



两票制全国推广在即，加速行业整合

投资要点

- **事件：**国务院医改办会同国家卫计委等 8 部门于 2017 年 1 月 9 日联合印发《关于在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见（试行）》。
- **“两票制”全国推广在即，预计 17 年为落实关键期。**“两票制”指药品生产企业到流通企业开一次发票，流通企业到医疗机构开一次发票。此次文件明确了两票制采购的医疗机构范围、区域要求和时间要求，并提出对不按规定执行“两票制”的药品生产企业、流通企业，取消投标、中标和配送资格，并列入药品采购不良记录。我们认为“两票制”的全国性推开为大势所趋。截至目前，共有 11 个省份出台两票制文件或已有相关政策文件提及两票制。我们认为 2017 年可能是各省两票制落实的关键时间。
- **两票制影响深远，医药产业链各环节将受震动：**

医药流通：行业迎来整合机遇，执行力强的龙头企业将受益。两票制对医药流通企业的终端配送、资金周转、供应链延伸等能力提出了较高要求，为医药流通带来整合契机，从福建案例看，我们认为并非所有流通商都受益，物流覆盖广、上下游粘性大、并购执行力强、运营效率高的龙头企业机会更为显著。

医药工业：销售模式变化+税收成本增加将加速行业洗牌。两票制下药品底价曝光，药价形成机制清晰，带金销售生存空间更加狭窄。同时，低开转高开后，企业增值税成本大幅上升。我们认为两票制将给医药工业带来洗牌效应。产品竞争力弱、定价权弱的低开工业企业将受重创。看好以产品治疗为主导、研发实力强、注重药品临床效用的高开药品生产企业。

医疗机构：公立医院改革进行时，离“以医养医”更近一步。随着“带金销售”模式受到冲击，“医生回扣”将受到影响，两票制间接作用于取消以药养医、促进医药分家，将对公立医院改革产生深远影响。我们认为医疗机构的盈利构成亦将随之发生变化，离实现“以医养医”更近一步。

医药零售：受上游格局调整影响，行业整合将加剧。受行业性税收规范的影响，单体药店的生存环境将因两票制的执行变得更为艰难，为药店行业的整合提供了契机，药店行业的整合将迎来加速。

- **投资策略：**两票制对医药产业链的各个环节都将产生深远影响。建议关注以下几个领域：1) 终端覆盖面广、外延动力充足的医药流通龙头，重点推荐上海医药（601607）、九州通（600998）、国药一致（000028）；2) 器械/耗材领域存两票制预期，重点推荐润达医疗（603108）；3) 药店行业亦将进入加速整合阶段，重点推荐一心堂（002727）。

重点公司盈利预测与评级

代码	名称	当前价格	投资评级	EPS (元)			PE		
				2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E
601607	上海医药	20.41	买入	1.07	1.21	1.38	19	17	15
600998	九州通	21.61	买入	0.43	0.54	0.69	46	40	31
000028	国药一致	69.5	买入	2.10	2.27	2.71	32	31	26
603108	润达医疗	31.9	买入	0.29	0.43	0.72	94	74	44
002727	一心堂	20.89	增持	0.67	0.79	0.98	43	26	21

数据来源：公司公告，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：朱国广

执业证号：S1250513070001

电话：021-68413530

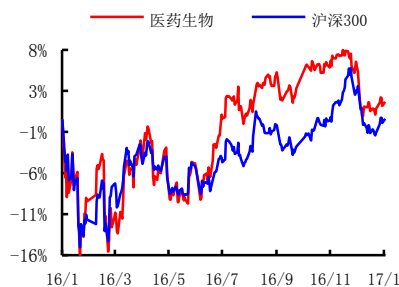
邮箱：zhugg@swsc.com.cn

联系人：张肖星

电话：021-68415020

邮箱：zxixing@swsc.com.cn

行业相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

股票家数	235
行业总市值 (亿元)	33,606.92
流通市值 (亿元)	33,039.56
行业市盈率 TTM	40.95
沪深 300 市盈率 TTM	13.0

相关研究

1. 医药行业 2017 年 1 月策略：医药新周期，“轻医重药”新思路（2017-01-03）
2. 医药行业：提升医药流通行业集中度与服务能力（2017-01-02）
3. 医药行业：康复医疗器械崛起，未来 3 年将爆发式增长（2016-12-27）
4. 医药行业：中医药立法出台，行业迎来新发展平台（2016-12-26）
5. 医药行业：处方药销售模式或生变，产业格局加速调整（2016-12-25）
6. 医药生物：细胞制品行业将逐步进入发展快轨（2016-12-19）

目 录

1 “两票制”全国推广在即，预计 17 年为落实关键期.....	1
1.1 “两票制”国家方案出台，全国性推广在即	1
1.2 预计 2017 年是各省两票制落实的关键时间	1
1.3 关于两票制实际执行情况的猜想	3
2 两票制影响深远，医药产业链各环节将受震动.....	4
2.1 医药流通：行业迎来整合机遇，执行力强的龙头企业将受益.....	4
2.2 医药工业：销售模式变化+税收成本增加将加速行业洗牌.....	6
2.3 医疗机构：公立医院改革进行时，离“以医养医”更进一步	8
2.4 医药零售：受上游格局调整影响，行业整合将加剧.....	8
3 投资策略与投资标的	9
3.1 上海医药（601607）：业绩加速增长的低估值的医药龙头	9
3.2 九州通（600998）：加码医院市场开拓的民营流通龙头	10
3.3 国药一致（000028）：重组造就两广商业龙头，看好批零一体化布局.....	10
3.4 润达医疗（603108）：加速全国布局的 IVD 综合服务平台	11
3.5 一心堂（002727）：外延动力充足的医药零售领跑者	11

图 目 录

图 1：“两票制”国家方案的内涵	1
图 2：国内医药行业集中度不断提升	5
图 3：预计国内药品批发企业数将因两票制锐减	5
图 4：“两票制”前后鹭燕医药在福建省市占率提升效应显著	5
图 5：“两票制”前后福建省医药流通企业市占率变化	5
图 6：两票制下药企转高开，迫使回扣阳光化	6
图 7：两票制为医改组合拳中的重要一环	8

表 目 录

表 1：目前已出台“两票制”或已有相关政策提及“两票制”的省份	2
表 2：福建省 2014 年招标配送规则	4
表 3：从增值税的角度看高开/低开对企业利润的影响（1）	7
表 4：从增值税的角度看高开/低开对企业利润的影响（2）	7
表 5：单体药店增值税测算	9
表 6：重点关注公司盈利预测与评级	12

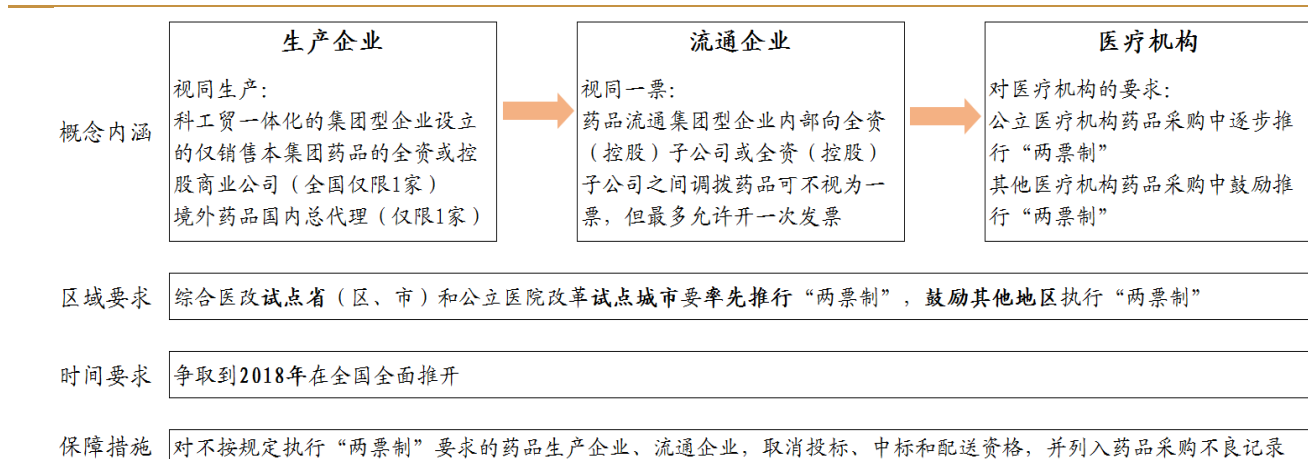
1 “两票制”全国推广在即，预计 17 年为落实关键期

1.1 “两票制”国家方案出台，全国性推广在即

国务院医改办会同国家卫计委等 8 部门于 2017 年 1 月 9 日联合印发《关于在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见（试行）》，至此，国家层面的“两票制”实施方案落地。

“两票制”国家方案对两票制的内涵及相关概念进行了界定：指药品生产企业到流通企业开一次发票，流通企业到医疗机构开一次发票。此次文件对相关概念的界定明确，明确了之前市场所疑惑的集团型企业、境外药品代理等业务的两票制实际执行方式。并明确了实施两票制采购的医疗机构范围、区域要求和时间要求。并提出对不按规定执行“两票制”要求的药品生产企业、流通企业，取消投标、中标和配送资格，并列入药品采购不良记录。我们认为此次政策对相关的概念、具体运作模式、产业链各参与者责任等均进行了清晰的界定，“两票制”的全国性推开为大势所趋。

图 1：“两票制”国家方案的内涵



数据来源：西南证券

值得关注的是，此次国家方案中，仅对药品流通领域提出“两票制”要求，而器械/耗材领域则未提出具体要求。我们认为主要原因在于器械/耗材的流通格局较为分散，目前不具备实行“两票制”的客观条件，但从两票制“净化流通环境、打击过票洗钱、强化医药市场监管”的目标来看，器械/耗材领域的两票制仍值得期待。

整体来看，我们认为国家层面的政策框架性比较突出，从执行细则、执行时间等方面给了省级更大的发挥空间。

1.2 预计 2017 年是各省两票制落实的关键时间

截至目前，共有重庆、陕西、安徽、湖南、广东、宁夏、吉林、四川、河北、青海、福建 11 个省份出台两票制文件或已有相关政策文件提及两票制。

表 1：目前已出台“两票制”或已有相关政策提及“两票制”的省份

时间	省份	文件	发文主体	相对国家方案的特色
2015.7	浙江	《关于改革完善公立医院药品集中采购机制的意见》	药械采购平台	建立采购平台，明确 15 家医院执行“三流合一”配送政策，试点医院要求一票配送，由采购平台专用账户将货款直接回给生产企业
2016.4	江苏	“两票制”征求意见稿	药监局	——
2016.6	内蒙古	《内蒙古自治区深化医药卫生体制改革 2016 年重点工作任务》	卫计委	——
2016.6	湖南	《深化医药卫生体制综合改革试点方案的通知》	政府	鼓励各地结合实际探索县乡村一体化配送
2016.6	云南	《云南省深化医药卫生体制改革 2016 年重点工作任务》	人民政府	指导和督促昆明市、玉溪市做好城市公立医院综合改革试点工作，红河州、普洱市、曲靖市、大理州按照国家要求启动城市公立医院综合改革试点
2016.7	上海	《关于在公立医疗机构药品采购中推行 GPO 工作的建议》	29 家商业联合发布	上海“两票制”伴随 GPO 的执行，但因为牵扯到很多郊县等较小商业公司的生存问题，GPO 的“两票制”被紧急叫停，原定 2016 年底执行的时间表看来存在很大的不确定性
2016.7	广东	《广东省促进医药产业健康发展实施方案》	政府	2017 年起推行两票制，药品耗材采购院长负责制
2016.7	四川	《深化医药卫生体制综合改革试点方案》	政府	并不是在全省范围内全面推行“两票制”，四川是第一个明确提出无法做到全面推行“两票制”的综合医改试点省份
2016.7	江西	《2016 年全省深化医药卫生体制改革重点工作任务》	人民政府办公厅	——
2016.7	山西	《山西省深化医药卫生体制改革 2016 年重点工作任务》	人民政府办公厅	——
2016.7	辽宁	《辽宁省深化医药卫生体制改革近期重点工作任务》	人民政府办公厅	——
2016.8	河南	《河南省深化医药卫生体制改革 2016 年重点工作任务》	人民政府办公厅	——
2016.8	宁夏	《宁夏回族自治区综合医改试点工作实施方案》	-	耗材也在“两票制”之列
2016.8	河北	《河北省公立医疗机构药品采购推行“两票制”的实施意见(征求意见稿)》	-	——
2016.8	湖北	《关于进一步深化医药卫生体制改革试点工作的通知》	人民政府办公厅	——
2016.9	海南	《海南省深化医药卫生体制改革 2016 年重点工作任务》	政府	——
2016.10	陕西	《关于深化药品耗材供应保障体系改革的通知》	卫计委	——
2016.10	安徽	《安徽省公立医疗机构药品采	食品药品监督管理局	所有公立医院自 2016 年 11 月 1 日起实施“两票制”。药品上市

时间	省份	文件	发文主体	相对国家方案的特色
		购推行“两票制”实施意见》	理局	许可持有人委托药品生产企业或经营企业代为销售药品为视同生产企业
2016.10	福建	《关于进一步打击骗取医疗保障基金和侵害患者权益行为的通知》	医疗保障管理委员会办公室	明确药品耗材供货生产企业和配送企业一旦有不执行“两票制”或贿赂医护人员的行为，将进入“黑名单”，被取消供货或配送资格
2016.11	山东	《关于执行新一轮药品集中采购结果的通知》	卫计委	——
2016.11	吉林	《关于贯彻落实全国卫生与健康大会精神加快卫生与健康事业改革发展的实施意见》	政府	明确说明了 2017 年推行“两票制”，但有待“两票制”执行的细则发布
2016.11	甘肃	《甘肃省深化医药卫生体制改革 2016 年重点工作任务》	人民政府办公厅	推行“两票制” 同事鼓励带量采购
2016.11	西藏	《西藏公立医疗卫生机构药品集中采购实施方案(2016 版)》	政府	目前处于逐步实现全区公立医疗机构参加药品集中采购阶段
2016.12	青海	《关于青海省公立医疗机构药品采购实行“两票制”的实施意见（试行）》	人民政府办公厅	基层医疗机构允许在“两票制”的基础上再开一次药品购销发票
2017.1	重庆	《关于印发重庆市公立医疗机构药品采购“两票制”实施方案（试行）的通知》	卫计委	——

数据来源：西南证券整理

福建省于 2011 年执行两票制，安徽是 2016 年 11 月开始执行，另外，广东、陕西和西藏明确执行时间定在 2017 年，海南和四川均采取条件成熟的地方推行两票制。大部分省份出台的文件主要为鼓励两票制的施行，具体实施细则尚待完善。从各省份时间进展来看，我们认为 2017 年可能是各省两票制落实的关键时间，各省具体政策文件、落实详细工作安排应该会集中在 2017 年展开。

1.3 关于两票制实际执行情况的猜想

从实际执行的层面来看，我们认为值得关注的焦点主要有两个：基层供应及时性问题和医疗机构占款成本问题。

可参考福建省的执行方案：

福建是国内最先执行两票制的省份，考虑到终端配送能力和商业企业资金周转，其两票制的实施还伴随着招标采购其它配套规则的出台，例如将基药配送机构圈定在终端配送能力强的商业企业中，并严格规定了商业企业的回款期。

表 2：福建省 2014 年招标配送规则

配送规则	具体内容
配送机构选择	基药：福建省药监局遴选 10 家配送企业；同一品种在一个中标区域内最多委托 1 家配送企业 非基药：分片区，优先从 10 家配送企业中选择，基药和非基药配送企业数合计不超过 10 家
回款期	医疗机构严格按照合同约定时间回款，从货到验收合格之日不超过 30 天 三明直接由医保机构支付

数据来源：鹭燕医药，西南证券整理

从福建省的执行结果来看：

- 基层供应运转良好。我们估计其他省份的两票制执行细则或将参考福建模式，该模式下终端配送能力强的流通商将在竞争中脱颖而出。
- 医疗机构回款方面，据我们草根调研，除三明直接由医保机构支付外，其医疗机构 30 天回款的制度在全省范围内执行情况不佳。医疗机构回款情况往往与当地的财政状况、医保情况相关，医院占款成本实际由医院的垫资方承担，从目前来看，药企、医保、第三方均缺乏垫资动力。我们认为未来流通商的垫资功能仍将持续存在，考验流通商的资产周转能力。

2 两票制影响深远，医药产业链各环节将受震动

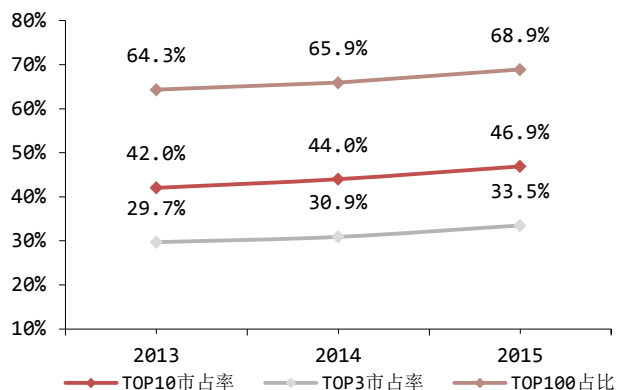
2.1 医药流通：行业迎来整合机遇，执行力强的龙头企业将受益

两票制对医药流通企业的终端配送能力、资金周转能力、供应链延伸能力提出了较高要求。

- 一方面考验配送企业在区域市场的分销网络及配送能力，“两票制”前，商业企业的功能为配送、垫资、过票；“两票制”后，“过票”功能受到打击，终端配送能力为流通商存活之根本，无配送能力、终端覆盖面狭窄的小商业公司将被淘汰。
- 另一方面，两票制下医药商业公司直面下游回款压力，资金少、融资难的小商业公司将难以背负资金压力而淘汰。
- 降低占款成本的可行方式是提高医疗机构的存货周转。根据库存持有成本计算方式测算，我国公立医疗机构药品库存周转数每增加 1 次，流通成本可降低 0.44%；回款时间每缩短 1 天，流通成本约降低 0.15%，因此，通过供应链延伸参与医疗机构的存货周转为降低占款成本的可行方式，可提供供应链延伸服务的流通商具备竞争优势。

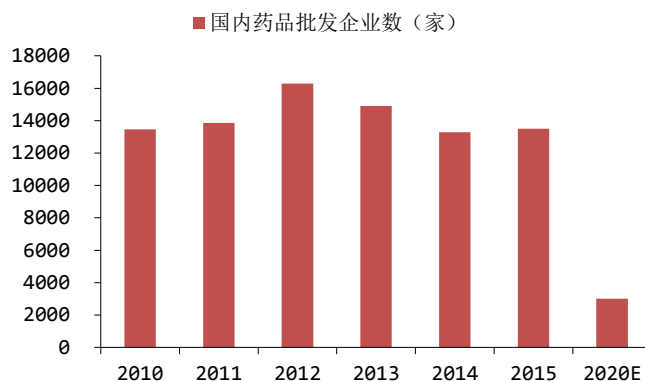
在两票制出台之前，随着医改的深入和国家对流通行业调控的加强，国内医药商业集中度已有不断提升的趋势。但过去的政策主要从 GSP、行业准入入手，主要提升了新进入者的门槛。而两票制的实行则是对存量市场的洗牌，我们预计 70% 以上的流通商将被收购兼并/清理出局。

图 2：国内医药行业集中度不断提升



数据来源：中国医药商业协会，西南证券整理

图 3：预计国内药品批发企业数将因两票制锐减

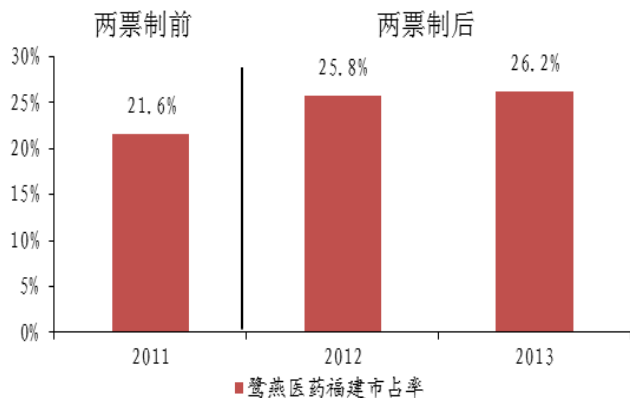


数据来源：中国医药商业协会，西南证券

参考福建经验，福建于 2011 年执行两票制，2011-2012 年其龙头公司鹭燕医药市占率加速提升。说明“两票制”政策对医药流通行业格局的调整确有加速效应。

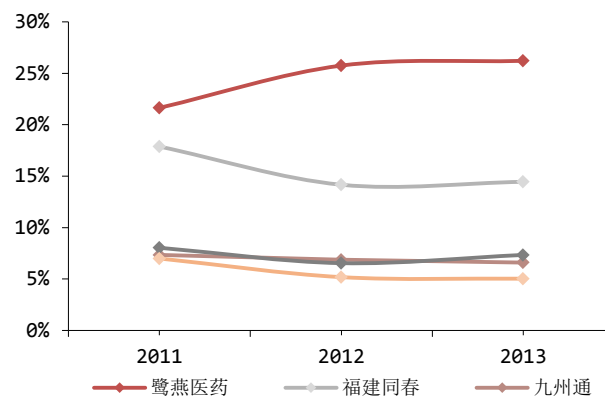
福建省的医药流通龙头主要为鹭燕医药、福建同春、国药福建、九州通、福建华侨和福建中鹭，竞争较为激烈。我们计算了几家公司 2011-2013 年的市占率变化情况（除国药福建无公开数据），发现各龙头企业的市占率提升情况不一，部分企业出现了市占率下降的现象。我们认为该现象意味着：并非所有企业在行业整合的大背景下都会获得发展机遇，市占率提升与否与企业自身的业务实施、外延扩张等方面的执行力相关。

图 4：“两票制”前后鹭燕医药在福建省市占率提升效应显著



数据来源：中国医药商业协会，西南证券

图 5：“两票制”前后福建省医药流通企业市占率变化



数据来源：中国医药商业协会，西南证券

我们认为鹭燕医药在福建省两票制执行前后获得市占率的加速提升主要有以下原因：

- **物流覆盖面广：**2010 年初开始实施渠道深耕战略，特别关注农村、社区及第三方终端市场，加大配送基础设施及资源。鹭燕医药覆盖了约 90% 的基层医疗机构，符合“两票制”对物流配送的高要求；
- **把握上下游需求，加强粘性建设：**福建省两票制的运行规则中，流通商的配送权主要由生产企业决定（如同一品种基药在一个中标区域内最多委托 1 家配送企业），因此获得更多的品种配送权是提高市占率的关键，鹭燕医药在两票制推出后通过向厂家提供市场数据分析、营销策略、渠道搭建等增值服务获得了更多的品种配送权；

- **并购整合执行力强：**鹭燕医药是福建省内率先全面实施跨区域战略布点的医药流通企业，2009-2012 年并购了福建中宏、龙岩鹭燕、福建耀升、福州三和堂、福州博研 5 家公司（此处仅仅考虑福建省内标的）；
- **高效的运营效率：**精细化管理以应对流通环节差价率的限定政策。

综合来看：我们认为“两票制”为医药流通行业带来整合契机，其中，物流覆盖广、上下游粘性大、并购执行力强、运营效率高的流通企业机会更为显著。

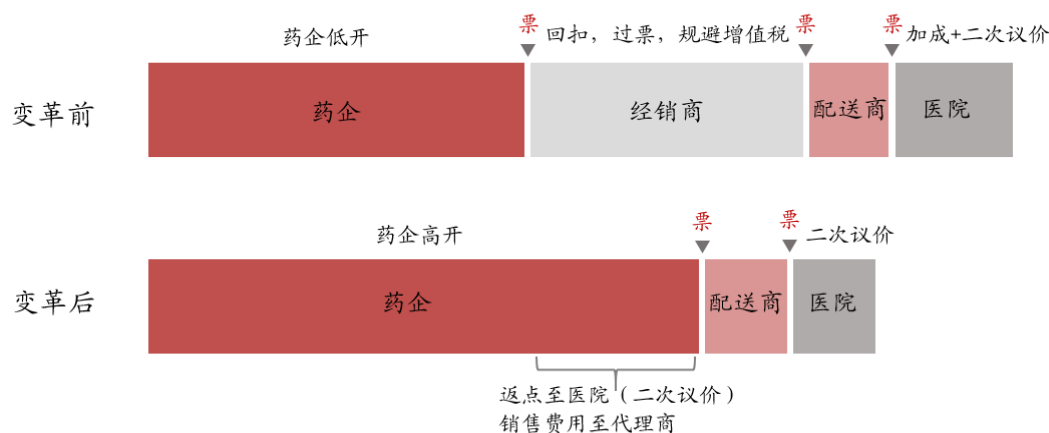
2.2 医药工业：销售模式变化+税收成本增加将加速行业洗牌

2.2.1 销售模式之变：药品定价清晰，“带金销售”将受重创

两票制与营改增的执行将打击过票行为。过票环节存在的原因主要目的在于进行“加价”行为，商业贿赂、医生回扣往往来自于该环节；逼迫药企将由之前的低开转为高开。

两票制要求医疗机构在采购时对药品流通中的“两票”进行验证，国家级文件中更明确提出药品生产、流通环节要“合理确定加价水平”，配合营改增、反商业贿赂、推进电子监管码、建立药品出厂价格信息等事项的推进，我们认为药品底价将阳光化，药品价值链条将得以厘清，这将为大医改中的药品定价提供重要的依据。

图 6：两票制下药企转高开，迫使回扣阳光化



数据来源：西南证券

对制药企业来说，两票制的推行首先影响其营销模式，“多票制”是过去底价代理、带金销售的前提条件，两票制实施后，药企的销售将由以下两种模式实现：

- **自有销售团队销售：**由企业自建销售团队，多见于资金实力强劲、学术能力较强的药企；
- **佣金代理模式：**销售活动外包给专业的 CSO 团队，采用佣金模式结算。

无论是自有销售团队还是佣金代理的模式，在药品底价阳光化的背景下，带金销售的生存空间都显得更加狭窄，我们认为以产品质量为主导、学术性强的药品生产企业将迎来发展机遇。

2.2.2 税收之变：低开转高开带来的增值税成本巨大

除了抬高药价，输送灰色利益外，过票环节还为药品生产企业提供了规避增值税的契机。两票制实行后，过去“低开票”的企业势必转向“高开票”，将对企业的财务报表及纳税成本带来影响。

我们测算低开转高开对药企财务报表及增值税的影响：

假设：高开的含税销售额 1 元，低开的折扣为 a ($0 < a < 1$)， $(1-a)$ 是需要走票的销售费用，该部分销售费用在两票制前后不会发生变化（该部分销售费用可能包含灰色利益的输送，因此实际情况下低开转高开后会增加），其它成本项目都是 b ，为简化运算，增值税率 17%，所得税率为 25%：

表 3：从增值税的角度看低开/高开对企业利润的影响（1）

	高开	低开	差额
收入	$1 / (1+17\%) = 0.85$	$a / (1+17\%) = 0.85*a$	$0.85 * (1-a)$
成本	b	b	0.00
毛利	$0.85-b$	$0.85a-b$	$0.85 * (1-a)$
销售费用	$1-a$	0	a
所得税前利润	$a-b-0.15$	$0.85a-b$	$-0.15 * (1-a)$
所得税后利润	$(a-b-0.15) * (1-25\%)$	$(0.85a-b) * (1-25\%)$	$-0.11 * (1-a)$
增值税（销项）	$0.85*17\%=0.15$	$0.85*a*17\%=0.15a$	$0.15 * (1-a)$

数据来源：西南证券

根据测算结果：以折扣为 a 的低开药企转高开后，其利润表的结构发生较大变化，即营业收入的规模扩大，但销售费用也大幅增加。每单位销售额所负担的增值税成本为 $0.11(1-a)$ ，该部分成本主要体现在报表中的销售费用。低开转高开的增值税成本只与折扣大小相关，低开的折扣越低，企业所负担的增值税成本越大。

代入实际数据：假设高开的含税销售额 100 元，低开含税销售额 70 元，30 元是需要走票的销售费用，其它成本都是 30 元。

表 4：从增值税的角度看低开/高开对企业利润的影响（2）

	高开	低开	差额
收入	85.47	59.83	25.64
成本	30.00	30.00	0.00
毛利	55.47	29.83	25.64
销售费用	30.00	0.00	30.00
所得税前利润	25.47	29.83	-4.36
所得税后利润	19.10	22.37	-3.27
增值税（销项）	14.53	10.17	4.36

数据来源：西南证券

以 100 块钱的销售额来算，之前 7 折开票的企业转高开以后的税后利润将减少 3.27 元，若用低开的收入口径计算，影响净利率约 5 个百分点（即 $3.27/59.83$ ）。

可见低开转高开以后，企业的增值税成本将大幅上升。产品竞争力弱、定价权弱（体现为低毛利率）的工业企业将受到重创。

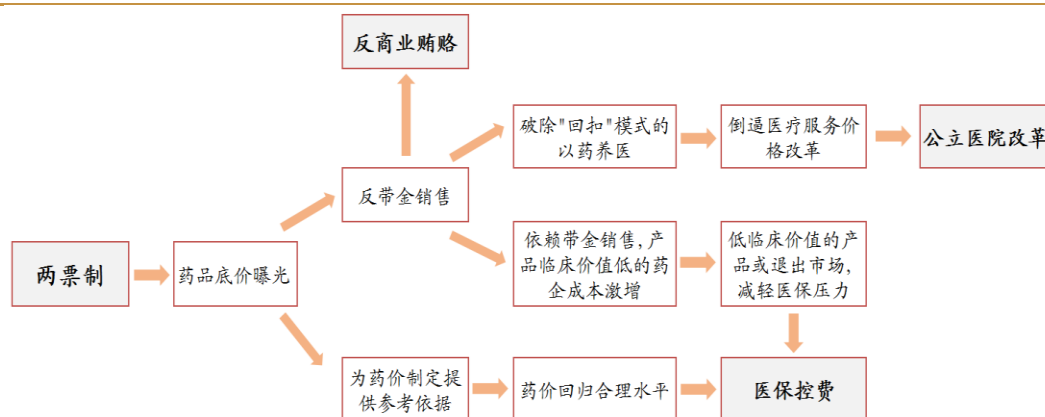
因此，无论是从销售模式，还是从税收成本的角度，我们均得出两票制将给医药工业带来洗牌效应的结论。看好以产品治疗为主导、研发实力强、注重药品临床效用的药品生产企业。

2.3 医疗机构：公立医院改革进行时，离“以医养医”更进一步

两票制为医改组合拳中的重要一环。随着“带金销售”模式受到冲击，“医生回扣”亦将受到影响，因此两票制亦有医药产业链中反商业贿赂的功能，间接作用于取消以药养医、促进医药分家，从而对公立医院改革产生深远影响。

从医改的角度，我们认为两票制之后，最值得关注的便是医疗服务价格改革的相关政策。主要原因在于两票制打击了医生回扣现象，将倒逼医生补偿机制的改革，即医疗服务的价值回归。一系列联动政策必将引起医疗机构盈利构成的变化，离实现“以医养医”更进一步。

图 7：两票制为医改组合拳中的重要一环



数据来源：西南证券

此外，除了反商业贿赂、推进公立医院改革外，两票制还将从药品定价、促进工业洗牌等途径简介实现医保控费功能。我们认为：两票制不仅是流通环节的变革，其核心意义在于深化医药卫生体制改革、促进医药产业健康发展。

2.4 医药零售：受上游格局调整影响，行业整合将加剧

尽管此次两票制界定的范围主要为公立医疗机构药品采购，但由于变革主体为产业链的中游流通环节，因此，对其下游的药店终端也将产生间接影响。

两票制使药品流通环节得到简化，大量不规范的小流通商被淘汰/规范。这些小流通商往往正是单体药店的上游，两票制后单体药店将对接规范性的大流通商，即要承担由行业规范带来的税收成本。而单体药店缺乏上游议价能力，本身净利率较低（一般在 0-2%），而增值税成本/营业收入一般为 3%，若单体药店此前运营中存在税务不规范，则两票制后的税收规范成本带来的压力堪忧。

表 5：单体药店增值税测算

纳税方式	销售额 (a)	仅考虑采购成本的毛利率 (b)	税率 (c)	营业收入 $d=a/(1+c)$	增值税 (e)	增值税/营业收入 $f=e/d$
小规模纳税人	1	18%	3%	0.97	0.03 ($d*c$)	3.00%
一般纳税人	1	18%	17%	0.85	0.03 ($b*d*c$)	3.06%

数据来源：西南证券（行业毛利率一般为 20-25%，此处为计算增值税，仅考虑采购成本的毛利率，故略低于行业水平）

我们认为单体药店的生存环境将因两票制的执行变得更为艰难，为药店行业的整合提供了契机，药店行业的整合将迎来加速。

3 投资策略与投资标的

我们认为两票制对医药产业链的各个环节都将产生深远影响。建议关注以下几个领域：

- 终端覆盖面广、外延扩张动力充足的医药流通企业将受益行业整合，重点推荐低估值龙头上海医药（601607）、全国性民营龙头九州通（600998）、具备国企改革预期的两广地区流通龙头国药一致（000028）；
- 器械/耗材领域存两票制预期，在行业监管趋严的背景下亦进入加速整合阶段，重点推荐 IVD 流通领域的整合者润达医疗（603108），关注瑞康医药（002589）；
- 药店行业受上游流通的影响，将进入加速整合阶段，重点推荐立足云南，积极开展省外扩张布局的一心堂（002727），关注老百姓（603883）、益丰药房（603939）；
- 关注高开票模式、研发实力较强的制药企业，如恒瑞医药（600276）、康弘药业（002773）、丽珠集团（000513）。

3.1 上海医药（601607）：业绩加速增长的低估值的医药龙头

全国分销布局有序推进，将受益两票制带来的行业整合机会。公司分销领域的战略是从华东走向全国性扩张，已在过去 3 年内从 13 个省份覆盖到 18 个省份，未来 5 年的目标是从目前 18 个省份扩展到 26-28 个，全国扩张动力充足。2016Q3 已收购哈尔滨洋浦瑜华公司 60% 股权和云南上药医药有限公司 70% 股权，拓展东北和西南市场。在创新业务方面，公司加强开展医院供应链创新服务，截止 2016H1，共托管医院药房 99 家，相比 2015 年年底增加 15 家。我们认为公司集资金、物流、信息于一身，将享受两票制带来的扩张机会，早期的全国性布局亦将受益于本轮医院新标切换。

“上药云健康”项目稳步推进，享处方外流红利。公司“上药云健康”体系打造完善。

1) 在患者层面：推出了“益药·会员”项目下的金融产品，解决患者高价自费药的资金压力痛点；2) 在药店层面，推出了统一化的“益药·药房”立足药店，打造了“一站式”处方药零售解决方案。联手京东共同打造面向零售药店、中小医疗机构的批发平台，并于 6 月正式上线；3) 在医院层面，推出了“益药宝”项目，提供了“互联网+”药品供应链全程解决方案，目前已与仁济医院、丁香园诊所、上海沃德医疗中心、杨浦中心医院等多家机构开展合作。

盈利预测与投资建议。预计 2016-2018 年 EPS 分别为 1.21 元、1.38 元、1.55 元，对应 PE 分别为 17 倍、15 倍、13 倍，公司各业务领域均是细分行业翘楚，龙头优势突出，看好其长期发展，维持“买入”评级。

风险提示：工业业务招标降价风险，商业业务全国扩展不及预期风险。

3.2 九州通（600998）：加码医院市场开拓的民营流通龙头

终端覆盖面广+优异的物流配送体系，为行业变革受益标的。“两票制”政策有望在全国范围内推行，“两票制”考验流通企业的终端配送能力，基于以下两点，我们认为公司将会是行业整合的受益者：1) 公司在全国省级行政区规划投资了 28 个省级医药物流中心，同时向下延伸并设立了 49 家地市级物流中心，九州通的营销网络已经覆盖了中国大部分区域，构成了全国性网络，终端覆盖面广；2) 公司物流技术与医药物流管理系统为国内领先水平，物流成本低、运营效率高、复制能力强，作为民营企业，管理层执行能力强、激励机制灵活，在行业整合中竞争优势突出。

直销、B2C 电商业务培育成熟，业绩高速增长可期。1) 公司业务正从快批向直销延伸，在直销领域探索医院供应链管理新模式，该合作模式将实现公司医用耗材供应链管理技术向合作医院及医联体延伸，实现药品供应链管理平台与合作医院的 HIS 系统对接，后续有望在其它医院复制，将加快公司高端医院的开发进度。2) 依托精准流量渠道拓展和品种毛利控制，好药师成为国内为数不多扭亏为盈的 B2C 医药电商，并在满足国内 C 端需求的同时积极拓展了跨境电商业务，看好公司在电商领域的后续发展。

盈利预测与投资建议。暂不考虑定增影响，预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.54 元、0.69 元、0.85 元，对应 PE 分别为 40 倍、31 倍、25 倍，看好公司直销、电商业务的未来发展，维持“买入”评级。

风险提示：非公开发行或不及预期风险，核心业务增速不及预期风险。

3.3 国药一致（000028）：重组造就两广商业龙头，看好批零一体化布局

国企改革目标明确，医药商业实力进一步增强。重组完成后公司成为国药集团旗下两广医药分销的唯一平台，未来在两广商业资源得以整合，为两广地区商业龙头。

国大药房为优秀的医药零售资产，后续盈利能力改善和与战略投资者引入值得期待。国大药房从 2011 年起销售总额连续五年排名国内医药零售企业首位。1) 其盈利能力略低于可比民营企业，改善空间较大，预计重组后公司会通过业绩考核、激励创新等方式减少运营成本、降低期间费用率、增强盈利水平。2) 根据重组方案，某战略投资者正在与国药控股就国大药房的战略入股事宜进行接洽，从南京医药案例来看，战略投资者的引入对公司治理机制、经营模式等产生了积极的影响，国大药房后续战投的引入值得期待。

批零一体化优势突出，享处方外流红利。国大药房注入后，将与分销业务形成协同。分销业务雄踞两广地区，销售网络渗透到各医疗机构，国大药房有望与医院建立合作，承接处方外流。在处方外流的准备工作上，国大药房已从 2014 年开始重点布局了 DTP 业务，截止 15 年上半年，旗下在两广区域拥有 11 家医保定点的 DTP 药店，整体收入规模约 3 亿元。

盈利预测与投资建议。预计公司重组摊薄后 2016-2018 年 EPS 分别为 2.27 元、2.71 元、3.13 元，对应估值分别为 31 倍、26 倍、22 倍，看好公司重组后在商业板块的发展，国企改革带来效率提升值得期待，维持“买入”评级。

风险提示：国企改革不及预期风险，核心业务增速不及预期风险。

3.4 润达医疗（603108）：加速全国布局的 IVD 综合服务平台

业务模式顺应行业发展趋势，公司未来发展空间巨大。在当前三医联动的医改政策环境下，驱动检验科控费整体综合服务业务（即整包模式，也称集约化服务模式）发展。目前公司业务对应的中游流通环节市场空间在 900-1000 亿元，格局极其分散，作为国内龙头，市场份额占比不到 3%。考虑到大行业、小公司，公司有望利用先发优势和资本优势整合产业，我们认为公司发展空间巨大。

平台属性显著，横纵向可拓展性极强。公司平台属性突出，业务可拓展性强：第一阶段通过管理输出异地扩张，发挥规模优势并提高向上游议价能力；第二阶段向上布局特色产品，嫁接公司终端实现快速上量，目前公司已布局自产生化、糖化血红蛋白、化学发光、POCT、分子诊断、自免及过敏原检测等产品；第三阶段可托医疗终端向下发展服务业务，如子公司昆涿生物开展第三方质控服务，与金域检验设立合资公司开展第三方检验服务，在东北参与设立区域精准检测中心，同时公司两支并购基金或也在为公司外延扩张积极储备标的。

盈利预测与投资建议。预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.43 元、0.72 元、0.95 元，对应 PE 分别为 74 倍、44 倍、33 倍。在国家新医改大背景下，公司集成业务模式顺应国家医改趋势和医院诉求，是目前医改环境下明确受益标的，发展空间巨大，坚定看好公司长期发展。维持“买入”评级。

风险提示：异地扩张低于预期风险，核心业务增速不及预期风险。

3.5 一心堂（002727）：外延动力充足的医药零售领跑者

省外扩张工作有序推进，规模效应值得期待。公司目前业绩主要由云南省贡献，大部分省外子公司尚处于亏损状态。由于跨省并购涉及品种对接、物流整合、人员调整、门店装修、系统切换等工作，整合周期较长，前期并购的项目目前尚未贡献业绩增量。尽管公司在云南省外市场收入高速增长，但毛利率较低、费用率较高在短期内拖累公司整体增长。但参考公司在云南省内的发展路径，认为随着整合有序推进，上游议价能力增强，规模效应与品牌效应将逐步凸显，业绩高增长值得期待。

占据卡位优势，延展业务具备想象空间。在目前“医药分家”、“分级诊疗”的政策趋势下，零售药店未来可发展的业务将进一步丰富，在处方药、互联网医疗、基层医疗服务领域均有巨大的想象空间。我们认为药店终端具备稀缺性，公司目前是国内拥有最多直营店终端的药品零售商，卡位优势突出，除了跑马圈地外，还正在积极布局医药电商、上游医药工业等产业链延伸业务，长期增长动力充足。

盈利预测与投资建议。预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.79 元、0.98 元、1.23 元，对应 PE 分别为 26 倍、21 倍、16 倍（若考虑定增，2016-2018 年 EPS 分别为 0.71 元、0.91

元、1.15 元，对应 PE 分别为 29 倍、22 倍、18 倍)，我们认为并购整合后业绩高增长值得期待，看好公司在行业变革中的卡位优势，维持“增持”评级。

风险提示：非公开发行或不及预期风险，外延并购整合不及预期风险。

表 6：重点关注公司盈利预测与评级

代码	名称	当前价格	投资评级	EPS（元）			PE		
				2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E
601607	上海医药	20.41	买入	1.07	1.21	1.38	19	17	15
600998	九州通	21.61	买入	0.43	0.54	0.69	46	40	31
000028	国药一致	69.5	买入	2.10	2.27	2.71	32	31	26
603108	润达医疗	31.9	买入	0.29	0.43	0.72	94	74	44
002727	一心堂	20.89	增持	0.67	0.79	0.98	43	26	21

数据来源：公司公告，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，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。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416922	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任晓	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn

请务必阅读正文后的重要声明部分