

联合 研究报告

2014.10.30

医药流通行业研究报告



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

医药流通行业研究报告

报告编号:

概要

时间: 2014 年 10 月 30 日

分析师:

荣 毅

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址:

北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

www.lhratings.com

经过多年的发展,中国医药流通行业规模不断增加,经过行业内大量兼并重组交易后,中国医药流通市场逐渐形成 4 家全国性医药巨头激烈竞争、区域性医药流通企业地方割据的态势。药品流通行业“十二五”规划鼓励行业兼并重组,指出到 2015 年前,全国要“形成 1~3 家年销售额过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药品流通企业。”

随着中国卫生资源持续增加,人口总量、城镇化人口数量和老龄人口数量不断上升,人均 GDP 和可支配收入不断增长,医药卫生体制改革不断深入,中国医药市场需求逐步发展壮大。受此影响,中国医药流通行业销售额延续 2006 年以来的高速增长趋势,行业景气度高企,行业毛利及费用率逐步向国际水平靠拢。2011 年以来,医改政策密集推出并逐步向纵深推进,各优势企业加强信息化和物流建设,探索运营模式创新和产业链价值拓展的新形式。受药品降价、货款回收账期普遍较长、药品监管及招标采购政策调整等因素的影响,药品流通企业盈利空间受到压缩,债务规模持续扩大,短期偿债压力增加。但发债主体以优势企业为主,整体违约风险处于可控范围内。

短期看,各级政府将逐渐加大对医改的资金支持,政府投入加大将有效拉动未来医药医疗需求;中期看,新医改政策的集中实施将会对医药行业产生深远影响,医药市场持续扩容、行业资源向龙头企业聚拢以及行业集中度继续提高这三大政策效应将逐步显现。总体看,各项行业政策的出台和实施,将使医药流通企业在运作模式和价值创造方面面临重大调整,行业上下游资源将进一步向全国性 & 区域型企业集中,产业结构的调整优化将加快。

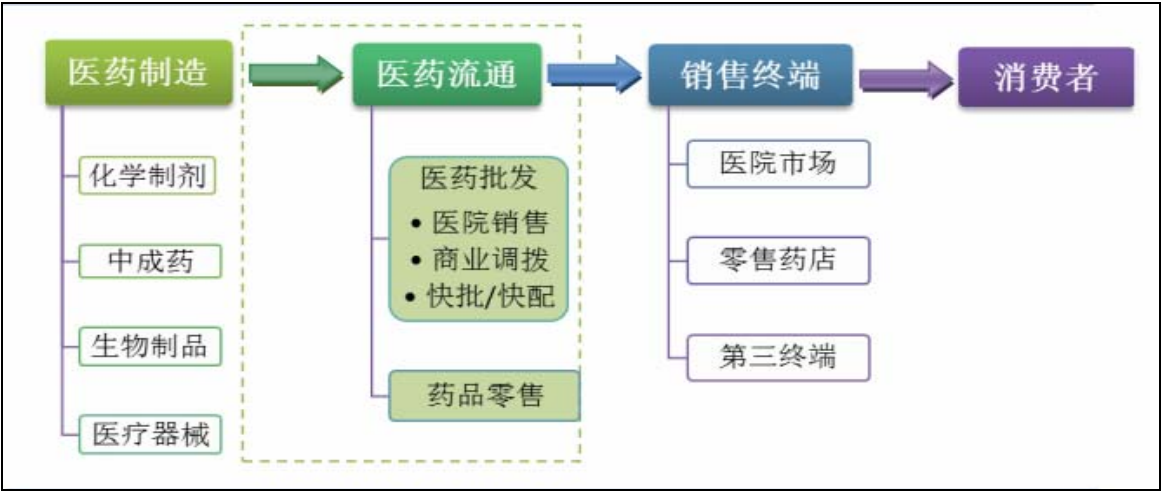
一、行业运行概况

（一）行业概述

医药（商业）流通是指医药产业中连接上游医药生产厂家和下游经销商或零售终端客户的一项经营活动，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。

医药流通企业的主要商业运营模式分为两大类——医药批发和商业零售；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。

图 1 医药产业运营模式



资料来源：联合资信整理

根据终端来分类，医药流通企业也可以分为批发（调拨）和纯销（包含对医疗终端、零售终端和居民的销售）两种。商务部统计数据是以此分类方法进行收集，因此本文以此分类为基准进行后续分析。

医药（商业）流通企业约有 3 种较为传统的盈利模式：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(部批发配送业务和几乎全部纯销配送业务)、配送费等。现阶段大部分的医药商业企业依靠这三种盈利模式,扮演“搬运工”的角色,并没有体现出医药商业企业的独特价值。一些大型医药商业企业(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、南京医药股份有限公司等)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。

(二) 上游供给——医药制造业

2010 年以来,随着基层医疗机构的发展,新兴农村合作医疗建设以及医改的深入,中国药品市场需求快速增长;国家食品药品监督管理局南方医药经济研究所(以下简称“南方所”)的数据显示,2010 年实现医药工业总产值 11933.82 亿,同比增长 27.07%,2011 年、2012 年中国医药产业呈现平稳快速增长的态势,分别实现产值 15707 亿元、18255 亿元,分别同比增长 28.5%、21.7%。国家统计局数据显示,2013 年,中国医药制造业实现主营业务收入 20592.93 亿元,同比增长 18.00%,利润总额 2071.67 亿元,同比增长 17.76%,增长速度虽较前两年有所回落,但仍保持较高水平。2014 年上半年,中国医药制造业实现主营业务收入 10797.40 亿元,同比增长 13.53%,利润总额 1056.19 亿元,同比增长 14.88%,总体保持了稳定增长的发展趋势。总体看,中国医药行业规模增长迅速,随着医疗改革体系逐渐成熟,中国医疗产业的经济效益呈现较好的发展态势。

图 2 2001~2013 年中国医药行业效益情况

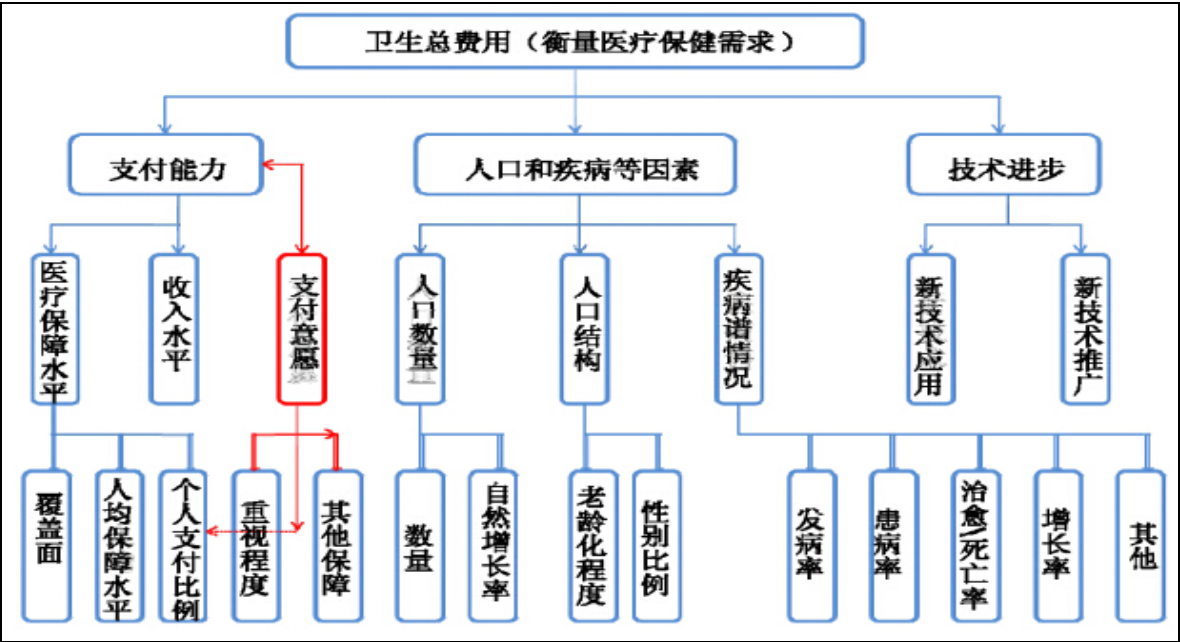


资料来源：Wind 资讯

（三）下游需求——终端需求

从宏观和微观两个方面考量，一个国家的药品市场需求主要取决于国家医疗卫生水平、国家人口情况（人口数量、结构、发病情况）、国家城镇化进程、个人收入以及支付能力情况等因素。

图 3 中国药品市场需求分析示意图



资料来源：金砖平台

根据南方所出具的中国医药市场发展蓝皮书,自 2000 年到 2012 年,中国卫生总费用从不足 5000 亿元增长到 2.78 万亿元,十二年内增长近 6 倍;人均卫生费用由 362 元/年增长到了 2056 元/年。截至 2013 年 11 月底,全国医疗卫生机构数达 96.2 万个,其中:医院 2.4 万个,基层医疗卫生机构 92.3 万个,专业公共卫生机构 1.2 万个,其他机构 0.2 万个;公立医院同比增加 48 个,民营医院同比增加 1516 个。2013 年 1-11 月,全国医疗卫生机构总诊疗人次达 64.1 亿人次,同比提高 8.2%。医院中:公立医院 21.7 亿人次,同比提高 8.9%;民营医院 2.4 亿人次,同比提高 15.6%。数据显示,中国卫生总费用、卫生机构数量、诊疗人次等主要卫生资源呈现持续增加态势。而且随着医改措施的落实,结构调整的步伐进一步加快,一方面资源配置向城乡基层医疗机构倾斜更加明显,城市和农村卫生服务体系的网点逐步完善;另一方面民营医疗机构增长速度明显加快。

根据国家统计局数据,自 2000 年以来,中国人口总量保持快速增长,截至 2013 年底为 13.61 亿人。在人口总数不断增加的同时,中国城镇化也在不断加快,截至 2013 年底,中国城镇人口 7.31 亿人,占比达到 53.73%(2000 年为 4.59 亿人,占比为 36.22%);中国人口老龄化趋势加剧,截至 2013 年底,中国 65 岁及以上人口 1.32 亿人,占比达到 9.7%(2000 年为 0.88 亿人,占比 7.0%)。据统计,城镇居民人均卫生费用支出约是农村居民的 3~4 倍,60 岁以上老人患病率更高、患病种类较多,治疗费用是全人口的 2.5 倍,因此中国城镇化进程加速发展、城镇人口数量的增加、人口老龄化加速会刺激城镇医药需求增长。

随着中国国民经济的发展,中国人均 GDP(2000 年为 949 美元,2013 年为 6629 美元)、人均可支配收入(2013 年为 1.83 万元)和城镇居民人均可支配收入(2000 年为 6280 元,2013 年为 26966 元)都在不断增加。由国际经验来看,当人均 GDP 继续增长至 15000 美元的时候,可以带动社会医药需求快速增长,中国医药市场还具有很大潜力。

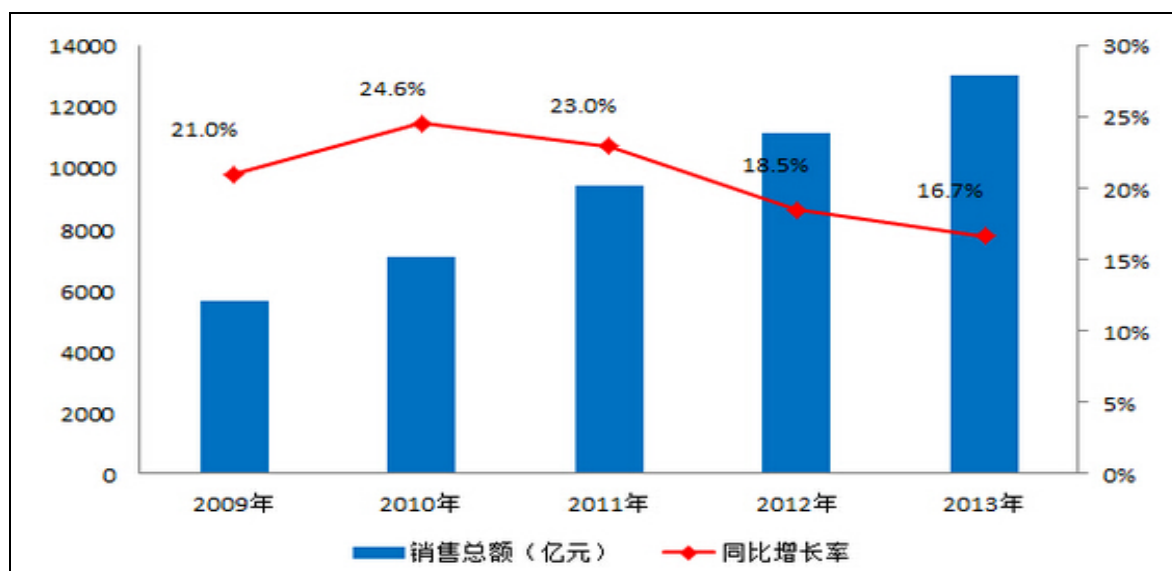
总体来看,中国卫生总费用、卫生机构数量、诊疗人次等主要卫生资源呈现持续增加态势,人口总量、城镇化人口数量和老龄人口数量不断增加,人均 GDP 和可支配收入不断上升,随着医药卫生体制改革的深入,中国医药市场将会进一步发展壮大。

(四) 行业运行情况

中国城镇化、人口老龄化的加剧和医药卫生体制改革的深入,释放了国内的医疗

需求，并带动了药品需求的增长。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 年和 2013 年行业销售额增速趋缓，增速分别为 18.5%和 16.7%，仍远高于中国 GDP 的增速。根据商务部发布的《2013 年药品流通行业运行统计分析报告》，2013 年，药品流通行业销售总额达 13036 亿元，同比增长 16.7%，仍维持较快增长，但增速有所回落（增幅较 2012 年回落 1.8 个百分点）；其中药品类 9623.03 亿元（占比 73.8%）、中成药类 1984.92 亿元（占比 15.2%）、中药材类 470.62 亿元（占比 3.6%）、医疗器械类 426.76 亿元（占比 3.3%）、化学试剂类占 1.2%、玻璃仪器类占 0.1%、其他类占 2.8%。药品零售市场销售总额 2607 亿元，扣除不可比因素同比增长 12%，增幅回落 4 个百分点。

图 4 2009~2013 年药品流通行业销售趋势



资料来源：商务部《2013 年药品流通行业运行统计分析报告》

从药品流通行业运行效益来看，2013 年，全国药品流通直报企业（968 家）主营业务收入 9873 亿元，同比增长 17%，增幅回落 3 个百分点；实现利润总额 202 亿元，同比增长 16%，增幅回落 0.5 个百分点。行业平均毛利率 6.7%，同比下降 0.2 个百分点；平均利润率 1.7%，同比下降 0.2 个百分点。自 21 世纪初，中国医药商业步入微利时代，2004 年出现行业利润率的最低点（0.55%），2007 年回升至 1%以上，2010 年和 2011 年达到高峰值 2.2%，之后又略有下降（2012 年为 1.9%）。近年来，受药品降价（2012 年国家发改委进行了两次较大规模的药品降价，平均降价幅度在 17%左右）、各级医院承付药品货款时间的周期较长（2013 年药品批发企业对公立医疗机构

全年应收账款周转天数为 123 天)、药品监管及招标采购政策调整等多重压力的影响,药品流通环节盈利空间受到压缩。依据国际惯例,医药商业毛利率在 4%时对应的利润率应约为 1%,因此中国医药商业毛利及费用率逐步向国际水平靠拢。

从经营模式来看,纯销业务因为配送费率较高,毛利率一般可以达到 6~8%,下游客户主要以医院客户为主,回款周期相对较长,一般在 3~6 个月以上;调拨业务毛利率相对纯销业务较低,一般在 4%以下,回款周期相对较短。2013 年,药品流通行业销售总额 13036 亿元中,对批发企业销售额占总量的 43.10%,纯销销售额占总量的 56.90%,批发和纯销的业务构成与 2011~2012 年情况基本持平。

从销售终端看,三大终端市场(医院终端、零售终端和第三终端——农村药品供应网点、社区卫生服务站和乡镇卫生院)中,医院终端居于主要地位,占据约 65%~75% 的市场份额;零售终端约占据 15%~20% 的市场份额;第三终端约占据 10%~15% 的市场份额。从 2003 年开始,中国药品医疗终端规模每年以超过 10% 的速度增长。2009 年至 2011 年在新医改推进的影响下,市场规模增长率均保持在 20% 以上。2011 年由于《抗菌药物临床应用分级管理办法(讨论稿)》的出台以及药品限价政策的加强,医疗终端市场规模增长速度开始放缓,2012 年增速降到 20% 以下,规模为 7287 亿元。2013 年,受药品降价、反商业贿赂和新版 GMP 等相关因素的影响,中国医疗终端规模继续保持增长的态势,但增速放缓,规模达到 8427 亿元,同比增长 15.64%。

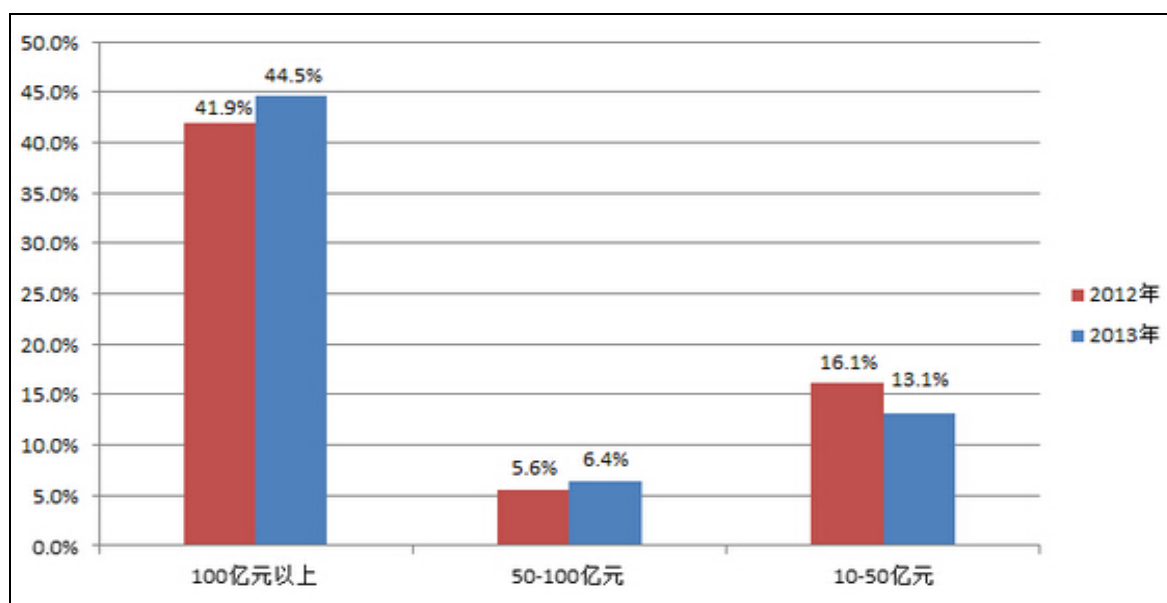
从配送结构来看,随着相关政府主管部门先后颁布医药物流的行业标准和新版 GSP,2013 年各药品流通企业继续加大在物流建设上的投入,加快发展现代物流和第三方物流业务。2013 年药品批发直报企业商品配送货值 8087 亿元,其中自有配送中心配送额占到 80.2%,非自有配送中心配送额占 19.8% (同比增加 1.6 个百分点);直报企业自有配送中心数量同比增长 8.4%,自有配送中心仓储面积同比增长 9.9%。一些最新物联网技术和高位货架、PTL (Picking to light-电子标签拣货系统)、自动分拣系统等高科技产品得到广泛应用。

从各主要区域市场来看,华东(39.2%)、华南(20.7%)和华北(18.7%)是最大的三个区域市场,与经济发达程度相适应,三个区域市场消费能力较强,高端医药消费集中,医药流通市场相对规范,医药终端回款天数相对较短。

从市场集中度来看,《2013 年药品流通行业运行统计分析报告》数据显示,截至 2012 年底,全国共有药品批发企业 1.63 万家;药品零售连锁企业 3107 家,下辖门店 15.26 万个;零售单体药店 27.11 万个;零售药店门店总数达 42.37 万个。据统计,

2013 年前 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 64.3%，比上年提高 0.3 个百分点。其中，前 3 位企业占 29.7%，比去年增长 0.9 个百分点。年度主营业务收入 100 亿元以上的药品企业有 12 家，比 2012 年增加 2 家；50 亿~100 亿元的有 11 家，比 2012 年增加 4 家；10 亿~50 亿元的有 75 家，比 2012 年增加 1 家。

图 5 不同规模药品批发企业主营业务收入占同期全国市场总规模情况



资料来源：商务部《2013 年药品流通行业运行统计分析报告》

整体看，经济总量和消费水平的提升、人口总量的增长和社会老龄化程度的提高，导致药品需求呈上升趋势，市场不断扩容；中国作为全球最大的新兴医药市场，随着国家新医改的持续推进和行业管理后续政策及标准的出台，药品流通行业有望得到快速有序的发展；行业经过近 20 年的扩容发展和内部激烈竞争，集中度有望提升，企业效率和竞争力将进一步增强。

二、行业竞争格局

医药（商业）流通行业作为服务性行业，上、下游客户众多，上游的医药生产企业在选择分销商时，十分关注其下游的客户资源，即销售到终端的渠道；而医院、药店、诊所等市场终端也希望与供应商资源雄厚的批发商合作，方便快捷及时获得低价药品。目前，中国各区域大多存在一个或数个医药商业流通龙头企业，这些企业经过多年经营，掌握了大量的上、下游资源，因此，行业壁垒较高。

商务部在 2011 年 5 月的《药品流通行业“十二五”规划》中指出，2015 年前，全国要“形成 1~3 家年销售额过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药品流通企业。”商务部按照规划，引导一般中小药品流通企业通过市场化途径并入大型药品流通企业，同时支持专业化和有特色的中小药品流通企业做精做专，满足多层次市场需求。现阶段医药流通行业的发展基调为“提高行业集中度”。

通过大量并购重组交易后，销售渠道遍布全国的医药巨头共有 4 家。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，销售规模连续数年在全国医药商业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”）依托其子公司华润医药商业集团在全国 30 个重点省市建立了销售网络，在 2013 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，覆盖约 20 个省市。这三家公司全部为集团公司，业务板块以医药制造和医药流通为主，同时涉及其他相关业务；其医药流通板块毛利率基本维持在 6.5%~7.4%，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（10.3%~17.2%）。九州通医药集团有限公司（以下简称“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，医药流通板块毛利率偏低（为 6.36%），整体营业利润率较低（为 6.52%）。

表 1 2013 年全国性医药流通企业财务数据汇总

	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 营业收入（亿元）	1849.47	728.99	680.10	329.05
医药流通板块毛利率	7.37%	6.50%	6.77%	6.36%
资产总额（亿元）	1683.34	796.72	563.12	185.96
营业收入（亿元）	2045.68	924.33	782.23	334.38
利润总额（亿元）	72.80	54.53	32.61	6.07
营业利润率	10.29%	17.17%	12.83%	6.52%

资料来源：联合资信根据 Wind 和公司年报整理

从物流配送方面来看，截至 2013 年底，中国医药集团已在北京、上海、广州及西安建立了 4 个枢纽级物流中心，对应子公司或在省会城市建立了省级物流中心 40 个，地市级物流网点 141 个，总网点数 185 个，总体面积超过 96 万平方米；物流中

心拥有较为先进的仓储条件，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；同时，中国医药集团还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。受益于与北药集团合并重组，华润医药的下属子公司——华润医药商业集团是北京市最大的医药流通企业，在北京拥有 3.7 万平方米的经营场所、超过 4 万平方米的医药物流配送中心，承担北京 13 个区县的基药配送，并参与外埠 150 个地/县级市的第三终端配送，在全国 30 个重点省市建立的销售网络。上海医药集团股份有限公司已形成以华东、华北、华南三大区域领先为核心的全国性分销网络，覆盖 12 个省市，运营 34 个物流中心；其新业务如高端药品直送业务（DTP）覆盖 20 个省市，共有 18 家 DTP 定点药房。九州通已在湖北、北京、上海、河南、新疆等地投资 22 个省级医药物流中心、31 家地级物流中心、约 400 个终端配送站，形成了覆盖中国大部分县级行政区域的物流配送网络。

区域性医药流通公司，如东北三省的哈药集团有限公司、北京市的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、上海市的第一医药股份有限公司、浙江省的英特集团股份有限公司和杭州华东医药集团公司、重庆市的重庆医药（集团）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，大多加快在本地布局，向基层延伸销售网络。

整体看，随着近 3 年来行业内兼并重组浪潮的推进，中国医药流通市场逐渐形成 4 家全国性医药巨头（3 大医药集团和 1 家民营企业）激烈竞争、区域性医药流通企业地方割据的态势。

三、行业政策及关注

（一）行业政策

2011~2013 年，新医改政策密集推出并逐步向纵深推进。总体看，医疗改革仍是主线，其推动的基本药物目录、全国医保目录，公立医院改革等政策，将促进医药需求量增长和支付制度的改进，基本药物目录品种放量增长、医药行业产业结构调整、医药行业“十二五”规划和公立医院改革将对医药行业产生结构性和全面的促进作用。医药流通方面，“十二五”规划纲要起到提领作用，在五个药品流通行业标准和《品

经营质量管理规范》的辅助下，提高行业集中度，调整行业结构，发展药品现代物流和经营方式，规范药品流通秩序，提升行业发展水平。

表 2 2011 年以来主要医药流通和医改新政策汇总

发布时间	国家部委	相关政策	政策描述	对行业的影响
2011 年 3 月	国家发改委	《关于调整部分抗微生物类和循环系统类药品最高零售价格的通知》	从 3 月 28 日起降低部分主要用于治疗感染和心血管疾病的抗生素和循环系统类药品最高零售价格，共涉及 162 个品种，近 1300 个剂型规格。调整后的价格比现行规定价格平均降低 21%。	缩小部分药品的最高零售价和招标价的差距，倒逼将来招标价格进一步下调。
2011 年 5 月	商务部	《全国药品流通行业发展规划纲要（2011-2015）》	明确了行业发展的“十二五”时期的总体目标，提出了四个方面的八大任务--提高行业集中度，调整行业结构；发展药品现代物流和经营方式，加强对外交流合作；规范药品流通秩序，加强行业信用建设；加强行业基础建设，提升行业发展水平。	有助于改善并逐步解决中国医药商业行业集中度低，现代医药物流发展相对滞后，管理水平、流通效率和物流成本与发达国家差距大等诸多问题。
2012 年 4 月	卫生部	《抗菌药物临床应用管理办法》	从 2012 年 8 月起，开始实行抗菌药物临床应用分级管理制度，具体划分为非限制使用、限制使用、特殊使用三级管理。	使得抗菌药物限用走向常态化，将逼迫许多医药企业进行调整和转型。
2012 年 9 月	国家发改委	《关于推进县级公立医院医药价格改革工作的通知》	提出按照建机制、控费用、调结构、强监管的原则，通过取消药品加成、调整医疗服务价格、改革收付费方式和落实政府办医责任。	县级公立医院改革开始进入实质性阶段，其中提出革除药品加成，改为服务收费和政府补助两个补偿渠道，将对医药行业产生长远影响。
2012 年 9 月	商务部	批准《商业特许经营管理规范 零售业》等 48 项国内贸易行业标准的公告	《药品批发企业物流服务能力评估指标》、《零售药店经营服务规范》、《药品流通企业诚信经营准则》、《药品流通行业职业经理人标准》、《药品流通企业通用岗位设置规范》等五个药品流通行业标准	规范药品流通行业，促进药企进行转型和调整
2013 年 1 月	卫生部	《2013 年卫生工作要点》	量化明确了相关指标：继续完善新农合制度；巩固完善基本药物制度；积极推进公立医院改革，落实便民惠民服务措施。	持续推进医疗改革的基层建设，纠正基本药物以价格为采购依据的行业做法。
2013 年 2 月	卫生部	《药品经营质量管理规范》	供应链全程管控，全面质量管理与全员质量管理，强化冷链管理，药品储运环节全面实现温湿度自动监测、记录、跟踪、报警管理，药品流通管理的的信息技术应用以及质量管理要求进行了具体规定。	对药企要求更严，特别是增强了流通环节药品质量风险控制能力，这将是药品批发和零售企业的一次大洗牌，促使医药商业集中度提升。
2013 年 3 月	卫生部	2012 年版《国家基本药物目录》	药品品种扩容，新版基药目录在原来 09 版 307 种的基础上扩容至 500 多种，中西药各增加 100 种左右新版基药。目录适用范围不仅限于基层使用，亦扩展至二、三级医院并明确使用比例。注重与医保（新农合）支付能力相适应，确保基本药物较高的比例报销。	奠定了实施基本药物制度的基础。新目录中化学药品和生物制品数量与世界卫生组织现行推荐的基本药物数据相近，能够更好服务基层医疗卫生机构。扩展目录适用范围有利于基药产品的放

2013年7月	国务院	《深化医药卫生体制改革2013年主要工作安排》	2013年医改指导性文件,积极推进“十二五”医改规划,统筹基本公共卫生服务均等化、医疗卫生资源配置、医疗卫生信息化、药品生产流通和医药卫生监管体制等方面的配套改革。	全面实施“十二五”医改规划,巩固已有成果,在重点领域和关键环节取得新突破。
2013年11月	十八届三中全会	《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》	深化医药卫生体制改革。统筹推进医疗保障、医疗服务、公共卫生、药品供应、监管体制综合改革;深化基层医疗卫生机构综合改革;加快公立医院改革等	继续深化“十二五”医改规划
2014年5月	国家食品药品监局	《互联网食品药品经营监督管理办法(征求意见稿)》	互联网药品经营者应当按照药品分类管理规定的要求,凭处方销售处方药	全面放开网上开售处方药和“零门槛”网上售药经营门槛
2014年9月	商务部、发改委、卫计委等6部门	《关于落实2014年度医改重点任务提升药品流通服务水平和效率工作的通知》	加快清理和废止阻碍药品流通行业公平竞争的政策规定,构建全国统一市场;采取多种方式推进医药分开;鼓励零售药店发展和连锁经营;增强基层和边远地区的药品供应保障能力。	有效遏制“回扣”这一非法竞争手段;鼓励零售药店发展和连锁经营;鼓励医药流通企业向第三销售终端配送药物。

资料来源:联合资信整理

(二) 行业关注

1、行业集中度较低

近几年来医药流通行业内兼并重组浪潮逐步推进,中国医药流通市场逐渐形成4家全国性医药巨头激烈竞争、区域性医药流通企业地方割据的态势。由于长时段内中国药品流通行业基础薄弱,“多小散乱”问题突出,目前,行业集中度仍然偏低,2013年中国药品流通行业排名前三位的企业市场占有率约为30%,与发达国家前三位企业市场占有率80%~90%的集中度相比差距甚远。

除了长时段内中国药品流通行业基础薄弱,“多小散乱”问题突出的先天因素,在大量兼并收购的过程中,部分地域的地方保护色彩较浓厚,跨区域兼并工作较难进行;相关部门在办理手续方面工作较为繁杂,医保定点资质的承接常出现纰漏。总体看,中国医药流通企业数量众多,行业集中度仍需进一步提升。

2、流通环节加价过多、流通秩序混乱

在医药流通的下游中,医院终端居于主要地位,约占据65%~75%的市场份额。医药产品从生产出厂到流通至患者手中,通常经过“生产厂家——批发公司——代理商(一级、二级等)——医院相关人员”等多重环节。为了使自己生产的药品能够顺利中标、进入医院药房,占据市场优势,药品生产厂家和医药流通企业纷纷采取措施,层层加价,采用回扣、提成等不规范手段营销提高药品销售;采用招募药品代理商或药品推销商(医药代表)的方式,医药代表用金钱打通省级招标人员和医院药品管理

者（包括院级领导和科室领导）从而使得药品顺利进入医院药房。

不论是医改前的顺加 15%销售药品（省级招标后中标药价顺加 15%作为零售价），又或是现阶段推行的零差价（医疗卫生机构或药店在销售药品的过程中，以购入价卖给患者，一般会获得政府补贴）的管制政策，医院都不能公开获得药品购销的差价。医院为维持运营会倾向通过药品回扣的方式盈利。

随着公立医院改革的进行，新医改提出的医药分开是切断公立医院“以药养医”的重要切入点。政府对医院药房托管（社会化药房）的大力支持可以进一步帮助解决医药流通环节加价过多、流通秩序混乱的问题，同时为医药流通企业提供了有一个高附加值业务的机会。

3、行业盈利模式单一

受传统计划经济功效体制的影响，中国的医药流通行业沿袭了传统的单一的产品销售和配送的模式，现阶段，药品流通企业大多是医药生产企业和医药销售终端之间的搬运工，其主要盈利来源大多是进销差价和返利，并没有体现出医药流通企业的独特商业价值。四大全国性医药巨头大多是通过兼并重组而获得全国性的销售渠道，区域性龙头企业也多存在“大而不强”的结构性问题。伴随国家药品降价、医药分开、纪要制度等一系列调控政策的出台和落实，传统运营模式的利润率必会受到进一步挤压，医药流通企业需要转变商业角色定位和商业模式，实现从流通商向服务商、从赚取药品差额向为上下游提供综合解决方案的商业模式转变。

4、零售类企业市场受到挤压

公立医院改革破除“以药养医”，取消药品加成，降低终端药价，将使零售企业价格方面的优势进一步弱化。而社区医疗与新农合这两大医改重点投入的医疗保障项目，也挤占了零售企业相当一部分市场。

四、行业展望

从短期看，各级政府将逐渐加大对医改的资金支持，政府投入的加大将有效拉动未来医药医疗需求。从中期看，新医改政策的集中实施将会对医药行业产生深远影响，医药市场持续扩容、行业资源向龙头企业聚拢以及行业集中度继续提高这三大政策效应将逐步显现。批发类企业方面，行业格局已基本形成，各优势企业加强价值创新、信息化和物流建设体系、形成网络的快速发展阶段即将来临；零售类企业方面，创新

服务内涵（如个性化药学服务和高值药品直送服务）、大健康产业将成为未来发展趋势。

总体看，各项行业政策的出台和实施，使医药流通企业在运作模式和价值创造方面面临重大调整，行业上下游资源将进一步向全国性及区域型企业集中，行业进入门槛将提高，产业结构的调整优化将加快，对行业的未来发展将产生深远影响。

1、兼并重组提高行业集中度

2013年6月1日起实施的新版《药品经营质量管理规范》（GSP），对企业的经营质量管理能力和流通环节药品质量风险控制能力有了更高的要求，因此可以推动大型医药批发和零售连锁企业对小散企业的兼并重组，用较低成本实现快速扩张，拓展营销网络、渠道资源。中小企业将通过大企业获得品牌优势、资金与技术支持，实现跨越式发展；一些小散企业或被削减经营范围，或转型为生活性、生产性服务企业，或被淘汰出局。整个行业通过兼并重组，可减少低水平重复建设和无序竞争，实现存量之间的优化配置和良性发展。

2、盈利模式创新

对上游工业企业的数据服务，可以帮助生产企业有计划地采购原材料、安排生产等工作，生产企业能够及时掌握终端市场的需求，按需生产，减少库存，降低成本；公共服务平台可为患者提供处方查询等服务，有助于降低医患之间的信息不对称，减少医生大处方、乱开药的情况发生；为医院提供门诊药房改造和托管、院内药品流通管理和冷链药品监控系统等有利于帮助医院进行信息化建设，实现人员效率、资金占用和空间利用方面的优化。未来随着结构深化改革、行业集中度的进一步提高，一些大型医药商业企业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，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、电子商务化

目前，互联网药品电子商务呈现快速发展态势。各大药品流通企业普遍构建或整合集分销、物流、电子商务集成服务模式以及数据处理的现代化智能化服务平台，成为推动药品流通增值服务的新载体。在零售药店领域中，除网上药店销售逐年扩大外，移动互联网技术的普及和应用，正在促进电子商务与传统零售药店服务模式的相互融合。为支持互联网药品销售，国家食品药品监督管理总局正在研究出台《互联网食品药品经营监督管理办法》，准备全面放开网上开售处方药和“零门槛”网上售药经营门槛，这将为互联网药品电子商务和传统药品零售业态的发展和格局调整带来较大的

影响。

五、发债企业信用分析

截至 2014 年 7 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 大全国性集团中的 3 家及其子公司（上海医药集团股份有限公司为上市公司，2007 年后未在公开市场上发行过债券），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共有 7 家。

7 家样本中，从发行主体的股东背景来看，除九州通和国中医药有限责任公司（以下简称“国中医药”）是民营企业外，其他均为中央企业或国有企业，这与中国医药流通行业发展历史有关。计划经济时代，中国共有三级医药供销体系，其中一级站 5 个（北京站、沈阳站、天津站、上海站和广州站，隶属于中国医药集团），二、三级站分别由省（直辖市）、市（地区、县）医药站组成。改革开放后中国医药集团公司独立核算，保留 5 个一级站，将二三级站转化为当地医药公司，行业由供销模式转向市场经济的分销模式。计划经济的烙印使得中央企业和国有企业拥有较为广阔的分销渠道和上下游资源，销售终端主要为医院终端，多次兼并重组后成长为全国性医药商业巨头或区域龙头；全国性医药商业集团（中国医药、国药控股、华润医药）具有较强实力和经销渠道，主体级别均达到 AAA。国中医药的实际控制人为个人，以湖北武汉为经销核心，通过加盟入股的方式邀约各区域性医药商业企业加盟，以快速扩大和健全医药销售终端网络。作为民营企业的九州通创立了独特的“九州通快批模式”，挖掘央企国企背景企业较少涉足的第三终端，主要配送区域为基层医疗市场，在医药流通企业中独树一帜。

从发行主体的营业范围来看，中国医药、华润医药、以及南京新工投资集团有限责任公司（以下简称“南京新工”）业务范围较广，以医药流通和医药制造业务为主，结合医药相关服务业、医疗器械、化纤和机电（南京新工下属子公司）等业务形成集团企业，其他企业的医药流通业务占比均超过 98.4%。配送终端方面，除了九州通侧重基层医疗市场外，其他企业大多重点服务于医院终端、零售终端和其他经销商。

从区域布局来看，中国医药集团及其子公司国药控股、华润医药和九州通的经销网络遍布全国，南京新工和浙江英特是华东区域龙头企业，国中医药侧重湖北地区。华南区域的广州医药有限公司和国药集团一致药业股份有限公司在公开市场上发行

的债券均在 2013 年陆续到期兑付。总体看来，华东、华南、华中等经济较发达的区域资本运作较为成熟，区域性医药流通企业在公开债券市场较为活跃。

从企业规模来看，受医药流通行业历史原因影响，各发债企业收入规模和利润规模差异较大。中国医药集团、国药控股、和华润医药作为全国性医药流通央企收入规模（近千亿元及以上）和利润规模较大；九州通虽然销售区域遍布全国但侧重第三终端同时是民营企业，整体规模居中；其他企业作为区域性龙头企业，收入规模和利润规模较小。

从盈利状况来看，医药产品关系国计民生，需求具有刚性，需求弹性普遍较小，因此行业具有防御性特征，抵御经济周期风险的能力较强。医药流通行业并没有受到整体经济放缓的影响，2013 年医药流通直报企业的平均毛利率为 6.7%。企业医药流通板块盈利水平来看，截至 2013 年底，7 家样本主体中，中国医药集团及其子公司国药控股作为中国最大的医药流通企业规模效应明显，其医药流通板块毛利率高于行业平均水平，分别为 7.37%和 8.03%；国中医药区域垄断性较为明显，医药流通板块毛利率较高，为 9.44%。企业整体盈利水平来看，整体毛利率方面，中国医药、华润医药、以及南京新工整体毛利率受其他高毛利板块（如医药制造、医疗器械等）的影响维持在较高水平，分别为 10.36%、11.27%和 17.55%；营业利润率情况基本与企业整体毛利率情况相同。2013 年 6 月 1 日起实施的新版《药品经营质量管理规范》（GSP），对企业的经营质量管理能力和流通环节药品质量风险控制能力有了更高的要求，部分中小企业因规模较小，无法自主承担相应管理和技术改造的资金压力而被淘汰或收购；各发行主体运营实力较为雄厚，均按照新版 GSP 标准加强仓储环境建设，整体经营状况未受影响，药品仓储物流管理水平有所提高。

表 3 2013 年部分医药流通企业盈利能力情况（单位：亿元）

发行主体	主体级别	医药流通板块营业收入	医药流通板块毛利率	营业收入	毛利率	利润总额	营业利润率	净资产收益率
中国医药集团总公司	AAA/稳定	1849.47	7.37%	2045.68	10.36%	72.80	10.29%	10.13%
国药控股股份有限公司	AAA/稳定	1663.77	8.03%	1668.66	8.13%	46.23	7.95%	12.43%
华润医药控股有限公司	AAA/稳定	728.99	6.50%	924.33	17.55%	54.35	17.17%	19.22%
九州通医药集团股份有限公司	AA+/稳定	329.05	6.36%	334.38	6.67%	6.07	6.52%	8.82%
南京新工投资集团有限责任公司	AA+/稳定	185.99	6.10%	256.71	11.27%	11.37	10.62%	4.53%
浙江英特药业有限责任公司	AA-/稳定	123.35	5.48%	123.69	6.14%	2.37	6.03%	13.54%
国中医药有限责任公司	AA-/稳定	107.49	9.44%	107.49	9.78%	4.72	9.65%	8.06%

资料来源：WIND 资讯、公司年报；联合资信整理

资本结构方面，受下游各级医院终端资金侵占以及行业不断兼并重组的影响，医药流通企业普遍负债规模较大，大部分企业的资产负债率达到 65%以上；同时企业债务以短期债务为主，用于补充运营资金，7 家发行主体短期债务占比均超过 60%，其中浙江英特和国中医药高达 97.29%和 99.86%。

偿债能力方面，受短期债务及流动负债规模较大的影响，发债企业流动比率普遍不高，经营活动现金流净额对流动负债的覆盖程度较低，国中医药短期偿付压力较大；EBITDA 对全部债务以及利息支出的覆盖能力尚可，长期偿债能力尚可。

表 4 2013 年部分医药流通企业债务结构以及偿债能力情况指标（单位：亿元）

发行主体	主体级别	资产负债率	全部债务资本化比率	短期债务/全部债务	流动比率	经营活动现金流净额	企业全部债务/EBITDA	EBITDA/利息支出
中国医药集团总公司	AAA/稳定	66.91%	47.91%	62.49%	122.77%	57.29	4.57	5.33
国药控股股份有限公司	AAA/稳定	72.63%	55.17%	88.35%	126.03%	49.41	5.00	4.01
华润医药控股有限公司	AAA/稳定	71.90%	49.76%	64.33%	116.75%	37.15	2.99	6.91
九州通医药集团股份有限公司	AA+/稳定	71.29%	63.78%	82.78%	130.88%	1.38	8.26	3.05
南京新工投资集团有限责任公司	AA+/稳定	57.01%	29.75%	60.52%	127.83%	4.35	4.10	4.04
浙江英特药业有限责任公司	AA-/稳定	74.02%	49.44%	97.29%	123.36%	0.76	3.26	3.65
国中医药有限责任公司	AA-/稳定	51.43%	26.80%	99.86%	134.35%	-6.98	2.72	5.65

资料来源：WIND 资讯、公司年报；联合资信整理

注：公司 EBITDA 由 WIND 资讯披露数据进行计算，可能与公司实际 EBITDA 存在一定误差

联合资信评估有限公司对中国医药（商业）流通行业企业的分析关注企业上下游资源、物流体系、分销渠道、销售区域份额、财务质量等综合竞争能力。近年来医药流通行业兼并重组不断推进，产业集中度不断提升，优势企业的资产规模、收入规模和利润规模不断增长；但受药品降价、药品监管及招标采购政策调整等因素的影响，企业医药流通业务盈利能力一般，同时债务规模持续扩大，短期偿债压力增加。

综合分析，医药产品关系国计民生，需求具有刚性，需求弹性普遍较小，行业具有防御性特征，抵御经济周期风险的能力较强。随着行业内兼并重组浪潮的推进，中国医药流通市场逐渐形成 4 家全国性医药巨头激烈竞争、区域性医药流通企业地方割据的态势。随着基层医疗机构的发展，新兴农村合作医疗建设以及医改的深入，在新

医改政策的指引下，中国药品市场需求快速增长，行业集中度将会进一步提高，各优势企业加强信息化和物流建设，探索运营模式创新和产业链价值拓展的新形式。虽然大多企业债务规模持续扩大，短期偿债压力增加，但发债主体以优势企业为主，整体违约风险处于可控范围内。