

2019年08月13日

医药流通

## 医药商业板块专题系列一：带量采购对医药流通行业规模负面影响有限

■带量采购对医药流通行业龙头企业影响有限：带量采购政策的出台对仿制药价格体系产生了较大影响，市场普遍担心带量采购全面推行后，仿制药大幅降价导致仿制药市场规模大幅萎缩，从而导致医药流通企业的收入也会受到重大影响。但实际上，一方面价格大幅下降之后，销量增速的加快会形成一定的弥补，另一方面，带量采购分批进行，所带来的影响也会分批显现，因此最终落到对医药流通企业每年的影响上会没有那么显著。根据我们的测算，从短期来看，第一批带量采购的25个品种对全国药品市场销售规模的负面影响约为3.2%；从长期来看，假设PDB样本医院2018年销售额排名前100的品种中的化学药全部一次性进行带量采购，那么对全国药品市场销售规模的负面影响约为10.7%，若考虑可能会分2-3批进行，那么每批的影响约为3.5-5.4%。考虑到带量采购同时还会带来账期的改善和集中度提高的加速，我们认为未来带量采购的全面实施对医药流通行业的龙头企业的影响有限。

■长期来看，我国药品市场规模的稳定增长仍将持续推动医药流通行业空间扩容：我国药品市场整体规模的增速在价格下降的压力下会放缓，但结构性的变化会减轻价格下降带来的影响，整体市场规模增速仍能维持3-5%。结构性的变化主要体现为创新药的增长弥补仿制药的低速、销量的增长弥补价格的下降、治疗性用药的增长弥补辅助用药的下降。从长期来看，我国药品市场规模的稳定增长，将持续推动我国医药流通行业市场规模的增长，而在这个过程中，龙头企业始终强者恒强，市场集中度持续提高。

■医药流通行业内因外因逐步改善，底部精选核心资产：2017-2018年是医药流通企业经营状况承压的两年。“两票制”的全面执行重塑流通企业的竞争格局及业务结构，其主要体现在三点：（1）收入端：两票制促使调拨业务快速下滑，纯销业务逐步上升，龙头市场份额进一步提升。（2）下游账期：下游医疗机构受自身及外部环境的影响，账期在一定程度上有所延长。（3）融资环境：去杠杆背景下企业融资成本阶段性抬升。当前时间点，两票制及零加成已在全国范围落地（负面影响出清），流通板块中长期面临下述变化：（1）结构切换，创新药业务放量，有效填补仿制药业务价格（规模）下降带来的行业规模下降；（2）带量采购当前对业务影响不大，长期有利于流通企业回款改善，更有利于瓦解地方非市场化资源垄断型的商业公司，进一步提高龙头集中度；（3）实体企业融资成本边际改善。综上所述，我们认为医药商业流通板块不利因素充分预期，有利因素不断积累，下一阶段有望迎来

## 行业动态分析

证券研究报告

投资评级 领先大市-A  
维持评级

首选股票	目标价	评级
600511 国药股份	30.60	买入-A
601607 上海医药	22.95	买入-A

### 行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-2.98	-8.80	-25.78
绝对收益	-5.86	-7.97	-16.68

马帅

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518120001  
mashuai@essence.com.cn

### 相关报告

内因外因逐步改善，底部精选核心资产  
2019-08-05

基本面改善背景下的极限估值修复，行业拐点隐现。在此背景下，我们看好基本面扎实的行业龙头国药股份及上海医药。

■风险提示：企业现金流改善进度低于预期、融资成本下降速度低于预期、创新药业务放量进度慢于预期、带量采购降价幅度超过预期、药品销量增长低于预期

## 1. 带量采购对医药流通行业影响测算

带量采购政策出台后，第一批带量采购包括 25 个中标品种，平均价格降幅 42%，其中参与竞争的企业数量大于等于 3 家的品种，平均价格降幅 49%，参与竞争的企业数量为 2 家及以下的，平均价格降幅 37%。由于医药流通行业的收入来自药品销售规模乘以配送率，市场普遍担心带量采购全面推行后，仿制药大幅降价导致仿制药市场规模大幅萎缩，从而导致医药流通企业的收入也会受到重大影响。但实际上，一方面价格大幅下降之后，销量的增长会加快，另一方面，带量采购分批进行，所带来的影响也会分批显现，因此最终落到对医药流通企业每年的影响上会没有那么显著。

从短期来看，第一批带量采购的 25 个品种预计将在 2020 年在全国全面实施，我们采用 PDB 样本医院的数据进行测算，假设每个品种在带量采购降价之后，销量的增速在 2018 年销售额同比增速的基础上提高 15%，那么这 25 个品种在带量采购之后的样本医院销售额将比 2018 年这 25 个品种样本医院销售额减少 72.5 亿元，占 2018 年 PDB 样本医院总销售额的 3.2%。

从长期来看，我们采用 PDB 样本医院销售数据来进行测算。中性情况的假设如下：

- (1) 假设 PDB 销售额排名前 100 的品种中的化学药全部进行带量采购；
- (2) 假设每个品种在带量采购降价之后，销量的增速在 2018 年销售额同比增速的基础上提高 15%（因为药品都存在降价趋势，以 18 年的销售额增速为基础是比较保守的测算）；
- (3) 假设每个品种的价格下降幅度为 45%；

测算结果显示，在中性情形下，假如 PDB 销售额排名前 100 的品种中的化学药全部一次性进行带量采购，那么由此带来的药品销售额下降的规模为 245 亿元，2018 年 PDB 样本医院药品总销售额为 2284 亿元，因此，带量采购对整体药品销售额的影响为-10.7%。

考虑到带量采购是分批进行，假设总共分 2-3 批进行，那么每批带量采购的实施对医药流通企业收入规模的影响为 3.5-5.4%（这里考虑到大型商业流通企业收入的药品结构与全国整体药品销售结构基本类似）。假如每批带量采购的实施时间并没有恰好在 1 月 1 日，那么这批带量采购的影响将分布到两年内。例如，假如有一批带量采购的实施时间是 2020 年 7 月 1 日，那么这批带量采购的影响将平均分布到 2020 年和 2021 年，也就是说这批带量采购对每年医药流通企业收入的影响仅有 1.8-2.7%。

考虑到带量采购同时还会带来账期的改善和集中度的提高，最终，我们判断，未来带量采购的全面实施对医药流通行业的龙头企业的影响有限。

表 1：带量采购对药品市场规模的影响测算结果

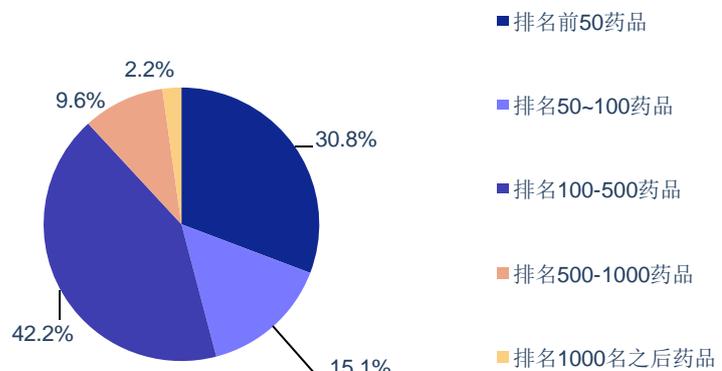
情形	核心假设	2018 年销售 额 (亿元)	带量采购后销 售额规模 (亿 元)	2018 年样本医院总 销售额 (亿元)	带量采购带来的市 场规模减少占总市 场规模的比例
乐观情形	销售额排名前 100 的药品中的化学药全部进行带量采购；价格下降幅度 30%，销量增速提高 15%	1055	948	2284	4.7%
中性情形	销售额排名前 100 的药品中的化学药全部进行带量采购；价格下降幅度 45%，销量增速提高 15%	1055	810	2284	10.7%
悲观情形	销售额排名前 100 的药品中的化学药全部进行带量采购；价格下降幅度 70%，销量增速提高 15%	1055	581	2284	20.8%
极端悲观情形	销售额排名前 500 的药品中的化学药全部进行带量采购；价格下降幅度 60%，销量增速提高 15%	2014	1339	2284	29.5%

资料来源：PDB，安信证券研究中心测算

我们对 PDB 的销售排名前 50、排名前 100、排名前 500、排名前 1000 的产品的销售额进行了统计。2018 年 PDB 样本医院药品销售市场，销售额排名前 50 名、前 100 名、前 500 名、前 1000 名的药品销售额占比分别为 30.8%、45.9%、88.2%、97.8%。

国家进行的带量采购主要从大品种开始，在前 2-3 批带量采购将销售额排名靠前的品种执行完毕之后，后续带量采购对药品市场整体规模的影响会更小。

图 1：PDB 样本医院药品销售额分布



资料来源：PDB，安信证券研究中心

表 2：带量采购影响测算-中性情形 (1)

药品通用名	2017 年销售额 (亿元)	2018 年销售额 (亿元)	2018 年销售额 同比增速	带量采购后销售 额规模 (亿元)
阿托伐他汀	22.09	24.11	9.16%	16.47
氯吡格雷	23.95	23.92	-0.11%	15.12
紫杉醇	20.37	21.68	6.40%	14.47
美罗培南	18.01	18.71	3.90%	12.24
地佐辛	16.34	18.63	14.03%	13.22
恩替卡韦	19.96	18.25	-8.56%	10.68
伏立康唑	15.07	17.17	13.94%	12.18
泮托拉唑	17.73	16.89	-4.74%	10.24
莫西沙星	14.50	16.24	12.00%	11.34
培美曲塞	14.25	16.15	13.32%	11.39
头孢哌酮+舒巴坦, 复方	13.18	15.13	14.77%	10.80
哌拉西林+他唑巴坦, 复方	14.07	15.05	7.00%	10.10
奥拉西坦	17.43	14.86	-14.75%	8.19
艾司奥美拉唑	12.16	13.86	14.01%	9.83
多西他赛	13.12	13.79	5.15%	9.11
丙泊酚	12.75	13.58	6.51%	9.08
氟比洛芬	11.55	13.43	16.27%	9.70
布地奈德	11.96	13.29	11.16%	9.22
他克莫司	10.91	13.02	19.39%	9.62
雷贝拉唑	10.55	12.97	22.88%	9.84
替加氟+吉美嘧啶+奥替拉西, 复方	11.71	12.95	10.54%	8.94
左氧氟沙星	11.69	12.66	8.27%	8.58
丁苯酞	10.70	12.17	13.75%	8.62
奥美拉唑	13.02	12.05	-7.47%	7.13
瑞舒伐他汀	11.03	11.84	7.37%	7.97
阿卡波糖	10.90	11.58	6.19%	7.72
兰索拉唑	15.53	11.51	-25.90%	5.64
奥沙利铂	10.41	11.05	6.15%	7.36
碘克沙醇	7.56	10.59	40.05%	9.03
卡培他滨	9.44	9.88	4.74%	6.51
依达拉奉	11.17	9.58	-14.20%	5.31
亚胺培南+西司他丁, 复方	9.42	9.31	-1.24%	5.82
重组人血小板生成素	5.23	8.83	68.86%	8.93
氨溴索	10.42	8.74	-16.19%	4.75

资料来源：PDB，安信证券研究中心测算

**表 3: 带量采购影响测算-中性情形 (2, 接表 1)**

药品通用名	2017 年销售额 (亿元)	2018 年销售额 (亿元)	2018 年销售额 同比增速	带量采购后销售 额规模 (亿元)
甘精胰岛素	8.18	8.71	6.42%	5.81
右美托咪定	7.34	8.64	17.75%	6.31
胞磷胆碱	6.94	8.36	20.48%	6.23
伊马替尼	7.03	8.31	18.17%	6.09
吗替麦考酚酯	7.67	8.29	8.07%	5.61
头孢哌酮+他唑巴坦, 复方	8.49	8.25	-2.79%	5.09
亮丙瑞林	7.18	8.24	14.71%	5.88
核糖核酸	10.10	8.03	-20.47%	4.18
重组人粒细胞集落刺激因子	8.28	7.90	-4.62%	4.80
氨氯地平	7.55	7.79	3.10%	5.06
戈舍瑞林	6.51	7.74	18.82%	5.70
拉氧头孢	9.10	7.56	-16.96%	4.08
苯磺顺阿曲库铵	6.87	7.43	8.26%	5.04
碘海醇	6.79	7.43	9.38%	5.08
吉非替尼	0.00	7.39	76.20%	7.77
替莫唑胺	6.55	7.30	11.50%	5.08
异甘草酸镁	8.20	7.25	-11.53%	4.13
丙氨酰谷氨酰胺	8.66	7.22	-16.64%	3.91
谷胱甘肽	8.63	7.15	-17.14%	3.85
门冬胰岛素(预混)	7.02	7.12	1.45%	4.56
替加环素	0.00	6.98	55.67%	6.55
头孢他啶	6.51	6.91	6.23%	4.61
奥氮平	6.53	6.90	5.58%	4.57
硝苯地平	6.26	6.73	7.62%	4.54
七氟烷	6.33	6.61	4.40%	4.34
卡泊芬净	5.28	6.58	24.61%	5.05
吉西他滨	6.70	6.56	-2.08%	4.08
头孢地尼	6.47	6.48	0.11%	4.10
利奈唑胺	5.16	6.43	24.56%	4.93
生长抑素	6.42	6.41	-0.08%	4.05
头孢唑肟	5.99	6.41	6.99%	4.30
奥曲肽	6.64	6.40	-3.59%	3.92
二甲双胍	5.72	6.33	10.63%	4.38
乙酰半胱氨酸	5.46	6.31	15.54%	4.53
长春西汀	6.83	6.25	-8.46%	3.66
头孢唑林	5.61	6.13	9.31%	4.19
孟鲁司特	5.52	6.13	10.99%	4.25
<b>总计</b>	<b>702.7</b>	<b>750.1</b>	<b>6.75%</b>	<b>505.5</b>

资料来源: PDB, 安信证券研究中心测算

## 2. 长期来看，我国药品市场规模的稳定增长仍将持续推动医药流通行业空间扩容

从长期来看，我国药品市场整体规模的增速在价格下降的压力下会放缓，但结构性的变化会减轻价格下降带来的影响，整体市场规模增速仍能维持 3-5%。结构性的变化主要体现在以下几点：

(1) 创新药的增长弥补仿制药的低迷：国内创新药行业快速发展，无论是国产创新药还是进口创新药，上市速度均加快；同时，医保目录调整频率增加，更多创新药被纳入医保目录，提高药品可及性。

(2) 销量的增长弥补价格的下降：无论是仿制药还是创新药，只要是渗透率尚未达到 100% 的治疗性药物，降价都将带来一定的放量空间。销量增长的提速将在一定程度上弥补价格下降带来的影响。

(3) 治疗性用药的增长弥补辅助用药的下降

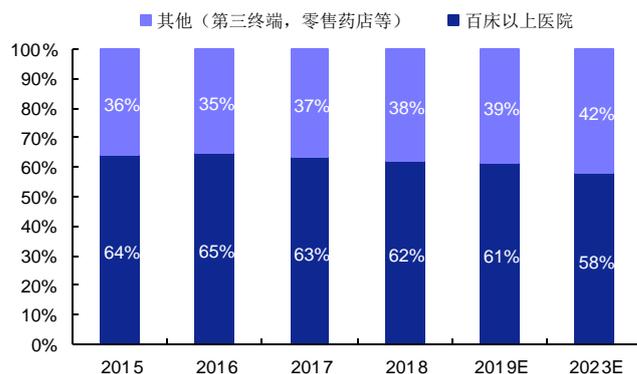
医药流通行业市场规模的增长与药品市场整体市场规模的增长有关。从长期来看，我国药品市场规模的稳定增长，将持续推动我国医药流通行业市场规模的增长。而在这个过程中，龙头企业始终强者恒强，市场集中度持续提高。

图 2：中国医药市场销售规模预测 2015-2023E（十亿元）



资料来源：IQVIA，安信证券研究中心

图 3：中国医药市场不同终端份额预测 2015-2023E



资料来源：IQVIA，安信证券研究中心

## ■ 行业评级体系

### 收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

### 风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

马帅声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82528441
范洪群		0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
聂欣		0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
杨萍		13723434033	yangping1@essence.com.cn
巢莫雯		0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
黄秋琪		0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
王红彦		0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢		0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034