

拐点初显：现金流改善，规模效应&产业链延伸是关键

证券分析师：杜佐远 证券投资咨询执业证书编码：S1190517110001
证券分析师：蔡明子 证券投资咨询执业证书编码：S1190518050001
2019年3月26日

投资要点

美国医药流通企业给国内启示：高值服务、产业链扩展是出路

配送企业除了要加强网络搭建、成本控制外，还应加强上下游布局，提供更多的高毛利增值服务，提升客户粘性和议价能力，构建新的核心竞争力。从美国前三龙头的延伸布局方向看，多为精细化供应链系统、医疗信息化、药械生产、配套服务等领域。**集中度提升不一定带来高收益，精细化管理能力和充足资金是增强规模化效应的保证，而对现阶段的国内企业来说能否融到足够资金更加关键，资金是流通企业的命脉。判断好转的指标在于扣非净利润增速大于营收增速，或者ROIC-WACC差值扩大。**

国内药品流通行业中长期逻辑存在，短期有拐点

短期看现金流有望改善：2018年以来，我国利率水平总体呈下行走势，加上“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，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。

中长期看集中度提升，业务结构调整打开空间：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；18年政府及金融机构相继出台实质性政策降低民企融资成本，公立医院账期过长的问题得到缓解，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。

带量采购对行业影响有限，更多将带来现金流改善

带量采购对行业影响有限，旧仿制药的低迷会被新的仿制药与创新药抵消，行业整体仍保持稳定增长。对行业来说，核心是净利率不是毛利率，带采后流通企业毛利率下降，但净利率会稳定在1.6%左右，跟带采前净利率变化不大，因为回款变好，资金成本降了，如果严格执行带采，医保局直接约束医疗机构回款，带来现金流好转。

投资建议：从规模效应、产业链延伸布局角度选股，筛选出——国药股份、上海医药、国药一致、九州通、柳药股份、瑞康医药。（排名不分先后，盈利预测见下页）

风险提示：政策推进进度不及预期，药品、器械降价超预期。

投资要点

股票代码	公司简称	股价/元	总市值	EPS (元)				P/E				PB	EV2/E BITDA	ROE	PEG	Growth	投资评级
		2019-3-20	亿元	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

数据来源：wind，太平洋证券研究院。注：瑞康、上药19-20年未考虑大额商誉减值的可能。

概要

美国医药流通行业发展：政策推动整合，龙头注重创新

.....

- 医药分业初期：规模小、集中度低、区域竞争、业务单一
- 行业整合期：监管加强、并购加速、集中度提升加速
- 业务创新期：行业进入微利时代，龙头企业通过业务创新寻找新出路
高资金压力、低盈利能力、高运营效率
- 给国内的启示：高值服务、产业链扩展是出路

国内药品流通行业中长期逻辑存在，短期有拐点

.....

- 短期逻辑：利率启稳，现金流改善
- 中长期逻辑：集中度提升，业务结构调整打开空间

标的推荐：从规模效应、产业链延伸布局角度选股

.....

美国医药流通行业发展史：政策推动整合，龙头注重创新

1. 医药分业初期：规模小、集中度低、区域竞争、业务单一

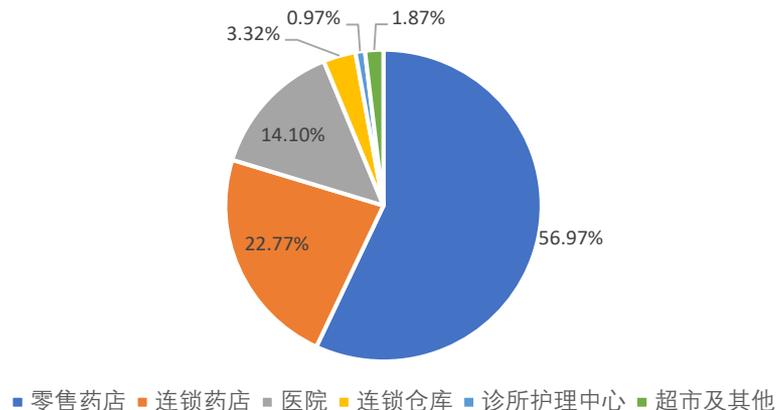
- 18世纪以前，美国药师担任医师与药材商双重角色，药品流通竞争机制尚不完善。在18世纪美国颁布了《医师法》《药师法》等法案，规定医师有诊断和处方权，但无配制或调配处方权；药师有调配处方权，但无诊断和处方权，促使美国逐渐开始“医药分业”。直至20世纪下半叶，药师才完全摆脱商人的角色。同时，医药流通行业也随之发展起来，行业内以区域型的小型批发企业为主，通过批发零售盈利。
- 20世纪70-80年代，美国药品流通行业朝规范化发展。此时，医药流通行业的特征为：1) 美国药品分销市场高度分散，仅McKesson与Bergen Brunswig两家全国性的批发企业，前三大医药流通企业市占率不足30%；2) 医药行业市场规模小，不足100亿美元；3) 药品批发企业的业务内容单一，仅集中在药品供应、运输服务和仓储服务三大类，但是毛利率高；4) 处方药房是美国药品批发企业的主要终端客户（美国处方药房包括医院药房、零售药店和连锁药店。）

表：1981年美国药品批发行业主要指标行业均值

主要指标	1981年行业均值
净销售额	174万美元
毛利率	11.5%
净销售额对资产总额比值	3.99倍
库存周转率	7.31倍
营业费用率	占净销售额比值8.84%

资料来源：《美国药品批发行业的发展历程》，Mark W. Parrish，中国医药协会国际交流部，太平洋证券研究院

图：1981年美国药品批发行业主要客户构成



资料来源：《美国药品批发行业的发展历程》，Mark W. Parrish，中国医药协会国际交流部，太平洋证券研究院

2. 行业整合期：监管加强、并购加速、集中度提升加速

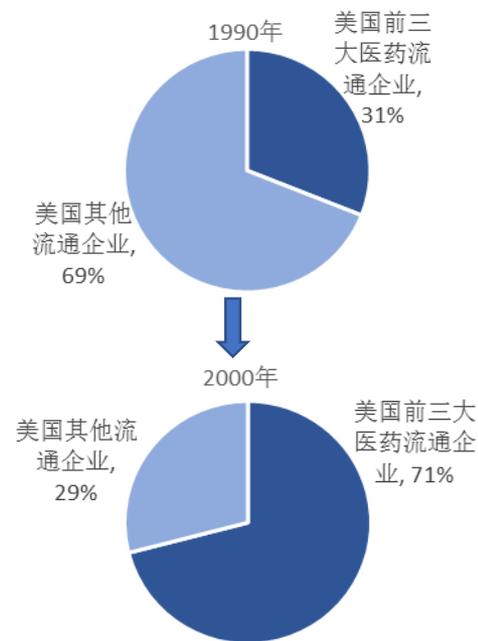
➢ 20世纪80年代以来，在美国社会人口老龄化问题与生产企业加快创新等因素驱动下，“重磅炸弹”级药品频繁问世，流通企业市场规模扩大，随之承担资金压力增大。同时，由于美国流通企业数量太多且布局分散，美国政府通过加强药品供应链监管，例如提出“最小订单起订量”与“授权批发企业制度”来促进流通企业间并购整合，美国医药流通行业整合速度加快，企业数量从1980年的300家下降到2000年的46家。同时，前三大流通企业McKesson, AmerisourceBergen, Cardinal Health（简称MCK/ABC/CAH）的市占率从1990年的31%上升至2000年71%，行业集中度大幅提升。

表：美国医药流通行业20世纪80-90年代事件

时间	背景	事件	内容意义
20世纪80、90年代	20世纪80年代初，美国国会通过的《贝赫-多尔法案》和《斯蒂文森-魏德勒法案》，允许将专利授权给某个制药企业专营。	“重磅炸弹”级药品密集上市	由于“重磅炸弹”级药品极高的年销售量，批发企业需要承担的资金压力较大。小型批发企业由于现金流的不足与赊销额度的减少，逐渐退出该药品领域的竞争。而大企业依靠自身的资金优势，足以应对大规模的销售变化，进而获得巨额回报。
1987年	重新销售处方药会增加公众买到药效减弱甚至伪造药品的可能性	颁布《处方药销售法案》	法案的颁布加强了药品供应链的安全水平，同时对销售假冒伪劣处方药的行为增加了惩罚措施，同时，也为授权批发企业制度奠定了基础
20世纪80年代末	政府颁布《处方药销售法案》加强监管假冒处方药的销售	设立“授权批发企业制度”	为加强对假冒处方药销售的监管力度，政府将符合标准且具有完备追溯能力的大型医药批发企业确认为“授权批发企业”，这类企业在药品生产企业选择分销商时享有优先被挑选的权利。由此，大部分规模小且技术低的中小型批发企业未通过验收而成为“未授权批发企业”，成为药品生产企业分销商的几率降低，生存空间被进一步挤压。
20世纪80年代末	医药流通行业高度分散，政府有意加强药品供应链的监管	提高“最小订单起订量”	药品生产企业提高“最小订单起订量”，以减少终端客户数量，优化供应链管理。终端药店由于采购成本的提高，在营运资金的压力下，纷纷向批发企业采购，造成批发企业营业额大幅提升。然而，批发企业的资金压力进一步增大，更多的小型批发企业由于资金不足与生存空间的缩小，被大型批发企业兼并。

资料来源：太平洋证券研究院整理

图：美国医药批发行业集中度提升

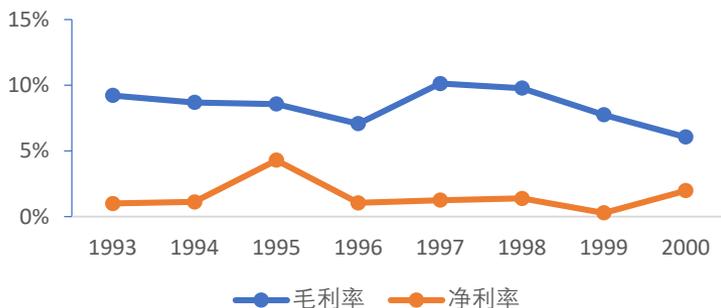


资料来源：Bloomberg、太平洋证券研究院

2. 行业整合期：龙头企业专注细分领域布局以提升规模效应

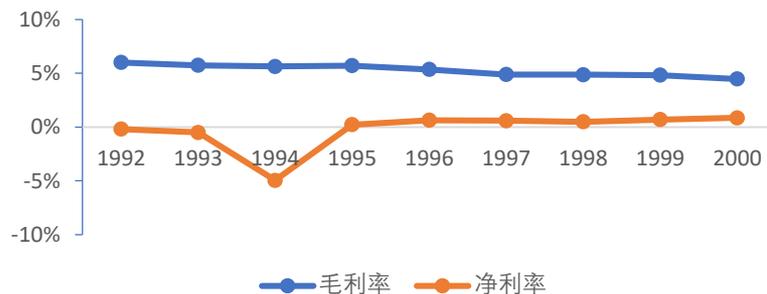
- 在行业整合期，医药流通企业受到医院、药店等各方势力的压力，行业生存环境变差，整体毛利率从1987年的14.96%下降到2000年的6.21%，盈利能力逐步下降，进入低效率运营期。三大龙头均通过横向布局提升规模效应，维持经营效率：
- MCK——剥离非核心业务，专注于医疗信息服务业、物流体系及药品流通布局：**公司处置非主营资产，聚焦主业。通过收购FoxMeyer Corporation等药品配送公司，重点布局药品分销与物流体系领域，加强对供应链上下游的管理，提高运营效率。同时，公司收购HPR Inc.等信息系统供应商，为以后提供全方位的医疗信息服务奠定基础。
- ABC——专注于优化药品与医疗器械流通布局：**通过收购Colonial等医疗器械分销商及J.M. Blanco, Inc.等药品分销商，Bergen Brunswig与Amerisource Health重点布局药品与医疗器械流通领域，规模提升，逐渐成为行业龙头。
- CAH——专注于优化药品与医疗器械流通布局，实现异地扩张：**通过收购Behrens Inc.等药品经销商与Bergen Brunswig Medical Corporation等医疗器械分销商，公司更容易进入被收购企业当地市场，从而快速实现异地扩张，扩大企业的市场份额与品牌影响力。

图：MCK毛利率和净利率水平（90年代）



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

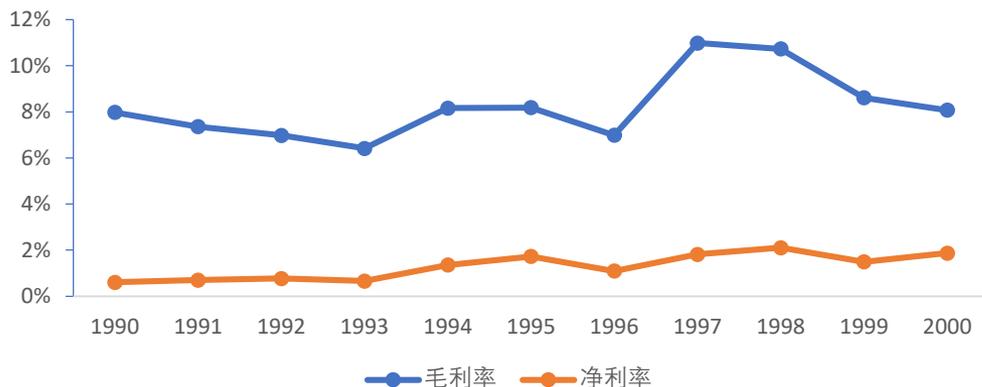
图：ABC毛利率和净利率水平（90年代）



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

2. 行业整合期：龙头企业专注细分领域布局以提升规模效应

图：CAH毛利率和净利率水平（90年代）



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

表：美国前三大医药流通企业并购整合多为横向并购（20世纪80-90年代）

企业	时间	事件	企业类型	目的
MCK	1996年	收购Automated Healthcare	自动配药系统公司	优化物流体系
	1996年	收购FoxMeyer Corporation	药品配送公司	优化药品流通布局
	1996年	处置Armor All Products Corporation	汽车自助养护产品经销	剥离非核心业务
	1997年	收购General Medical Inc.	收购医疗手术耗材用品供应商	优化药品流通布局
	1997年	处置Millbrook Distribution Services	为超市、药店与折扣店配送健康产品、美容用品、普通商品和特殊食品	剥离非核心业务
	1997年	收购HPR Inc.	临床信息系统供应商	布局医疗信息服务业
	1998年	收购Enterprise Systems	资源管理解决方案开发公司	布局医疗信息服务业
	1998年	收购RedLine HealthCare Corporation	医药配送企业	优化药品流通布局
	1999年	收购HBO & Company	医疗健康信息技术公司	布局医疗信息服务业
	2000年	成立Health Nexis	网络信息系统公司	布局医疗信息服务业
	2000年	处置MCK Water Products Company	家用及商务瓶装饮用水生产、销售及配送	剥离非核心业务

2. 行业整合期：龙头企业专注细分领域布局以提升规模效应

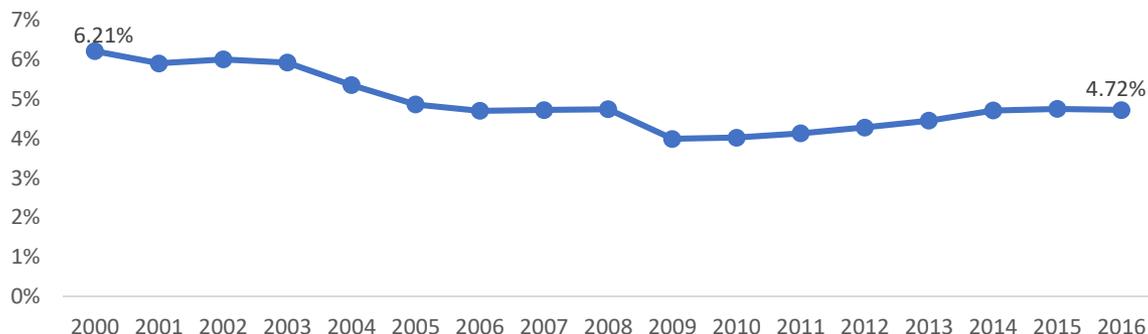
表：美国前三大医药流通企业并购整合多为横向并购（20世纪80-90年代）（续）

企业	时间	事件	企业类型	目的
Bergen Brunswig	1994年	收购Biddle & Crowther Company	手术器械耗材配送商	优化药品流通布局
	1995年	收购Colonial	手术器械分销商	优化医疗器械流通布局
	1998年	收购Besse Medical Services	诊断、注射等耗材供应商	优化药品流通布局
	1998年	收购Choice Systems, Inc.	医疗诊断系统公司	-
	1998年	收购Stadtlander Drug Co., Inc.	特药配送商	优化药品流通布局
	1998年	收购Ransdell Surgical	手术器械配送商	优化药品流通布局
	1998年	收购Lash Group, Inc.	医保报销咨询公司	-
	1998年	收购Pacific Criticare	手术耗材配送商	优化药品流通布局
	1999年	收购J.M. Blanco, Inc.	药品分销商	优化药品流通布局
Amerisource Health	1995年	收购Newbro Drug Company	药品分销商	优化药品流通布局
	1996年	收购Gulf Distribution Inc.	药品分销公司	优化药品流通布局
	1997年	收购Walker Drug Company	药品分销商	优化药品流通布局
	1999年	收购C.D. Smith Healthcare, Inc.	药品流通公司	优化药品流通布局
CAH	1984年	收购James W.Daly	药品和医疗器械批发商	优化药品与医疗器械流通布局
	1985年	收购John L. Thompson Sons	药品和医疗器械批发商	优化药品与医疗器械流通布局
	1986年	收购Ellicott	药品和医疗器械批发商	优化药品与医疗器械流通布局
	1990年	收购Ohio Valley-Clarksburg, Inc.	药品分销商	优化药品流通布局
	1991年	收购Chapman Drug Company	药品分销商	优化药品流通布局
	1993年	收购Solomons Company	药品经销商	优化药品流通布局
	1993年	收购PRN	肿瘤药品和医疗器械耗材供应商	优化药品与医疗器械流通布局
	1994年	收购Whitmire Distribution Corporation	药品流通企业	优化药品流通布局
	1994年	收购Humiston-Keeling	药品经销商	优化药品流通布局
	1994年	收购Behrens Inc.	药品经销商	优化药品流通布局
	1995年	收购Medicine Shoppe International, Inc.	医药零售商	优化药品流通布局
	1996年	收购Pyxis	分销系统服务商	优化物流体系
	1997年	收购Owen	医药信息服务和管理供应商	-
	1998年	收购MediQualSystems, Inc.	临床信息管理系统供应商	-
	1998年	收购Scherer	医药配送系统开发商	优化物流体系
	1999年	收购Allegiance	医疗器械耗材分销商	优化医疗器械流通布局
	1999年	收购Automatic Liquid Packaging, Inc.	药品生产商	优化药品流通布局
	2000年	收购Bergen Brunswig Medical Corporation	医疗器械分销商	优化医疗器械流通布局

3. 业务创新期：行业进入微利时代，龙头企业通过业务创新寻找新出路

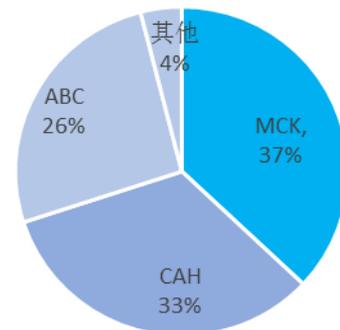
➤ 2000年以后，由于上世纪80-90年代严格监管政策余温犹存，行业集中度仍持续攀升，由MCK, ABC, CAH主导的医药流通行业市场竞争格局显现，至2016年，美国医药批发企业仅剩40余家，前三家企业的市占率达到96%。然而，随着市场规模扩张速度放缓，流通行业低毛利率的特点愈发显著，行业整体毛利率从2000年的6.21%继续下降到2016年的4.72%，前三大医药流通企业的净利率仅1%左右。在“微利化”的行业背景下，各医药批发企业逐步开始提升企业运营效率，同时通过差异化的创新业务以谋求市场份额的扩张。

图：2000年以来美国医药流通行业毛利率



资料来源：Bloomberg、太平洋证券研究院

图：2016年美国医药批发企业行业集中度



资料来源：Bloomberg、太平洋证券研究院

图：美国前三大医药流通企业估值水平

企业	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
麦克森(MCK)	19.98	19.31	9.90	19.70	13.71	16.51	14.29	26.77	36.83	25.26	16.59	7.18	182.91
美源伯根 (ABC)	18.46	16.06	22.23	14.92	14.81	13.60	14.14	37.29	71.31	-158.10	12.05	54.94	9.51
卡地纳健康(CAH)	26.09	10.81	9.93	13.53	13.71	15.57	12.69	56.75	24.45	22.05	17.03	17.62	18.10

资料来源：Wind、太平洋证券研究院；注：采用各期期末的PE(TTM)衡量估值水平

3. 业务创新期：行业进入微利时代，龙头企业通过业务创新寻找新出路

在行业日益饱和、高行业集中度、低毛利率的行业背景下，为继续拓宽市场空间，三大医药流通行业龙头企业开展了多元化的创新业务：

- **MCK——提供全方位的医疗信息服务：**通过进一步收购Medcon等医疗信息企业与OTN等配送企业，公司进一步加大对药品分销、供应链管理与医疗信息服务业务的投入，力争通过完善的供应链系统实现为产业链上下游提供全方位的医疗信息服务。
- **ABC——聚焦上下游服务产业链：**为增强企业的竞争优势，原两大行业龙头Amerisource Health和Bergen Brunswig合并成为ABC，医药分销领域优势极大增强。通过收购将业务延伸至医疗费用管理、血制品服务、医保报销服务等领域。
- **CAH——延伸至药械生产、配套服务领域：**通过进一步收购一系列的药品经销商与医疗器械分销商，丰富了供应端提供品种的多样性；通过早期收购的Scherer等分销系统服务商的支持，公司实现在物流领域的布局计划，最终形成一个完善的集约化物流配送平台；同时，公司收购了一系列药品器械服务、生产子公司，上下游产业链完善。

表：美国前三大医药流通企业并购整合多为产业链延伸（21世纪以来）

企业	时间	事件	企业类型	目的
MCK	2002年	收购PMO, Inc.	处方药配送公司	优化药品流通布局
	2005年	收购Moore Medical Corp.	多渠道化药品和手术耗材用品配送商	优化药品流通布局
	2006年	收购Medcon	医疗影像和医疗信息企业	布局医疗信息服务业
	2006年	收购D&K	专利药和仿制药经销商	优化药品流通布局
	2007年	收购Per-Se	为零售商提供财务和管理方案的服务商	布局医疗信息服务业
	2008年	收购OTN	特药配送公司	优化药品流通布局
	2009年	收购McQueary Brothers	区域性药品分销商	优化药品流通布局
	2010年	收购US Oncology Holdings, Inc.	特药配送公司	优化药品流通布局
	2013年	收购PSSI	手术耗材用品供应商和医疗物流供应商	优化物流体系
	2014年	收购Celesio AG	全球性医药批发和物流服务供应商	优化物流体系

资料来源：公司公告、Bloomberg、太平洋证券研究院

3. 业务创新期：行业进入微利时代，龙头企业通过业务创新寻找新出路

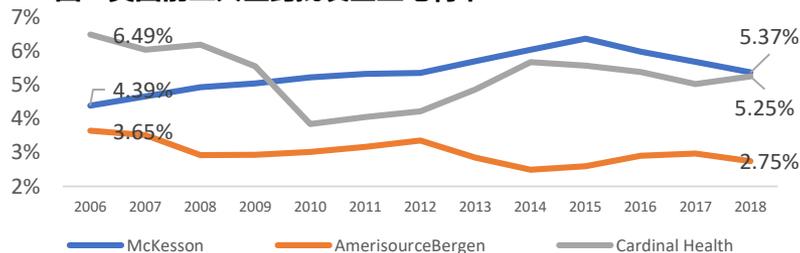
表：美国前三大医药流通企业并购整合多为产业链延伸（21世纪以来）（续）

企业	时间	事件	企业类型	目的
ABC	2001年	Amerisource Health和Bergen Brunswig合并成为ABC	-	-
	2002年	收购AutoMed Technologies, Inc.	医药分销系统供应商	优化物流体系
	2002年	收购Bridge Medical, Inc.	临床护理软件开发商	-
	2002年	收购US Bioservices Corporation	医疗费用管理公司	-
	2003年	收购Anderson Packaging Inc.	配送打包分装公司	优化物流体系
	2004年	收购MedSelect, Inc.	药物自动配送解决方案公司	优化物流体系
	2005年	收购Trent Drugs	药品流通企业	优化药品流通布局
	2006年	收购Network for Medical Communication&Research	医生教育和肿瘤研究企业	-
	2006年	收购I.G.G. of America, Inc.	血制品服务公司	-
	2006年	收购Access M.D., Inc.	物流配送公司	优化物流体系
	2006年	收购Brecon Pharmaceuticals Limited	医药打包配送公司	优化物流体系
	2006年	收购Health Advocates, Inc.	医保成本控制服务公司	-
	2007年	收购Bellco Health	专利药和仿制药流通企业	优化药品流通布局
	2009年	收购Innomar Strategies Inc.	特药分销公司	优化药品流通布局
	2011年	收购IntrinsiQ, LLC	医疗诊断公司	提供医疗决策服务
	2011年	收购TheraCom, LLC	医疗报销服务公司	-
	2012年	收购World Courier Group, Inc.	医疗物流和配送公司	优化物流体系
	2015年	收购PharMEDium Healthcare Holdings, Inc.	医疗定制化外包公司	优化物流体系
2015年	收购MWI Veterinary Supply, Inc.	动物药品配送公司	优化药品流通布局	
CAH	2001年	收购Bindley Western Industries, Inc.	药品分销商	优化药品流通布局
	2002年	收购Boron, LePore& Associates, Inc.	医药教育解决方案供应商	-
	2002年	收购Magellan Laboratories Incorporated	药品分析和开发服务商	优化药品流通布局
	2003年	收购Syncor International Corporation	核药物服务供应商	优化药品流通布局
	2003年	收购The Intercare Group	药品生产和分销企业	优化药品流通布局
	2004年	收购ALARIS Medical Systems, Inc.	静脉用药安全产品和服务供应商	-
	2006年	收购CareFusion	条形码识别系统供应商	优化物流体系
	2007年	收购VIASYS Healthcare Inc.	呼吸、神经和骨科医疗器械分销商	优化医疗器械流通布局
	2008年	收购Enturia Inc.	预防感染产品供应商	优化药品流通布局
	2010年	收购Healthcare Solutions Holding, LLC	特药服务供应商	优化药品流通布局
	2010年	收购Yong Yu	药品分销商	优化药品流通布局
	2013年	收购AssuraMed, Inc.	医疗器械分销商	优化医疗器械流通布局
	2014年	收购AccessClosureInc.	心血管医疗器械厂商	优化医疗器械流通布局
	2015年	收购Harvard Drug	仿制药分销商	优化药品流通布局
	2015年	收购Cordis	强生心脏医疗器械子公司	优化医疗器械流通布局
2015年	收购naviHealthHoldings, LLC	护理解决方案企业	-	

3. 业务创新期：高资金压力、低盈利能力、高运营效率

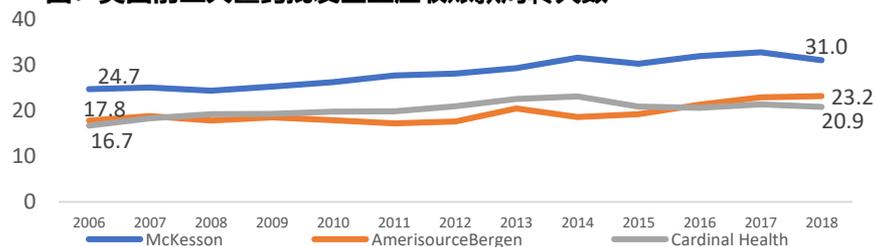
- **盈利能力：**三家企业整体趋于平稳，维持在低位水平。其中，ABC由于公司规模相对较小，加上公司收入结构中毛利率很低的分销配送业务占比超过90%，导致公司整体毛利率在三家中一直处于低位，并逐步降低；CAH由于20世纪末以来持续异地扩张，在21世纪初以6.49%的毛利率居于首位，之后随着09-10年公司大客户比例上升，客户对品牌产品需求量大幅增加，公司毛利率有所下滑，但在12-14年随着公司仿制药项目的落地与高毛利并购带来的业绩提升，整体毛利率显著上升；MCK则依靠在医疗信息服务领域的布局，在后期逐步实现全方位的医疗信息服务的供给，通过差异化的方式使毛利率在2010年赶超CAH成为第一。净利率方面，ABC和CAH在医药供应链方面加大投资力度，分别形成精细化供应链系统和“器械+药品”集约化供应平台，最终三家企业的净利率趋同，在1%左右徘徊。
- **运营效率：**前三大医药批发企业的运营效率较高，应收账款周转天数与存货周转天数普遍较低，但呈缓慢上升的趋势，主要由于三大企业的市占率与销售规模不断扩大导致。其中，ABC和CAH由于供应链与物流体系平台完善，运营效率比MCK高，应收账款周转天数比MCK少10天左右。
- **现金流情况：**由于20世纪80年代以来一系列政策的压力，医药批发企业的资金压力不断扩大。2006-2018年期间，美国前三大医药批发企业之间经营活动现金流量净额与营业收入的比值（销售现金比率）在2%左右波动，表明三家公司资金压力持续保持在高位。

图：美国前三大医药批发企业毛利率



资料来源：公司公告、Wind、太平洋证券研究院

图：美国前三大医药批发企业应收账款周转天数



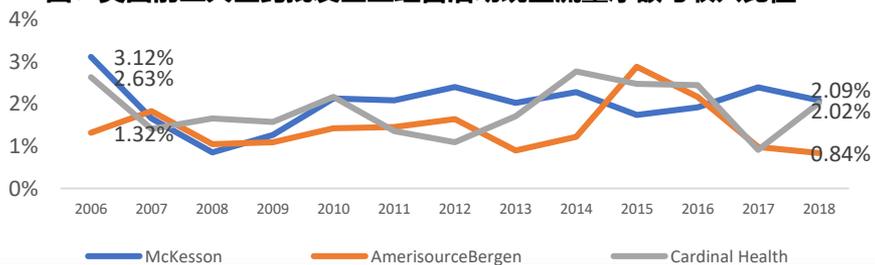
资料来源：公司公告、Wind、太平洋证券研究院

图：美国前三大医药批发企业净利率



资料来源：公司公告、Wind、太平洋证券研究院

图：美国前三大医药批发企业经营活动现金流量净额与收入比值



资料来源：公司公告、Wind、太平洋证券研究院

3. 业务创新期：低盈利能力、高运营效率、高资金压力

表：美国前三大医药流通企业财务数据

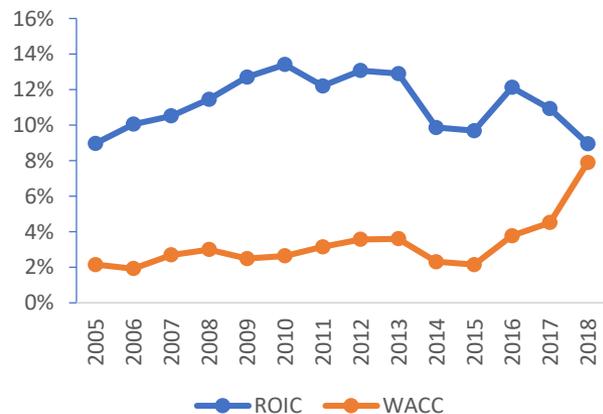
项目	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
麦克森(MCK)													
存货周转天数	31.60	31.03	31.93	31.16	31.39	31.67	29.97	31.86	32.55	29.29	29.72	29.43	28.84
应收账款周转天数	22.07	21.62	20.96	21.89	22.93	24.01	23.97	25.03	26.98	25.12	25.67	25.92	24.58
应付账款周转天数	40.36	42.28	42.64	42.26	43.67	46.39	46.91	50.30	51.98	49.71	53.92	57.30	57.69
应收-应付	-18.29	-20.66	-21.68	-20.36	-20.74	-22.38	-22.95	-25.27	-25.00	-24.59	-28.25	-31.37	-33.11
毛利率	4.39%	4.66%	4.93%	5.04%	5.22%	5.33%	5.35%	5.70%	6.04%	6.37%	5.98%	5.68%	5.37%
净利率	0.85%	0.98%	0.97%	0.77%	1.16%	1.07%	1.14%	1.09%	0.91%	0.86%	1.21%	2.60%	0.14%
ROE	13.3%	15.9%	16.0%	13.4%	18.4%	15.3%	19.6%	19.6%	16.3%	18.6%	23.6%	45.9%	2.4%
ROIC	10.0%	10.5%	11.5%	12.7%	13.4%	12.2%	13.1%	12.9%	9.9%	9.7%	12.1%	10.9%	9.0%
ROIC-WACC	8.12%	7.82%	8.46%	10.21%	10.77%	9.05%	9.50%	9.29%	7.56%	7.54%	8.34%	6.41%	1.06%
经营活动现金流净额 (亿美元)	27.44	15.39	8.69	13.51	23.16	23.38	29.5	24.83	31.36	31.12	36.72	47.44	43.45
销售现金比率	0.0312	0.0166	0.0085	0.0127	0.0213	0.0209	0.024	0.0203	0.0228	0.0174	0.0192	0.0239	0.0209
美源伯根 (ABC)													
存货周转天数	25.82	24.16	21.94	23.73	24.29	25.15	26.04	26.23	24.04	24.93	25.83	26.87	25.76
应收账款周转天数	17.96	18.76	17.68	18.55	17.92	17.43	17.47	20.13	18.61	19.24	21.33	22.90	23.17
应付账款周转天数	36.14	38.17	37.74	40.94	41.38	42.55	44.57	48.07	44.65	49.56	56.52	59.75	57.56
应收-应付	-18.18	-19.42	-20.06	-22.39	-23.46	-25.12	-27.10	-27.94	-26.04	-30.31	-35.20	-36.86	-34.39
毛利率	3.65%	3.52%	2.92%	2.93%	3.02%	3.17%	3.36%	2.85%	2.49%	2.60%	2.91%	2.97%	2.75%
净利率	0.76%	0.71%	0.36%	0.70%	0.82%	0.88%	0.90%	0.49%	0.23%	-0.10%	0.97%	0.24%	0.96%
ROE	10.3%	13.1%	16.1%	18.9%	22.2%	24.0%	28.6%	20.7%	13.2%	(10.7%)	104.0%	17.4%	63.2%
ROIC	8.0%	9.9%	12.8%	14.5%	16.4%	17.7%	20.6%	16.3%	19.4%	19.7%	19.2%	20.3%	15.2%
ROIC-WACC	6.49%	7.51%	10.58%	11.61%	12.85%	14.77%	18.21%	13.90%	16.36%	16.79%	15.58%	15.39%	8.63%
经营活动现金流净额 (亿美元)	8.07	12.08	7.37	7.84	11.09	11.68	13.05	7.88	14.63	39.2	31.78	15.04	14.11
销售现金比率	0.0132	0.0183	0.0105	0.0109	0.0142	0.0146	0.0164	0.009	0.0122	0.0288	0.0216	0.0098	0.0084
卡地纳健康(CAH)													
存货周转天数	35.45	32.83	30.44	26.52	25.06	25.02	26.56	30.39	34.86	32.49	31.03	31.96	32.78
应收账款周转天数	16.81	19.02	21.54	19.94	19.07	19.93	21.03	22.65	23.25	21.08	20.75	21.52	20.96
应付账款周转天数	39.10	39.88	37.59	33.85	35.23	38.07	40.29	44.96	51.21	49.30	49.58	51.35	52.19
应收-应付	-22.29	-20.86	-16.05	-13.91	-16.16	-18.13	-19.27	-22.31	-27.96	-28.22	-28.82	-29.83	-31.23
毛利率	6.49%	6.04%	6.19%	5.55%	3.84%	4.05%	4.22%	4.87%	5.67%	5.57%	5.38%	5.03%	5.25%
净利率	1.23%	2.22%	1.43%	1.16%	0.65%	0.93%	0.99%	0.33%	1.28%	1.19%	1.18%	1.00%	0.19%
ROE	11.71%	24.34%	17.20%	13.98%	9.17%	17.24%	17.68%	5.47%	18.84%	19.20%	22.28%	19.28%	3.98%
ROIC	10.7%	12.0%	8.0%	7.4%	8.7%	13.0%	13.1%	12.4%	11.8%	12.4%	12.6%	9.7%	7.6%
ROIC-WACC	8.04%	10.31%	5.30%	4.39%	5.45%	9.85%	10.93%	9.41%	9.77%	10.14%	9.45%	5.50%	0.70%
经营活动现金流净额 (亿美元)	21.4	12.23	15.12	15.67	21.34	13.95	11.76	17.27	25.24	25.4	29.71	11.84	27.68
销售现金比率	0.0263	0.0141	0.0166	0.0157	0.0217	0.0136	0.0109	0.0171	0.0277	0.0248	0.0244	0.0091	0.0202

资料来源：公司公告、Wind、太平洋证券研究院

4. 给国内的启示：高值服务、产业链扩展是出路

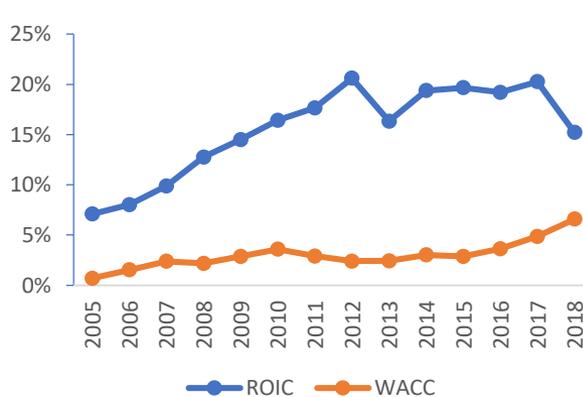
- 早期流通公司收入结构单一，在面临政策和上下游产业机遇变化是“渠道为王”的市场模式受到挑战，盈利能力逐步下降，根本出路在于增值业务布局。配送企业除了要加强网络搭建、成本控制外，还应加强上下游布局，提供更多的高毛利增值服务，提升客户粘性和议价能力，构建新的核心竞争力。从美国前三龙头的延伸布局方向看，多为精细化供应链系统、医疗信息化、药械生产、配套服务等领域。
- 集中度提升不一定带来高收益，精细化管理能力和充足资金是增强规模化效应的保证，而对现阶段的国内企业来说能否融到足够资金更加关键，资金是流通企业的命脉。判断好转的指标在于扣非净利润增速大于营收增速，或者ROIC-WACC差值扩大。美国龙头WACC近几年提升快，主要与美联储从2015年到2017年加息5次，利率从0.25%-0.5%的水平加到1.25%-1.5%、以及龙头市占率进入稳定期有关；ROIC近年下降，估计与亚马逊等巨头高调布局医药流通和零售行业有关。

图：MCK的ROIC和WACC对比图



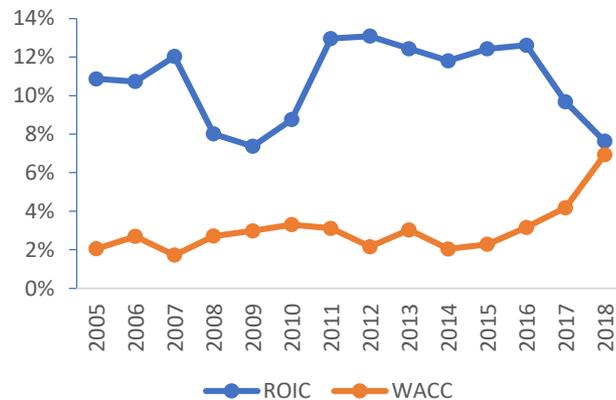
资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图：ABC的ROIC和WACC对比图



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图：CAH的ROIC和WACC对比图



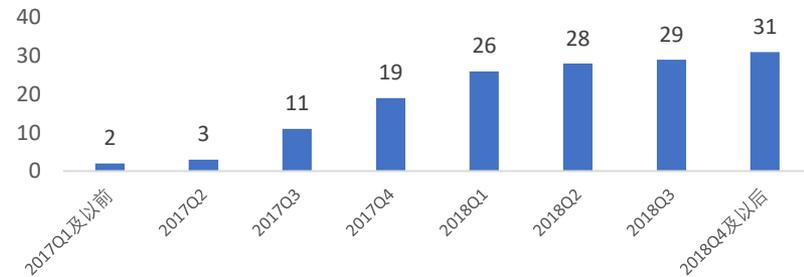
资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

● 国内药品流通行业中长期逻辑存在，短期有拐点

1. 短期逻辑：利率启稳，现金流改善

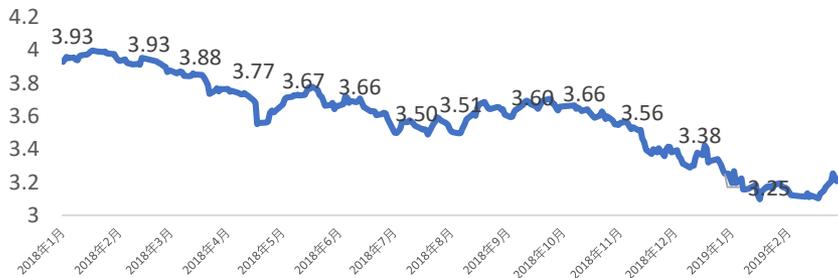
- 利率水平从18Q3起企稳、有望逐步下降：**2018年以来，我国利率水平总体呈下行走势。以10年期国债收益率为例，尽管年初受到强劲的经济数据和预期将落地的监管政策的影响，债市悲观情绪较为严重，国债收益率曾一度上升至4%附近，但1月底随着去杠杆化的影响与资金面的平稳，国债利率有所回落。而后，在4月底出台的资管新规的影响下，资金面一路紧绷，收益率出现震荡回升迹象。直至18Q3，基本面的预期更加悲观，央行通过降准再次使资金面得以宽松，国债收益率从10月的3.66%一路下降，1月4日央行再次降准一个点，国债利率触及3.25%的低点。
- 零加成、两票制的负面影响逐步减弱，现金流有望改善：**2017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“两票制”政策全面执行省份数量



资料来源：中企行业政策报告、太平洋证券研究院

图：我国10年期国债收益率水平变化



资料来源：Wind、太平洋证券研究院

图：我国部分医药流通企业经营性现金流（亿）变动

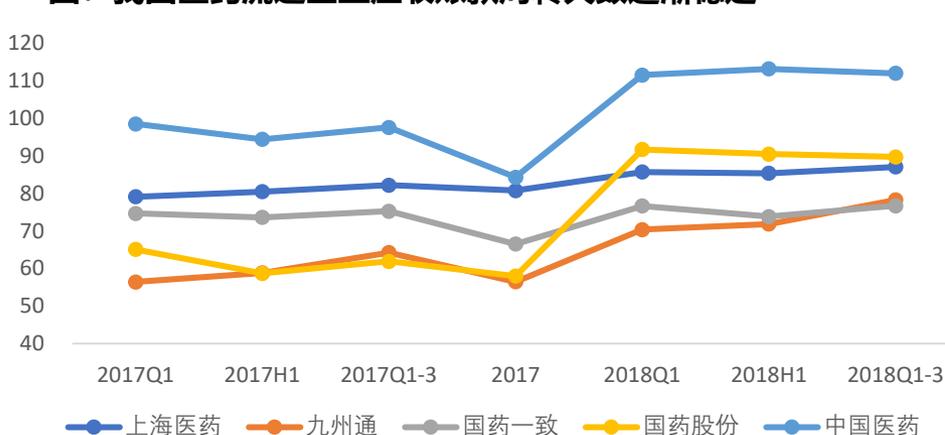


资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

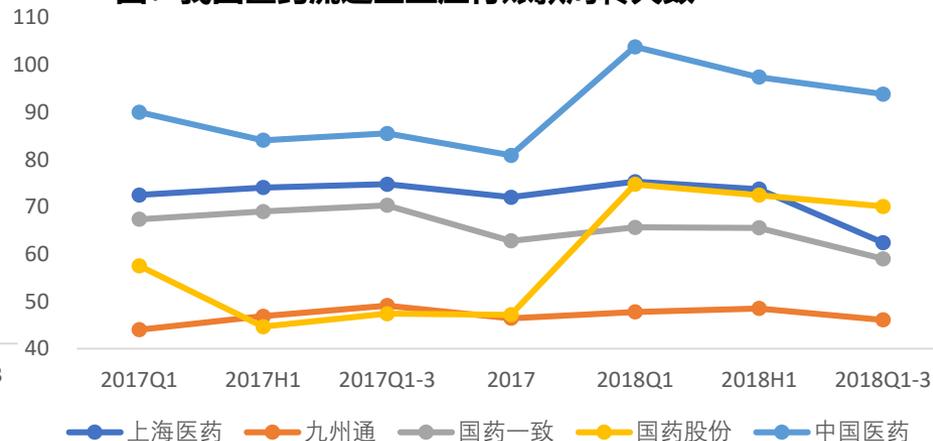
2. 中长期逻辑：集中度提升，业务结构调整打开空间

- **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



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

2. 中长期逻辑：集中度提升，业务结构调整打开空间

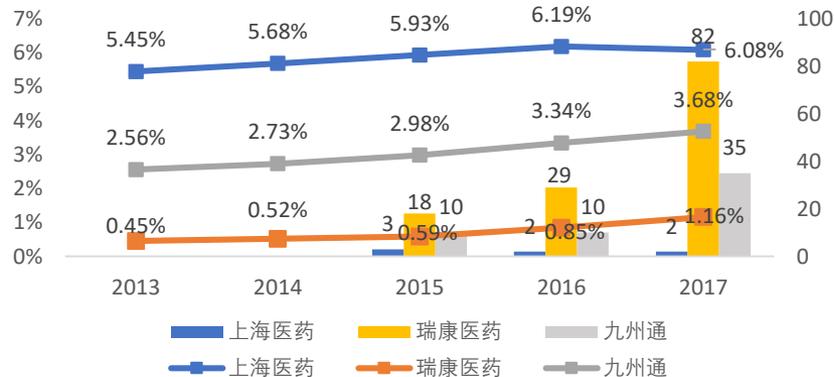
- 行业政策进一步推动小企业被收购兼并/逐步退出，龙头公司份额长期提升：**2017年我国药品流通行业市场规模达到20,016亿元，扣除不可比因素同比增长8.4%，未来还有一定的增长空间。行业早期“多、小、散、乱”的特征在两票制、零加成等医改政策的影响下不断改善，流通企业龙头通过兼并小企业，市占率不断提升，以九州通为例，17年收购企业35家，比16年多25家，17年市场份额较16年同比提升10%。小企业的逐步退出促使行业内药品批发企业的数量已从12年的16300家下降到17年的13146家，并呈继续下降的趋势，未来如果行业饱和后下降趋势会更为明显。
- 政府及金融机构相继出台实质性政策降低民企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



资料来源：公司公告、Wind、太平洋证券研究院

图：我国药品流通企业龙头并购数量与市场份额逐年提升

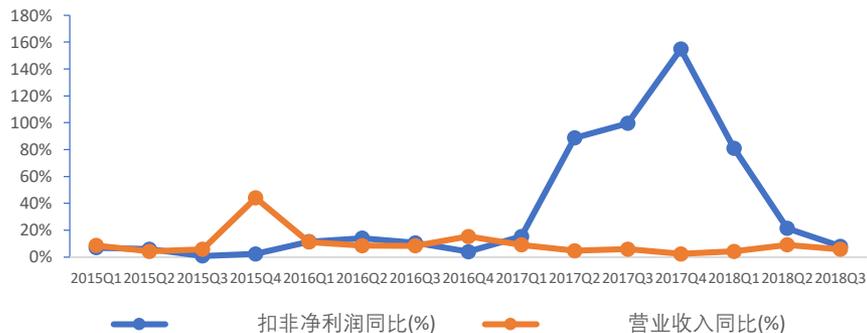


资料来源：公司公告、Wind、太平洋证券研究院

 **标的推荐：从规模效应、产业链延伸布局角度选股**

1.从集中度提升带来高收益角度，筛选出：国药控股、上海医药、九州通、柳药股份、瑞康医药、国药一致

图：国药股份近年扣非净利润增速明显大于收入增速



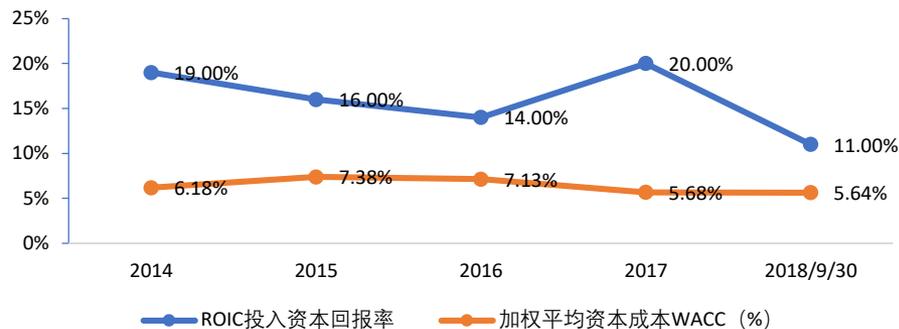
资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图：九州通18年各季度扣非净利润增速大于收入增速



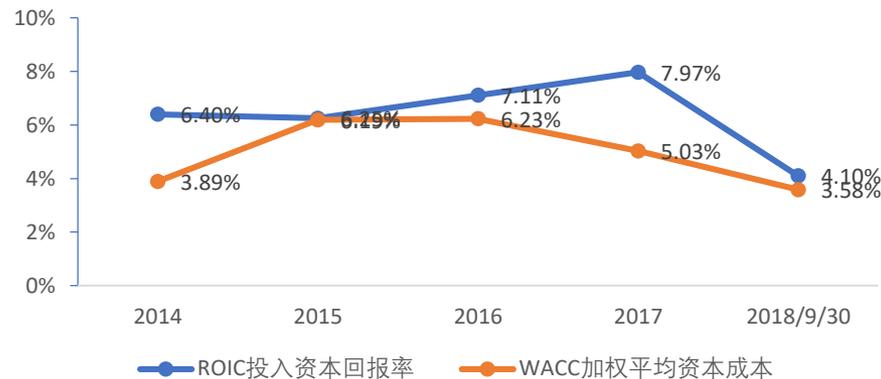
资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图：国药股份ROIC比WACC高出近6个百分点



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

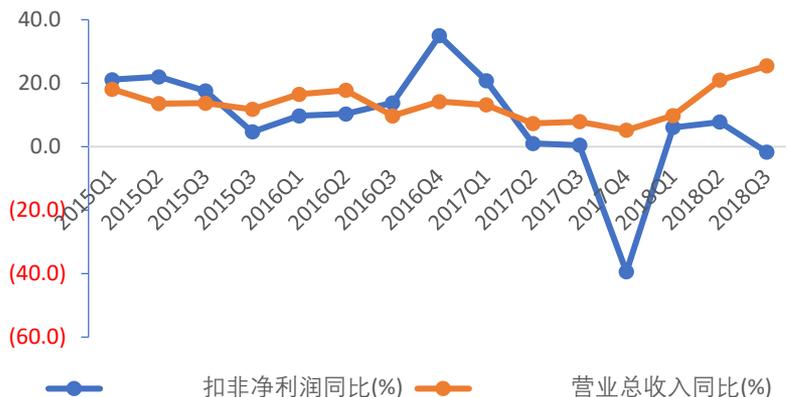
图：九州通17年ROIC与WACC差值扩大



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

1.从集中度提升带来高收益角度，筛选出：国药控股、上海医药、九州通、柳药股份、瑞康医药、国药一致

图：上药工业板块参股企业暂时影响扣非增速



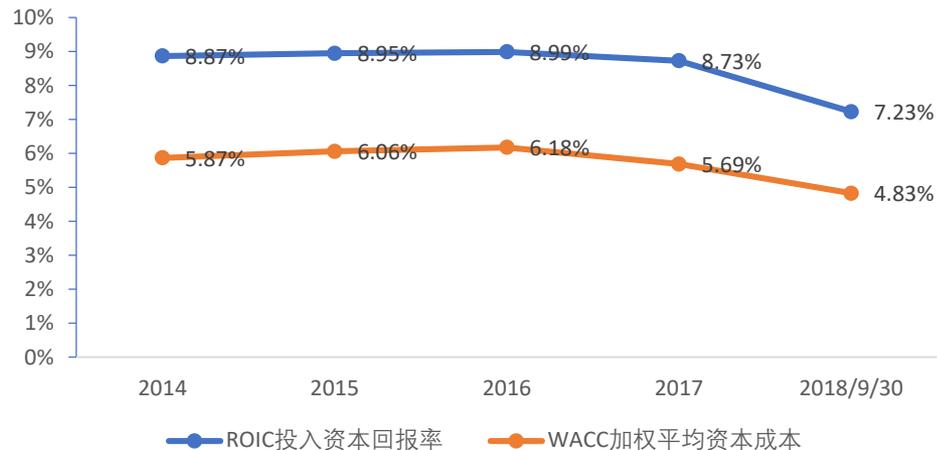
资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图：瑞康进入整合期，业绩改善弹性大



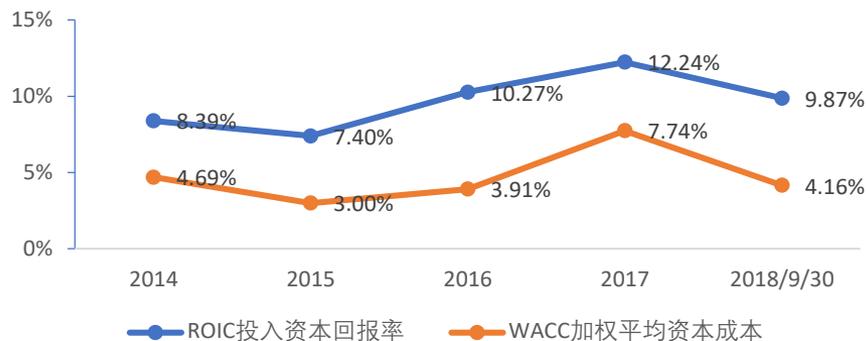
资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

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



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

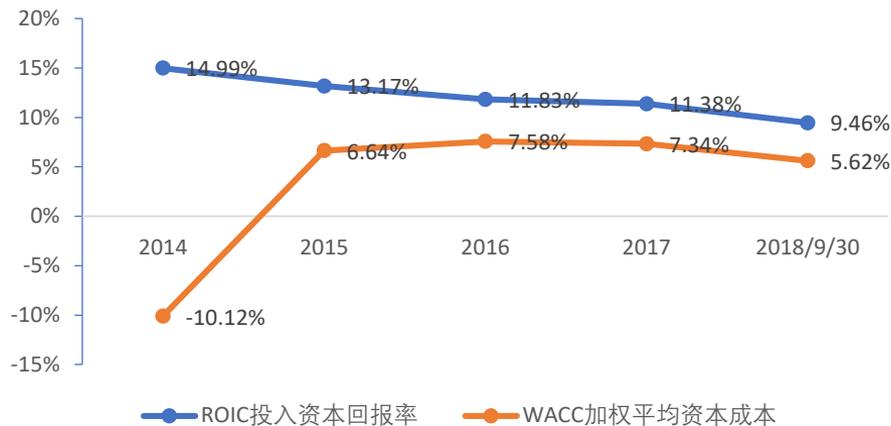
1.从集中度提升带来高收益角度，筛选出：国药控股、上海医药、九州通、柳药股份、瑞康医药、国药一致

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：柳药ROIC比WACC高出4个点



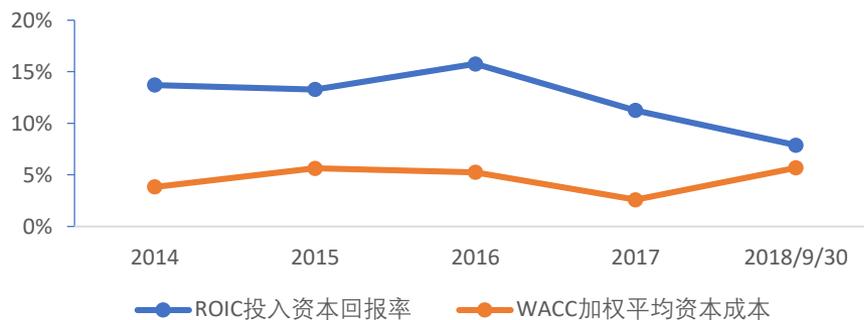
资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

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

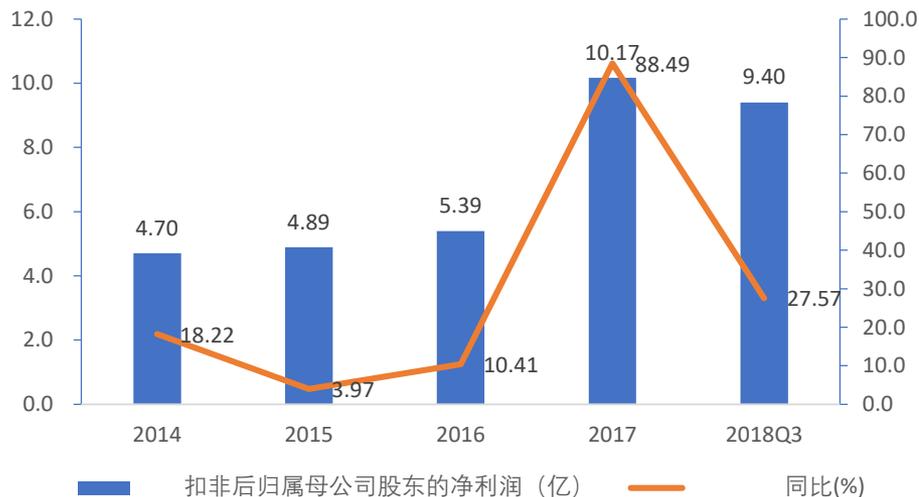
图：国药一致16、17年ROIC与WACC差值较大



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

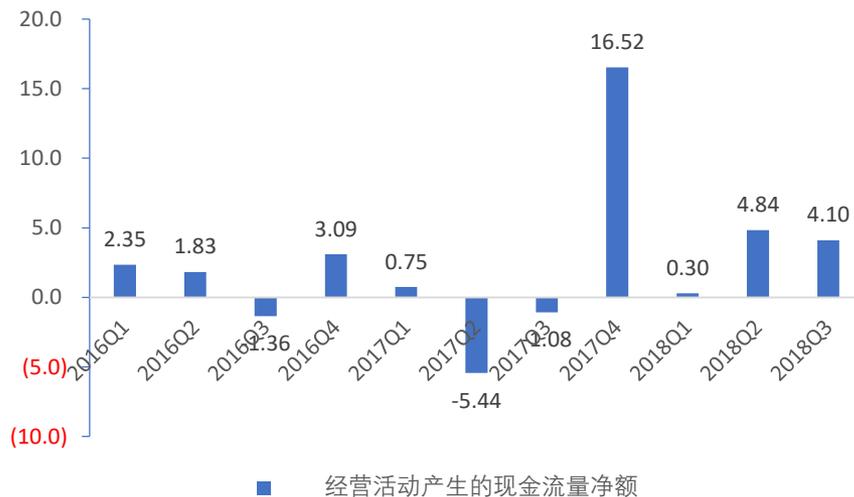
2. 国药股份：深耕存量市场，专注深化渗透，积极探索创新业务

图：国药股份14-17扣非CAGR为29.34%



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图：国药股份经营活动产生的现金流量净额及同比增长率



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

- 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。

2. 国药股份：深耕存量市场，专注深化渗透，积极探索创新业务

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。

2. 国药股份：深耕存量市场，专注深化渗透，积极探索创新业务

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。

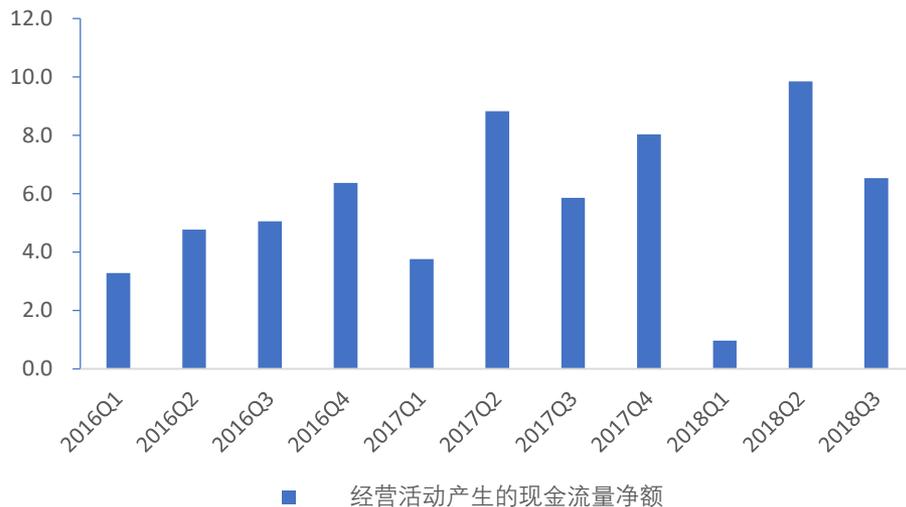
3. 上海医药：工商一体，协同性最强

图：上药14-17扣非CAGR为9.61%



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图：上药经营活动产生的现金流量净额



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

- 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%。

3. 上海医药：工商一体，协同性最强

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

3. 上海医药：工商一体，协同性最强

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

4. 九州通：高毛利业务逐步进入收获期

图：九州通14-17扣非CAGR为30.93%



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图：九州通经营活动产生的现金流量净额

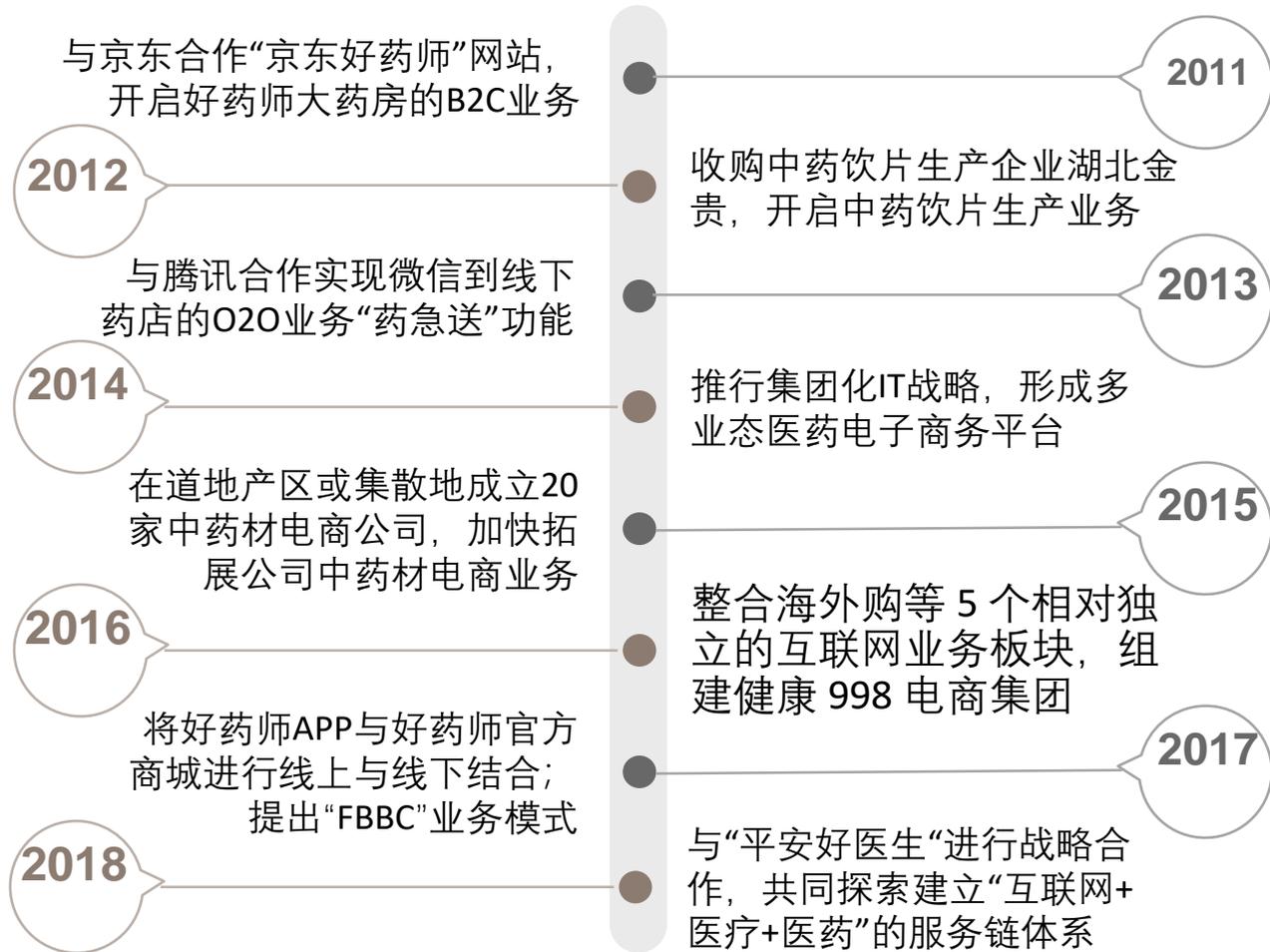


资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

- 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。

4. 九州通：高毛利业务逐步进入收获期

产业链延伸：



4. 九州通：高毛利业务逐步进入收获期

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。

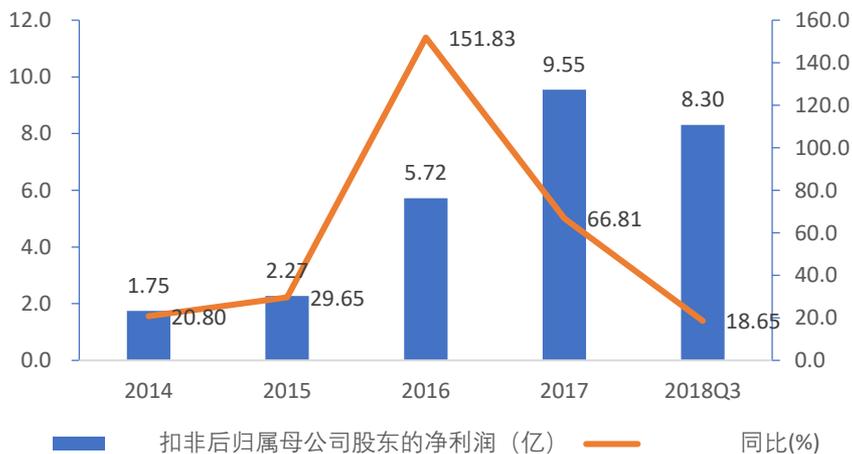
2018年：

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

5. 瑞康医药：器械整合先行者，全国平台高效协同

- 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。

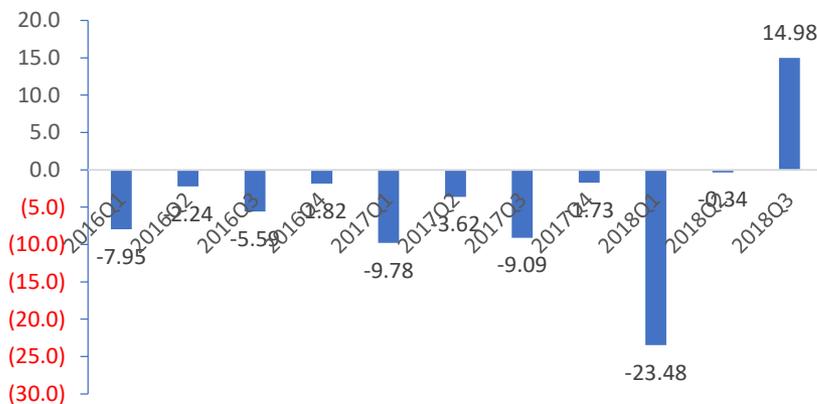
图：瑞康医药14-17扣非CAGR为76.06%



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

- 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



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

- 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。

5. 瑞康医药：器械整合先行者，全国平台高效协同

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：

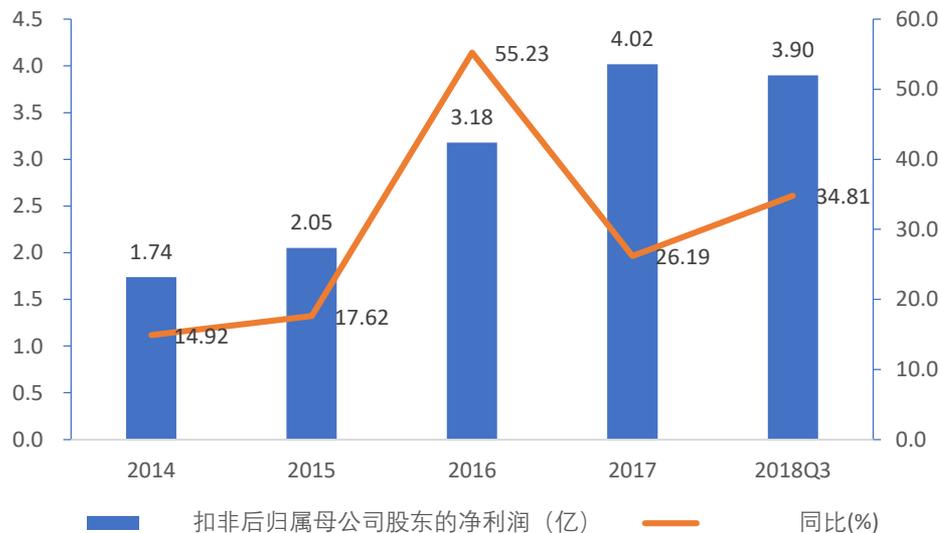
收购中药饮片加工企业——井泉中药，建立信息化中药煎药中心，成立健康服务管理中心，建立道地药材原产地开辟种植基地；设立有24个利润贡献事业部，拟设立事业部基金投资相关产品和技术，积极向上游高毛利产品进军。

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。

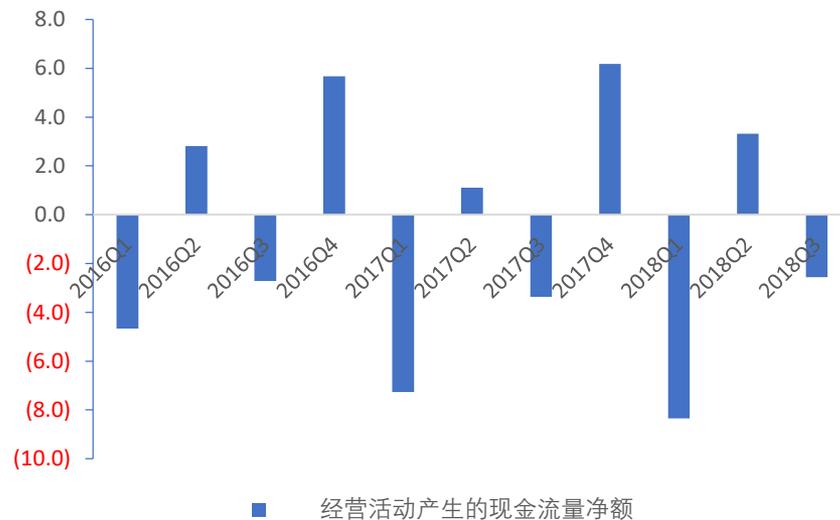
6. 柳药股份：深耕广西、全产业链发展

图：柳药股份14-17扣非CAGR为32.20%



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图：柳药股份经营活动产生的现金流量净额



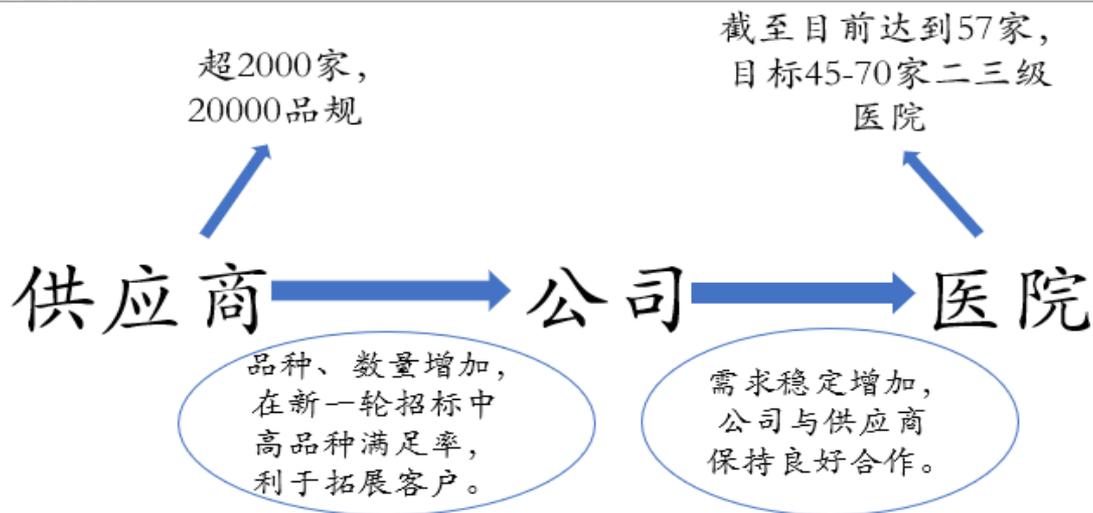
资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

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。

6. 柳药股份：深耕广西、全产业链发展

- **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



资料来源：太平洋证券研究院整理

- **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。

6. 柳药股份：上下游合作、产业链布局进一步加快

表：通过供应链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	广西壮族自治区龙潭医学	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
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	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	三级综合性医院	5年	柳药在同等条件下对医院的药品享有 优先配送权 和院内自费药房的 优先经营
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械享有 优先配送权
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品享有 优先配送权 和院内自费药房的 优先经营
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
20160116	广西中医药大学附属瑞康	三级甲等综合性中西医结合医	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	柳药在同等条件下对医院的药品享有 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

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

- 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。

6. 柳药股份：深耕广西、全产业链发展

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%。

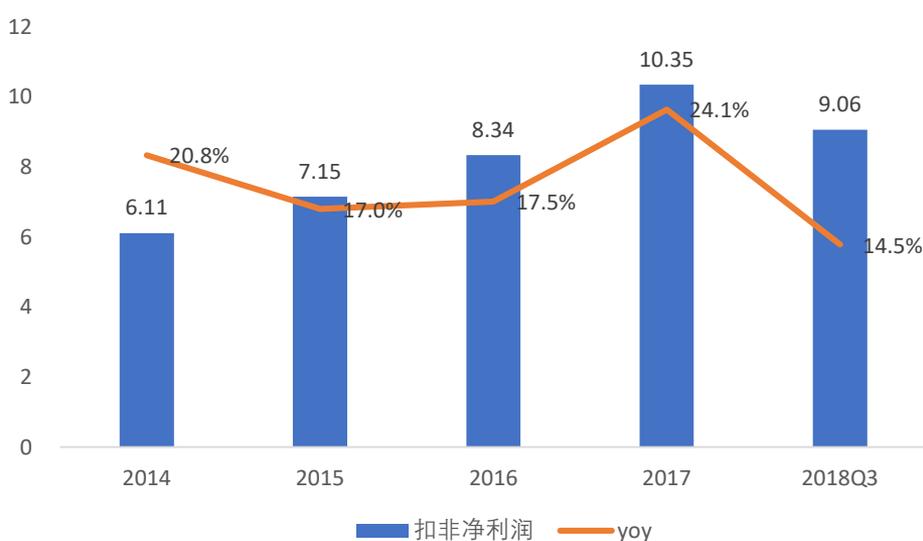


2018年：

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。

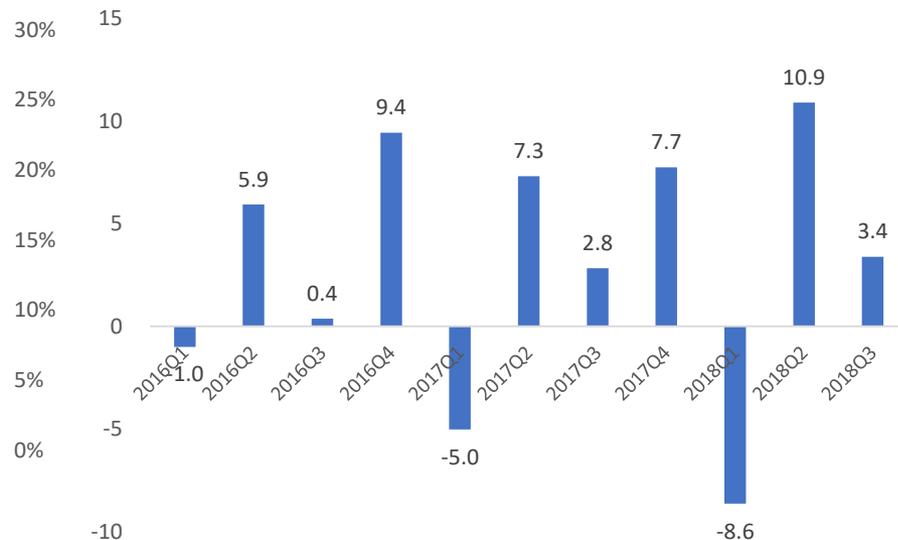
7. 国药一致：业绩逐季改善，分销零售双重优化

图：国药一致14-17扣非CAGR为19%



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图：国药一致18年Q2起现金流改善明显



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

- 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。

7. 国药一致：业绩逐季改善，工商业双重优化

● 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%。

盈利预测与风险提示

表：盈利预测

股票代码	公司简称	股价/元 2019-3-20	总市值 亿元	EPS (元)				P/E				PB	EV2/E BITDA	ROE 17A	PEG 18PE/19~20 G	Growth 19~20	投资评级
				17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E						
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

风险提示：政策推进进度不及预期，药品、器械降价超预期。

太平洋医药团队介绍

杜佐远：太平洋医药行业首席分析师，9年医药卖方、买方研究和投资经验。浙江大学制药工程学士，上海财经大学金融学硕士。曾任职国信证券医药分析师4-5年、诺安基金医药研究&投资3年，2017年10月加入太平洋证券。前瞻、深入、靠谱，善于底部挖掘成长大牛股和拐点型公司，伴随公司中长期成长。

蔡明子：太平洋医药行业分析师，3年医药行业研究经验。澳门科技大学金融硕士，曾任职民生证券医药分析师，2018年4月加入太平洋证券，重点覆盖医疗服务、零售药店、商业批发等板块，深入产业链调研，研究深入扎实。

苑建：太平洋医药行业分析师，2年医药行业研究经验。香港理工大学药学博士，曾任职渤海证券医药分析师，2017年11月加入太平洋证券，重点覆盖创新药、疫苗、血制品等板块，研究深入扎实。

王斌：太平洋医药行业分析师，2-3年医药行业研究经验。北京大学药物化学专业博士。曾任职渤海证券医药行业分析师，2018年4月加入太平洋证券，重点覆盖创新药、仿制药、政策等板块，研究深入扎实。

云天洋：太平洋医药行业助理分析师，英国拉夫堡大学金融硕士，2018年6月加入太平洋证券，重点覆盖医疗服务等板块，具备较为丰富的医疗产业资源，同时协同组内成员开展工作。

投资评级说明

投资评级说明

■ 行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

■ 公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

重要声明



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话: (8610)88321761/88321717

传真: (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。