



## 从美国三巨头发展路径解析流通整合致胜三策略

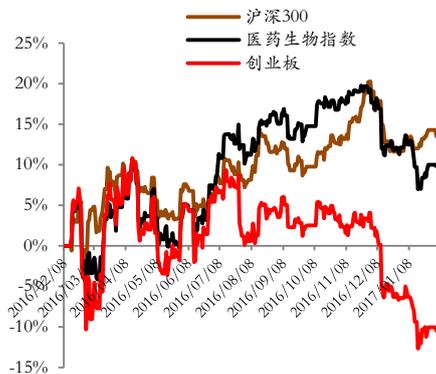
2017.02.07

强烈推荐

医药生物行业

唐爱金(分析师) 陈家华(研究助理) 冯俊曦(研究助理)  
电话: 020-88836115 020-88836115 020-88836115  
邮箱: tangaj@gzgzhs.com.cn Chenjiahua@gzgzhs.com.cn Fengjx@gzgzhs.com.cn  
执业编号: A1310516100001

### 行业指数走势



### 股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
医药生物	-1.69	-6.60	-0.58
沪深300	0.76	0.06	5.24
创业板	-3.29	-11.62	-9.89

### 行业估值走势



### 行业估值

当期估值	43.03
平均估值	38.12
历史最高	74.37
历史最低	18.80

### 相关报告

#### ● 微利时代美国医药流通行业大整合，集中度持续上升，“药品流通整合、器械流通整合、供应链布局”三大策略助推企业在微利时代的持续增长。

由于受到医院、药店、保险公司等多方联合压榨，美国医药流通毛利率从1987年14.96%下降到2016年4.72%，行业逐入微利时代。80年代开始，由于重磅药品的推出，药厂对流通企业赊销要求进一步提高，加上产业政策上推行“授权批发企业制度”（类似我国GSP认证），盈利环境恶化、资金压力增大、行业政策趋严等多方面重压倒逼美国医药流通行业大整合，前三大流通企业市占率从1987年约30%上升至2016年96%，行业集中度逐步提高，在“药品整合”、“器械布局”、“医药供应链构建”进行布局的企业大多实现高于行业的业绩增速。

#### ● 国内医药流通渐入微利时代，运营、政策加速行业整合，力度甚于美国同期。

目前，国内随着行业增速放缓（从2011年33.06%增速下降到2015年10.60%）、企业运营资金紧张（应收账款天数高达84天）、产业政策趋严（两票制、营改增、新版GSP推行），我国医药流通行业进入微利时代。我们认为由于我国面临行业增速更低（我国10.60%行业增速低于美国同期15.66%增速）、资金压力更大（我国企业84天应收账款天数远高于美国同期30天）、产业政策更严（包括两票制全国推行的预判、GSP认证压力高于美国推行的授权批发企业制度），我国医药流通行业整合力度甚于美国同期。

#### ● 以美国为鉴，我们提出流通企业在微利时代的行业整合中的三大致胜策略：“供应链构建+药品整合+器械布局”。

美国医药流通巨头 McKesson、Cardinal Health、AmerisourceBergen 在行业整合期均通过对供应链平台、药品流通、医疗器械流通的布局，实现业绩25%以上增长，高于行业16%增速，三大致胜策略的有效性充分得到美国流通行业历史验证。三大策略在我国应用：1) 我国目前仅30%流通企业符合新版GSP要求，且最新仅准批5家传统物流公司进行第三方医药配送，在难以沿用之前配送系统和外包配送的困境下，企业需升级医药供应链平台，满足外延需要；2) 药品流通领域前三大企业市占率仅约30%，远低于美国前三大企业96%的市占率，且龙头企业仅形成区域性竞争优势，药品流通省外市场的整合空间较大；3) 医疗器械流通领域市场规模高达4700亿元，行业集中度极低（前十大企业市占率低于10%），存在大量整合布局空间。企业优先布局低值耗材、IVD、心血管等高利润领域，将获得业绩强劲增长点。

#### ● 以三大致胜策略为基础，结合估值精选医药流通行业的优质投资标的：

本报告中我们结合目前上市公司的估值（18年对应P/E 25倍以下，PEG为1以下），从医药供应链、药品整合、器械布局多维度分别精选出重点看好的投资标的：柳州医药（603368）：供应链延伸有望推动公司2016年业绩50%以上高增长；九州通（600998）：物流网络+加码医药流通，有望推动16年Q3业绩同比增长35%；国药股份（600511）：重组注入优质资产，有望推动业绩翻番增长；瑞康医药（002589）：重点布局器械流通整合，有望实现2016年业绩110%增长；

#### ● 风险提示：政策变化风险；公司整合力度不及预期；资产重组失败风险。



## 目录

目录	2
图表目录	3
<b>1. 美国医药流通行业整合及三巨头成功路径分析</b>	<b>6</b>
1.1 美国医药流通行业从“分散”走向“集中”	6
1.2 McKesson:以药品核心提供全方位的医疗配送服务	8
1.3 Cardinal Health: 聚焦医疗器械耗材, 形成“器械+药品”集约化供应平台	11
1.4 AmerisourceBergen: 医药供应链的领导者	14
1.5 美国医药流通三巨头成功因素的系统性梳理和比对	17
<b>2. 我国医药流通行业步入加速整合期</b>	<b>18</b>
2.1 医药流通行业步入微利时代, 行业增速放缓集中度低	18
2.1.1 医药行业经历三大发展阶段, 我国流通行业步入行业微利时代	18
2.1.2 医药流通行业现状增速逐步放缓, 集中度较低	18
2.2 经营、政策内外因素倒逼流通行业加速整合	19
2.2.1 内部经营层面, 迫于资金压力, 倒逼中小流通企业被龙头整合:	19
2.2.2 外部政策层面, “两票制+营改增+GSP 飞检” 倒逼行业并购整合	19
(1) “两票制” 2018 年有望全国推开, 倒逼行业整合	20
(2) “营改增” 因部分进销税无法抵扣, 企业税负上升	24
(3) “新版 GSP” 认证提高流通行业门槛, 促进行业兼并整合	25
2.2.3 国内医药流通行业加速整合, 力度更甚于美国 80-90 年代	26
<b>3. 微利时代企业致胜三大策略: 构建供应链平台+整合药品+布局器械</b>	<b>26</b>
3.1 构建医药供应链平台, 满足外延发展需要	26
3.2 药品流通集中度分散, 存跨省外延整合空间	28
3.3 聚焦医疗器械细分领域, 优化主业结构	29
<b>4. 综合三维度致胜策略精选医药流通优质龙头标的</b>	<b>32</b>
4.1 九州通: 依托物流网络, 持续加码布局医药流通业务	33
4.1.1 九州通医药物流网络覆盖全国超过 28 个省市	34
4.1.1 持续在医药配送业务上加码布局, 带动业绩 20%以上增长	35
4.2 柳州医药: 供应链延伸带动业绩高增长	36
4.2.1 通过定增打造医院供应链延伸和器械配送项目	37
4.3 国药股份: 重组注入优质资产, 打造北京药品分销平台	39
4.3.1 国控北京: 具备麻药二级分销资质, 覆盖北京麻药市场 40%份额	40
4.3.2 北京康辰: 核心业务血液品配送占据北京血制品市场 70%份额	41
4.3.3 北京华鸿: 主营北京抗肿瘤、胰岛素、心脑血管、麻药等药物配送	41
4.3.4 天星普信: 在生物制品配送业务上具备较强的竞争优势	42
4.4 瑞康医药: 以整合器械为核心, 打造“器械+药品”集约化供应平台	42
4.4.1 医疗器械流通业务的成为业绩重要驱动力	44
4.4.2 药品流通领域的兼并收购驱动业绩增长	45



## 图表目录

图表 1.	美国医药流通行业市场规模变化 .....	6
图表 2.	美国医药流通行业从分散逐步走向集中 .....	7
图表 3.	美国医药流通行业盈利水平逐步下滑 .....	7
图表 4.	McKesson 业务主要分为配送解决方案和信息技术解决方案两大部分 .....	8
图表 5.	McKesson 经历三大发展阶段, 逐步成为医药流通巨头 .....	9
图表 6.	McKesson 以成为全美第一大药品分销商 .....	9
图表 7.	McKesson 构建全方位的医药供应链系统 .....	10
图表 8.	McKesson 余 20 年间实现最高涨幅 21 倍 .....	11
图表 9.	Cardinal Health 经历三大发展阶段, 逐步成为医药流通巨头 .....	12
图表 10.	随着器械配送业务布局推进, Cardinal Health 毛利率逐步领先于竞争对手 .....	13
图表 11.	Cardinal Health 通过兼并收购实现异地快速扩张 .....	13
图表 12.	Cardinal Health 股价 25 年间实现最大涨幅 22 倍 .....	14
图表 13.	AmerisourceBergen 经历三大发展阶段, 逐步成为医药流通巨头 .....	15
图表 14.	AmerisourceBergen 强大的专科药供应系统 .....	16
图表 15.	AmerisourceBergen 的股价驱动图 .....	17
图表 16.	美国医药三大巨头在药品流通、器械流通、供应链进行差异化战略布局 .....	17
图表 17.	医药流通三个阶段的不同布局策略 .....	18
图表 18.	医药流通行业增速逐步放缓 .....	19
图表 19.	中国医药流通企业应收账款偏高 .....	19
图表 20.	“两票制”在全国范围内逐步推行 (包括药品和医疗器械) .....	20
图表 21.	国家版和地方版“两票制”在计票方式上的对比 (√表示算一票, ×表示可以不算一票) .....	20
图表 22.	随着产业政策的完善, 福建“两票制”逐步深入推进 .....	21
图表 23.	“两票制”对产业链的运行效应优于“一票制” .....	22
图表 24.	药品和医疗耗材“两票制”推行时间和次序对比 .....	22
图表 25.	“两票制”淘汰 2/3 至 3/4 的药品流通企业 .....	22
图表 26.	福建流通龙头鹭燕医药毛利率略有下滑 .....	23
图表 27.	福建流通龙头鹭燕医药毛利率略有下滑 .....	23
图表 28.	盈利水平-市场份额敏感性分析 .....	23
图表 29.	鹭燕医药的运营资金压力没明显改善 .....	23
图表 30.	医药配送流通企业“营改增”后的税负估算 (一般纳税人, 不考虑新购置运输设备) .....	24
图表 31.	医药配送流通企业“营改增”前的税负估算 (与一般纳税人“营改增”后税负相对比) .....	24
图表 32.	医药配送流通企业“营改增”后的税负估算 (小规模纳税人) .....	25
图表 33.	医药配送流通企业“营改增”前的税负估算 (与小规模纳税人“营改增”后税负相对比) .....	25
图表 34.	广东省医药流通企业持续受到 GSP 飞检监督 .....	25
图表 35.	我国医药流通产业现状更加“恶劣”, 整合力度甚于美国 80-90 年代 .....	26
图表 36.	目前 80% 医药流通企业物流系统不符 GSP 要求 .....	27
图表 37.	大量传统物流企业难以开展医药第三方配送业务 .....	27
图表 38.	各上市公司物流网络覆盖梳理 .....	28
图表 39.	我国药品流通集中度至今仍然较低 .....	28
图表 40.	我国药品流通集中度远低于美国 .....	28
图表 41.	医药流通企业形成区域性竞争优势 .....	29
图表 42.	各类医疗器械流通领域毛利率梳理 .....	29
图表 43.	医疗器械流通领域的市场规模假设测算 .....	30
图表 44.	医疗器械流通领域市场规模可观且集中度低 .....	30



图表 45.	医疗器械流通毛利率普遍高于药品流通.....	31
图表 46.	医疗器械流通领域的收购价值不亚于药品流通领域.....	31
图表 47.	市场份额大、加成高的重点细分领域.....	32
图表 48.	各大医药流通领域对医药器械的布局情况梳理.....	32
图表 49.	重要投资标的业绩与估值情况 .....	33
图表 50.	九州通的四大业务板块 .....	33
图表 51.	16 年 Q3 营业收入保持约 20% 以上增长 .....	34
图表 52.	16 年 Q3 净利润保持约 20% 以上增长 .....	34
图表 53.	西药和中成药是主要营收来源 .....	34
图表 54.	“西药和中成药”业务毛利率稳步上升 .....	34
图表 55.	九州通的覆盖全国大部分地区的医药物流网络.....	35
图表 56.	近年九州通在医药配送业务上的加码布局.....	35
图表 57.	16H1 西药和中成药配送业务增长 21.94% .....	36
图表 58.	16H1 中药材等配送业务增长 20.30% .....	36
图表 59.	16H1 医药器械配送业务增长 49.35% .....	36
图表 60.	柳州医药逐步成长为广西地区的医药流通龙头企业.....	36
图表 61.	16 年 Q3 营收保持约 15.65% 以上增长 .....	37
图表 62.	16 年 Q3 净利润保持约 43.02% 以上增长 .....	37
图表 63.	西药和中成药是主要营收来源 .....	37
图表 64.	“西药和中成药”业务毛利率稳步上升 .....	37
图表 65.	柳州医药医院供应链延伸服务 .....	37
图表 66.	供应链延伸项目持续推进 .....	38
图表 67.	16H1 医药销售业务增长 18.23% .....	38
图表 68.	国药控股下北京地区唯一的医药分销平台和全国麻药一级分销平台.....	39
图表 69.	16 年 Q3 营收增速触底反弹.....	39
图表 70.	16 年 Q3 净利润增速触底反弹.....	39
图表 71.	商品销售是公司主要营收来源 .....	40
图表 72.	商品销售业务的毛利率持续增长 .....	40
图表 73.	资产重组收购标的业绩承诺情况梳理.....	40
图表 74.	15 年国控北京实现营收 89.04 亿元.....	41
图表 75.	15 年国控北京实现净利润 1439.47 万元.....	41
图表 76.	15 年北京康辰实现营收 46.08 亿元.....	41
图表 77.	15 年北京康辰实现净利润 1.47 亿元.....	41
图表 78.	15 年北京华鸿实现营收 38.70 亿元.....	42
图表 79.	15 年北京华鸿实现净利润 1.45 亿元.....	42
图表 80.	15 年天星普信实现营收 22.79 亿元.....	42
图表 81.	15 年天星普信实现净利润 5334.06 万元.....	42
图表 82.	瑞康医药的五大业务板块 .....	43
图表 83.	16 年 Q3 营收保持 50% 以上增长 .....	43
图表 84.	净利润保持约 30% 增长 .....	43
图表 85.	医疗器械配送业务比重逐步加大 .....	43
图表 86.	毛利率实现平稳上升 .....	43
图表 87.	瑞康医药从 2011 年开始布局器械医药流通，目前以渐成规模.....	44
图表 88.	医疗器械流通业务覆盖多个领域 .....	44
图表 89.	医疗器械流通业务覆盖多个地区 .....	44
图表 90.	16 年 H1 医疗器械流通业务同比增长 181.68% .....	44



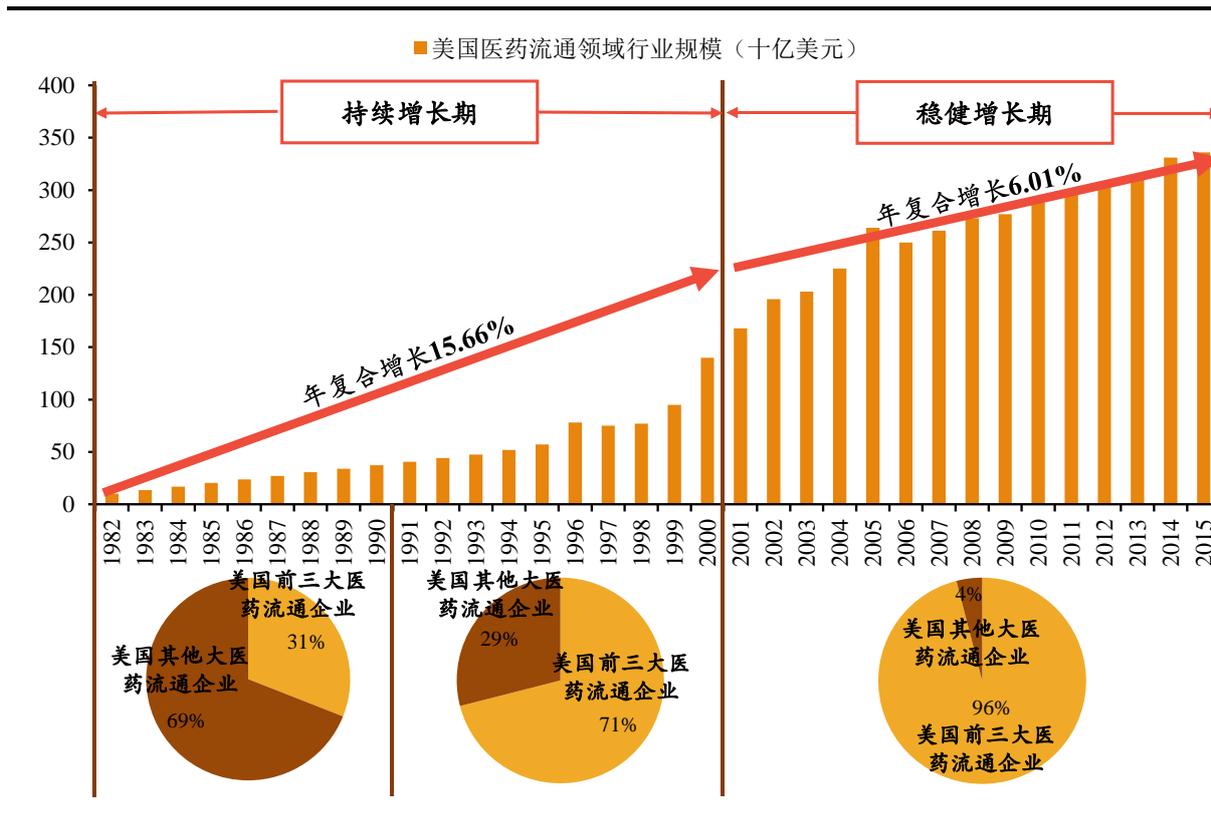
图表 91.	收购标的持续为瑞康贡献利润（药品流通业务） .....	45
图表 92.	16 年 H1 药品流通业务同比增长 40.57% .....	45

# 1. 美国医药流通行业整合及三巨头成功路径分析

## 1.1 美国医药流通行业从“分散”走向“集中”

从 1980 年至今，美国医药流通行业主要经历了持续增长期（1980 年-2000 年）和稳健增长期（2000 年-至今）。在持续增长期，美国医药流通行业市场规模从 1980 年的低于 100 亿美元增长到 2000 年的 1400 亿美元，年复合增长高达 15.66%；在稳健增长期，其市场规模从 2000 年的 1400 亿美元增长到 2015 年的 3360 亿美元，年复合增长率为 6.01%。

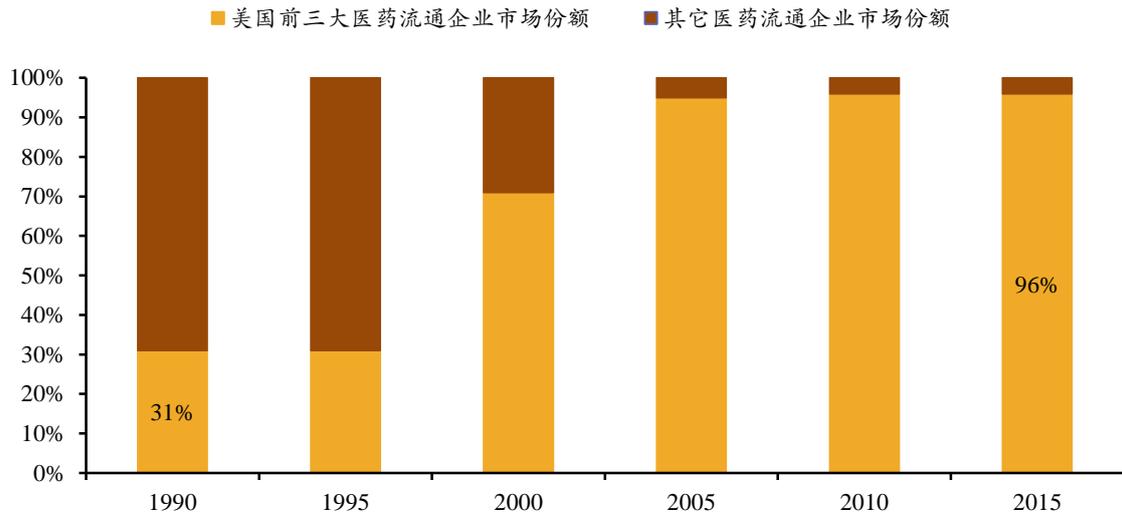
图表1. 美国医药流通行业市场规模变化



资料来源：Bloomberg、公司公告、广证恒生

回顾美国医药流通行业的行业集中度变化趋势，美国前三大医药流通企业（McKesson、Cardinal Health Health、AmerisourceBergen）市占率从 1990 年的 31% 逐步上升至 2015 年的 96%，美国整个医药流通行业经历了从行业集中度分散转向行业高度集中的发展过程。

图表2. 美国医药流通行业从分散逐步走向集中

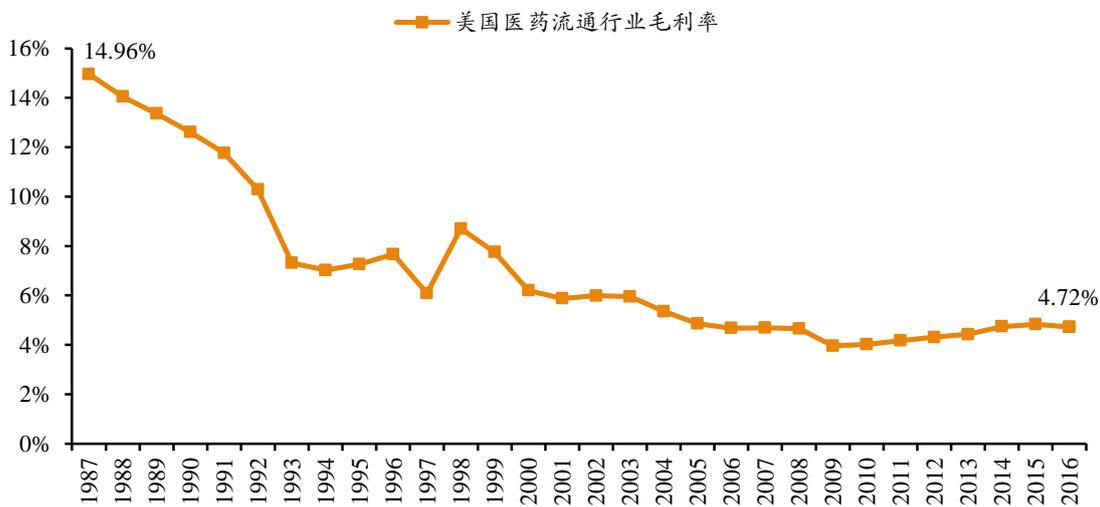


资料来源：Bloomberg、南方所、广证恒生

美国历史上 80-90 年代行业整合力度最大，行业集中度得到快速提升，我们认为盈利环境恶化、资金压力增大、行业政策趋严是倒逼美国医药流通行业整合的重要因素：

- **盈利环境恶化：**由于受到医院、药店、保险公司等多方联合压榨，医药流通企业的毛利率从 1987 年的 14.96% 下降到 2016 年的 4.72%，在苛刻的盈利环境之下，大部分中心流通企业的生存空间受到严重挤压，大量企业通过兼并获得上市公司的资金需求。

图表3. 美国医药流通行业盈利水平逐步下滑



资料来源：Bloomberg、广证恒生

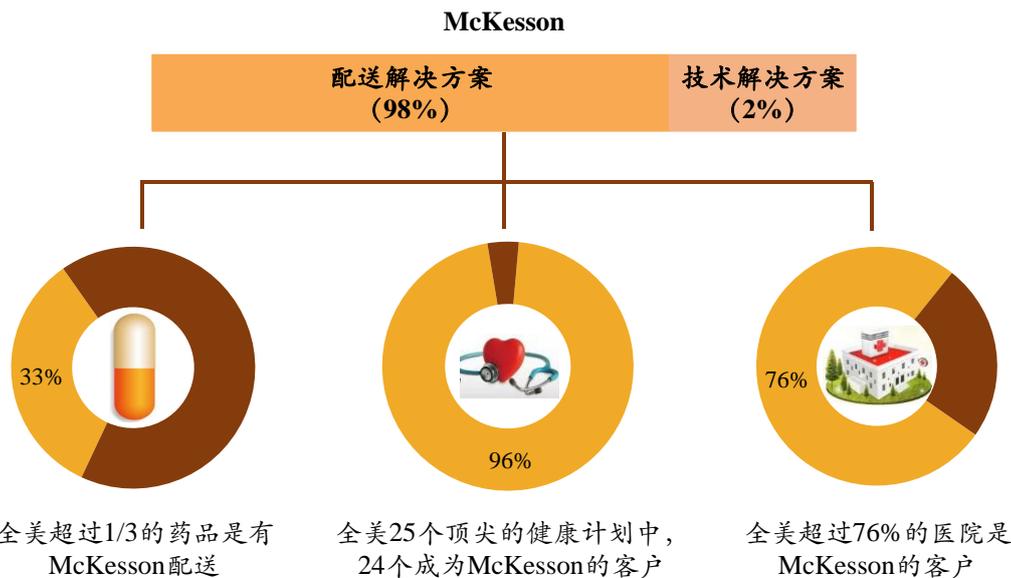
- **资金压力增大：**从 80 年代开始，美国市场陆续上市重磅药品（如 GSK 的善胃得、泰胃美等药品均是年销售超过 10 亿美元的重磅品种），一方面为促进产品销售，药品厂商偏向选择有赊销能力的大型医药流通企业，中小型流通企业难以应对严苛的赊销要求；另一方面大型药品厂商开始实施“最小订单起订量”销售政策，提高订单量门槛，增加了医药流通企业的运营成本，大量中小医药流通企业面临巨大资金周转压力。
- **行业政策趋严：**为保证药品配送全过程可追溯和配送安全，美国于 1980 年代推行了“授权批发企业制度”（类似我国 GSP 认证），将具备完备追溯系统的医药流通企业归为“授权批发企业”。资金

实力雄厚的大型医药流通企业通过升级物流系统能达到政策要求，并成为药物生产企业配送的首选；资金实力一般的中小型医药流通企业难以达到政策要求，逐步退出医药流通市场。

## 1.2 McKesson: 以药品核心提供全方位的医疗配送服务

McKesson 成立于 1833 年，是一家致力于提供医药配送服务和医疗信息技术的全球性知名企业。目前，McKesson 仅药品配送就占据全美超过 33% 的市场份额，服务于全美 24 个顶尖的健康计划和全美 76% 的医院。

图表4. McKesson 业务主要分为配送解决方案和信息技术解决方案两大部分



资料来源：公司公告、Bloomberg、广证恒生

McKesson 从发展至今，已经逐步成为医药流通巨头，通过梳理 McKesson 的发展历程，我们将其成长历程概况为三个阶段：

- **规模逐步成型 (1833 年-1979 年)**：McKesson 起初是一家从事药物进口和批发的小药店，凭借着公司在销售渠道的开拓和销售网络的搭建，公司销售规模逐步成型，公司利润逐步丰厚。
- **聚焦主业，重点布局药品配送和信息服务 (1980 年-2000 年)**：随着行业利润空间恶化、运营资金压力增大、产业政策监管趋严，McKesson 为应对行业调整，决定剥离非主业资产，并重点布局药品分销、手术耗材分销、供应链系统和医疗信息服务。于 2000 年，McKesson 正式完成非主业资产全部剥离，对药品配送和医疗信息服务的战略布局逐步完善。
- **以药品为核心，提供全方位医疗信息服务 (2001 年-至今)**：McKesson 继续对药品、供应链、医疗信息三大方面加码布局，逐步形成成为行业领先的医药供应链系统，以全面的医疗信息服务于产业链的上中下游（包括药厂、患者、药店、医院、医保机构等）。

图表5. McKesson 经历三大发展阶段，逐步成为医药流通巨头

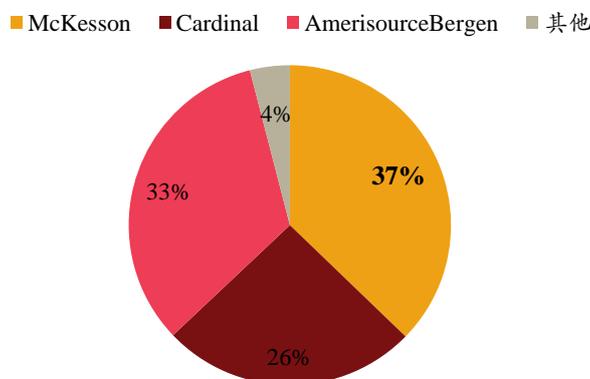


资料来源：公司公告、Bloomberg、广证恒生

我们认为 McKesson 取得成功主要取决于公司以药品为核心，坚定不移地践行“整合药品业务”、“完善医药供应链”、“提供全方位医疗信息服务”三大战略：

- **整合药品业务：**自 1980 年后，McKesson 加大力度收购药品分销商，通过多次整合丰富药品配送的种类，其中包括专利药、仿制药等多种药品的配送。目前 McKesson 已占据了药品流通领域第一大分销商，2016 年约占据 37% 的市场份额，奠定了其药品为核心的业务基础。

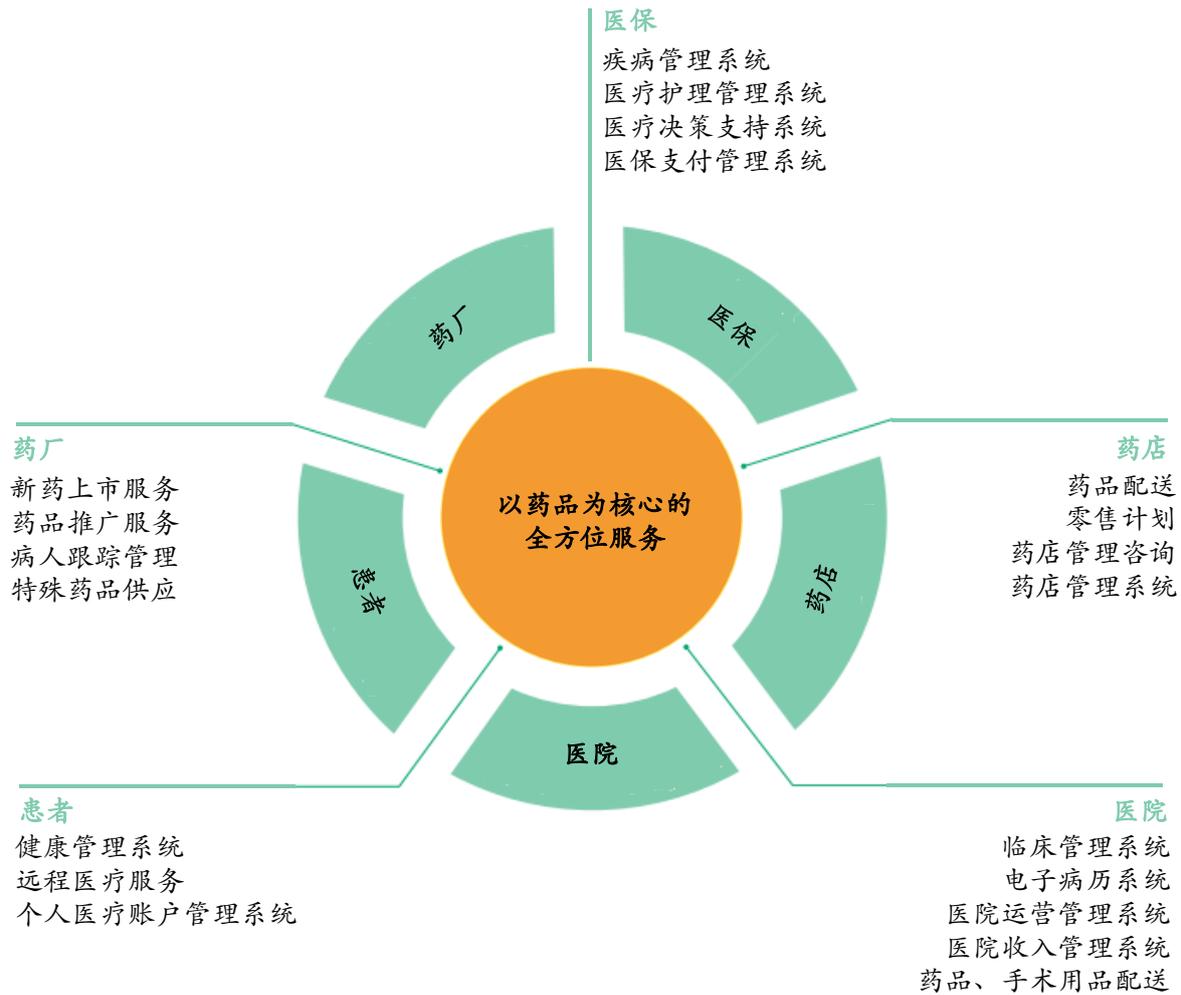
图表6. McKesson 以成为全美第一大药品分销商



资料来源：公司公告、Bloomberg、广证恒生

- **完善医药供应链：**随着 McKesson 在药品和耗材上布局力度的加大，货物和订单日趋多样化，公司在配送上面临更大的挑战。为配合 McKesson 业务的发展和扩张，公司在全美设置了 27 个配送中心，并引进了曼哈顿供应链管理方案。采用曼哈顿供应链管理方案后，公司配送中心拣货效率提高 15%，配送中心捡货人员平均减少 2 名，配送出错率从百万分之 750 下降到百万分之 200，整个供应链系统从运行效率、人力成本、配送准确性等多方面得到全面的提高。
- **提供全方位医疗信息服务：**McKesson 除了重点整合药品经销商之外，还对各种配药系统公司、临床信息系统公司等医疗信息系统公司进行收购，逐步形成服务于药厂、患者、药店、医院、医保机构的全方位医疗信息系统。

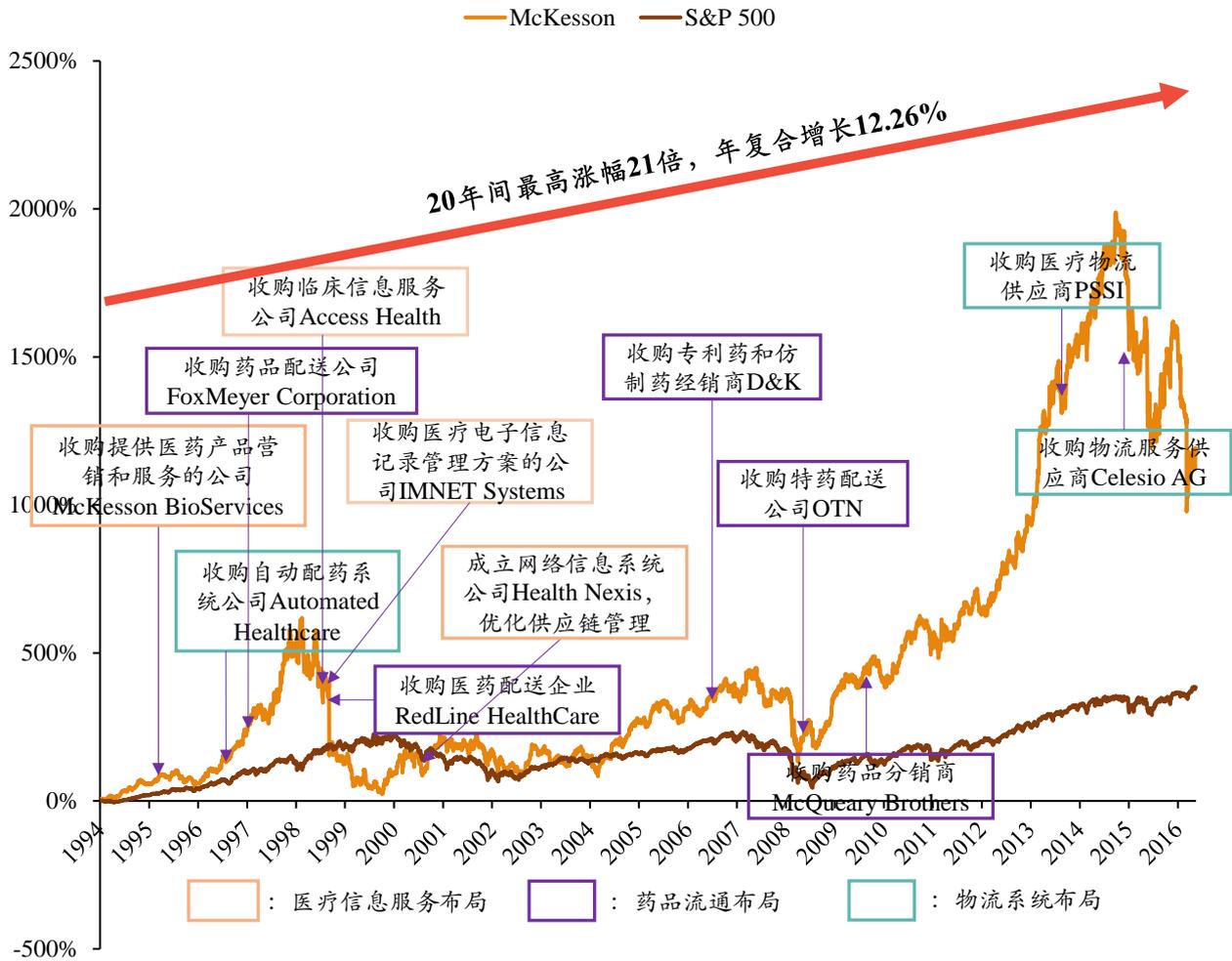
图表7. McKesson 构建全方位的医药供应链系统



资料来源：公司公告、公司官网、公开资料整理、广证恒生

McKesson 的差异化竞争优势在于以药品为核心，整合药厂、患者、药店、医院、医保机构等多方的需求，提供最全面的药品供应和相关医疗信息化服务。凭借着差异化竞争优势，McKesson 的业绩在过去 20 余年间（1996-2016）实现年复合增长 12.26%，高于美国健康护理领域约 10% 的行业增速，并驱动二级市场公司股价的不断上涨，20 余年间最高涨幅 21 倍，年复合增长 12.26%。

图表8. McKesson 余 20 年间实现最高涨幅 21 倍



资料来源：公司公告、Bloomberg、广证恒生

### 1.3 Cardinal Health：聚焦医疗器械耗材，形成“器械+药品”集约化供应平台

Cardinal Health 成立于 1971 年，经过多年的转型和发展，公司目前形成药品配送和医疗器械配送两大类主业。通过药品和医疗器械的集约化配送，Cardinal Health 已经服务全美 70% 以上的医院，超过 2.5 万家药房，超过 200 万病人，是美国医药配送三大巨头之一。

Cardinal Health 从发展至今，已经逐步成为医药流通巨头，通过梳理 Cardinal Health 的发展历程，我们将其成长历程概况为三个阶段：

- **转型进入医药流通领域 (1971 年-1980 年)：** Cardinal Health 起初是一家从事食品批发的企业，随着食品行业竞争加剧，公司收购 Zanesville 逐步转型进入医药流通领域。
- **重点布局医药器械和药品配送 (1980 年-2000 年)：** 为了形成差异化竞争优势，Cardinal Health 在整合药品配送业务的基础上，重点布局毛利率更高医疗器械配送业务。经过长达 20 年的兼并收购，逐步形成“器械+药品”两大配送主业。
- **形成“器械+药品”的集约化供应平台 (2000 年-至今)：** 公司继续加码布局器械和药品的配送业务。尤其在医疗器械配送方面，公司通过收购逐步将业务扩张至骨科、心血管、呼吸等领域，丰富产品种类。随着兼并收购的推进，Cardinal Health 逐步形成“器械+药品”的集约化供应平台。

图9. Cardinal Health 经历三大发展阶段，逐步成为医药流通巨头

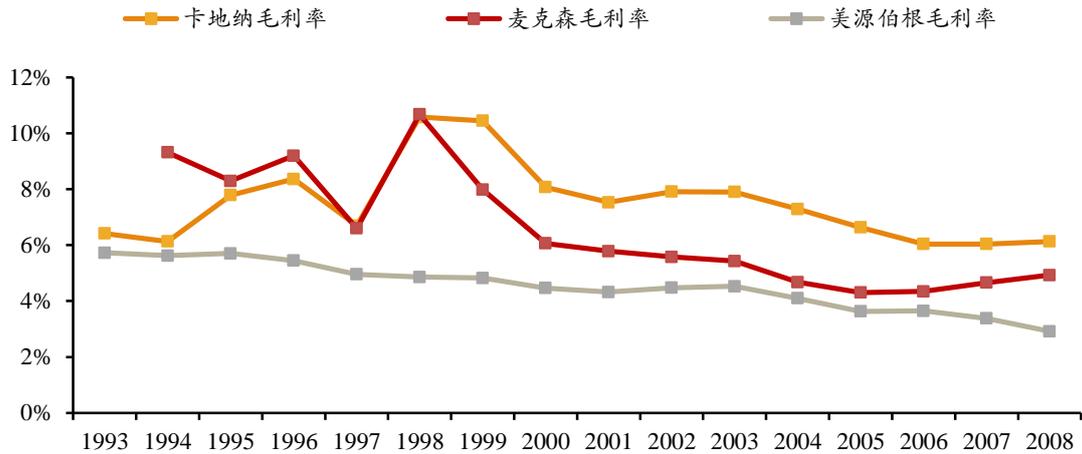
<p>形成“器械+药品” 的集约化配送平台</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2016年，成为美国医药流通领域的巨头</li> <li>• 2015年，收购护理解决方案企业naviHealth Holdings, LLC</li> <li>• 2015年，收购强生心脏医疗器械子公司Cordis</li> <li>• 2015年，收购仿制药分销商Harvard Drug</li> <li>• 2014年，收购心血管医疗器械厂商AccessClosure Inc.</li> <li>• 2013年，收购医疗器械分销商AssuraMed, Inc.</li> <li>• 2010年，收购药品分销商Yong Yu</li> <li>• 2010年，收购特药服务供应商Healthcare Solutions Holding, LLC</li> <li>• 2008年，收购预防感染产品供应商Enturia Inc.</li> <li>• 2007年，收购呼吸、神经和骨科医疗器械分销商VIASYS Healthcare Inc.</li> <li>• 2006年，收购条形码识别系统供应商CareFusion</li> <li>• 2004年，收购静脉用药安全产品和服务供应商ALARIS Medical Systems, Inc.</li> <li>• 2003年，收购药品生产和分销企业The Intercare Group</li> <li>• 2003年，收购核药物服务供应商Syncor International Corporation</li> <li>• 2002年，收购药品分析和开发服务商 Magellan Laboratories Incorporated</li> <li>• 2002年，收购医药教育解决方案供应商Boron, LePore &amp; Associates, Inc.</li> <li>• 2001年，收购药品分销商Bindley Western Industries, Inc.</li> </ul>
<p>重点布局医疗器 械和药品配送</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2000年，收购手术器械和实验室用品分销商Bergen Brunswig Medical Corporation</li> <li>• 1999年，收购无菌液体药品及其他保健品生产商Automatic Liquid Packaging, Inc.</li> <li>• 1999年，收购医药器械耗材和实验室产品分销商Allegiance</li> <li>• 1998年，收购医药配送系统开发商Scherer</li> <li>• 1998年，收购临床信息管理系统供应商MediQual Systems, Inc.</li> <li>• 1997年，收购医药信息服务和管理供应商Owen</li> <li>• 1996年，收购分销系统服务商Pyxis</li> <li>• 1995年，收购医药零售商Medicine Shoppe International, Inc.</li> <li>• 1994年，收购区域性医药经销商Behrens Inc.</li> <li>• 1994年，收购地区性药品经销商Humiston-Keeling</li> <li>• 1994年，收购地区性药品流通企业Whitmire Distribution Corporation</li> <li>• 1993年，收购肿瘤药品和医疗器械耗材供应商PRN</li> <li>• 1993年，收购地区性药品经销商Solomons Company</li> <li>• 1991年，收购药品分销商Chapman Drug Company</li> <li>• 1990年，收购医药分销商Ohio Valley-Clarksburg, Inc.</li> <li>• 1986年，收购药品和医疗器械批发商Ellicott</li> <li>• 1985年，收购药品和医疗器械批发商John L. Thompson Sons</li> <li>• 1984年，收购药品和医疗器械批发商James W.Daly</li> </ul>
<p>逐步转型进入医 药流通领域</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 1979年，收购医药销售公司Zanesville，转型进入医药分销</li> <li>• 1979年，Cardinal Health逐步成为食品销售龙头</li> <li>• 1972年，Cardinal Health逐步扩张食品销售业务</li> <li>• 1971年，Cardinal Health成立，主要从事食品销售业务</li> </ul>

资料来源：公司公告、Bloomberg、广证恒生

我们认为 Cardinal Health 取得成功主要取决于公司通过“布局器械”、“整合药品”、“打造集约化物流供应系统”三大层面，打造出“器械+药品”的集约化供应平台：

- **布局器械业务：**与药品配送业务1.5%的净利率相比，医疗器械配送业务的净利率高达6%，为改善配送业务盈利水平，Cardinal Health 从感染、护理、监护、骨科、麻醉、妇幼、心血管、皮肤创伤、实验室用品等多领域对医疗器械耗材配送业务进行布局。随着医疗器械配送业务逐步推进和完善，Cardinal Health 盈利水平逐步提高，领先于行业竞争对手。

图10. 随着器械配送业务布局推进, Cardinal Health 毛利率逐步领先于竞争对手



资料来源: 公司公告、Bloomberg、广证恒生

- **收购整合药品业务:** Cardinal Health 借助美国医药流通行业的整合趋势, 大力收购区域性药品经销商, 直接进入当地市场, 实现药品配送业务在异地的迅速扩张, 目前 Cardinal Health 已经占据全面药品配送业务 26% 的市场份额。

图11. Cardinal Health 通过兼并收购实现异地快速扩张



资料来源: 公司公告、Bloomberg、广证恒生

- **打造集约化物流供应系统:** 由于 Cardinal Health 通过大量整合医药分销商, 在药品和医疗器械耗材供应上品种齐全。Cardinal Health 分拣出顾客所需的产品, 进行打包配送, 降低顾客在分拣流程上的成本和风险。(1) 对于手术用品, 医生一台手术需要 200 种以上的手术用品, 手术用品分拣花费医院大



国医药流通行业整合趋势，在药品和手术器械配送上重点布局，大量收购医药流通企业，规模进一步提升，均成为行业龙头。

- **形成专业的药品供应链平台 (2001年-至今):** 为增强行业竞争优势，Amerisource Health 和 Bergen Brunswig 于 2001 年宣布合并成为 AmerisourceBergen。合并后，AmerisourceBergen 依托原先在药品配送的核心优势，通过收购大量医药物流、配送、外包等公司，逐步构建全面的药品供应链平台，形成药品流通配送优势。

图表13. AmerisourceBergen 经历三大发展阶段，逐步成为医药流通巨头

<p>形成专业药品 分销配送平台</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2016年，成为医药分销配送巨头</li> <li>• 2015年，收购动物药品配送公司MWI Veterinary Supply, Inc.</li> <li>• 2015年，收购医疗定制化外包公司PharMEDium Healthcare Holdings, Inc.</li> <li>• 2012年，收购医疗物流和配送公司World Courier Group, Inc.</li> <li>• 2011年，收购医疗报销服务公司TheraCom, LLC</li> <li>• 2011年，收购IntrinsiQ, LLC，为肿瘤医生提供医疗决策服务</li> <li>• 2009年，收购特药分销公司Innomar Strategies Inc.</li> <li>• 2007年，收购专利药和仿制药流通企业Bellco Health</li> <li>• 2006年，收购医保成本控制服务公司Health Advocates, Inc.</li> <li>• 2006年，收购医药打包配送公司Brecon Pharmaceuticals Limited</li> <li>• 2006年，收购Access M.D., Inc.，布局第三方物流</li> <li>• 2006年，收购血制品服务公司I.G.G. of America, Inc.</li> <li>• 2006年，收购医生教育和肿瘤研究企业Network for Medical Communication&amp;Research</li> <li>• 2005年，收购药品流通企业Trent Drugs</li> <li>• 2004年，收购药物自动配送解决方案公司MedSelect, Inc.</li> <li>• 2003年，收购配送打包分装公司Anderson Packaging Inc.</li> <li>• 2002年，收购医疗费用管理公司US Bioservices Corporation</li> <li>• 2002年，收购收购临床护理软件开发商Bridge Medical, Inc.</li> <li>• 2002年，收购收购医药分销系统供应商AutoMed Technologies, Inc.</li> <li>• 2001年，Amerisource Health和Bergen Brunswig合并成为AmerisourceBergen</li> </ul>
<p>专注于药品和 手术器械配送 业务布局</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 1999年，Amerisource Health收购区域性药品流通企业C.D. Smith Healthcare, Inc.</li> <li>• 1999年，Bergen Brunswig收购药品分销商J.M. Blanco, Inc.</li> <li>• 1998年，Bergen Brunswig收购手术耗材配送商Pacific Criticare</li> <li>• 1998年，Bergen Brunswig收购手术耗材配送商Pacific Criticare</li> <li>• 1998年，Bergen Brunswig收购医保报销咨询公司Lash Group, Inc.</li> <li>• 1998年，Bergen Brunswig收购手术器械配送商Ransdell Surgical</li> <li>• 1998年，Bergen Brunswig收购特药配送商Stadtlander Drug Co., Inc.</li> <li>• 1998年，Bergen Brunswig收购诊断医疗系统公司Choice Systems, Inc.</li> <li>• 1998年，Bergen Brunswig收购诊断、注射等耗材供应商Besse Medical Services</li> <li>• 1997年，Amerisource Health收购区域性药品分销商Walker Drug Company</li> <li>• 1996年，Amerisource Health收购区域性药品分销公司Gulf Distribution Inc.</li> <li>• 1995年，Amerisource Health收购药品分销商Newbro Drug Company</li> <li>• 1995年，Bergen Brunswig收购手术器械分销商Colonial</li> <li>• 1994年，Bergen Brunswig收购手术器械耗材配送商Biddle &amp; Crowther Company</li> </ul>
<p>企业的规模逐 步成型</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 1994年，Bergen Brunswig实现上市，企业经营规模逐步成型</li> <li>• 1994年，Amerisource Health在纽交所上市，企业规模逐步成型</li> <li>• 1977年，Amerisource Health成立，主要从事药品批发业务</li> <li>• 1969年，Bergen Brunswig成立，主要从事药品配送业务</li> </ul>

资料来源：公司公告、Bloomberg、广证恒生

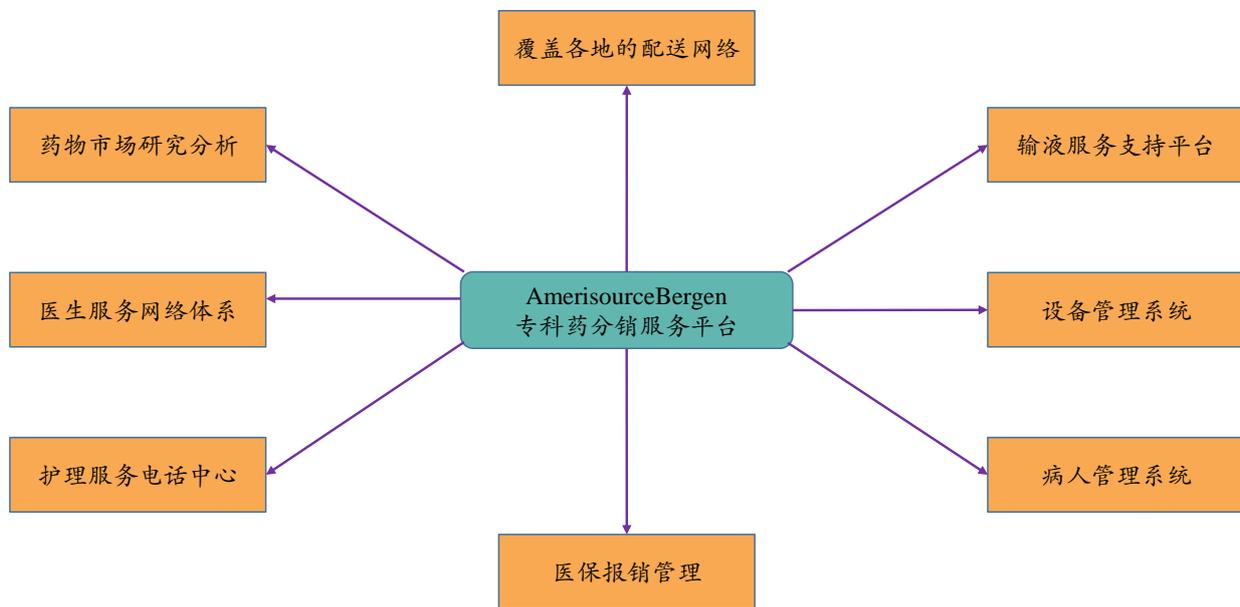
AmerisourceBergen 能在激烈的行业竞争中成长为行业巨头，我们认为取决于其坚定践行“整合药品业务”、“行业内强强联合”、“构建医药供应链系统”三大战略：

- **整合药品配送业务:** AmerisourceBergen 重点布局药品配送业务（在器械流通上仅重点布局手术耗材配送等部分领域），尤其重视布局市场空间较大的仿制药和专科药，目前已占据药品配送 33%

的市场份额，仅次于 McKesson。

- **行业内强强联合：**Amerisource Health 和 Bergen Brunswig 的医药配送业务分别集中于美国的东部和西部，Amerisource Health 和 Bergen Brunswig 以合并的方式强强联合，使得 AmerisourceBergen 充分利用 Amerisource Health 和 Bergen Brunswig 在东部和西部的区域竞争优势，一举形成覆盖全美的医药配送网络。
- **构建医药供应链系统：**为应全美大范围内医药配送的要求，AmerisourceBergen 在全美部署了 51 个物流配送中心，形成覆盖全美的医药供应链系统。此外，对仿制药、专科药等重点领域进行细致化分销配送管理。对于仿制药，AmerisourceBergen 开发了 PrxO 供应链服务方案，一方面利用丰富的上游药厂资源，在种类上为顾客提供超过 7000 种的仿制药，另一方面利用规模优势降低采购成本，在成本上为顾客提供优惠价格；对于专科药，AmerisourceBergen 为满足其对于分销商更高的配送和服务要求，专门开发了专科药供应系统，提供专科药配送和其他重要增值服务。

**图表14. AmerisourceBergen 强大的专科药供应系统**



资料来源：公司公告、Bloomberg、公开资料整理、广证恒生

AmerisourceBergen 的差异化竞争优势在于公司以药品为核心（特别是仿制药和专科药），构建出完备的医药供应链系统，以确保药品分销服务的高品质。凭借着医药供应链上的优势，AmerisourceBergen 的业绩在过去 20 余年（1996-2016）实现年复合增长 20.30% 以上，高于行业约 10% 的增速，同时趋同二级市场股价的上扬，20 余年实现最高收益 44 倍，年复合收益率达 18.28%。

图表15. AmerisourceBergen 的股价驱动图



资料来源：公司公告、Bloomberg、广证恒生

## 1.5 美国医药流通三巨头成功因素的系统性梳理和对比

通过对美国三大医药流通巨头的系统性精研，我们认为：在行业整合前期（1980年-2000年）美国医药流通三大巨头均以“药品整合”、“器械布局”、“医药供应链构建”三大方向为基础进行战略布局。在行业整合后期（2000-至今），企业根据自身优势和条件，在某个方向进行深耕细作，形成自身差异化竞争优势，最终奠定企业的行业龙头地位。

**McKesson：**前期重点整合药品流通领域，后期结合药品流通业务的优势，为药厂、患者、药店、医院、医保机构提供最全面的药品配送及相关信息化服务。

**Cardinal Health：**前期重点整合医疗器械和药品流通领域，后期逐步构建其“器械+药品”集约化供应平台，形成差异化竞争优势。

**AmerisourceBergen：**前期重点整合药品流通业务，后期构建精细化医药供应链系统，对仿制药和专科药等细分领域构建定制化配送系统。

图表16. 美国医药三大巨头在药品流通、器械流通、供应链进行差异化战略布局

	药品配送业务	医疗器械配送	医药供应链	业绩增长	股价增长
McKesson	较强	一般	一般	12.26%	21倍
Cardinal	一般	较强	较强	12.33%	22倍
AmerisourceBergen	较强	一般	很强	18.28%	44倍

资料来源：公司公告、Bloomberg、广证恒生（AmerisourceBergen 由于两大巨头合并引发业绩增长迅猛）

## 2. 我国医药流通行业步入加速整合期

### 2.1 医药流通行业步入微利时代，行业增速放缓集中度低

#### 2.1.1 医药行业经历三大发展阶段，我国流通行业步入行业微利时代

医药流通行业从初创走向成熟，大致分为“高速增长期”、“平稳增长期”、“缓慢增长期”三大阶段。

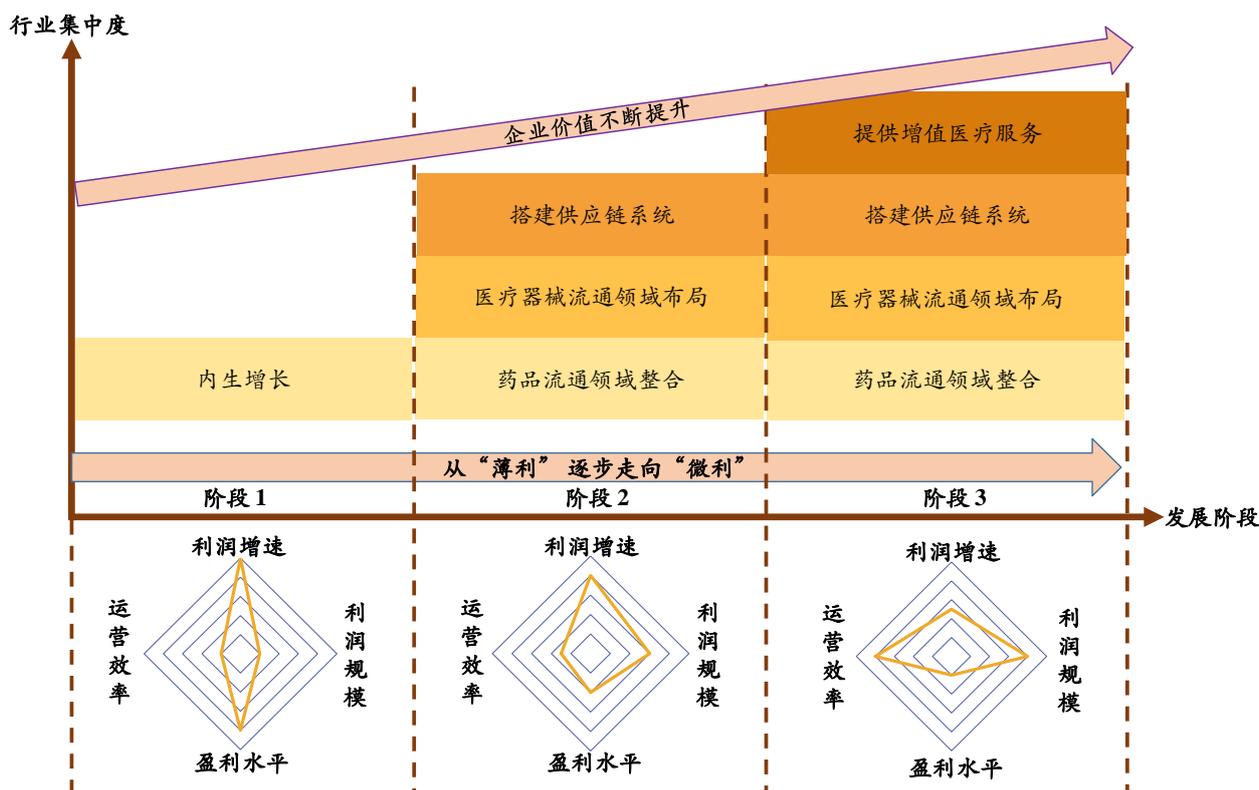
(1) **高速增长期**，医药流通企业凭借着行业高速的增长，依靠内生增长推动企业业绩增长；

(2) **平稳增长期**，医药流通行业的增速逐步放缓，行业盈利情况逐步变差，行业面临重新洗牌，龙头企业通过兼并收购中小企业继续获得业绩增长，行业集中度逐步提高；

(3) **缓慢增长期**，由于行业整合相对充分，优秀的医药流通企业通过医疗增值服务，挖掘顾客需求，将继续获得业绩增长新动力。

目前，我国医药流通行业增速逐步下滑，行业逐步进入平稳增长期，步入行业微利时代。在经营和政策双重重压下，行业整合一触即发。我们认为我国医药流通领域的整合力度和整合需求远大于美国 80-90 年代的医药流通大整合。

图表17. 医药流通三个阶段的布局策略

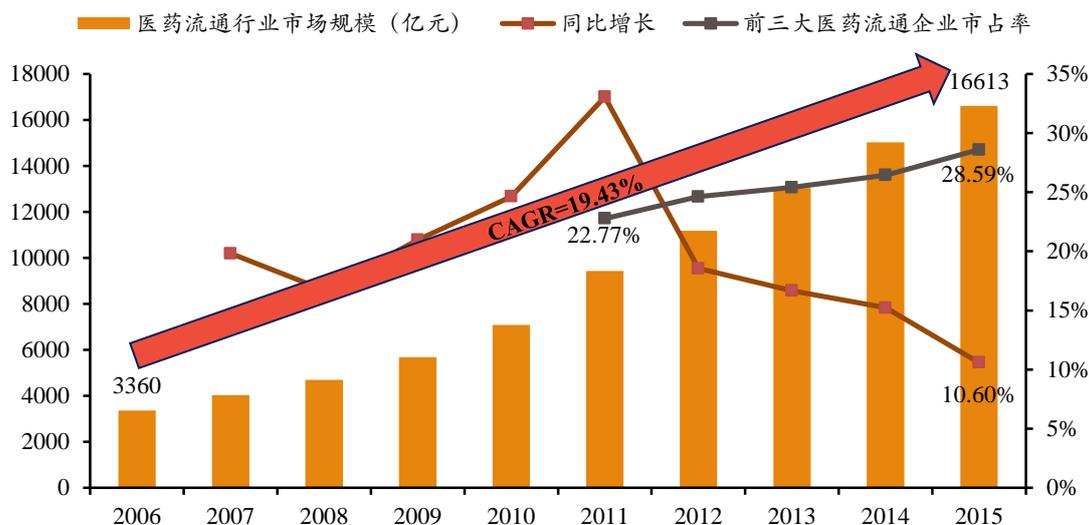


资料来源：WIND、Bloomberg、公司公告、CNKI 数据库、广证恒生

#### 2.1.2 医药流通行业现状增速逐步放缓，集中度较低

医药流通是指从上游医药生产商采购药品或医疗器械，再批发到下游终端医院的过程，是承接上游医药生产企业和下游终端环节的重要部分。

我国医药流通行业的市场规模从 2006 年的 3360 亿元增长到 2015 年的 16613 亿元，年复合增长约为 19.43%。其中，2015 年同比增长 10.66%，医药流通行业增速逐步放缓。前三大医药流通企业市占率从 2011 年 22.77% 上升到 2015 年的 28.59%，行业集中度较低。（美国前三大医药流通企业市占率超过 95%）

**图表18. 医药流通行业增速逐步放缓**


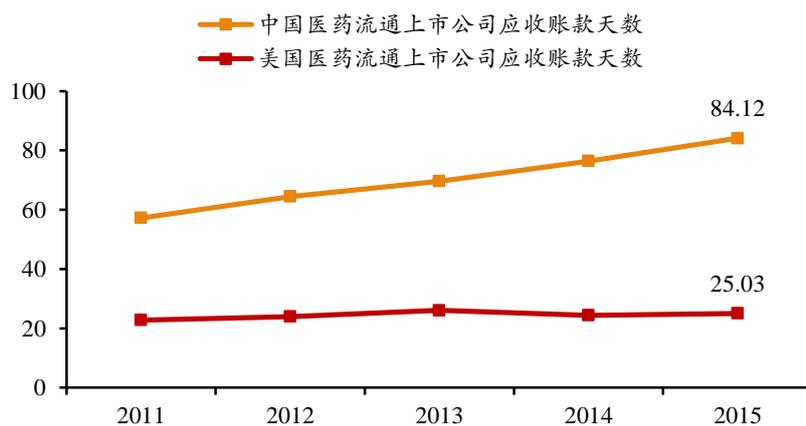
资料来源：商务部、广证恒生

## 2.2 经营、政策内外因素倒逼流通行业加速整合

基于内部企业经营、外部行业政策两大层面的压力，我们认为整个医药流通行业面临着重新洗牌、行业大整合的发展趋势。

### 2.2.1 内部经营层面，迫于资金压力，倒逼中小流通企业被龙头整合：

医药流通企业不仅需要以较高的资金成本购置药品或器械进行流通销售，还面临医院严重拖欠款项的问题。与美国 25.03 天的应收账款天数相比，我国上市的医药流通企业应收账款天数高达 84.12 天，部分中小企业款项拖欠甚至长达 9 个月，导致大量企业的应收账款比例过高（大量流通企业的应收账款占营业收入 50%），企业承受较大的资金压力，大量企业只能通过并购整合得到资金支持。

**图表19. 中国医药流通企业应收账款偏高**


资料来源：WIND、Bloomberg、广证恒生

### 2.2.2 外部政策层面，“两票制+营改增+GSP 飞检”倒逼行业并购整合

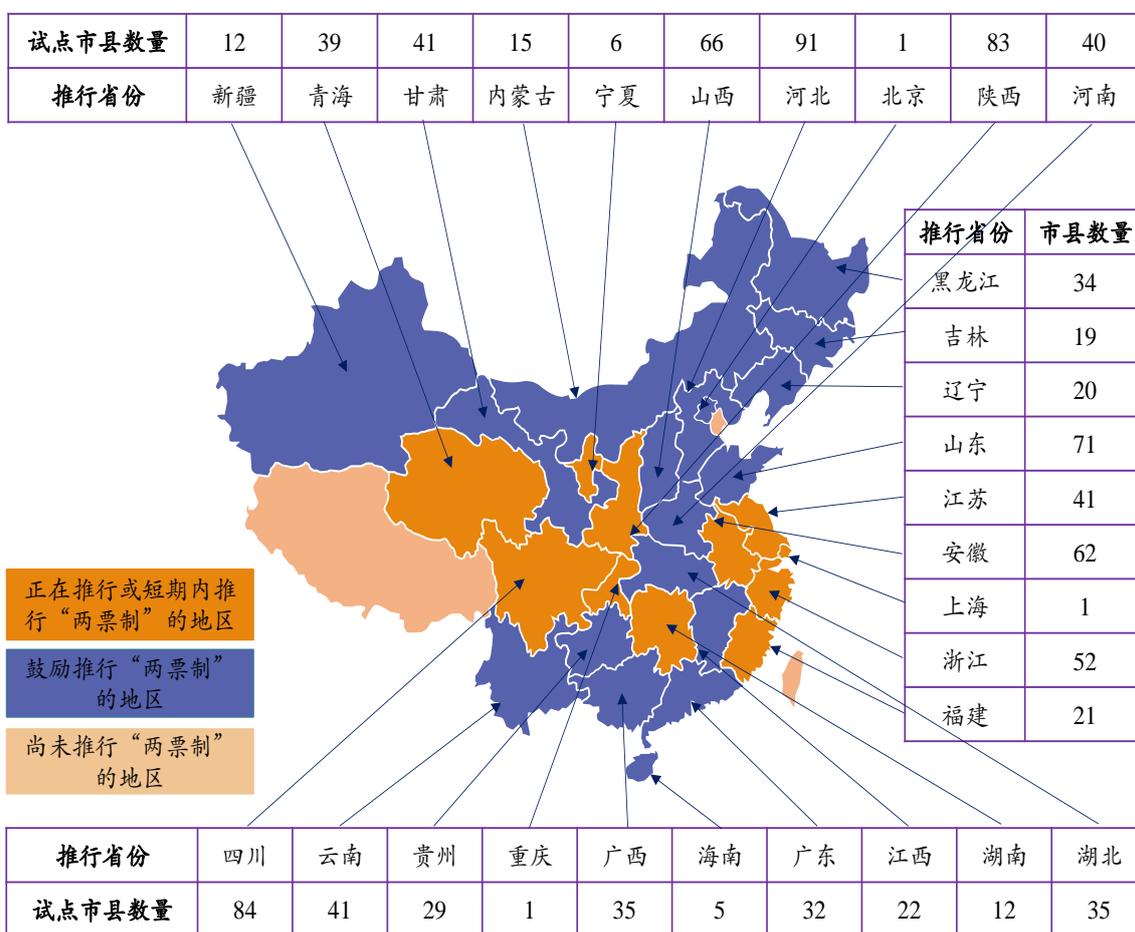
(1) “两票制”在全国逐步推广，压缩医药流通环节的利润空间，企业的利润率下降；(2) “营改增”的实施因企业经营的部分成本无法通过开增值税专用发票进行抵扣，使得大部分流通企业的税负在原来营业税的基础上增长约 1 个点（一般纳税人，见后文详细分析），加重了大部分流通配送企业的财务压力；(3)

GSP 飞检对流通企业在设施、场地和运营等多方面提高了行业门槛。在资金紧缺和利润下滑的压力迫使下，大量流通配送企业有望被资金实力雄厚的龙头企业收购，以得到资金上的支持同时丰富和拓展产品品类，从而促使行业完成并购大整合。

## (1) “两票制” 2018 年有望全国推开，倒逼行业整合

- 关于“两票制”目前的推行情况：“两票制”主要指生产端到流通端开一次发票，流通端到医院终端再开一次发票，从生产到医院终端共开两次发票，主要目的是限制因流通环节过多引起的药品和器械价格虚高的现象。根据《深化医药卫生体制改革 2016 年重点工作任务》的规划，在医改试点省份全省必须推行“两票制”（图中标橙色的省份），其他地区鼓励推行“两票制”。目前，福建、安徽、山西等地区的“两票制”已正式落地。根据近日《在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见（试行）》，2018 年“两票制”有望在全国范围内全面推开。

图表20. “两票制”在全国范围内逐步推行（包括药品和医疗器械）



资料来源：国务院、卫生部、食品药品监督管理局、广证恒生

- 国家版和地方版“两票制”对比：对比 2017 年 01 月 09 日出台的国家版“两票制”和之前各省出台的地方版“两票制”，我们发现两者主要是“计票”方式上存在差异（对于全国总代理、进口厂商的国内总代理、药厂内部销售公司是否归为生产企业）。若以国家版“两票制”为准的原则，只有进口厂商的国内总代理、药厂内部销售公司归为生产企业，国内总代理不算生产企业。在这种算票方式下，国内总代理、没有终端资源的省级、市级、县级代理的生存受到严重冲击。（没有收购价值且需要开票）

图表21. 国家版和地方版“两票制”在计票方式上的对比（√表示算一票，×表示可以不算一票）

“两票制”版本	“计票”方式					
	国外总代理	国内总代理	药厂内部销售	省级代理	市级代理	县级代理
国家版	×	√	×	√	√	√
福建版	×	×	×	√	√	√
安徽版	×	×	×	√	√	√
陕西版	×	×	×	√	√	√
江苏版	×	×	×	√	√	√

资料来源：各地卫计委、各地食药监总局、国家卫计委、国家食药监总局、广证恒生

■ **福建省“两票制”推行情况：**福建省于 2009 年 9 月颁布《药品集中采购生产企业投标资质认定及管理办法》、《药品集中采购药品配送企业投标资质认定及管理办法》、《药品集中采购药品配送监督管理办法》，正式开始逐步推行“两票制”，至今成为全国目前唯一一个已全面推行药品两票制的试点地区，对日后“两票制”在全国范围内的推行具有重要的参照意义。

**图表22. 随着产业政策的完善，福建“两票制”逐步深入推进**

时间	政策文件	核心内容
2009/1	《关于进一步规范医疗机构药品集中采购工作的意见》	1) 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； 2) 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；
2009/9	《药品集中采购生产企业投标资质认定及管理办法》	1) 中标生产企业可直接或委托配送，只能委托给一家有配送资质的药品经营企业进行全行政区域的统一配送； 2) 配送企业承担片区内配送任务，不得跨片区配送； 3) 受委托配送企业只能从委托的生产企业购进生产品种，不得从其他流通企业购进； 4) 配送费为药品中标价格的 5%-8%；
	《药品集中采购药品配送企业投标资质认定及管理办法》 《药品集中采购药品配送监督管理办法》	
2014/6	《福建省 2014 年医疗机构药品集中招标采购实施意见》	1) 取消分片区配送，实行全省统一配送； 2) 各采购片区遴选的基药和非基药配送企业总数不得超过 10 家； 3) 基药配送费为中标价格 3%-5%； 4) 公立医疗机构回款时间不超过 30 天；
2015/10	《福建省医疗机构新一轮药品集中采购实施方案（2015 年修订版）》	1) 省食药监局遴选确定 11 家基本药物配送企业同时具备全省基药和非基药配送的资格，各采购片区遴选的基药和非基药配送企业累计总数原则上不超过 10 家；
2016/3	《关于进一步规范医疗设备采购的通知(明卫〔2016〕32 号)》	1) 实行“一票制”，医疗设备生产企业直接开具增值税发票到医疗机构； 2) 医疗机构应坚持先国产后进口的原则采购医疗设备，优先采购国产同类产品；
2016/10	《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》	1) 不执行“两票制”的药品耗材配送企业，全部列入“黑名单”，取消其配送资格；

资料来源：卫生部、发改委、国家食药监总局、福建省食药监总局、三明市卫计委、广证恒生

■ **两票制在全国推行进度的预判：**通过系统性分析和比对 2009 年至今福建省出台的产业政策，我们在“推行方式”、“推行次序”、“整合力度”、“盈利空间”、“运营效率”等多方面对将来全国“两票制”的推行模式及相关影响进行分析：

1) **在推行方式方面：**福建省药品实行“两票制”，并在三明市试点医疗器械“一票制”，从而市场认为“一票制”有望成为未来的趋势。通过医药流通上中下游三方面分析，由于“两票制”的运行效率高于“一票制”，我们认为“两票制”而非“一票制”最有可能是未来主流的推广趋势，医药流通企业不会完全被淘汰。以美国

进行参照，正是由于“两票制”和医药流通企业的存在，使得美国医药产业链各成员（上游厂商、中游配送商、下游医疗机构）各司其职，分工明确，实现效率最大化，“两票制”是被充分检验的合理模式。

**图表23. “两票制”对产业链的运行效应优于“一票制”**

产业链		一票制	两票制	备注
上游 医药厂商	支出成本	较高	较低	厂商现有物流系统难以达到配送要求，需花费大量成本构建配送系统
	运行效率	较低	较高	生产企业配送时效低于专业的医药流通企业
	配送范围	有限	较广	我国存在大量边远地区市场，厂商难以覆盖
中游 流通企业	生存空间	较小	较大	一票制对流通企业生产空间影响更甚
下游 医疗机构	药品供应	缺乏	充足	厂商配送系统不完善导致医院终端药品短缺
<b>结论</b>		<b>“一票制”的运用空间较小，推行难度较大，“两票制”更有可能成为推广的主流模式</b>		

资料来源：公开资料整理、CNKI 数据库、广证恒生

2) 在推行次序方面：福建省于 2009 年末开始推行药品“两票制”，然后再推行至医疗耗材，药品“两票制”推进快于医疗耗材。根据目前出台政策，预计全国将沿用“先药品后器械耗材”的次序推行“两票制”，预计药品“两票制”1-2 年内全面推行，器械耗材“两票制”2-3 年内全面推行。

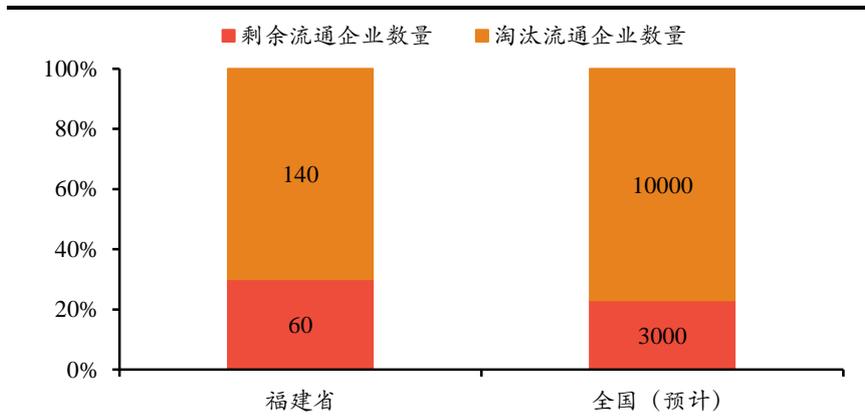
**图表24. 药品和医疗耗材“两票制”推行时间和次序对比**

地区	时间	政策文件	核心内容
福建省	2009/9	《药品集中采购生产企业投标资质认定及管理办法》	中标生产企业可直接或委托配送，只能委托给一家有配送资质的药品经营企业进行全行政区域的统一配送
		《药品集中采购药品配送企业投标资质认定及管理办法》	
		《药品集中采购药品配送监督管理办法》	
	2016/10	《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》	不执行“两票制”的药品耗材配送企业，全部列入“黑名单”，取消其配送资格

资料来源：卫生部、发改委、国家食药监总局、福建省食药监总局、广证恒生

3) 在整合力度方面：福建自实行“两票制”后，遴选出 10 来家企业进入配送目录，负责药品配送，推动行业集中度提高，福建省药品流通企业从之前的 200 余家下降到 60 余家，我们认为由于我国 1.3 万家医药流通企业中合规企业仅有 3000 多家，全国范围内推行“两票制”后，有望淘汰 2/3 至 3/4 的药品流通企业。

**图表25. “两票制”淘汰 2/3 至 3/4 的药品流通企业**



资料来源：广证恒生测算

4) 在盈利空间方面：对比福建省配送费用区间，药品配送费从2009年中标价格5%-8%调整为2014年中标价格3%-5%（基药），盈利空间略有下滑。以福建医药流通龙头企业鹭燕医药作为验证，实际盈利水平确实略有下降。预计随着“两票制”在全国深入推行，龙头企业市场份额有望不断提升，同时毛利率会逐步下滑（净利率有望趋同于美国1.05%水平），经历“微利多销”的变革。

**图表26. 福建流通龙头鹭燕医药毛利率略有下滑**


资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

**图表27. 福建流通龙头鹭燕医药净利率略有下滑**


资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

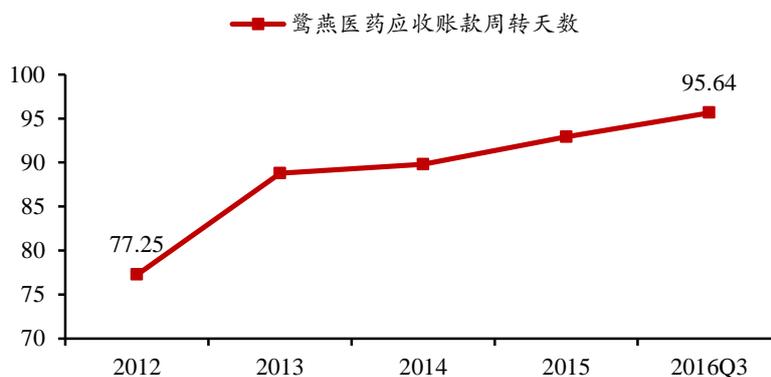
我们通过对盈利水平、市场份额进行敏感性分析，在“微利多销”的变革中，按照龙头企业每年业绩25%-30%的增长（对应3年累计增长95%-120%），短期内驱动业绩约100%增速（短期毛利下降幅度不大，预计约10%），长期能充分应对利润下降的压力，整体利好外延执行力强大的龙头医药流通企业。

**图表28. 盈利水平-市场份额敏感性分析**

3年累计增长 利润下降比例	16%	33%	52%	73%	95%	120%
-10.00%	4.19%	19.79%	36.88%	55.52%	<b>75.78%</b>	<b>97.73%</b>
-20.00%	-7.39%	6.48%	21.67%	38.24%	56.25%	75.76%
-30.00%	-18.97%	-6.83%	6.46%	20.96%	36.72%	53.79%
-40.00%	-30.54%	-20.14%	-8.75%	3.68%	17.19%	31.82%
-50.00%	-42.12%	-33.45%	-23.96%	-13.60%	-2.34%	9.85%
-60.00%	-53.70%	-46.76%	-39.17%	-30.88%	-21.88%	-12.12%

资料来源：WIND、公司公告、广证恒生测算

5) 在运营效率方面，《福建省2014年医疗机构药品集中招标采购实施意见》指出公立医疗机构回款时间不应超过30天，但从2010年福建省推行“两票制”至今，企业的运营效率没有明显提升。其中福建区域性龙头企业鹭燕医药应收账款周转天数从2012年的77.25天延迟至2016Q3的95.64天。由于我国医院、医保机构、医药配送企业之间“三角债”等问题难以短期内解决，预计全国推广两票制在短期内难以迅速提高运营效率，医药流通企业很可能持续面临资金压力。

**图表29. 鹭燕医药的运营资金压力没明显改善**


资料来源：WIND、公司公告、广证恒生

## (2) “营改增”因部分进销税无法抵扣，企业税负上升

- 关于“营改增”税负变化的测算：“营改增”前，流通配送企业的应纳税额=计税销售额\*适用税率（5%）；“营改增”后，对于一般纳税人（应征增值税销售额超过500万元），流通配送企业的应纳税额=当期销项税额-当期进项税额。税负是否上升的关键在于流通企业是否有足够多的进销税进行抵扣。配送流通成本主要由燃油费、汽车维护费、道路通行费和人工费四部分组成，合计约占营收80%-90%。其中只有燃油费和汽车维护费（约占营收30%）可以通过开增值税专用发票作为进销税额进行抵扣，其他大部分成本无法通过开增值税专用发票进行抵扣，因此总体会造成税负上升。根据我们的测算，中游端在“营改增”后，预计税负会在原来营业税的基础上增长约1个点（不同流通企业的各项费用占比存在差异，各企业税负上升程度不同，但一般在原营业税的基础上增长最多不超过3个点）。

图表30. 医药配送流通企业“营改增”后的税负估算（一般纳税人，不考虑新购置运输设备）

按增值税征税（单位：万元）		
汽车维护	每年汽车维护费	94
	适用税率	17%
	汽车维护增值税	13.66
汽车燃油	每年汽车燃油费	175
	适用税率	17%
	燃油增值税	25.43
进项税额		39.09
流通配送	每年配送收入	1000
	适用税率	11%
	流通配送增值税	99.10
销项税额		99.10
应交增值税额		60.01
预计税负（应交增值税额/计税销售额）		6.00%

资料来源：财税〔2016〕36号、专家调研访谈、广证恒生测算

图表31. 医药配送流通企业“营改增”前的税负估算（与一般纳税人“营改增”后税负相对比）

按营业税征税（单位：万元）		
流通配送	每年配送收入	1000
	适用税率	5.00%
	营业税合计	50
税负（应交营业税额/计税销售额）		5.00%

资料来源：财务部、税务局、专家调研访谈、广证恒生测算

对于小规模纳税人（应征增值税销售额不足500万元），进项税不能抵扣，适用税率为3%，流通配送企业的应纳税额=当期销售额/(1+3%)\*3%。与之前征收营业税相比，税费会下降。理论上，虽然“营改增”有利于降低中小流通企业（小规模纳税人）的税负，大型企业也可以通过成立子公司，以小规模纳税人的方式进行合理避税。但实际操作上，由于招投标等限制，企业大部分业务难以通过成立子公司，以小规模纳税人的方式开展，中游端大部分的流通配送企业仍为一般纳税人，因此中游流通领域的总体税费有所上升。

**图表32. 医药配送流通企业“营改增”后的税负估算（小规模纳税人）**

按增值税征税（单位：万元）		
进项税额		0
流通配送	每年配送收入	300
	征收率	3%
	流通配送增值税	8.74
销项税额		8.74
应交增值税额		8.74
预计税负（应交增值税额/计税销售额）		2.91%

资料来源：财税〔2016〕36号、专家调研访谈、广证恒生测算

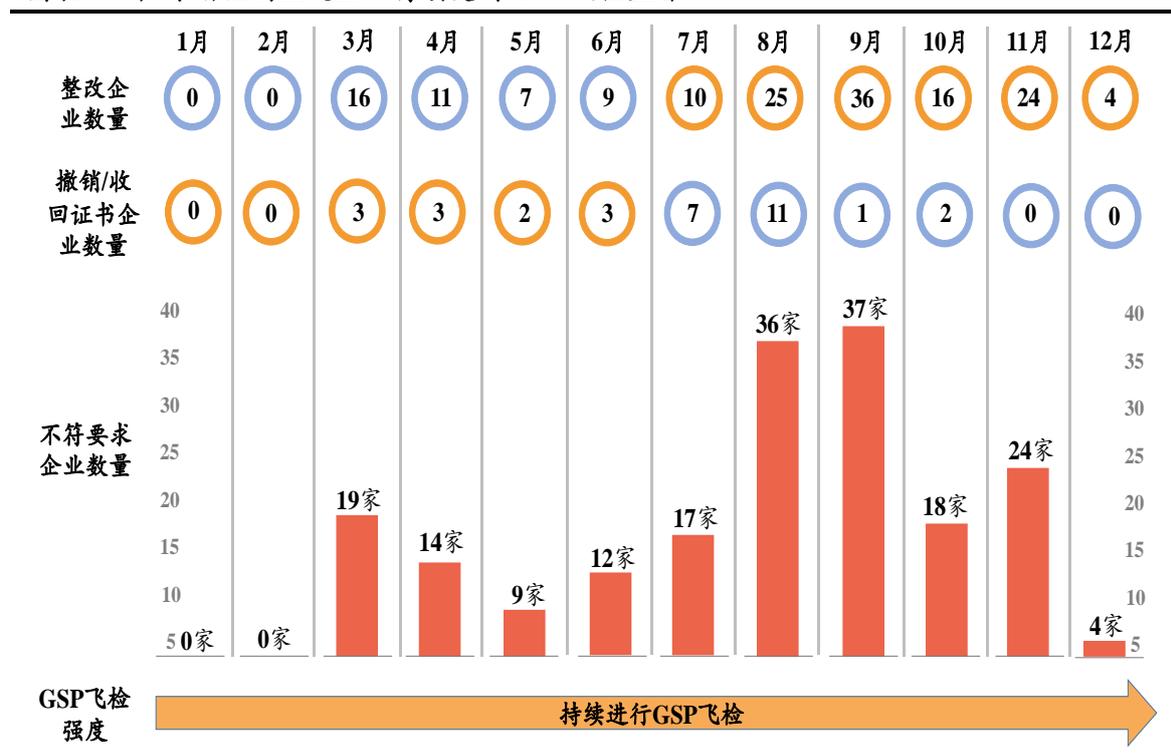
**图表33. 医药配送流通企业“营改增”前的税负估算（与小规模纳税人“营改增”后税负相对比）**

按营业税征税（单位：万元）		
流通配送	每年配送收入	300
	适用税率	5%
	营业税合计	15
税负（应交营业税额/计税销售额）		5%

资料来源：财务部、税务局、专家调研访谈、广证恒生测算

### (3) “新版 GSP” 认证提高流通行业门槛，促进行业兼并整合

- 新版 GSP 认证：**新版 GSP 认证对医药流通企业在“采购”、“收货与验收”、“存储与养护”、“销售”、“出库”、“运输与配送”、“售后管理”、“计算机系统”、“质量管理体系”等多方面做出更严格的要求，医药流通企业必须投入大量资金以应对新版 GSP 认证及 GSP 持续飞检（广东等重点省市 GSP 飞检持续进行）。大量中小型医药流通企业资金实力薄弱，生存空间遭到严重挤压，有利于大型医药流通企业对其进行兼并收购

**图表34. 广东省医药流通企业持续受到 GSP 飞检监督**


资料来源：食品药品监督管理局、广证恒生

### 2.2.3 国内医药流通行业加速整合，力度更甚于美国 80-90 年代

通过在行业增长、经营周转压力、产业政策等多方面对中美进行比对，我们认为国内目前医药流通行业与美国 80-90 年代一样面临行业整合的趋势，但国内整合力度和整合需求更甚于美国的 80-90 年代。

- **行业整体增速更低：**美国 80-90 年代医药流通行业的年复合增速高达 15.66%，目前我国医药流通行业增速仅有 10.60%，在 80-90 年代美国中小医药流通企业仍然存在较大的内生性增长空间，但目前我国医药流通企业内生增长乏力。
- **经营周转压力更大：**美国 80-90 年代医药流通企业平均应收账款天数超过 30 天，目前我国医药流通企业平均营收账款天数高达 80 天以上，我国医药流通企业在经营上面临更大的资金周转压力。
- **产业政策压力更强：**80-90 年代由于推行了“授权批发企业制度”（类似于我国 GSP），美国大量中小型医药流通企业面临被收购或退出行业的命运。目前，我国除了实行 GSP 之外，还推行“两票制”和“营改增”，我国目前产业政策压力远大于美国 80-90 年代。

图表35. 我国医药流通产业现状更加“恶劣”，整合力度甚于美国 80-90 年代

	行业增速	经营资金压力	产业政策压力	行业整合力度
中国目前	10.60%	很大	很大	很大
美国 80-90 年代	15.66%	较大	较大	较大

资料来源：公司公告、Bloomberg、WIND、广证恒生

## 3. 微利时代企业致胜三大策略：构建供应链平台+整合药品+布局器械

整体行业、产业政策、公司经营三大层面导致医药流通企业面临业绩增速放缓、盈利水平下降、运营效率下降，多数医药流通企业举步维艰，我们认为“构建供应链平台”、“整合药品”、“布局器械”是医药流通企业在微利时代的三大致胜策略。

### 3.1 构建医药供应链平台，满足外延发展需要

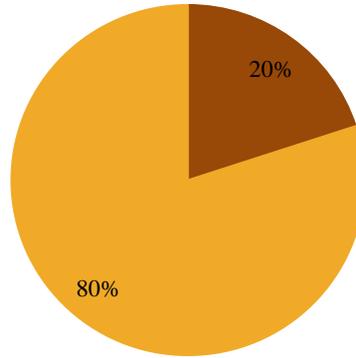
医药供应链主要是指利用物流设备、配送技术、信息管理系统，并通过优化药品或医疗器械在流通环节的验收、存储、分拣、配送等步骤，以实现有效配送药品或医疗器械的复杂过程。

通过分析目前医药流通主要两种配送模式（流通企业自行配送和第三方配送），我们认为医药物流是医药流通企业外延布局的基础，医药流通企业需要搭建自身医药供应链平台，以满足外延发展的需要：

- **自行配送模式：**新版 GSP 对于医药供应链在软件、硬件和冷链上做出更明确的要求，全面提高了医药供应链的门槛。根据药监局的数据，目前只有 20% 的医药流通企业符合新版 GSP 的要求。外延并购后，大型医药流通企业难以沿用中小型企业原有的物流配送系统，需要自建医药供应链平台满足业务配送的需要。

图表36. 目前 80%医药流通企业物流系统不符 GSP 要求

■ 符合新版GSP对物流要求医药流通企业  
■ 不符合新版GSP对物流要求医药流通企业

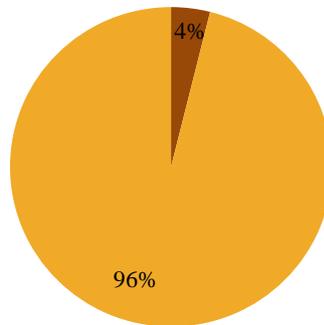


资料来源：药监局、广证恒生

- **第三方配送模式：**目前取得省级药监部门核发的“开展第三方药品物流业务确认件”的第三方物流公司共有 123 家，其中仅有 5 家是传统的物流公司，其余的均由医药流通企业设立。由于短期内传统物流公司难以达到医药专业的仓储管理能力，药品和医疗器械配送难以大规模外包给行业外的第三方物流公司。

图表37. 大量传统物流企业难以开展医药第三方配送业务

■ 由传统物流公司设立的药品第三方物流公司  
■ 由医药流通企业设立的药品第三方物流公司



资料来源：药监局、广证恒生

通过梳理上市医药流通企业的物流布局情况，从覆盖和配送范围分析，上市医药流通企业物流系统主要分为辐射全国、辐射部分省市和辐射单一省市三大梯度。其中，上海医药、华润医药、国药控股、瑞康医药、九州通的物流配送网络属于第一梯度；嘉事堂、南京医药、国药一致的物流配送网络属于第二梯度；国药股份、柳州医药、人民同泰、鹭燕医药、英特集团的物流配送网络属于第三梯度。

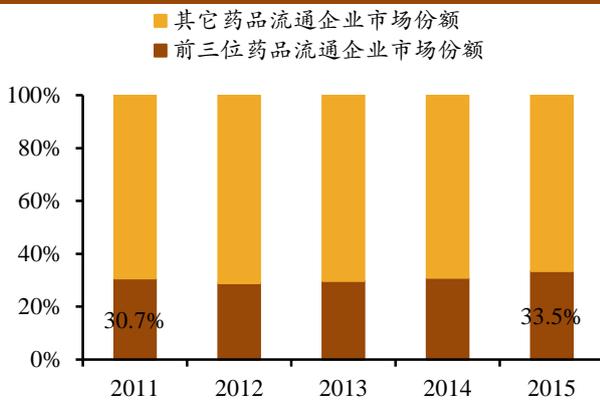
**图表38. 各上市公司物流网络覆盖梳理**

	物流配送规模	物流网络辐射范围
上海医药	形成覆盖全国的物流配送网络	全国
华润医药	形成 114 个覆盖全国的物流中心	全国
国药控股	4 个枢纽物流中心、43 个省级物流中心、173 个地级市物流网点	全国
瑞康医药	逐步在全国范围内搭建	全国大部分地区
九州通	设立了 28 个省级医药物流中心，并向下延伸设立 45 家地市级物流中心	28 个省
嘉事堂	北京、上海、广州、四川、安徽等省市	5 个省市
南京医药	已有 20 个物流中心，覆盖江苏、安徽、福建等地区	华东地区
国药一致	设置 20 个物流中心，覆盖华南地区	华南地区
国药股份	物流配送网络覆盖全国各地	全国
柳州医药	以玉林、桂林、百色等主干城市为配送节点，辐射自治区 14 个地级市	14 个地级市
人民同泰	拥有东北三省最大医药物流中心哈药物流配送中心	东北三省
鹭燕医药	覆盖福建的物流配送网络，包括鹭燕医药莆田仓储物流中心（正在建设）	福建省
英特集团	拥有杭州、宁波、温州（正在建设）、金华（正在建设）物流中心	浙江省地区

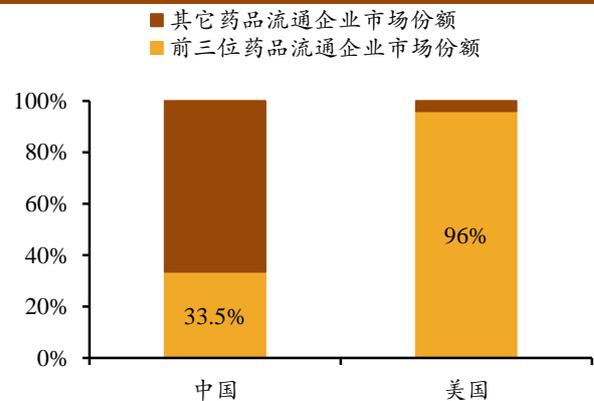
资料来源：WIND、公司公告、公司官网、广证恒生

### 3.2 药品流通集中度分散，存跨省外延整合空间

我国前三大流通企业市占率从 2011 年的 30.70% 上升到 2015 年的 33.50%，行业集中度虽略有上升，但行业集中度整体依然较低。与美国相比，远低于美国前三大药品流通企业 96% 的市占率，我国整个药品流通领域仍存在较大的整合空间。

**图表39. 我国药品流通集中度至今仍然较低**


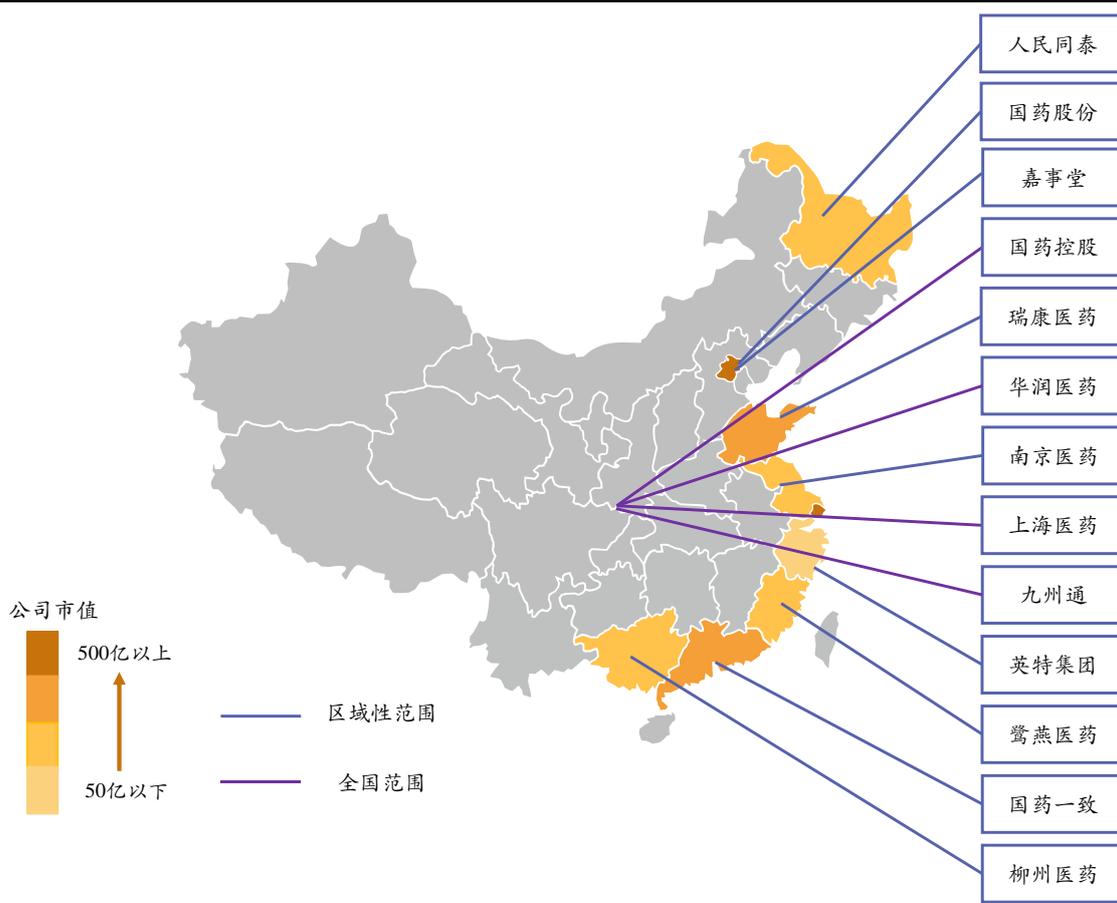
资料来源：商务部、广证恒生

**图表40. 我国药品流通集中度远低于美国**


资料来源：商务部、Bloomberg、广证恒生

进一步从地域分布层面分析，大多数药品流通龙头企业仅仅形成了区域性竞争优势，鲜有辐射全国范围的药品流通龙头企业，大部分省外市场集中度非常分散，因此我们认为未来药品流通的发展趋势主要体现在为跨省兼并收购。

图表41. 医药流通企业形成区域性竞争优势



资料来源：WIND、公司公告、广证恒生

### 3.3 聚焦医疗器械细分领域，优化主业结构

我们通过行业规模、行业集中度、利润水平、资金需求、产业链价值、终端粘性等多个维度，系统地对比医疗器械流通和药品流通领域，认为医疗器械流通领域战略布局意义重大：

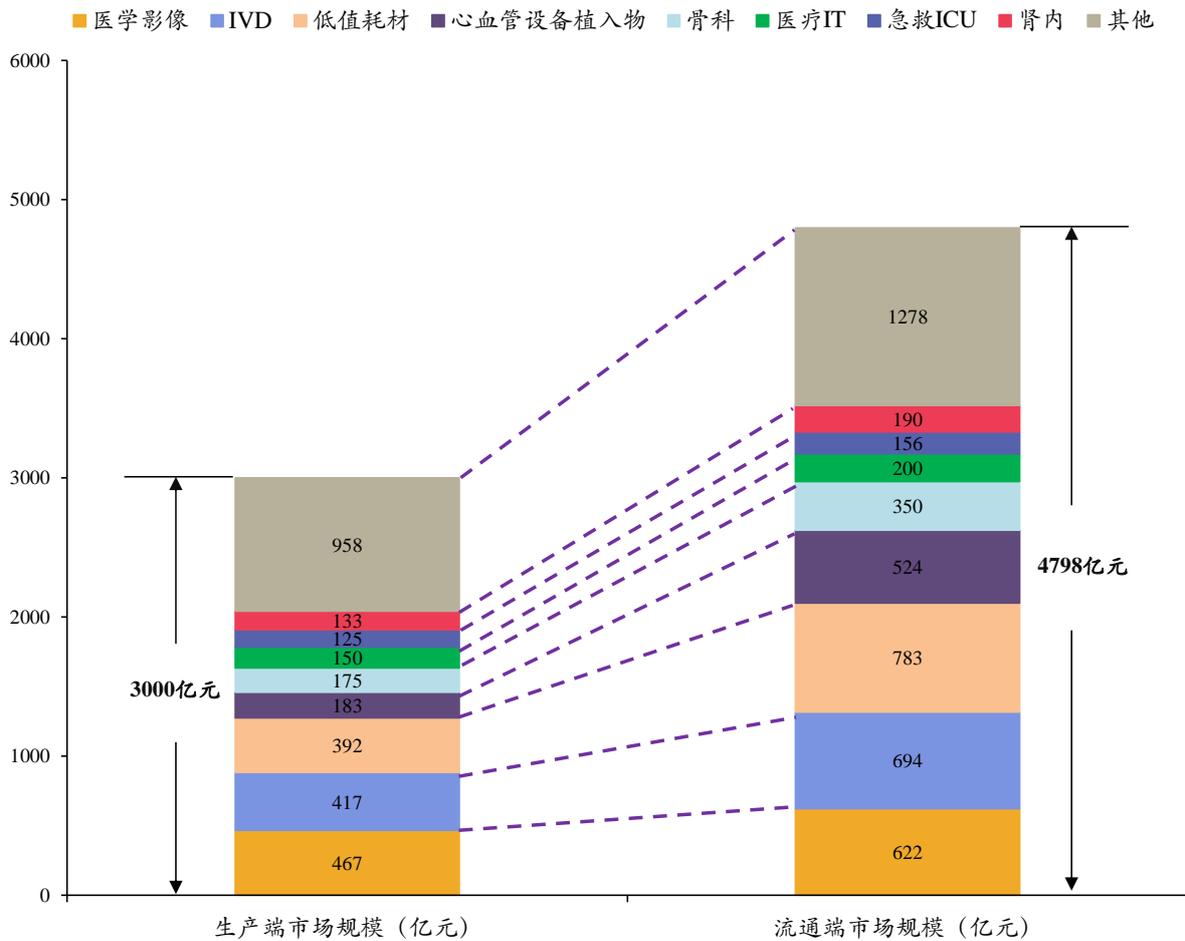
(1) 医疗器械流通行业规模超 4700 亿：主要分为医学影像、IVD、低值耗材、心血管设备植入物、骨科、医疗 IT、急救 ICU、肾内、其它等九大类，2015 年生产端的市场规模分别为 467 亿元、417 亿元、392 亿元、183 亿元、175 亿元、150 亿元、125 亿元、133 亿元、958 亿元。根据草根调研反馈，医学影像、IVD、低值耗材、心血管设备植入物、骨科、医疗 IT、急救 ICU、肾内、其它等九大类医疗器械在流通领域的毛利率保守估计分别为 25%、40%、50%、65%、50%、25%、20%、30%、25%，按照该利润水平进行推算，九大类器械对应流通端的市场规模分别为 622 亿元、694 亿元、783 亿元、524 亿元、350 亿元、200 亿元、156 亿元、190 亿元、1278 亿元，合计医疗器械流通市场规模高达约 4798 亿元。

图表42. 各类医疗器械流通领域毛利率梳理

器械类别	医学影像	IVD	低值耗材	心血管	骨科	医疗 IT	急救	肾内
毛利率区间	25%-35%	40%-55%	50%-55%	65%-75%	50%-75%	25%-30%	20%-35%	30%-45%

资料来源：专家调研访谈、广证恒生

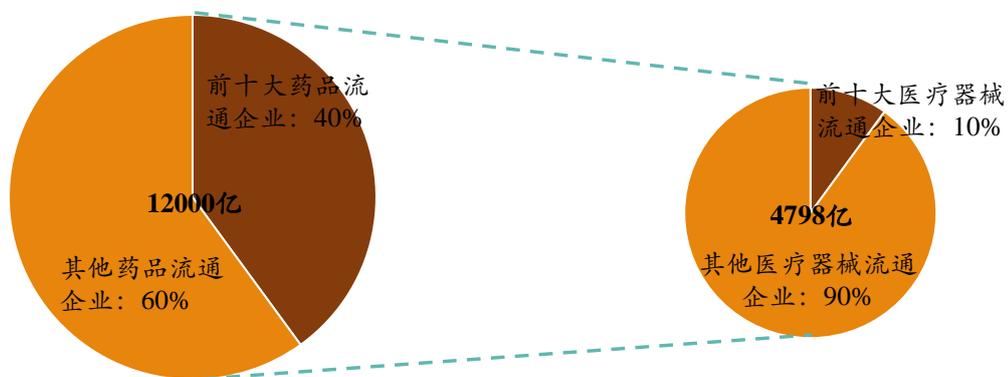
图表43. 医疗器械流通领域的市场规模假设测算



资料来源：中国医药工业信息中心、专家调研访谈、广证恒生

(2) 器械流通行业集中度显著低于药品：药品流通市场规模约为 12000 亿，药品流通企业 1.6 万家，平均每家药品流通企业所占市场规模约为 7500 万元，前十大医药流通企业市场份额约为 40%；医疗器械流通市场规模约为 4798 亿，医疗器械流通企业约为 18 万家，平均每家医疗器械流通企业所占市场规模约为 267 万元，前十大医疗器械流通企业市场份额不足 10%，医疗器械流通领域集中度明显低于药品流通。

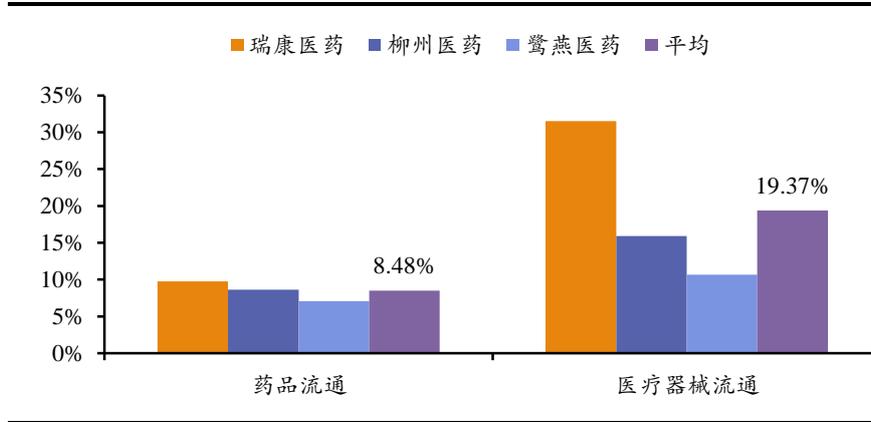
图表44. 医疗器械流通领域市场规模可观且集中度低



资料来源：中国医药工业信息中心、商务部、广证恒生

(3) **器械流通业务利润率水平高于药品**：综合目前上市医药流通企业的情况，药品流通业务的毛利率均值约为 8.48%，医疗器械流通业务的毛利率均值约为 19.37%，医疗器械流通业务的盈利水平远高于药品流通业务，布局器械流通有助于改善医药流通企业的盈利水平。

图表45. 医疗器械流通毛利率普遍高于药品流通



资料来源：WIND、广证恒生

(4) **器械流通企业运营资金压力更大，被整合意愿更强**：药品流通企业平均应收账款周期约为 3 个月，医疗器械流通企业应收账款周期短则 3 个月，长则超过 9 个月，医疗器械流通企业面临更大的运营资金压力，更愿意通过整合获得龙头企业资金支持。

(5) **器械流通企业在产业链的终端价值更高**：由于药品在我国发展历史较长，大多药品厂家已握终端渠道，产业链整合相对充分，药品流通企业的职能主要为配送。但医疗器械在我国发展历史较短，大多厂家没有终端资源，器械流通企业的价值主要体现在“入院能力”等终端资源价值，医疗器械流通企业在产业链的终端价值高于药品流通企业。

(6) **器械流通企业在医院终端粘性高于药品**：与药品采购相比，医院对医疗器械的集中采购很大程度上取决于医院无法标准化的技术性要求，即医生、医务人员等通常根据自身使用习惯、流通企业相应技术服务来选择供应商，使用习惯一旦形成，一般不会轻易更换供应商，因此器械流通企业在医院终端的粘性高于药品，具有更大收购价值。

综合市场规模、行业集中度、利润水平、资金需求、产业链价值、终端话语权等六大层面，我们认为医疗器械流通领域整合空间较大且利润率较高，医疗器械流通企业的兼并收购价值不亚于药品流通企业，能强化医药流通平台化优势，是优化主业的重要布局方向。

图表46. 医疗器械流通领域的收购价值不亚于药品流通领域

	市场规模	行业集中度	毛利率水平	产业链价值	资金需求	终端话语权
药品流通领域	12000亿	40%	8.48%	较低	较低	较低
医疗器械流通领域	4798亿	10%	19.37%	较高	较高	较高

资料来源：WIND、公司公告、CNKI 数据库、广证恒生

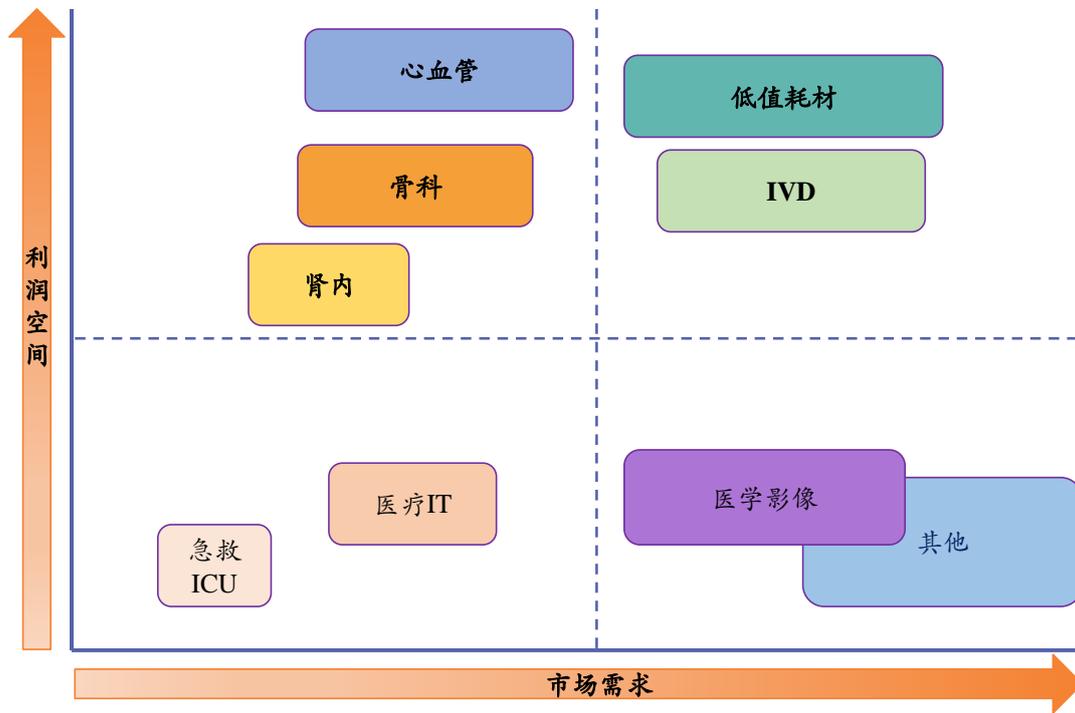
进一步深入分析器械流通领域各大细分领域，我们发现器械各大细分领域在利润空间 and 市场需求上不尽相同，我们认为医药流通企业有望通过布局利润空间 and 市场需求较大的领域，实现医疗器械流通战略布局的效用和价值最大化：

通过市场需求和利润空间两大维度进行深入剖析，我们认为器械各细分领域的布局价值主要分为四大梯度：

- (1) IVD、低值耗材等利润空间 and 市场需求较大的领域属于第一梯度，是值得重点布局的细分领域；
- (2) 心血管、骨科、肾内等市场规模一般但利润空间较大的细分领域属于第二梯队；

- (3) 医学影像等市场需求一般且利润空间较低的领域属于第三梯队；
- (4) 医疗IT与急救ICU等属于第四梯队。

图表47. 市场份额大、加成高的重点细分领域



资料来源：中国医药工业信息中心、WIND、广证恒生

综合比对各大医药流通龙头，九州通、嘉事堂、瑞康医药、英特集团等企业已经在 IVD、低值耗材、心血管、骨科等价值较高的细分领域上布局，且器械业务的销售初显规模，在器械流通上局部比其他企业具有先发优势。

图表48. 各大医药流通领域对医药器械的布局情况梳理

	医学影像	IVD	低值耗材	心血管	骨科	医疗IT	急救ICU	肾内	其他	总体规模 (亿元)
九州通										35.03
嘉事堂										28.00
瑞康医药										10.51
英特集团										6.20
国药一致										5.38
鹭燕医药										4.17
柳州医药										1.48
人民同泰										0.51
国药股份										0.10
国药控股										--
南京医药										--
上海医药										--

资料来源：公司公告、公司官网、广证恒生（国药控股、南京医药、上海医药器械收入不单独披露）

## 4. 综合三维度致胜策略精选医药流通优质龙头标的

综合目前医药流通上市公司的布局情况，各大企业在“医药供应链”、“药品流通整合”、“器械流通布局”三大维度进行不同程度的布局。其中，柳州医药等以“医药供应链”为战略重点；上海医药、九州通、

国药股份等以“药品流通整合”为发展重点；瑞康医药、嘉事堂等以“医械流通整合”为布局重点。结合目前上市公司的估值（18年对应P/E 25倍以下，PEG为1以下），我们在“医药供应链”、“药品流通整合”、“器械流通布局”三大维度分别精选出长期看好的优质标的：**柳州医药**、**九州通（医药供应链布局）**、**国药股份（药品整合）**、**瑞康医药（医疗器械整合）**。

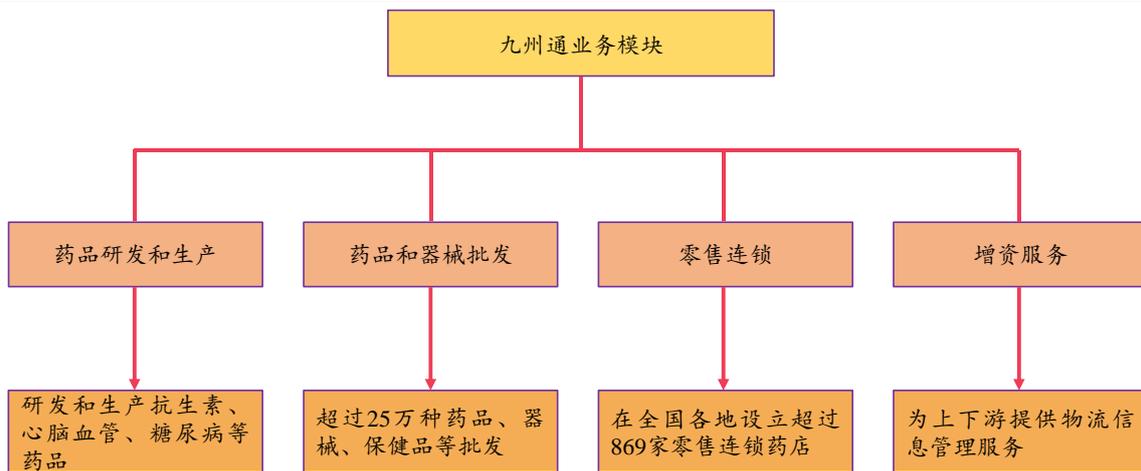
**图表49. 重要投资标的业绩与估值情况**

公司名称	重点布局策略	现价 (元/股)	P/E			PEG		
			16E	17E	18E	16E	17E	18E
上海医药	药品流通整合	21.17	17.59	15.52	13.69	1.41	1.17	1.02
九州通	供应链/药品整合	20.72	39.24	30.50	23.89	1.52	1.06	0.88
瑞康医药	医疗器械流通整合	31.71	38.10	26.93	20.76	0.29	0.65	0.70
柳州医药	医药供应链延伸	73.83	34.58	27.67	22.14	0.75	1.11	0.89
嘉事堂	医疗器械流通整合	36.69	-	31.62	25.35	-	0.99	1.01
国药一致	药品流通整合	68.45	30.76	26.28	22.89	1.22	1.54	1.55
国药股份	药品流通整合	31.93	25.76	21.96	19.11	0.45	1.01	0.89
南京医药	药品流通整合	7.96	44.42	30.07	25.05	1.89	0.54	1.07
人民同泰	药品流通整合	14.79	35.20	28.63	23.76	0.47	1.25	1.16
英特集团	药品流通整合	22.69	77.07	33.03	29.76	4.49	0.19	2.12

资料来源：WIND、公司公告、广证恒生（数据截止于2017.1.24）

## 4.1 九州通：依托物流网络，持续加码布局医药流通业务

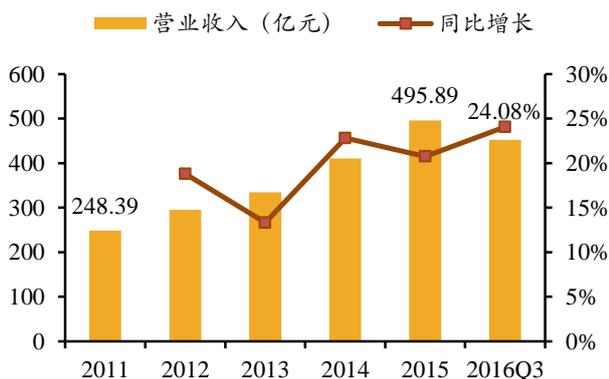
九州通成立于1999年，2010年实现A股上市，是拥有自主知识产权和集成规划现代医药物流中心能力的医药流通企业。目前公司的主要业务包括药品和器械批发、零售连锁、药品研发和生产、增资服务四大部分。

**图表50. 九州通的四大业务板块**


资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

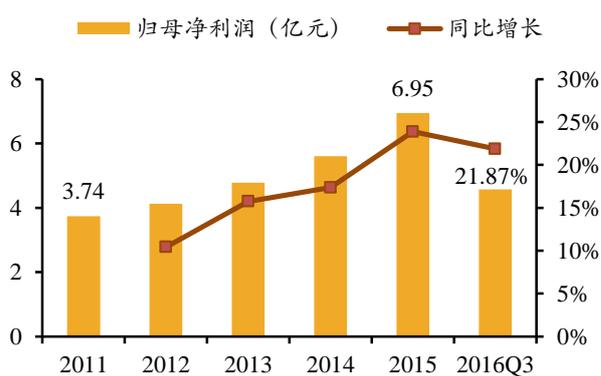
在经营业绩方面，公司实现业绩的快速增长。营业收入从2011年的248.39亿元增长到2015年的495.89亿元，年复合增长为18.87%；规模净利润从2011年的3.74亿元增长到2015年的6.95亿元，年复合增长为16.76%。其中，2016年Q3，营收和净利润分别同比增长24.08%和21.87%。

图表51. 16年Q3营业收入保持约20%以上增长



资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

图表52. 16年Q3净利润保持约20%以上增长

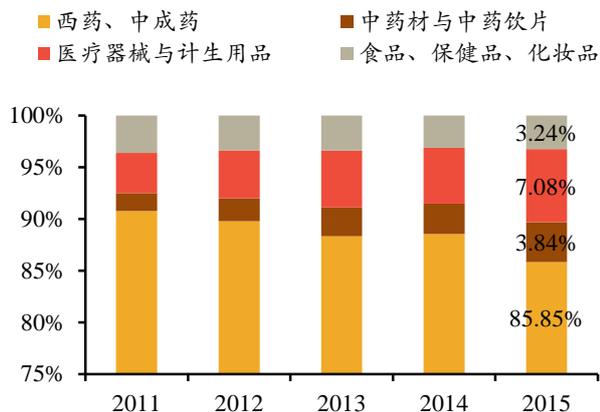


资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

在业务结构方面，2015年“西药和中成药”、“中药材和中药饮片”、“医疗器械和计生用品”、“食品、保健品和化妆品”的营收占比分别为85.85%、3.84%、7.08%、3.24%。其中，“西药和中成药”是公司营收的主要来源；

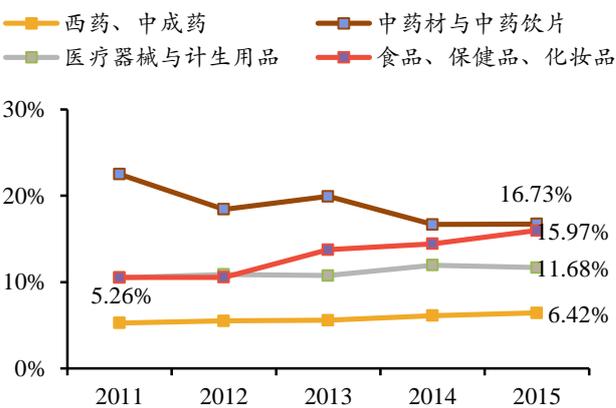
在盈利水平方面，2015年“西药和中成药”、“中药材和中药饮片”、“医疗器械和计生用品”、“食品、保健品和化妆品”毛利率分别为6.42%、16.73%、11.68%、15.97%，公司比重最大的“西药和中成药”业务毛利率稳步上升，从2011年的5.26%增长到2015年的6.42%。

图表53. 西药和中成药是主要营收来源



资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

图表54. “西药和中成药”业务毛利率稳步上升



资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

### 4.1.1 九州通医药物流网络覆盖全国超过28个省市

九州通先后在湖北、北京、河南、上海、新疆、广东等省市投资省级医药物流中心，同时建设配套的实际物流中心和配送站，目前已在全国完成28个省级大型物流中心和49个地市级中小型物流中心的布局，形成覆盖全国大部分地区的医药物流网络，为药品流通外延整合奠定扎实的基础。

图表55. 九州通的覆盖全国大部分地区的医药物流网络



资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

#### 4.1.1 持续在医药配送业务上加码布局，带动业绩 20%以上增长

为充分利用覆盖全国的物流配送系统，公司持续积极地拓展“西药和中成药”、“中药材和中药饮片”、“医疗器械和计生用品”等配送业务，并带动各个业务板块业绩快速增长。

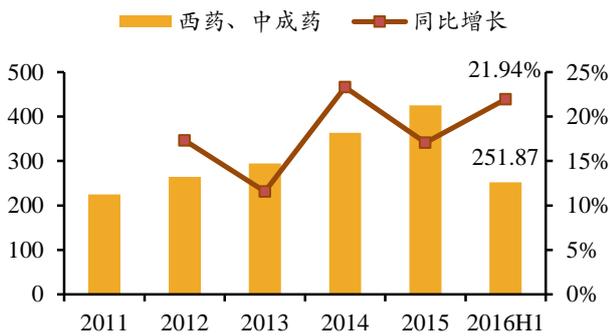
图表56. 近年九州通在医药配送业务上的加码布局

布局方向	2016	2015	2014
西药和中成药	1) 血制品销售实现突破，新增终端客户较多	2) 优化采购流程、配送流程，盈利能力逐步提高，毛利率同期上升 0.3%	1) 新增 5 家合资厂家的全国一级代理资格； 2) 新增 4 家省一级代理项目业务合作
中药材和中药饮片	1) 新增等级医院客户 189 家； 2) 新增基层医疗机构客户 609 家	1) 完成 6 个标准煎药中心建设，3 个中心投入运营，4 个中心已上线自主研发的标准煎药软件管理系统	1) 收购上海封浜中药 60% 的股权； 2) 在武汉东西湖及北京建设两家中药饮片生产厂
医疗器械和计生用品	1) 在湖北建立骨科库，打造骨科配送平台； 2) 取得鱼跃 655A 和水银血压计全国经销权	1) 下设 17 家区域公司医疗器械部成立区域医疗器械公司，增强对外合作； 2) 收购 7 家骨科经销商、1 家售后服务公司	1) 史塞克、西门子、强生、GE、威高等知名厂家建立合作关系

资料来源：WIND、公司公告、广证恒生

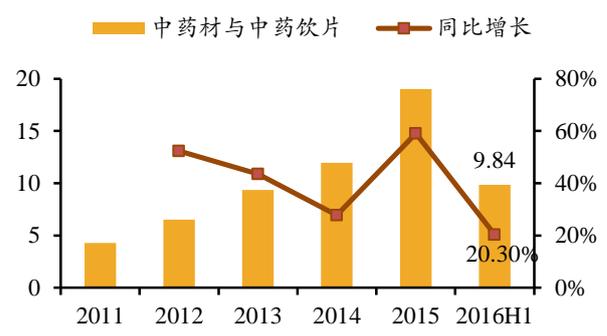
2016 年 H1 西药和中成药业务实现营收 251.87 亿元，同比增长 21.94%；中药材和中药饮片业务实现营收 9.84 亿元，同比增长 20.30%；医疗器械和计生用品业务实现营收 22.56 亿元，同比增长 49.35%，各业务板块大多实现业绩快速增长。

图表57. 16H1 西药和中成药配送业务增长 21.94%



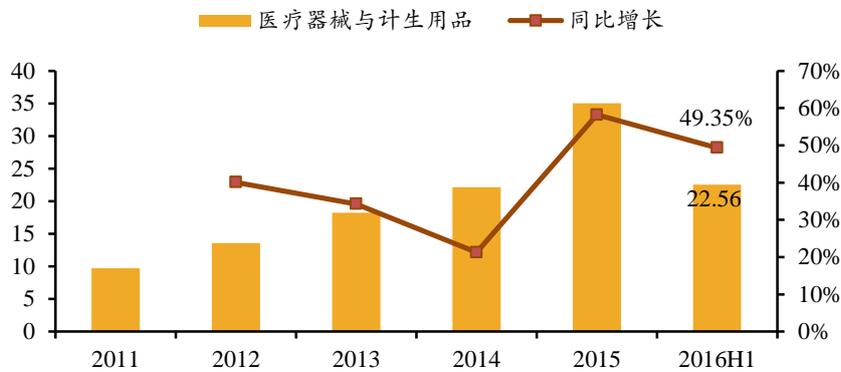
资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

图表58. 16H1 中药材等配送业务增长 20.30%



资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

图表59. 16H1 医药器械配送业务增长 49.35%

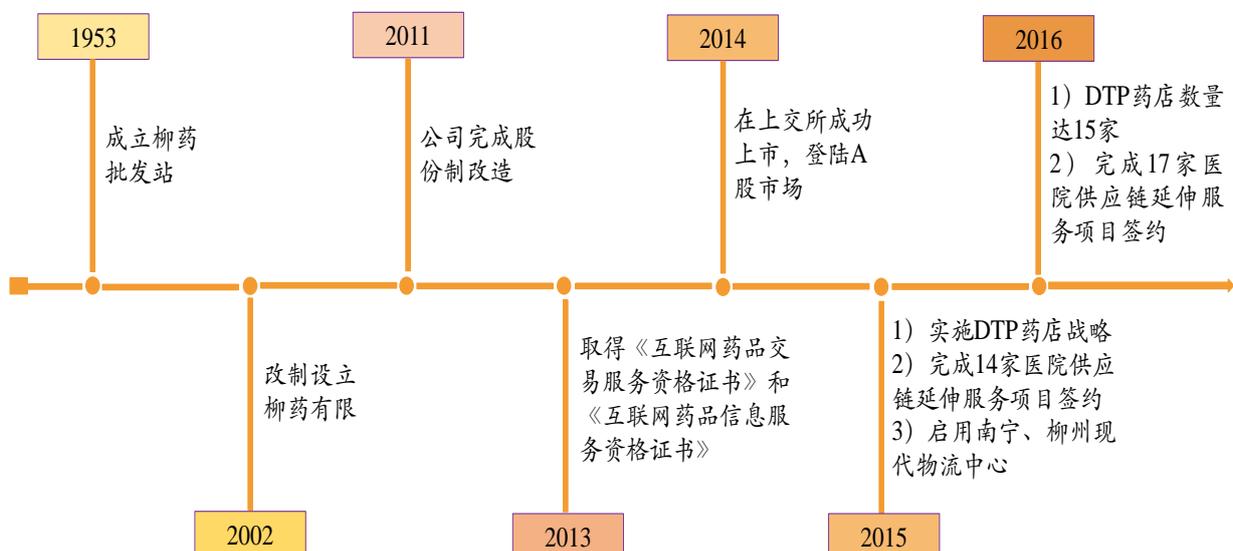


资料来源：WIND、公司公告、广证恒生

## 4.2 柳州医药：供应链延伸带动业绩高增长

柳州医药前身为 1953 年成立的柳药批发站，于 2002 年改制为柳州医药，并在 2014 年实现 A 股上市。经过公司多年在广西地区医药流通领域的深耕细作，目前已成为具有区域性优势的医药流通龙头企业。

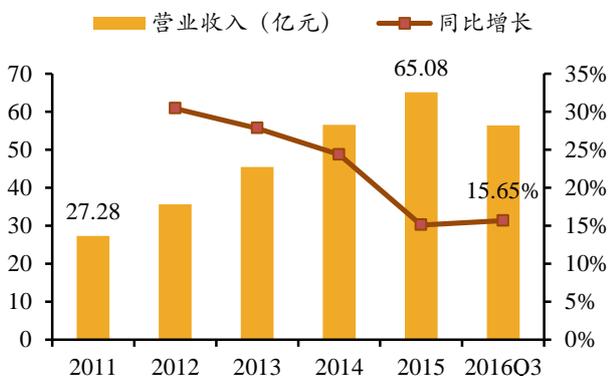
图表60. 柳州医药逐步成长为广西地区的医药流通龙头企业



资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

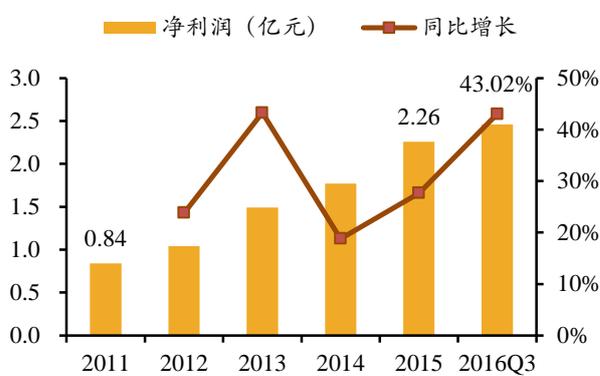
在经营业绩方面，公司实现业绩的快速增长。营业收入从2011年的27.28亿元增长到2015年的65.08亿元，年复合增长为24.28%；规模净利润从2011年的0.84亿元增长到2015年的2.26亿元，年复合增长为30.82%。其中，2016年Q3，营收和净利润分别同比增长15.65%和43.02%。

**图表61. 16年Q3 营收保持约15.65%以上增长**



资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

**图表62. 16年Q3 净利润保持约43.02%以上增长**

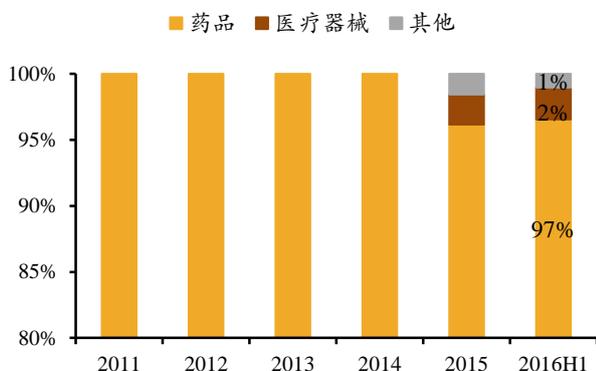


资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

在业务结构方面，2016年H1“药品流通”、“医疗器械流通”、“其他业务”的营收占比分别为97%、2%、1%。其中，“药品流通”是公司营收的主要来源；

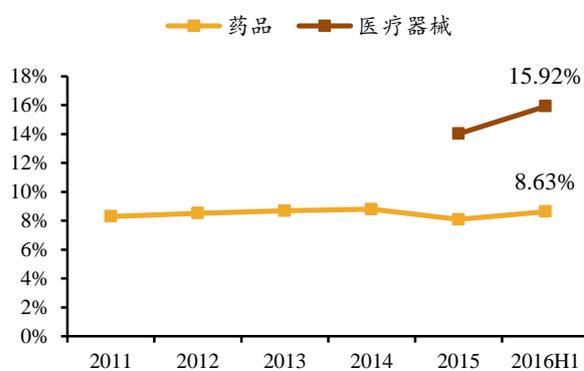
在盈利水平方面，2016年H1“药品流通”、“医疗器械流通”毛利率分别为8.63%、15.92%，公司比重最大的“西药和中成药”业务毛利率保持稳定，基本维持在8.51%的毛利率水平。

**图表63. 西药和中成药是主要营收来源**



资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

**图表64. “西药和中成药”业务毛利率稳步上升**



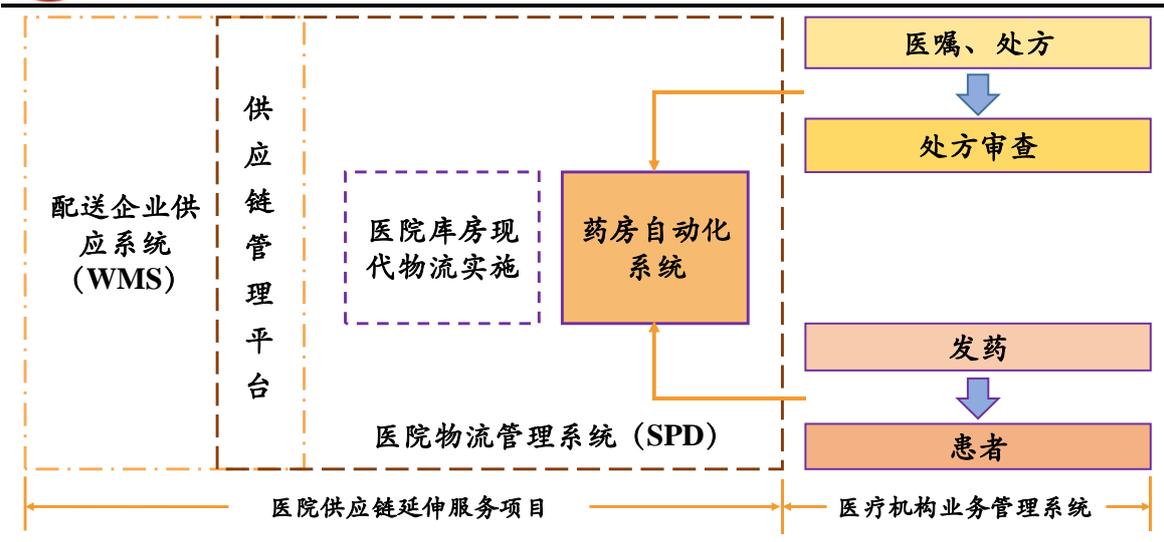
资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

#### 4.2.1 通过定增打造医院供应链延伸和器械配送项目

公司通过定增在“医院供应链延伸”、“医疗器械和耗材配送”上进行布局，分别投资10.35亿元、1.35亿元，预计“医院供应链延伸服务”项目达产后分别带来新增营收和税后净利润25亿元和1.07亿元，“医疗器械和耗材配送”项目达产后分别带来新增营收和税后净利润5亿元和4563.45万元。

- **“医院供应链延伸服务”项目：**通过对接现代物流信息系统和医院业务管理系统，在工业企业、流通企业、医院之间共享物流信息，并将物流系统和设备引入医院，对医院内部配送等进行管理，最终实现“企业-医院-患者”的一体化供应链延伸服务。

**图表65. 柳州医药医院供应链延伸服务**



资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

该供应链延伸项目建设期为3年，拟在广西地区与15-20家三甲医院和30-50家二甲医院进行供应链延伸合作。按照目前的进展，公司累计与16家三甲医院和3家二甲医院完成了供应链延伸合作，三甲医院的合作基本达到公司的计划。

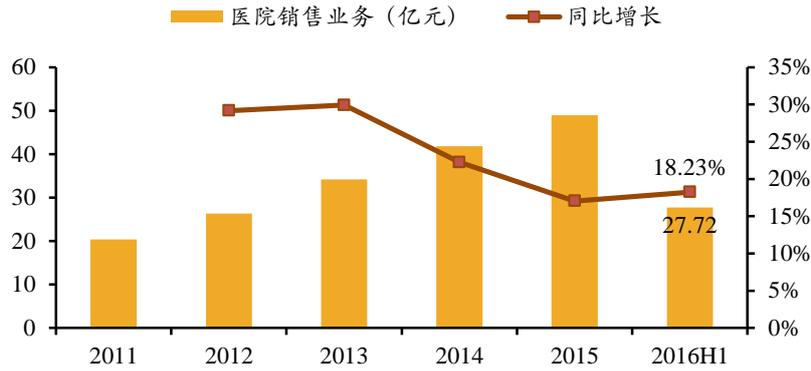
**图表66. 供应链延伸项目持续推进**

时间	合作对象	医院等级	三甲医院累计合作数量	二甲医院累计合作数量
2015.03	桂林医学院附属医院	三级甲等	1	0
2015.03	广西壮族自治区人民医院	三级甲等	2	0
2015.07	广西科技大学第一附属医院	三级甲等	3	0
2015.07	南宁市第一人民医院	三级甲等	4	0
2015.07	南宁市第二人民医院	三级甲等	5	0
2015.08	柳州市人民医院	三级甲等	6	0
2015.08	玉林市中医院	三级甲等	7	0
2015.09	广西壮族自治区脑科医院	三级甲等	8	0
2015.09	广西中医药大学第一附属医院	三级甲等	9	0
2015.01	来宾市人民医院	二级甲等	9	1
2015.01	桂林市医学院第二附属医院	三级甲等	10	1
2015.11	南宁市第三人民医院	三级专科医院	11	1
2016.01	柳江县人民医院	二级甲等	11	2
2016.01	大化瑶族自治县人民医院	二级乙等	11	3
2016.01	广西中医药大学附属瑞康医院	三级甲等	12	3
2016.04	柳州市工人医院	三级甲等	13	3
2016.04	柳州市柳铁中心医院	三级甲等	14	3
2016.09	柳州市妇幼保健院	三级甲等	15	3
2016.12	广西医科大学第二附属医院	三级甲等	16	3
公司规划			20	50

资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

在医院供应链延伸项目的助推下，公司2016年H1在医院销售业务上实现27.72亿元，同比增长18.23%，远高于行业约10%的增速。

**图表67. 16H1 医药销售业务增长 18.23%**

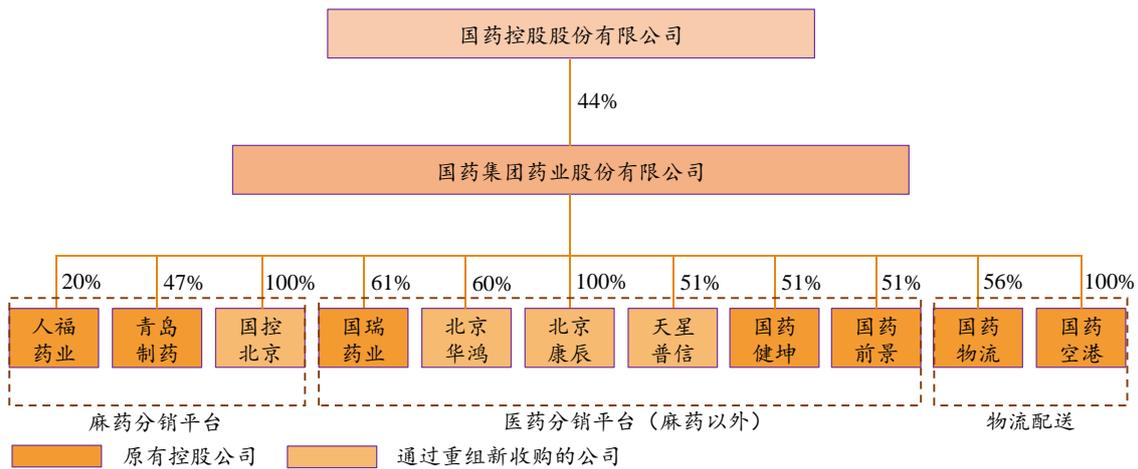


资料来源：WIND、公司公告、广证恒生

### 4.3 国药股份：重组注入优质资产，打造北京药品分销平台

国药股份致力于提供麻药、普药、口腔耗材等专业医药配送服务。通过重组注入国控北京、北京康辰、北京华鸿、天星普信等优质的资产，并结合原有的资产基础，国药股份将成为国药控股下属北京地区唯一的医药分销平台和全国麻药一级分销平台。

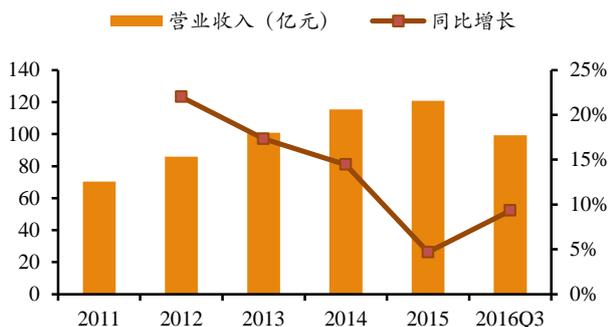
图表68. 国药控股下北京地区唯一的医药分销平台和全国麻药一级分销平台



资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

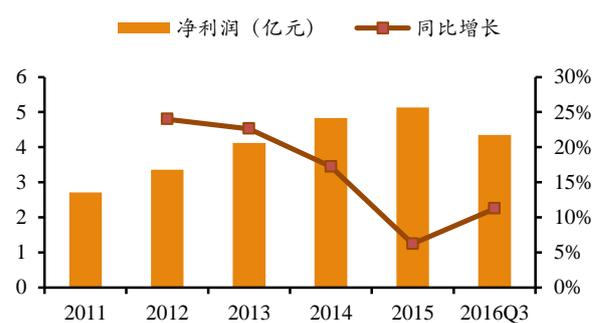
在经营业绩方面，公司实现业绩的快速增长。2016Q3 年公司实现营业收入 99.18 亿元，同比增长 9.34%，实现归母净利润 4.35 亿元，同比增长 6.21%，得益于公司管理改善，业绩增速触底反弹。随着重组逐步完成，公司业绩有望翻番增长。

图表69. 16 年 Q3 营收增速触底反弹



资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

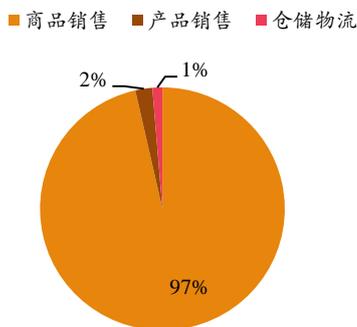
图表70. 16 年 Q3 净利润增速触底反弹



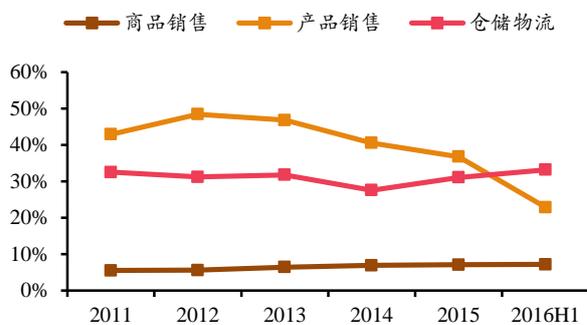
资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

在业务结构方面，公司业务主要分为商品销售、产品销售、仓储物流三大部分。商品销售主要包括麻药和口腔耗材的流通销售；产品销售主要涉及药品工业销售；仓储物流主要是指第三方物流创造的收入。2016H1 年商品销售、产品销售、仓储物流的营收占比分别为 96.44%、2.24%、1.31%，其中商品销售成为公司主要的营收来源。

在盈利水平方面，2016H1 年商品销售、产品销售、仓储物流的毛利率分别为 7.14%、22.86%、33.14。其中营收占比最大的商品销售业务的毛利率持续上升，从 2011 年的 5.51% 增长到 2016 年 H1 的 7.14%。

**图表71. 商品销售是公司主要营收来源**


资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

**图表72. 商品销售业务的毛利率持续增长**


资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

公司通过资产重组，拟发行股份分别收购国控北京、北京康辰、北京华鸿、天星普信 100%、100%、60%、51% 股权。按照业绩承诺，资产重组后四家收购标的合计在 2019 年贡献 9.44 亿元净利润，贡献归母净利润 7.49 亿元。

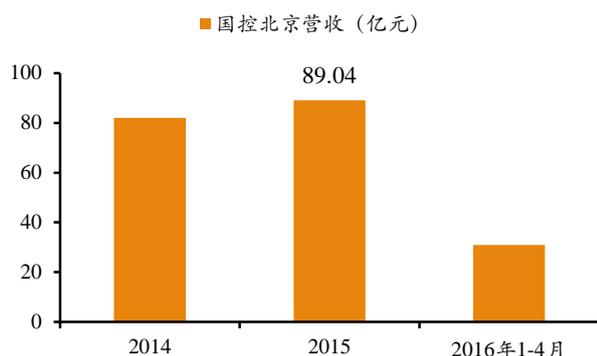
**图表73. 资产重组收购标的业绩承诺情况梳理**

收购标的	新发行的股份 (万股)	收购股份比例 (%)	2019 年承诺净利润 (亿元)	2019 年承诺归母净利润 (亿元)
国控北京	11074.36	100	3.48	3.48
北京康辰	4097.87	100	1.01	1.01
北京华鸿	5195.48	60	2.38	1.43
天星普信	4267.65	61	2.57	1.57
合计	24635.36	-	9.44	7.49

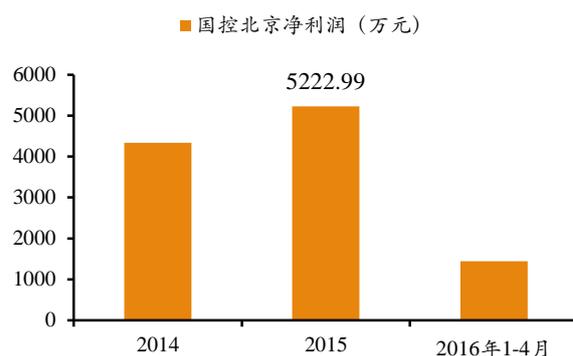
资料来源：WIND、公司公告、广证恒生

### 4.3.1 国控北京：具备麻药二级分销资质，覆盖北京麻药市场 40% 份额

通过资产重组，国药股份拟向国药控股和畅新易达发行股份购买其合计持有国控北京 100% 股权。国控北京主要经营北京地区的麻药、中成药、化药、生物制药、疫苗等药品的分销配送业务，覆盖当地近 100% 三级医院和 90% 以上的二级医院。其中在麻药配送方面，不同于国药股份是全国麻药主要的一级分销商，国控北京是当地的二级分销商，占据北京麻药市场 40% 的份额。2015 年国控北京实现营收 89.04 亿元，实现净利润 5222.99 万元。

**图表74. 15年国控北京实现营收 89.04 亿元**


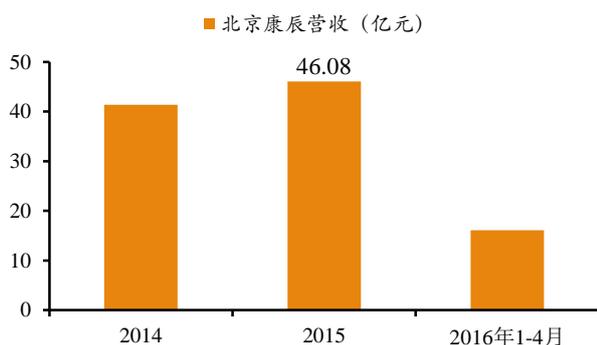
资料来源：公司公告、广证恒生

**图表75. 15年国控北京实现净利润 1439.47 万元**


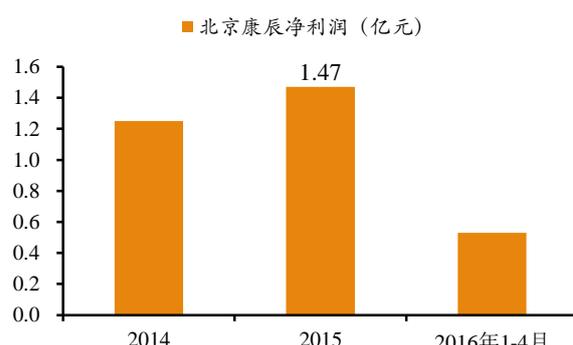
资料来源：公司公告、广证恒生

### 4.3.2 北京康辰：核心业务血液品配送占据北京血制品市场 70%份额

公司通过资产重组拟国药控股和康辰药业发行股份购买其合计持有北京康辰 100% 股权。北京康辰 2014 年开始大力拓展血制品配送业务，目前已经囊括了包括人血白蛋白、静丙、破免、纤维蛋白原等大部分血制品品种，占据北京血制品市场 70% 以上份额。除此之外，北京康辰还经营西药、中成药等配送业务。北京康辰 2015 年实现营收 46.08 亿元，实现净利润 1.47 亿元。

**图表76. 15年北京康辰实现营收 46.08 亿元**


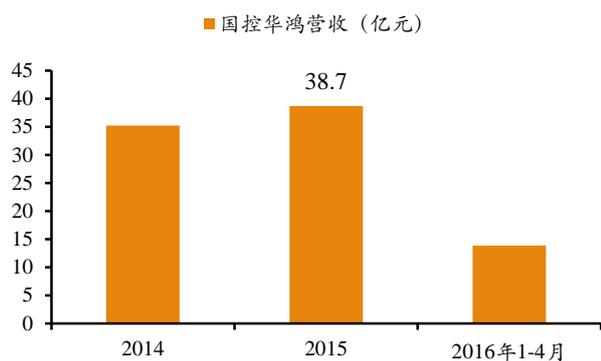
资料来源：公司公告、广证恒生

**图表77. 15年北京康辰实现净利润 1.47 亿元**


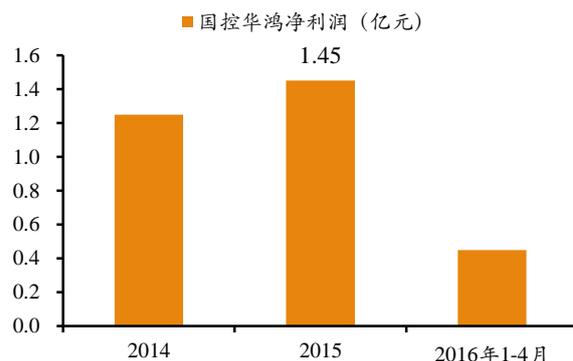
资料来源：公司公告、广证恒生

### 4.3.3 北京华鸿：主营北京抗肿瘤、胰岛素、心脑血管、麻药等药物配送

通过资产重组，国药股份拟向国药控股和畅新易达发行股份购买其合计持有北京华鸿 60% 股权。北京华鸿主要经营北京地区抗肿瘤类药物、胰岛素类药物、心脑血管类药物、麻药等配送，覆盖北京 100% 三级医院和 90% 以上的二级医院。2015 年北京华鸿实现营收 38.70 亿元，实现净利润 1.45 亿元。

**图表78. 15年北京华鸿实现营收38.70亿元**


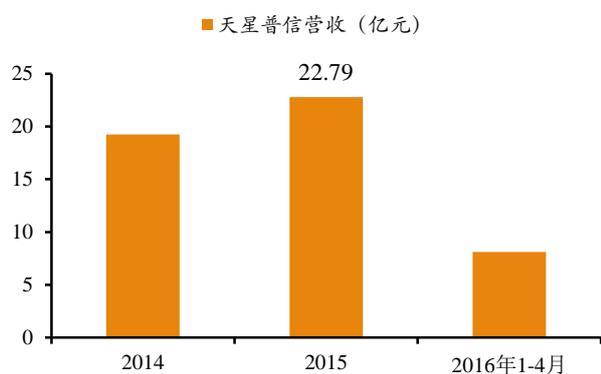
资料来源：公司公告、广证恒生

**图表79. 15年北京华鸿实现净利润1.45亿元**


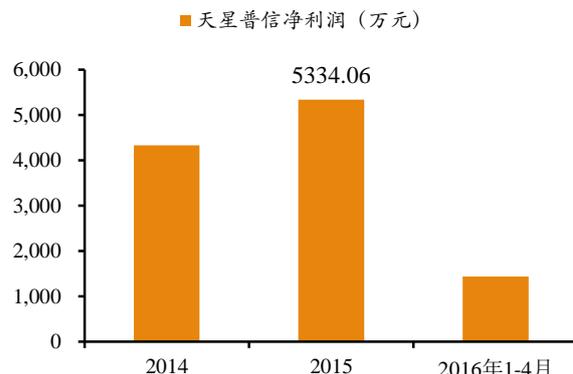
资料来源：公司公告、广证恒生

#### 4.3.4 天星普信：在生物制品配送业务上具备较强的竞争优势

通过重组公司拟向国药控股发行股票购买其持有天星普信51%股权。天星普信致力于生物制品、化药、抗生素、体外诊断试剂、疫苗等近万种药品的配送业务。其中生物制品一直是天星普信的竞争优势品种，其营收占比约20%。在终端医院资源方面，天星普信实现三甲医院93.2%的覆盖率。天星普信2015年实现营业收入22.79亿元，实现净利润5334.06万元。

**图表80. 15年天星普信实现营收22.79亿元**


资料来源：公司公告、广证恒生

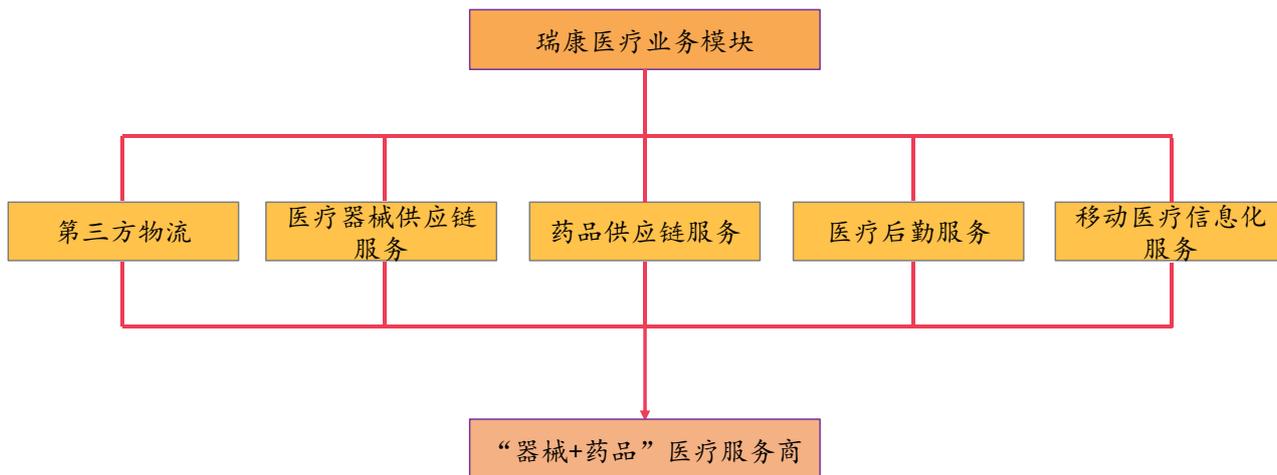
**图表81. 15年天星普信实现净利润5334.06万元**


资料来源：公司公告、广证恒生

#### 4.4 瑞康医药：以整合器械为核心，打造“器械+药品”集约化供应平台

瑞康医药成立于2004年，是一家致力于医药器械和药品流通配送的企业，于2011年在深交所中小板上市，2015年公司销售额实现约百亿的规模。目前，公司业务分为医药器械供应、药品供应、第三方物流、医疗后勤、移动医疗五大部分。

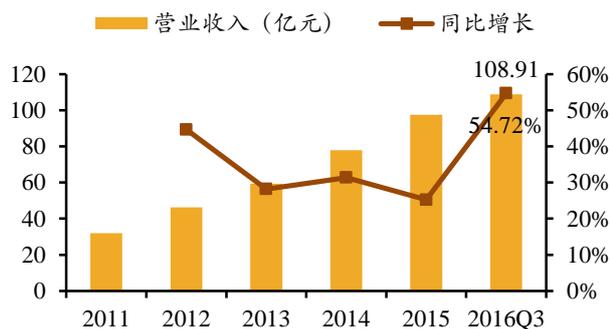
图表82. 瑞康医药的五大业务板块



资料来源：公司公告、公司官网、广证恒生

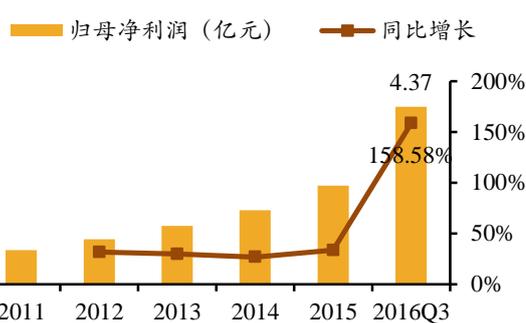
在经营业绩方面，公司实现业绩的快速增长。2016Q3 年公司实现营业收入 108.91 亿元，同比增长 54.72%，实现归母净利润 4.37 亿元，同比增长 158.58%。2011-2015 年营业收入和净利润的年复合增长分别高达 32.17% 和 29.44%，预计未来保持约 30% 的业绩增速。

图表83. 16 年 Q3 营收保持 50% 以上增长



资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

图表84. 净利润保持约 30% 增长

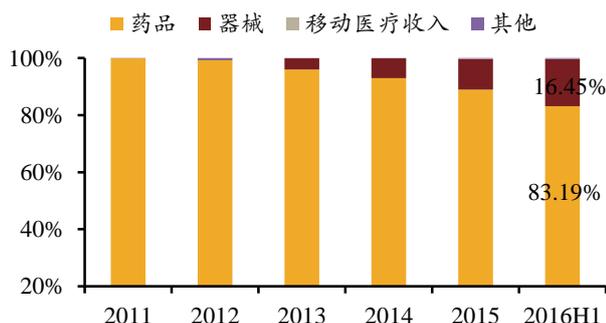


资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

在业务结构方面，2016H1 年药品流通、器械流通、移动医疗和其他业务的营收占比分别为 83.19%、16.45%、0.10% 和 0.26%，其中药品流通业务和器械流通业务成为公司主要的营收来源；从 2013 年开始，器械流通业务的营收占比逐年提升，盈利水平更高的器械流通业务有望继续提高其营收比重。

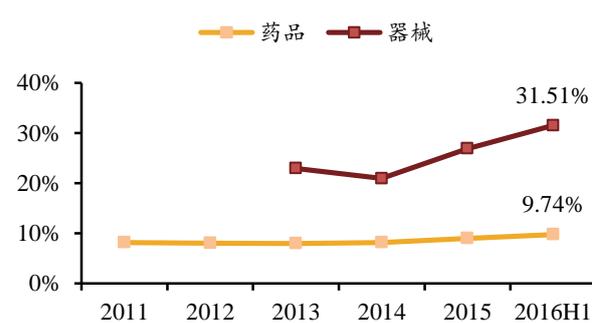
在盈利水平方面，2016H1 年药品流通业务和器械流通业务的毛利率分别为 9.74% 和 31.51%，器械流通业务的毛利率明显高于药品流通业务。近年来，药品和医疗器械流通业务的毛利率均保持逐步上升趋势。

图表85. 医疗器械配送业务比重逐步加大



资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

图表86. 毛利率实现平稳上升



资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

### 4.4.1 医疗器械流通业务的成为业绩重要驱动力

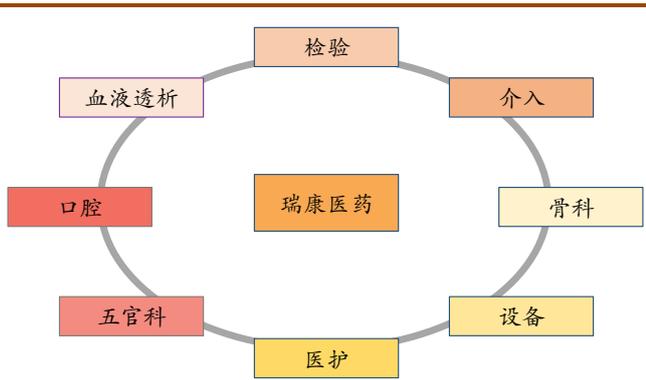
公司从 2011 年开始，通过兼并收购布局医疗器械流通市场，目前已经渐成规模，全面覆盖检验、骨科、五官科、口腔科、医护、血液透析等医疗器械流通细分领域。同时，公司在全面覆盖山东省的基础上，将业务逐步推向全国，目前已在北京、广东、上海等 14 个重要省市完成战略布局。2015 年，山东省外医疗器械流通业务实现营收 1.75 亿元，省外业务初步形成规模。

图表87. 瑞康医药从 2011 年开始布局器械医药流通，目前以渐成规模

收购时间	收购标的	收购目的	2015 年净利润 (万元)
2011 年	泰安瑞康	布局药品、器械等批发	1026.05
2011 年	青岛瑞康	布局药品、器械等批发	1247.54
2012 年	潍坊瑞康药品配送	省内布局药品、器械等批发	214.56
2013 年	济南瑞康医药	省内布局药品、器械等批发	6789.17
2013 年	青岛海誉泰德商贸	拓展省内医疗器械流通市场	531.62
2013 年	山东滨州瑞康医药	拓展省内药品和器械批发市场	406.23
2014 年	尼木祥云医疗器械	拓展器械市场	4850.30
2015 年	北京瑞康时代医药	医疗器械销售	114.27
2015 年	南昌普健实业	药品器械等批发	335.99

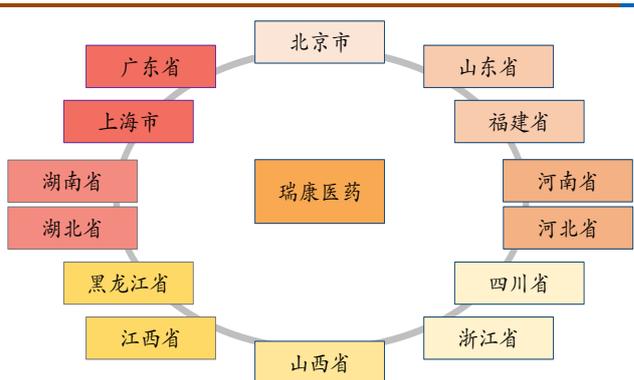
资料来源：公司公告、广证恒生

图表88. 医疗器械流通业务覆盖多个领域



资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

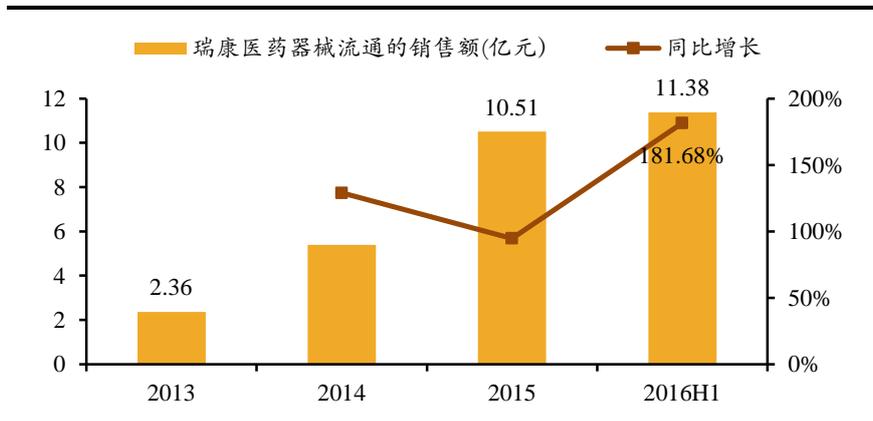
图表89. 医疗器械流通业务覆盖多个地区



资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

瑞康医药的医疗器械流通业务从 2013 年的 2.36 亿元增长到 2015 年的 10.51 亿元，年复合增长高达 111.12%，其中 2016 年 H1 同比增长 181.68%。

图表90. 16 年 H1 医疗器械流通业务同比增长 181.68%



资料来源：WIND、公司公告、广证恒生

#### 4.4.2 药品流通领域的兼并收购驱动业绩增长

瑞康医药自上市以来充分发挥资本市场的优势，积极通过兼并收购布局和整合医药流通行业。其中，瑞康收购的“济南瑞康医药”、“泰安瑞康”、“山东滨州瑞康医药”和“潍坊瑞康药品配送”等均实现对母公司持续贡献利润。

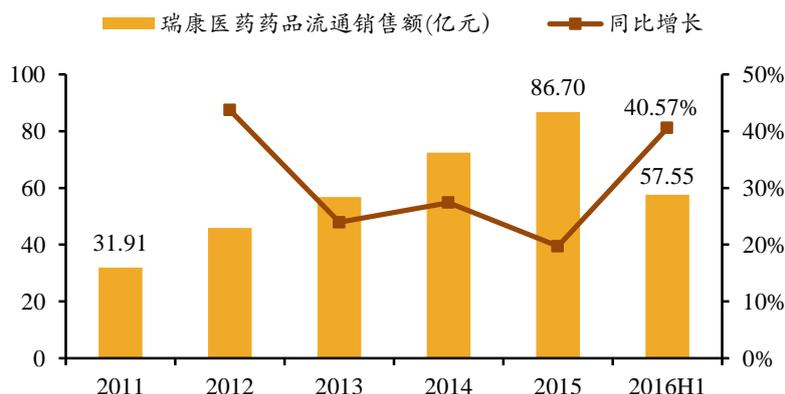
图表91. 收购标的持续为瑞康贡献利润（药品流通业务）

收购时间	收购标的	收购目的	15年净利润（万元）
2011年	泰安瑞康	布局药品、器械等批发	1026.05
2011年	青岛瑞康	布局药品、器械等批发	1247.54
2012年	潍坊瑞康药品配送	省内布局药品、器械等批发	214.56
2013年	济南瑞康医药	省内布局药品、器械等批发	6789.17
2013年	山东滨州瑞康医药	拓展省内药品和器械批发市场	406.23
2015年	南昌普健实业	药品器械等批发	335.99

资料来源：公司公告、广证恒生

瑞康医药药品流通的销售额从2011年的31.91亿元增长到2015年的86.70亿元，年复合增长为28.39%，其中，凭借着外延并购，2016年H1瑞康医药药品流通业务同比增长40.57%，远高于行业10.60%的增速。

图表92. 16年H1药品流通业务同比增长40.57%



资料来源：WIND、公司公告、广证恒生



**廣證恒生**  
GUANGZHENG HANG SENG

### 广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 4 楼  
电 话：020-88836132，020-88836133  
邮 编：510623

### 股票评级标准：

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15% 以上；  
谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；  
中 性：6 个月内相对市场表现在 -5%—5% 之间波动；  
回 避：6 个月内相对弱于市场表现 5% 以上。

### 分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

### 重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。