

医药流通行业展望



摘要

近年来，在外部宏观经济发展、政策变化以及人口老龄化趋势等综合影响下，中国医药流通行业规模保持增长，行业增速逐步放缓，但仍保持高于 GDP 增速的发展趋势。2019 年以来，随着医改政策的持续推进和两票制的广泛推行，行业内企业调拨业务占比下滑，医药流通企业的资金占用增加，龙头企业借行业政策调整期积极通过外延式并购拓展市场份额，市场份额进一步向龙头企业倾斜，龙头企业资金需求保持较高水平，债务负担及杠杆水平进一步提升，行业内发债主体信用等级愈发集中在 AAA 和 AA+ 等高等级的中央国有企业及地方国有企业。预计 2020 年医药流通行业销售规模仍将保持增长，具有规模优势、较高运营效率、较好费用控制能力和专业化服务水平高的流通企业将获得更多的资源和市场份额，同时仍需关注行业内低信用等级企业所面临的占款压力及再融资风险。

一、行业概况

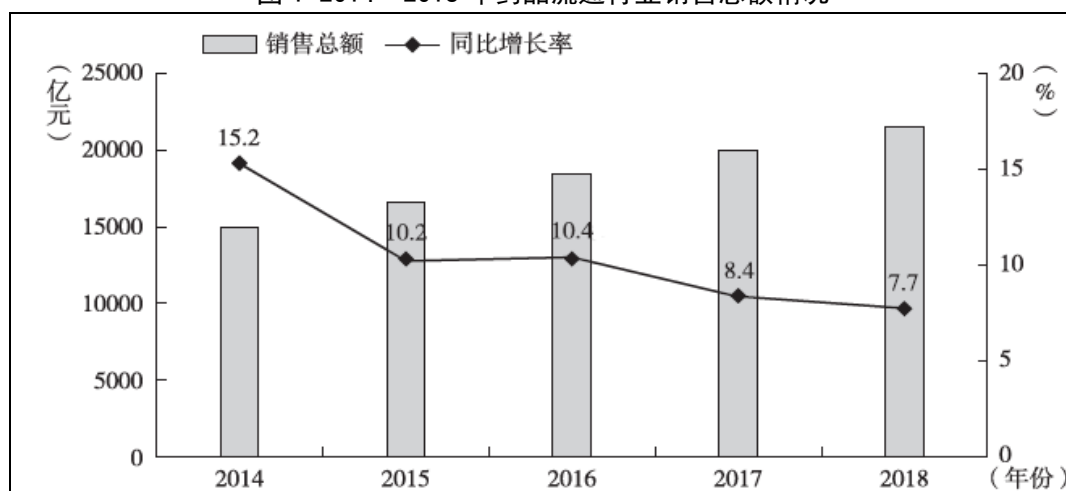
1. 行业定位及发展状况

医药行业是国民经济的重要组成部分，与人民群众的生命健康和生活质量密切相关。按照上游生产到下游消费的流程，医药行业可分为医药工业（制造业）和医药商业（流通业）两大子行业。其中，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。2018 年，中国药品流通行业销售总额占第三产业增加值的 4.6%，同比下降 0.1 个百分点，其中药品零售总额占社会消费品零售总额的 1.1%，与上年持平；占第三产业增加值的 0.9%，与上年持平。

根据商务部市场秩序司发布的《2018 年药品流通行业运行分析报告》，2018 年，中国药品流通市场销售规模稳步增长，增速略有回落。统计显示，七大类医药商品销售总额 21586 亿元，扣除不可比因素同比增长 7.7%，增速同比减少 0.7 个百分点。按销售品

类分类，西药类销售居主导地位，销售额占七大类医药商品销售总额的 72.2%，其次为中成药类 15.1%，医疗器材类 4.8%，中药材类 3.1%，化学试剂类 0.7%，玻璃仪器类 0.1%，其他类 4.0%。

图 1 2014—2018 年药品流通行业销售总额情况



资料来源：科学文献出版社《2018 年药品流通蓝皮书》

按销售渠道分类，医药流通企业下游以医疗终端为主，即县级及其以上医院、社区卫生服务中心与服务站、乡镇卫生院等公立医疗机构。2018 年，全国药品流通直报企业对医疗机构销售额 10413 亿元，占终端销售额的 69.7%，同比上升 0.6 个百分点；对零售终端和居民零售销售额 4520 亿元，占终端销售额的 30.3%，同比下降 0.6 个百分点。2018 年，药品流通企业下游销售渠道仍以医疗机构为主，销售额占比略有提升。

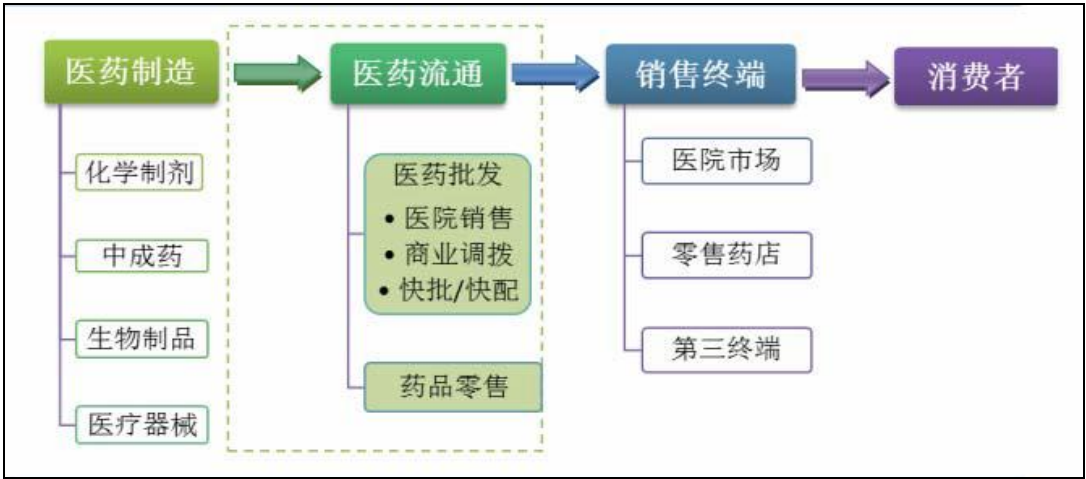
2. 行业运营模式

按照经营模式和下游渠道划分，医药流通企业主要分为两大类——医药批发和医药零售。盈利来源主要包括药品差价费（对应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）。截至 2018 年底，中国共有药品批发企业 13598 家；药品零售连锁企业 5671 家、下辖门店 255467 家，零售单体药店 233596 家，零售药店门店总数 489063 家。

医药批发主要包括以下三种：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。因此，医药批发企业上游主要面对医药制造企业，包括按照产品划分的化学药品原料药制造企业、化学药品制剂制造企业、中药饮片加工企业、中成药生产企业和生物药品制造企业，医药批发企业下游主要面向医药零售企业和终端医疗机构，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，医药流通企业在下游的话语权和议价能力相对较弱。

图 2 医药流通行业经营模式



资料来源：公开信息

医药零售包括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、信息系统和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。医药零售企业上游除了医药制造企业之外，还包括一些医药批发企业，医药分销是医药零售最主要的供应渠道；医药零售企业的下游主要为终端消费者。

整体来看，中国医药流通行业目前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。医药流通行业呈现规模稳步增长、集中度进一步提升、结构不断优化、效益水平不断提高、现代化程度显著提高的发展态势。

二、 行业环境及行业政策

1. 行业环境

从外部宏观环境来看，在中国居民生活水平不断提高、人口基数不断增长及人口结构老龄化等宏观因素影响下，中国人均医疗卫生支出持续增长，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，中国医药流通行业整体规模保持增长趋势，并保持了高于当期 GDP 的增速。同时，近几年受宏观经济下行影响，中国医药流通行业增速有所下滑，但仍表现出了良好的发展态势和广阔的发展空间。

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、盈利模式单一的问题，而自 2015 年起实施的“两票制”和后续密集出台的医疗机构分级诊疗、医保控费、限制辅助用药、药价动态调整等一系列医改政策的影响下，企业长久以来形成的经营模式发生调整，医药流通企业盈利空间进一步收窄，货款回收周期长，债务规模持续扩大，短期偿债压力增加，大中型药品批发企业借助政策契机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，努力实现整体运营质量与效益双提升，行业呈现集中化的趋势。中长期来看，行业资源不断向龙头企业聚拢，产业结构也随之不断优化，预计未来若干年兼并、收购将成为常态。

2. 行业政策

医药流通行业监管机构涉及国务院下属的国际卫生和计划生育委员会、商务部、国家食品药品监督管理局、国家发展与改革委员会和人力资源社会保障部和国家医疗保障局六个部门，分别对医药卫生体制改革（简称“医改”）、管理医药流通行业标准、药品注册和审批等方面进行监管。其中，国家医疗保障局于 2018 年 3 月经十三届全国人大一次会议表决通过成立，作为国务院直属机构，国家医疗保障局整合了原属于人力资源和社会保障部的城镇职工和城镇居民基本医疗保险、生育保险职责，国家卫生和计划生育委员会的新型农村合作医疗职责，国家发展和改革委员会的药品和医疗服务价格管理职责和民政部的医疗救助职责，在国内医药行业市场准入（含药品招标采购、医保目录）、严控用药、确定药品价格等方面监管，其政策制定对医疗机构和药企都产生重

要影响。

表 1 中国医药流通行业监管机构设置

部门	职责
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》
国家医疗保障局	贯彻执行国家有关医疗保险、生育保险、医疗救助等医疗保障制度的法律法规和政策规定，拟订医疗保障制度地方性法规草案、政府规章草案、政策、规划和标准，并组织实施；组织制定城乡统一的药品、医用耗材、医疗服务项目、医疗服务设施等医保目录和支付标准，建立动态调整机制，制定医保目录准入谈判规则并组织实施；制定药品、医用耗材的招标采购政策并监督实施，指导药品、医用耗材招标采购平台建设等

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

资料来源：公开资料

表 2 中国医药流通行业重要政策及影响

政策	执行时间	政策含义	相关政策出处	对流通企业的影响
两票制	2015 年至今	“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。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	《关于完善公立医院药品集中采购工作的指导意见》（2015 年 2 月）；《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》（2016 年 4 月）；《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）》（2017 年 4 月）等	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，药品流通企业之间的调拨业务减少，缺乏资质和销售渠道的流通企业面临淘汰，行业集中度提升
零加成、药品招标降价	持续进行	涉及三医联动、医疗控费、取消药品加成、支付方式改革等，其中要求 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）。食品药品监管部门牵头建立统一的跨部门价格信息平台，	国务院办公厅《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》（2016 年 2 月）；国务院办公厅《关于全面推开公立医院综合改革工作的通知》（2017 年 4 月）	健全药品价格监测体系，促进药品市场价格信息透明，降低药品价格。药品价格的下降导致医药流通、配送企业利润空间的下降，行业竞争加剧

		实现与药品集中采购平台、医保支付审核平台的互联互通		
药品审批加速	2015 年至今	改革临床试验管理、加快上市审评审批、促进药品医疗器械创新和仿制药发展	食品药品监督管理局《关于解决药品注册申请积压实行优先审评审批的意见》（2016 年 2 月）；《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》（2017 年 10 月）	加快新药上市速度，有利于提高行业整体研发能力，新药的价格较高，配送费用相对较高，给药品流通企业带来新的增量
带量采购	2018 年 12 月至今	带量采购即明确采购量，低价者中标，通过企业间的市朝竞价，起到以量换价的作用，降低采购药品的价格 带量采购工作由国家组织药品集中采购和使用试点工作小组和联合采购办公室具体负责实施，采购主体（医疗机构）和企业直接签订购销合同	《4+7 城市药品集中采购文件》（2018 年 12 月在上海试点）；国务院办公厅《国家组织药品集中采购和使用试点方案的通知》（2019 年 1 月正式发布）； 2019 年 1 月，带量采购首先在 11 个试点城市（4 个直辖市+7 个副省级城市）开展，首批确定了 31 个品种；2019 年 9 月，第二批带量采购范围扩展至包括山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、江苏、浙江等的 25 个地区，采购品种增加阿托伐他汀口服常释剂型等 25 个品种	带量采购将带来产业整合及市场集中：一是药价大幅下降，医药流通利润空间收缩，竞争加剧；二是带量采购后部分医疗机构重新选择配送商，大企业由于集约化的成本优势，更容易拿到订单，部分地区也可能通过政策规定缩减配送商数量，行业集中度提升。带量采购对于预付及回款时间节点作出了明确规定，国家文件要求预付比例不低于 30%，有望改善流通企业现金回流

资料来源：联合资信整理

从政策层面来看，以“医改”为中心的相关政策呈现发布密集、覆盖广，并且持续往基层下沉等特点，药品流通行业竞争压力进一步加大。在药品审批加速、临床试验改革等政策推动下，医药行业整体研发能力持续提升，为医药流通上游供给打开增长空间。同时，零加成、药品招标降价、医保控费、药占比限制等政策实施推动药品招标价格持续下降，造成分销企业对医疗终端销售下降，对企业利润空间形成压缩，特别是 2018 年以来，“两票制”政策的全面实施迫使末端分销企业短期内直接向药品生产企业采购，造成大型分销企业对中小分销企业销售下降，缺乏资质和渠道的流通企业面临淘汰出清，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。在过去两年里，两票制基本在全国落地执行，对药品流通行业的边际影响减弱，未来，随着带量采购的实施，大型药品流通企业通过兼并重组的外延式增长和积极开发终端市场的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。

三、 行业周期性及目前所处阶段

医药流通行业属于医药行业子行业，医药行业是关乎民生的重要行业，下游需求具备明显的刚性特征。考虑到医药行业在国计民生、日常生活中不可或缺、无法替代，医药流通行业运行状态平稳，不易受经济波动的影响，无明显的周期性，对宏观经济运行周期的敏感度较低，行业格局受政策调整影响大。

从行业所处阶段来看，受两票制、带量采购等医改政策持续加力，以及行业增速下降、兼并收购等原因影响，医药流通行业目前处于行业集中度上升、不断整合的阶段。从批发行业来看，历史上形成的“4+N”竞争格局近年来调整不大，集中度高的地区如上海，CR2 可达到 80%，大部分地区的 CR10 为 50%左右，其余多家小配送商瓜分剩余市场。医药零售企业方面，行业连锁率呈现持续提升态势，药店连锁化率于 2017 年首次突破 50%，2018 年底达到 50.4%。未来随着药店分级等规范政策的推行，医药零售龙头企业为实现规模效应进一步采用兼并收购等方式吸收规模小、竞争力弱的单体药店，预计未来单体药店数量将进一步下滑，药店连锁率可能进一步提升。

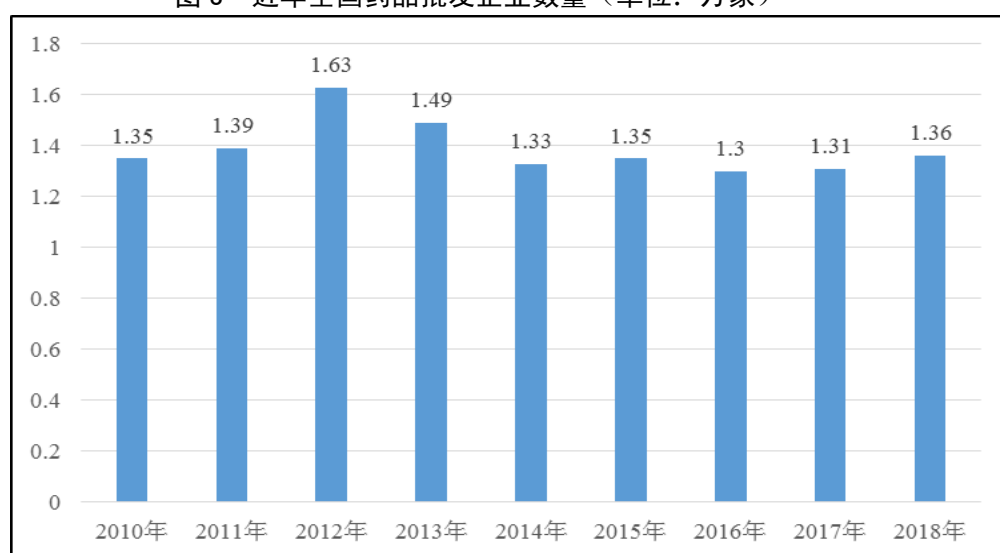
通过对医药流通行业发债存续的样本企业进行分析，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）发现截至 2019 年 9 月底，19 家样本企业商誉合计 625.35 亿元（平均值为 32.91 亿元），较上年同期 604.19 亿元（平均值 31.80 亿元）有所增长，其中商誉规模较上年同期扩大的企业 11 家，不变和减少的企业分别为 3 家和 5 家，样本企业中商誉保持为 0 的企业仅 2 家。另一方面，2019 年前三季度样本企业商誉同比增速较 2017 年 2018 年同期呈放缓态势，2019 年 9 月底、2018 年 9 月底和 2017 年 9 月底三个时间节点的商誉较上年同期增加额分别为 21.16 亿元、168.66 亿元和 100.36 亿元。其中，上海上实（集团）有限公司商誉 2018 年底增长至 114.07 亿元，同比增加 47.34 亿元，当期计提商誉减值损失 6.32 亿元。整体看，在 2019 年上市公司商誉减值风险大面积暴露的背景下，收购兼并措施仍被医药流通企业广泛应用，但随着行业集中度的上升和有价值的投资标的逐渐出清，2019 年商誉增速较 2018 年、2017 年的并购高峰呈快速放缓态势。同时，在这一行业发展阶段，并购带来的资本支出压力加剧、资产溢价过高和后期整合不利等因素可能给医药流通企业未来经营发展产生一定影响。整体看，行业仍处于整合阶段，行业集中度持续提升，但并购速度有所放缓。

四、 行业竞争态势分析

1. 医药批发行业竞争态势

目前，医药批发行业内企业呈现数量多、规模小的特征。根据国家食品药品监督管理总局统计，全国药品批发企业数量于 2012 年达到峰值 1.63 万家后，由于行业增速放缓，药品批发企业数量出现明显回落；近年来，随着药品购销“两票制”政策的全面推行，全行业渠道逐步下沉，药品批发企业数量于 2016 年降至最低点后小幅回升，近三年基本维持 1.30~1.35 万家。

图 3 近年全国药品批发企业数量（单位：万家）



资料来源：2010~2018 年药品流通行业运行统计分析报告

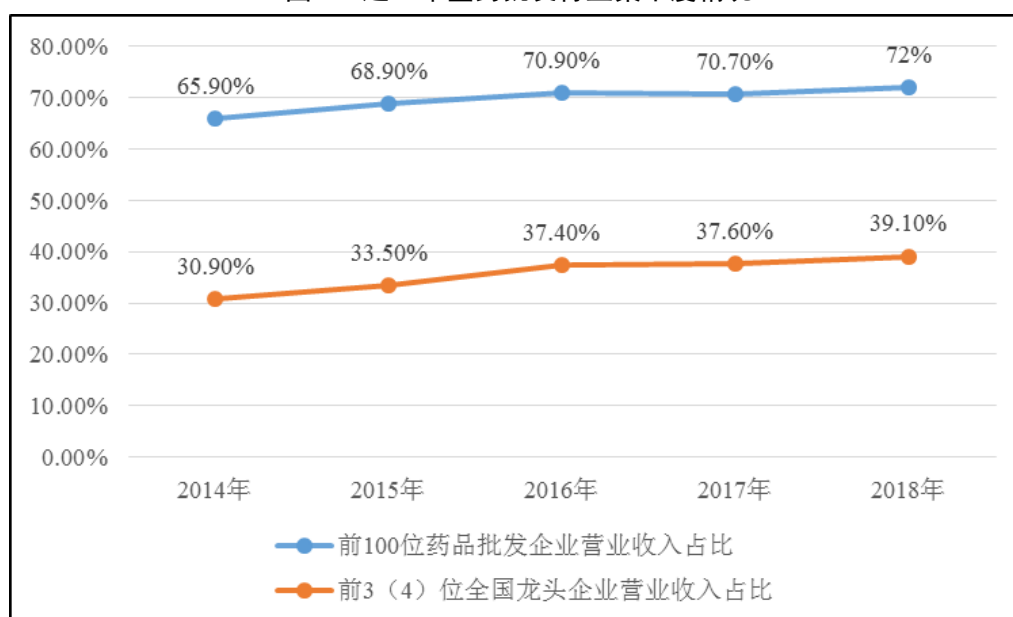
近年来，国家各项医改政策相继发布实施，“两票制”政策减少了从药厂到医疗机构的流通环节和附加成本，以降低药品销售价格，致使医药流通企业调拨业务受到较大冲击，部分缺少供应商和终端医疗机构资源的中小型药品流通企业竞争能力弱，逐渐被大型药品流通企业并购整合，行业规模效应逐步凸显。2018 年，前 100 位药品批发企业主营业务收入同比增长 10.8%，增速同比上升 2.4 个百分点；其中 4 家全国龙头企业主营业务收入同比增长 12.9%，增速同比上升 3.6 个百分点；前 10 位同比增长 14.2%，增速同比上升 5.5 个百分点，行业头部企业收入增速均超过行业平均增速。

行业壁垒方面，中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，国家严格控制行业内企业总体数量；同时，医药分销企业的下游客户在选择供

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，同时具备较强分销网络的分销商有助于上游厂商实现产品的快速分销与品牌推广，因此区域内已建成成熟分销网络的市场对于新竞争者形成一定壁垒；此外，医药分销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，同时随着两票制带来医药调拨业务占比的下降，医药分销企业下游客户中公立医疗机构占比提升，而医药分销企业较公立医疗机构往往处于弱势，医药分销企业的回款周期被进一步拉长。整体看，医药流通行业准入壁垒进一步提高。

行业集中度方面，2018 年，前 100 位药品批发企业主营业务收入占同期全国医药市场总规模的 72%，同比上升 1.3 个百分点；其中，4 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 39.1%，同比上升 1.4 个百分点；前 10 位占 50.0%，同比上升 2.4 个百分点，行业集中度有所提升。但横向来看，美国前三大医药商业公司占据了美国超过 90% 的市场份额，日本医药流通行业前五大企业占据了 70% 以上的市场份额，国内医药流通行业集中度整体一般。长期来看，随着“两票制”甚至“一票制”政策的推广、药品带量采购等医改政策的实施，中大型药品流通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，将原本属于下游调拨业务变为集团内部调拨，医药批发行业集中度有望持续提高。

图 4 近五年医药批发行业集中度情况



注：2014—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，2016—2018 年商务部对前 4 位药品批发企业（包括九州通）占比进行统计

资料来源：2014—2018 年药品流通行业运行统计分析报告

行业竞争格局方面，当前国内医药流通行业基本形成了“4+N”的竞争格局，其中“4”指国药集团、上海医药、华润医药¹和九州通四大全国性医药流通企业，其中国药集团、上海医药及华润医药均突破千亿规模；“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）等为代表的区域性龙头企业。对于单一区域内，流通格局通常是 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。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、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。

表 3 2018 年医药批发企业主营业务收入前 10 名

排名	企业	主营业务收入（亿元）
1	中国医药集团总公司	3609.22
2	上海医药集团股份有限公司	1466.47
3	华润医药控股有限公司	1320.58
4	九州通医药集团股份有限公司	869.57
5	广州医药有限公司	398.24
6	深圳市海王银河医药投资有限公司	369.76
7	瑞康医药集团股份有限公司	337.82
8	南京医药股份有限公司	311.98
9	中国医药健康产业股份有限公司	310.06
10	华东医药股份有限公司	306.63

资料来源：《2018 年药品流通行业运行统计分析报告》

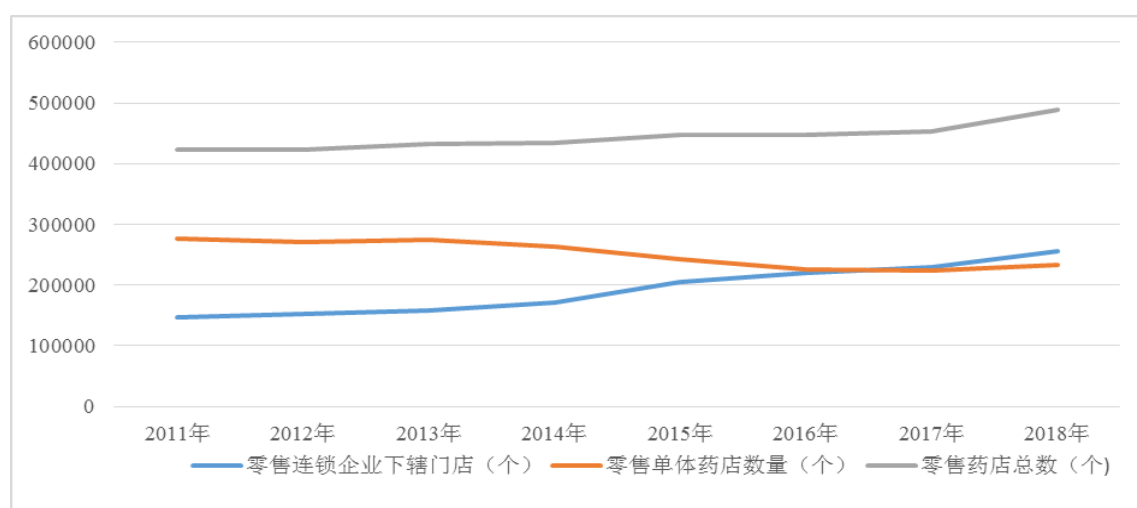
2. 医药零售行业竞争态势

2011 年以来，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，导致门店数量总体呈下滑态势；与此同时，中大型药品零售企业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上升趋势。根据商务部发布的运行统计报告，截至 2018 年底，全国零售单体药店 233596 家，结束 2013 年以来连续下滑的态势，较上年底呈现小幅提升，全国药品零售连锁企业 5671 家，下辖

¹依托华润医药商业集团有限公司作为医药流通的经营主体

门店 255467 家，较上年底增长 11.45%，增速较上年提升 7.59 个百分点；零售药店门店总数 489063 家，较上年底增长 7.79%，增速较上年提升 6.29 个百分点，龙头企业呈现强者愈强态势。

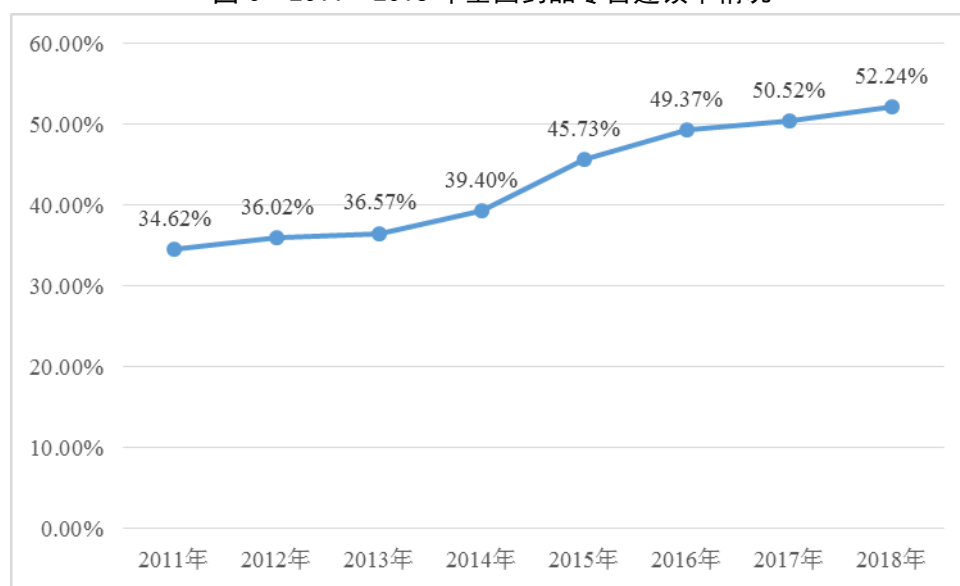
图 5 2011—2018 年全国零售药店数量增长情况



资料来源：2011~2018 年药品流通行业运行统计分析报告

2017 年 2 月，国务院发布《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》中鼓励药品流通企业批发零售一体化经营，提高零售连锁率，与传统单体药房相比，连锁药房更具规模效应，在品牌、质量、服务和成本控制等方面的优势更为突出，并于 2017 年全国连锁药房数量首次超过单体药房，药品零售市场集中度及零售连锁率不断提高。2018 年，销售额前 100 位的药品零售企业门店总数 73913 家，较上年同期增加 15558 家；销售总额 1440 亿元，占零售市场总额的 33.4%，同比上升 2.6 个百分点，其中，前 10 位销售总额 798 亿元，占全国零售市场总额的 18.5%，前 50 位销售总额 1286 亿元，占全国零售市场总额的 29.8%，同比上升 2.2 个百分点；连锁率方面，药品零售连锁率达到 52.2%，同比上升 1.7 个百分点。可以看出，医药零售行业竞争激烈，近年来随着政策的不断引导，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，但美国前三家医药连锁企业合计占有市场 85% 以上份额，日本前十家连锁药店的集中度也达到 65% 以上，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。

图 6 2011—2018 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

竞争格局方面，受各地政策不同和物流配送距离等因素影响，目前中国医药零售行业的区域性竞争特征较为显著，除以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”）为全国布局的医药零售企业外，多数医药零售企业仍以区域性经营为主，且各区域内均有规模较大、具有领先优势的企业，在该区域内具有较强的竞争优势地位，如云南省的云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司（以下简称“一心堂”）、广东省的大参林医药集团股份有限公司（以下简称“大参林”）、湖南省的益丰大药房连锁股份有限公司（以下简称“益丰大药房”）等，并开始对经营规模相对较小的零售药店进行整合。现阶段中国部分城市的药品监督管理部门根据网点规划及监管考虑，对于新设零售药店存在距离和面积等方面的限制性规定。一定程度上限定行业准入门槛，特别是大型连锁零售医药企业能够充分利用其既有网点优势、品牌优势及资本优势巩固市场地位，进一步拓展业务规模。

表 4 2018 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	122.51
2	老百姓大药房连锁股份有限公司	106.52
3	中国北京同仁堂（集团）有限责任公司	98.30
4	云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司	97.03
5	大参林医药集团股份有限公司	96.70

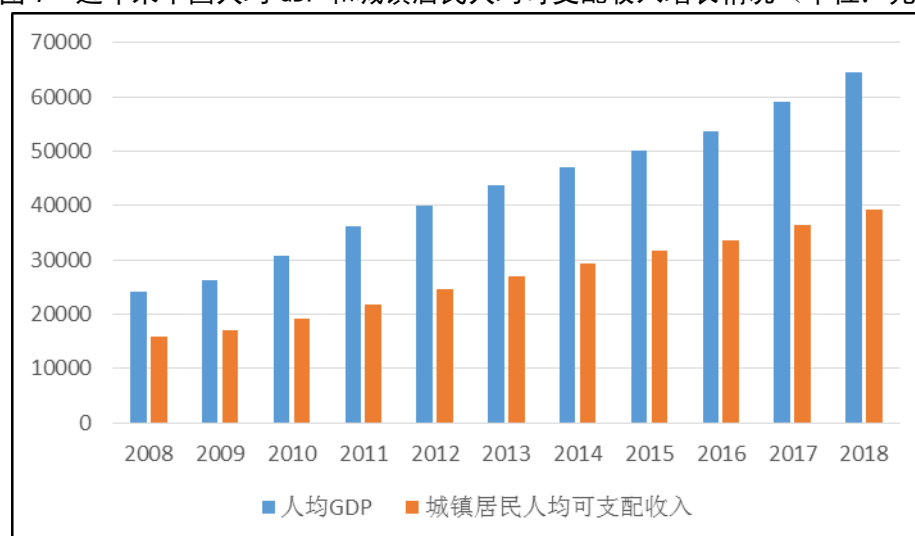
6	益丰大药房连锁股份有限公司	77.09
7	重庆桐君阁大药房连锁有限责任公司	74.60
8	甘肃众友健康医药股份有限公司	48.60
9	上海华氏大药房有限公司	41.24
10	辽宁成大方圆医药连锁有限公司	35.66

资料来源：《2018 年药品流通行业运行统计分析报告》

五、 行业增长与盈利能力趋势分析

医药流通行业增速受中国宏观经济增速、居民可支配收入、人口老龄化等综合因素影响，近年来中国 GDP 总量保持持续增长态势，由 2012 年的 53.86 万亿元增至 2018 年的 90 万亿元；城镇居民人均可支配收入由 2012 年的 2.46 万元增至 2018 年的 3.93 万元；与此同时，人口结构老龄化趋势愈加明显，60 岁以上人口占比由 2012 年的 14.55% 上升至 2018 年的 17.90%，老龄化趋势下，癌症、心脑血管、糖尿病等慢性病种患病比例将增加，带动药品需求不断上升；此外，随着“三保”合一、跨省异地就医政策进一步完善、医保定点医疗机构和医疗保险范围的扩大等，亦进一步提升居民医疗消费能力和药品消费需求。2012—2018 年全国药品流通行业销售规模持续增长，从 11174 亿元增至 21586 亿元。但同时，受近年来宏观经济增速下行影响，全国药品流通行业增速明显趋缓，同比增长率由 2012 年的 18.50% 降至 2018 年的 7.70%，仍高于同期 GDP 增速。

图 7 近年来中国人均 GDP 和城镇居民人均可支配收入增长情况（单位：元）



资料来源：国家统计局，联合资信整理

企业经营效益方面，近年来，全国药品流通直报企业主营业务收入持续增长，由 2012

年的 7942 亿元增至 2018 年的 15774 亿元；同期，全国药品流通直报企业利润总额由 2012 年的 164 亿元增至 2018 年的 401 亿元。受行业增速放缓影响，全国药品流通直报企业收入及利润同比增速均放缓。毛利、费用及利润比率方面，近年来，受“营改增”及“两票制”等因素的影响，上游医药制造企业在开票环节由过去的“低开”转变为“高开”，同时毛利空间较高的纯销业务占比得到提升，行业整体毛利水平有所提升，2018 年平均毛利率为 8.2%，同比上升 1.0 个百分点；与此同时，过去由下级分销商承担的在药品销售流通环节中的销售、管理费用将转移给医药流通企业，2018 年全国药品流通直报企业平均费用率为 6.5%，同比上升 0.4 个百分点；全国药品流通直报企业平均利润率水平持续维持在较低水平，2018 年为 1.9%，同比上升 0.2 个百分点，净利润率 1.6%，同比上升 0.1 个百分点，药品流通企业盈利能力保持稳健，收入增速略有下滑。长期来看，在未来宏观经济持续发展、医改政策不断深化以及国人对健康医疗消费需求不断升级的前提下，行业规模将保持稳步增长。

资本运作方面，根据《2018 年医药流通行业上市公司运行情况分析》，2018 年，25 家医药流通上市公司披露的对外投资活动共有 156 起，涉及金额 219.24 亿元。与上年同期相比（24 家药品流通行业上市公司、对外投资活动 183 起、涉及金额 126.5 亿元），药品流通行业上市公司投资并购活动仍频繁，但投资数量同比下降、涉及金额同比上升，表明药品流通龙头企业大额并购投资增多，其中国药控股斥资 51 亿元收购了国内最大的医疗器械分销企业中国科学器材（中科器）60%的股权，上海医药斥资 5.76 亿美元完成对康德乐中国业务的收购；以零售为主业的上市公司对外投资并购延续了过去几年的活跃态势，主要体现在对区域市场的布局方面，医药流通行业进入结构调整期，龙头企业纷纷通过并购重组的外延式增长方式拓宽市场份额，带动行业集中度提升，但增速有所放缓。

总体看，中国药品流通行业销售额以及直报企业营业收入和利润总额呈现持续增长态势，受宏观经济下行影响，行业增速有所放缓。未来，随着宏观经济的持续发展、医疗体制的深入改革，人口老龄化程度的进一步加深，医药流通行业长期将继续保持规模增长，行业发展水平将得到提高。

六、 行业杠杆与偿债能力

1. 医药流通发债存续企业概况

截至 2019 年 11 月 7 日，医药流通企业中发债存续主体共计 19 家，包括医药批发

企业 15 家，医药零售企业 4 家。其中，AAA、AA+、AA 和 A+企业分别有 5 家、6 家、7 家和 1 家；从企业性质来，央企和地方国有企业（含集体企业）分别为 2 家和 8 家，民营企业 9 家，国有企业和民营企业个数较为均衡；医药流通企业中大部分已实现上市，上市公司和非上市公司分别为 17 家和 2 家。

从基本财务指标来看，2019 年 9 月底，医药流通企业整体资产和权益规模较上年同期均有所提升，发债存续企业资产总额和权益规模均值分别为 616.13 亿元和 199.98 亿元，较上年底分别增长 14.21%和 9.95%。从盈利能力来看，受益于人口基数稳健增长、老龄化程度加深以及经济的持续发展等上游需求因素的持续拉动，医药流通行业发债存续企业 2019 前三季度平均营业收入和利润总额分别为 563.07 亿元和 21.65 亿元，同比分别增长 23.21%和 16.19%，保持稳定增长态势。2019 年前三季度，医药流通企业平均收入和利润分别占 2018 年全年的 81.89%和 82.14%。

分级别来看，AA、AA+和 AAA 企业在主要财务数据方面的区分度明显，随着信用等级度的上升，整体的财务指标也随之向好。AA 企业以民营企业为主，资产规模和收入规模主要分布在 100 亿元以下，前三季度利润总额不超过 10 亿元，其中深圳市海王生物工程股份有限公司在资产和盈利规模上显著优于同级别 AA 企业，但作为上市公司，其股权结构较为分散，且有息债务规模大，短期债务负担偏重，影响整体偿债能力。AA+企业中地方国企和民营企业数量接近，多数为在区域内有一定龙头优势的医药流通企业。AAA 企业全部为中央国有企业和地方国企，其中 4 家在全国范围内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；南京新工投资集团有限责任公司（AAA）为区域性龙头企业，近三年来主要财务指标稳健增长，杠杆率较低，经营性净现金流保持净流入，且所持金融资产持续贡献投资收益，但在主要财务指标上仍落后于其他四家。

表 5 医药流通企业发债存续主体情况

流通类型	发行人中文名称	最新级别	企业性质	是否上市	主要销售区域
医药批发	国药控股股份有限公司	AAA	中央国有企业	否	全国范围
	华润医药控股有限公司	AAA	中央国有企业	是	全国范围
	南京新工投资集团有限责任公司	AAA	地方国有企业	是	苏皖闽云鄂川六省
	上海上实(集团)有限公司	AAA	地方国有企业	是	全国范围
	上海医药集团股份有限公司	AAA	地方国有企业	是	全国范围
	华东医药股份有限公司	AA+	民营企业	是	浙江省
	九州通医药集团股份有限公司	AA+	民营企业	是	全国范围
	南京医药股份有限公司	AA+	地方国有企业	是	江苏、安徽和福建
	瑞康医药集团股份有限公司	AA+	民营企业	是	山东省

	浙江英特集团股份有限公司	AA ⁺	地方国有企业	是	浙江省为主，辐射华东六省
	重庆医药(集团)股份有限公司	AA ⁺	地方国有企业	是	全国范围
	广东太安堂药业股份有限公司	AA	民营企业	是	广东省
	上海润达医疗科技股份有限公司	AA	地方国有企业	是	华东、东北、华北
	深圳市海王生物工程股份有限公司	AA	民营企业	是	山东、湖北、河南
	北京纳通科技集团有限公司	AA	民营企业	否	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
医药零售	大参林医药集团股份有限公司	AA	民营企业	是	华南地区为主，含广东、广西、福建、浙江、江西等
	老百姓大药房连锁股份有限公司	AA	民营企业	是	华中、华东和西北地区
	一心堂药业集团股份有限公司	AA	民营企业	是	云南、广西、四川
	浙江华通医药股份有限公司	A ⁺	集体企业	是	浙江省绍兴市

资料来源：联合根据公开资料整理

注：除表中企业外，2家医药批发企业湖北人福医药集团有限公司和天津天士力医药营销集团股份有限公司有存续 ABN 但无主体级别，未纳入统计

表 6 医药流通企业发债存续主体 2019 年前三季度主要财务数据（单位：亿元）

发行人中文名称	最新级别	2019 年 9 月底资产总额	2019 年 9 月底权益总额	2019 年 9 月底营业收入	2019 年 9 月底利润总额
大参林医药集团股份有限公司	AA	79.10	35.79	80.41	7.49
老百姓大药房连锁股份有限公司	AA	93.48	37.11	83.70	5.80
一心堂药业集团股份有限公司	AA	81.69	44.68	76.61	5.92
广东太安堂药业股份有限公司	AA	87.37	53.56	27.57	1.19
上海润达医疗科技股份有限公司	AA	85.89	34.99	51.93	5.93
深圳市海王生物工程股份有限公司	AA	397.73	79.62	307.02	9.07
AA 平均值		137.54	47.62	104.54	5.90
华东医药股份有限公司	AA ⁺	225.10	121.99	276.28	27.71
九州通医药集团股份有限公司	AA ⁺	676.91	204.21	733.79	13.22
南京医药股份有限公司	AA ⁺	238.05	43.65	276.92	4.87
瑞康医药集团股份有限公司	AA ⁺	372.34	118.98	269.44	13.02
浙江英特集团股份有限公司	AA ⁺	117.18	29.03	183.13	3.73
重庆医药(集团)股份有限公司	AA ⁺	244.02	74.45	251.64	8.49
AA+ 平均值		312.27	98.72	331.87	11.84
国药控股股份有限公司	AAA	2870.08	739.42	3126.88	98.18
华润医药控股有限公司	AAA	1740.09	534.19	1350.22	65.23
南京新工投资集团有限责任公司	AAA	738.97	305.77	343.95	11.45
上海上实(集团)有限公司	AAA	1852.13	708.17	1416.32	62.22
上海医药集团股份有限公司	AAA	1356.49	487.73	1406.17	50.05
AAA 平均值		1,711.55	555.06	1528.71	57.42
行业整体均值		616.13	199.98	563.07	21.65
上年同期行业平均(2018Q3)		539.46	181.88	457.00	18.63
主要财务数据同比增长率		14.21%	9.95%	23.21%	16.19%

资料来源：联合根据公开资料整理

注：浙江华通医药股份有限公司（A+）为中小板上市公司，2019 年启动与浙农控股的重大资产重组，主业拟变更为农资流通业务，北京纳通科技集团有限公司（AA）未公开 2019 年 9 月底财务数据，两家企业不纳入后文财务指标统计

2. 上下游资金占用和收入实现能力指标

医药流通行业属于资金密集型行业，具备一般流通企业的特征，而医药零售企业和医药批发企业在资金占用的表现上有所不同。

医药零售企业为满足终端消费者的需求通常在店面铺货较多，并在物流中心进行一定备货，面临强势的药厂或长期合作的供应商为锁定采购价格或者货源也可能采用预付少量订金的形式，财务表现上形成存货和预付账款对资金的较大占用。医药零售企业下游直接面对终端消费者，结算方式以现金和部分医保回款为主，而医保一般于当年年底一次性结算回款，对医药零售企业形成部分应收款项，但账龄较短且不存在信用风险。医药流通行业的 3 家医药零售样本企业均为区域性行业龙头企业，从规模及效益来看具备较强竞争优势。从财务表现上看，2019 年前三季度，3 家样本企业的上下游资金占用合计占总资产的 33.73%，较上年同期有所下降；经营性现金流量均保持正向流入，收入实现质量良好。

医药批发企业下游历史上包括医疗机构和下游分销流通企业，但随着“两票制”的执行，医药批发企业下游客户中公立医疗机构占比提升，行业进一步向具备较强的配送能力和分销网络、较为齐全的品类、较大的购销规模 and 良好信誉的龙头企业集中，医药调拨业务下降，批发企业代销收入显著降低。而医药分销企业较公立医疗机构往往处于弱势，流通企业为获取订单一般提供较长结算账期及垫资，导致应收账款和应收票据通常对医药流通企业资金形成较大占用。2019 年前三季度，医药批发企业上游占款（存货+预付账款）平均占资产总额的 18.39%，较上年同期（20.61%）略有下降，而下游占款（应收账款+应收票据）平均占资产总额的 39.61%，较上年增加 1.31 个百分点，下游资金占用有所加重。从现金流情况来看，2019 年前三季度，14 家医药批发样本企业中经营活动现金净流出的企业 7 家（其中国药控股股份有限公司净流出 155.65 亿元，较上年同期净流出 111.78 亿元进一步扩大），样本企业平均净流出 13.15 亿元，现金收入比为 101.77%，较上年同期减少 2.80 个百分点，收入实现质量有所弱化。

表 7 医药流通企业发债存续主体 2019 年前三季度整体资金占用情况（单位：亿元）

发行人中文名称	流通类型	最新级别	总资产	存货+ 预付账款占比	应收账款+应 收票据占资产比	上下游 占款合计占比	经营性 净现金流	现金收入比
大参林医药集团股份有限公司	医药零售	AA	79.10	25.22%	3.75%	28.97%	10.85	111.26
老百姓大药房连锁股份有限公司		AA	93.48	24.89%	10.34%	35.23%	7.07	110.40
一心堂药业集团股份有限公司		AA	81.69	28.79%	8.19%	36.98%	6.33	103.97
医药零售企业平均值			84.75	26.30%	7.43%	33.73%	8.08	108.54
上年同期（2018Q3）			70.17	30.03%	8.74%	38.77%	4.45	107.90
国药控股股份有限公司	医药批发	AAA	2,870.08	19.61%	50.28%	69.89%	-155.65	102.39
上海医药集团股份有限公司		AAA	1,356.49	19.69%	37.27%	56.96%	29.32	107.58
华润医药控股有限公司		AAA	1,740.09	14.03%	34.51%	48.54%	-26.13	97.75
上海上实(集团)有限公司		AAA	1,852.13	17.71%	27.76%	45.47%	16.61	109.57
南京新工投资集团有限责任公司		AAA	738.97	7.33%	21.21%	28.55%	-18.78	97.96
重庆医药(集团)股份有限公司		AA ⁺	244.02	15.41%	57.47%	72.88%	-17.30	98.06
浙江英特集团股份有限公司		AA ⁺	117.18	24.75%	52.45%	77.20%	-6.32	97.59
瑞康医药集团股份有限公司		AA ⁺	372.34	13.84%	48.02%	61.86%	22.52	83.09
九州通医药集团股份有限公司		AA ⁺	676.91	22.38%	38.88%	61.26%	-27.11	105.21
华东医药股份有限公司		AA ⁺	225.10	19.82%	38.20%	58.02%	9.09	101.25
南京医药股份有限公司		AA ⁺	238.05	18.34%	59.74%	78.08%	-19.85	98.35
深圳市海王生物工程股份有限公司		AA	397.73	11.90%	47.30%	59.20%	4.51	104.86
上海润达医疗科技股份有限公司		AA	85.89	17.91%	34.53%	52.44%	1.39	104.86
广东太安堂药业股份有限公司		AA	87.37	34.72%	6.91%	41.64%	3.57	116.30
医药批发企业平均值			785.88	18.39%	39.61%	58.00%	-13.15	101.77
上年同期（2018Q3）			699.51	20.61%	38.30%	58.90%	-12.48	104.57

注：重庆医药(集团)股份有限公司为 2019 年首次发债企业，无 2018 年同期数据

2018 年 12 月起生效的带量采购政策在保障医药流通企业下游结算回款方面出台了一系列有利规定，国家文件明确要求预付比例不低于 30%，同时各地在执行过程中出台了更为严苛的细则，如上海、重庆、天津等多个城市要求必须按 50%进行预付，上海、成都规定医保基金优先预付给商业企业等，随着政策的落地，各地医药流通企业下游结算周期缩短，资金占用压力有望减轻。

3. 债务负担和偿债压力指标

总体来看，行业运营模式基本决定了行业的经营杠杆。在上下游形成较大资金占用的背景下医药流通企业普遍呈高杠杆运行的特点。随着两票制、集中招标和带量采购等政策的施行，医药流通企业上下游的资金占用整体有所加重，普遍面临较大资金压力，与上年同期末相比，主要表现为债务规模扩大、资产负债率和全部债务资本化比率增长、短期偿债压力增

加等。但医药流通企业发行主体以上市公司为主，且存续债券构成上以中央及地方国企发行的债券为主，企业经营和财务情况良好，整体违约风险处于可控范围内。

从债务负担来看，随着经营规模的扩张，发行人对流动资金的需求上涨，AA、AA+及AAA医药流通企业全部债务规模整体呈上涨趋势。从债务负担来看，医药流通企业资产负债率主要分布在50%~70%之间，全部债务资本化比率主要分布在40%~60%之间，资产负债率超过80%且全部债务资本化比率超过70%的企业1家（南京医药股份有限公司），行业内整体负债率水平偏高。分级别来看，截至2019年9月底，AA、AA+和AAA企业较上年同期平均债务规模均增长，其中AA和AA+企业增长较快，且短期债务占比呈明显提升态势。

债务结构上，医药流通企业对资金流动性需求较高，债务构成均以短期债务为主，AA、AA+和AAA企业的平均短期债务占比分别为75.21%、91.54%和79.09%，其中AA+企业债务构成上短期债务占比均在85%以上。从偿债能力指标来看，医药流通企业平均流动比率达1.41倍，平均速动比率接近1倍，流动资产对流动负债的保障能力较好。考虑到公司债务结构以短期为主，且现金类资产对短期债务的保障不足（2019年9月底平均保障倍数为0.42倍，样本企业中有5家现金类资产对短期债务的覆盖能力低于0.2倍），医药流通企业仍面临一定短期偿债压力，债务期限结构有待优化。

同时，畅通的间接融资渠道可以满足流通企业上下游支付结算和短期债务置换的需求，对公司资金流动性和偿债能力形成支撑。通过对医药流通企业再融资能力的分析，医药流通样本企业2共获银行授信额度6534.16亿元，其中行业龙头企业国药控股股份有限公司、华润医药控股有限公司和上海上实(集团)有限公司获授信额度均超过千亿元。样本企业授信总额和未使用余额中位数分别为110.29亿元和48.68亿元。而广东太安堂药业股份有限公司和上海润达医疗科技股份有限公司受自身规模所限银行授信未使用额度偏低（分别为3.90亿元和2.82亿元），对再融资能力形成一定制约。

表8 医药流通企业发债存续主体2019年前三季度债务负担及偿债压力指标情况

（单位：亿元、%、倍）

发行人中文名称	流通类型	企业性质	债务负担及债务结构指标				偿债能力指标		
			全部债务	短期债务占比	资产负债率	全部债务资本化比率	流动比率	速动比率	现金类资产/短期债务
大参林医药集团股份有限公司	医药零售	民营企业	26.06	67.13	54.75	42.13	1.50	0.93	0.70

² 大参林医药集团股份有限公司无公开银行授信数据，未纳入统计；上述银行授信额度统计使用截至2019年12月3日Wind资讯最新披露口径

老百姓大药房连锁股份有限公司	医药零售	民营企业	33.60	86.83	60.30	47.51	0.94	0.57	0.30
一心堂药业集团股份有限公司	医药零售	民营企业	16.26	69.88	45.31	26.69	1.83	1.21	0.82
广东太安堂药业股份有限公司	医药批发	民营企业	25.05	59.29	38.70	31.87	2.08	0.81	0.15
上海润达医疗科技股份有限公司	医药批发	地方国企	31.24	86.49	59.26	47.17	1.18	0.89	0.15
深圳市海王生物工程股份有限公司	医药批发	民营企业	165.32	81.65	79.98	67.49	1.14	1.01	0.19
AA 均值			49.59	75.21	56.38	43.81	1.45	0.90	0.39
上年同期 (2018Q3)			27.19	57.77	55.49	33.10	1.52	0.88	0.75 ²
华东医药股份有限公司	医药批发	民营企业	26.76	93.33	45.80	17.99	1.53	1.13	0.89
九州通医药集团股份有限公司	医药批发	民营企业	301.69	91.05	69.83	59.63	1.29	0.98	0.17
南京医药股份有限公司	医药批发	地方国企	105.77	100.00	81.67	70.79	1.14	0.94	0.48
瑞康医药集团股份有限公司	医药批发	民营企业	150.99	87.31	68.05	55.93	1.31	1.14	0.36
浙江英特集团股份有限公司	医药批发	地方国企	36.53	92.22	75.22	55.72	1.24	0.93	0.34
重庆医药(集团)股份有限公司 ¹	医药批发	地方国企	85.25	85.35	69.49	53.38	1.31	1.09	0.19
AA+均值			117.83	91.54	68.34	52.24	1.30	1.04	0.41
上年同期 (2018Q3)			63.57	71.68	67.29	41.92	1.42	1.09	1.55
国药控股股份有限公司	医药批发	央企	946.54	90.06	74.24	56.14	1.26	1.03	0.34
华润医药控股有限公司	医药批发	央企	579.05	84.45	69.30	52.01	1.16	0.97	0.35
南京新工投资集团有限责任公司	医药批发	地方国企	172.42	79.39	58.62	36.06	1.42	1.26	0.60
上海上实(集团)有限公司	医药批发	地方国企	521.83	68.58	61.76	42.43	1.33	1.00	0.56
上海医药集团股份有限公司	医药批发	地方国企	349.74	72.99	64.04	41.76	1.33	1.00	0.57
AAA 均值			513.92	79.09	65.59	45.68	1.30	1.05	0.48
上年同期 (2018Q3)			392.11	89.75	64.80	43.08	1.23	0.98	0.50
整体均值			210.24	82.12	63.31	47.34	1.35	0.99	0.42
上年同期 (2018Q3)			152.60	72.11	62.01	38.98	1.41	0.98	0.96

资料来源：联合资信根据 Wind 资讯数据整理

注：1. 重庆医药(集团)股份有限公司为 2019 年首次发债企业，无 2018 年同期数据；2. 一心堂在 2018Q3 现金类资产/短期债务指标计算中因短期债务过低在计算时出现离群值 (26266.04 倍)，未纳入均值计算；现金类资产指标采用 (期末现金及现金余额等价物+应收票据) 近似计算

4. 盈利能力和经营效率指标

从盈利能力来看，随着中国医药市场的扩容，17 家医药批发和医药零售样本企业营业收入和利润均呈现出持续增长态势。2019 年 1—9 月，14 家发行人营业收入及利润总额均快速增长，同时，随着级别的跃升，企业平均收入和利润规模呈现较大差异。从盈利能力来看，AA 企业营业利润率和期间费用率均显著高于 AA+和 AAA 企业，主要系 3 家医药零售企业均位于此行业序列所致。受业务模式影响，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，购销差价相对较大，同时以房租、职工薪酬为主的期间费用对利润形成较大侵蚀，因此营业利润率和期间费用/收入比通常高于医药批发企业，而医药批发企业为在下游销售中保持竞争力，毛利率通常相对偏低。与上年同期相比，随着 2016 年以来零加成、药品招标降价、医保控费等医改政策持续加力，医药流通行业企业盈利空间收窄，营业利润率同比呈收缩态势，2019 年前三季度下降至 18.69%，同时，行业龙头集聚的效果逐步显现，规模化效应下企业加强自身管理，期间费用控制能力加强，整体盈利能力保持稳定。

从经营效率上看，2019 年前三季度，除销售债权周转次数以外，医药流通企业主要经营效率指标较上年同期均有所提升。其中，AA 序列企业销售债权周转次数显著优于 AA+和 AAA 序列，主要原因为序列构成中 3 家零售企业销售债权形成的资金占用规模较小所致（剔除 3 家零售企业后均值下降至 3.02 次）。由于批发企业所处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，因此随着级别的提升，AA、AA+和 AAA 级别企业的净营业天数（存货周转天数+应收账款周转天数-应付账款周转天数）呈明显的下降趋势；分级别来看存货周转次数和总资产周转次数区分度不明显，表明流通企业在存货管理、应收账款管理等因素方面采取不同的专攻策略。

表 9 2019 年前三季度医药流通企业发债存续主体盈利能力及同比情况（单位：亿元、%）

级别	营业收入	净利润	营业利润率	期间费用/收入比	净资产收益率
AA 均值	104.54	4.49	29.01	22.42	10.24
AA+均值	331.87	9.41	13.38	9.66	9.91
AAA 均值	1,528.71	46.00	12.67	9.94	7.76
行业均值	603.65	18.44	18.69	14.24	9.40
上年同期（2018Q3）	496.30	16.41	21.31	15.85	9.36

资料来源：联合资信根据 Wind 资讯数据整理

表 10 2019 年前三季度医药流通企业发债存续主体经营效率及同比情况（单位：次、天）

最新级别	销售债权周转次数	存货周转次数	总资产周转次数	净营业天数
AA 均值	9.70	3.15	0.79	132.05
AA+均值	2.90	6.18	1.23	91.03
AAA 均值	2.96	5.72	0.87	74.84
行业均值	5.32	4.98	0.97	100.74
上年同期（2018Q3）	5.33	4.29	0.94	118.95

资料来源：联合资信根据 Wind 资讯数据整理

七、 行业内样本企业信用状况

1. 2019 年三季度医药流通企业债券发行情况分析

2019 年前三季度，以 19 家医药流通发债企业为样本企业，医药流通行业发债存续企业共计发行债券 34 支，同比减少 7 支；发行规模合计 462 亿元，同比下降 4.92%，发行规模较上年同期有所收紧。从企业性质来看，其中包括 2 家央企、7 家地方国有企业、9 家民营企业、1 家集体企业。

从发债主体级别来看，2019 年 1—9 月，医药流通行业发债主体主要为 4 家 AAA 企业，共计发行债券数量 22 支，占当期医药流通行业债券发行数量合计的 64.71%，共计发行债券规模 401 亿元，占当期医药流通行业发行债券总规模的 86.80%，其中国药控股股份有限公司 1 家企业前三季度发行债券 9 支，发行规模 285 亿元；当期发债主体中 AA+企业共计 3 家，共计发债债券数量 9 支，占当期医药流通行业债券发行数量合计的 26.47%，共计发行债券规模 42 亿元，占当期医药流通行业发行债券总规模的 9.09%，其中南京医药股份有限公司 1 家企业发行债券 5 支，规模合计 24 亿元；当期发债主体中 AA 企业共计 3 家，共计发行数量 3 支，发行规模合计 19.30 亿元，全部为医药零售类企业。

从发债主体企业性质来看，2019 年 1—9 月，医药流通发债主体中，中央国有企业发行债券数量 12 支，同比增加 2 支，发行规模 325 亿元，同比增长 12.07%，占当期医药流通行业发行债券总规模的 70.35%；地方国有企业（含集体企业）发行债券数量 15 支，同比减少 2 支，发行规模 100 亿元，同比增长 10.20%，占当期医药流通行业发行债券总规模的 21.65%；民营企业发行债券数量 7 支，同比减少 7 支，发行规模 34.3 亿元，同比下降 67.49%，占当期医药流通行业发行债券总规模的 7.42%。

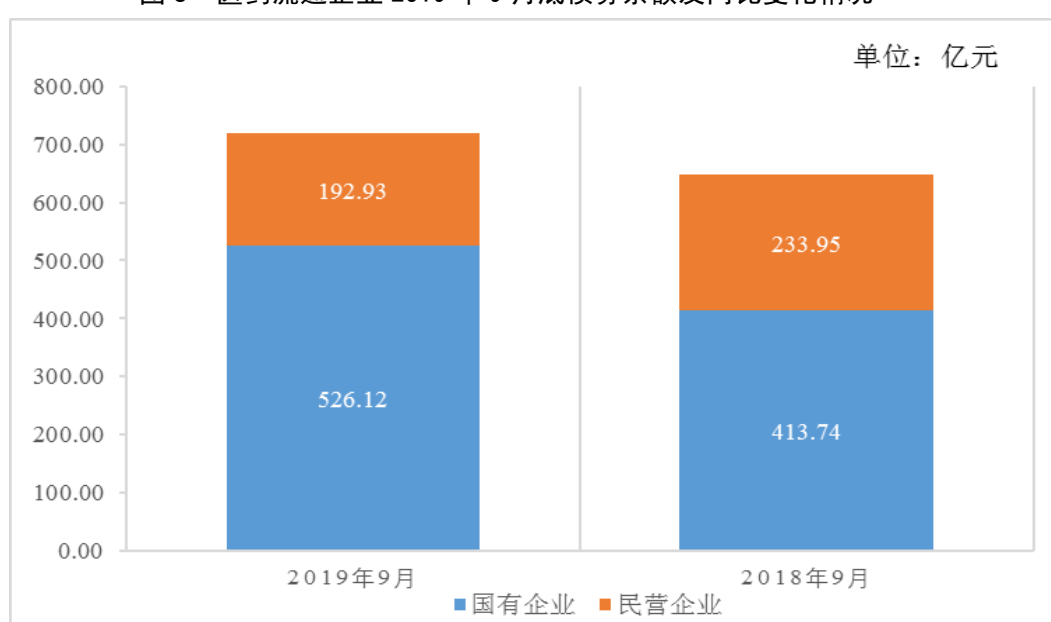
2. 存续债券及 2019 年债券偿还情况

从存续债券规模来看，截至 2019 年 9 月底，样本企业存续债券余额合计 719.05 亿元³，较 2018 年 9 月底（647.69 亿元）增长 11.02%。在当前偏紧的货币政策环境及投

³重庆医药(集团)股份有限公司 2019 年 10 月 31 日首次发行 3 亿元超短期融资券 19 渝医药 SCP001，截至 2019 年 9 月底债券余额为 0。

资者风险偏好因素影响下，国有企业较民营企业融资环境相对宽松，2018年9月—2019年9月，医药流通企业净偿还债券390.94亿元，净融入71.36亿元，其中国药控股、南京新工、华润医药和上海医药分别实现债券净融入63.40亿元、26.00亿元、15亿元和10亿元，而九州通、瑞康医药和海王生物分别实现债券净融出17.00亿元、14.00亿元和13.32亿元，医药流通行业债券投资人表现出对优质国有企业的支持和认可，融资渠道方面的便利给国有企业的经营发展提供了一定助力，充足的营运资金有利于其扩大经营规模、获取行业竞争优势，但同时债务负担有所加重，偿债压力加大。

图8 医药流通企业2019年9月底债券余额及同比变化情况



资料来源：联合资信整理

信用等级迁徙方面，2019年前三季度，医药流通行业信用等级调整数量仅有一家，为浙江英特集团股份有限公司，上海新世纪于2019年7月24日将其由AA上调为AA+，医药流通行业当期无主体级别下调及违约情况。

整体看，2019年1—9月，医药流通行业发债主体的信用等级集中在AA+及AAA级别，且高等级医药流通企业发债规模最大，发债规模占比明显高于低级别企业；中央国有企业发行规模显著高于地方国有企业和民营企业，民营企业发债数量最少，发债规模最小。截至2019年9月底，央企及地方国有企业债券余额同比实现增长，而民营企业债券余额收缩。未来，随着“两票制”、带量采购等政策的进一步推进，行业内重组并购活动的进一步增加，级别相对更高的央企和地方国企对资金需求加大，发债企业主体级别进一步向高级别集中。

八、 行业展望

医药行业关乎国计民生，受宏观经济周期性波动影响小，需求刚性。近年来，在外部宏观经济发展、政策变化以及人口老龄化趋势等综合影响下，中国医药流通行业规模保持增长，行业增速逐步放缓，但仍保持高于 GDP 增速的发展趋势。2019 年以来，随着医改政策的持续推进和两票制的广泛推行，行业内企业调拨业务占比下滑，下游客户中公立医疗机构占比快速提升，应收账款账期被进一步拉长，医药流通企业的资金占用增加，行业内结构调整及行业格局重塑对医药流通企业在资金运营效率、下游渠道拓展等方面提出更高要求，龙头企业借行业政策调整期积极通过外延式并购拓展市场份额，重组并购等资本运作频繁，市场份额进一步向龙头企业倾斜，龙头企业资金需求保持较高水平，债务负担及杠杆水平进一步提升，行业内发债主体信用等级愈发集中在 AAA 和 AA+ 等高等级的中央国有企业及地方国有企业。

展望 2020 年，在医改政策持续推进和宏观经济稳定发展背景下，预计未来医药流通行业销售规模仍将保持增长，但增速或将持续回落。以保障医药行业稳定运行，降低药品费用为主要原则，医改政策将通过促使医药流通行业内龙头企业的收购整合等方式提升行业集中度。具有规模优势、较高运营效率、较好费用控制能力、专业化服务水平高的流通企业将获得更多的资源和市场份额，同时也需关注低等级发行人和民营企业资金成本及再融资风险，以及医改政策推进下带来的占款压力。综上所述，联合资信认为医药流通行业信用展望为稳定。