

行业研究/深度研究

2018年07月30日

行业评级:

医药生物 增持(维持)
医药商业II 增持(维持)

代雯 执业证书编号: S0570516120002
研究员 021-28972078
daiwen@htsc.com

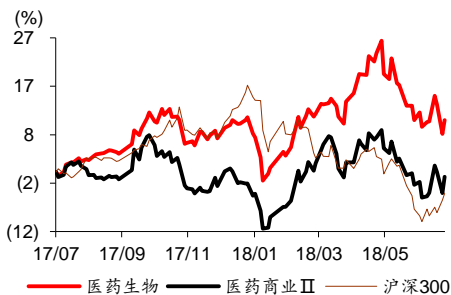
孙昊阳 执业证书编号: S0570518060001
研究员 sunhaoyang@htsc.com

孔垂岩 021-38476695
联系人 kongchuiyan@htsc.com

相关研究

- 1《恩华药业(002262,买入): 精麻龙头, 逐季提速》2018.07
- 2《一心堂(002727,买入): 拟收购灵石大众药房, 加强山西布局》2018.07
- 3《柳药股份(603368,买入): 业绩不负众望, 发力高毛利业务》2018.07

一年内行业走势图



资料来源: Wind

凛冬已过, 否极泰来

——当前时点看医药流通

看好医药流通行业 2018 下半年边际复苏

从 2H17 开始, 受到利率上行、取消药品加成等因素压制, 医药流通板块业绩承压。我们认为经过一年时间利空已充分消化, 结构性利好显现, 2H18 有望逐步复苏, 部分区域龙头业绩率先反转: 1) 融资成本有望在 3Q18 企稳; 2) 行业尾部企业加速出清; 3) 布局高增长且分散的器械流通将为龙头继续赋能; 4) 流通新模式弯道超车。我们重点推荐柳药股份和中国医药, 建议关注润达医疗和国药股份。

融资成本有望于 3Q18 企稳

无风险利率从 2Q18 开始下行, 随之部分医药流通龙头发债利率也环比降低。结合近期国常会精神, 我们认为医药流通企业融资成本在 3Q18 有望企稳, 甚至可能边际降低。2018 下半年起, 我们预计医院逐步消化药品“零加成”带来的负面影响, 医药流通龙头企业也在加强账期管理, 优化业务结构, 我们认为 2H18 经营性现金流或可同比改善, 财务压力减轻。

行业分化加剧, 尾部企业加速退出市场

目前“两票制”基本执行完毕, 我们测算 2017 年规模以上医药流通企业纯销市场占比同比提高 6.6 pct, 达 81.0%, 行业尾部企业被快速淘汰。我们认为 2H18 调拨业务调整带来的短期冲击逐步减弱, 长期整合利好将更明显, 预计 2018 年规模以上医药流通企业纯销业务增速提高到 20%。相对全国龙头, 竞争优势显著、政策利好明确的区域龙头业绩将率先反弹。

器械配送有望成为流通龙头业绩新增量

器械配送是行业龙头争夺的又一战略高地: 1) 增长快: 医疗器械终端需求旺盛, 我们预计医疗器械配送市场规模 2018-2020 年将维持 20% 的复合增速, 在 2020 年或可达到 7000 亿元规模; 2) 市场分散: 2017 年器械配送 CR3 为 17%, 明显低于药品配送, 而全国多地试水耗材“两票制”, 整合加速可期; 3) 毛利率高: 普通器械配送业务毛利率比药品高 2-5 pct, 代理业务可达 25%, 布局器械配送有望提高医药流通企业整体毛利率。

探索医药商业新模式, 寻找下一风口

新医药商业模式有望促使部分医药流通企业弯道超车: 1) IVD 打包集采: 可为检验科降本增效, 我们预计 2018-2020 年行业龙头收入保持 30% 高增速; 2) DTP 药房和院边店: 最先承接外流处方, 批零一体化战略重要环节; 3) GPO: 上海、深圳和广州三地试水, 将推动医药流通行业整合。

重点推荐柳药股份和中国医药, 建议关注国药股份和润达医疗

我们看好: 1) 柳药股份: 竞争优势明显, 成长驱动因素确定; 2) 中国医药: 全国二线龙头, 外延加速, 业绩增长弹性空间大, 贸易和工业支持现金流; 3) 润达医疗: 聚焦 IVD 打包集采业务, 1H18 经营性现金流改善; 4) 国药股份: 保持北京地区领先优势, 精麻业务稳健增长, 现金流出色。

风险提示: “两票制”推行不及预期; 招标降价超预期; 利率上行超预期。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E(倍)			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
600056.SH	中国医药	18.86	买入	1.24	1.56	1.94	2.35	15.2	12.1	9.7	8.0
603368.SH	柳药股份	35.79	买入	1.55	2.02	2.57	3.17	23.1	17.7	13.9	11.3

资料来源: 华泰证券研究所

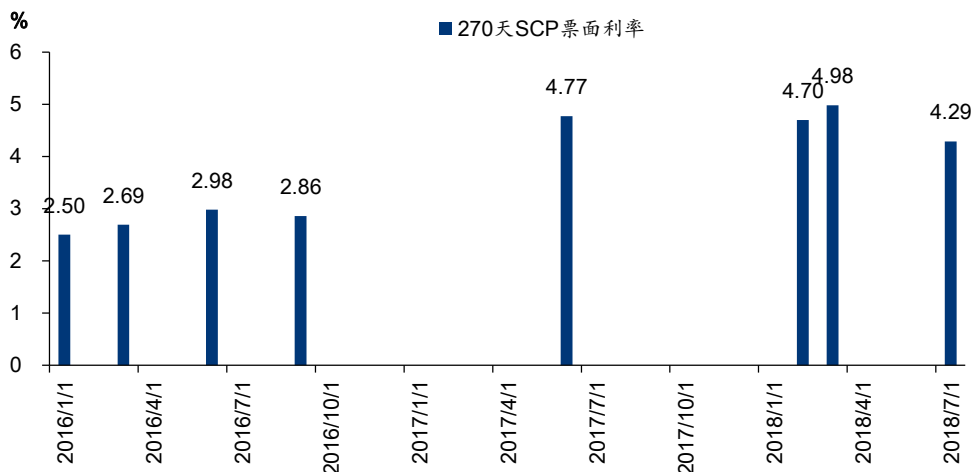
正文目录

投资逻辑	3
财务承压状况或可于 3Q18 企稳	6
部分龙头融资成本边际降低	6
多管齐下，医治现金流	8
“两票制”威力初现，行业整合提速	10
纯销加速增长，调拨持续调整	10
行业分化，尾部企业加速退出终端市场	12
器械配送有望成为龙头业绩增长新动能	16
器械配送发展迅猛，集中度提升空间大	16
龙头加大布局器械配送，抢占行业高地	19
探索多种医药商业新模式	21
打包集采成为 IVD 采购发展趋势	21
借处方外流“东风”，发展 DTP 药房和院边店	22
GPO 模式逐步探索推广，利好行业龙头	24
重点推荐柳药股份和中国医药，建议关注国药股份和润达医疗	25
柳药股份：竞争优势明显，成长因素确定性高	25
中国医药：内生外延双驱动，工商贸一体化发展	25
润达医疗：聚焦 IVD 集采打包服务	26
国药股份：业绩增长稳健，现金流出色	26
风险提示	27
附录	28

投资逻辑

预计行业财务承压状况可于3Q18企稳，甚至存在边际改善可能。从2Q18开始无风险借贷利率下行，部分流通龙头企业发债利率也呈现下降趋势。结合近期国常会精神，我们认为医药流通企业融资成本在3Q18有望企稳，如果资金面持续宽松，部分优质流通龙头企业财务费用率或可环比降低。

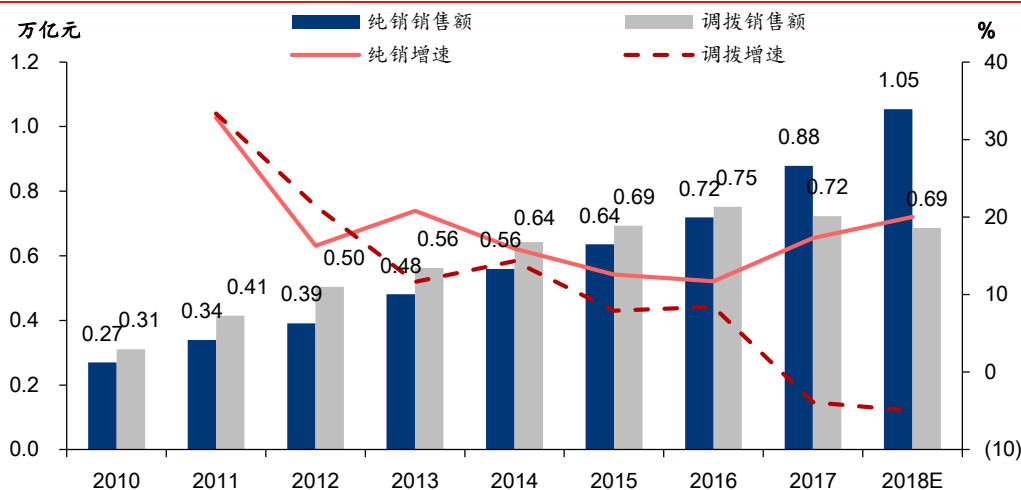
图表1：2016年至今年药控股发行的270天SCP票面利率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

纯销加速增长，调拨持续调整。截至目前大多数省份已经全面推行药品“两票制”，我们认为“两票制”加大分化纯销和调拨业务，预计2018年规模以上流通企业纯销业务加速增长，增速达到20%，而调拨业务继续调整，增速下降为-5%。因此，我们认为未来医药流通行业主要增长和利润贡献均来自面向终端的纯销业务，而终端纯销竞争关键在对下游的渠道关系和对上游的品种配送权，这是除资金和资质外，阻挡行业外来进入者的重要壁垒。

图表2：2010-2018E年我国规模以上医药流通企业纯销和调拨销售额及其增速

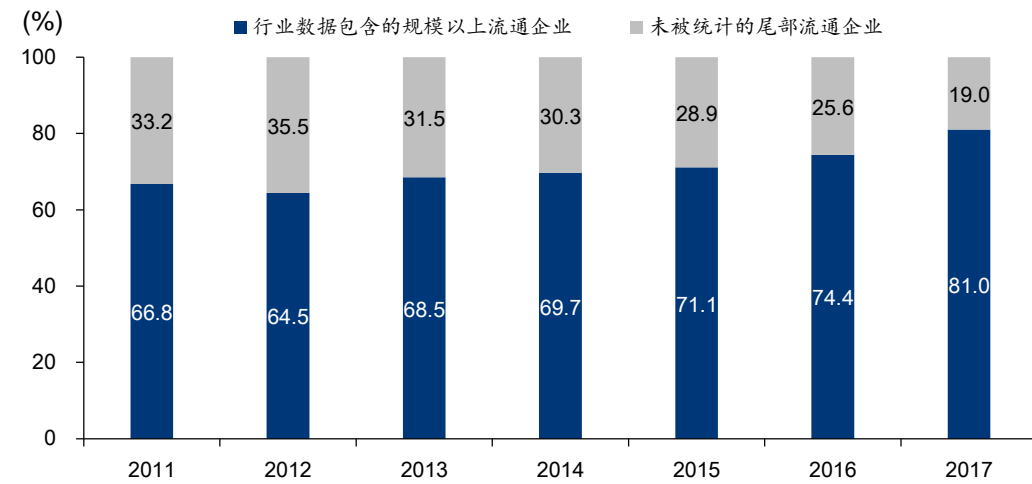


资料来源：商务部，华泰证券研究所

各省竞争格局差异化较大，“强龙”（全国龙头）和“地头蛇”（区域龙头）互有胜负。在广西、福建、山东等地省份区域龙头占优，而在河北、湖南、湖北等省份全国龙头优势明显。我们认为相当一段时间内，“强龙”和“地头蛇”将并存于我国医药流通行业，共同挤压中小配送商的生存空间，市占率持续扩大。

行业分化，尾部企业加速淘汰。行业尾部流通企业品种少、渠道关系薄弱，“两票制”后市场竞争加剧，面向终端的纯销市场份额快速丢失。我们测算可知，行业数据统计的规模以上流通企业纯销市场占比在2017年同比上升6.6 pct，达81.0%，行业尾部企业加速出清。

图表3：2011-2017年规模以上流通企业和未被统计的尾部流通企业纯销市场占比

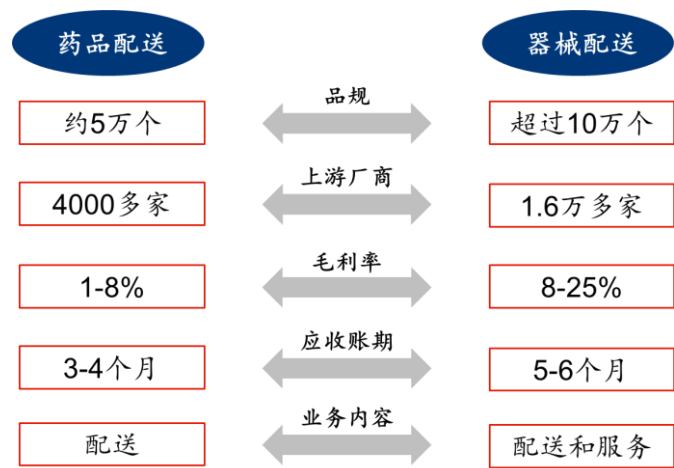


资料来源：米内网，商务部，华泰证券研究所

预计2H18调拨调整利空减弱，整合利好显现。我们预计药品“两票制”全面推行半年后，在2018年下半年调拨业务调整的负面影响将被逐步消化，行业整合的长期利好开始显现。我们认为相对全国龙头，竞争优势明显、政策利好明确的区域龙头业绩将率先反弹。

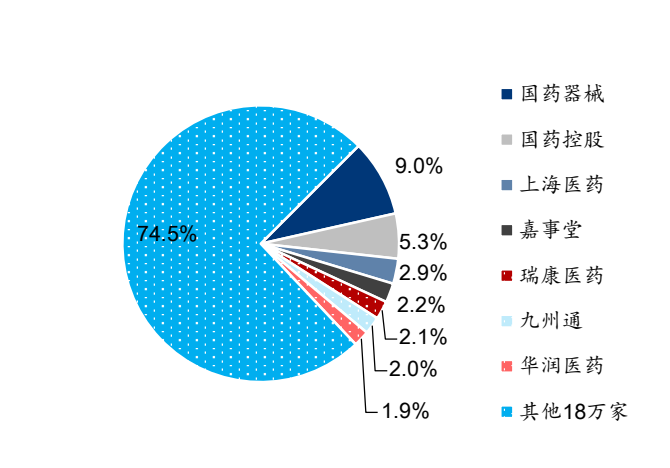
器械配送增长快，集中度低。根据中国医药物资协会医疗器械分会数据，我国医疗器械终端市场规模2013-2017年CAGR达到21%。终端需求长期稳定增长，我们预计2018-2020年医疗器械配送市场销售规模CAGR维持在20%，在2020年或可达近7000亿元规模。同时因为品规多、上游厂商分散等特点，器械配送2017年市场集中度CR3为17%，低于药品CR3的42%，整合空间广阔。

图表4：药品和器械配送特点对比



资料来源：华泰证券研究所

图表5：2017年我国器械配送市场竞争格局



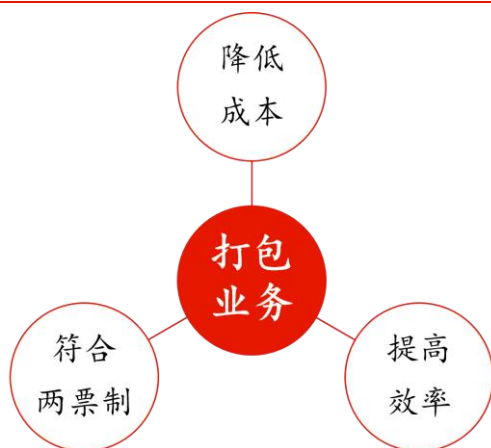
注：上药数据包含康德乐

资料来源：各公司公告，华泰证券研究所

器械配送有望成为流通龙头成长另一动能。全国各省开始陆续试水耗材“两票制”，为保证行业领先优势，龙头们纷纷重磅出击，国药控股定增收购 2017 年器械配送行业销售规模第一的兄弟公司“国药器械”，华润医药将旗下华润器械注册资本增资至 10 亿元。我们预计在行业高速发展、集中度不断提升的过程中，提前布局器械配送的流通龙头将强者恒强。布局高毛利的器械配送业务也有利于提高流通企业整体毛利率。

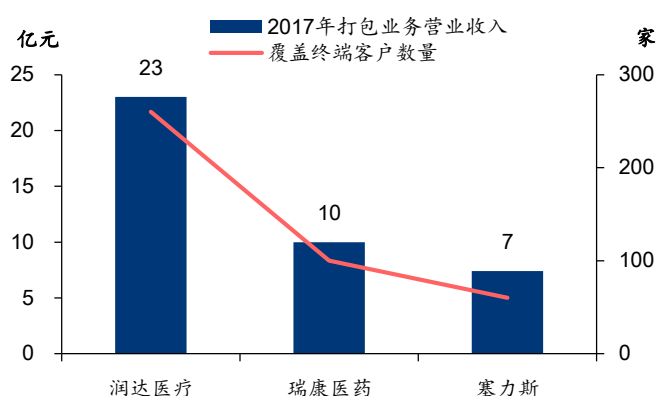
行业探索多种医药商业创新模式：1) IVD 打包集采：协助检验科降本增效，符合耗材“两票制”要求，考虑到 IVD 终端需求稳健增长、行业渗透率提高、龙头市场份额不断扩大，我们认为行业龙头的打包业务收入 2018-2020 年有望保持 30% 的高增速；2) DTP 药房和院边店：批零一体化战略重要环节，享受处方外流的政策红利；3) GPO 模式：上海、深圳、广州三地探索 GPO 模式以期控费，GPO 倾向选择与实力强劲的医药流通龙头合作，利于提高市场集中度。

图表6：打包业务优势



资料来源：华泰证券研究所

图表7：打包服务龙头 2017 年打包业务营业收入及覆盖终端客户数量



资料来源：各公司公告，华泰证券研究所

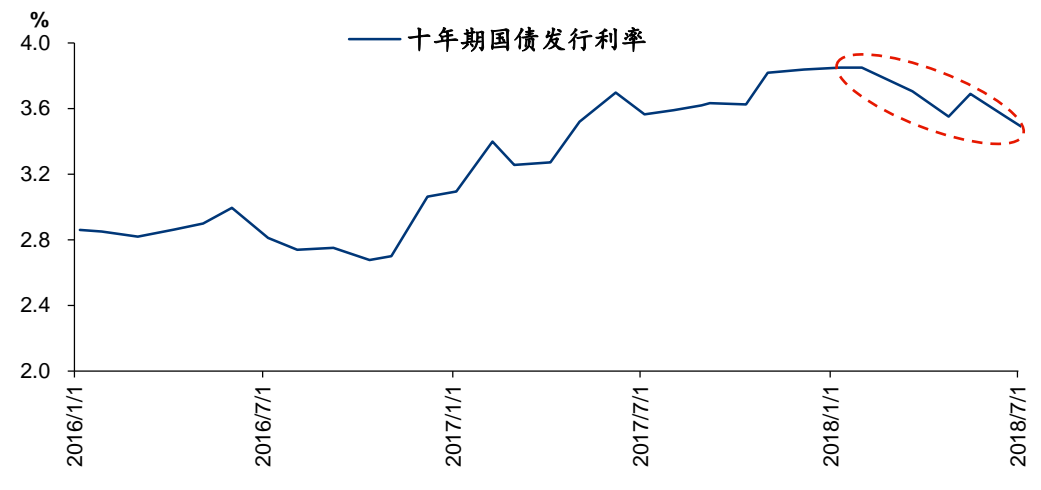
我们重点推荐竞争优势明显、成长驱动因素明确的柳药股份 (603368.SH) 和并购加速、业绩增长弹性空间较大且工业和贸易业务支持现金流的全国二线龙头中国医药 (600056.SH)，建议关注聚焦 IVD 集采打包业务、经营性现金流改善的润达医疗 (603108.SH) 和北京医药流通业务领先、全国精麻药配送龙头且经营性现金流出色的国药股份 (600511.SH)。

财务承压状况或可于 3Q18 企稳

部分龙头融资成本边际降低

无风险利率在 2Q18 下行。十年期国债发行利率在 2016 年下半年达到最低点 2.68%，随着货币政策收紧，利率持续上行，在 2017 年 1 月达到顶点 3.85%。受到定向降准等政策影响，十年期国债发行利率震荡下行，2018 年 7 月 18 日时达到 3.43%。

图表8： 2016 年至今十年期国债发行利率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

部分医药流通龙头发债利率从 2Q18 开始降低。SCP（超短期融资券）是医药流通企业常用的融资手段，其利率与无风险利率正相关。部分医药流通龙头借贷利率在 1Q18 末达到最高，从 2Q18 开始下降。以国药控股为例，其在 2018 年 7 月 6 日发行的 270 天 SCP005 的票面利率较 3 月 6 日发行的同样 270 天 SCP004 降低 0.69 pct。九州通和南京医药发行的 SCP 也印证了这一点。

图9：2016年至今上市医药流通企业发行的SCP情况

公司	主体评级	名称	发行日期	票面利率	期限/年	融资额度/亿元
国药控股	AAA	16 国药控股 SCP001	2016/1/14	2.50%	0.74	30
		16 国药控股 SCP002	2016/3/17	2.69%	0.74	20
		16 国药控股 SCP003	2016/6/6	2.98%	0.74	30
		16 国药控股 SCP004	2016/9/12	2.86%	0.74	30
		17 国药控股 SCP001	2017/6/15	4.77%	0.74	30
		18 国药控股 SCP001	2018/2/6	4.70%	0.74	20
		18 国药控股 SCP002	2018/2/8	4.70%	0.49	20
		18 国药控股 SCP003	2018/3/5	4.89%	0.49	40
		18 国药控股 SCP004	2018/3/6	4.98%	0.74	40
		18 国药控股 SCP005	2018/7/6	4.29%	0.74	30
华润医药	AAA	16 华润医药 SCP001	2016/3/2	2.59%	0.74	15
		16 华润医药 SCP002	2016/3/23	2.65%	0.74	10
		16 华润医药 SCP003	2016/4/25	2.90%	0.74	20
瑞康医药	AA+	17 瑞康医药 SCP001	2017/8/18	5.54%	0.08	10
		17 瑞康医药 SCP002	2017/8/23	5.48%	0.08	20
		18 瑞康医药 SCP001	2018/1/29	5.95%	0.25	6
		18 瑞康医药 SCP002	2018/3/5	5.98%	0.49	4
		18 瑞康医药 SCP003	2018/3/13	6.25%	0.67	7
		18 瑞康医药 SCP004	2018/4/9	6.30%	0.66	10
九州通	AA+	16 九州通 SCP001	2016/3/1	3.04%	0.74	10
		16 九州通 SCP002	2016/4/19	3.20%	0.33	5
		16 九州通 SCP003	2016/6/2	3.35%	0.25	10
		16 九州通 SCP004	2016/8/18	2.64%	0.08	5
		17 九州通 SCP001	2017/1/16	3.91%	0.19	5
		17 九州通 SCP002	2017/2/27	4.30%	0.08	5
		17 九州通 SCP003	2017/4/19	4.10%	0.13	5
		17 九州通 SCP004	2017/8/10	4.58%	0.38	8
		17 九州通 SCP005	2017/10/13	4.56%	0.08	8
		17 九州通 SCP006	2017/11/2	4.70%	0.08	14
		18 九州通 SCP001	2018/1/5	5.29%	0.3	10
		18 九州通 SCP002	2018/1/15	5.40%	0.41	15
		18 九州通 SCP003	2018/4/24	5.00%	0.25	10
南京医药	AA+	16 南京医药 SCP001	2016/2/19	2.99%	0.74	5
		16 南京医药 SCP002	2016/3/1	3.10%	0.63	4
		16 南京医药 SCP003	2016/3/16	2.92%	0.49	3
		16 南京医药 SCP004	2016/4/12	3.40%	0.74	4
		16 南京医药 SCP005	2016/5/17	3.74%	0.74	4
		16 南京医药 SCP006	2016/6/1	3.68%	0.74	4
		16 南京医药 SCP007	2016/8/17	3.00%	0.74	3
		16 南京医药 SCP008	2016/9/20	3.13%	0.74	4
		16 南京医药 SCP009	2016/11/15	3.42%	0.74	4
		17 南京医药 SCP001	2017/7/26	4.45%	0.25	4
		17 南京医药 SCP002	2017/10/13	4.40%	0.16	6
		17 南京医药 SCP003	2017/10/31	4.77%	0.15	4
		18 南京医药 SCP001	2018/5/11	4.88%	0.49	5
		18 南京医药 SCP002	2018/6/14	4.70%	0.08	5
		18 南京医药 SCP003	2018/7/9	4.48%	0.1	5
		18 南京医药 SCP004	2018/7/12	4.76%	0.74	5

注：标黄处证明近期 SCP 发行利率有所降低

资料来源：Wind，华泰证券研究所

大型国企仍保持融资优势。大型国有流通企业在融资方面较民企具有天然优势，国药控股和华润医药在同行业中发行的 SCP 票面利率最低。

区域龙头融资实力不容小觑。以柳药股份为例，通过与银行的战略合作关系，不仅授信额度充足，无需另行发债，而且借款利率维持在基准利率或者上浮 5% 左右，这个借贷成本和国药控股相比都是有竞争力的。

受限于总体经济形势下行，结合近期国常会的会议精神，我们认为宏观利率上行风险较低。因此，我们认为医药流通企业 3Q18 融资成本有望不再上升，开始企稳，甚至对于部分优质龙头有可能环比降低。

图表10：各医药流通上市公司 2018 年归母净利润增速对于借贷利率变化的敏感性分析

证券简称	2017 年金融负债	2017 年利息支出	2017 年平均利息成本	归母净利润		2018E 年归母净利润增速	2018E 年归母净利润增速对利息成本变化敏感性分析			
				2017A	2018E		+100bp	+50bp	-50bp	-100bp
上海医药	167	5.24	5.24%	35.21	40.04	13.7%	-3.2%	-1.6%	1.6%	3.2%
九州通	85	8.42	8.42%	14.46	14.16	-2.1%	-4.4%	-2.2%	2.2%	4.4%
国药股份	12	12.98	12.98%	11.41	12.97	13.6%	-0.7%	-0.4%	0.4%	0.7%
柳药股份	6	3.14	3.14%	4.01	5.22	30.1%	-1.2%	-0.6%	0.6%	1.2%
嘉事堂	28	3.92	3.92%	2.64	3.33	26.4%	-4.5%	-2.2%	2.2%	4.5%
中国医药	7	11.83	11.83%	12.99	16.62	28.0%	-0.3%	-0.2%	0.2%	0.3%
国药一致	16	8.53	8.53%	10.58	12.06	14.0%	-1.1%	-0.5%	0.5%	1.1%
南京医药	51	5.64	5.64%	2.39	2.93	22.6%	-11.5%	-5.7%	5.7%	11.5%
华润医药	369	5.06	5.06%	34.83	40.86	17.3%	-4.3%	-2.1%	2.1%	4.3%
国药控股	357	7.32	7.32%	52.83	53.81	1.9%	-3.5%	-1.8%	1.8%	3.5%

注：金融负债、利息支出和归母净利润单位是亿元；除中国医药、柳药股份外 2018 年归母净利润均采用 Wind 一致性预期；敏感性分析是以 2017 年平均利息成本为基准；

资料来源：各公司公告，华泰证券研究所

多管齐下，医治现金流

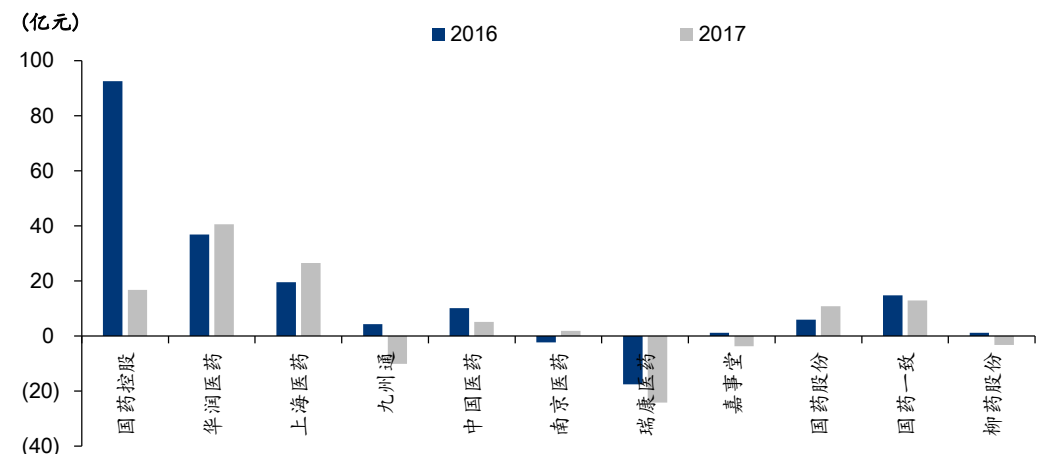
医药流通企业经营性现金流从 2H17 承压。从 2017 年下半年开始，受到取消药品加成、招标降价等因素影响，医院财政恶化，回款能力变差，导致其上游的医药流通企业应收账款账期延长，经营性现金流恶化。

面对压力，不同公司经营性现金流表现呈现差异化：

1) 具有工业、贸易等其它主营业务的流通企业，能够有效对冲影响。工业、贸易、零售等业务应收账款期较短，能够为流通业务提供有效的现金流支持，如华润医药（工业）、上海医药（工业）、中国医药（工业和贸易）、国药一致（零售）等。

2) 扩张较快的流通企业受影响更大。新增量业务往往都会对总体应收账款情况造成影响。快速扩张流通企业，在争夺新客户时往往不会将回款周期作为谈判条件，而且新增量业务初期也会使现金更多流出，因此如瑞康医药、九州通、柳药股份等收入增速较快的公司，在 2017 年经营性现金流承压更大。

图表11：2016 年和 2017 年主要上市流通企业的经营性现金流净额



资料来源：各公司公告，Wind，华泰证券研究所

面对现金流恶化的局面，各公司采取多种方法改善现金流。其中主要手段包括加强账期管理、优化业务结构、增加承兑付款等，这样可以从根本上改善现金流。其次，可以借助保理、ABS和ABN盘活应收账款作为辅助手段。

图表12：医药流通企业改进经营性现金流的方法

类别	环节	内容	具体
主要手段	上游	加强账期管理	1) 公司将应收账款作为销售的重要考核指标，加强回款催收；2) 公司分类管理不同应收账款期的医院客户，重点发展账期短的优质客户，战略性放弃账期过长的不良客户
	自身	优化业务结构	各流通公司都在进行产业链延伸，扩大工业、零售等现金流出色业务的比重
	下游	增加承兑付款	将给上游的支付款由纯现金变为承兑加现金
辅助手段		借助理、ABS和ABN盘活应收账款	对应收账款进行保理、ABS和ABN，可以有效改善现金流，但这会产生一定的财务费用，因此作为辅助手段（各公司发行ABS和ABN情况见附录）

资料来源：华泰证券研究所

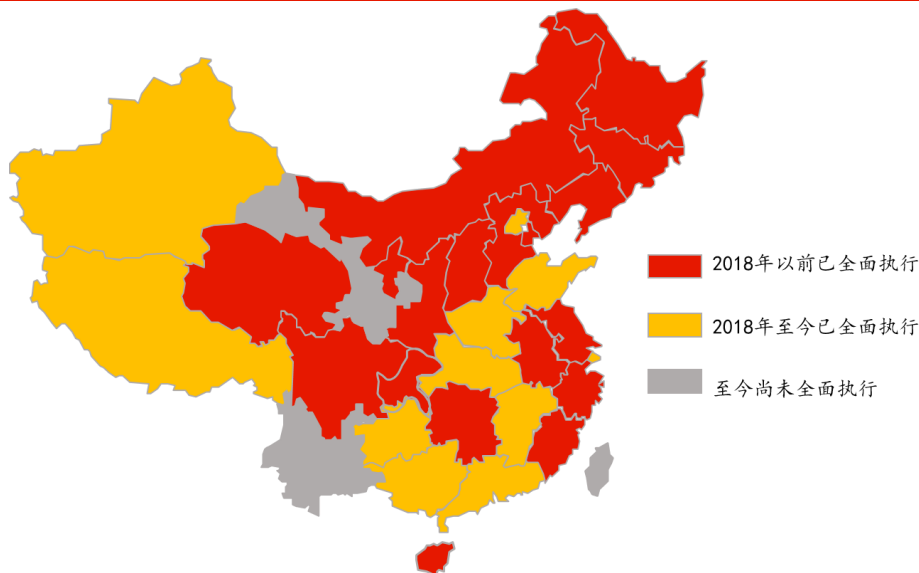
行业方面，在2017年9月之前全国公立医院取消药品加成，受此影响医院财务状况承压，主动延长药品回款账期，导致医药流通公司应收账款期延长，现金流恶化。我们认为到2018下半年，医院逐步适应“零加成”政策，龙头企业积极加强账期管理，优化业务结构，同比来看现金流存在改善可能。个股方面，北京地区医院经济状况较好，回款周期短，因此相较其他商业公司，国药股份（600511.SH）现金流更为出色，我们建议关注。

“两票制”威力初现，行业整合提速

纯销加速增长，调拨持续调整

截至目前全国基本已全面执行“两票制”。2017年开始各省逐步推行药品“两票制”，截至目前为止全国除甘肃和云南外，内地其余29省份均已全面执行药品“两票制”，医药流通行业正在发生深刻变革。

图表13：各省药品“两票制”全面执行情况（截至2018年7月29日）



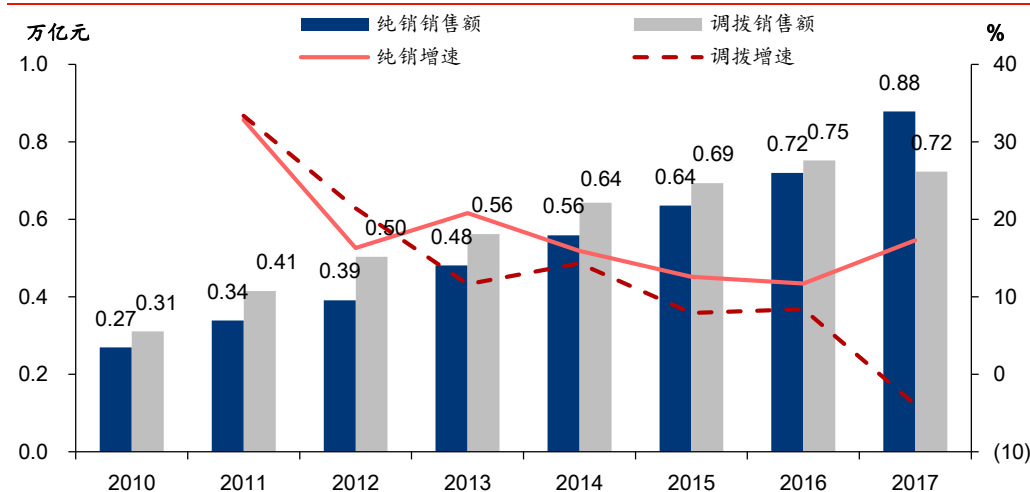
资料来源：各省政府官网，华泰证券研究所

受“两票制”影响，2017年医药流通行业纯销和调拨业务冰火两重天：

1) 纯销：2017年我国规模以上医药流通企业纯销业务销售额达0.88万亿元，增速达到17.3%，同比提高5.5pct，增长呈现加速态势。

2) 调拨：2017年我国规模以上医药流通企业调拨业务销售额达0.72万亿元，增速为-3.9%，同比下降12.3pct，“两票制”影响显著，我们预计该态势将延续到2018年。

图表14：2010-2017年我国规模以上医药流通企业纯销和调拨销售额及其增速

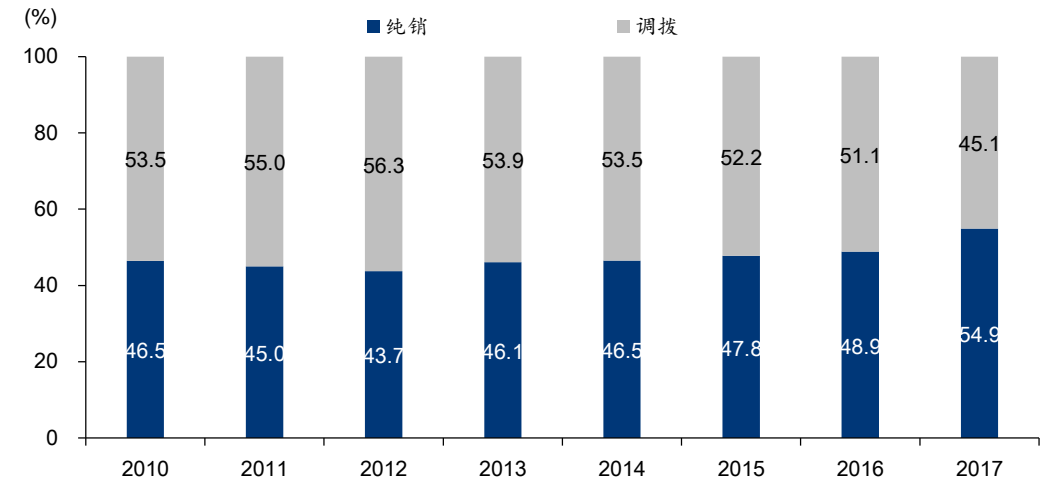


资料来源：商务部，华泰证券研究所

我们认为纯销和调拨业务分化主要造成两方面影响：

影响一：纯销占比显著提高。“两票制”之前，我国规模以上医药商业流通销售额纯销业务占比每年缓慢提升 0-2 pct，而 2017 年提高 6.0 pct，达到 54.9%。我们预计 2018 年全面推行“两票制”之后，纯销占比仍将较大幅度提高。

图表15： 2010-2017年我国规模以上医药流通企业纯销和调拨业务占比



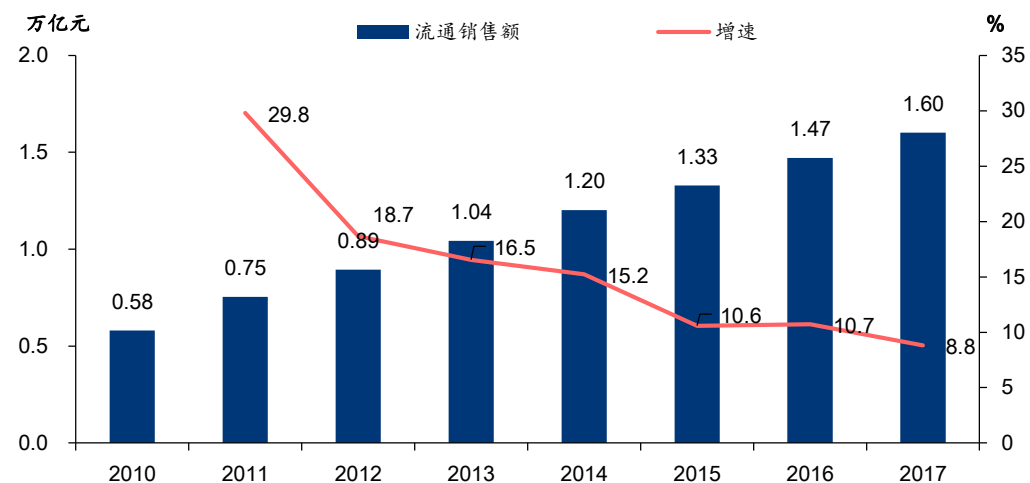
注：已剔除零售影响

资料来源：商务部，华泰证券研究所

但我们认为即使“两票制”全面推行之后，调拨业务也不会完全消失，基于：

- 1) 部分调拨业务的上游工业客户是境外药品全国总代理，在“两票制”中境外药品的全国总代视为工业企业，不受“两票制”影响；
- 2) 通过和当地其他企业合作设立合资子公司或者变更控制权等方式，将下游调拨业务变为集团内部调拨，“两票制”允许集团内部多开一次发票；
- 3) 下游终端是私营医院或者零售药店的调拨业务，不受“两票制”限制；
- 4) 我国幅员辽阔，部分偏远地区允许“三票制”；

影响二：调拨业务拖累行业整体增速。根据商务部数据，我国规模以上医药流通企业总销售额达到 1.60 万亿元，同比增长 8.8%，增速同比下降 1.9 pct。

图表16： 2010-2017年我国规模以上医药流通企业总销售额（不含零售）及其增速


资料来源：商务部，华泰证券研究所

我们认为未来医药流通行业增长和利润贡献（调拨业务毛利率只有1%）主要来自面向终端的纯销业务，对纯销终端市场份额的争夺将是流通企业竞争核心。

纯销竞争关键在渠道关系（下游）和品种配送权（上游）：1) 渠道关系：医院在配送份额方面具有决定权，因此深化巩固医院渠道关系成为重中之重，主要手段包括提供供应链增值服务等；2) 品种配送权：在广西、福建等地执行的新标中规定，同一区域同一品规只能由几个配送商配送，这或成为未来新标执行的趋势，品种配送权将成为稀缺资源，上游厂商倾向选择配送网络完备、实力强劲的流通企业合作。所以，除资金和资质外，渠道关系和品种配送权是阻挡民营快递等外来进入者的又一重要护城河。

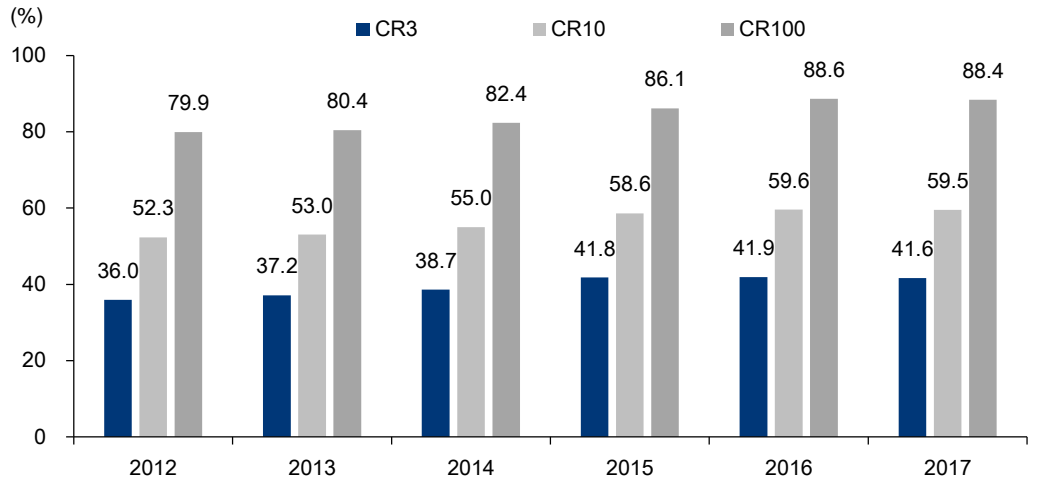
通过供应链增值服务等加强与终端医院合作，可以增强流通企业对上游厂家议价能力，从而将渠道优势延伸为品种优势。各省招标虽然是工业企业选择配送商，但是终端医院有很强话语权。以柳药股份为例，根据公司公告，截止目前公司已与广西50多家二三级医院合作开展供应链增值服务，三甲医院覆盖率约50%。依靠强大的终端掌控能力，公司迫使部分上游厂商放弃原来授予原一级配送商的独家代理权，转向与柳药股份合作。因此，仅2017一年，柳药股份配送品规从2.7万种增长至4.0万种。

各省竞争格局差异化明显，“强龙”和“地头蛇”互有胜负。每个省份都是相对独立的市場，全国龙头（“强龙”）和区域龙头（“地头蛇”）实力对比并不相同。在福建、广西、山东等省份，鹭燕医药、柳药股份、瑞康医药等区域龙头明显占优，保持领先。而在不存在实力强劲的区域龙头的省份如河北、湖南、湖北等，国药控股等全国龙头扩大领先优势。因此，我们判断未来很长时间内，医药流通将会是“强龙”和“地头蛇”并存的局面，共同挤压中小配送商的生存空间。

行业分化，尾部企业加速退出终端市场

行业分化，大量行业尾部企业面临淘汰，市场集中度有望逐步提升。如果根据商务部公布的行业数据，则会发现2017年CR3、CR10和CR100等市场集中度指标同比没有提升。但我们认为这不能证明“两票制”对行业集中度提升效果不及预期。这是因为行业数据采取自愿申报的方式，包含绝大多数规模以上企业的医药流通企业，但是不免遗漏行业尾部的小微企业。

图表17： 2012-2017年规模以上流通企业市场集中度 CR3、CR10 和 CR100



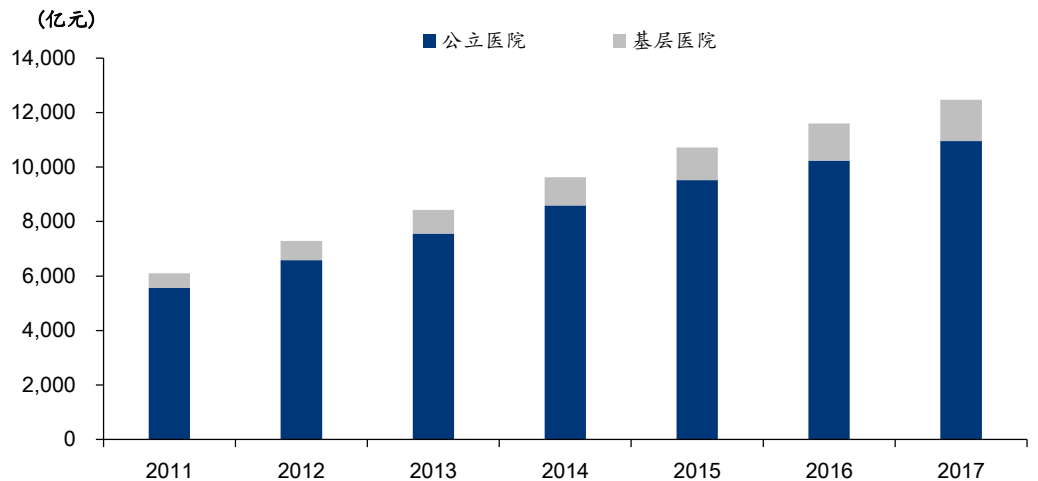
注：这是头部企业在规模以上流通企业中的占比，而非在全行业中的占比

资料来源：商务部，华泰证券研究所

因此，我们要结合医院终端药品销售数据和医药流通行业数据，推算规模以上医药流通企业纯销市场占比，关键数据和假设如下：

- 1) 根据米内网数据，我国 2017 年公立医院和基层医院终端药品销售额 1.25 万亿元；
- 2) 考虑到 15% 药品加成以及二次议价，我们假设 2011-2016 年医院终端药品销售加成率 20%，2017 年加成率 15%（17 年 9 月开始全面取消公立医院 15% 药品加成）；

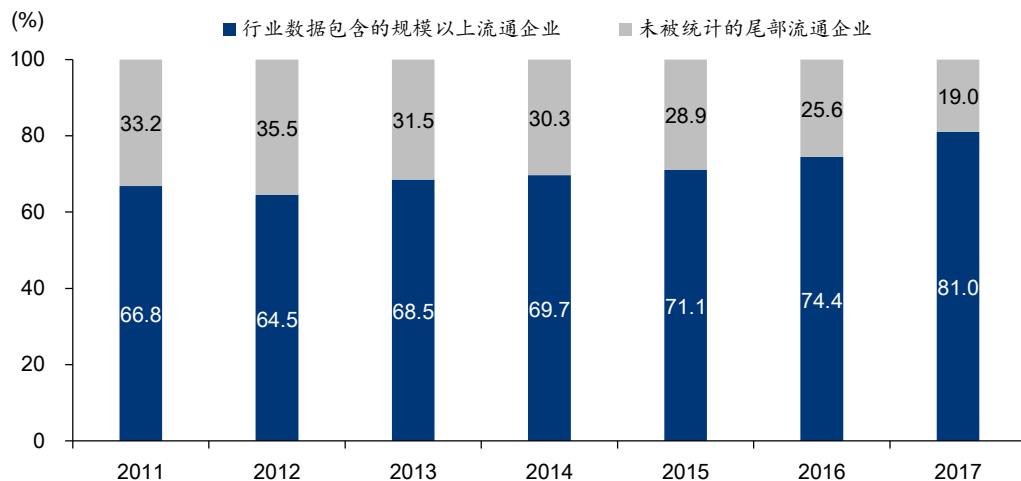
图表18： 2011-2017年我国公立医院和基层医院终端销售额



资料来源：米内网，华泰证券研究所

“两票制”加速淘汰尾部企业。根据我们测算，从 2012 年开始规模以上流通商纯销市场占比稳步提高，特别是 2017 年占比达到 81.0%，同比提高 6.6 pct，这说明在“两票制”推行之后，行业尾部的小微流通商快速丢失终端市场份额。

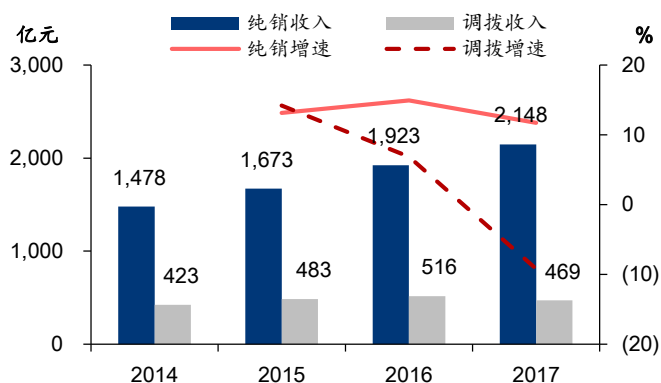
图表19： 2011-2017年规模以上流通企业和未被统计的尾部流通企业纯销市场占比



资料来源：米内网，商务部，华泰证券研究所

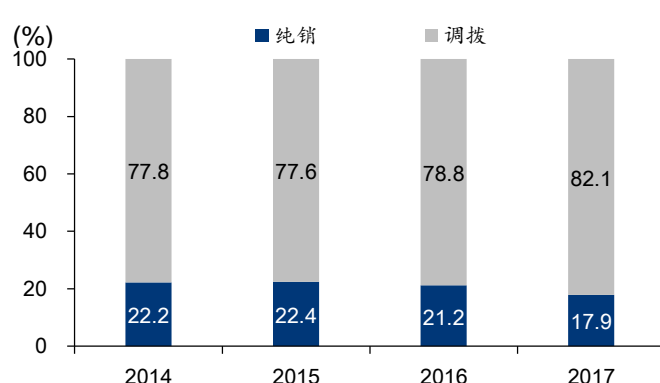
调拨业务调整力度大，是头部企业在规模以上流通企业市占率没有提高的重要原因。国药控股、上海医药等头部企业，往往是医药制造企业的一级配送商，具有一定量的调拨业务，受“两票制”影响较大。以行业第一国药控股和第三上海医药为例，二者2017年调拨业务增速分别为-9.2%和2.7%，同比下降16.1和15.1 pct，在此影响下，二者2017年流通业务（合计调拨和纯销）收入增速7.3%和6.9%，低于规模以上流通企业平均水平8.8%（商务部数据）。

图表20： 2014-2017年国药控股的纯销和调拨收入及其增速



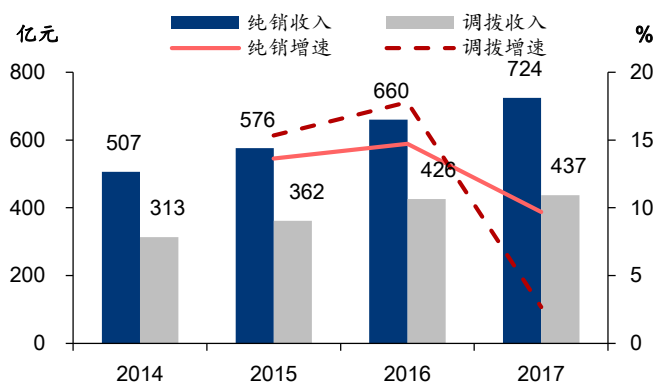
资料来源：公司公告，公司官网，华泰证券研究所

图表21： 2014-2017年国药控股的纯销和调拨收入占比



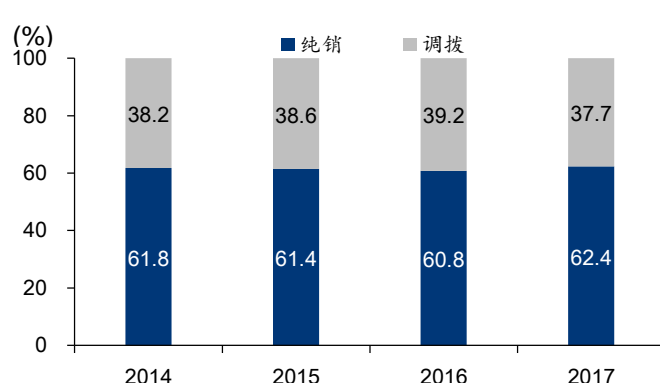
资料来源：公司公告，公司官网，华泰证券研究所

图表22： 2014-2017年上海医药的纯销和调拨收入及其增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表23： 2014-2017年上海医药的纯销和调拨收入占比



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

“两票制”整合作用有望在 2018 年下半年加强。我们认为 2018 年全国全面推行“两票制”之后，调拨业务调整短期负面影响将在 2018 年下半年减弱，而整合作用将进一步显现，行业加速分化，拥有渠道和品种优势的区域龙头和全国龙头将掌控更多终端资源，市场份额进一步提高。

在中性预期下，我们预计 2018E 年我国规模以上医药流通企业纯销业务增速达 20%，调拨业务增速达-5%，合计整体增速 8.7%，达到 1.74 万亿元，届时纯销占比达到 60.6%。

图表24：在乐观、中性和悲观预期下 2018E 年我国规模以上医药流通企业整体销售增速测算

2018E 年整体增速预测		2018E 年调拨业务增速预测		
		乐观：0%	中性：-5%	悲观：-10%
2018E 年纯销业务增速预测	乐观：+25%	13.7%	11.5%	9.2%
	中性：+20%	11.0%	8.7%	6.5%
	悲观：+15%	8.2%	6.0%	3.7%

资料来源：华泰证券研究所

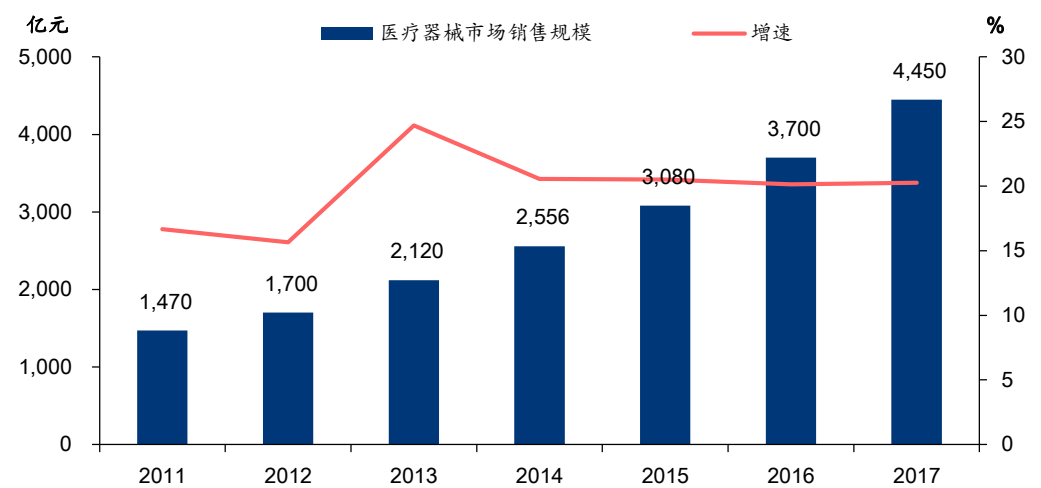
区域龙头业绩有望率先反弹。各地推行“两票制”时间和招标政策并不相同，因此相对国药控股、上海医药和华润医药“全国三大家”，我们认为竞争格局更明确、政策催化更显著的区域龙头业绩有望反弹，如柳药股份、国药股份等。

器械配送有望成为龙头业绩增长新动能

器械配送发展迅猛，集中度提升空间大

2018-2020年器械配送市场有望维持20%增速。根据中国医疗器械行业发展蓝皮书，目前我国药品与器械销售比为1:0.25，发达国家则达到1:0.7，我国医疗器械渗透率仍处于低位。根据国药控股公开电话会交流数据，2017年我国器械配送市场规模超过4000亿元。受到终端市场强劲需求促进(我国2013-2017年医疗器械终端销售规模CAGR为21%)，我们预计医疗器械配送市场规模2018-2020年将维持20%的增速，在2020年达到近7000亿元规模。

图表25：2011-2017年我国医疗器械市场销售规模及其增速



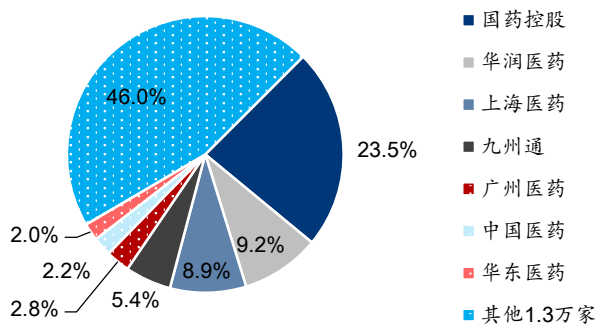
资料来源：中国医药物资协会医疗器械分会，华泰证券研究所

医疗器械配送具有明显不同于药品配送的五大特点：

- 1) **品规多。**药品品规大约5万个，而器械品规超过10万个；
- 2) **上游厂商分散。**药品生产企业约4000多家，而器械生产企业1.6万家；
- 3) **需要精细化服务。**器械配送商除了配送，往往承担着培训、调试、维修等任务，甚至提供实验室整体解决方案，对服务要求更高；
- 4) **应收账款长。**器械配送应收账款期通常约为5-6个月，比药品配送长2-3个月；
- 5) **毛利率高。**为弥补长账期带来的利息支出，普通器械配送毛利率比药品配送高2-5pct，若在配送基础上开展医院打包业务或者代理业务，则毛利率甚至可以达到25%；

器械配送市场集中度低于药品，整合空间更大。器械配送行业特点决定其市场高分散，目前全市场器械配送企业约18万家，远多于1.3万家药品配送企业，而且其中大多数为小型配送企业。我们测算2017年器械配送市场CR3为17%，低于药品配送市场42%的CR3，整合空间广阔。

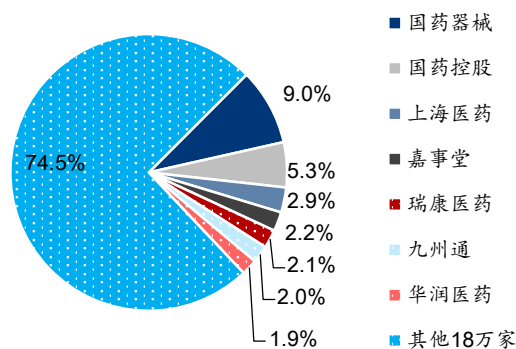
图表26: 2017年我国药品配送市场竞争格局



注: 计算基础是商务部数据, 排除零售影响

资料来源: 商务部, 华泰证券研究所

图表27: 2017年我国器械配送市场竞争格局



注: 上海医药统计包含康德乐

资料来源: 各公司公告, 华泰证券研究所

全国开始探索耗材“两票制”。截至目前, 全国各省基本已全面推行药品“两票制”。国家也希望将类似经验推广到器械耗材领域, 减少耗材中间流通环节, 目前很多省份已陆续试水耗材“两票制”政策。现在耗材“两票制”仍处于尝试探索阶段, 我们认为未来2-3年内耗材“两票制”有望在全国范围内陆续推行。

图表28: 全国推行耗材“两票制”情况

省市	颁布时间	政策名称	主要内容
黑龙江	2017年3月	《关于深入推进同级医疗机构检验结果互认和实行检验检测试剂采购两票制》	在参加检验结果互认的118家医院中率先推行诊断试剂的“两票制”
吉林	2018年2月	《关于公示2018年上半年新增药品和高值医用耗材配送企业名单的通知》	明确有32家配送商被退出吉林省2018年上半年的高值耗材配送
	2018年6月	《关于公布高值医用耗材网上阳光采购新增配送企业名单的通知》	459家耗材配送企业最终进入吉林省省级耗材集采配送
辽宁	2017年2月	《关于印发辽宁省医疗机构医用耗材和检验检测试剂阳光采购实施方案的通知》	阳光采购医用耗材和检验试剂的配送要执行“两票制”，鼓励“一票制”
	2018年1月	《关于公布辽宁省医疗机构普通医用耗材阳光采购产品信息库的通知》	明确10大类47503种普通耗材配送关系要求，1种产品只保留1家配送商
天津	2017年6月	《关于印发天津市公立医疗机构药品采购推行“两票制”实施方案(试行)的通知》	13类产品列入天津市高值医用耗材“两票制”目录
浙江	2018年3月	《关于浙江省医用耗材基础库产品建立配送关系和上线交易的通知》	正式开始建立三合一医用耗材新平台配送关系
甘肃	2018年4月	《关于执行增补高值医用耗材阳光采购的通知》	甘肃省高值医用耗材将于2020年执行“两票制”
	2018年6月	《甘肃省关于进一步巩固破除以药补医成果持续深化公立医院综合改革的实施意见》	探索实行高值医用耗材分类集中采购，逐步推行高值医用耗材购销“两票制”
青海	2016年6月	《2016年度青海省公立医疗机构一般医用耗材挂网采购工作方案》	全省公立医疗机构一般医用耗材也需要实行“两票制”
内蒙古	2018年3月	《2018年全区药政工作要点》	推进药品采购“两票制”的落实，启动高值医用耗材的两票制试点工作
江西	2018年4月	《2018年全省药政工作要点》	鼓励有条件的地区推行高值医用耗材购销“两票制”，其中宜春市、新余市、于都县已经率先执行
湖北	2017年12月	《关于湖北省卫计委印发建立高值耗材阳光采购省市联动管理机制实施方案的通知》	明确前四批公立医院综合改革试点城市可探索开展高值医用耗材采购“两票制”工作
安徽	2017年11月	《安徽省公立医疗机构医用耗材采购“两票制”实施意见(试行)》	2017年12月1日起，安徽省二级以上公立医疗机构开始实施医用耗材采购“两票制”
	2018年7月	《医用耗材采购“两票制”备案公示(第012号)》	公布了最新耗材“两票制”备案企业名单
江苏泰州	2017年2月	《泰州市公立医疗卫生机构临床检验试剂耗材采购配送管理办法》	严格实行“两票制”，严禁中标配送商将中标配送业务转包、分包
江苏徐州	2018年6月	《徐州市医疗卫生机构医用耗材和检验检测试剂集中采购实施方案公示》	所有参与集采的耗材企业均需实行“两票制”
山西太原	2017年11月	《太原市公立医疗机构药品、医用耗材采购“两票制”实施细则(试行)》	在耗材配送商的遴选上，明确必须要执行“两票制”
	2018年5月	《关于山西省太原市进一步规范暂不能执行“两票制”药品、医用耗材备案采购工作的通知》	备案采购是用于弥补药品、医用耗材采购实行“两票制”后，不能满足医疗卫生机构特殊临床用药需求而采取的措施
	2018年6月	《关于山西省太原市开展药品耗材体外诊断试剂网上阳光采购及“两票制”督查工作的通知》	重点检查耗材和体外诊断执行“两票制”情况
西藏	2018年6月	《关于征求<西藏自治区公立医疗卫生机构医耗材和体外诊断试剂集中采购实施方案(试	正式启动耗材、试剂集中采购，明确提出推行耗材、试剂两票制
陕西	2016年10月	《关于深化药品耗材供应保障体系改革的通知》	全省公立医疗机构医用耗材实行“两票制”
福建	2016年10月	《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》	规定耗材企业必须实行“两票制”
海南	2017年1月	《海南省公立医疗机构药品、高值医用耗材采购“两票制”实施细则(试行)》	全省公立医疗机构药品、高值医用耗材实行“两票制”
广西	2018年7月	《关于进一步巩固破除以药补医成果持续深化公立医院综合改革的实施意见》	逐步实行高值医用耗材分类集中采购，逐步推行高值医用耗材购销“两票制”
四川	2018年7月	《关于巩固破除以药补医成果持续深化公立医院综合改革的实施意见》	实行高值医用耗材分类集中采购，逐步推行高值医用耗材购销“两票制”
广东	2018年7月	《关于巩固破除以药补医成果进一步深化公立医院综合改革的实施意见》	2018年，各地要全面落实药品购销“两票制”。逐步推行高值医用耗材购销“两票制”

资料来源: 各省政府官网, 华泰证券研究所

预计耗材“两票制”将成为行业整合催化剂。2017年开始执行的药品“两票制”推行已经迫使药品配送尾部企业大量退出市场，而器械配送市场中头部企业市占率更低，长尾效应预计更加明显。因此，可以预见一旦耗材“两票制”全面落地，在品种和渠道没有优势的小微配送商将迎来更强烈的市场冲击，器械配送的头部企业成长弹性空间将更大。

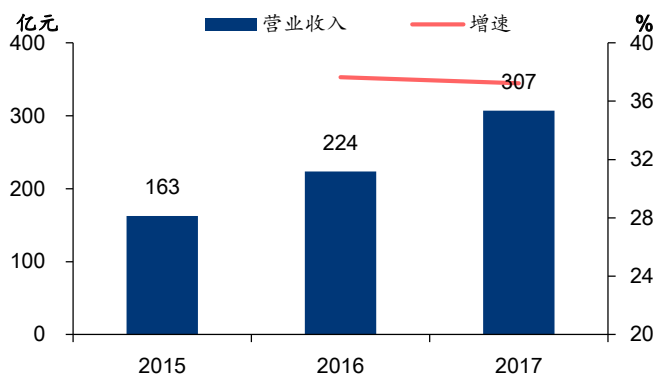
龙头加大布局器械配送，抢占行业高地

器械配送成为医药流通龙头们争夺的又一高地。面对快速增长且高度分散的行业状况，以及耗材“两票制”的大势所趋，医药流通龙头纷纷加大在器械配送方面的布局，争取将其打造成为新的业绩增长点。

巨头在器械配送领域重大动作频频：

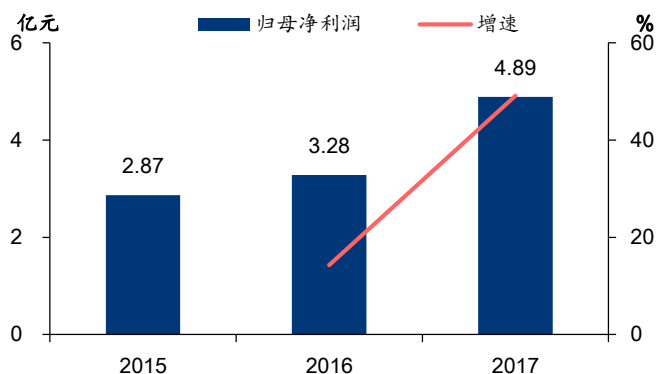
- 1) **国药控股**：全国最大的药品配送商国药控股已于2018年7月11日公告，拟以51亿元价格收购集团兄弟公司、器械配送市占率第一的中国科学器材有限公司（简称“国药器械”），这意味器械配送行业第一和第二强强联合，公司预计2018年合并后的销售规模增长至近700亿，市占率提高到15-20%；
- 2) **华润医药**：另一全国药品配送龙头华润医药也在今年2月，将旗下器械配送平台华润医疗器械注册资本从500万元增至10亿元，希望将其打造成全国性的器械配送平台。

图表29：2015-2017年国药器械营业收入及其增速



资料来源：国药控股公告，华泰证券研究所

图表30：2015-2017年国药器械归母净利润及其增速



资料来源：国药控股公告，华泰证券研究所

图表31： 主要医药流通企业在器械配送的布局及收入和毛利率情况

企业	收入 (亿元)		收入增速		毛利率	布局
	2017A	2018E	2017A	2018E	2017A	
国药控股	180	270-280		50%		以 51 亿元向国药集团定增收购国药器械 60% 股权，完成国药系器材配送业务强强联合
国药器械	307	400	37%	30%	10%	
上海医药						2018 年 2 月完成对康德乐中国收购，整合康德乐中国数十亿元销售额的器械配送业务
华润医药	64		60%			2018 年 1 月由华润医药商业总经理李向明出任华润医疗器械董事长；2018 年 2 月将华润医疗器械注册资本从 500 万元增至 10 亿元；2018 年 6 月和塞力斯成立华润塞力斯
九州通	70	100	43%	43%	8%	全面推广 1+N 模式促进销售提升；参与积极区域招标，取得珠海、芜湖两地高耗集中配送权；创新合作方式，在 10 个省份设立 IVD 事业部，完成 2 家检验科集中配送业务
瑞康医药	73	120-150	153%	64-105%	32%	进一步向省外拓展，完成全国 31 个省份（直辖市）并购和业务覆盖，实现医疗器械和医用耗材业务的快速增长。目前公司代理的国内外知名企业产品线涵盖了医疗机构临床的全面需求，覆盖全线科室的技术服务
嘉事堂	77	100	21%	30%		通过外延并购方式形成全国性的高值耗材配送网络，以国有上市公司的品牌优势和终端专业人员资源，积极配合和支持各地器械公司平台招标工作
柳药股份	3	5	52%	71%	14%	通过药品业务渠道持续扩大医疗器械、耗材销售规模，公司以医院供应链延伸服务项目为契机，加快公司器械、耗材配送服务平台的推广应用，把医疗器械、耗材智能化管理引入医疗机构；和润达医疗成立柳润公司，期望复制“国润”模式

资料来源：各公司公告，华泰证券研究

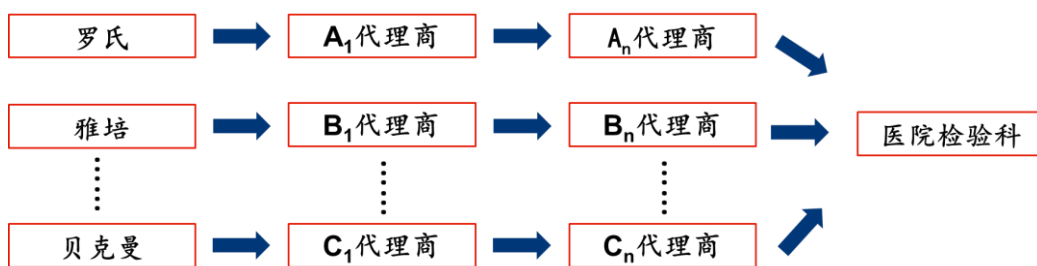
探索多种医药商业新模式

打包集采成为 IVD 采购发展趋势

医院渴望降低 IVD 采购成本。医院 IVD（体外诊断）是医疗器械最大的子行业，2017 年终端市场口径达到 1200 亿元，行业增速维持在 10-15%（塞力斯年报数据）。IVD 最大的应用市场是医院检验科。在取消药品加成、严控药占比、医保控费的背景下，医院为保证检验业务盈利，具有降低 IVD 采购成本的强烈诉求。

打包模式正在兴起。传统的采购模式中具有多级代理商，采购分散且专业服务能力不强。近年兴起的集约化采购（也称整体综合服务，简称“打包”）模式是由代理品牌众多、服务实力强劲的打包商直接对接多个上游品牌议价采购，下游直接对接医院检验科，打包商同时担当采购、配送和服务等多种角色。

图表32： 医院检验科传统代理采购模式



资料来源：华泰证券研究所

图表33： 医院检验科打包采购模式



资料来源：华泰证券研究所

打包模式的核心优势是降本增效，符合耗材“两票制”。我们认为打包模式较传统代理模式的优势在于：

- 1) **降本**：打包商往往是和多个国内外大品牌合作多年的代理商，实力强劲，同时把控终端，对上游的议价能力较强，此外打包模式减少中间流通环节，因此通常来说打包模式会帮助医院降低约 10% 的采购成本；
- 2) **增效**：打包商不仅具有采购成本方面优势，而且可以提供实验室整体解决方案，可以帮助下游客户提高检验效率和水平；
- 3) **符合耗材“两票制”**：打包商直接对接上下游，天然符合“两票制”要求；

打包模式不仅对终端医院有利，而且打包商本身也受益匪浅：

- 1) **增大话语权，改善现金流：**由于紧密的渠道关系，对上游议价能力增加，能够延长应付账期，对下游便于回款，应收账款期或可缩短。这也是润达医疗在 2018 上半年经营性现金流显著改善（1H18 净额为 1.63 亿元，而去年同期为-0.92 亿元）的重要原因之一；
- 2) **保证收入可持续增长：**打包服务合同通常是 5-8 年，合作关系稳定，可以保证持续的稳定收入；

打包服务仍处于跑马圈地阶段。目前将打包服务作为主营业务之一的器械商业企业包括润达医疗、瑞康医药和塞力斯等，部分上游国产 IVD 厂商如迈克生物、安图生物、美康生物等也在向下游打包服务延伸。考虑到 IVD 终端市场 2018-2020 年有望保持 10-15% 增长，且打包模式渗透率逐步提高，我们认为行业龙头的打包业务收入规模在 2018-2020 年有望保持 30% 的高速增长。

图表34： 我国 IVD 打包服务龙头上市公司

打包服务龙头企业	2017 年打包业务营业收入/亿元	覆盖终端客户数量	优势区域
润达医疗	23	260	上海、江苏等华东区域
瑞康医药	10	100	
塞力斯	7	60	湖北、湖南等华中区域

注：润达医疗打包营业收入包含占股 49% 的重要合营公司国润供应链

资料来源：各公司公告，华泰证券研究所

传统的药品流通商也试水打包服务。药品流通企业通常与医院具有牢固的渠道关系，它们往往会选择和专业“打包”服务企业如润达医疗、塞力斯等合作，将流通企业的渠道资源和“打包”服务企业的专业性结合起来，共同拓展医院市场。

图表35： 药品流通企业在 IVD 打包服务布局

流通企业	时间	综合服务开展方式
国药控股	2015 年 11 月	与润达医疗合作成立国润，占股 51%
华润医药	2018 年 2 月	与塞力斯合作成立华润塞力斯，占股 51%
柳药股份	2017 年 3 月	与润达医疗合作成立柳润，占股 51%
瑞康医药	2015 年至今	并购各地代理商，通过代理商参与打包服务

资料来源：各公司公告，华泰证券研究所

打包集采模式是顺应未来医院检验控费趋势的创新医药商业模式，市场前景广阔，**我们建议关注现金流改善明显、IVD 打包服务龙头润达医疗。**

借处方外流“东风”，发展 DTP 药房和院边店

处方外流大势所趋。为破除以药养医，国家大力推行处方外流。为响应国家号召，各地政府分别推出各自电子处方外流的试行办法。

图表36：各地推行电子处方外流的政策

城市	政策时间	政策	具体内容
成都	2016年12月5日	《关于在全市药品零售连锁企业中推进电子处方试点工作的通知》	在药品零售连锁企业开展电子处方服务试点工作,主要限于按固定剂量用药上的常见病、慢性病。
西安	2017年5月18日	《西安市药品零售企业推行电子处方服务工作方案》(试行)	西安市药品零售连锁企业和有条件的零售单体药店推行电子处方服务工作。
	2017年6月14日	《推广互联网医院开展慢性病随诊电子处方共享工作的意见》	允许连锁企业在处方来源上能够与医疗单位远程合作,进行慢病诊疗和处方开具。
天津	2018年1月18日	《关于实施维护参保人员基本用药权益有关措施的通知》	支持定点医疗机构将电子处方上传至医保信息系统,支持医院处方外流。
重庆	2018年3月12日	《关于零售药店试行凭电子处方销售处方药的通知》	采取与医疗机构对接的方式,实行计算机联网并通过信息系统从医疗机构获取电子处方。
北京	2018年7月20日	《关于北京市基本医疗保险定点零售药店实时结算外配处方有关问题的通知(试行)》	定点医疗机构须将外配处方信息实时上传到医疗保险信息系统

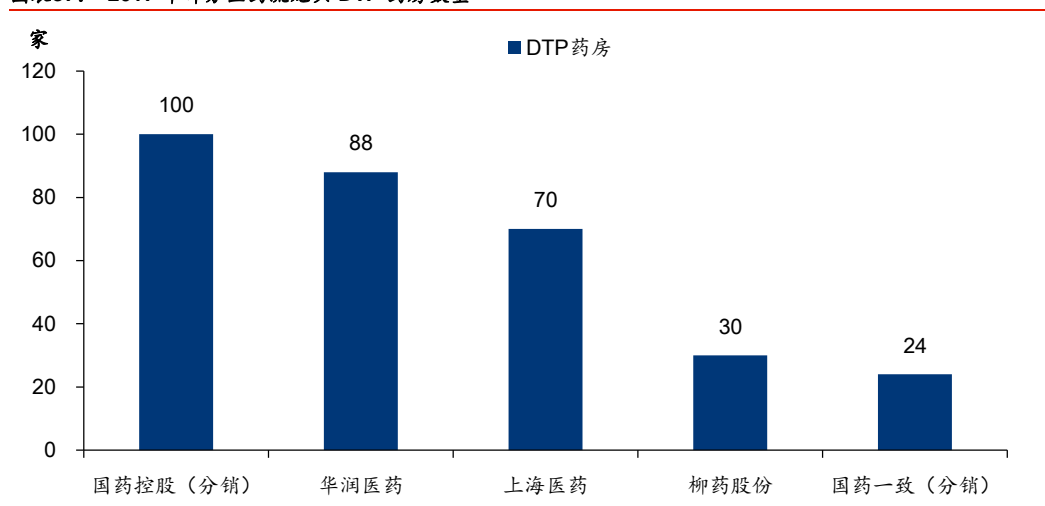
资料来源：各政府官网，华泰证券研究所

处方首先外流到院边店和 DTP 药房：1) 院边店：占据地理优势，并且能够和医院合作共赢；2) DTP：全称 Direct-To-Patients，可以理解成面向患者的配送服务，多为抗肿瘤等高值药品，后续还可以升级提供购药提醒、用药指导等增值服务。根据国外经验，院边店和 DTP 药房将最先承接外流处方，充分享受政策红利。

院边店净利率与社会药房相当，但销售额可观。很多情况下 DTP 药房设在院边店中，院边店处方药销售比例通常超过 90%，虽然毛利率 20-25%，低于社会药房 35-40% 毛利率，但是由于客单价高，导致坪效、人效高，费用率低，所以院边店净利率与社会药房相当，而销售额较大，单店年销售额甚至可突破 1 亿元/年。

布局院边店和 DTP 药房是“批零一体化”战略的重要部分。医药流通商开设院边店和 DTP 药房，不仅采购方面可以充分利用上游资源，而且凭借成熟稳定的医院渠道，能够更方便快捷地承接外流处方。因此，各大医药流通企业均提出“批零一体化”战略，丰富自身业务，增加成长驱动力，同时从业务结构上提高公司整体毛利率水平。

图表37：2017年部分医药流龙头 DTP 药房数量



注：上述数据只是国药控股和国药一致的分销公司下设的 DTP 药房，不含国大药房数据；上海医药数据包含康德乐；

资料来源：各公司公告，华泰证券研究所

GPO 模式逐步探索推广，利好行业龙头

GPO 模式在美国已经非常成熟。GPO (Group Purchasing Organization, 集中采购组织) 专注药品采购的中介机构, 1910 年始于纽约。根据健康界数据, 全美现存 600 余家 GPO 组织, 全美 73% 医院采购来自 GPO。GPO 收入主要来源是合同管理费 (一般不超过合同交易额的 3%), 核心作用是降低采购成本, 此外还可以协助医院管理采购系统, 促进上游厂商扩大医院终端覆盖规模。

上海、深圳和广州三地已实行 GPO 模式。为降低药品采购成本, 上海、深圳和广州先后试行 GPO 模式。但由于我国医保支付系统和医院组织形式不同, 不能照搬美国经验, 美国 GPO 组织高度市场化, 同一家医院可加入多个 GPO, 并不排他, 我国 GPO 基本还需要依靠政府推动。三地 GPO 均处于探索阶段, 核心目的是以量换价。

图表38: 我国与美国执行 GPO 对比

国家	城市	执行日期	覆盖范围	GPO 组织	GPO 组织类型	GPO 与省级采购单位关系	降价幅度
中国	上海	2016 年 2 月	6 院 6 区	上海医健卫生事务服务中心	非营利性社会组织	以省级采购平台为依托, 在省平台上交易	15%
	深圳	2016 年 8 月	深圳地区公立医院	全药网	营利的第三方商业组织	与省级招标平台并行, 可以交换信息	承诺 30%
	广州	2018 年 6 月	广州地区公立医院	市医保局	政府机构	与省级招标平台并行, 可以交换信息	以全国最低省级中标价的 98% 与广州药品集团采购平台上一采购周期成交价两者之间的低值作为入市价
美国		1910 年	全美约 73% 医院	600 余家 (2013)	GPO 会员控股机构	NA	10-18%

资料来源: 各地政府官网, 华泰证券研究所

GPO 模式坎坷中前进。GPO 推行之路并不顺利, 早先试行 GPO 的上海和深圳都涉嫌垄断, 需要整改, 深圳地区 GPO 不再强制医院参与, 配送企业不再由 GPO 单方确定, 允许生产企业自主选择销售平台, 而上海 GPO 放开自主采购, 充分体现公益性。尽管 GPO 推行过程并非一帆风顺, 但我们认为大方向是正确合理的, 是医改的重要举措之一。

我们认为 GPO 模式利好医药流通龙头企业, 加快行业整合:

- 1) GPO 倾向选择实力强劲的流通龙头合作。**GPO 往往覆盖大片区域的多家医院, 而且采购量较大, 需要合作的配送商具有完备的配送网络和齐全的上游品种, 大型流通企业实力优势明显, 将获得更多的市场份额。
- 2) 未来或可参与 GPO, 增大行业话语权。**美国医药流通巨头康德乐下设专科药 GPO 子公司, 与其 DTP 药房等构成闭环, 而深圳唯一 GPO 组织全药网是医药流通企业海王生物子公司。虽然目前政府主导的 GPO 组织是主流, 但随着市场化程度提高, 未来医药流通企业完全可能参与到 GPO 中, 提高在产业链中地位。

重点推荐柳药股份和中国医药，建议关注国药股份和润达医疗

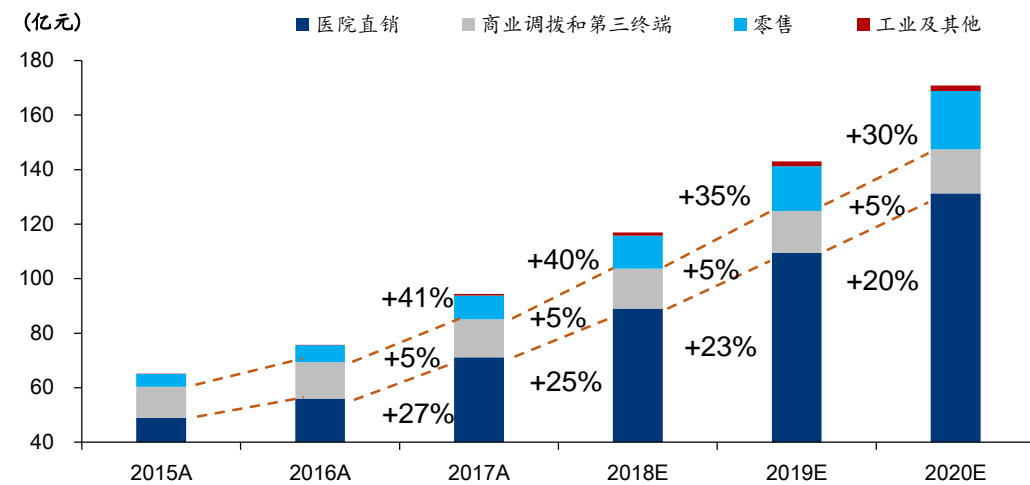
当下时点，我们关注以下几类流通企业：

- 1) 竞争优势明显且显著受益当地招标政策的区域龙头，如柳药股份、国药股份等；
- 2) 包含工业、贸易等非商业业务，可以支持商业的大量资金需求，现金流风险较小的标的，如中国医药等；
- 3) 器械业务占比高，且提前布局打包集采等创新模式的企业，如润达医疗等；

柳药股份：竞争优势明显，成长因素确定性高

在行业日趋分化的背景下，柳药股份是强者恒强的典范。公司通过战略合作协议巩固医院渠道关系。在“两票制”全面推行之后，我们预计公司凭借其渠道和品种的优势，2018-2020年纯销业务收入增速达到20-25%，超过行业平均增速10-15pct，在医院纯销的市场份额进一步扩大。

图表39：2015-2020E年柳药股份各项业务营业收入及其增速预测

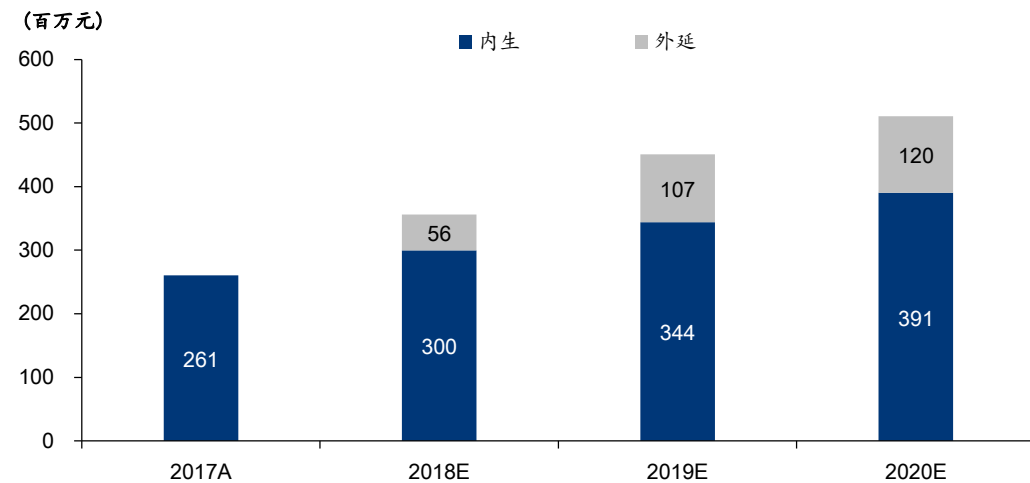


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

中国医药：内生外延双驱动，工商贸一体化发展

中国医药的医药流通业务销售规模2017年全国排名第6，是深具潜力的全国二线龙头：1) 在河南等优势省份扩展空白市场，下沉渠道，我们预计2018年公司流通业务归母净利润内生增速15%；2) 加速外延并购速度，今年以来已收购齐市中瑞、沈阳铸盈和河北金仑三个标的，我们预计18年外延标的可贡献约5600万元归母净利润；3) 流通渠道建设有助于工业CSO业务开展，而工业和贸易业务又可为流通业务提供现金流，工商贸一体化优势明显。

图表40： 2017-2020E 年中国医药商业业务内生和外延归母净利润



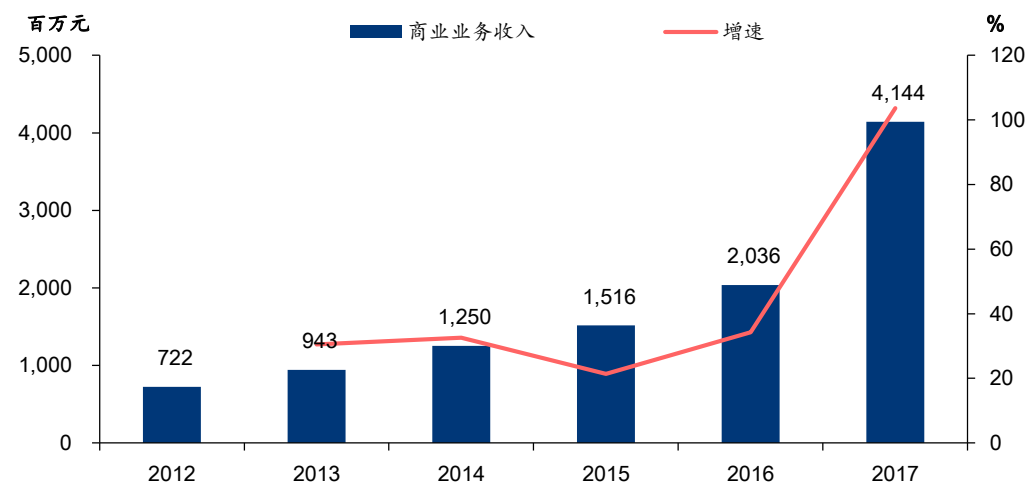
注：外延标的指已公告的齐市中瑞、沈阳铸盈和河北金仑三个标的

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

润达医疗：聚焦 IVD 集采打包服务

集采打包服务是主营业务之一，现金流改善明显：1) 拥有众多国内外主流品牌的代理权，实验室建设经验丰富，外延内生并举，实现销售网络基本覆盖全国，在 2017 年底打包业务覆盖客户 260 余家，根据公告包括国润在内的打包服务收入达到 23 亿元；2) 自产的生化 and 糖化血红蛋白业务快速增长，2017 年自产业务收入增速 33%；3) 公司通过加强回款管理，延长上游应付账期，促使其 1H18 经营性现金流净额为 1.63 亿元，较去年同期-0.92 亿元显著改善。

图表41： 2012-2017 年润达医疗商业业务收入及其增速

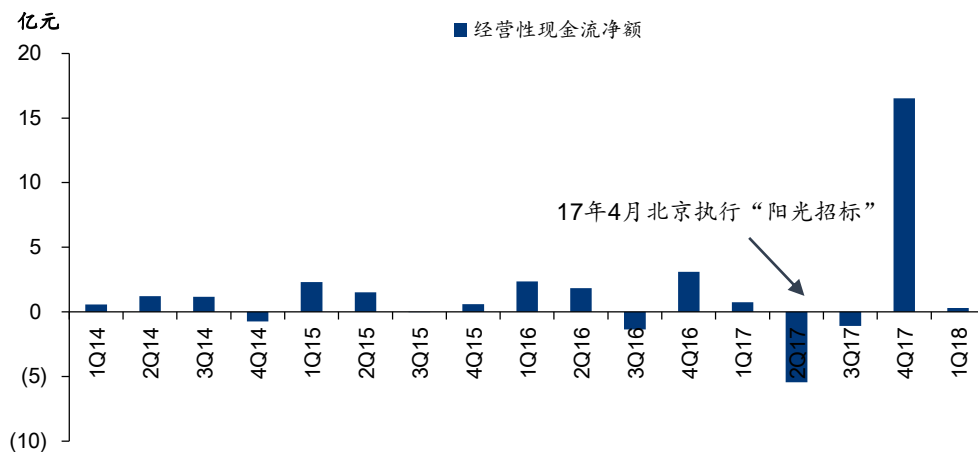


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

国药股份：业绩增长稳健，现金流出色

国药股份的北京医药流通、全国精麻分销等核心业务持续稳健发展：1) 在 2017 年 6 月母公司国药控股将其在北京的另外四个医药商业子公司，注入到国药股份中，使其成为国药控股在北京的唯一医药流通平台，扩大其在北京市场的领先优势；2) 公司 2017 年麻药市占率达 80%，积极拓展二级分销市场；3) 除受阳光采购影响等个别季度，近十年多数季度经营性现金流净额均为正，财务质量高。

图表42： 2014年至今国药股份单季度经营性现金流净额情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

风险提示

- 1) 如果“两票制”推行不及预期，则市场整合力度不够，行业集中度提高受限，龙头企业发展空间将很难扩大。
- 2) 如果招标降价超预期，则会向全产业链传导，流通企业有可能承担部分降价损失，影响业绩增长。
- 3) 如果借贷利率上行超预期，则会造成财务成本增加，影响利润情况。

附录

图表43: 2016年至今主要上市流通企业发行的ABS和ABN情况

公司	名称	债券类型	发行日期	主体评级	债券评级	票面利率	期限/年	融资额度/亿元
国药控股	PR一 A1(142296)_上海	证监会主管 ABS	2016/10/20	AA+	AAA	3.20%	1.02	2.2
	PR一 A2(142297)_上海	证监会主管 ABS	2016/10/20	AA+	AAA	3.50%	2.76	3.69
	国控一 B(142298)_上海	证监会主管 ABS	2016/10/20	AA+		4.50%	3.28	1
	国控一次(142299)_上海	证监会主管 ABS	2016/10/20	AA+		≤4%	4.27	0.62
	PR国控 A(142559)_上海	证监会主管 ABS	2016/12/23		AAA	4.85%	1.8	10.11
	国控优 B(142560)_上海	证监会主管 ABS	2016/12/23		AA+	4.95%	1.8	0.68
	国控优 C(142561)_上海	证监会主管 ABS	2016/12/23			5.50%	1.8	0.94
	国控次级(142562)_上海	证监会主管 ABS	2016/12/23				1.8	1.75
	17 国控租赁 ABN001 优先 A(081771001)	交易商协会 ABN	2017/8/22	AA+	AAA	5.14%	3.43	12.46
	17 国控租赁 ABN001 优先 B(081771002)	交易商协会 ABN	2017/8/22	AA+	AA	6.45%	3.67	1.31
	17 国控租赁 ABN001 次(081771003)	交易商协会 ABN	2017/8/22	AA+			4.43	1.19
	国控 1B(149211)_上海	证监会主管 ABS	2018/1/30			7%	3.74	1.74
	PR1A(149210)_上海	证监会主管 ABS	2018/1/30	AA+	AAA	6.30%	2.99	11.79
	国控 1次(149221)_上海	证监会主管 ABS	2018/1/30	AA+			8.24	1.17
	18 国药控股 ABN001 优先 A(081800069)	交易商协会 ABN	2018/6/14	AA+	AAA	6.20%	2.93	17
	18 国药控股 ABN001 优先 B(081800070)	交易商协会 ABN	2018/6/21	AA+	AA	7.50%	3.44	1.8
	18 国药控股 ABN001 次(081800071)	交易商协会 ABN	2018/6/14	AA+			4.69	1.69
	华润医药	华润 1期 A(146019)_上海	证监会主管 ABS	2017/5/18		AAA	5.29%	1.5
华润 1期 B(146020)_上海		证监会主管 ABS	2017/5/18		AA	5.50%	1.5	1.47
华润 1期 C(146021)_上海		证监会主管 ABS	2017/5/18				1.5	1.47
华润 1期 D(146022)_上海		证监会主管 ABS	2017/5/18				1.5	0.42
17 华药商业 ABN001 次 B(081759004)		交易商协会 ABN	2017/7/17				1.5	0.2
17 华药商业 ABN001 优先 B(081759002)		交易商协会 ABN	2017/7/17		AA	6.50%	1.5	0.7
17 华药商业 ABN001 优先 A(081759001)		交易商协会 ABN	2017/7/17		AAA	4.98%	1.5	8.5
17 华药商业 ABN001 次 A(081759001)		交易商协会 ABN	2017/7/17				1.5	0.6
华润 2 优 1(146696)_上海		证监会主管 ABS	2017/11/7		AAA	5.20%	2	16.38
华润 2 优 2(146697)_上海		证监会主管 ABS	2017/11/7		AA	5.70%	2	1.58
华润 2 次 1(146698)_上海		证监会主管 ABS	2017/11/7				2	1.38
华润 2 次 2(146699)_上海		证监会主管 ABS	2017/11/7				2	0.39
九州通		16 九州通 ABN001	交易商协会 ABN	2016/6/27				3
	16 九州通 ABN001 优先	交易商协会 ABN	2016/6/27		AAA	4.10%	3	7.77
	JZT1 优 3(142243)_上海	证监会主管 ABS	2016/9/28	AA+	AAA	3.45%	0.56	1.6
	JZT1 优 2(142242)_上海	证监会主管 ABS	2016/9/28	AA+	AAA	3.45%	0.47	1.5
	JZT1 优 4(142244)_上海	证监会主管 ABS	2016/9/28	AA+	AAA	3.45%	0.64	0.8
	JZT1 优 1(142241)_上海	证监会主管 ABS	2016/9/28	AA+	AAA	3.45%	0.4	3.5
	JZT1 次 1(142245)_上海	证监会主管 ABS	2016/9/28	AA+				2.1
	JZT1 次 2(142246)_上海	证监会主管 ABS	2016/9/28	AA+			2017/8/20	0.5
	JZT2 次(146012)_上海	证监会主管 ABS	2017/4/28				0.91	0.75
	JZT2 优 B(146011)_上海	证监会主管 ABS	2017/4/28	AA+	AA+	5.40%	0.91	3.3
	PRT2 优 A(146010)_上海	证监会主管 ABS	2017/4/28	AA+	AAA	5.05%	0.91	10.95
	九州通 3A(zc1806130)_上海	证监会主管 ABS	2018/6/12	AA+	AAA	5.40%	0.97	10.5
	九州通次(zc18061303)_上海	证监会主管 ABS	2018/6/12	AA+			0.97	0.75
	九州通 3B(zc18061302)_上海	证监会主管 ABS	2018/6/12	AA+	AA+	6.20%	0.97	3.75
瑞康医药	17 瑞康 A(116751)_深圳	证监会主管 ABS	2017/11/24	AA+	AAA	5.70%	2.45	9.86
	17 瑞康 B(116752)_深圳	证监会主管 ABS	2017/11/24	AA+	AA	6.50%	2.45	1.21
	17 瑞康中(116753)_深圳	证监会主管 ABS	2017/11/24	AA+		6.60%	2.45	0.18
	17 瑞康次(116754)_深圳	证监会主管 ABS	2017/11/24	AA+			2.45	0.85
嘉事堂	17 嘉事堂 ABN001 优先	交易商协会 ABN	2017/7/12		AAA	5.30%	3	6.74
	17 嘉事堂 ABN001 次级	交易商协会 ABN	2017/7/12				3	1.26

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com