



生物医药行业之流通批发篇——

三重职能并举，借力银行提质增效

■ **行业运行相对平稳，企业具备销售、配送、垫资三项职能。**医药流通批发行业下游需求呈现明显刚性，2019年我国医药商品销售总额2.34万亿元，同比增长8.6%。2020年，医院渠道受疫情影响销售萎缩，或带动总销售下滑，但长期看仍会稳健增长。流通批发企业具备销售、配送、垫资三项职能，难以替代。其中，现阶段我国药品销售约7成是医院渠道，流通批发企业深嵌药品销售环节，拥有进院资质是流通企业竞争力的重要体现。

■ **医改带来行业竞争压力加大，但其冲击正边际减弱。**医药流通批发行业发展短期内主要受政策调整影响较大，特别是零加成、带量采购、两票制等来自公立医院渠道侧的改革，将带来行业利润空间压缩、集中度提升、客户结构调整等诸多影响。考虑上述政策调整已有一段时间，其边际影响正在减弱。

■ **行业集中度持续提升，国有、民营、第三方物流各有优势。**全国医药流通批发企业有1.3~1.4万家，呈现数量多、规模小的特征，行业集中度存在持续提升动力。全国范围内，医药流通行业基本形成了“4全国性+N区域性”的竞争格局；单一区域内，部分深耕当地、在医院配送方面有“强大拿标”能力的企业仍不容小觑。

■ **银行业务建议。**（招商银行各部如需本部分请参照文末方式联系研究院）

■ **风险提示：建议同时关注行业风险与业务风险。**建议关注应收账款管理不当，流通批发企业出现经营困难这一主要风险，同时关注上下游企业不配合，金融机构供应链融资业务推进困难情况。

张晏铭

行业研究员

行业及区域研究所

☎：0755-83195378

✉：zhangyanming118@cmbchina.com

王海量

行业研究员

行业及区域研究所

☎：0755-83076585

✉：hailiang_wang@cmbchina.com

相关研究报告

《行业深度|医药：零售药店篇——借集中度提升机遇，以并购为抓手深化药店综合经营》

2020.4.23

《公司深度|大参林：具备中长期竞争优势，关注扩张期资金需求》

2020.11.23

《行业跟踪|医药：医药零售篇——天时回暖酿春光，药店渠道有望率先复苏》

2020.12.1

目录

1. 药品需求稳定，流通兼具配送、垫资、销售三职能	1
1.1 药品销售增长稳健，流通现以批发企业销往医疗机构为主	1
1.2 批发企业深嵌“销售”环节，且具备“配送+垫资”属性	3
2. 医改带来行业竞争压力加大，但其冲击正边际减弱	5
3. 行业集中度持续提升，国有、民营、第三方物流各有优势	7
3.1 行业初步形成“4+N”竞争格局，集中度将进一步提升	7
3.2 行业存在一定壁垒，国有、民营、第三方物流各有优势	9
4. 业务建议与案例回顾	13
5. 风险提示	14
应收账款管理不当，流通批发企业出现经营困难	14
上下游企业不配合，金融机构供应链融资业务推进困难	14

图目录

图 1 中国药品流通行业销售总额（亿元，%）	1
图 2：药品流通占第三产业增加值比重（%）	1
图 3：人均 GDP 和城镇居民人均可支配收入（元）	1
图 4：中国 60 岁以上人口占比（%）	1
图 5：流通批发企业商业运营模式	2
图 6：药品批发企业盈利来源	3
图 7：药品进入医院的一般流程	3
图 8：两票制前后药品流通渠道示意图	6
图 9：中国医药流通批发企业数量（万家）	7
图 10 药品批发行业集中度（%）	8
图 11：药品批发各企业物流中心面积占比（%）	8
图 12：医药批发各企业自有配送车辆占比（%）	8
图 13：医药批发各企业自有物流网点占比（%）	8
图 14：药品批发 TOP4 企业营业收入领先（亿元）	9
图 15：区域性龙头各项指标短期内难以实现赶超	9
图 16：医院在限定名额时倾向于全国/区域龙头	9
图 17：部分地区仍现“强大拿标”能力当地企业	9
图 18：各类型批发企业竞争力情况	10

表目录

表 1：中国医药流通批发行业重要政策及影响	5
表 2：医药流通批发样本企业 2019 年基本情况（亿元，%，天）	12

1. 药品需求稳定，流通兼具配送、垫资、销售三职能

医药流通是指连接上游医药生产企业和下游经销商以及终端客户，通过流通过程中的交易差价及提供增值服务获取利润的经营行为，主要是从上游厂家采购货物，然后批发给下游经销商，或直接出售给医院、药店等零售终端客户的药品流通过程。

1.1 药品销售增长稳健，流通现以批发企业销往医疗机构为主

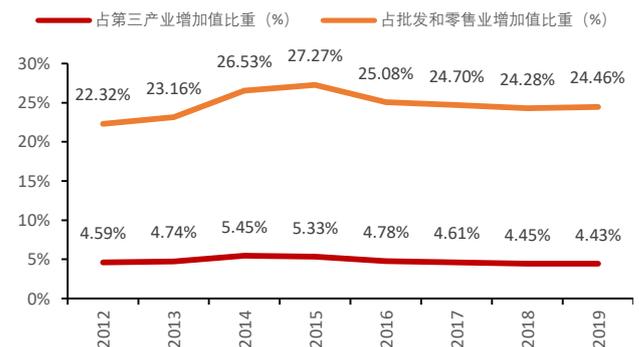
医药流通批发行业下游需求呈现明显刚性，对应近年来中国药品销售规模稳步增长，在国民经济占比稳定。2019年我国医药商品销售总额2.34万亿元，同比增长8.6%，占第三产业增加值4.4%。2020年，医院渠道受疫情影响销售萎缩，或带动总销售下滑，但长期看仍会稳健增长。

图 1 中国药品流通行业销售总额（亿元，%）



资料来源：《2019年药品流通行业发展状况》，招商银行研究院

图 2：药品流通占第三产业增加值比重（%）



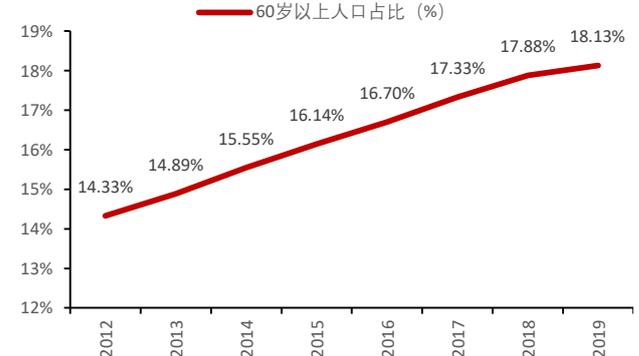
资料来源：《2019年药品流通行业发展状况》，国家统计局，招商银行研究院

图 3：人均 GDP 和城镇居民人均可支配收入（元）



资料来源：国家统计局，招商银行研究院

图 4：中国 60 岁以上人口占比（%）



资料来源：国家统计局，招商银行研究院

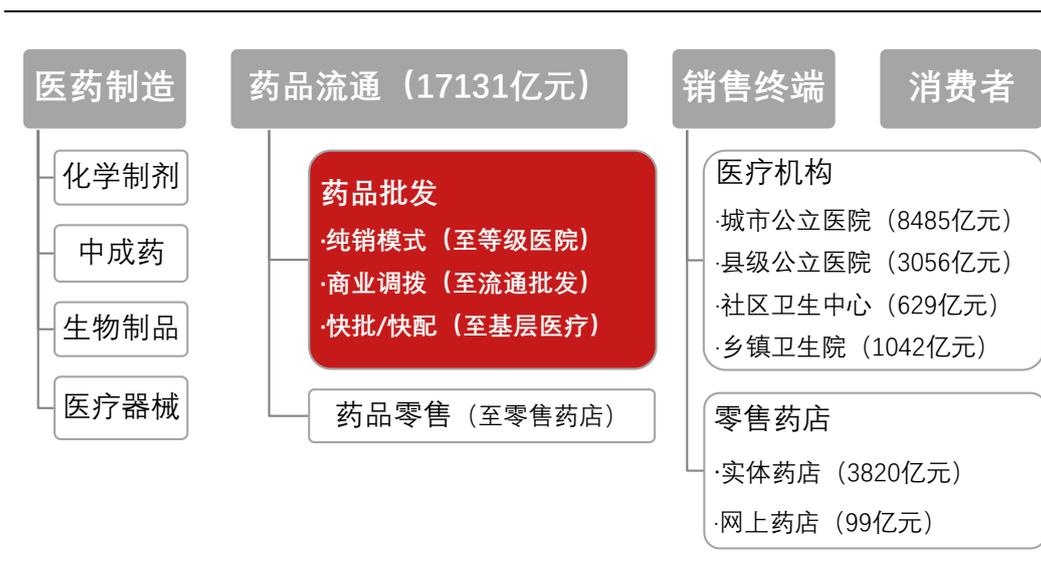
医药流通批发行业发展受宏观经济、居民可支配收入、人口老龄化等因素综合影响。近年来我国人均 GDP 与居民可支配收入持续增长，为健康医疗支出提供有力支撑；老龄化趋势下，癌症、心脑血管、糖尿病等病种的患病人群

比例将增加，带动药品需求不断上升。此外，“三保”合一、跨省异地就医政策逐步完善、医保定点医疗机构和医疗保险范围的扩大等，亦会提升居民药品消费需求。相应的，医药流通批发业务规模随药品需求提升将同步扩大。

医药流通按下游销售终端可分为医疗机构和零售药店两类。其中，医疗机构主要指城市/县级等级医院、城市社区卫生中心、乡镇卫生院等。目前，我国医药流通批发企业销以往医疗机构为主，占比超7成。

- 医药流通批发企业主要有三种经营模式：①纯销模式（又称医院销售），指流通批发企业直接将药品销售给等级医院；②商业调拨，指流通批发企业将药品销售给同业企业，如其他医药分销商等；③快批（又称快配），指针对城市社区卫生中心、乡镇卫生院的销售。
- 医药流通批发企业的下游销售终端以医疗机构为主。参考2018年全国药品市场销售终端占比，公立医院占比67.4%，基层医疗机构占比9.7%，上述医疗机构合计占比77.1%。

图5：流通批发企业商业运营模式



注：销售数据为米内网2018年数据，未统计“民营医院、私人诊所、村卫生室”

资料来源：米内网，招商银行研究院

1.2 批发企业深嵌“销售”环节，且具备“配送+垫资”属性

医药批发企业主要有 3 种盈利来源：药品差价费（主要来源于医疗机构配送业务）、厂家促销返利费和第三方物流配送费等。

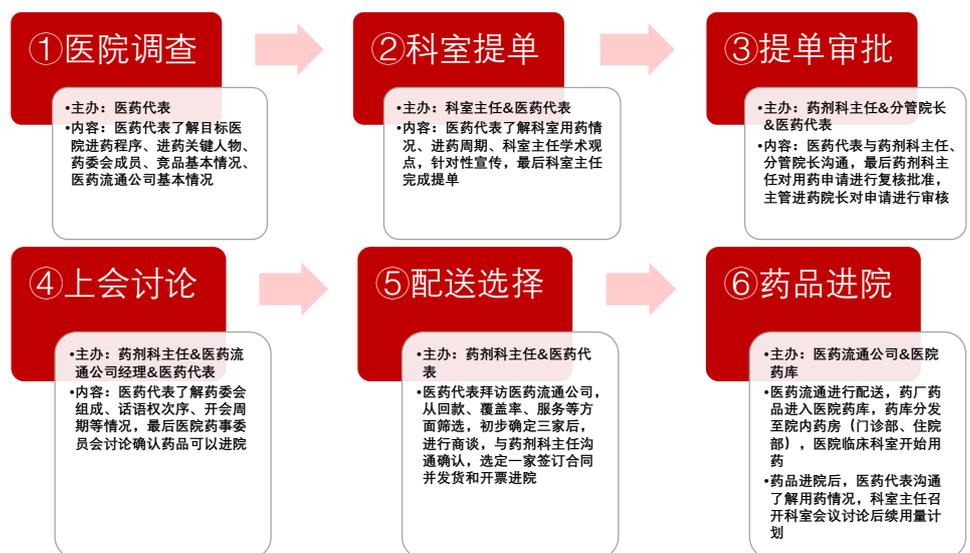
图 6：药品批发企业盈利来源



资料来源：公开资料整理，招商银行研究院

流通批发企业在“药品进院”流程中和医院有着长期合作关系，深嵌药品销售环节。现阶段我国药品销售约 7 成是医院渠道，拥有进院资质是流通企业竞争力的重要体现。通常情况下，药品进医院销售有两种模式：一种模式是医药代表同时扮演“促销”、“进入”双重角色，药品由药厂直接配送至医院，这种模式占医院药品销售的比例非常小；另一种模式是医药代表只扮演“促销”角色，医药流通公司扮演“进入”角色，药品由药厂经医药流通公司配送至医院。由于医院和数量众多的药厂直接对接存在现实困难，通常会根据企业资质、合作历史选择数量有限的医药流通公司作为药品进院的供应方。

图 7：药品进入医院的一般流程



资料来源：公开资料整理，招商银行研究院



随着第三方物流公司纷纷入局医药流通领域，加之“一票制”消息弥漫，流通批发企业未来发展似乎被蒙上新的阴影。我们认为，药品批发企业承担配送和垫资的职能，是资本密集型企业。即使未来“一票制”大范围推广实施，药品生产企业也难自行完成配送，供销链上下游仍存资金缺口，流通批发企业“垫资+配送”的功能短期内难以替代。

配送是流通批发企业的基础职能。药品生产企业自行完成配送存在困难，第三方物流跨界入局会在一定程度上加剧行业竞争。

- 药品生产企业自行完成配送存在现实困难且性价比较低。药品生产企业若直接面对数量庞大的医疗机构，必须建立专业的商务团队和搭建全方位的营销网络，多数企业难以承受相应的成本；药品生产企业若配送不及时还将面临重大处罚，更加得不偿失。
- 第三方物流跨界入局会对中小医药流通企业产生冲击。医药流通批发公司运输调配的综合成本会远低于不具备规模效应的传统中小型物流公司，因此其医药配送领域的核心价值依然存在。随着顺丰、邮政等规模化的第三方物流巨头强势入局，预计中小医药流通企业生存空间将进一步被压缩，但龙头公司受影响相对较小。

垫资则是流通批发企业更重要的职能。药品销售中存在“先使用后付费”的特征，供销链上长期存在资金缺口。**第三方物流不具备垫资属性，医保基金垫资亦存在较大压力，药品流通批发企业的垫资属性对维持药品供应体系稳定具有重要意义，短期内不可替代。**

- 药品生产企业依赖流通批发企业垫资，第三方物流暂不具备垫资属性。药品生产企业依赖于流通批发企业回款，而流通企业负责去向医院催款，长期如此形成了一系列行业链条。可以说流通批发企业的垫款是保证药品生产企业及时收到货款的保障。而第三方物流企业不经手货款、不赚取价差、不拥有商品物权，只赚取物流委托配送费，尚不具备垫资属性。
- 医保基金收支压力巨大，提供资金存在困难。医疗机构拖欠货款，是造成流通批发企业应收账款拉长的主要原因。医保局实行带量采购以来，承诺和保障按期回款是主要的配套措施之一。但从实际情况看，对改善流通批发企业收款期限的效果尚不明显，特别是新冠疫情期间医院收入下滑导致收款期限进一步拉长。流通批发企业的应收应付天数剪刀差持续扩大，资金需求十分旺盛。

2. 医改带来行业竞争压力加大，但其冲击正边际减弱

医药流通批发行业发展有长期稳定的需求支撑，短期内主要受政策调整影响较大，特别是来自公立医院渠道的影响。以“医改”为中心的相关政策发布密集、覆盖广泛，并且呈现持续往基层下沉等特点，预计行业竞争压力进一步加大。

各类医改政策的切入点不同，对流通批发企业影响也有所差异。零加成、集中采购等政策实施，造成下游销售终端售价下滑，压缩流通批发企业利润空间。特别是“两票制”全面实施迫使缺乏资质和渠道的流通批发企业淘汰出清，行业龙头企业的竞争力突显，流通企业的行业结构发生变化。

表 1：中国医药流通批发行业重要政策及影响

政策	执行时间	政策含义	对流通批发企业的影响
零加成	持续进行	1) 2017 年 9 月 30 日前所有公立医院全部取消药品加成（中药饮片除外） 2) 药监部门建立跨部门价格信息平台，实现与药品集中采购平台、医保支付审核平台的互联互通	1) 药品价格下降导致医药流通批发价差利润空间的下降，行业竞争加剧 2) 医院药房成为成本中心，处方外流长期将造成流通批发企业下游渠道客户结构变化
两票制&营改增	2015 年至今	1) 生产企业到流通批发企业开一次发票，流通批发企业到公立医疗机构开一次发票 2) 鼓励公立医疗机构与药品生产企业直接结算药品货款、药品生产企业与流通批发企业结算配送费用	流通批发企业的商业调拨业务减少，缺乏资质和和销售渠道的流通批发企业面临淘汰，行业集中度提升
带量采购	2018 年 12 月至今	1) 带量采购即明确采购量，低价者中标，通过企业间的市场竞争，降低采购药品的价格 2) 带量采购主体（医疗机构）和企业直接签订购销合同，对于预付及回款时间节点做出了明确规定，国家文件要求预付比例不低于 30%。	1) 药价大幅下降，医药流通批发利润空间收缩，竞争加剧，行业集中度提升 2) 有望改善流通企业现金回流。

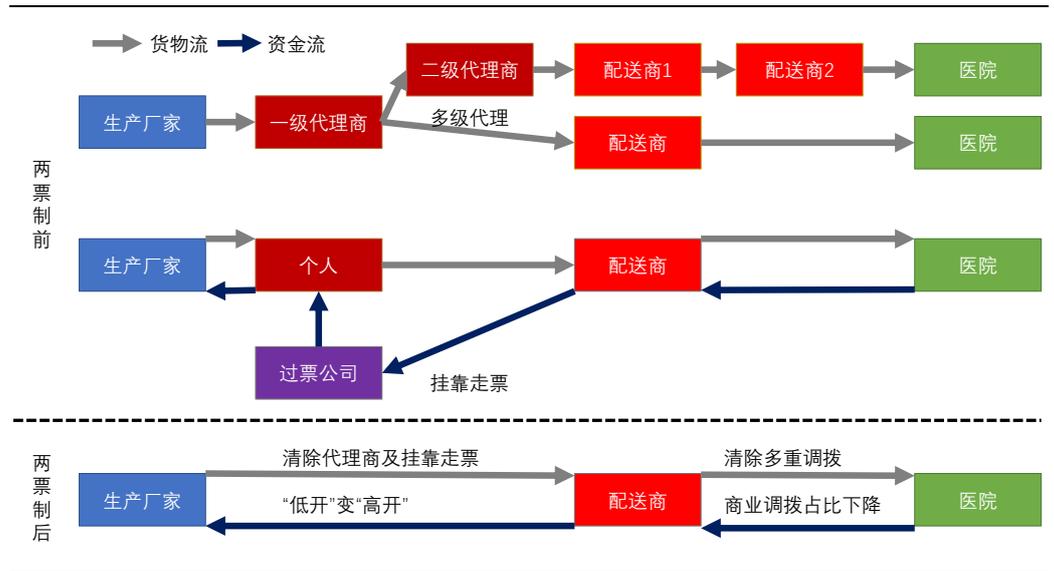
资料来源：公开资料整理、招商银行研究院

但以“两票制”为代表政策调整已有一段时间，对流通批发行业的边际影响正在减弱。2019 年全国药品流通直报企业主营业务收入为 1.75 万亿（+9.6%），利润总额 418 亿（+8.1%），净利润率 1.6%（持平）。

- “营改增”与加大纯销业务占比带动毛利率提升。上游医药制造企业在开票环节由过去的“低开”转变为“高开”，同时对批发企业商业调拨业务占比从 2016 年 40.9% 下降到 2018 年 29.9%，对医疗机构和零售终端纯销业务占比相应提升（纯销业务毛利高），行业整体毛利水平有所提升，2019 年平均毛利率 8.5%，同比上升 0.3 个百分点；
- “两票制”后费用率提高，但未对净利率造成影响。多级流通批发企业承担的销售、管理费用将叠加到一级，2019 年全国药品流通直报企业平均费用率为 6.8%，同比上升 0.3 个百分点（与毛利率同幅度）。



图 8：两票制前后药品流通渠道示意图



资料来源：公开资料整理，药品流通运行统计分析报告，招商银行研究院

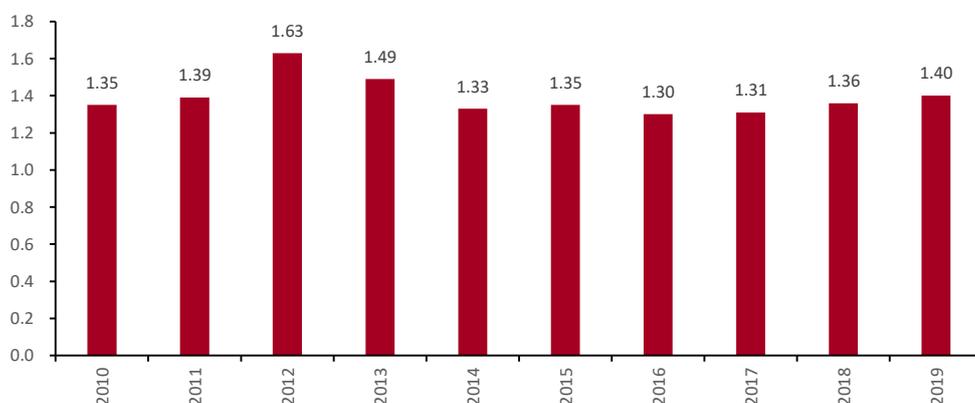
现阶段，大型流通批发企业不断进行新盈利模式的创新尝试，通过整合价值链上的各个环节，提供个性化的增值服务（如帮助医院定标、帮助企业投标、为上游企业提供药品流通和库存数据、为医院提供院内药品流通和管理、药房改造和托管、库房改造和托管等），希望创造更多的商业价值。预计大型医药流通批发企业通过兼并重组的外延式增长和积极开发终端市场内生式增长方式将持续，自身综合服务能力和竞争力有望不断增强。

3. 行业集中度持续提升，国有、民营、第三方物流各有优势

3.1 行业初步形成“4+N”竞争格局，集中度将进一步提升

医药流通批发企业维持在 1.3~1.4 万家，呈现数量多、规模小的特征。全国医药流通批发企业数量于 2012 年达到峰值 1.63 万家后，由于行业增速放缓，企业数量出现明显回落；近年来，随着“两票制”政策的全面推行，全行业渠道逐步下沉，行业内兼并收购进程加快，企业数量于 2016 年降至最低点后小幅回升。

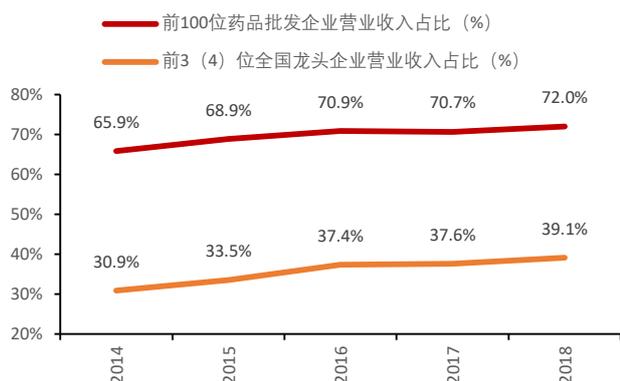
图 9：中国医药流通批发企业数量（万家）



资料来源：商务部，招商银行研究院

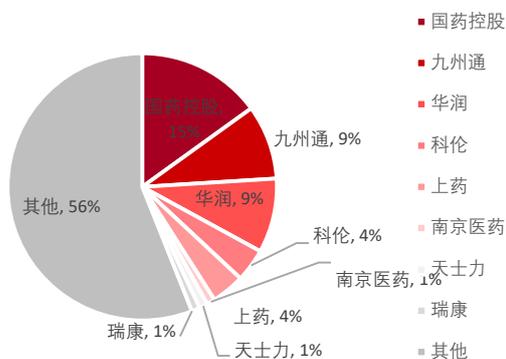
行业集中度存在中长期持续提升动力。近年来，医改政策减少医药流通环节和附加成本，降低药品销售价格，致使流通批发企业调拨业务受到较大冲击，部分缺少上下游资源的中小型流通批发企业竞争能力弱，逐渐被大型流通批发企业并购整合。长期来看，随着“两票制”甚至“一票制”的推广、带量采购的扩围，中大型流通批发企业或将抓住政策红利，发挥规模优势并加速行业内部整合，将原有调拨业务变为集团内部调拨，行业集中度有望继续提高。

图 10 药品批发行业集中度 (%)



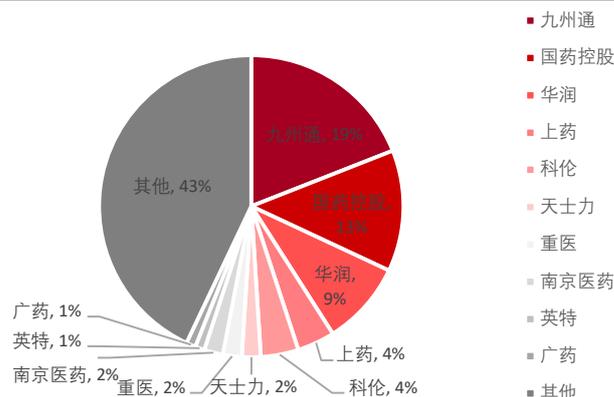
注：2014-2015年商务部对前三位药品批发企业（不包含九州通）主营业务收入占比进行统计，2016-2018年商务部对前4位药品批发企业（包括九州通）主营业务收入占比进行统计
资料来源：商务部，招商银行研究院

图 12：医药批发各企业自有配送车辆占比 (%)



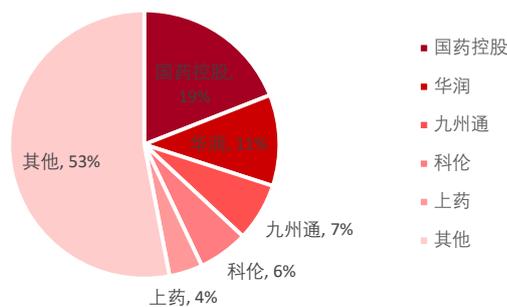
注：有效样本企业 941 个，合计配送车辆 17875 台
资料来源：国家统计局，招商银行研究院

图 11：药品批发各企业物流中心面积占比 (%)



注：有效样本企业 941 个，合计仓储面积 1296 万平方米
资料来源：中国医药商业协会，招商银行研究院

图 13：医药批发各企业自有物流网点占比 (%)

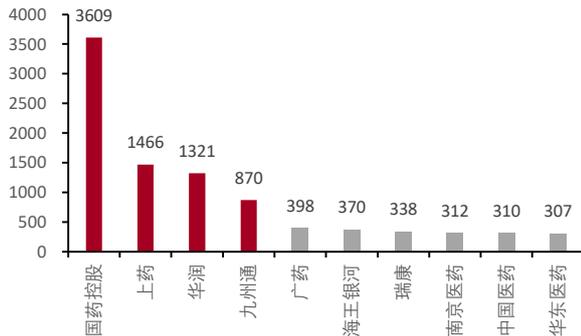


注：有效样本企业 941 个，合计物流网点 1476 个
资料来源：国家统计局，招商银行研究院

全国范围内，医药流通行业基本形成了“4 全国性+N 区域性”的竞争格局。其中“4”指国药集团、上海医药、华润医药和九州通四大全国性企业；“N”指以华东医药（主要面向浙江市场）、南京医药（主要面向华东、江苏等市场）、瑞康医药（主要面向山东市场）、英特集团（主要面向浙江市场）、广州医药（主要面向广东市场）等为代表的区域性企业。

随着医改政策的推进及行业竞争压力加大，区域性的流通批发企业纷纷整合当地医药流通资源，加大渠道下沉力度，但前四家在规模体量、区域布局、上游药品供应和下游客户资源的控制力度上与其他区域性龙头企业有明显领先。以九州通与广州医药对比来看，前者年营业收入是后者 2 倍多，仓储面积是后者的近 20 倍，员工人数是后者 5 倍左右，企业自身实力绝对领先。经营范围上，前者经营品规是后者的 5 倍左右，销售客户亦是后者的 5 倍。由此可见，区域性龙头各项指标在短期内难以实现赶超。

图 14: 药品批发 TOP4 企业营业收入领先 (亿元)



注: 由于数据可得性, 选择 2018 年度主营业务收入统计
资料来源: 商务部, 招商银行研究院

图 16: 医院在限定名额时倾向于全国/区域龙头

招标	耗材中标	金额	期限
攀枝花中西医结合医院	国药器械四川 (独家)	-	-
内蒙古民族大学附属医院	国药器械内蒙古 (独家)	-	-
阜阳市人民医院	安徽瑞康 (独家)	1.76 亿	-
山东省立医院	国药器械山东 (独家)	2160 万	5 年
洛阳市第三人民医院	国科恒泰、九州通河南、华润洛阳、国药控股、海王河南 (5 家)	1.2 亿	3 年
河南科技大学二附院	国药控股、国药器械、华润、海王等 (5 家)	3.25 亿	5 年
济南市第四人民医院	国药器械、瑞康、华润、上药、威高等 (6 家)	-	-

资料来源: 公开资料整理, 招商银行研究院

图 15: 区域性龙头各项指标短期内难以实现赶超

	九州通	广州医药
覆盖范围	全国 (31 家省级物流中心、104 地市级分销中心)	区域性 (黄金围、狮山 2 家广东省内物流中心、4 家地市级分销中心)
销售收入	995 亿元 (2019)	411 亿元 (2019)
员工人数	25000+	5000+
经营品规	41 万余个	8 万余个
仓储面积	246 万平方米	约 13 万平方米
供应商	1 万多家	7838 家
销售客户	20 多万家	3.6 万家

注: 全国性选取营收末位九州通、区域性选取营收首位广药
资料来源: 公司官网, 商务部, 招商银行研究院

图 17: 部分地区仍现“强大拿标”能力当地企业

陕西省延安市药品 (医用耗材) 配送企业信息库公示-共 14 家

名称	详情	服务地区
延安市药材医药有限责任公司药品分公司	员工 26 人, 车辆 5 辆, 仓库面积 1200 平	市人民医院、宝塔区人民医院等
延安市宝塔区药材医药有限责任公司	员工 54 人, 车辆 9 辆, 仓库面积 2100 平	延大附院、市人民医院、宝塔区人民医院、区妇幼保健院、安塞区人民医院等
陕西新宇医药有限公司延安分公司	员工 40 人, 车辆 10 辆, 仓库面积 1470 平	甘泉、吴起、志丹、安塞、宝塔、延川等县区医疗机构
延安市博康医疗器械有限公司	员工 18 人, 车辆 10 辆, 仓库面积 200 平	市医院、市中医院、宝塔区医院、市二院等
延安欣鼎商贸有限公司	员工 15 人, 车辆 5 辆, 仓库面积 280 平	延大附院、市医院、市中心医院、吴起县医院、宜川县医院、安塞区医院、子长市医院、延川县医院、延长县医院、甘泉县医院等
.....

说明: 后续 9 家医药批发配送企业分别为: 延安德佳恒信医疗器械有限公司、陕西迈安瑞医疗器械有限公司、陕西华远医药集团延安昂泰医药有限公司、延安圣康医疗科技发展有限公司、子长市利源医疗器械有限公司、延安延康祥医疗器械有限公司、延安邦晖医疗器械有限公司、庆阳利康医疗器械有限公司, 基本情况与上述 5 家类似, 不再一一列示。

资料来源: 公开资料整理, 招商银行研究院

单一区域内, 部分深耕当地、在医院配送方面有“强大拿标”能力的企业不容小觑。在单个区域内, 通常是 2-3 家全国龙头+3-5 家区域龙头占据约 50%左右的市场份额, 数百家流通商分割剩下的 50%市场份额。近两年, 各地分别建立省级、市级药品和医药耗材配送企业信息库, 限定医药流通企业数量并定期调整。理论上, 全国/区域龙头企业在配送商名额有限条件下更有实力获得医院配送资质, 但我们仍看到在一些地区 (如陕西省延安市) 出现“强大拿标”能力的当地企业。

3.2 行业存在一定壁垒, 国有、民营、第三方物流各有优势

医药流通行业主要存在客户资源、供配能力、资金实力、准入资质四方面的行业壁垒, 准入门槛有进一步提高趋势。

- 客户资源。具备较强分销网络的分销商有助于药品生产企业实现快速分销与品牌推广。因此成熟供销网络对于新竞争者将形成一定壁垒；医院渠道仍是药品销售的最大渠道，考虑医院对接药品配送商数量有限，“进院配送”是企业销售能力的一种体现。
- 供配能力。销售终端在选择供应商时，会要求供应商具备较强的配送能力、较为齐全的品类、较大的规模和良好的信誉，并能够快速响应少批量，多批次等个性化需求。拥有稳定上游客户，自有仓库、配送车辆、信息化支撑的企业，在药品配送竞标中有较强竞争力。
- 资金实力。医药流通属于资金密集型行业，对企业的资金实力、资源获取能力和融资成本要求较高。随着商业调拨业务占比下降，医疗机构销售占比提升，流通批发企业的回款周期被进一步拉长。
- 准入资质。我国对医药流通行业实行严格的资质准入制度，药品经营企业需要取得《药品经营许可证》和《药品经营质量管理规范认证》（GSP）。近年来，为净化市场秩序，国家严格控制企业总体数量；

上述行业壁垒，除“准入资质”作为行业合规准入的要求外，“配送能力”、“资金实力”、“客户资源”三项亦是造成企业竞争力强弱的主要因素，对应着流通批发企业的配送、垫资、销售三个属性。

图 18：各类型批发企业竞争力情况

行业壁垒		客户资源			资金实力			供配能力			准入资质	
企业属性	企业类型	销售			垫资			配送			合规	
		客户	周转	代销	盈利	融资	占款	范围	品类	设施	GSP认证	
全国医药	国企	多	慢	多	好	强	较低	全国	全	较强	有	国药控股 华润医药 上海医药
全国医药	民企	较多	较慢	中	较好	适中	适中	全国	全	强	有	九州通
地方医药	国企	中	较快	少量	尚可	较强	较高	省市	较全	较弱	有	南京医药 浙江英特 重庆医药
地方医药	民企	较少	较慢	少量	尚可	弱	高	省市	适中	弱	有	华东医药 瑞康医药
第三方物流		试点		无	暂亏	较强		试点	适中	强	有（新进入需申请）	顺丰

资料来源：招商银行研究院

国有医药、民营医药、第三方物流各有自己优势、擅长的领域，在企业属性存在明显差异，应作为金融机构筛选客户的重点考虑内容。

- 国有医药公司医院客户资源丰富，供配和代理销售品类齐全，融资成本低，开拓医院客户具备优势。一方面，国有医药公司与下游公立等

级医院开展合作时间早，程度深，其较低的融资成本优势可以减轻其从医院端回款慢的压力，长期以来积累了大量的医院客户。另一方面，大型国有医药公司通过在上游获取销售代理权的方式，在一些药品的销售上建立起排他性壁垒。值得注意的是，虽然国有医药公司具备诸多医院客户开拓优势，但发展也存在很大差异。全国性国药控股当前三级医院客户近 2 万家，全国三级医院覆盖率从 2010 年 85% 进一步提升至 2019 年 95% 以上；而地方性南京医药合作医院近 300 余家规模，2010 至 2016 的六年间，数量仅增加了不足 50 家。

- **民营医药公司通常以商业调拨和院外客户起家，逐渐向医院客户拓展，精细化配送与信息化能力较强，客户结构更适合处方外流长期趋势。以全国性民营医药企业九州通为例，2010 上市当年，其目标市场以基层医疗机构、药店及下游分销上为主，等级医院销售额仅占总销售额的 4% 左右，而向下游分销商的商业调拨业务占比则高达 70%。**上市后，九州通初步建立起医院事业部，以业内较为先进的信息技术和物流技术进行技术营销，重点抢占县级医院，并逐步向中高端医院渗透。经过多年的医院市场开拓，至 2019 年九州通二级及以上医院销售占比已达 22%。在这过程中，九州通的供配中医院用处方药品种增多，品类更加齐全，但中高端医院在供销体系中较为强势，账期亦有所拉长。**其他一些地方性民营医药企业**，则采取了深耕院外客户市场的战略，这些客户具有分散、少批量、多批次、个性化的不同需求，对公司差异化、精细化、高频率的物流配送服务要求高，但资金周转速度快。长期来看，受益处方外流，院外客户市场销售规模有望进一步做大。
- **邮政、顺丰、京东等第三方物流企业配送能力突出，但供销网络薄弱，垫资意愿不强，医药并非其优先发展方向。**以快递企业顺丰为例，2014 年 3 月成立医药物流事业部，2016 年成立“冷运事业部”，分离医药冷链和生鲜冷链资源。目前顺丰的医疗网络已覆盖 219 个地级市，拥有 4 个 GSP 认证医药仓，总面积 3 万平方米，拥有通过 GSP 验证的自有冷藏车 242 台，并有自研的丰溯信息系统作为支撑。**故顺丰在配送时效、价格有较强竞争力，但在更重要的垫资、销售方面，则相对薄弱。**药品流通并不仅仅是配送问题，通常需要买断“物权”形成存货，产生较多资金占用，这与第三方物流现有的快递快运业务模式有很大区别。更重要的是，供货和销售渠道的 B 端客户资源需要长期积累。目前顺丰下游客户仅为数十家大型医院、慢病防治中心、互联网零售平台提供了“线上问诊，线上订药，送药上门”的 C 端药品配送服务。考虑医药厂商积累不足、进院销售仍需突破、医药配送需要垫资占款且利润率低于传统物流业务，预计第三方



物流更多考虑发挥其 C 端优势，对配送到家等场景进行适当布局，并非其优先发展方向。

由于第三方物流企业的医药物流板块业务占比较小，我们选取 9 家传统医药流通企业作为样本，具体情况如下。

表 2：医药流通批发样本企业 2019 年基本情况（亿元，%，天）

企业类型	样本	营业收入	利润总额	资产负债率	上下游占款比	流动债务占比	应收账款天数	应付账款天数	存货周转天数	
全国性	国有	国药控股	4253	177	71.5%	61.1%	92.5%	84	67	35
		华润医药	1849	88	63.4%	40.4%	88.6%	89	-	46
		上海医药	1866	63	64.0%	54.3%	85.1%	86	71	56
	民营	九州通	995	23	69.1%	56.7%	93.4%	79	46	55
地方性	国有	南京医药	372	5	79.4%	68.5%	98.2%	76	46	35
		浙江英特	246	5	72.4%	72.1%	96.1%	64	53	38
		重庆医药	338	11	70.4%	65.1%	92.1%	119	65	38
	民营	华东医药	354	34	40.1%	48.9%	97.7%	60	58	59
		山东瑞康	353	1	68.4%	63.5%	96.1%	167	69	52

注：上下游占款比=（存货+预付账款+应收账款+应收票据）/资产总额，流动债务占比=流动性负债/负债合计

资料来源：各公司公告，招商银行研究院



4. 业务建议与案例回顾

(招商银行各部如需本部分请参照文末方式联系研究院)

5. 风险提示

应收账款管理不当，流通批发企业出现经营困难

处于中间环节的医药流通企业为下游企业垫付资金后，下游企业不能按照约定偿还资金导致资金回笼不及时，可能为企业带来较大的风险。此类风险主要是由下游企业导致的，其原因主要包括以下几点。第一是客户管理不到位，没有建立健全的客户信用评价制度，将货物赊销给了信誉差的客户。第二是客户不守诚信，不按约定的回款时间按期回款。第三是客户经营不当，导致企业自身的资金流停滞，无法履行约定。第四是医药流通企业自身疏漏，导致合同条款存在漏洞，客户利用条款漏洞拒绝履行约定。

应收账款管理工作很大程度上影响着医药流通企业的根本利益，流通企业下游因客户多为公立医疗的性质，导致回款预算不准确。在当前医药流通企业需要承受越来越多的市场竞争压力的情况下，为开拓市场份额，达成销售业绩，可能会放宽信用政策，甚至以账期换取销售，维护老客户，挖掘新客户，如果信用政策利用不当，在信用机制不健全的情况下可能会产生应收账款的信用风险。

上下游企业不配合，金融机构供应链融资业务推进困难

供应链融资对供应链内部各个企业之间的合作性要求比较高，一旦上下游企业配合不紧密、不及时，就会影响到供应链融资的顺利实施。在当前供应链销售结算的模式下，医药流通企业的应收账款比重较大，应收账款的回收周期普遍较长，因此利用应收账款进行供应链融资是比较常见的一种融资方式。应收账款融资包括多种类型，根据不同的分类标准可以做出不同的划分，按照应收账款转让行为是否需要通知下游企业并经过企业确认，可以分为明保理与暗保理；根据应收转让后在货款收取出现问题时，金融机构是否有权利向转让方追索货款，可以分为有追索权或无追索权的应收保理。

根据现状而言，医药流通企业为核心运作的供应链金融普遍采取的模式是与下游企业应收账款无追索的暗保理业务，而下游的医疗单位由于单位的规章和制度约束，或者是规避麻烦等不愿配合医药流通企业，可能导致融资行为的失败，进而影响医药流通企业的资金安全。

另一种利用应付账款或预付账款的转让而采取的上游供应链融资方式，也是需要得到上游企业的配合才能顺利实施。通常来说，上游供应链融资的主体主要包括三方：一方是融资的企业，一方是金融机构，一方是供应商。在该模式下，一般需要三方签订协议，有些银行可能还需要上游企业签订同意承担连带责任的协议，该种融资模式才能得以实施。如果上游企业不愿意配合，也会导致融资行为的失败。

免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-2269002

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085



更多资讯请关注招商银行研究微信公众号
或一事通信息总汇