



# **2019《医药流通》 行业深度分析**

# 目录



01 行业情况

02 政策情况

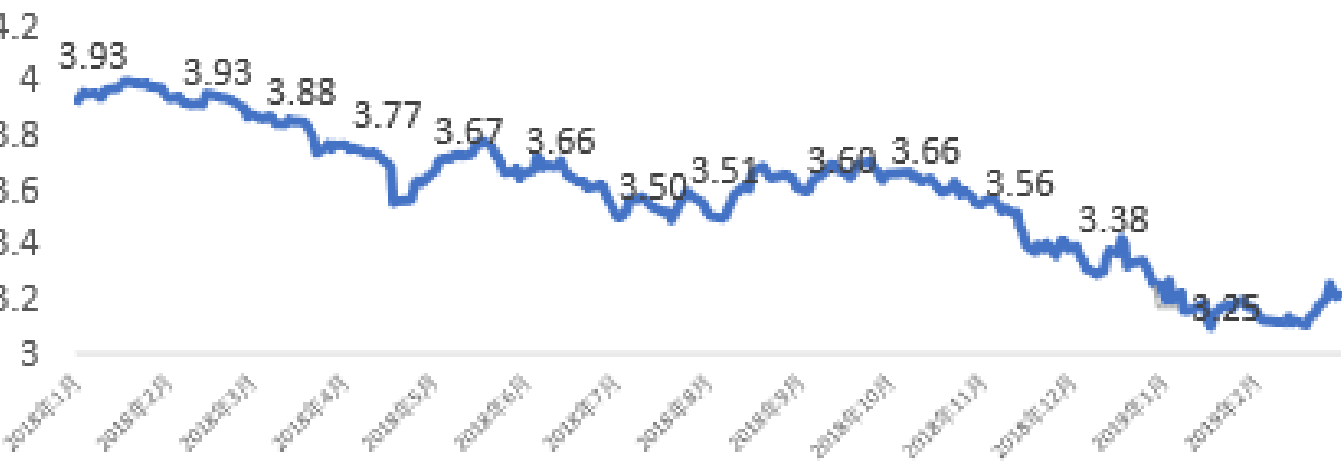
03 主要企业

# 行业利率情况

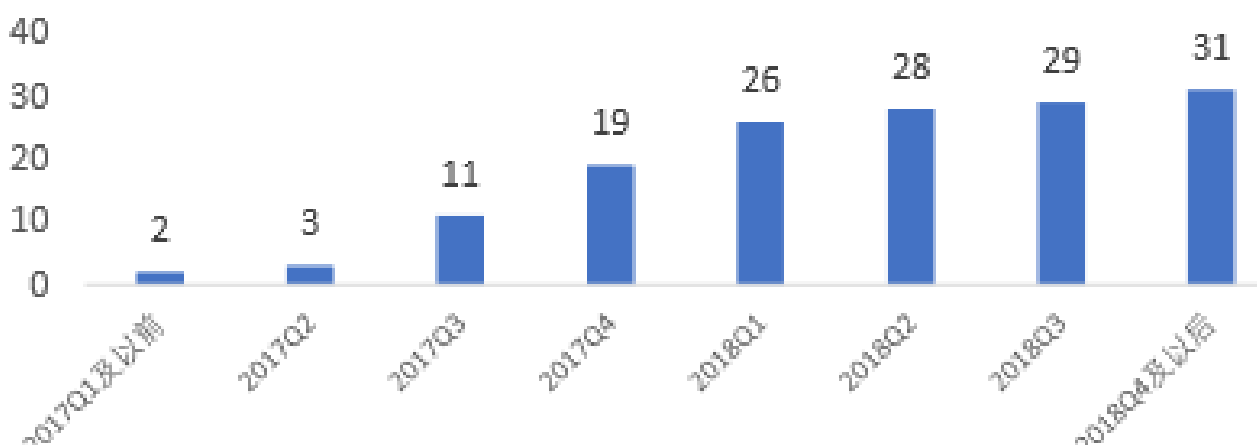
➤利率水平从18Q3起企稳、有望逐步下降：2018年以来，我国利率水平总体呈下行走势。以10年期国债收益率为例，尽管年初受到强劲的经济数据和预期将落地的监管政策的影响，债市悲观情绪较为严重，国债收益率曾一度上升至4%附近，但1月底随着去杠杆化的影响与资金面的平稳，国债利率有所回落。而后，在4月底出台的资管新规的影响下，资金面一路紧绷，收益率出现震荡回升迹象。直至18Q3，基本面的预期更加悲观，央行通过降准再次使资金面得以宽松，国债收益率从10月的3.66%一路下降，1月4日央行再次降准一个点，国债利率触及3.25%的低点。

➤零加成、两票制的负面影响逐步减弱，现金流有望改善：2017年1月，国务院要求在药品采购中逐步推行“两票制”，截止至今“两票制”已在全国31个省份全面执行，其对纯销的正面影响更加显现。同时，2017年7月1日起实行的“零加成”政策在逐步推进下，其负面影响在现阶段也逐步减弱，现金流压力未来有望逐步改善。从流通企业各季度现金流来看，医药商业18Q2开始业绩增速有所回暖&现金流大幅改善，18Q3趋势延续，现金流环比&同比均改善明显

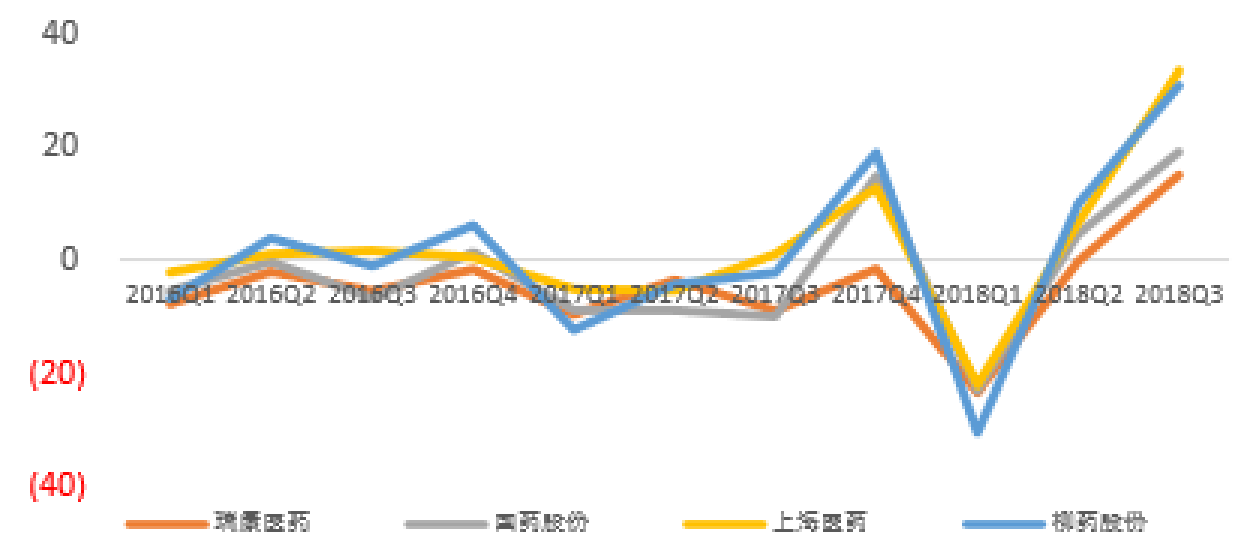
图：我国10年期国债收益率水平变化



图：我国“两票制”政策全面执行省份数量



图：我国部分医药流通企业经营性现金流（亿）变动



除《企业家第一课》、《企业家功成堂》外，其他公众号分享本期资料的，均属于**抄袭**！  
邀请各位读者朋友尊重劳动成果，关注搜索正版号：《企业家第一课》、《企业家功成堂》

# 谢谢观看！

企业家第一课，专注做最纯粹的知识共享平台



关注官方微信  
获取更多干货



加入知识共享平台  
一次付费 一年干货



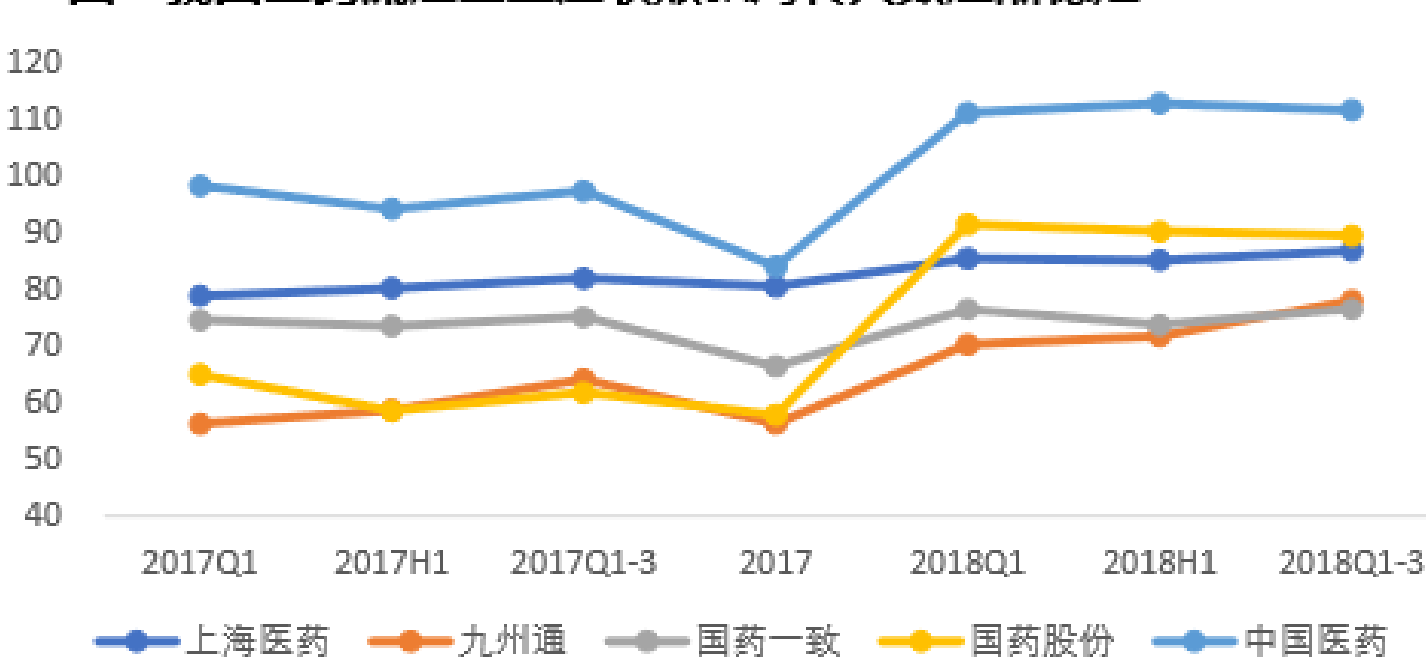
# 行业业务结构

See  
Data

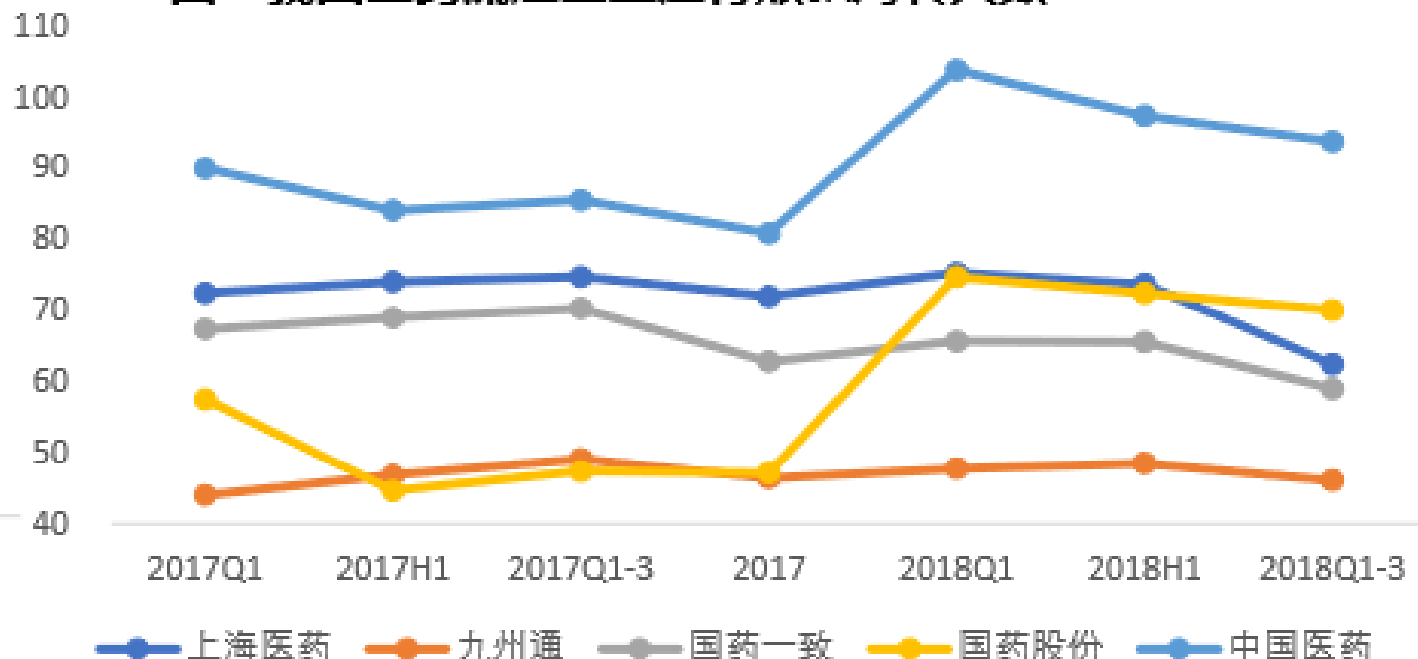
➤ **上市企业市占率提升，预期未来话语权将有所提升，同时促使内部周转率提速：**随着两票制的落地，医药流通行业集中度进一步提升，大型的上市公司依靠兼并被两票制淘汰的小企业，市占率进一步提升，对产业链上游的药品制造商话语权明显提升。未来，在预期各大医药流通企业市占率进一步提升与供应链管理的优化的基础上，企业在催收上下游占款时的话语权将进一步提升，进而促使资金周转速度进一步加快。

➤ **带量采购影响小，主要看总量的增速，产品结构调整不影响：**尽管带量采购的影响下，生产企业药品中标价大幅下降，但由于本次带量采购涉及的31个品种在医疗机构整体采购额中占比很小，且带量采购的品种范围受制于一致性评价的进展不太可能快速扩展，带量采购对医药商业公司的销售额影响很小。此外，带量采购有医保部门预付30%的资金，用商业合同的方式约定了各方的权责，能有效缓解回款的问题。如果回款顺利，商业公司资金的周转率会大幅提高，净利率也会随之提高。因此，医药商业公司未来业绩水平主要还是看药品市场规模的增速，预计未来药品市场规模还有5-10%的增长。另外，产品结构调整对医药商业公司影响不大，旧仿制药的低迷会被新的仿制药与创新药抵消

图：我国医药流通企业应收账款周转天数逐渐稳定



图：我国医药流通企业应付账款周转天数

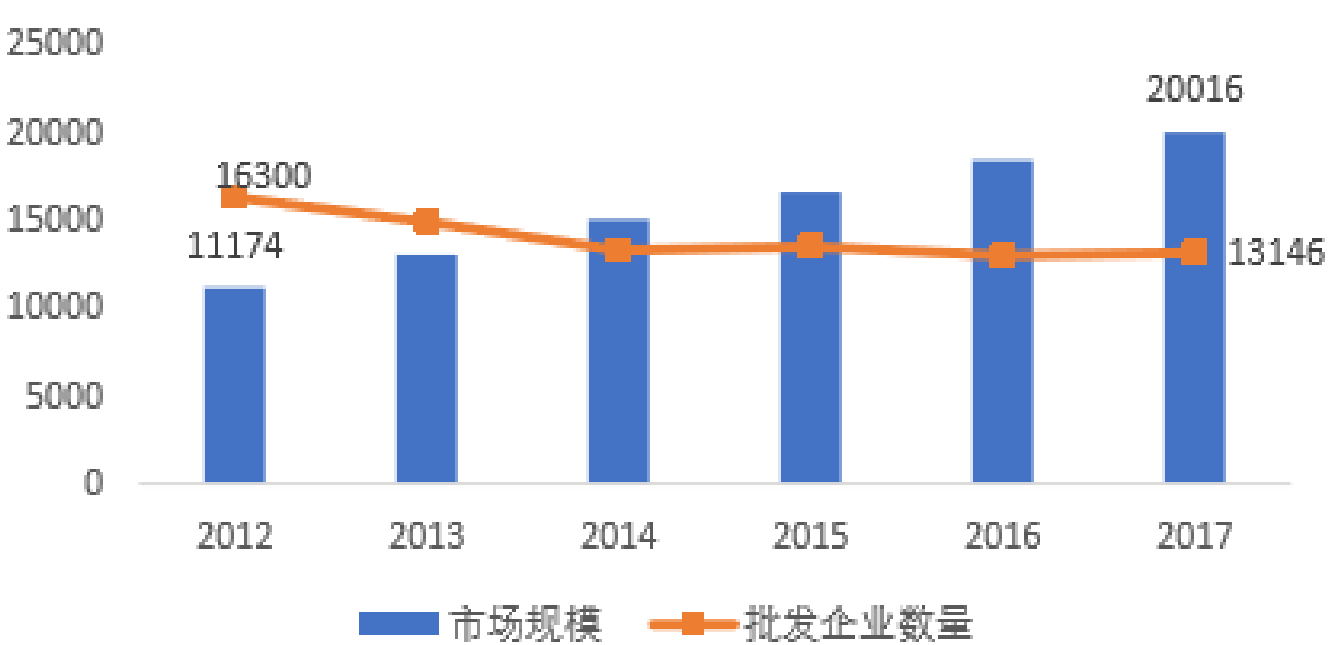


# 行业政策情况

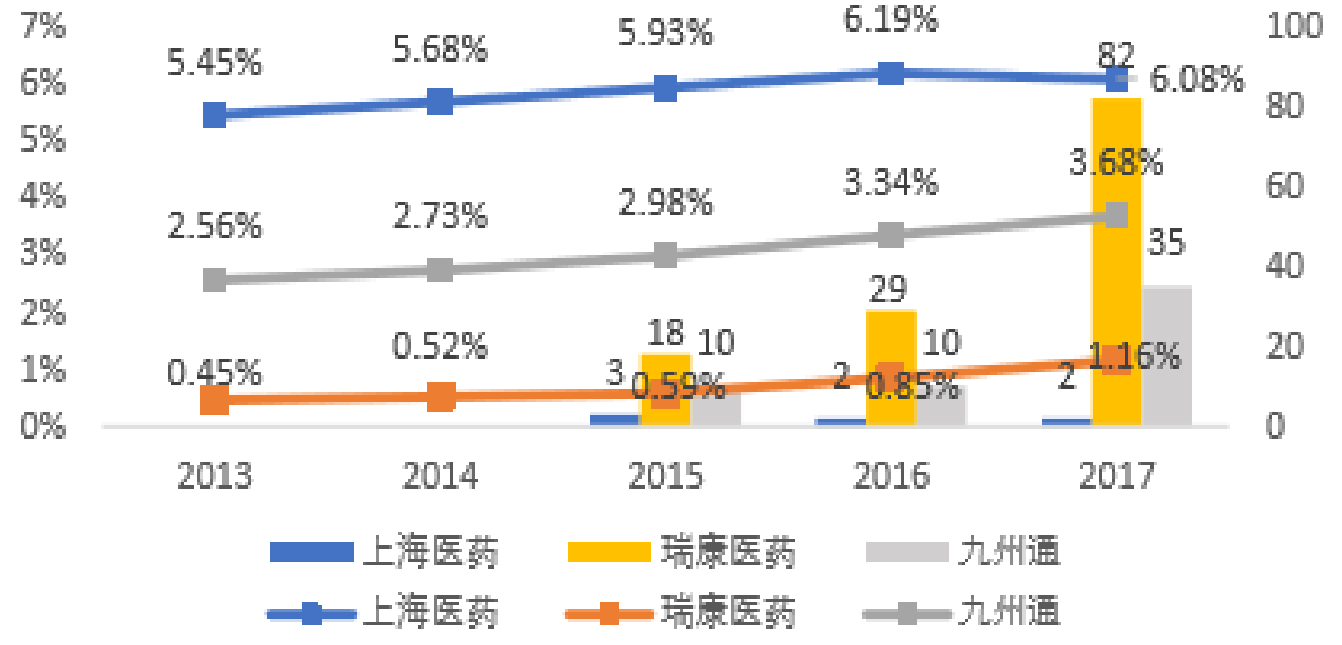
➢行业政策进一步推动小企业被收购兼并/逐步退出，龙头公司份额长期提升：2017年我国药品流通行业市场规模达到20,016亿元，扣除不可比因素同比增长8.4%，未来还有一定的增长空间。行业早期“多、小、散、乱”的特征在两票制、零加成等医改政策的影响下不断改善，流通企业龙头通过兼并小企业，市占率不断提升，以九州通为例，17年收购企业35家，比16年多25家，17年市场份额较16年同比提升10%。小企业的逐步退出促使行业内药品批发企业的数量已从12年的16300家下降到17年的13146家，并呈继续下降的趋势，未来如果行业饱和后下降趋势会更为明显。

➢政府及金融机构相继出台实质性政策降低民企融资成本，医药流通企业受益：18年11月，民营企业座谈会召开，国家领导人提出要为民营经济营造更好发展环境，包括减轻企业税费负担、解决民营企业融资难融资贵问题等举措，定下政策基调。之后，银行等金融机构积极响应，提出具体措施。地方政府也相继出手增援民营企业，为上市公司尤其是民营企业提供流动性支持。政府的加强支付和降税减费下，企业将更多精力放在业务创新、上下游延伸上，长期看将带来毛利率、净利率的提升，也带来业绩超预期的可能。目前A股流通板块主要上市19年PE14倍，20年11倍（按万德一致预测净利润测算），估值足够低。

图：我国药品流通行业规模与企业数量

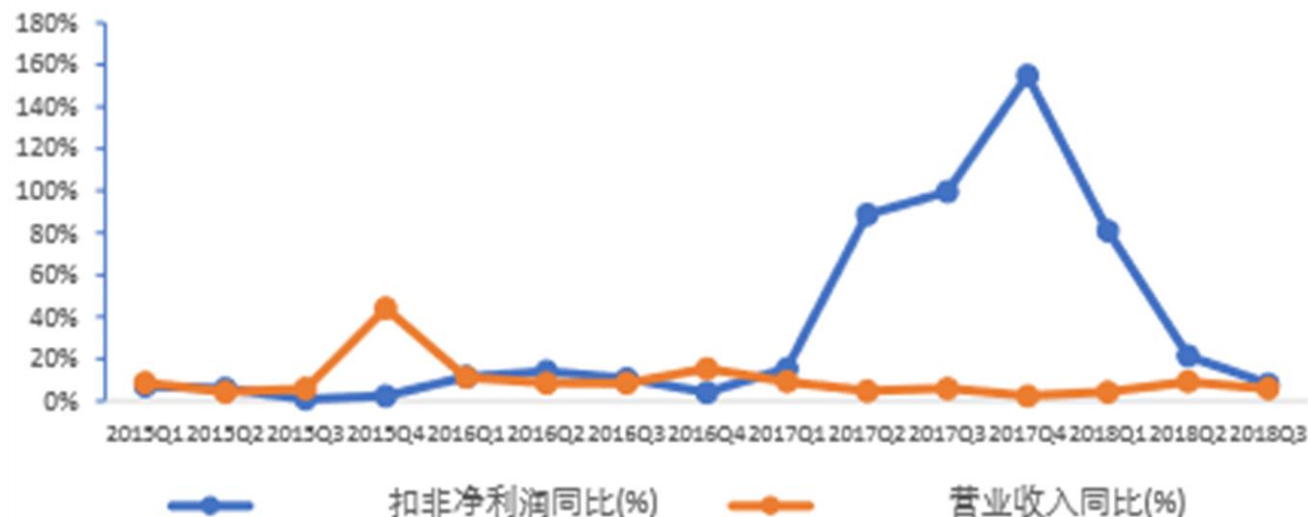


图：我国药品流通企业龙头并购数量与市场份额逐年提升



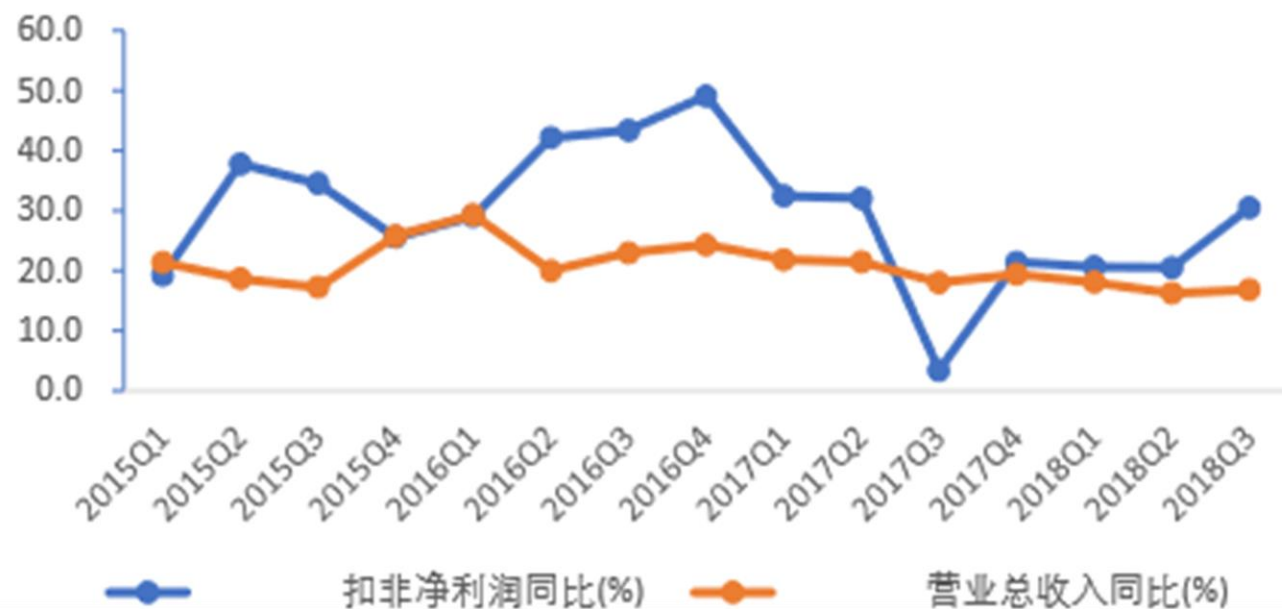
# 行业主要企业

图：国药股份近年扣非净利润增速明显大于收入增速

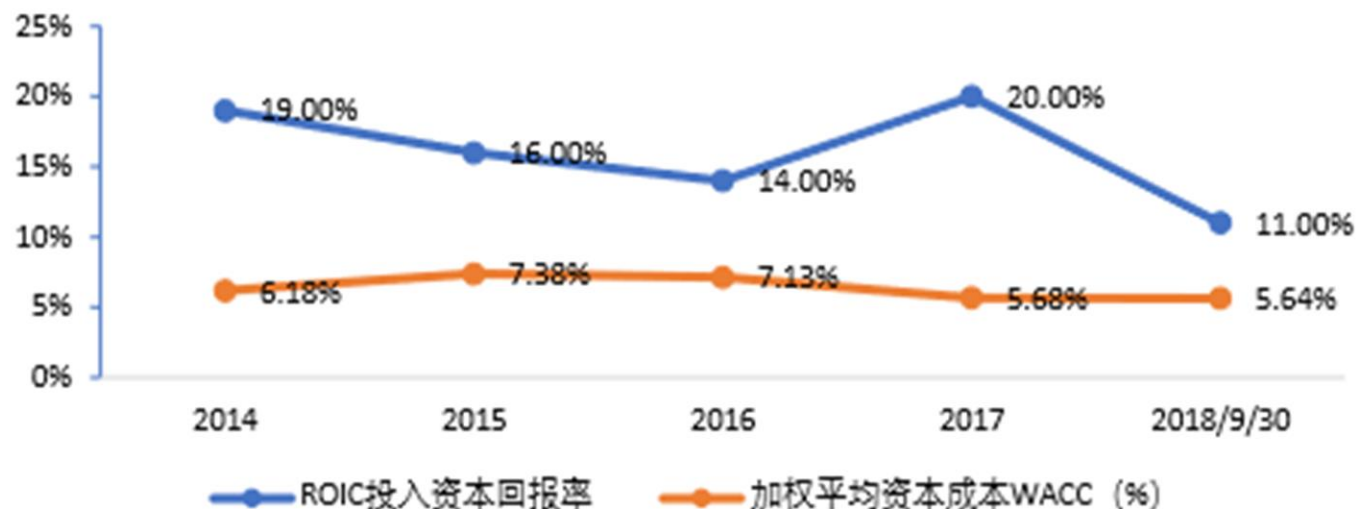


资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图：九州通18年各季度扣非净利润增速大于收入增速

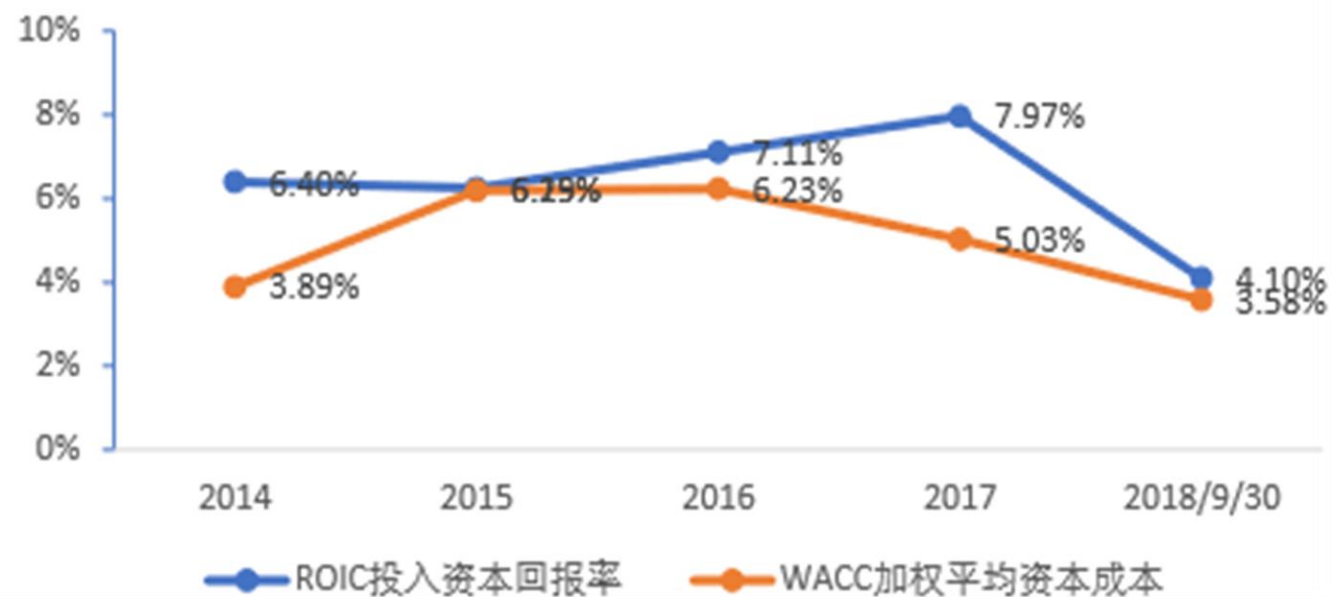


图：国药股份ROIC比WACC高出近6个点



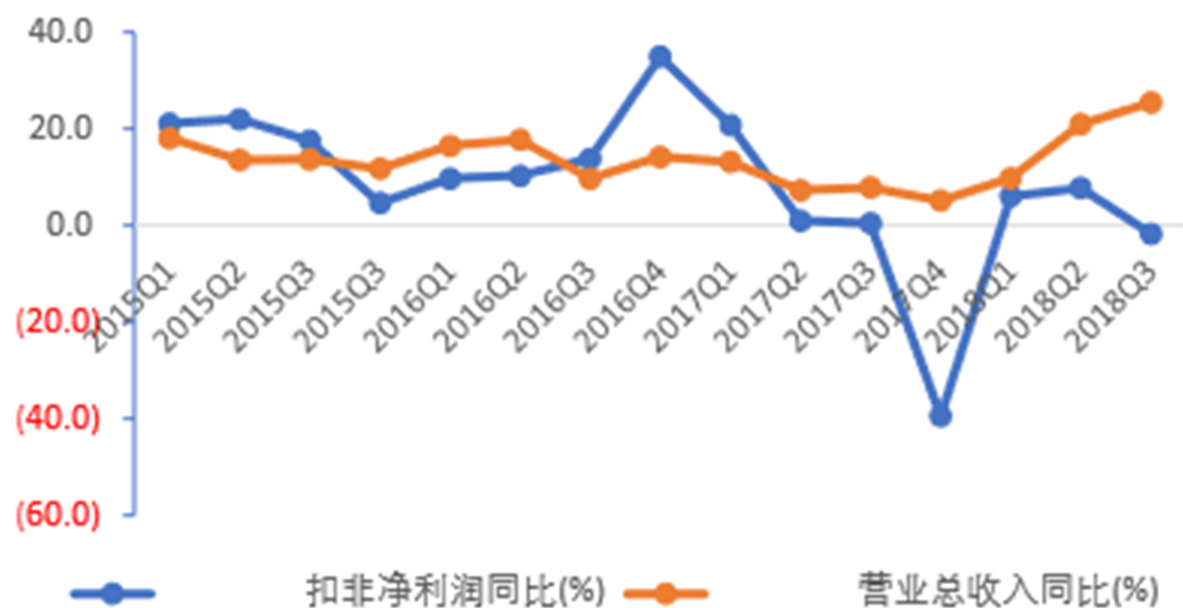
资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图：九州通17年ROIC与WACC差值扩大



# 行业主要企业

图：上药工业板块参股企业暂时影响扣非增速

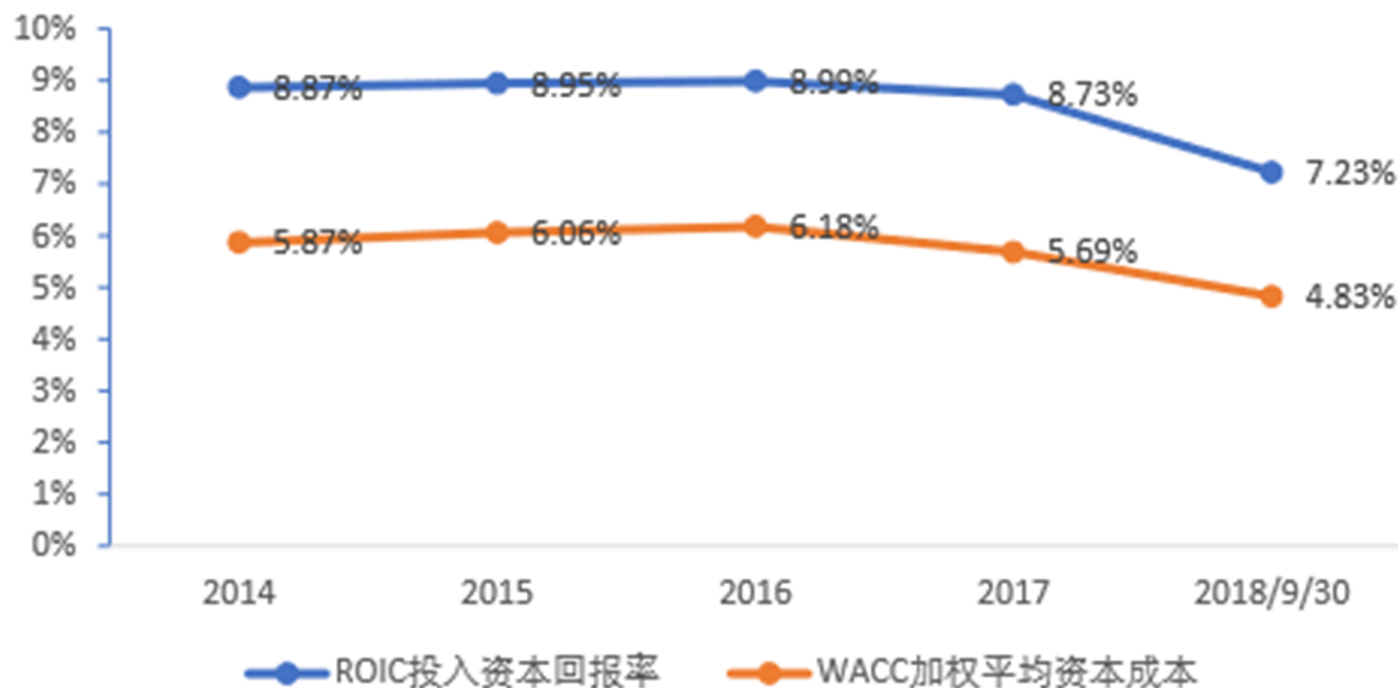


资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图：瑞康进入整合期，业绩改善弹性大

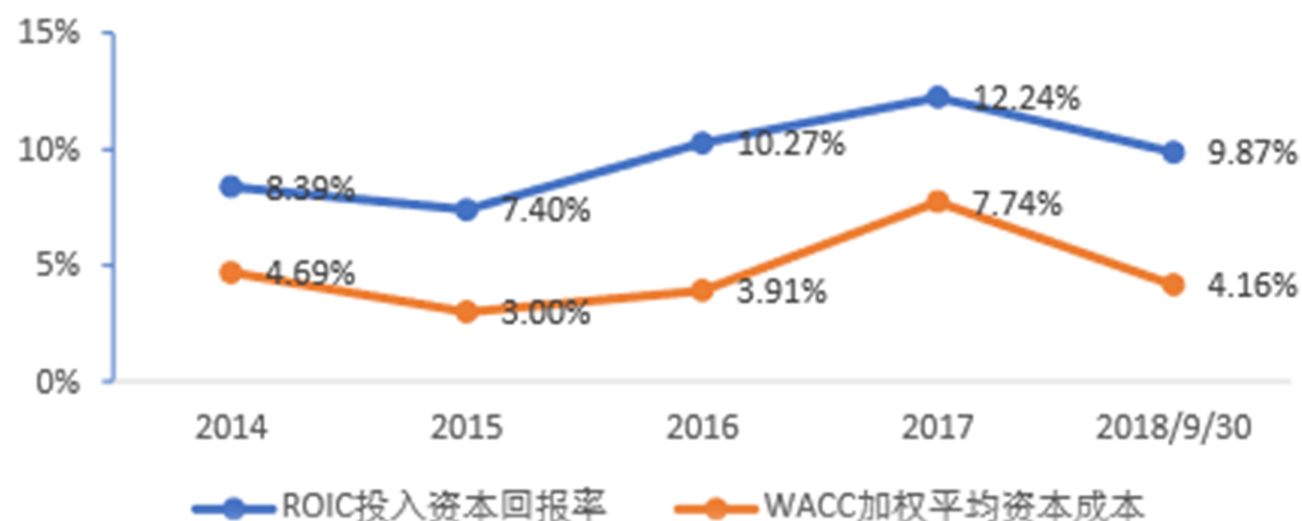


图：上药ROIC与WACC差值稳定



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图：瑞康进入整合期，业绩改善弹性大





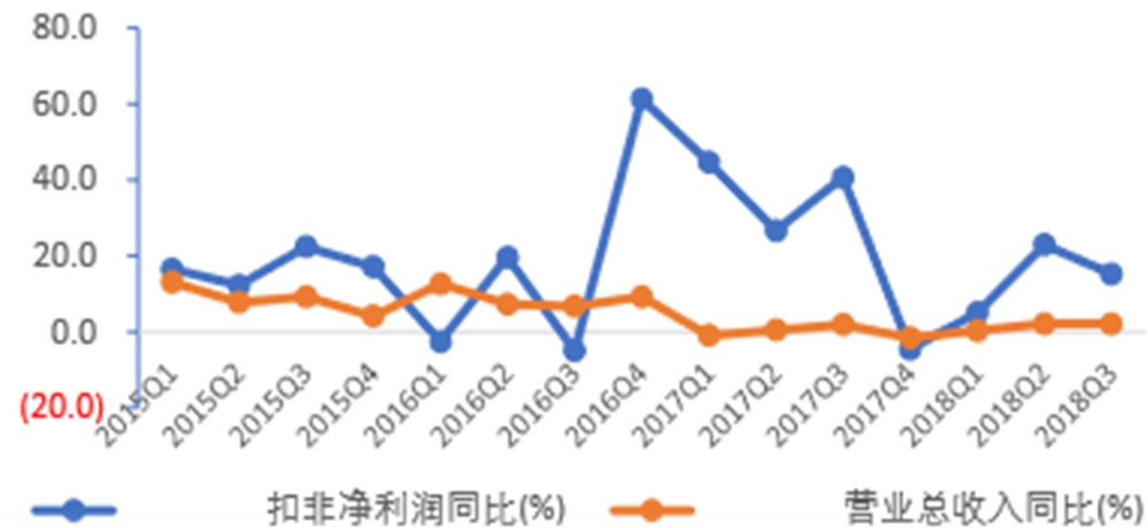
## 行业主要企业

图：柳药18年各季度扣非净利润增速大于收入增速



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图：国药一致18年各季度扣非净利润增速大于收入增速



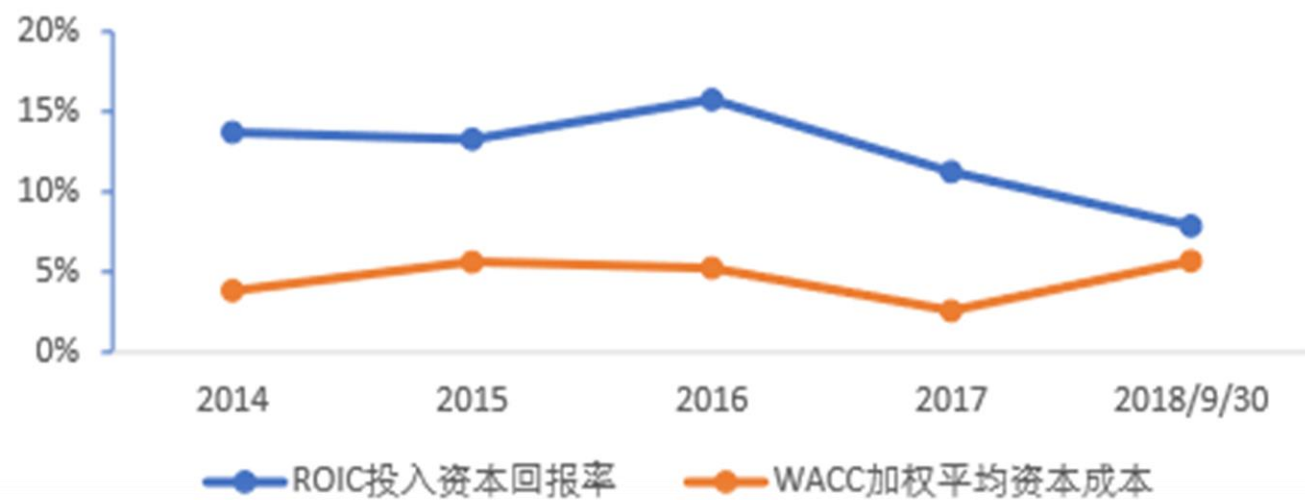
(20.0)

图：柳药ROIC比WACC高出4个点



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图：国药一致16、17年ROIC与WACC差值较大



图：国药股份14-17扣非CAGR为29.34%



图：国药股份经营活动产生的现金流量净额及同比增长率



- 经营净现金流量方面，公司从2017年四季度开始转正，19年经营净现金流量有望进一步提升。
- 在配送板块，公司是国药集团在北京地区唯一分销平台，覆盖北京100%二三级医院+超300家基层，普药分销覆盖全国31省市，麻精特药分销占全国80%以上市场份额，17年麻精业态增速17.36%，整体保持稳健增长。
- 在创新业务板块，通过医院合作项目、专业化药房等多方式探索，17年耗材业务增速超60%；借助专业投资平台，在麻药、口腔和其他创新平台中提前布局，突破原有瓶颈，带来业绩和现金流的改善。

## 产业链延伸：

2015年：

公司麻精特殊药品经营业务继续发挥行业领军作用，进一步协同全国麻药产业链上下游，推动扩大麻药市场的整体规模。在麻药学术板块，继续推进麻药印鉴卡项目，加强特药培训，提高麻药用药水平，拓展市场发展空间。

2016年：

以 765 万未分配利润与其他股东完成对国药前景同比例增资至 2000 万元。年底还适时参与了国药中金医疗产业基金，拓展投资渠道、寻求长期投资收益，促进公司相关业务的更快发展。

2017年：

探索发展器械耗材业务，利用新股份品牌优势，借势历史机遇，发挥所长、特色对接，通过医院合作项目、专业化药房探索等多种方式，快速渗透这一蓝海市场。

2018年：

推进麻精上下游业务拓展：收购兰州盛原公司 70% 股权项目已完成股权及增资的工商变更手续，兰州盛原公司正式成为国药股份旗下第 11 家子公司。

## 供应链管理：

2015年：

创服务，抓住“互联网+”的发展机遇，顺应供给侧改革需求，在医药电商等方面争取大力突破；持续推进麻药印鉴卡项目，拓展临床实验物料供应链新领域。

2016年：

借重组之机，向平安资管、长城国融、国药基金等 8 名投资者非公开发行股份募集配套资金不超过 10.3 亿元，用于标的公司实施医院供应链延伸项目、社区医院药房托管项目、医院冷链物流系统建设项目和信息化系统建设项目，为未来标的公司主营业务发展增添动力。

2017年：

建立营销资源对接平台，为供应商、推广商提供业务对接服务，提升供应链价值；积极应对两票制，不断提升分销业务供应链价值。

2018年：

推进区域医疗器械市场合作整合：为加快区域医疗器械公司专业化发展，提升市场竞争力，国药科技引入国润医疗供应链服务（上海）有限公司；国控天星新设医疗器械公司。



图：上药14-17扣非CAGR为9.61%



图：上药经营活动产生的现金流量净额



- 上海医药经营净现金流量近年始终为正，且同比增长率保持稳定，在11%左右，主要得益于工业板块的贡献。
- 工业板块：通过实施重点产品聚焦战略保持快速增长和毛利率的提升，18H1增速28%，较17年继续提速，毛利率达到59%。60个重点品种的增速和毛利率水平分别为30%、75%，一致性评价和产品研发进展顺利。
- 分销版块：继续完成全国布局，和康德乐整合顺利，18H1毛利率略有提升至6.9%，收入增速13%，在进口代理方面与施贵宝、罗氏、雅培签署战略合作，受两票制影响逐步消除。
- 零售板块：大力布局DTP与院边店，积极参与上海上海社区综改厨房延伸项目，在上海市占率70%，18H1处方量同比增长115%，上药云健康也启动了B轮融资。18H1板块收入增速15%，毛利率15.6%

## 产业链延伸：

2015年：

投资设立上药云健康，布局医药电商领域；收购大理中谷红豆杉生物有限公司、新设山东丹参产地公司、新设上药桑尼克融资租赁（上海）有限公司，完成上游原材料布局

2016年：

收购澳洲上市公司Vitaco 60%股权；成立上药医疗投资管理公司；旗下医药电商上药云健康完成A+轮融资；上药云健康与多家医疗机构合作，启动“益药·电子处方”项目；收购南通苏博大药房有限公司；与日本津村成立合资企业，加速进入中药配方颗粒领域

2017年：

开设第二家雷氏中医馆——雷氏汉光中医门诊部；收购浙江九旭药业有限公司51%股权，推进原料药银杏酮酯向高端制剂延伸，强化产业链延伸配套；控股广东天普生化医药股份有限公司

2018年：

收购上海三维生物技术有限公司；全面推动中药全产业链战略布局；布局中药配方颗粒领域；收购康德乐，云健康正式启动与康德乐中国DTP药房整合工作；上药云健康与江苏省镇江市京口区政府签署全面战略合作协议，共建“互联网+医疗健康”新格局

## 供应链管理：

2015年：

推出“益药宝”项目，以“互联网+”手段，帮助医院实现医药分家，与医院进行电子处方对接，实现患者的送药到家服务；推出“益药·药房”旗舰店，为患者提供全面的增值服务

2016年：

公司在直属零售药店平台启动“益药站”项目，为上海市内社区医院及卫生服务中心提供药品配送服务。

2017年：

携手阿斯利康推出泰瑞沙®金融分期方案；与腾讯签订了战略合作协议，初步形成从处方获取与管理、实现与配送及处方增值服务的处方药新零售价值链闭环；与百时美施贵宝联合，落地了国内首个“按疗效付费”创新疗效保险项目

2018年：

与上海罗氏制药有限公司签署产品战略合作协议，双方将围绕新品市场拓展及为患者提供渠道增值服务等领域优先展开合作；与雅培中国签署即时检验（POCT）产品战略合作暨全国分销协议，双方在POCT产品的分销与物流领域达成战略合作

图：九州通14-17扣非CAGR为30.93%



图：九州通经营活动产生的现金流量净额

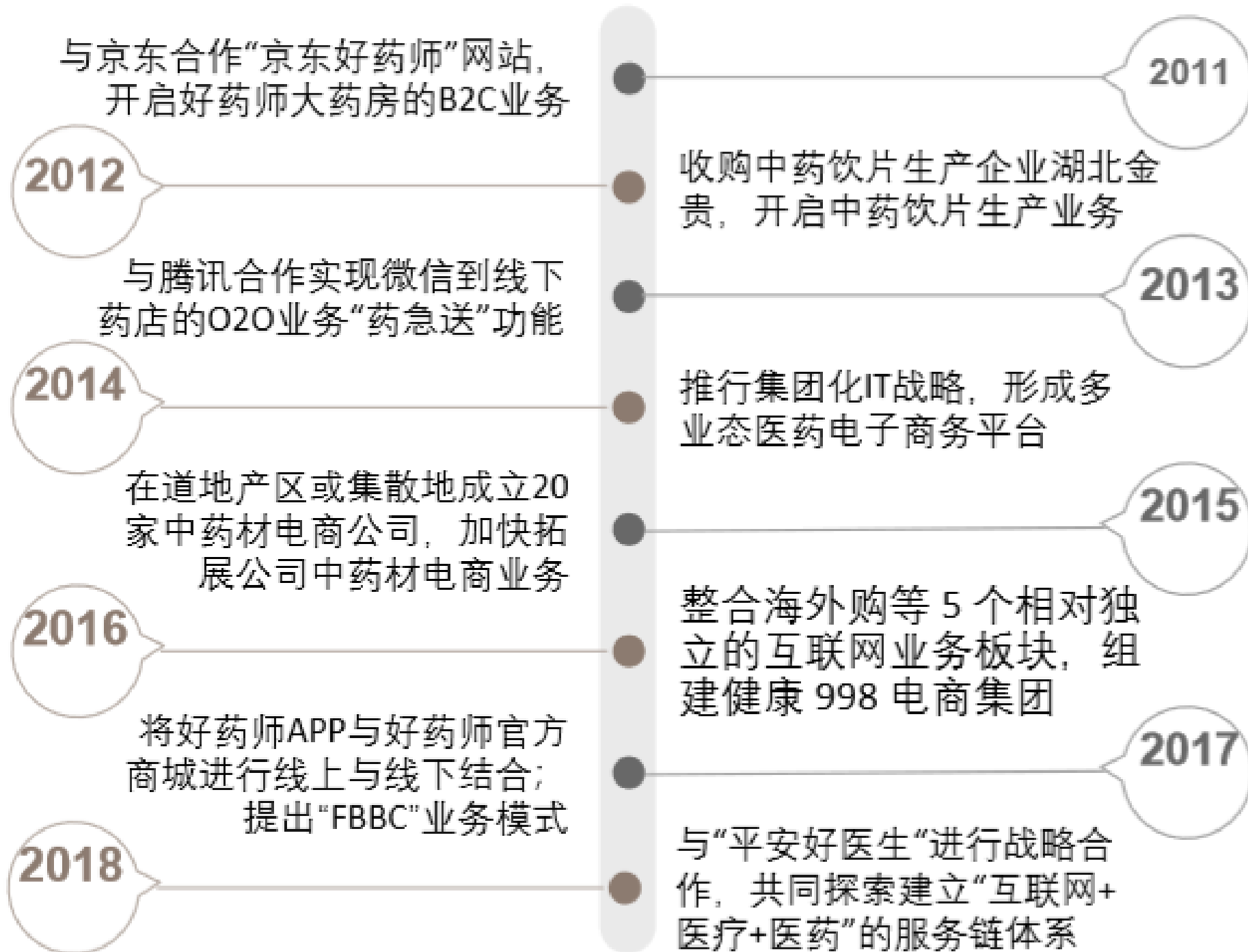


➤ 在配送业务上，公司网络覆盖全国95%以上省市，全布局多以自建为主，并购时议价能力强，商誉仅占净资产比例0.7%；渠道加速下沉，终端销售占比快速提升，上半年医院纯销（二级及以上医院）同比增长23%，有效客户达4470余家；二级及以下基层医疗机构同比增长47%，有效客户达75,100余家；零售药店（批发）同比增速39%，主要原因是营改增影响下，零售药店原有向区域小批发商无票低价采购模式无法持续，进而转向公司采购。预计19年基层医疗机构和零售终端（含FBBC）增速分别超过40%、30%。

➤ 在战略板块，中药饮片、器械、消费品、增值业务等高毛利业务高速增长，其中器械18H1增速66%，同时信息化供应链平台促使了企业盈利能力和现金流好转，预计19年净利润增速在20%以上。



## 产业链延伸：



## 供应链管理：

2015年：

搭建医疗器械的物流平台和医院转配送业务，经营的知名品牌有捷迈、美敦力等；公司子公司好药师大药房连锁有限公司就武汉市中心医院门诊药房部分药品远程销售配送业务及探索处方药电子商务销售等领域进行探索试点。

2016年：

开展基于互联网供应链 BTB 管理平台,将上游厂家和下游客户进行有效的对接；与福建医科大学孟超肝胆医院开展智慧药房服务战略合作，开启了医药分开-智慧-药房-互联网的服务新模式。

2017年：

与泰康之家携手对医疗药品耗材供应链新模式进行探索和实践，共同建立优质、高效、经济的药品耗材供应链新模式；食品、保健品、化妆品业务上，搭建独立运营的消费品业务体系，注册成立6家供应链公司。

2018年：

与东华、腾讯云合作，开发医药HIS系统与处方外流系统，构建“互联网+医药”生态链，医疗信息化增值服务助力医院业务开拓

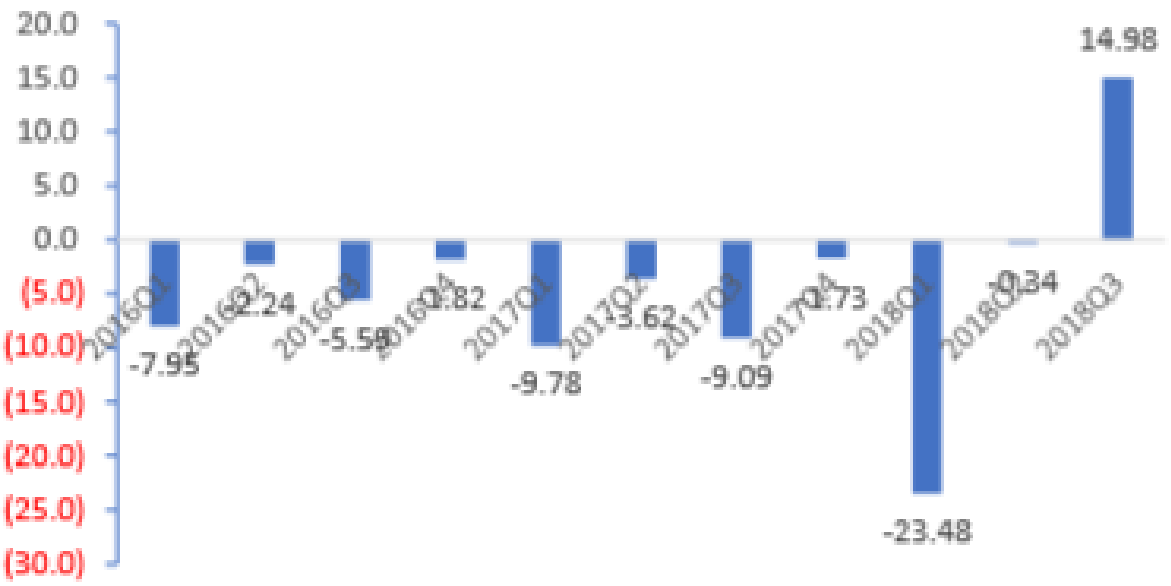
➢ 联合商业银行、证券公司，使用应收账款证券化的方式改善现金流：2017年公司发行第一期的应收账款ABS，2018年9月，公司发行总规模12.49亿元的应收账款ABS。目前，供应链金融规模在8亿元左右，有效减少8亿元有息负债。ABS的成功发行有利于优化公司财务结构，缓解资金压力。

图：瑞康医药14-17扣非CAGR为76.06%



➢ 2014到2018年，瑞康医药的净利润同比始终处于增长状态，2016年增长率达到151.83%，净利润同比上升印证了布局了高值业务后盈利能力的提升

图：瑞康医药经营活动产生的现金流量净额



➢ 公司现金流逐季改善改善，Q3实现经营性现金流 14.98亿元，达到16年来单季最高。公司通过内部评 级加强账期差和业务管理，加大回款力度，优化支付 方式，综合应用供应链金融工具等措施有效推动经营 性现金流改善，进而为上游采购争取有利条件、下游 医院业务增加可选择性。去年，山东提出将减税降费、降低物流成本和用低成本，成立100亿元的纾困基 金，融资成本的降低及上下游欠款的缓解将在一定程 度减轻公司现金流压力

## 产业链延伸：

2015年：

下半年启动再融资项目，募集资金31亿元用于全国医疗器械网络建设项目和医院供应链延伸服务项目，在全国并购医疗器械销售公司和药品销售公司，建立全国纯销配送体系。

2016年：

目前募投项目“医用织物洗涤配送项目”已投入使用，项目引进全球最先进的德国成套流水线。为山东省50多家二级以上医院提供医用织物洗涤及手术器械消毒灭菌服务及租赁服务。

2017年：

收购中药饮片加工企业——井泉中药，建立信息化中药煎药中心，成立健康服务管理中心，建立道地药材原产地开辟种植基地；设立有24个利润贡献事业部，拟设立事业部基金投资相关产品和技术，积极向上游高毛利产品进军。

2018年：

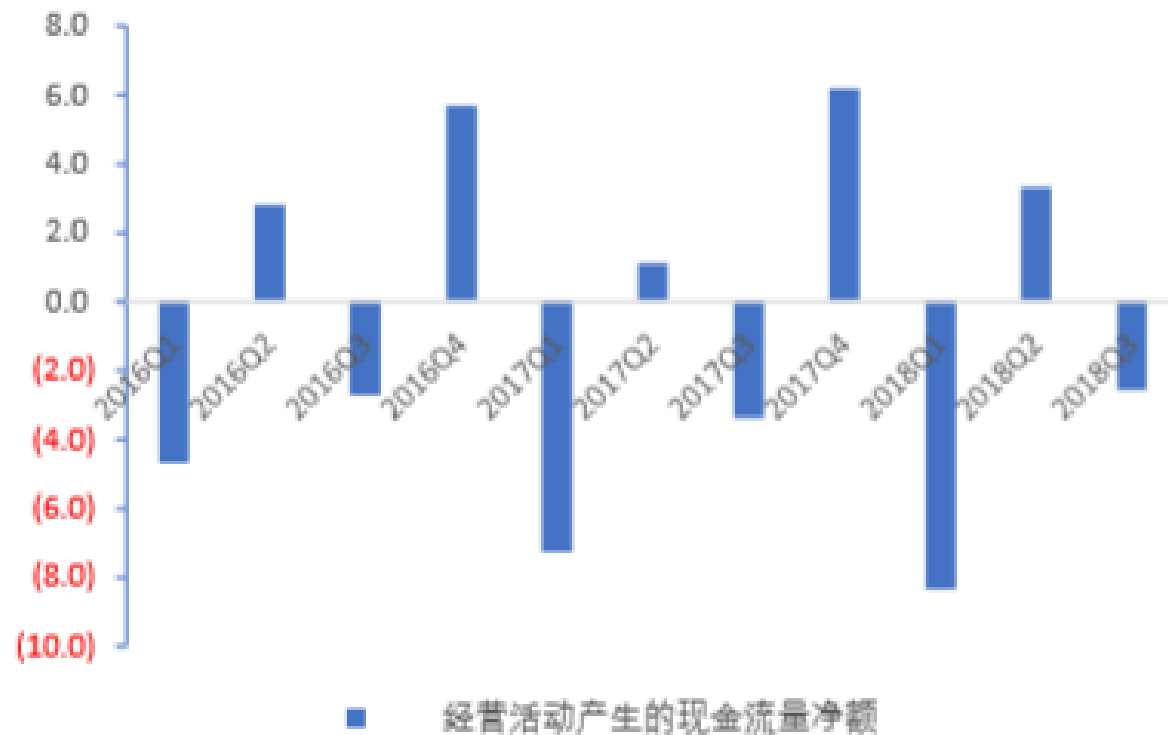
拟与美国及欧洲多家优秀医疗器械企业展开合作，通过引进高端设备来延伸产业链，增加话语权，提高利润，创造新的盈利增长点。和内蒙古通辽市政府、国医大师合作，投资建立蒙医药产业项目，获取中药、蒙药上游的高毛利利润，扩大市场份额，提升公司竞争力。



图：柳药股份14-17扣非CAGR为32.20%



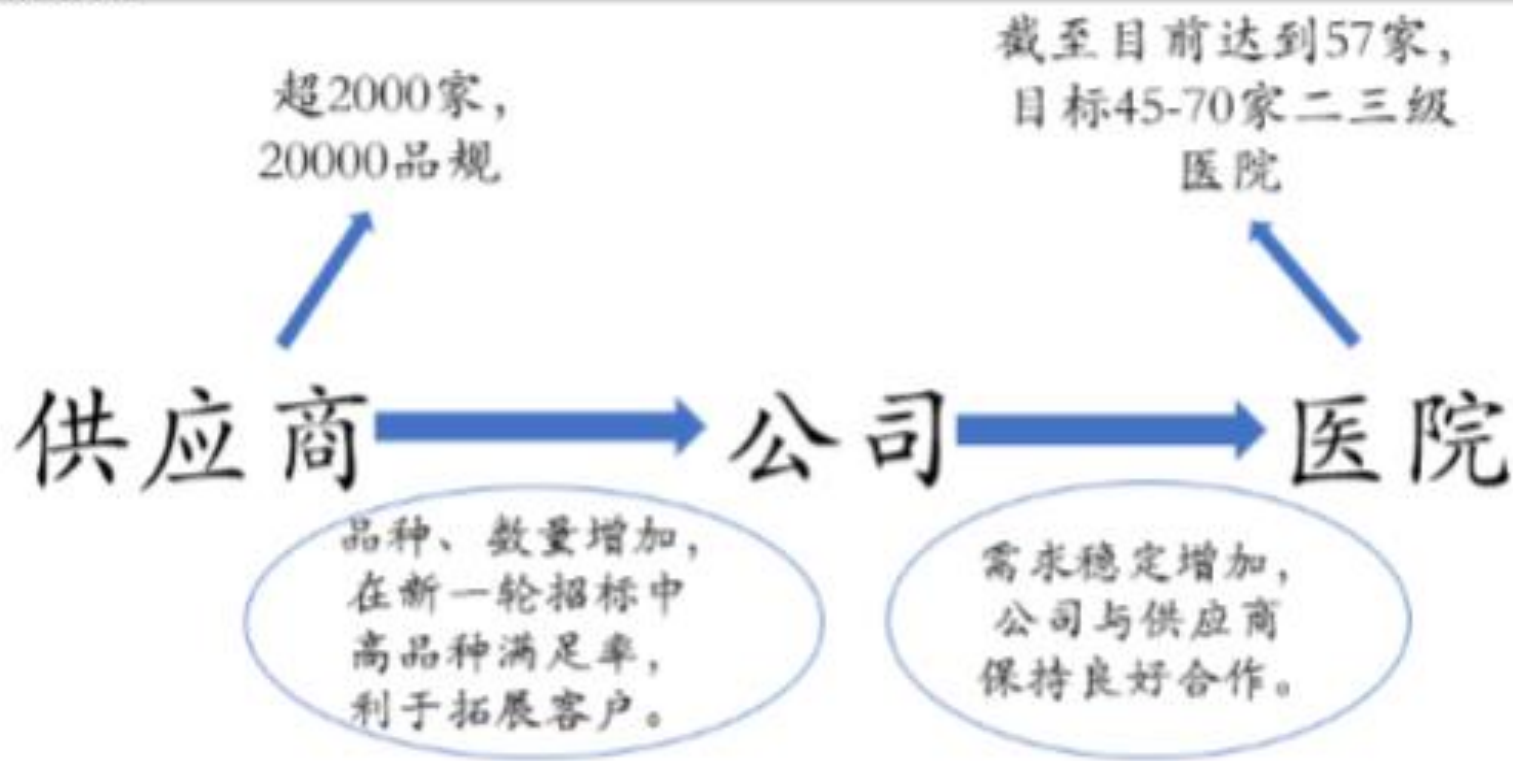
图：柳药股份经营活动产生的现金流量净额



柳药股份2014-2018净利润同比始终保持上涨趋势，2016年同比增长率最高达到55.23%；经营活动产生的现金流量净额在2018年有所回升，2018年6月和2018年9月实现同比正增长。净利率和现金流量的提升印证了柳药股份产业链延伸后盈利能力和现金流的好转。

➤ 上游供应商合作：覆盖率提升，保证品种高中标率。截至2017年，公司拥有上游供应商超过4200家，已与大部分全国、国际知名外资、合资制药企业建立良好业务合作关系，并成为越来越多医药工业企业在广西自治区内的产品独家代理商。目前，公司经营品规达到40,000余个，基本覆盖了医院的常用药品和新特用药。

图：供应链延伸的成果及良性循环



➤ 下游医院合作：供应链延伸项目深度绑定，获得配送优先、独占权。在与下游的医院合作中，公司与中高端 医疗机构的合作关系更深入、更多样，通过医院供应链延伸服务项目进一步巩固与中高端医疗机构的合作，促进业务发展。在公司2015年的定增中，募集资金就主要用于医院供应链延伸服务项目。目前进展顺利，截至目前已签订项目协议的医疗机构已达57家，较年初增加了17家，其中有27家是三甲医院。

## 建设获得医院优先或独家配送权

合作时间	对象	医院等级	合作年限	配送服务
20180528	玉林市第一人民医院	三级甲等医院	5年	柳药在同类药械、同等价格的情况下，享有优先配送权
20180228	广西壮族自治区桂东人民医院	三级乙等医院	5年	柳药在同类药械、同等价格的情况下，享有优先配送权
20171219	广西壮族自治区龙酒医学	三级甲等医院	5年	柳药在同等条件下对医院的药品享有优先配送权
20171127	桂林市中医医院	三级甲等中医医院	5年	进一步加强药品、医疗器械、中药饮片等方面的业务合作
20171122	河池市人民医院	三级甲等综合性医院	5年	进一步加强药品、医疗器械、中药饮片等方面的业务合作
20171018	南宁市第四人民医院	三级专科医院	5年	柳药在同等条件下对医院的药品享有优先配送权和院内自费药房的优先经营权
20170905	桂林市人民医院	三级甲等综合性医院	5年	柳药在同等条件下对医院的药品享有优先配送权
20170809	柳州市中医医院	三级甲等综合性中医医院	5年	逐步提升双方药品供应战略合作伙伴关系
20170301	桂林市第二人民医院	三级甲等综合性医院	5年	柳药在同等条件下对医院的药械享有优先配送权
20170215	广西壮族自治区南溪山医院	三级甲等综合性医院	5年	柳药在同等条件下对医院的药械享有优先配送权
20161230	广西医科大学第二附属医院	三级综合性医院	5年	医院所有药品由柳药配送
20160927	柳州市妇幼保健院	三级甲等妇幼保健专科医院	5年	柳药在同等条件下对医院的药品享有优先配送权和院内自费药房的优先经营权
20160425	柳州市柳铁中心医院	三级甲等综合医院	5年	柳药在同等条件下对医院的药械享有优先配送权
20160418	柳州市工人医院	三级甲等综合医院	5年	柳药在同等条件下对医院的药品享有优先配送权和院内自费药房的优先经营权
20160116	广西中医药大学附属瑞康医院	三级甲等综合性中西医结合医院	5年	柳药在同等条件下对医院的药品享有优先配送权
20151127	南宁市第三人民医院	三级心血管病专科医院	5年	公司享有优先配送权
20151101	大化瑶族自治县人民医院	二级乙等综合性医院	5年	公司在大化瑶族自治县人民医院享有优先配送的权利
20150814	柳江县人民医院	二级甲等综合性医院	5年	公司对柳江县人民医院使用药品实行唯一配送模式

➤ 公司通过与医院的战略合作，获取了合作医院药品及（或）器械的独家、优先配送权，打开了市场份额和业绩增速的提升空间。2017年末，公司医院销售业务实现销售71.15亿元，同比增长27.13%。同时，公司17年ROE12%，公司供应链建设的资本支出大部分已经在2017年消化完毕，未来ROE还将提升。通过多个因素（供应链管理+新标段+两票制）的叠加影响，流通规模效应进一步增强。

## 产业链延伸：



2015年：

全额出资成立广西仙茱中药，从事中药饮片的加工及销售，存在上游优势：产能释放+零加成带来规模优势；中游优势：依托柳药配送体系发挥协同效应；下游优势：丰富的医院和零售终端资源。



2016年：

与广西医科大学制药厂共同投资成立广西医大仙晟生物制药有限公司，其中柳药出资2882万元，占注册资本49%；广西医科大学制药厂出资3000万元，占目标公司注册资本的51%。



2018年：

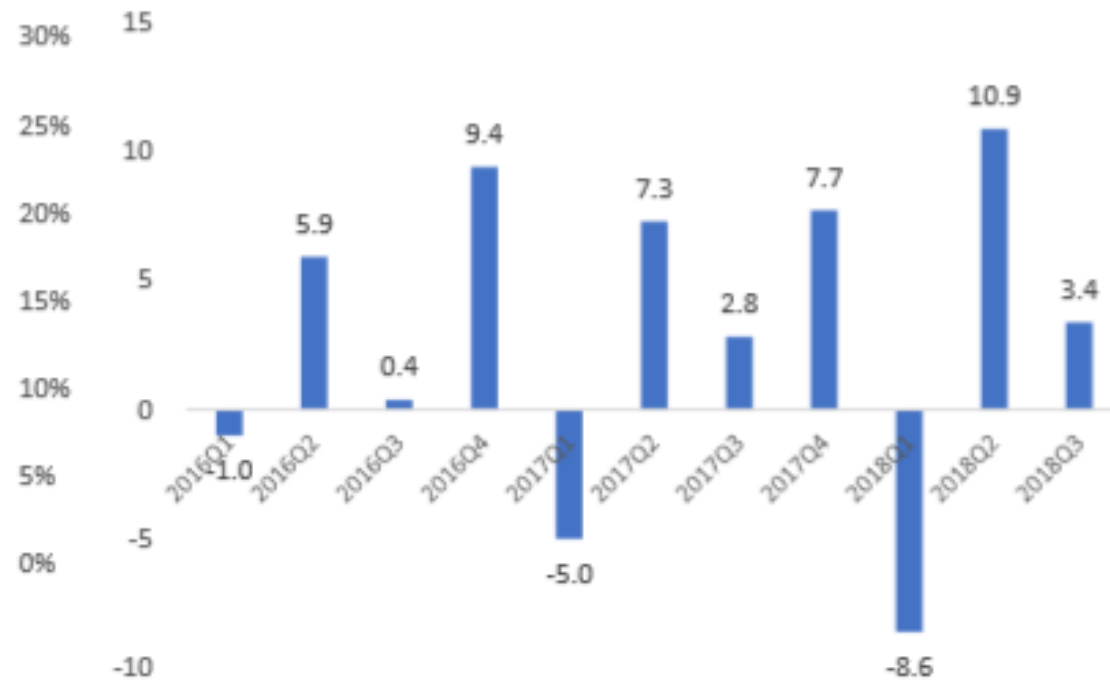
公司参与设立的健康产业并购基金已实施对广西万通制药的收购，产业链布局进一步加快；在中药饮片加工基地新投资建设的广西首个智能化中药煎煮中心一期已建设完工并投入使用；与广西医科大制药厂合资建设的医大仙晟药品生产项目也有序推进，已完成厂房建设和设施设备安装，正在着手准备GMP认证。



图：国药一致14-17扣非CAGR为19%



图：国药一致18年Q2起现金流改善明显



➤ 国药一致的经营现金流净额，从Q2-Q3两个季度来看，17-18年Q2-Q3加速提升，18Q2单季度达到近年最高的10.9亿，主要与Q2有商业回款返利以及新并购子公司有关；18年各个季度来看，分销零售逐季均在改善，我们认为业绩改善主要源于工商业的双重优化，如分销创新业务弥补调拨带来增量，及国大引入WBA战投效率提升等，未来还将保持较快增长势头。

## ● 分销：创新业务快速增长，整体毛利率在提升

在国内药品批发行业增速不断放缓的背景下，公司净利润仍能平稳增长，主要依靠分销网络进一步扩展（区域做“深”）及组织架构优化，终端覆盖面的提升持续带来上游品种的丰富和议价能力的提升。此外，从内部看，公司在转型创新方面进展顺利，除了传统对医院直销外，还有①零售直销，上半年约30%增长（零售直销，直接给药店配送，包括国大药房及社会药店）；②基层医疗直销（诊所等），约14%增长；③零售诊疗业务，即分销下的DTP药房，上半年增速约28%；④器械耗材，基数小，有两位数增长。

## ● 零售：看好WBA参股后效率提升，增资款到位改善财务指标

- 目前在存量市场，公司采取优势区域布点下沉，强化区域管理的战略，在医保店、院边店加大布局力度，提升精细化管理能力，具体包括：优化门店管理，对标亏损店管理；建档立库，夯实慢病服务和会员管理；落实零批一体战略，加强商采精细化管理——上半年零售业务收入同比增长5.23%，归母净利润同比增长40.66%。

- 沃博联（Walgreens Boots Alliance）参股国大药40%股权，已经完成交割，合资后的国大药房新一届董事会对未来3-5年的战略规划达成了共识，并形成具体战略举措，在线下门店扩张与管理、线上新零售业务方面布局有望加速。在资金支持上，增资款显著改善了公司财务指标：18年前三季度公司货币资金较年初增长66.6%，期末现金及等价物余额增长114%

表：盈利预测

股票代码	公司简称	股价/元	总市值 亿元	EPS (元)				P/E				PB	EV2/E BITDA	ROE	PEG	Growth	投资评 级
		2019-3-20		17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E			17A	18PE/19~20 G	19~20	
603368	柳药股份	30.78	80	1.55	2.03	2.54	3.08	20	15	12	10	2	16	11%	0.65	23%	买入
002589	瑞康医药	8.44	127	0.67	0.42	0.70	0.80	13	20	12	11	2	8	13%	0.53	38%	买入
600998	九州通	16.06	302	0.77	0.75	0.95	1.15	21	21	17	14	2	12	8%	0.90	24%	买入
600511	国药股份	25.58	196	1.49	1.69	1.90	2.13	17	15	13	12	2	8	14%	1.24	12%	买入
601607	上海医药	21.40	608	1.24	1.31	1.43	1.57	17	16	15	14	2	10	10%	1.72	9%	买入
000028	国药一致	49.45	212	2.47	2.82	3.24	3.76	20	18	15	13	2	9	11%	1.13	15%	买入



# 关于数观天下



数观天下是一家专业数据分析、行业讨论的互联网咨询机构，现已为多个行业进行数据分析，覆盖了互联网企业、电商、零售、教育、医疗、金融等多个领域。

未经允许，不得对本报告进行改造和加工。如有转载或引用，需及时与我们联系并标明出处。