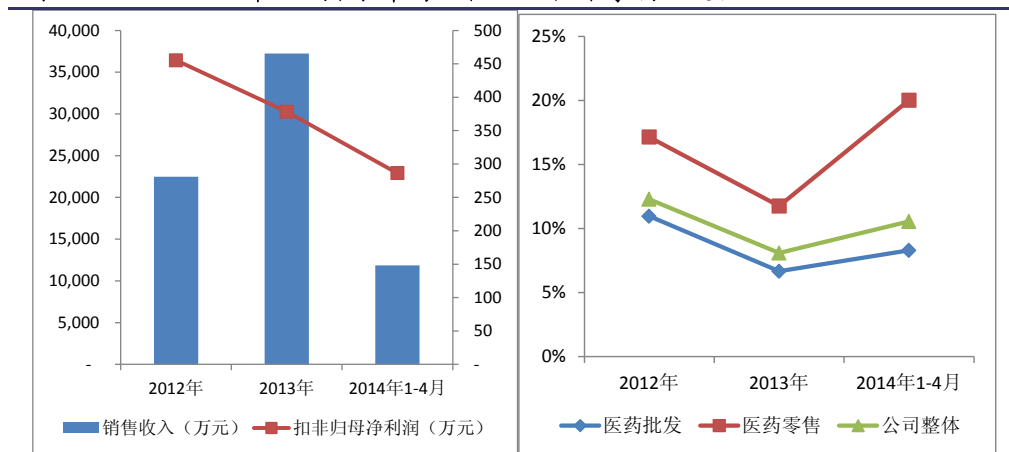
2013 年公司实现销售收入 3.7 亿元，同比增速达到 66%，远远高于行业，经分析主要是两方面因素的推动：1）、2013 年公司医药批发业务进一步开拓中药饮片批发，增加代理药品种类，拉动该项业务收入增速达到 52%；2）、2012 年及 2013 年公司新开 18 家连锁药店，其中 2012 年新开的 10 家连锁药店经过一年的培育期，2013 年收入增长迅速，，拉动公司医药零售业务收入取得翻番的增长。

步入 2014 年，前 4 个月公司已实现收入 1.2 亿元，预计 2014 年公司收入增速在 2013 年高增长之后恢复平稳增长。

2013 年公司实现归属于母公司的净利润为 671 万，同比增长 47%，扣除公司出售与公司发展方向不符的子公司所获得 293 万的非经常损益，2013 年净利润为 378 万，出现一定程度的下滑。2013 年公司收入取得 66% 的高增长，而扣非净利润则出现 10% 的下滑，这主要受累于公司整体毛利率出现 4 个百分点的下降，经分析是以下两方面因素所造成：1）、2013 年公司增加中药饮片批发业务，该项业务为公司与上下游三方合作，由上下游直接协商并签订订单，公司负责配送并收取一定比例的配送费，因此该项业务毛利率较低，以致整体拉低了 2013 年公司医药批发业务 4 个百分点的毛利率（从 2012 年的 10.7% 降至 6.7%）；2）、2012 及 2013 年公司新开连锁门店较多，为打开市场提高品牌知名度，公司在新开门店举行优惠促销活动从而拉低促销门店的毛利率，以致整体拉低了 2013 年医药零售业务 5 个百分点的毛利率至 12%。

步入 2014 年，1-4 月公司一方面减少了中药饮片批发的业务量，带来批发业务毛利率回升 1.67 个百分点；另一方面前两年新开门店的促销告一段落，历史开设药店不断进入成熟期盈利能力提升，带来医药零售业务毛利率提升近 8 个百分点；公司整体毛利率回升 2.7 个百分点，1-4 月已经实现净利润 286 万，我们预计全年将获得较好的增长。

图 10、2012-2014 年 1-4 月康泽药业收入、扣非净利润变化



资料来源：公司公告，兴业证券研究所

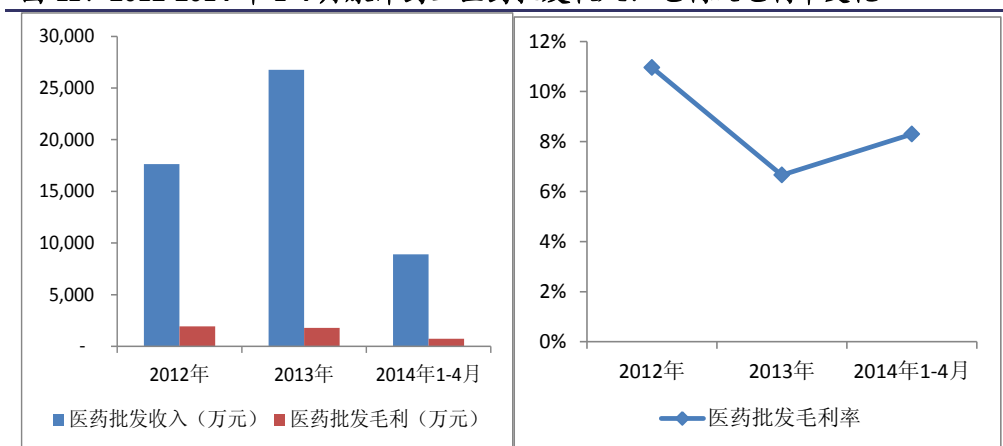
● 2.3、医药批发包括纯销及分销，2014 年毛利率回升企稳

公司医药批发业务主要包括纯销及分销两部分：1）、纯销业务为公司通过参加省级统一组织的医疗机构集中采购招标，成为药品及医疗器械生产企业的配送商，将中标产品配送销售给医疗机构；2）、分销业务为公司作为药品的区域代理商和经销商，将产品分销给下游医药商业企业以及连锁药店等终端零售客户（主要客户包括九州通、大参林等大型流通及连锁客户）。

2013 年公司医药批发业务实现销售收入 2.7 亿元，同比增速为 52%，2014 年 1-4 月收入为 8897 万元，回归平稳。主要原因是 2013 年公司拓展了中药饮片批发业务，鉴于该业务较低的毛利率且价格波动较大，公司在 2014 年缩减了该项业务。排除此影响后，我们预计公司 2014 年的收入增长稳健。

2013 年公司医药零售业务实现毛利为 1783 万元，较 2012 年出现下降，毛利率较 2012 年下降 4%，2014 年 1-4 月毛利为 738 万元，毛利率从 2013 年的 6.7%回升至 8.3%。2013 年医药批发毛利率的下降和 2014 年毛利率的上升均与公司先增加中药饮片批发业务再缩减该业务有关。

图 11、2012-2014 年 1-4 月康泽药业医药批发收入、毛利及毛利率变化



资料来源：公司公告，兴业证券研究所

● 2.4、医药零售为直营连锁模式，不断进入收获期

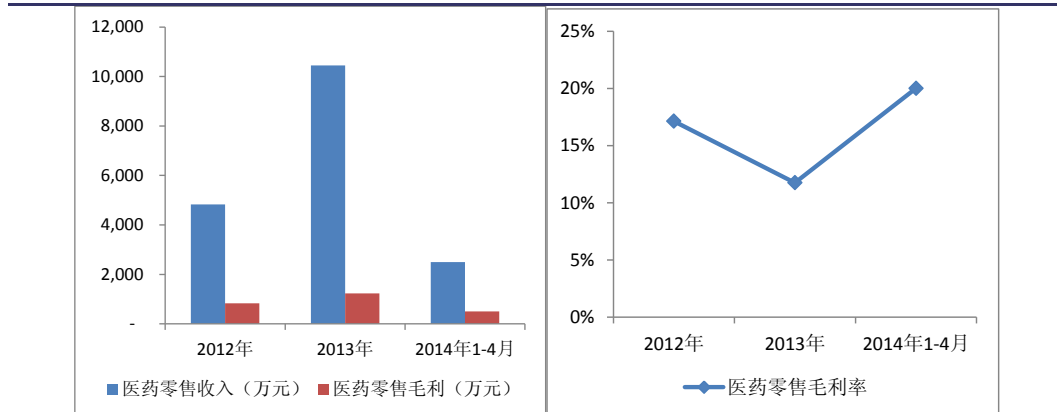
公司的医药零售为直营连锁模式，即以自营的零售连锁药店向终端消费者直接销售药品、医疗器械等，截止 2014 年 9 月公司旗下共有 53 家连锁药店。

2013 年公司医药零售业务实现销售收入 1.05 亿，同比增速高达 117%，2014 年 1-4 月收入为 2498 万元，增速回归平稳。2013 年公司医药零售业务收入高速增长的主要原因为公司 2012-2013 年集中开设了 18 家连锁门店，其中 2012 年开设的 10 家经过 1 年的培育，2013 年收入增长迅速。

2013 年公司医药零售业务实现毛利 1228 万，同比增长 49%，增速慢于收入增速，

主要是新开门店需要时间培育及当年公司针对新开店进行了促销活动，拉低毛利率 5 个百分点至 12%。步入 2014 年，伴随促销活动的结束和门店 2012 年以来新开门店的不断成熟，1-4 月公司医药零售业务毛利率已经回升至 20%。

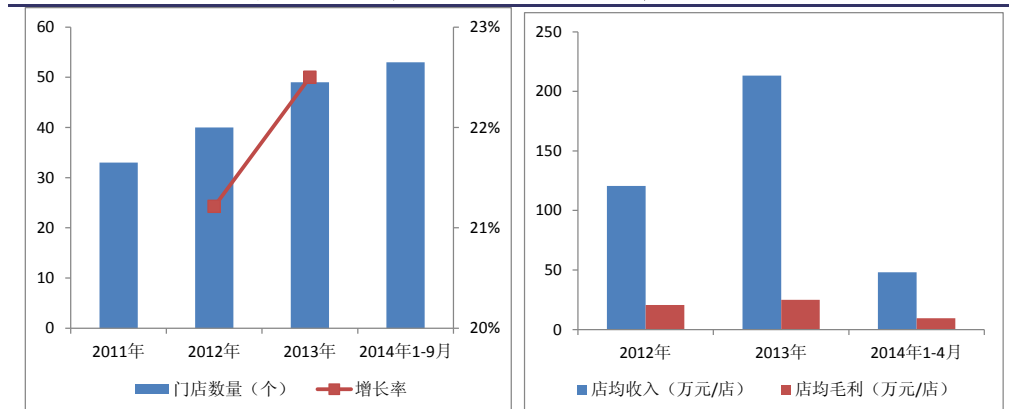
图 12、2012-2014 年 1-4 月康泽药业医药零售业务收入、毛利及毛利率变化



资料来源：公司公告，兴业证券研究所

2011 年来公司门店数量增长较快，从 2011 年的 33 家门店，增加至 2014 年 9 月的 53 家，随着门店的成熟，单店收入及毛利也在快速增长，单店店均收入从 2012 年的 121 万元上升到了 2013 年的 213 万元。我们预计，随着公司店面的不断成熟，该项业务将继续为公司贡献可观的利润。

图 13、2012-2014 年 1-4 月康泽药业零售店数量和单店收入、盈利变化



资料来源：公司公告，兴业证券研究所

● 2.5、医药电商业务布局早，已初现端倪

公司自 2012 年就已经着手准备进入电子商务领域，并于 2014 年正式切入，目前已同时具备电子商务批发 (B2B) 及电子商务零售 (B2C) 两个业务模块。

电子商务批发业务：公司持有《互联网药品交易许可证》(B2B)，主要以康泽网上医药商城 (B2B) 为载体，通过与众多上下游厂商合作，为上下游客户提供便捷的批发采购服务。该项业务 2014 年 1-4 月收入已实现 445 万元，毛利率为 2.38%。虽毛利率相对于公司传统的批发业务较低，但线上的批发采购不产生其他销售及

管理等费用，因此未来对公司利润的贡献是相对可观的。

电子商务零售业务：公司持有《互联网药品交易许可证》（B2C），主要以公司的“康泽网上医药商城（B2C）”为载体销售药品，同时公司还与天猫商城、京东医药馆、818 医药网、八百方等第三方交易平台合作，辅助业务拓展。现阶段主要以销售 OTC 类药品为主。2014 年 1-4 月收入规模为 3.25 万元，毛利率为 19.38%。

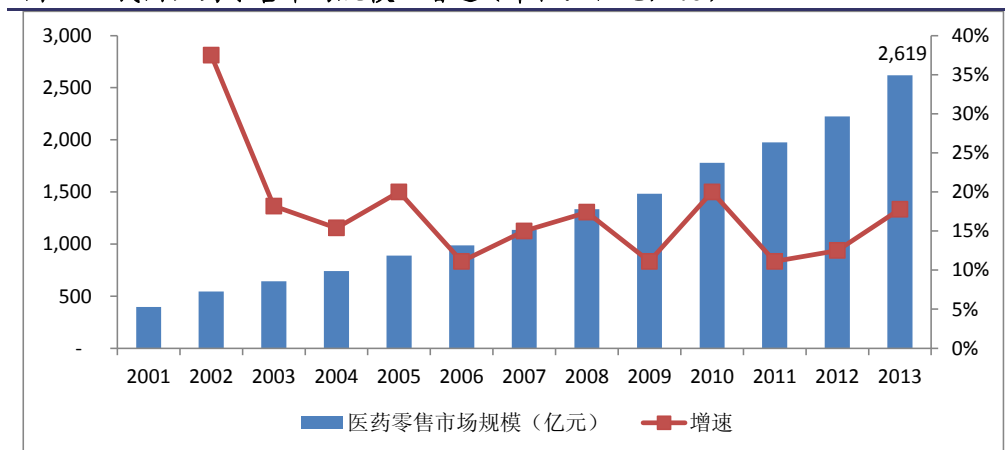
3、行业分析

康泽药业业务涵盖医药批发、医药零售及医药电商三块，深耕粤东地区。对于医药批发行业，我们在“海欣医药”的行业分析部分中已经分析，这里不再赘述。下面我们着重对医药零售及医药电商进行分析。

● 3.1、医药零售行业开店增速趋稳，连锁模式是发展趋势，直营连锁为最佳模式

我国医药零售行业 2013 年规模为 2619 亿元、增速为 18%，2001-2013 年的复合增速为 17%。

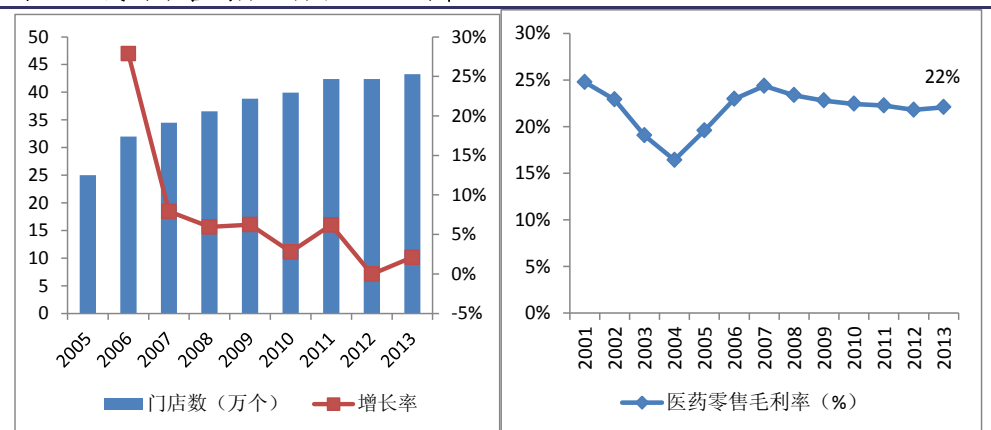
图 14、我国医药零售市场规模及增速（单位：亿元，%）



资料来源：中国产业信息网，兴业证券研究所

我国零售药店的门店数从 2005 年的 25 万家上升到了 13 年的 43 万家，2007-2011 年开店复合增速为 5%，2011 年来增速明显放缓至 2% 左右；另一方面，整个医药零售行业的毛利率于 2007 年结束了 2003 年以来的上升之势，步入微降走稳之势，近年来行业整体的平均毛利率已经基本稳定在 22% 左右。近期医药零售门店增速放缓我们预计一方面与行业逐步进入成熟期有关，另一方面也与区域政策壁垒增加（新设药店存在距离、面积、药品品种数量等限制规定）、专业人才壁垒（行业要求的执业药师数量无法满足现有企业的扩张需求）等因素有关，我们预计未来新开门店速度整体走稳的趋势仍将延续。

图 15、我国零售药店门店数及毛利率变化



资料来源：CFDA，中国产业信息网，兴业证券研究所

现阶段我国零售药店的经营模式主要分为直营连锁，加盟连锁和社会单体店，三种模式比较如下：

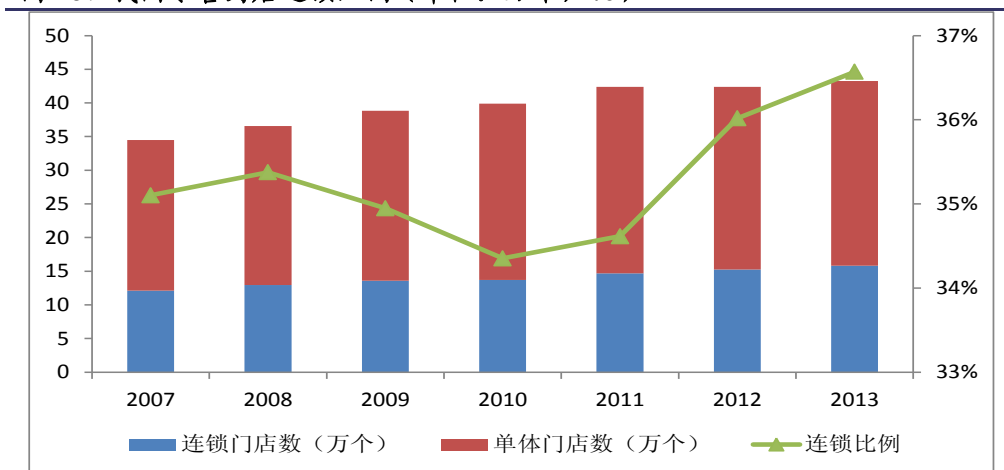
表 10、零售药店经营模式对比

经营模式	下游客户	关系维持纽带	承租方	企业对终端控制力	管理	销售款结算	代表企业
连锁药店							
直营连锁药店	消费者	产权关系	公司	最强	由公司员工借助信息系统进行管理	非医保销售：公司店铺终端系统直接结款；医保销售：与医保中心结款	鸿翔一心堂，海王星辰，湖南老百姓
加盟连锁药店	药店经营者	契约关系	药店老板	弱	由药店经营者进行管理，公司提供支持	与药店经营者结款	湖北同济堂、桐君阁
社会单体药店							
	消费者	--	个体经营户	强	个体经营户自行管理，管理方式差异很大	结算方式差异很大	--

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

我们将 2007 年以来我国零售药店的数目进行了梳理发现：自 2007 年以来，我国零售药店的连锁率从 2007 年的 27% 稳步上升至 2013 年的 37%；但与美国 75% 的连锁率相比还具有较大的上升空间。国家也从政策层面支持零售药店的连锁化发展：2011 年 5 月由国家商务部发布的《全国药品流通行业发展规划纲要（2011-2015）》中，提出了 2015 年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，连锁药店占全部零售门店的比重提高到 2/3 以上。连锁药店实现了商业活动的标准化（商品、服务、店名、店貌）、专业化（采购、配送、销售、管理等）、统一化（采购、配送、信息汇集、广告宣传和员工培训等）和单纯化（使各个环节、各个岗位的商业活动尽可能简单和规范），这些特点使连锁药店相较于单体药店更具有竞争力，加之政策推动及我国目前较低的连锁率，连锁药店是未来的发展趋势。

图 16、我国零售药店连锁比例（单位：万个，%）



资料来源：CFDA，兴业证券研究所

连锁药店又可以分为直营连锁和加盟连锁两种形式：1)、直营连锁药店模式：企业对其直营终端有极强的控制力，能够保证总部和门店长远规划和整体战略的统一，充分发挥公司规模优势，并通过原有的工作团队及已建立的市场基础，形成可持续的发展能力。2)、加盟连锁模式：扩张速度快，但公司对终端内的控制力弱。通过比较可以发现，连锁模式中直营连锁对终端的控制力最强，更易形成可持续的发展动力。

● 3.2、医药电商随政策放开，想象空间巨大

我国药品流通行业整体规模约为 1.3 万亿，主要的终端仍为传统的医疗机构（包括医院及基层医疗机构）及零售终端，互联网销售的整体规模约为 250 亿，占比不到 2%。

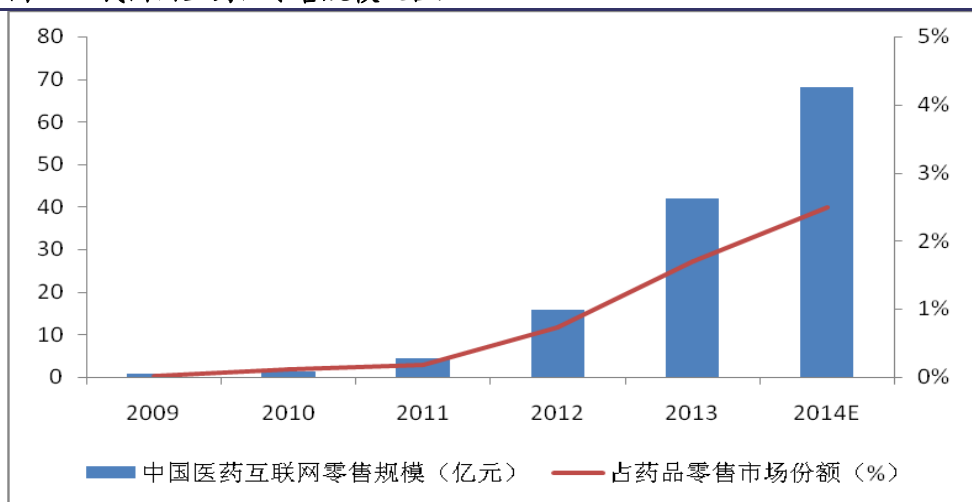
医药电商根据交易对象的不同主要可以分为四类：1)、B2B 平台（13 家），主要是撮合交易，建立互联网平台以供医药工业厂家，批发商与零售商交易；2)、B2B 垂直（78 家），医药批发公司在网上构建平台，供线下批发零售商购买药品；3)、B2C 垂直（254 家），拥有线下连锁药房，网上构建 B2C 的网站供顾客网上交易；4)、B2C 平台（3 家），构建互联网平台让 B2C 垂直类连锁药房入驻。

我国医药销售终端主要为医院及基层医疗机构（占比超过 80%），这些机构目前的采购模式是政府主导的、以省为单位的集中招标采购，在这样的采购模式下，B2B 业务的市场被限制在了“非主流”的医药零售药店及非公立医疗机构，我们预计 2013 年该业务整体规模在 200 亿元左右，未来空间有限。

2009 年开始，我国互联网零售（B2C）规模每年都在成倍的增长，但规模仍然较小。2013 年互联网零售规模为 42 亿元，占整体零售市场的比例不到 2%（图 17）。互联网零售目前发展受限的主要原因为处方药的销售限制和医保报销限制两个因素：1)、目前处方药不能在网上销售，导致了该业务的市场规模限制在规模相对

小、竞争激烈的 OTC、医疗器械和保健品领域；2）、医保报销涉及较为复杂的医保管理体制，还未能在网上大规模实现，直接影响了价格敏感的消费者的购买意愿。未来伴随“处方药网上销售”的逐步放开及“医保对接的初步实现”互联网零售发展空间巨大。

图 17、我国网上药品零售规模及占比



资料来源：南方所，兴业证券研究所

4、公司优势分析

● 4.1、新三板稀缺“触网”标的，O2O 战略借力门店优势

公司较早的意识到了医药电商的前景及发展趋势，提前布局，同时具备相对于电商企业更为专业的医药流通优势和相对于医药同行医药电商的先发优势。公司于 2012 年底成立电子商务部，开辟电子商务平台，取得了粤东地区首份 B2C 资格证书，推出了康泽网上医药商城，成功实现了传统零售业务向电子商务领域延伸；2013 年，公司又取得了批发业务的网上交易服务资格证，成为粤东唯一一家持有 B2C、B2B 双证的医药流通企业。

同时，公司还与大型电子商务平台进行战略合作，成为京东医药城“粤东区域独家合作商”，在天猫商城开设康泽大药房旗舰店，并与 818 医药网、八百方等多家第三方医药电子商务平台进行合作。公司还充分利用公司原有的零售网络，积极开展 O2O 业务，实现了汕头市三大区域内的 12 小时送货上门，方便客户的同时也提升了客户忠诚度。专业化及先发优势将为公司医药产业电子商务竞争中赢得发展的先机，也使公司成为新三板医药行业中少数与互联网相关的投资标的。

● 4.2、销售产品品类齐全、与众多知名药企建立了长期合作关系

目前，公司形成了以医药批发、零售连锁为主的业务核心，并逐步通过医药电商向线上延伸。在上述每一项业务中，取得客户的关键在于公司供应药品的种类、价格和服务优势。公司销售产品品类齐全，拥有超过120个的知名药品品牌的代理权及区域配送资格，经营的药品总数达12000多个，其中经营的处方药总数多达5000多种，与阿斯利康、葛兰素史克、施贵宝、拜耳、卫材、默沙东、诺和诺德、礼来、勃林格殷格翰、美能、乐信、西安杨森、北京同仁堂、湖南九芝堂、浙江康恩贝、白云山等知名企业建立了长期合作关系。品类合理齐全的产品结构为公司业务的拓展奠定了坚实的基础，也是公司未来向电子商务、国医馆等业务延伸的准备条件。

图 18、与康泽药业合作的知名品牌



资料来源：公司公告，兴业证券研究所

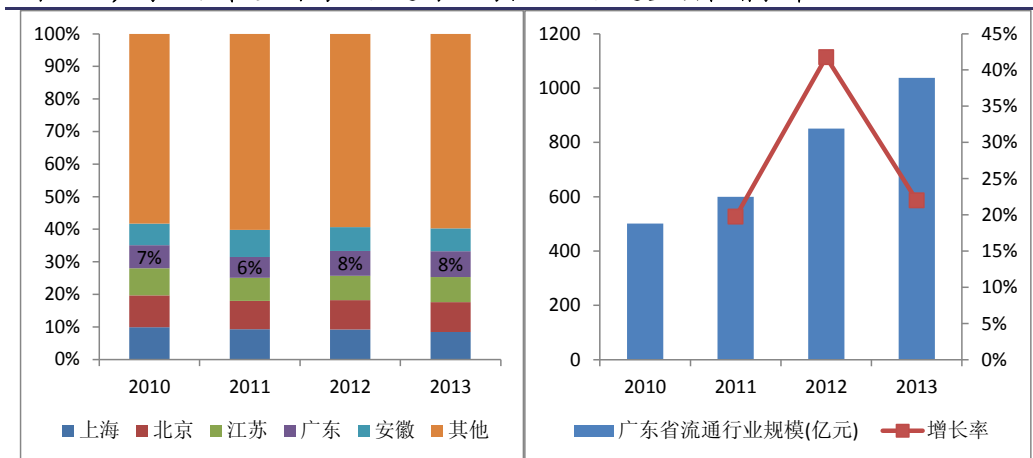
● 4.3、公司专注的广东地区医药流通规模名列前茅

康泽药业以广东省的粤东地区为业务核心，根据 WIND 的数据统计，2013 年我国医药流通行业中，公司所在的广东省排名第三。2013 年，广东省的医药流通规模为 1038 亿元，10 年至 13 年年复合增速高达 27.5%，远高于全国水平的 22.5%。而公司专注的汕头地区的人口密度稳居广东前三，是广东地区医药流通的重中之重。

全国性商业公司的优势体现在对上游工业公司的议价能力上。凭借全国范围内的分销网络和资金实力，全国性商业公司往往在代理品种选择、物流调拨方面具有相对优势，因此企业规模较小的企业很难与之竞争。康泽药业扎根于广东这个超过 1000 亿的区域大市场，深耕粤东地区的医疗机构，并积极开展医药零售业务，公司凭借对下游的渠道掌控、地域上的地缘优势，在广东这个区域大市场占有一

席之地。

图 19、广东地区在全国药品流通行业的占比及流通金额和增长率



资料来源: Wind, 兴业证券研究所

5、盈利预测与投资建议

5.1、盈利预测

主要假设:

- 2013 年在公司大力拓展中药饮片批发及 2012-2013 年集中开设连锁药店两个因素的作用下, 公司收入大幅增长 66%; 步入 2014 年公司减少了低毛利率中药饮片批发的业务量, 公司整体收入增速已回归平稳; 我们预计 2014-2016 年公司医药批发、医药零售业务均稳健增长, 其中医药批发 2014 年由于中药饮片缩减业务量同比基本持平。
- 2013 年在中药饮片批发业务拖累下公司医药批发业务毛利率下降 4.30 个百分点; 2013 年公司集中加大 12-13 年新开药店的促销打折力度, 拖累当年医药零售毛利率下降 5.38 个百分点; 进入 2014 年, 公司一方面缩减了中药饮片的批发量、减少店面促销力度, 同时 2011 年来集中新开药店均已步入成熟期, 上半年医药批发、医药零售的毛利率分别较 2013 年同比上升 1.7 个及 8.2 个百分点, 我们预计 2014-2016 年公司整体毛利率较 2014 年上半年走稳, 并伴随药店的成熟医药零售毛利率有提升的空间。
- 2014 年上半年公司销售费用率、管理费用率同比略升, 我们预计 2014-2016 年公司整体销售费用率稳中略升。

根据以上假设, 我们的盈利预测结果如下:

表 11: 康泽药业盈利预测

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	372.22	399.45	438.55	480.59
同比增长(%)	65.62%	7.34%	9.79%	9.59%
—医药批发	267.63	270.31	291.93	312.37

一医药零售	104.50	117.04	129.92	142.91
一医药电商	0.00	12.10	16.70	25.32
营业成本(百万元)	342.02	357.27	390.59	425.52
毛利率(%)	8.09%	10.56%	10.94%	11.46%
销售费用率(%)	3.77%	4.50%	4.40%	4.30%
管理费用率(%)	1.99%	2.40%	2.40%	2.40%
净利润(百万元)	6.60	8.94	11.51	14.86
同比增长(%)	56.03%	35.50%	28.69%	29.09%
每股收益(元)	0.11	0.15	0.18	0.21

资料来源：兴业证券研究所整理，注：鉴于康泽药业目前尚未在中小企业股份转让系统中有交易，我们暂无法将 A 股类似公司的估值情况与公司进行比较

● 5.2、投资建议

康泽药业植根于广东这一规模超过 1000 亿的区域大市场，开展医药批发、医药零售业务，并于 2014 年正式向医药电商业务延伸。2013 年公司实现收入 3.7 亿，净利润 671 万（批发收入占比超过 70%、利润占比约 60%）。公司医药批发业务纯销为主，2013 年规模为 2.7 亿，公司与阿斯利康、GSK、拜耳、同仁堂等国内外知名企业建了长期合作关系，药械销售品类齐全、整体盈利能力强，2014 年上半年毛利率超过 8%；公司医药零售为直营连锁模式，下辖 53 家药店，2013 年收入规模为 1.05 亿，伴随 2011 年来新开药店不断进入成熟期，毛利率不断提升，2014 年上半年毛利率达到约 20%；公司于 2014 正式涉足医药电商业务（包括 B2B 及 B2C），是新三板稀缺的“触网”标的，同时借助连锁门店优势，积极探索 O2O 模式。

我们认为康泽药业通过与国内外知名企业合作开展品类齐全的药械批发业务，获得了较高的盈利水平，未来凭借其地域上的地缘优势及对下游渠道较强地掌控，未来有望在广东这个大市场继续分一杯羹；伴随 2011 年以来密集新开药店进入成熟期，公司医药零售业务毛利率有继续微幅提升的空间。我们预计公司 2014-2015 年的净利润增速为 35.50%、28.69%及 29.09%，公司作为新三板稀缺的“触网”标的，建议积极关注，同样、康泽药业目前尚未在中小企业股份转让系统中有交易，我们暂无法将 A 股类似公司的估值情况与公司进行比较、A 股主要商业公司主要估值情况详见表 8。

● 5.3、风险提示

药品降价风险，广东地区房租、人工等成本上升。

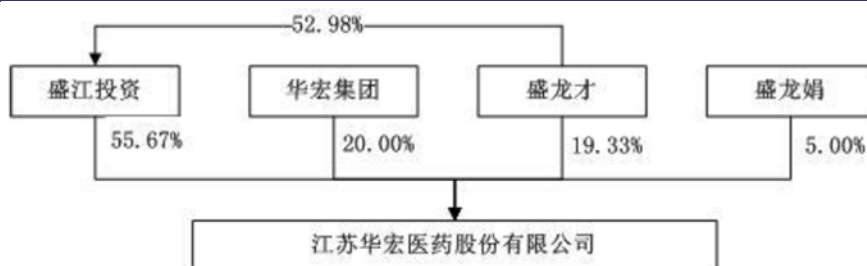
四、华宏医药（831488）：植根江苏这个区域大市场、医药批发与药房托管并进

1、公司基本情况

“江苏华宏医药股份有限公司”（以下简称为“华宏医药”或“公司”）前身为成

立于 2004 年 12 月的江阴华宏医药有限公司, 其于 2014 年 7 月变更为股份制企业。公司主要从事药品、医疗器械等的批发及药房托管业务, 销售区域集中在无锡、苏州、常州一带, 销售产品涵盖化学药制剂、生物制剂和中成药等。

图 20、华宏医药的股权结构



资料来源：公司公告， 兴业证券研究所

公司控股股东为江阴盛江投资有限公司, 现持有公司 1670 万股、占公司股份总额的 53.39%。公司的实际控制人为盛龙才, 直接持有公司 18.54% 的股份, 同时通过持有盛江投资 52.98% 的股份, 间接持有公司 28.29% 的股份, 总计持有公司 46.83% 的股份。由于股份公司成立尚未满一年、公司除江阴元隆投资外其余股东拥有的 3000 万股需在 2015 年 7 月后才可挂牌转让、江阴元隆投资持有的 128 万股是于 2014 年 12 月参与公司定向增发而获得, 即可挂牌转让。

表 12、华宏药业股权结构（单位：万股，%）

股东名称	发行后	
	股数(万股)	持股比例
江阴盛江投资有限公司	1,670	53.39%
江苏华宏实业集团有限公司	600	19.18%
盛龙才	580	18.54%
盛龙娟	150	4.80%
江阴元隆投资	128	4.09%
合计	3,128	100%

资料来源：公司公告， 兴业证券研究所

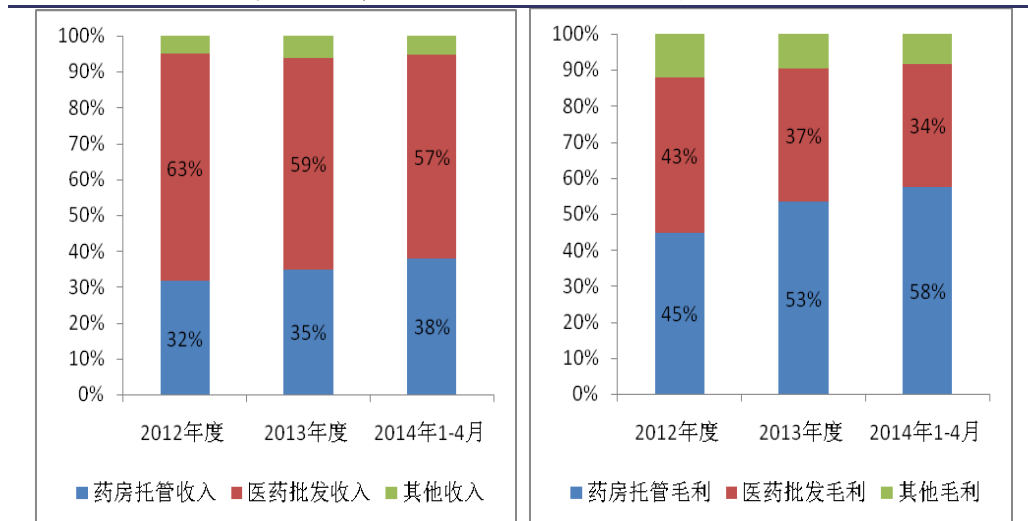
2、公司经营情况

● 2.1、以苏锡常地区为核心，开展医药批发及药房托管业务

华宏医药 2013 年实现销售收入 3.33 亿元, 净利润为 219 万元。按业务模式分, 公司主要从事医药批发及药房托管业务。1)、从收入端看: 2013 年公司医药批发业务实现销售收入 1.96 亿元, 收入占比为 59%; 药房托管业务实现销售收入 1.16 亿元, 收入占比为 35%; 其它业务实现销售收入 2085 万元, 收入占比为 6%。通过分析公司 2012 年以来的收入构成, 可以看到, 医药批发业务对公司的收入占比从 2012 年的 63% 逐步下滑至 2014 年的 57%, 相应的药房托管对公司的收入占比从 2012 年的 32% 逐步上升至 2014 年的 38%。2)、从利润端看: 2013 年公司医药批发业务的毛利贡献比是 37%, 药房托管业务是 53%。同样我们将 2012 年以来

的利润构成进行分析,可以看到,医药批发业务对公司毛利的贡献比逐步下降(从43%下降至34%),而药房托管业务对公司毛利的贡献比逐步上升(从45%上升至58%)(图21)。

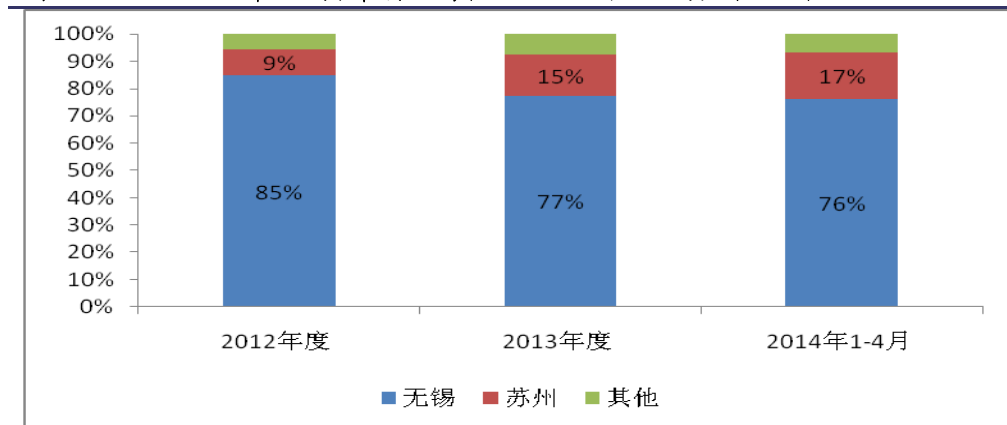
图 21、2012-2014 年 1-4 月华宏医药收入及毛利占比拆分



资料来源:公司公告,兴业证券研究所

华宏医药业务按地区来看:1)、无锡地区是其核心区域,2013年收入占比超过75%;2)、公司同时向苏州、常州各城市逐步发展,2012年来苏州地区业务发展迅速,2013年增速达75%,收入占比从2012年的9%增加至2014年的1-4月的17%(图22)。

图 22、2012-2014 年 1-4 月华宏医药收入按地区占比及苏州地区收入

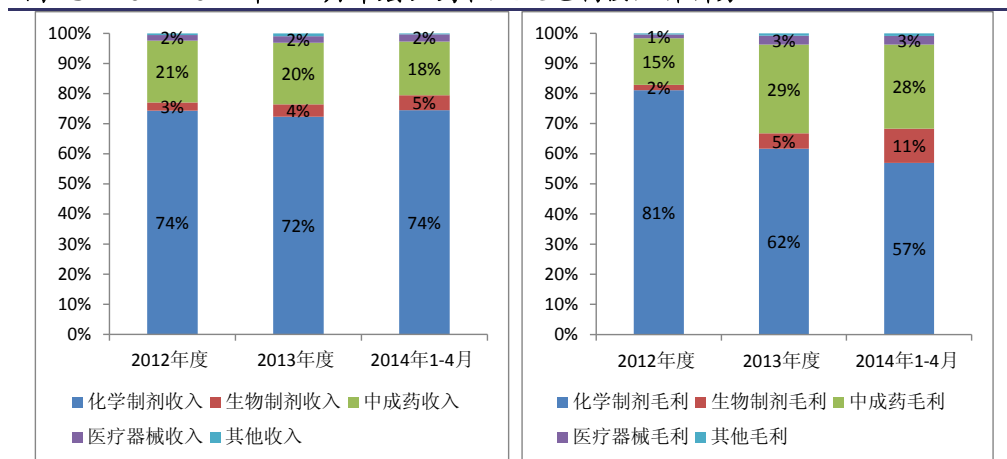


资料来源:公司公告,兴业证券研究所

华宏医药业务按产品来分涵盖化学制剂、生物制剂、中成药及医疗器械。1)、从收入端看,各产品类别占收入的比例相对稳定,化学制剂占据了公司大部分收入来源,2013年占比达72%;中成药为公司第二大类别,收入占比逐年略有下滑,从2012年的21%下降至2014年的18%;生物制剂的收入占比逐年不断上升,从2012年的3%上升至2014年的5%。2)、从利润端看,化学制剂的毛利占比在2013年度出现了大幅的下滑,从2012年的81%下降至2014年的57%,主要原因为公

司为提高市占率，主动降价，从而拉低了毛利率；中成药的毛利占比在 2013 年出现了较大幅度的提升，一方面是由于化学制剂毛利率的下降，另一方面是由于新品种的毛利率较高；生物制剂在报告期内毛利占比也得到了快速提升，主要原因是公司从 2013 年起与其他医药流通企业采用了团购形式采购，降低了采购成本。

图 23、2012-2014 年 1-4 月华宏医药收入及毛利按品种拆分



资料来源：公司公告，兴业证券研究所

具体来看，公司销售的药品共有 5,948 个品规，其中化学药制剂 2,548 个、中成药 1,327 个。其中不乏像注射用头孢西丁钠、注射用头孢唑肟钠和注射用头孢地嗪钠等在江苏省规模大、增速快的产品（表 13）。

表 13、华宏医药主要产品列表

产品名称	公司采购厂家 举例	2013 年江苏样本医院 年规模(万元)	05-13 年复合增速
注射用头孢呋辛钠	信立泰、深圳立健	1894	-0.20%
注射用头孢西丁钠	深圳致君	2447	59.58%
注射用青霉素钠	石药中诺	9	-19.23%
注射用头孢唑肟钠	海口制药	3281	16.46%
注射用血栓通	梧州制药、昆明制药	763	-0.28%
注射用头孢地嗪钠	汕头金石、南昌立健	4368	19.63%

资料来源：PDB，兴业证券研究所

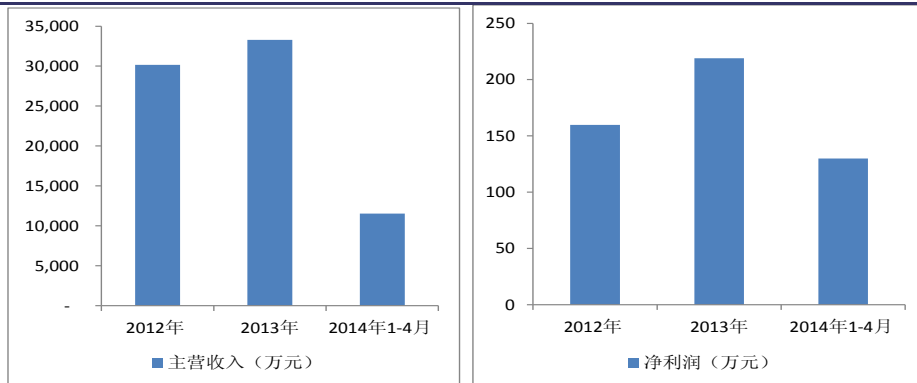
● 2.2、2012 年来收入平稳增长，费用率下降带动利润快于收入增长

2013 年公司实现销售收入 3.3 亿元，较去年同比增长 10%；2014 年 1-4 月收入达 1.2 亿元，预计同比增速也在 10% 左右。

2013 年公司实现净利润 219 万元，增速高达 37%；2014 年 1-4 月净利润已达 130 万元，预计同比增速也超过 30%。2013 年以来公司净利润增速大幅快于收入的增速，经分析这主要得益于公司销售及管理费用率的大幅下降：1）、2013 年公司销售费用率为 8.18%，同比下降 5.98 个百分点，销售费用率的下降我们预计与公司

为提高经营效率,对销售人员进行精简,从而减少了相应的销售费用支出有关;2)、2013 年公司管理费用率为 9.62%,同比下降 1.44 个百分点,公司管理费用率的下降,我们预计与公司经过 2012 年的扩张期,相应的管理费用率出现下降(2012 年公司为了拓展医院配送市场,积极组织 and 参加新药研讨会、学术会议、老年用品展销会等,从而产生了较多的管理费用。

图 24、2012-2014 年 1-4 月华宏医药收入、净利润变化



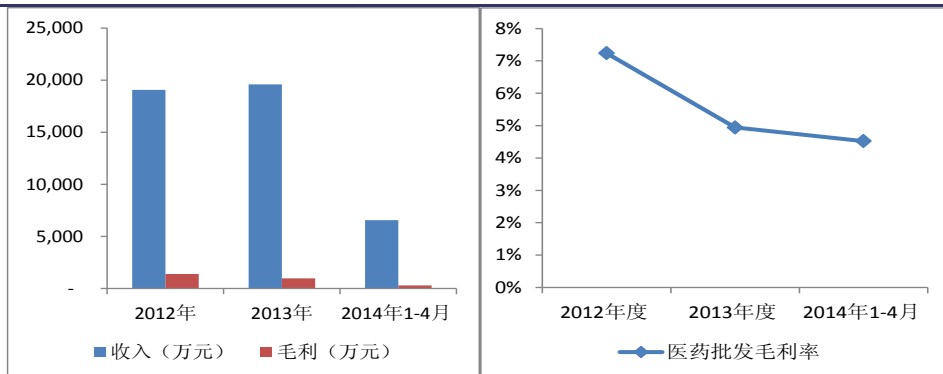
资料来源:公司公告,兴业证券研究所

● 2.3、医药批发纯销为主,增长稳健,2014 年毛利率已经企稳

公司医药批发业务纯销为主、分销为辅;终端客户包括医院终端、基层医疗机构、零售药店及其他分销企业,其中医院终端是核心,预计收入占比超过 80%(公司医院客户主要包括:江阴市人民医院、江阴市青阳医院、江阴市第三人民医院、江阴市第四人民医院等)。

公司医药批发业务 2013 年收入规模为 1.96 亿元,收入占比为 59%,增速为 3%;2014 年 1-4 月收入为 6558 万元,预计延续了稳定的增长态势。2013 年公司批发业务毛利率从 2012 年的 7%下降至 5%,主要原因为公司为维持并扩大市场占有率,2013 年 1 月开始在原有中标价基础上,根据药品种类给予了医院终端及药店一定比例的折扣;我们预计这是非经常性因素,从 2014 年 1-4 月的数据来看,公司批发业务的毛利率已经开始企稳。

图 25、2012-2014 年 1-4 月华宏医药批发业务收入、毛利变化



资料来源：公司公告，兴业证券研究所

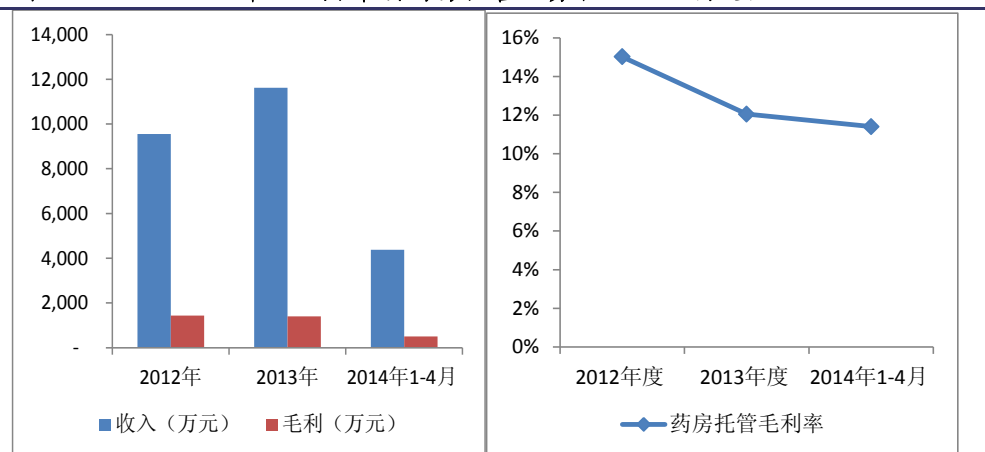
● 2.4、药房托管业务为公司业务新亮点

药房托管业务是指医疗机构通过契约形式，在药房的所有权不发生变化的情况下，将其药房交由具有较强经营管理能力的企业进行托管经营（医院药房出售的大部分甚至全部的药品均由企业来配送）。托管模式下，企业和托管医院签订药品托管协议，对药品价格、采购目录、折扣率、人员归属等进行确定。

目前华宏医药托管的医院药房主要有：张家港广和中西医结合医院、宜兴市十里牌医院、无锡新区凤凰医院、苏州九龙医院等，其模式为部分托管：1）、公司和托管医院签订的药品托管协议中，明确了药品价格折扣率，规定药方产权、人员归医院，药品大部分甚至全部由公司统一配送；2）、公司同时采取药事管理集成服务模式，开发了零库存管理系统，配合公司的“托管模式”，提高了配送效率，降低物流成本；3）、公司现阶段的托管对象主要为民营医院，客户关注的重点为运营效率和成本的改善，并非药品加成；4）、公司的药房托管业务通过专业化的库存管理，产生了更高的专业壁垒和进入壁垒，除了药品配送还为医院提供了更多的附加服务，其毛利率也远高于普通的批发业务——2013年公司药房托管业务毛利率为12.05%，而公司药品批发业务毛利率为4.94%。

2013年公司药房托管业务收入规模为1.2亿元，增速为22%，收入占比为35%，并呈不断上升之势；2014年1-4月收入为4381万元，延续了较快的增长。2013年公司药房托管毛利率较2012年小幅下降2%，主要原因为公司为开拓市场，相应地给予医院一定比例的折扣。我们预计这也是非经常性因素，从2014年1-4月的数据来看，公司药房托管的毛利率已经开始企稳。

图 26、2012-2014 年 1-4 月华宏药房托管业务收入、毛利变化



资料来源：公司公告，兴业证券研究所

3、行业分析

华宏医药以医药批发及药房托管业务为核心，植根苏锡常地区；对于药品批发行

业的分析我们在“海欣医药”的行业分析部分中已经分析，这里不再赘述，下面我们着重对药房托管业务进行介绍。

目前我国医院药房托管的模式可以分为部分托管和整体托管两种模式：1）、部分托管是托管方独家配送医疗机构用药，承担药房人员和药品管理成本，赚取药品流通费用；2）、整体托管是托管方向医院提供院内物流服务等，独家配送医疗机构用药，每年获得医院支付的托管费或与医院进行药品盈利分成，赚取药品流通费用或医院药品剩余利润。

药房托管的业务模式最初产生于2001年—三九集团托管柳州市中医院等7家医院药房：当时药房所有权和人事权属医院，药房经营权、管理权（包括人员管理）属企业，企业与医院进行药品盈利分成，但要保障医院药品经营利润收入不变，最后因资金链问题停止。截止目前上市公司中药房托管业务比较突出的是南京医药及康美药业。

南京医药：开始于2003年8月、最初南京医药药房托管的商业模式是整体托管的模式，所有权和人事权属医院，药房经营权、管理权（包括人员管理）属企业，企业与医院进行药品盈利分成，保障医院药品经营利润收入不变。而托管公司实行独立核算、自负盈亏，政府主管部门还出台了“四不变”承诺，即医院的药品经营性收益占比不变、医院药房人员人均收益不变、药品物流监管主体不变、药房人员劳动关系、身份不变。在这样的模式下，南京医药不仅要保障医院原有的收益，同时承担着对医院药房软硬件改造升级的重担，公司该项业务出现亏损，并被迫逐步向药事服务业务转型，核心为改善医院药房的运营效率，赚取服务费，不再涉及到医院药品利益分成的问题。

康美药业：康美药业在2014年公告与多家公立医院签署了药房托管协议，开展整体药房托管业务，医院药房所有权和人事权属医院，职工绩效考核和薪酬发放方式不变，药房经营权、管理权（包括人员管理）属企业。医院负责制定《医院用药目录》，医院所用的所有药品统一由康美集中采购配送；康美的药品供应链及服务延伸至医院仓库，医院的仓库将作为康美的药品供应平台，由康美负责管理和使用；医院按实际领取药品数量和价格和公司进行结算，康美在获得托管费的同时能将公司自产的中药饮片等产品销往医院。

药房托管模式在不改变药房产权及人员归属的前提下、一方面借助企业的专业化管理和运作提高了医院药房的运营效率，另一方面实现了企业和医院双方的共赢而非完全掠夺医院的利益，在医改的大背景、医药分开的愿景框架下，该模式同时在一定程度上满足了政府、医院和企业的共同利益，未来具有较大发展空间。

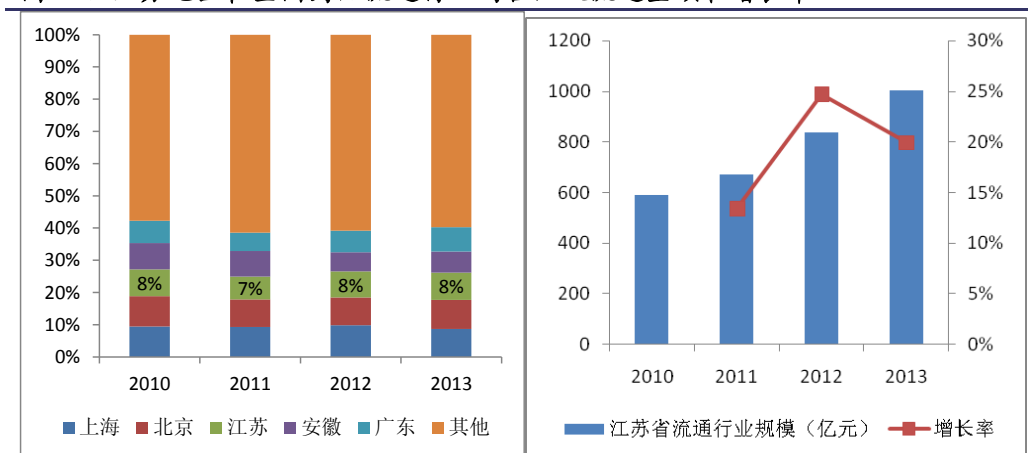
4、公司优势分析

4.1、深耕规模前列的江苏医院市场

华宏医药以江苏为核心业务市场（其收入占比超过 90%），根据 WIND 的统计，我国药品流通行业中江苏省规模排名稳居前四、2013 年江苏医药流通规模也已经突破 1000 亿元（图 27）。

全国性商业公司的优势体现在对上游工业公司的议价能力上。凭借全国范围内的分销网络和资金实力，全国性商业公司往往在代理品种选择、物流调拨方面具有相对优势，因此企业规模较小的企业很难与之竞争。华宏医药专注于江苏这个超过 1000 亿的区域大市场，同时又将精力主要集中于经济发展水平较高的苏锡常地区，深耕该区域规模以上医院和基层医疗机构的配送及托管，通过对下游的渠道掌控，与托管医院的稳定合作关系，保证了华宏医药能在江苏这个区域大市场占有一席之地。

图 27、江苏地区在全国药品流通行业的占比及流通金额和增长率



资料来源：Wind，兴业证券研究所

4.2、团队专业、物流先进

由于药房托管业务所需要的专业性，公司十分注重团队建设，特别是针对业务员的培训工作。目前在公司的努力下，华宏医药已经拥有一批业务能力强、开发潜力大、专业素质高的业务团队：公司经常为当地医疗机提供“药事服务”培训、定期邀请政府有关人员、医药领域的专家学者、大学教授等与公司当地医院有关人员一起进行学术交流，带领公司员工解读新医改政策，了解业内发展动向；2）、公司采用了先进的物流技术，以不断提高企业信息化管理水平为依托，建立了完善的供应链管理系统、电子标签辅助理货系统等，实现信息化管理和现代物流技术相结合，公司 2013 年与“上海药联信息服务有限公司”合作开发了药品零库存管理软件系统，通过互联网平台与医院药房的信息中心对接，及时掌握医院药品库存情况，使得医院药品库存量减少，降低了医院的人力成本。公司在与医院双赢的同时，也提升了客户的黏性，为未来托管业务的高速发展奠定了良好的基础。

5、盈利预测与估值

5.1、盈利预测

主要假设：

- 2013 年公司实现销售收入 3.3 亿元，较去年同比增长 10%，其中医药批发增速为 3%，药房托管收入增速为 22%，2014 年 1-4 月公司收入整体增速延续了 10%左右的平稳增速；我们预计 2014-2016 年公司医药批发业务平稳增长，药房托管业务继续较快增长。
- 2013 年公司为提高市占率，对终端医疗机构的产品在中标价基础上给予了一定折扣，公司当年批发及药房托管业务毛利率均分别下降 2 个百分点，这是非经常性因素，步入 2014 年公司批发业务及药房托管业务毛利率均已企稳，我们预计 2014-2016 年公司批发及药房托管业务毛利率走稳为主。
- 2013 年公司精简销售人员，经历 2012 年的扩张期之后，公司销售费用率及管理费用率均出现明显下降，步入 2014 年这两个因素的作用已经减弱，公司费用率开始走稳，我们预计 2014-2016 年公司整体销售费用率及管理费用率稳中略降。

根据以上假设，我们的盈利预测结果如下：

表 14、华宏医药盈利预测

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	332.84	366.68	402.49	441.28
同比增长(%)	10.33%	10.16%	9.77%	9.64%
—药房托管	116.20	276.94	304.63	329.00
—医院批发	195.79	140.50	146.12	151.97
—其他	20.85	23.98	27.57	31.71
营业成本(百万元)	306.61	338.78	371.02	405.69
毛利率(%)	7.88%	7.61%	7.82%	8.06%
销售费用率(%)	2.46%	2.40%	2.40%	2.40%
管理费用率(%)	2.89%	2.90%	2.90%	2.90%
净利润(百万元)	2.19	2.69	3.29	4.09
同比增长(%)	36.00%	22.77%	22.29%	24.26%
每股收益(元)	0.07	0.09	0.11	0.13

资料来源：兴业证券研究所整理，注：鉴于华宏药业目前尚未在中小企业股份转让系统中有交易、我们暂无法将 A 股类似公司的估值情况与公司进行比较

5.2、投资建议

华宏医药植根于江苏这一规模超过 1000 亿的区域大市场，开展医药批发及药房托管业务。2013 年公司实现收入 3.3 亿、净利润 219 万。公司医药批发业务纯销为主，2013 年规模为 1.96 亿，收入占比逐年下降（13 年为 57%）。公司药房托管业务以民营医院为主，2013 年规模为 1.2 亿元，收入占比逐年上升（13 年为 38%），

公司药房托管与药事管理增值服务兼顾，毛利率水平超过 12%。

我们认为华宏医药未来凭借其地域上的地缘优势及对下游渠道较强地掌控，有望在江苏这个医药流通大市场继续分一杯羹；同时在公司已经建立的高素质专业业务团队及丰富历史经验的支撑下，有望在江苏地区进一步开拓药房托管业务。我们预计公司 2014-2016 年的净利润增速为 22.77%、22.29%及 24.26%、建议积极关注，同样鉴于华宏药业目前尚未在中小企业股份转让系统中有交易、我们暂无法将 A 股类似公司的估值情况与公司进行比较、A 股主要商业公司主要估值情况详见表 8。

● 5.3、风险提示

药品降价风险，药房托管进度慢于预期

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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式

机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨 忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王 政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯 诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王 溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾 超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
地址：上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层（200135）					传真：021-38565955
北京地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	李 丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn
肖 霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴 磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址：北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609（100033）					传真：010-66290200
深圳地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李 昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨 剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址：福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701（518035）					传真：0755-23826017
海外销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐 皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyaqi@xyzq.com.cn			
地址：上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层（200135）					传真：021-38565955
私募销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
徐 瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
地址：上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层（200135）					传真：021-38565955

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。