

联合 研究报告

2017.12.26

2017 年医药流通行业研究



联合资信评估有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

2017 年医药流通行业研究

作者： 联合资信 工商企业一部 魏铭江

概要

目前，中国医药流通行业整体规模保持增长趋势，虽然近几年受宏观经济下行影响，增速有所下滑，但仍维持高于当期 GDP 的增速，表现出了良好的发展态势和广阔的发展空间。“十二五”期间，全国已经形成了四家全国性医药流通龙头企业及多家区域性医药流通龙头企业的基本竞争格局。

从外部宏观环境来看，中国人均医疗卫生支出持续增长，人口老龄化已成为未来人口结构的必然发展趋势，加上国家城镇化政策的不断推行，医疗卫生体制改革的不断深入等多种因素使得医药流通行业长期以来维持高景气度，行业发展水平逐步走向国际化。从行业内部发展来看，医药流通企业普遍存在下游话语权较弱，盈利模式单一，盈利空间收窄，货款回收周期长，债务规模持续扩大，短期偿债压力增加等问题，但发行主体多为中央及地方国企，且基本都是上市公司，企业经营和财务情况良好，整体违约风险处于可控范围内。

短期来看，随着 2016 年“两票制”等一系列医改政策的密集发布，企业长久以来形成的经营模式将被彻底改变，需要及时调整经营策略并协调上下游资源以应对外部突变的环境。中长期来看，目前的行业格局将被重塑，未来若干年兼并、收购将成为常态，行业资源向龙头企业聚拢，行业集中度持续上升，产业结构也随之不断优化。

一、医药流通行业概况

1、行业概述

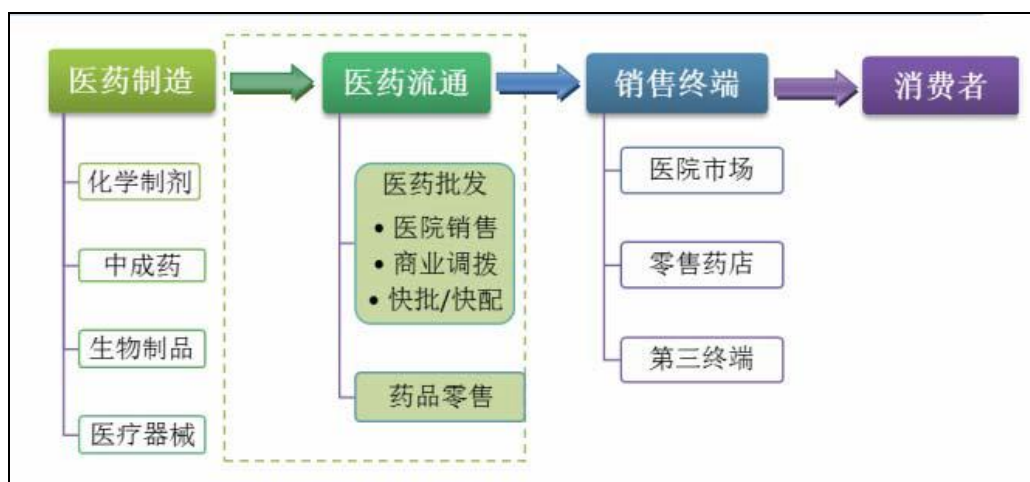
医药流通是指连接上游医药生产企业和下游经销商以及终端客户，通过流通过程

中的交易差价及提供增值服务获取利润的一项经营活动，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。作为医药产业链中承上启下的重要环节的主体，医药流通企业通过交易差价及提供增值服务获取利润；通过建立规模化、专业化、现代化的物流配送体系，大大降低医药流通环节的成本，提高流通效率，保障了人民的用药需求，有巨大的社会效益。

2、经营模式

医药流通企业的主要商业运营模式分为两大类——医药批发和医药零售；其中医药批发又可细分为：①纯销模式（又称医院销售），指医药流通企业直接将药品销售给医院（第一终端，主要指二级及以上规模的医院）；②商业调拨，指医药流通企业将药品销售给其他流通企业，如其他医药分销商等；③快批（又称快配），指针对城乡交界处和农村市场的第三终端进行销售。医药零售可分为单体零售和连锁零售，其中连锁零售分为：①直营连锁，指连锁药店企业的门店均由连锁药店企业全资或控股开设，实现采购、物流配送、品牌标识、信息系统、门店管理等各方面的统一管理；②加盟连锁，指特许经营者将自己拥有的商标、商品和经营模式等以加盟合同的形式授予加盟商使用，加盟商按照合同规定在特许经营者统一的业务运营模式下从事经营活动，并向特许者支付相应费用。

图 1 医药流通行业经营模式



资料来源：公开信息

医药流通企业主要有 3 种盈利来源：药品差价费（纯销中的零售终端和医院终端配送业务）、厂家促销和返利费（部分批发配送业务和几乎全部纯销配送业务）和配送费等。现阶段大部分的医药流通企业依靠这三种盈利模式，扮演“搬运工”的角色，并没有体现出医药流通企业的独特价值。近年来一些大型医药流通企业（如中国医药集团总公司及其子公司国药控股股份有限公司、上海医药集团股份有限公司、华润医药控股有限公司及其子公司华润医药商业集团、九州通医药集团股份有限公司）在进行新的盈利模式创新和转型，通过提供一些个性化的服务（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），整合价值链上的各个环节，为客户提供各种增值服务，来创造更多的商业价值。

3、上下游产业链

上游医药制造业

医药流通企业上游主要是医药制造企业，目前国内医药制造企业数量众多，市场集中度较低，竞争较为激烈，上游属于充分竞争行业，作为中游的医药流通企业具有一定选择权，能降低对上游供应商的依赖程度，进而降低采购成本。但具有优势医药品种的医药制造企业，在选择配送商（医药流通企业）方面也有一定强势地位，具有完善的销售渠道网络，一定资金实力及良好服务的医药流通企业将成为首选。医药零售企业上游除了医药制造企业之外，还包括一些医药分销企业，医药分销是医药零售最主要的供应渠道。

下游终端

下游客户：医药批发企业将药品销售给医药零售企业和终端医疗机构，其中以医疗机构为主；医药零售企业，直接将药品销售给终端消费者。

医药流通所处行业的下游行业为药品销售终端，主要分为医疗机构和零售药店两类，包括各类医院、诊所、乡镇卫生院、社区卫生服务中心及零售药店等。在中国

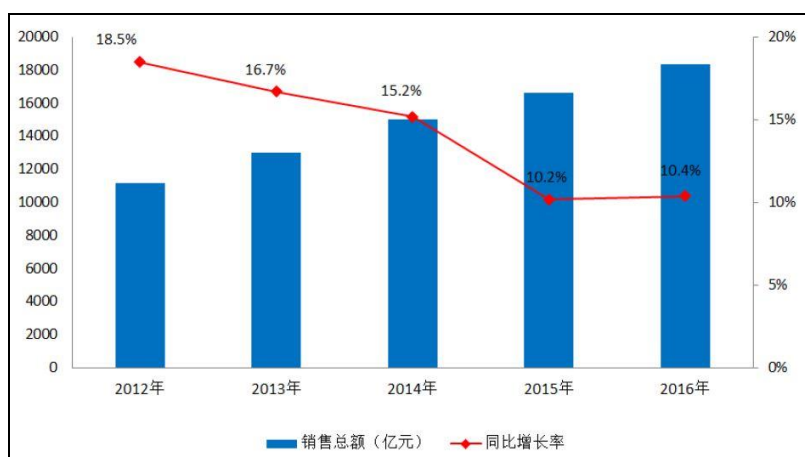
目前的医疗体制下，医院销售的药品占中国药品销售市场份额的 60%~70%，医院在购销两端均处于强势地位。

总体看，由于目前的医疗体制及产业链格局，医药流通企业在下游的话语权相对较弱。

二、行业运行状况

随着中国宏观经济的持续发展，加上城镇化、人口老龄化趋势的多重因素作用下，居民个人卫生消费的需求不断提高，随之带来药品需求的不断上升。2006 年以来，中国药品流通行业销售额快速增长，其中 2009 至 2011 年增速均在 20% 以上，2012 年开始，行业销售额增速开始趋缓，但增速仍高于中国 GDP 增速。根据商务部 2017 年 6 月发布的《药品流通行业运行统计分析报告（2016）》（以下简称“运行统计报告”），2016 年中国药品流通市场销售规模稳步增长，增速略有回升。全国医药商品销售总额 18393 亿元，同比增长 10.4%，增幅上升 0.2 个百分点，其中药品零售市场 3679 亿元，同比增长 9.5%，增幅上升 0.9 个百分点。从销售品类来看，西药类销售占 74.4%，中成药类占 15.0%，中药材类占 3.0%，医疗器械类占 3.3%，化学试剂类占 1.2%，玻璃仪器类占 0.1%，其他类占 3.0%。

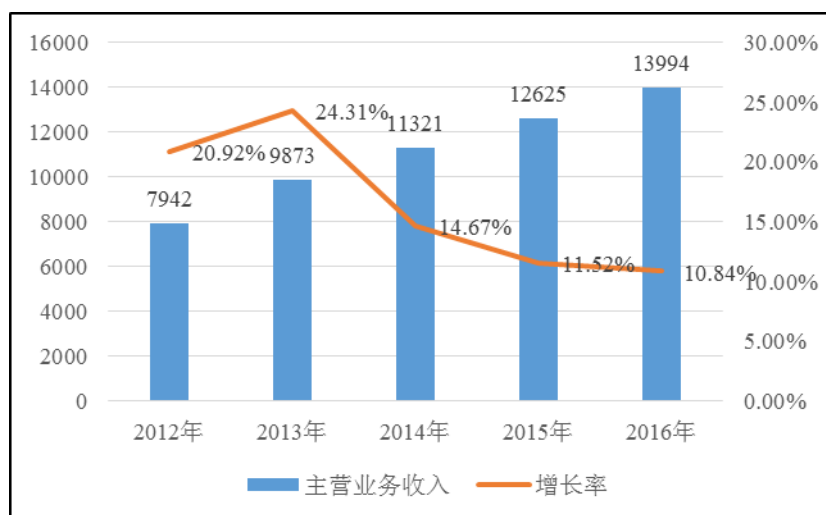
图 2 2012~2016 年药品流通行业销售额（单位：亿元、%）



资料来源：《药品流通行业运行统计分析报告（2016）》

从企业效益方面来看，2012~2016年，全国药品流通直报企业主营业务收入快速增长，年均增幅15.21%。2016年全国药品流通直报企业主营业务收入13994亿元，同比增长10.84%，增幅同比有所放缓；利润总额322亿元，同比增长10.9%，增幅上升0.3个百分点；平均毛利率7.0%，同比上升0.1个百分点；平均费用率5.2%，同比下滑0.2个百分点；平均利润率1.8%，同比上升0.1个百分点；净利润率1.5%，同比上升0.1个百分点。

图3 2012~2016年药品流通直报企业主营业务收入情况（单位：亿元、%）



资料来源：《药品流通行业运行统计分析报告（2016）》

从销售渠道分类来看，以终端销售为主，医疗机构销售占比高。2016年对生产企业销售额60亿元，占销售总额的0.3%；对批发企业销售额7520亿元，占销售总额的40.9%，同比下降0.9个百分点；对终端销售额10813亿元，占销售总额的58.8%，同比上升0.6个百分点。其中，对医疗机构销售额7673亿元，占终端销售额的71.0%；对零售终端和居民零售销售额3141亿元，占终端销售额的29.0%。

从销售区域来看，集中在华东、华北和中南三大区域。2016年全国六大区域销售额占全国销售总额的比重分别为：华东37.4%、华北16.2%、中南23.7%、西南13.0%、东北5.1%、西北4.6%。其中，华东、华北、中南三大区域销售额占到全国销售总额的77.3%，同比上升0.1个百分点。2016年销售额居前10位的省市依次为：广东、北

京、上海、浙江、江苏、安徽、山东、河南、四川、云南。上述省市销售额占全国销售总额的 64.2%，同比上升 0.4 个百分点。

近年来，医药流通行业整体规模保持快速增长，行业运行良好。随着新医改政策的推行以及产业升级，药品流通行业面临新模式、新业态、新技术的考验，行业集中度将进一步提高，企业将面临新的机遇和挑战。

三、行业竞争格局

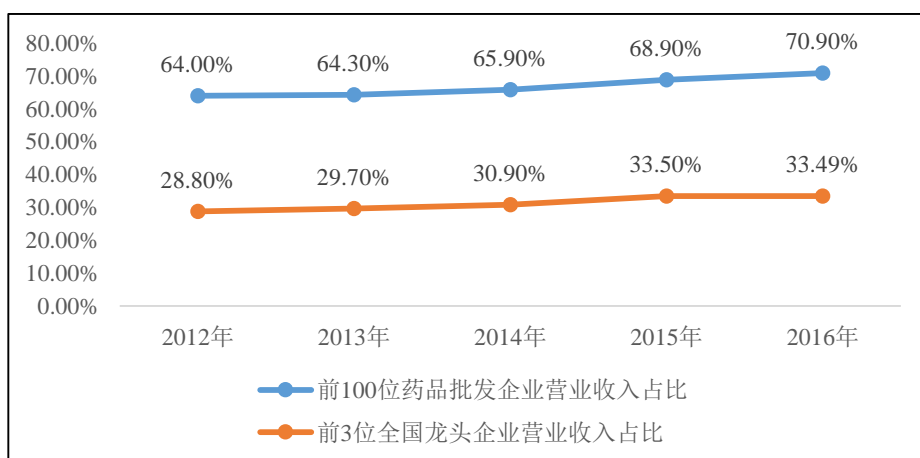
根据国家食品药品监督管理总局统计，截至 2016 年 11 月底，全国共有药品批发企业 12975 家；药品零售连锁企业 5609 家，下辖门店 220703 家；零售单体药店 226331 家，零售药店门店总数 447034 家。目前，整个医药流通行业集中度较低，市场竞争激烈，减少流通企业数量，加快行业整合，提高行业集中度成为医药流通行业发展及相关医改政策的一个基本方向。

1、医药批发

(1) 医药批发行业竞争格局

过去五年，国内药品批发企业集中度持续提高。前 100 位药品批发企业主营业务收入占同期全国市场总规模的比重持续上升，过去 5 年年均增长 1.38 个百分点。根据商务部发布的运行统计报告，2016 年药品批发企业主营业务收入前 100 位占同期全国医药市场总规模的 70.9%；其中，四家全国龙头企业主营业务收入占同期全国医药市场总规模的 37.4%。2016 年药品批发企业主营业务收入前 100 位同比增长 14.0%；其中，四家全国龙头企业主营业务收入同比增长 12.2%。根据商务部 2016 年 12 月发布的《全国药品流通行业发展规划（2016~2020 年）》（以下简称“《规划》”），其中明确提出，到 2020 年，药品批发百强企业年销售额占药品批发市场总额 90% 以上，加上目前各项医改政策的逐步落实，药品批发行业整合进一步加快。

图 4 近 5 年医药批发行业集中度情况 (CR3)



资料来源：2012~2016 年药品流通行业运行统计分析报告

注：2012~2015 年商务部对前 3 位药品批发企业（不包括九州通）占比进行统计，为保持对比一致性，2016 年统一使用前 3 位药品批发企业进行统计分析。

医药批发企业按照业务区域可以划分为全国性和区域性医药批发企业（部分企业带有医药零售业务）。目前，全国有四家全国性医药批发企业龙头，各个地区又存在一家或者多家区域性龙头企业。

表 1 2016 年医药批发企业主营业务收入前 10 名

序号	企业	主营业务收入（亿元）
1	中国医药集团总公司	2988.10
2	华润医药控股有限公司	1145.93
3	上海医药集团股份有限公司	1137.71
4	九州通医药集团股份有限公司	615.57
5	广州医药有限公司	362.85
6	南京医药股份有限公司	266.24
7	中国医药健康产业股份有限公司	257.40
8	康德乐股份（香港）有限公司	254.03
9	华东医药股份有限公司	253.80
10	安徽华源医药股份有限公司	209.60

资料来源：《2016 年药品流通行业运行统计分析报告》

注：1、表中主营业务收入包括医药批发和医药零售业务；2、华润医药控股有限公司主营业务收入采用旗下医药流通经营主体华润医药商业集团的主营业务收入。

（2）四家全国性医药批发龙头企业：

中国医药集团总公司（以下简称“中国医药集团”），依托其子公司国药控股股份有限公司（以下简称“国药控股”）拥有全国最大的药品分销网络，主要销售包括药品、医疗器械和药材饮片等，销售规模连续数年全国医药流通企业排名中位居第一。

华润医药控股有限公司（以下简称“华润医药控股”）依托其子公司华润医药商业集团有限公司（以下简称“华润医药商业集团”）作为医药流通的经营主体，在全国 30 个重点省市建立了销售网络，在 2016 年度医药批发企业主营业务收入排名第二。

上海医药集团股份有限公司（以下简称“上海医药”），在 2016 年度医药批发企业主营业务收入排名第三，覆盖全国 20 个重点省市，主要集中在华东、华北和华南区域。

九州通医药集团股份有限公司（以下简称“九州通”），作为中国最大的民营医药流通企业，其营销网络已经覆盖国内 70% 以上的行政区域，并与超过 10 万家下游客户建立了稳定的业务关系。

上述 4 家公司均为集团公司，业务板块以医药批发业务为主。2016 年医药流通板块毛利率基本维持在 6.33~7.57%，整体营业利润率受其他高毛利板块的影响维持在较高水平（7.63~15.31%）。九州通是目前中国最大的民营医药流通企业，拥有较为独特的快批模式——主要供应第三终端等基层医疗市场，业务专注于医药流通，因此与三大巨头相比收入规模较小，由于九州通医药工业板块收入占比小且毛利率相对较低，使得其整体营业利润率低于其他 3 家（为 7.63%）。

表 2 2016 年全国性医药流通企业财务数据 (单位: 亿元、%)

项目	中国医药集团总公司	华润医药控股有限公司	上海医药集团股份有限公司	九州通医药集团有限公司
医药流通板块收入	2469.50	1145.93	1137.71	605.99
医药流通板块毛利率	7.53	6.68	6.33	7.57
资产总额	2555.14	1124.56	827.43	387.29
营业总收入	3176.16	1334.44	1207.65	615.57
利润总额	135.73	69.45	46.39	11.06
营业利润率	10.69	15.31	11.51	7.63

资料来源: 公开资料

注: 1、医药流通板块包含医药零售业务; 2、为方便统计, 中国医药集团总公司医药流通板块收入为医药现代物流分销和零售连锁零售两块业务收入。

作为医药流通企业的核心竞争力之一, 营销网络的建设和物流配送能力不仅影响目前行业的竞争格局, 在行业加速整合阶段, 庞大且高效的营销网络和物流配套将是决定医药流通企业未来行业地位的决定因素之一。

中国医药集团的营销网络按照全国及省级两级集中采购体系建设。截至 2016 年底, 中国医药集团在北京、上海、广州及西安建立了 4 个枢纽, 省级物流中心 38 个, 地市级物流网点 185 个, 零售物流网点 24 个, 总网点 251 个。物流中心拥有先进的仓储条件, 运用现代化的信息管理系统对各个区域的药品进行统一调配。此外, 中国医药集团还会为供应商及客户提供包括供应商解决方案、网上产品订购、存货追踪与管理、分销中心管理及供应链管理顾问服务等供应链增值服务。截至 2017 年 3 月底, 中国医药集团直销客户已覆盖全国 15589 家医院, 此外还拥有其他分销商客户 8911 家及零售药店 90122 家。

华润医药控股旗下医药流通经营主体华润医药商业集团是北京市最大的医药流通企业, 拥有 7.7 万平方米经营场所, 北京地区有 9 万平方米医药物流配送中心, 华润医药商业集团承担了包括北京 14 个区县的基药配送, 还承担了山东、辽宁、吉林、黑龙江、河南、江苏等区域共计 150 个地级市和县级市的社区、新农合配送。

上海医药已形成以华东、华北、华南三大区域为核心的全国性分销网络, 覆盖 20

个省市及自治区及各类医疗机构超过 2.5 万家，医药零售分布在 16 个省市区，总数达 1800 多家，2016 年上海医药完成固定资产投资 10.98 亿元，主要用于 GMP 改造及医药物流建设，在完善北京、上海等全国物流基地建设的同时，积极推进华东、华中和华南区域物流中心的建设，是全国首家国家级医药物流服务业标准化企业。

九州通先后在湖北、北京、河南、上海、广东、福建、江苏等地投资设立 30 家省级医药物流中心和 54 家地市级物流中心，截至 2016 年底，九州通已经布局了 84 个医药物流配送中心，拥有零售药店 911 家（含加盟店）。

（3）区域性医药批发龙头企业：

区域性医药流通（以医药批发为主）公司包括嘉事堂药业股份有限公司和国药集团药业股份有限公司、山东省的瑞康医药股份有限公司、江苏省的南京医药股份有限公司、广东省的广州医药有限公司和国药集团一致药业股份有限公司等，目前随着新医改政策的推进及行业竞争压力加大，区域性的医药流通企业开始纷纷整合当地医药流通资源，加大渠道下沉力度，巩固自身竞争力。

总体看，随着新医改政策的不断推进，行业内兼并重组现象将成为常态，目前全国已经形成四家全国性龙头和多家区域性龙头企业为格局的行业生态，由于前四家在规模体量、营销网络建设、上游药品和下游客户资源的控制力度上与其他区域性龙头企业有绝对性差距，区域性龙头短期内很难赶超四家全国性龙头企业，未来“4+N”模式将成为行业基本格局。

2、医药零售

近几年，中国药品零售市场规模总体呈增长趋势，但是由于国家宏观经济增长放缓、药品零加成政策的逐步推广削弱了药店价格优势、药品价格持续下降，药品零售连锁企业面临经营成本持续上涨压力，再加上医院药房社会化低于预期、医药电商快速增长挤压市场空间等原因，使得药店传统业务增长空间收窄，零售药店市场规模增长持续放缓，2014 年药品零售市场销售总额增速回落至 10% 以下，增幅为 9.10%，2015 年进一步降至 8.6%。2016 年，随着国家各项医改政策

及健康产业政策的陆续出台，药品零售市场将迎来新的发展机遇。2016 年药品零售市场销售额 3679 亿元，同比增长 9.5%，增速同比上升 0.9 个百分点。

根据商务部发布的运行统计报告，2016 年销售额前 100 位药品零售企业门店总数为 54391 家，占全国零售药店门店总数的 12.20%；2016 年前 100 位药品零售企业销售额占零售市场总额的 29.10%，同比上升 0.3 个百分点。其中，7 家全国龙头企业的销售总额占全国零售市场总额的 12.90%，同比上升 0.8 个百分点；14 家区域零售连锁企业的销售总额占全国零售市场总额 7.90%，同比下降 0.1 个百分点。全国龙头企业市场占有率较上年略有提升，区域零售企业市场占有率略有下降，整体来看，行业集中度继续上升。根据商务部药品流通行业的“十二五”规划中（《全国药品流通行业发展规划纲要（2011-2015）》）提出的“药品零售连锁百强企业年销售额占药品零售企业销售总额 60%以上；连锁药店占全部零售门店的比重提高到 2/3 以上”来看，目前行业竞争格局与规划仍有较大距离，未来集中度提升空间广阔。

医药零售企业按照业务区域可以划分为全国性和区域性医药零售企业，行业内的企业如国药控股国大药房有限公司（以下简称“国大药房”）、老百姓大药房连锁股份有限公司（以下简称“老百姓大药房”）、中国北京同仁堂（集团）有限责任公司（以下简称“同仁堂”）都属于全国性的医药零售企业；云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司（以下简称“一心堂”）、益丰大药房连锁股份有限公司（以下简称“益丰大药房”）等属于区域性医药零售龙头企业。

表 3 2016 年医药零售企业主营业务收入前 10 名

序号	企业	销售总额（亿元）
1	国药控股国大药房有限公司	103.09
2	中国北京同仁堂（集团）有限责任公司	79.13
3	重庆桐君阁大药房连锁有限责任公司	70.50
4	大参林医药集团股份有限公司	70.37
5	老百姓大药房连锁股份有限公司	68.83
6	云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司	68.73
7	益丰大药房连锁股份有限公司	43.68
8	深圳市海王星辰医药有限公司	41.14
9	辽宁成大方圆医药连锁有限公司	37.51

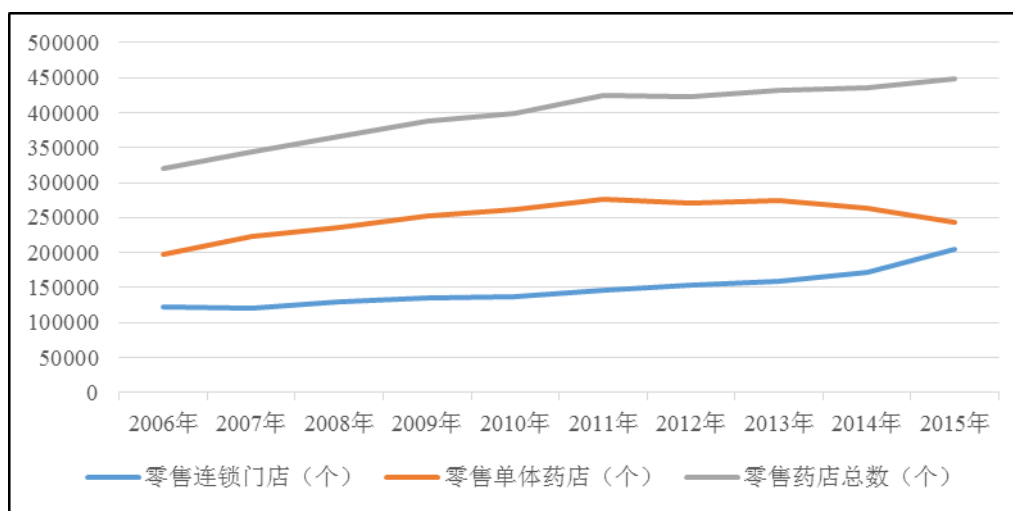
10	上海华氏大药房有限公司	35.95
----	-------------	-------

资料来源：《2016 年药品流通行业运行统计分析报告》

过去 10 年，全国零售药店整体呈快速增长趋势，年均增幅 18.39%，其中零售连锁门店和零售单体药店数量有升有降。2012 年以后开始出现分化，2012 年以前零售连锁企业总体发展较为缓慢：一是来源于医疗机构的处方少和医保定点药店少的局面仍未改善；二是医保覆盖面扩大、报销比例提高，更多的人到医院就诊开药，零售药店客流减少；三是一些地方相继下达“限售令”、“禁售令”，限制医保定点药店开展多元化经营。此外，零售药店还面临房租、人力、物流等经营成本快速上涨的压力。在多种因素的影响下，部分零售企业纷纷开始抱团。

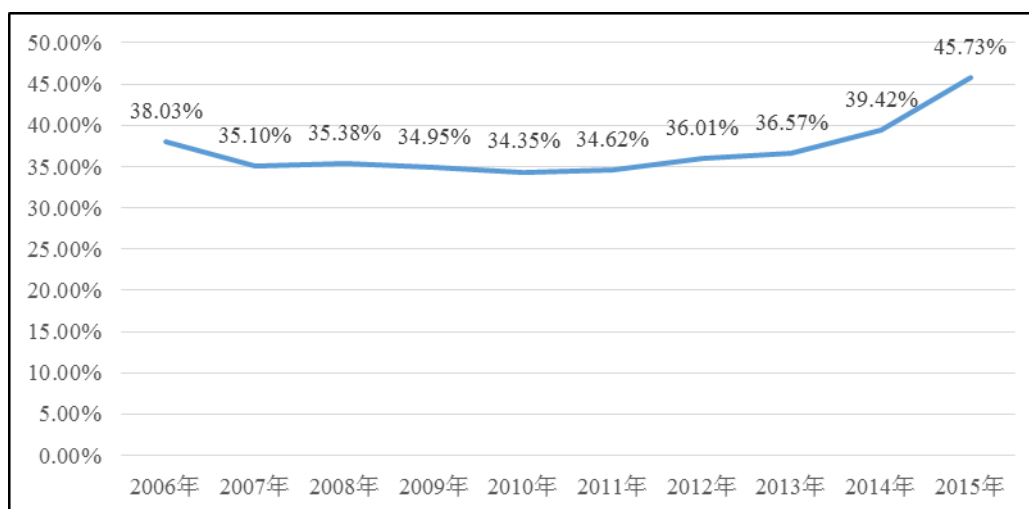
2012 年以后，随着新医改政策的实施及市场竞争进一步加剧，医药零售行业毛利率持续受到挤压，零售单体药店由于在投融资和运营方面缺乏竞争力，导致门店数量开始下滑。与此同时，通过资本运作寻求发展的企业越来越多，一批药品零售企业（包括一心堂、益丰大药房、老百姓大药房等）成功上市，通过资本平台融资进行资源整合不断增强竞争力。随着行业兼并重组的持续进行，零售连锁药店门店数量呈加速上升趋势。2013 年 6 月新修订的《药品经营质量管理规范》（简称新版“GSP”）出台，新版 GSP 在软硬件方面对企业经营制定了更为严格的标准，大幅提高了行业准入门槛，单体药店生存压力进一步加大，将逐步被收购或者退出市场，医药零售行业集中度与连锁率将持续提升，龙头企业呈现强者愈强态势。2012~2015 年，零售连锁门店数量以年均 15.88% 的增幅持续增长，而零售单体门店数量年均降幅达 5.30%（一部分由于缺乏竞争力退出市场，一部分被大型连锁零售药企收购）。同期，零售连锁率自 2012 年开始加速上升，从 2012 年的 36.01% 增长至 2015 年的 45.73%。截至 2016 年 11 月底，零售连锁率已达到 49.40%。

图 5 2006~2015 年全国零售药店数量增长情况



资料来源：公开资料，联合资信整理

图 6 2006~2015 年全国药品零售连锁率情况



资料来源：公开资料、联合资信整理

医药零售行业竞争越发激烈，加上政策的引导，中国以前小、散、乱的零售药店格局正快速向规模化、品牌化的趋势发展。美国前三家医药连锁企业合计占有市场90%以上份额（2015年，美国前三大连锁药店市场占比分别为CVS50.60%、Walgreens 28.40%、Rite Aid 10.40%），日本前十家连锁药店的集中度也达到60%以上。中国的药店集中度还很低，截至2016年底，中国前3家药店龙头的集中度为8%，前6家为

12.90%，相比海外成熟市场，中国药店龙头企业的市场份额还有很大提升空间。

2016年及“十三五”期间，借力资本市场，全国范围将逐渐产生超大型医药企业集团和一大批全国性、区域性大型骨干药品流通企业，而且通过全国中小企业股份转让系统挂牌融资的药品流通企业将明显增多。此外，国际性药品流通企业进入中国的步伐在加快，国际竞争国内化局面已经形成。

总体看，经过多年发展，医药流通行业规模不断增长，行业集中度不断提升，经过行业内大量兼并重组后，目前中国医药流通市场已经形成了四家全国性医药流通巨头，区域性医药流通企业地方割据的竞争格局。未来，政策层面的引导及鼓励加上外部环境竞争加剧，行业集中度还将进一步提升。

四、行业政策

从整个政策层面来看，近几年围绕“医改”为中心的相关政策呈现出发布密集、覆盖广、开始往基层下沉等特点。

1、中国医药商业行业监管体制及法律法规、政策

表 4 中国的医药商业由国务院下辖的 5 个部门分别监督管理

国家卫生和计划生育委员会	推进医药卫生体制改革；负责建立国家基本药物制度并组织实施，组织制定药品法典和国家基本药物目录；起草促进中医药事业发展的法律法规草案，制定有关规章和政策，指导制定中医药中长期发展规划，并纳入卫生事业发展总体规划和战略目标
商务部	作为医药流通行业的管理部门，负责研究制定医药流通企业发展规划、行业标准和有关政策，配合实施国家基本药物制度，提高行业组织化程度和现代化水平，逐步建立医药流通行业统计制度，推进行业信用体系建设，指导行业协会实行行业自律，开展行业培训，加强国际合作交流
国家食品药品监督管理总局	负责药品、医疗器械注册和监督管理；参与制定国家基本药物目录，组织实施处方药和非处方药分类管理制度；负责制定中药、民族药监督管理规范并组织实施；监督管理药品、医疗器械质量安全
国家发展与改革委员会	负责对医药行业的发展规划、技改投资项目立项、医药企业的经济运行状况进行宏观指导和管理，对药品的价格进行监督管理，负责制订列入医保目录的甲类药品与具有垄断性的药品的统一全国零售价格
人力资源和社会保障部	拟定医疗保险的规则和政策，编制《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》

资料来源：公开资料

注：中国医药商业协会和中国医药企业管理协会是全国医药商业自律组织。

2、“两票制”

“两票制”是指药品生产企业到流通企业开一次发票，流通企业到医疗机构开一次发票¹。药品生产、流通企业要按照公平、合法和诚实信用原则合理确定加价水平。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企业结算配送费用。

可视为生产企业情况如下：1、药品生产企业设立的仅销售本公司（集团）药品的经营企业；2、境内外药品国内总代理（仅限一家国内总代理），安徽、河北、陕西、青海只限于进口药品国内总代理（仅限一家国内总代理）；3、药品上市许可持有人委托药品生产企业或经营代为销售药品的。经营企业如需委托其他营企业进行配送的，必须提供药品调货单，相互之间不得发生购销行为。

（1）两票制行业政策

2009年1月17日，卫生部、发改委、药监局等六部委发布《关于进一步规范医疗机构药品集中采购工作的意见》（以下简称“意见”），其中关于“减少药品流通环节”中指出：“药品集中采购由批发企业投标改为药品生产企业直接投标。由生产企业或委托具有现代物流能力大的药品经营企业向医疗机构直接配送，原则上只允许委托一次。如被委托企业无法向医疗机构直接配送时，经省级药品集中采购管理部门批准，可委托其他企业配送”意见的发布使得改革医药流通行业在国家政策层面有了支持。2016年4月26日，国务院办公厅发布《国务院办公厅关于印发深化医药卫生体制改 2016 年重点工作任务的通知》，明确要求医改试点省份要在全 国范围内推广“两票制”，“两票制”改革开始提速。2017年1月11日，国务院、卫计委等八个部门联合发布《关于在公立医疗机构药品采购中推行两票制的实施意见（试行）》，明确规定“公立医疗机构药品采购中要逐步实行‘两

¹药品流通集团型企业内部向全资（控股）子公司或全资（控股）子公司之间调拨药品可不视为一票，但最多允许开一次发票。为特别偏远、交通不便的乡（镇）、村医疗卫生机构配送药品，允许药品流通企业在“两票制”基础上再开一次药品购销发票，以保障基层药品的有效供应。

票制’，鼓励其他医疗机构药品采购中推行‘两票制’。综合医改试点省（区、市）和公立医院改革试点城市要率先推行‘两票制’，鼓励其他地区执行‘两票制’，争取到2018年在全国全面推开”，标志着“两票制”正式落地。

图7 多票制流程图



图片来源：公开资料

“多票制”

在实施“两票制”改革之前，医药流通行业普遍实施“多票制”。“多票制”主要指一些医药生产企业故意压低药品出厂的发票价格，俗称“低开”，通过过票公司出具高价的税票（“高开”）后流入终端市场（由于税率不同，过票公司通过高开税票偷税获得的利润与上下游厂家分利）。由于中间代理商（主要指医药流通企业）众多，层层加价盘剥，每一个经销环节都会开具一次发票，故称为“多票制”。药品生产企业普遍采用“底价招商”模式（目前80%以上的国内厂家采用低开票）。简单来说，多票制的实施中，药品生产企业与代理商合作模式：药品生产企业只负责生产（药品生产企业一般都是先款后货，需要代理商垫资），渠道建设和终端销售由医药商业公司完成，代理商收入来源自销售价和底价之间的差额。很多药品生产企业由于自身规模和资金实力有限，不具有销售渠道的建设能力及下游终端客户资源的控制力，无法承担较大的管理、财务成本，所以很多都采取底价招商模式。

“两票制”

图 8 两票制流程图



图片来源：公开资料

两票制实施后，医药流通的中间环节减少，整个环节只能开具两次发票，药品价格透明化，过票公司无生存空间（两票制+营改增等政策的综合实施，使得商业公司过票不再具有税收优势，各环节加价都会缴纳增值税），同时药品流通企业之间的调拨业务也将大幅减少。以前作为行业主流的“底价招商”模式逐步被淘汰，“佣金招商”模式将成为主流（短期内，很多制药企业无法使用底价招商模式，但是又无法自建销售网络，于是采取佣金代理模式以应对政策变化），佣金招商模式简单来讲就是药品生产企业向医药流通企业（代理商）支付销售提成佣金的形式与之合作。由于需要向代理商支付相关“佣金”，药品生产企业需要高开发票，高开票与底价之间的差额部分一部分用于缴纳税费，一部分返还给代理商，成为代理商的利润和运作成本，返还部分就是“佣金”。在“高开”模式下，药品生产企业掌握了代理商的利润，将拥有较强的话语权和销售渠道的控制权，药品生产企业和代理商的合作也将更加紧密（比如，新的合作模式下，药品生产企业和代理商需要就药价的市场信息、物流信息和资金等进行统一管理，以满足双方利益）。

表 5 两票制行业政策梳理

发布时间	部门	相关政策	政策描述
2009年1月17日	卫生计生委	《关于进一步规范医疗机构药品集中采购工作的意见》	药品集中采购由批发企业投标改为药品生产企业直接投标。由生产企业或委托具有现代物流能力大的药品经营企业向医疗机构直接配送，原则上只允许委托一次。如被委托企业无法向医疗机构直接配送时，经省级药品集中采购管理部门批准，可委托其他企业配送。

2014年6月25日	福建省药品集中采购领导小组	《福建省2014年医疗机构药品集中采购实施意见》	取消分片区配送模式，实行全省统一配送。严格实行“两票制”政策。
2015年2月28日	国务院办公厅	《关于完善公立医院药品集中采购工作的指导意见》	鼓励医院与药品生产企业直接结算药品货款、药品生产企业与配送企业结算配送费用。
2016年4月26日	国务院办公厅	《国务院办公厅关于印发深化医药卫生体制改革2016年重点工作任务的通知》	优化药品购销秩序，压缩流通环节，综合医改试点省份要在全省范围内推行“两票制”，积极鼓励公立医院综合改革试点城市推行“两票制”，鼓励医院与药品生产企业直接结算药品货款、药品生产企业与配送企业结算配送费用，压缩中间环节，降低虚高价格。
2016年5月12日	卫生计生委	《关于确定第四批公立医院改革国家联系试点城市及有关工作的通知》	公立医院改革试点城市在药品流通领域推行“两票制”。
2016年6月24日	卫生计生委	《关于印发2016年纠正医药购销和医疗服务中不正之风专项治理工作要点的通知》	在综合医改试点省和城市公立医院综合改革试点地区的药品、耗材采购中实行“两票制”。
2016年9月18日	卫生计生委	《关于做好2016年县级公立医院综合改革工作的通知》	在公立医院药品采购中执行“两票制”，开展高值医用耗材集中采购。
2016年11月8日	中央办公厅、国务院办公厅转发	《国务院深化医药卫生体制改革领导小组关于进一步推广深化医药卫生体制改革经验的若干意见》	逐步推行公立医疗机构药品采购“两票制”，鼓励其他医疗机构推行“两票制”。
2016年12月27日	国务院	《“十三五”深化医药卫生体制改革规划》	实施药品采购“两票制”改革。
2017年1月11日	国家卫计委	《关于在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见（试行）》	公立医疗机构药品采购中要逐步实行“两票制”，鼓励其他医疗机构药品采购中推行“两票制”。
2017年2月9日	国务院	《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》	推行药品购销“两票制”：综合医改试点省（区、市）和公立医院改革试点城市要率先推行“两票制”，鼓励其他地区执行“两票制”，争取到2018年在全国全面推开。

资料来源：公开资料、东兴证券研究所

表6 截至2017年11月底各省两票制执行进度

时间	省份	时间	省份
2012年7月1日	福建	2017年6月1日	辽宁
2016年11月1日	安徽	2017年6月19日	湖北
2016年12月15日	青海	2017年6月28日	天津
2016年12月31日	重庆	2017年6月30日	吉林、甘肃、上海
2017年1月1日	陕西、宁夏	2017年7月1日	内蒙古
2017年4月1日	湖南	2017年7月13日	广东

2017年4月6日	四川	2017年8月1日	浙江
2017年4月14日	江西	2017年9月1日	广西
2017年4月25日	黑龙江	2017年10月1日	云南
2017年5月1日	海南、山西	2017年10月30日	北京
2017年5月3日	贵州	2017年11月1日	山东
2017年5月23日	河北	--	--
合计	--	--	27

资料来源：公开资料

截至 2017 年 11 月底，全国共有合计 27 个省份开始执行两票制。随着两票制相关政策逐步颁布，从 2017 年开始，两票制在全国各省的落地开始加速，2017 年 12 月 30 日预计还有江苏、河南和西藏正式实施两票制，2017 年预计有 26 个省份开始执行两票制，2017 年可称为两票制全国落地元年。

(2) “两票制”的实施作用

行业将被重塑，集中度进一步提升

两票制实施以后，作为上游的药品生产企业，财务成本和管理成本都会增加，在选择医药流通企业作为合作商时，除了考虑成本外，还要考虑流通企业自身渠道建设情况及经营资质（中国采取药品经营准入制度，除了《药品经营许可证》之外，还需要经营药品流通的企业获得 GSP 认证，新版的 GSP 于 2015 年 6 月正式实施，对于药品零售企业的信息化仓储、冷链管理、设备验证、执业药师配备等各方面提出了更为严格的要求）。缺乏资质和销售渠道的流通企业将被淘汰，其他具有一定销售渠道和终端客户资源的企业将被全国性和地方性的大型流通企业兼并收购，整个行业的集中度将进一步提高。中期来看，药品流通行业整合大潮即将来临，龙头企业将持续受益。长期来看，药品流通行业将形成以全国性和区域性龙头为主的竞争格局。2017 年 11 月 15 日，上海医药发出公告，拟以 5.57 亿美元现金收购康德乐集团旗下全资子公司康德乐马来西亚 100% 股权，康德乐马来西亚主要子公司康德乐中国在中国医药流通领域规模领先，其分销业务规模位居全国第八，此次收购将进一步扩大上海医药在医药流通领域的规模并提升其在进口产品代理和国际供应链管理方面的优势。

药品流通更加透明化

两票制的实施，由于缺少中间的多层代理及过票公司，药品流通过程中发票、药品是一体化管理，加价更加透明化，药品价格和制造企业信息有源可查，劣质、假冒药品更加难以生存，有利于药品质量的提升。

调拨业务将大幅下降

根据两票制的规定，医药流通企业之间的调拨在中标企业为进口品种总代理的情况下才能算作生产企业，药品流通集团内部之间的调拨不可视为一票，上述措施将使得调拨业务出现大幅下降。随着两票制在全国各省持续落地，医药流通企业调拨业务短期内将产生较大影响，拖累其在医药流通业务的收入增速，但调拨业务属于低毛利率业务，对医药流通企业整体利润影响有限，且未来会促使医药流通企业加大高毛利的纯销业务比重。受调拨业务收入增速下降影响，如上海医药和华东医药 2017 年前三季度商业板块收入增速同比均出现一定程度下滑。

行业内大型流通企业呈现出“强者恒强”的趋势

由于中小型医药流通企业不适应新的政策，绝大部分企业尤其是没有渠道及物流配送的将被淘汰，大型医药流通企业迎来扩张窗口期，通过不断兼并收购，大型医药流通企业通过规模化效应可以有效降低成本，增强自身竞争力。

CSO 增长迎来爆发

CSO（Contract Sales Organization）中文简称销售外包组织，是指受药品生产企业委托，承担药品销售推广工作的专门组织。由于两票制和营改增的实施，很多中间代理商将无法生存，但是药品生产企业依旧需要拥有完整的渠道和终端医疗资源的组织帮助制药企业进行药品的推广和销售，之前作为药品流通环节的中间代理商或者医药代表等就可以选择成立正规公司，为上游制药提供销售服务，以收取佣金作为收入。

表 7 药品流通行业其他政策梳理

发布时间	相关政策	政策描述
2011 年 5 月	《全国药品流通行业发展规划纲要（2011-2015）》	明确对大型医药流通企业的支持政策：到 2015 年，形成 1~3 家年销售额千亿元的全国性大型医药商业集团，20 家年销售额过百亿元的区域性医药流通企业。
2013 年 6 月	新版《药品经营质量管理规范》（新版 GSP）	新版 GSP 对行业内企业药品的采购、验收、配送等环节做出了更高要求的规定
2015 年 4 月	《互联网食品药品经营监督管理办法（征求意见稿）》	对信息服务备案、互联网食品药品经营者、第三方交易平台经营者等给出经营要求和监督管理规范。
2015 年 5 月	《关于印发推进药品价格改革意见的通知》	2015 年 6 月 1 日起取消绝大部分药品政府定价，完善药品采购机制，发挥医保控费作用，药品实际交易价格主要由市场竞争形成。
2016 年 4 月	《关于进一步规范完善食品药品追溯体系的意见（征求意见稿）》	建立食品药品追溯体系的责任主体是企业，并要求企业对 2013 年 7 月 1 日以来的经营行为进行追溯自查。
2016 年 7 月	《关于修改〈药品经营质量管理规范〉的决定》（即 2016 年新版 GSP）	要求生产经营企业运用信息技术建立食品药品追溯体系。

资料来源：根据公开资料整理

总体看，“两票制”的实施将会规范医药流通市场，减少药品流通环节，促进医药流通行业内的兼并重组，行业集中度将快速提高。

五、行业关注

（1）行业集中度较低，行业竞争激烈

目前，全国药品批发企业约 1.3 万家，药品零售连锁企业 5600 多家，行业存在企业众多、地域分散、市场竞争激烈等特点。近几年随着药品降价、药品招标采购和新版 GSP 管理办法等政策的出台，企业利润空间被压缩，竞争加剧，规模小且管理水平和经营效率低下的企业将被吸收合并，行业整体集中度将持续提升。目前，美国三大医药批发巨头合计占市场 96% 份额，中国仍与发达国家依然有较大差距。

（2）盈利模式单一

现阶段，国内的药品流通企业主要盈利来自购销差价及返利，整个产业链中，药品流通企业的基本生产活动创造的价值相对较低，虽然目前国内已经形成几家全国性

的医药流通巨头，但均是短期内兼并重组带来规模的快速增长，合并后普遍存在经营管理效率较低的问题。

(3) 应收账款规模较大

医药流通企业下游基本为医院，账龄一般较长，虽然下游医院客户偿债能力较强，但较大规模的应收账款对资金形成占用，企业面临一定的资金压力和回款风险。

六、行业发展

随着两票制和营改增等政策的相继出台，医药流通行业整体格局将被重塑，行业并购重组开始加速，在此过程中，大型医药流通企业由于具有一定的经营规模、品种资源、成本控制、物流和行业供应链整合能力等优势，未来将在市场竞争中处于有利地位。此外，批零业务一体化，延伸产业链，开发新兴业务模式及提高对终端医院的综合服务能力将成为医药流通企业的主要发展方向。

(1) 批零业务一体化趋势

随着新医改政策的密集发布及《规划》的引领下，医药流通行业面临新模式、新业态、新技术的调整，随着竞争越加激烈，医药流通企业开始寻求扩大自身规模，整合医药批发和零售业务以提高行业话语权，通过规模优势降低成本以提高自身竞争力等方式抵御政策风险，尤其是上市企业可以借助资本力量实现快速扩张，在竞争中优势更加明显。2015年国药控股下属上市公司国药一致将旗下医药制造板块置出，并注入全国性的医药零售资产（注入的国大药房是全国性药品零售巨头），交易完成后，国药一致在原医药分销的基础上加入医药零售业务，将聚焦医药商业，其中国大药房也实现了与资本市场的对接，国药一致的综合竞争实力得到有效提升。

(2) 医药流通企业开始向上游产业链延伸

医药流通企业自身业务规模虽然较大，但是盈利能力较弱，通过收购上游药品生

产企业一方面可以保证采购渠道的稳定，降低采购成本，同时也可以增加公司整体的经营业绩。如上海医药 2012 年以来先后并购了平原制药厂及东英药业，并对医药工业业务进行整合；九州通 2014 年收购山东博山制药，之后组建北京京丰制造业等。

（3）创新模式的不断涌现

随着外部政策环境的进一步收紧，行业利润率持续下降的趋势下，企业需要寻求多元化发展和新的业务模式来抵御行业风险。取消药品加成及增加药事服务费等政策的颁布，药品销售利润在医院整体利润中占比开始下滑，医院有动力将医药销售业务进行托管。医药流通企业除了可以和医院进行药房托管方面的尝试，还可以为医院提供专业化的后勤服务包括目前流行的 PBM（药品福利管理合作项目）和 GPO（集团采购合作项目）、医院信息化管理等业务模式，从而使医药流通企业从单纯的药品供应商转型为医院综合服务商。如嘉事堂药业开展的 GPO “首钢模式”等。此外，药品零售企业纷纷围绕大健康产业发展方向拓展增值服务，部分企业以网上药房、中医馆、药（美）妆店、品牌专卖店、DTP 药房、药店联盟等多种形式，推动行业创新发展等。

七、医药流通行业发债企业信用分析

1、发债企业分析

截至 2017 年 8 月底，在中国境内债券市场公开发行债券的医药流通企业主要为 4 家全国性龙头企业及其子公司，以及部分区域性龙头企业。所发行债券处于存续期内的发行主体合计 14 家，其中医药批发企业 12 家。

（1）从级别分布来看，主体长期信用等级为 AAA 的企业有 6 家，其中中国医药集团、华润医药控股和上海医药（上海上实的医药流通经营主体）为 3 家全国性的医药流通企业，上述企业均为中央企业和国有企业，拥有广阔的分销渠道和上下游资源，销售终端为医院，经过多年的兼并、收购成长为全国性医药流通巨头。南京新工是地方国企，已发展成为区域性流通龙头；国药控股是中国医药集团总公司旗下医药流通

板块主要运营主体，目前已建立了中国最大的、直达终端的药品分销、零售连锁和物流配送网络。

主体长期信用等级为 AA+ 的企业共 3 家，3 家企业均为民营企业，其中九州通属于全国性流通龙头，是目前中国最大的民营医药流通企业，其开创的“九州通模式”，以下游分销商、药店、民营医院和诊所等市场作为主要销售对象，通过满足客户多批次、多品规、小批量、物流量大的要求，实现终端客户服务范围的大幅增加，已经成为九州通的核心竞争力；华东医药是浙江省内医药流通龙头，其多年来深耕浙江市场，上游供应商和下游医院关系维护能力在浙江省内具有较大优势；瑞康医药是以山东省为主的区域性医药流通龙头，已经由单一的药品配送业务，逐步转型成包含医疗器械供应链服务、医疗后勤服务、移动医疗信息化服务、第三方物流等模式的全国综合性医疗服务商，上述新增业务为瑞康医药带来新的业绩增长点。主体长期信用等级为 AA 的企业共 5 家，其中老百姓大药房和一心堂均为中国知名医药零售连锁企业，老百姓大药房市场网络主要集中在华中、华东和西北地区，目前共有 1800 多家门店，一心堂市场布局以云南省为基地，通过兼并、收购逐年向全国其他区域扩张，目前合计有 4200 多家门店，其中超过 60% 的门店集中在云南省内。南京医药股份有限公司（以下简称“南京医药”）和深圳市海王生物工程股份有限公司（以下简称“海王生物”）作为区域性流通企业，其中南京医药业务主要覆盖江苏、安徽和福建等地，海王生物业务主要覆盖山东、湖北、河南等地区。北京纳通科技集团有限公司（以下简称“纳通科技”）主营业务为医疗器械的代理和配送，主要业务覆盖一线城市及沿海发达的二、三线城市。

表 8 截至 2017 年 8 月底医药流通发债企业基本情况

企业名称	主体级别	企业性质	主要经营模式	主要销售区域	是否上市
中国医药集团总公司	AAA	中央国有企业	医药批发	全国范围	否
上海上实集团有限公司	AAA	地方国有企业	医药批发	全国范围	否
国药控股股份有限公司	AAA	中央国有企业	医药批发	全国范围	是（香港）
华润医药控股有限公司	AAA	中央国有企业	医药批发	全国范围	否
南京新工投资集团有限责任公司	AAA	地方国有企业	医药批发	苏皖闽云鄂川六省	否
上海医药集团股份有限公司	AAA	地方国有企业	医药批发	全国范围	是
九州通医药集团股份有限公司	AA+	民营企业	医药批发	全国范围	是

华东医药股份有限公司	AA+	民营企业	医药批发	浙江省	是
瑞康医药股份有限公司	AA+	民营企业	医药批发	山东省	是
南京医药股份有限公司	AA	地方国有企业	医药批发	江苏、安徽和福建	是
深圳市海王生物工程股份有限公司	AA	民营企业	医药批发	山东、湖北、河南	是
云南鸿翔一心堂药业(集团)股份有限公司	AA	民营企业	医药零售	云南省	是
老百姓大药房连锁股份有限公司	AA	民营企业	医药零售	华中、华东和西北地区	是
北京纳通科技集团有限公司	AA	民企企业	医药批发	北京、上海等一线城市、东部沿海经济发达地区的二三线城市及部分西部地区省会城市	否

资料来源：公开资料

注：上海医药是上海上实医药流通板块主要经营主体；国药控股是中国医药集团医药流通板块主要经营主体。

(2) 从经营指标来看，医药流通企业资产周转速度普遍高于其他行业，其中批发企业存货周转速度普遍高于医药零售企业，2016年，12家医药批发企业的存货周转次数中位数为7.76次，而2家医药零售企业的存货周转次数中位数为3.39次。医药零售企业存货周转次数明显小于医药批发企业，主要系医药批发企业较医药零售企业相比，采购和销售的规模普遍较大，采购和营销网络覆盖比较全面，且普遍具有更加高效及现代化的物流配送体系，由于批发企业所处的产业链的环节附加值较低，企业盈利能力普遍较低，只有不断扩大销售规模，提高经营效率，才能实现盈利。

相反，医药零售企业应收账款周转速度大幅高于医药批发企业，2家主体的应收账款周转次数中位数为14.68次，大幅高于医药批发企业中位数4.46次，主要系医药批发企业下游主要是医疗机构，在中国目前的医疗体制下，医疗机构等终端长期处于强势地位，对医药批发企业占款时间较长，使得企业应收账款的回款周期较长；而医药零售企业下游客户主要为终端消费者，主要的销售方式为现金销售、银行卡销售、医保销售等，其中现金销售和银行卡销售无账期，医保销售账期较短。

表9 流通企业存续主体经营指标（单位：次数、%）

企业名称	主体级别	存货周转次数	应收账款周次数	流动资产周转率	总资产周转率
中国医药集团总公司	AAA	7.77	4.71	1.85	1.31
上海上实集团有限公司	AAA	5.05	4.71	1.53	0.97
国药控股股份有限公司	AAA	10.00	4.38	2.08	1.75
华润医药控股有限公司	AAA	7.74	3.96	1.79	1.24
南京新工投资集团有限责任公司	AAA	8.13	4.53	1.12	0.55
上海医药集团股份有限公司	AAA	6.76	4.69	2.08	1.54
九州通医药集团股份有限公司	AA+	6.21	7.30	2.07	1.73

华东医药股份有限公司	AA+	6.98	6.26	2.46	1.96
瑞康医药股份有限公司	AA+	9.64	2.55	1.54	1.27
南京医药股份有限公司	AA	10.80	4.28	2.25	2.01
深圳市海王生物工程股份有限公司	AA	9.08	2.16	1.07	0.92
北京纳通科技集团有限公司	AA	1.93	2.49	1.14	0.73
中位数	--	7.76	4.46	1.82	1.29
云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司	AA	3.06	17.14	1.69	1.23
老百姓大药房连锁股份有限公司	AA	3.71	12.22	2.31	1.40
中位数	--	3.39	14.68	2.00	1.32

资料来源：wind 资讯

注：财务数据均采用发行人 2016 年年报

表 10 不同级别医药流通企业财务指标中位数（单位：亿元、%）

	资产总额	所有者权益	营业收入	利润总额	营业利润率	资产负债率
AAA	1217.25	407.99	1280.50	63.43	11.10	60.16
AA+	156.57	76.42	253.80	11.06	15.31	52.08
AA	68.66	30.69	62.49	4.23	35.08	60.38

资料来源：wind 资讯

（3）从发债企业各级别序列的财务指标中位数来看，不同信用等级的发行人资产规模、收入规模和利润总额均有非常显著的差别，且随着信用等级的上升，整体的财务指标也随之向好。但从营业利润率的中位数来看，与级别序列呈反相关，表现为 AA>AA+>AAA，AA+企业中华东医药毛利率较高的医药工业业务占比较大，瑞康医药的医疗器械流通业务（毛利率比纯药品流通高）规模较大，使得 AA+企业营业利润率偏高。AA 企业中老百姓大药房和一心堂主营医药零售，纳通科技主营医疗器械流通，上述业务毛利率普遍高于纯药品流通业务。从资产负债率的中位数来看，AA+企业资产负债率最低，主要系华东医药和瑞康医药整体负债率低于行业平均水平所致。

表 11 发行人按企业性质划分的财务指标中位数情况

2016 年	总资产 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率 (%)	全部债务资本化比率 (%)	营业收入(亿 元)	利润总额 (亿元)	净资产收益率 (%)	流动比率 (%)
国有企业	1124.56	368.34	63.85	41.14	1226.57	57.42	10.40	135.18
民营企业	144.56	58.78	58.46	39.62	136.06	8.55	14.15	157.59
2015 年	总资产 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率 (%)	全部债务资本化比率 (%)	营业收入(亿 元)	利润总额 (亿元)	净资产收益率 (%)	流动比率 (%)

国有企业	1032.15	338.08	62.86	39.43	1094.86	48.58	9.95	131.62
民营企业	88.62	31.95	61.58	40.13	97.50	6.29	15.24	136.56
变动率	总资产	所有者权益	资产负债率	全部债务资本化比率	营业收入	利润总额	净资产收益率	流动比率
国有企业	8.95%	8.95%	0.99	1.71	12.03%	18.19%	0.45	3.56
民营企业	63.12%	83.97%	-3.12	-0.51	39.55%	35.88%	-1.09	21.03

资料来源：wind 资讯

注：财务数据均采用发行人 2015~2016 年年报。

(4) 从企业性质来看，发行人中国有企业和民营企业在资产规模、营业收入规模和利润总额等指标上有明显差距，由于历史原因使得国有企业拥有广阔的分销渠道、上下游资源和品牌价值。此外，药品作为关系消费者健康的特殊商品，在政策上受到严格管控，上述因素使得行业壁垒较高，普通企业难以进入。从债务负担来看，国有企业和民营企业的资产负债率均在 60% 上下，全部债务资本化比率在 40% 左右，符合行业特性。2016 年，两种类型企业的债务负担产生分化，国有企业资产负债率及全部债务资本化比率中位数分别为 63.85% 和 41.14%，分别同比上升 0.99 个百分点和上升 1.71 个百分点，而民营企业 2016 年上述两项指标中位数分别同比下降 3.12 个百分点和下降 0.51 个百分点，主要系 2016 年民营企业净利润累积较快以及部分民营企业实施定增使得所有者权益大幅增长。从盈利能力和经营效率来看，民营企业显著优于国有企业，主要系国有企业自身体量过于庞大，各项费用支出对利润侵蚀影响大，经营效率普遍较低，而民营企业正好相反。从财务指标的变动率来看，由于民营企业各项财务指标绝对值较小，因此增长普遍较快，随着新医改政策的逐步落实，资本市场融资渠道的拓宽，未来民营医药流通企业仍将保持较高的增长速度。从融资渠道来看，14 家发行人中，有 9 家为上市公司，剩余 5 家中中国医药集团、上海上实分别为国药控股和上海医药的控股股东；华润医药控股的控股股东华润医药集团有限公司为香港上市公司；南京新工为南京医药的控股股东，发行人融资渠道畅通。

(5) 从资产构成来看，医药流通发行人资产以流动资产为主，其中货币资金、应收账款、存货规模占比大。由于发行人收入中医院终端销售占比大，账期较长，导致相应的应收账款规模较大；整个医药流通行业对存货规模要求较高，随着销售网络

的不断扩大和收入规模的不断增长，存货也相应保持逐年增长的趋势；由于经营周转较快且存在下游长期占款问题，且部分结算方式以现金为主，故发行人货币资金规模较大。

表 12 医药流通企业存续主体 2016 年资产构成及债务情况（单位：亿元、%）

发行主体	主体级别	总资产	所有者权益	全部债务	资产负债率	全部债务资本化比率	流动比率
中国医药集团总公司	AAA	2555.14	923.62	645.64	63.85	41.14	136.89
上海上实集团有限公司	AAA	1309.94	581.62	297.31	55.60	33.83	135.18
国药控股股份有限公司	AAA	1575.49	447.64	439.93	71.59	49.57	132.67
华润医药控股有限公司	AAA	1124.56	360.28	318.20	67.96	46.90	113.41
南京新工投资集团有限责任公司	AAA	607.93	264.65	60.42	56.47	18.59	140.17
上海医药集团股份有限公司	AAA	827.43	368.34	161.62	55.48	30.50	146.59
九州通医药集团股份有限公司	AA+	387.29	120.10	155.66	68.99	56.45	127.33
华东医药股份有限公司	AA+	144.56	76.42	19.78	47.14	20.56	202.51
瑞康医药股份有限公司	AA+	156.57	75.03	25.73	52.08	25.54	157.59
南京医药股份有限公司	AA	139.62	30.69	23.61	78.02	43.48	115.96
深圳市海王生物工程股份有限公司	AA	166.61	58.78	50.45	64.72	46.19	134.80
云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司	AA	60.13	24.98	14.27	58.46	36.36	162.07
老百姓大药房连锁股份有限公司	AA	49.10	19.45	16.90	60.38	46.49	137.39
北京纳通科技集团有限公司	AA	68.66	39.07	25.64	43.10	39.62	282.32

资料来源：wind 资讯

注：财务数据均采用发行人 2016 年年报

表 13 医药流通企业存续主体 2015 年资产构成及债务情况（单位：亿元、%）

发行主体	主体级别	总资产	所有者权益	全部债务	资产负债率	全部债务资本化比率	流动比率
中国医药集团总公司	AAA	2282.86	847.81	551.91	62.86	39.43	125.65
上海上实集团有限公司	AAA	1229.05	546.28	304.81	55.55	35.81	131.62
国药控股股份有限公司	AAA	1381.07	409.20	361.10	70.37	46.81	122.91
华润医药控股有限公司	AAA	1032.15	304.00	296.17	70.55	49.35	176.80
南京新工投资集团有限责任公司	AAA	584.97	260.27	62.20	55.51	19.29	151.40
上海医药集团股份有限公司	AAA	743.44	338.08	145.35	54.52	30.07	188.56

九州通医药集团股份有限公司	AA ⁺	325.85	98.46	132.08	69.78	57.29	129.56
华东医药股份有限公司	AA ⁺	114.17	32.43	43.57	71.59	57.33	130.77
瑞康医药股份有限公司	AA ⁺	88.62	34.04	22.82	61.58	40.13	136.56
南京医药股份有限公司	AA	125.95	26.87	24.04	78.67	47.23	116.39
深圳市海王生物工程股份有限公司	AA	127.62	21.43	59.73	83.21	73.60	107.09
云南鸿翔一心堂药业(集团)股份有限公司	AA	41.86	22.73	11.29	45.70	33.19	158.04
老百姓大药房连锁股份有限公司	AA	38.01	22.92	4.52	36.69	16.46	155.99
北京纳通科技集团有限公司	AA	53.85	31.95	16.19	40.68	33.63	178.36

资料来源: wind 资讯

注: 财务数据均采用发行人 2015 年年报。

(6) 从债务负担来看, 2016 年发行人资产负债率及全部债务资本化比率中位数分别为 59.42% 和 40.38%, 分别同比下降 2.80 个百分点和上升 0.60 个百分点, 主要系净利润的持续累积及部分企业定增募集资金带动所有者权益上升所致; 近几年, 随着经营规模的不断扩大, 发行人对流动资金需求持续增长, 债务规模上升较快, 仍以短期债务为主, 债务期限结构有待优化, 面临一定集中偿付压力, 但整体债务负担适宜。

(7) 从盈利能力来看, 随着中国医药市场的扩容, 医药批发和医药零售业务均呈现出持续增长态势。从发债企业数据来看, 2016 年 14 家发行人营业收入及利润总额均快速增长, 营业利润率中位数同比上升 1.17 个百分点。利润构成方面, 发行人主营业务盈利能力较强, 非经营性损益对利润总额贡献较小。从经营模式来看, 医药零售企业毛利率大幅高于医药批发企业, 主要系医药零售企业可以通过提供服务来提高产品附加值及品牌效应等方面来提升盈利能力, 医药批发毛利率普遍偏低。

表 14 医药流通企业存续主体 2016 年盈利情况 (单位: 亿元、%)

发行主体	主体级别	营业总收入	毛利率	利润总额	非经营性损益	营业利润率	净资产收益率	经营性净现金流
中国医药集团总公司	AAA	3176.16	10.92	135.73	25.62	10.69	11.41	141.16
上海上实集团有限公司	AAA	1226.57	12.40	57.42	29.04	12.07	8.37	-16.31
国药控股股份有限公司	AAA	2583.88	8.00	89.08	9.69	7.88	15.34	92.58
华润医药控股有限公司	AAA	1334.44	15.71	69.45	8.57	15.31	14.98	32.14
南京新工投资集团有限责任公司	AAA	326.65	9.22	12.44	12.84	8.91	3.92	7.08

上海医药集团股份有限公司	AAA	1207.65	11.79	46.39	16.16	11.51	10.40	19.47
九州通医药集团股份有限公司	AA+	615.57	7.84	11.06	1.10	7.63	7.53	4.31
华东医药股份有限公司	AA+	253.80	24.27	18.82	0.73	23.76	20.09	13.47
瑞康医药股份有限公司	AA+	156.19	15.67	8.78	0.25	15.31	9.00	-17.53
南京医药股份有限公司	AA	267.21	5.88	3.40	0.03	5.75	7.77	-2.41
深圳市海王生物工程股份有限公司	AA	136.06	14.87	6.54	0.24	14.52	8.49	-14.97
云南鸿翔一心堂药业(集团)股份有限公司	AA	62.49	41.28	4.09	0.24	40.63	14.15	1.93
老百姓大药房连锁股份有限公司	AA	60.94	36.06	4.23	0.26	35.39	17.58	3.13
北京纳通科技集团有限公司	AA	44.36	35.83	8.55	0.04	35.08	18.27	1.09

资料来源: wind 资讯

注: 1、上海医药集团股份有限公司母公司是上海上实集团有限公司, 也是其医药板块经营主体, 医药流通收入一致; 2、财务数据均采用发行人 2016 年年报。

表 15 医药流通企业存续主体 2015 年盈利情况 (单位: 亿元、%)

发行主体	主体级别	营业总收入	毛利率	利润总额	非经营性损益	营业利润率	净资产收益率	经营性净现金流
中国医药集团总公司	AAA	2785.56	10.83	110.79	15.30	10.62	10.09	197.88
上海上实集团有限公司	AAA	1094.56	13.05	48.58	24.92	12.38	6.78	9.24
国药控股股份有限公司	AAA	2270.69	8.26	74.09	5.46	8.11	13.93	135.60
华润医药控股有限公司	AAA	1171.18	16.19	70.25	14.25	15.82	17.96	49.73
南京新工投资集团有限责任公司	AAA	303.44	9.41	12.53	13.90	9.12	3.90	49.96
上海医药集团股份有限公司	AAA	1055.17	12.13	41.72	12.48	11.88	9.95	13.49
九州通医药集团股份有限公司	AA+	495.89	7.57	9.56	1.62	7.42	7.15	4.36
华东医药股份有限公司	AA+	217.27	23.98	14.20	0.72	23.50	35.52	6.59
瑞康医药股份有限公司	AA+	97.50	10.97	3.18	0.12	10.82	7.14	-4.66
南京医药股份有限公司	AA	248.13	5.92	2.71	0.52	5.80	7.17	-3.06
深圳市海王生物工程股份有限公司	AA	111.18	14.65	6.29	4.00	14.34	24.19	0.91
云南鸿翔一心堂药业(集团)股份有限公司	AA	53.21	41.92	3.90	0.24	41.42	15.24	1.86
老百姓大药房连锁股份有限公司	AA	45.68	37.22	3.58	0.14	36.54	12.12	2.57
北京纳通科技集团有限公司	AA	38.63	36.15	8.59	4.00	35.36	21.84	6.44

资料来源: wind 资讯

注: 1、上海医药集团股份有限公司母公司是上海上实集团有限公司, 也是其医药板块经营主体, 医药流通收入一致; 2、财务数据均采用发行人 2015 年年报。

(8) 从现金流来看, 发行人经营获现能力普遍较好, 随着发行人营收规模的不

断增长，经营性现金流入也实现快速增长，但是由于下游公立医院客户回款时间较长且部分客户经常年底进行结算，导致医药批发企业应收账款增幅较大且上半年经营获现能力普通低于下半年等现象，也对企业经营活动净现金流量的增长产生一定影响；医药零售企业由于直接面向下游终端客户，只有医保支付的部分存在一定账期且相对较短，所有医药零售企业整体获现能力要明显优于医药批发企业。其中华润医药控股、华东医药、深圳市海王生物毛利率高于医药批发企业平均毛利率主要系上述三家企业业务中高毛利的医药工业业务占比较高；纳通科技、瑞康医药的毛利率较高主要系两家企业中高毛利的医疗器械流通业务占比较大所致。

虽然发行人普遍存在短期债务占比较大的问题，但是现金流规模较大且应收账款和存货变现能力较好，上述流动资产对短期债务的覆盖能力较强。整体来看，医药流通发行人整体债务负担不大，虽短期偿债压力较大，但基于发行人自身良好的获现能力及资产变现能力，整体债务风险较低。

八、行业展望

2016年以来，医药流通行业整体延续之前的高景气度，行业继续高速增长。随着新医改政策的密集发布及外部环境竞争加剧，行业将呈现出强者恒强的态势，“两票制”的正式落地使得行业集中度加速上升，行业资源向龙头企业聚集，规模化效应逐渐显现。此外，新医改政策也将催生出新的经营模式，医药流通企业将以市场为导向，一方面积极寻找新的盈利点，另一方面不断优化现有的经营模式，协调上下游资源来提升竞争力。未来，医药流通行业发展态势继续向好，产业结构持续优化。2016年医药流通行业发债数量和发行规模达到新高，发行主体营业收入和利润规模均实现快速增长，资产负债率较为合理，行业整体信用风险较低。联合资信对医药流通行业的评级展望为稳定。