



医药

2010.11.22

整合提速，“商”机无限

——医药流通行业深度报告

**易镜明**

021-38676779

yijingming@gtjas.com

S0880208080357

郑磊

021-38674750

zhenglei008193@gtjas.com

本报告导读：

医药流通行业整合是必然趋势，政策性文件有望成为加速器

摘要：

- 医药流通行业是连接医药生产和零售终端的重要环节，业务模式主要包括分销和零售：1、分销业务为主，其中纯销业务的毛利较高，未来比重有望进一步提升；2、底价代理制是目前药品销售的主流模式，但拥有终端品牌和学术推广能力的公司多采用团队制，药价管理办法的出台或促成行业竞争模式的转型。
- 从国内政策看，政策改革为医药流通产业发展提供保障，逐步引导行业集中化、规模化：1、流通改革主题：“开放”——“严查”——“探索”——“整合”；2、集中招标政策变化：7号文件带来的“省级大招标”和“两票制”；3、反商业贿赂加强：传达的是政府改革的一种决心。
- 政策改革可能带来的变化：1、地方垄断和保护将有望被打破，市场份额集中度大幅提升，未来可能形成以国药、上药、九州通全国“三甲”外加“二线”优质龙头企业并驾齐驱的局面；2、医疗终端的纯销比例有望进一步增加，规模化导致配送成本下降，行业盈利能力有提升空间。
- 在医药工业稳步增长、政府投入持续加大的利好下，我国医药商业市场总量呈现稳定的增长：2001~2009年行业复合增长率达到13.5%，其中2009年市场总量达到5,050亿元，预计未来产业能够保持10%的增速。但行业集中度低，1.3万家分销企业中超过50亿的企业只有11个，前三家的总市场份额约为20%。
- 从国外经验看，医药流通行业整合趋势是：美国目前市场前三家总份额在90%以上；日本在过去10年前三的集中度从19%提高到73%。由于壁垒性不高，行业竞争激烈，药价政策的限制又使得行业的盈利空间缩水，除了比拼成本，似乎找不到更好的生存方式，规模化趋势是大家共同的认识，最后市场份额势必集中到几家全国性或者区域性龙头企业，这是一个用时间去换空间的过程。
- 我们判断政策性的组合拳（十二五规划+新医改+7号文件），有望成为此次行业整合进程的加速器。我们预测：到2012年，上药的扩张速度将是最快的（实现市场份额翻倍），国药市场规模可能接近千亿（达到国家十二五规划目标），前三的市场集中度将从目前的20%提升到30%以上。
- 在整个医药流通行业大洗牌的背景下，我们将遵循两个逻辑寻找A股市场的投资标的：享受全国范围内的整合进程：上海医药、国药股份、九州通；省级招标政策的直接受益者：一致药业、英特集团、华东医药。**重点推荐：上海医药、国药股份、一致药业。**

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：**增持**

上次评级：

增持

细分行业评级

中成药	增持
化学药制剂	增持
化学原料药	谨慎增持
生物制药	增持
医疗器械及服务	增持
医药商业	增持

相关报告

医药：《紧跟热点，把握个股》	2010.11.05
医药：《十二五规划对医药行业的影响解析》	2010.10.20
医药：《板块整体平稳，个股机会显露》	2010.09.21
医药：《湖南开启器官捐献试点工作》	2010.09.21
医药：《继续看好板块近期表现》	2010.09.13

目 录

前言	5
1. 医药流通产业特点分析	5
1.1. 什么是医药流通？	5
1.2. 医药流通不同业务的盈利模式分析	6
1.3. 医药流通行业竞争环境分析	7
1.3.1. 医药分销行业波特五力模型解析	7
1.3.2. 底价代理制是目前药品销售的主流模式	7
1.3.3. 药价管理办法或促成竞争模式转型	8
2. 政策改革为医药流通产业发展提供保障	9
2.1. 政策引导行业改革，规模化将成方向	9
2.2. 药品集中招标采购：医药流通改革的主旋律	10
2.2.1. 320 文件是对 308 文件在集中招标采购的完善和发展	10
2.2.2. 7 号文件进一步强化“集中”，整合势在必行	12
2.2.3. 政策落实对行业龙头传达利好信息	12
2.3. 反商业贿赂：是利空？还是契机？	14
2.3.1. 什么是反商业贿赂？	14
2.3.2. 反商业贿赂利于产业发展	15
3. 我国医药流通行业特点分析	16
3.1. 历史数据：医药流通行业保持稳定增长	16
3.1.1. 医药市场快速增长，政府投入持续加大	16
3.1.2. 药品流通市场规模稳步扩大，区域性分布明显	17
3.2. 分销市场：集中度较低，整合已成必然	18
3.2.1. 集中度不断提升，规模化逐步形成	18
3.2.2. 借鉴国外经验，整合方向明确	19
3.3. 零售市场：竞争激烈，连锁业务成发展趋势	21
3.4. 第三方物流：药品流通发展的期待和亮点	22
3.5. 十二五规划配合新医改推动整合时点到来	24
4. 上市公司分析：强者恒强	25
4.1. “三甲”：军备竞赛，各具看点	25
4.1.1. 上海医药：外延式扩张步伐加快	26
4.1.2. 国药股份：整合时间提供想象空间	29
4.1.3. 九州通：IPO 募资寻求突破	32
4.2. “二线”：地方龙头，受益弹性	34
4.2.1. 一致药业：深入布局两广	35
4.2.2. 英特集团：商业龙头中的后起之秀	37
表 1：分销和零售业务盈利模式对比	6
表 2：纯销和分销业务的盈利模式对比	7
表 3：底价代理制和团队制的简单对比	8
表 4：我国医药流通行业改革政策性总结回顾	9
表 5：320 号文件与 308 号文件相比更加注重“集中”	11

表 6: 我国各地配送商遴选方案汇总.....	12
表 7: 我国主要医药流通企业区域分布.....	18
表 8: 2008 年我国医药零售行业前十大企业.....	21
表 9: 北京地区企业物流配送情况.....	23
表 10: 2006~2008 年三家公司稳居“三甲”.....	25
表 11: 三家上市公司业务看点比较.....	26
表 12: 2010 年上海医药外延式扩张情况.....	27
表 13: 2010 年上海医药战略合作情况.....	28
表 14: 北京地区医药商业竞争格局.....	30
表 15: 国药控股旗下北方主要子公司情况.....	30
表 16: 九州通经营模式独特.....	33
表 17: 九州通销售网络覆盖全国.....	33
表 18: 九州通募投项目情况.....	34
表 19: 上市公司业务看点比较.....	35
表 20: 2009~2010 年公司医药商业子公司收售情况.....	37
表 21: 医药流通企业盈利预测与估值.....	39

图 1: 医药产业供应链（实线代表医药物流，虚线代表资金流）.....	6
图 2: 团队制营销模式.....	9
图 3: 2001~2004 年医药商业上市公司盈利指标明显下降.....	11
图 4: 上市公司利润水平显著高于行业.....	14
图 5: 目前中国毛利率高于美国水平.....	14
图 6: 医药行业总产值增速于 06 年放缓，随后快速增长）.....	15
图 7: 医药商业的行业毛利率稳定，利润率提升.....	16
图 8: 上市公司的商业毛利率稳定，利润率提升.....	16
图 9: 2001~2009 医药工业市场增长情况（亿元）.....	16
图 10: 2001~2009 年医药工业产值占 GDP 比重.....	16
图 11: 2001~2008 年卫生总费用占 GDP 比重.....	17
图 12: 2001~2009 年政府投入占卫生总支出比重.....	17
图 13: 2001~2008 年医药商业市场总量增长情况（亿元）.....	17
图 14: 我国医药商业业务区域分布.....	18
图 15: 2003~2008 年我国医药分销行业集中化情况.....	19
图 16: 2003~2008 年医药分销行业规模化情况.....	19
图 17: 发达国家分销市场前三位集中度远高于我国.....	19
图 18: 发达国家分销企业数量远少于我国.....	19
图 19: 日本分销行业市场前三份额集中度提高过程.....	20
图 20: 医药批发企业未来整合途径.....	20
图 21: 2006-2008 年我国药店总数.....	21
图 22: 零售药店占我国药品终端市场的份额不断上升.....	22
图 23: 第三方物流业务流程图.....	23
图 24: 2007~2009 年嘉事堂物流业务收入（百万元）.....	24
图 25: 2007~2009 年嘉事堂各项业务毛利率情况.....	24
图 26: 国药、上药、九州通三足鼎立，市场份额将显著提升.....	24
图 27: 2012 年行业前三市场规模假设（亿元）.....	25
图 28: 2012 年行业前三市场整体规模变化.....	25

图 29: 资产重组前上海医药股权结构	26
图 30: 资产重组后上海医药股权结构	26
图 31: 2008~2009 年上海医药主营收入变化 (亿元)	27
图 32: 2010 H 上海医药主营收入构成	27
图 33: 上海医药全国市场扩张目标	28
图 34: 国药控股股权结构	29
图 35: 2005~2009 年国药股份主营收入变化 (亿元)	30
图 36: 2010 H 国药股份主营收入构成	30
图 37: 2006~2009 年国药控股主营收入变化 (亿元)	31
图 38: 2006~2009 年国药控股净利润变化 (亿元)	31
图 39: 国药控股全国市场扩张目标	32
图 40: 2007~2009 年九州通主营收入变化 (亿元)	32
图 41: 2007~2009 年九州通净利润变化 (亿元)	32
图 42: 九州通全国市场扩张目标	34
图 43: 2006~2009 年一致药业主营收入变化 (亿元)	35
图 44: 2010 H 一致药业收入构成情况	35
图 45: 2006~2009 年国控广州主营收入情况 (亿元)	36
图 46: 2006~2009 年国控广州盈利情况 (百万元)	36
图 47: 公司在广东地区基本完成沿海二线城市覆盖	36
图 48: 英特集团&华东医药毛利构成对比	38
图 49: 2006~2009 年英特集团主营收入情况化 (亿元)	39
图 50: 2006~2009 年英特集团净利润情况 (百万元)	39
图 51: 2006~2009 年华东医药商业收入情况 (亿元)	39
图 52: 2006~2009 年华东医药净利润情况 (百万元)	39

前言

商务部市场秩序司司长向欣于 2010 年 8 月 26 日在“首届中国国际商账管理高峰论坛”表示，医药流通行业“十二五”规划草案已完成，正在征求意见。据报道，规划可能于年底前出台，12 月将成为一个值得期待的时间点。向欣介绍，规划的重点在于，要培育 1-2 家千亿企业，20 家百亿企业，以解决行业集中度不高，以药养医等问题。

从国内政策看，医药流通行业一直是国家医改的主要工作重点，整合的话题也议论了很多年，我们判断政策性组合拳（十二五规划+新医改+7 号文件），有望成为行业整合进程的加速器。因此我们花了一定篇幅的时间去整理改革开放 30 年来的政策，以史为镜，力图去把握政策所引导的方向：

- 流通改革主题：“开放”——“严查”——“探索”——“整合”
- 集中招标政策变化：7 号文件带来的“省级大招标”和“两票制”
- 反商业贿赂加强：传达的是政府改革的一种决心

我们的结论：1、政策引导下地方垄断和保护将有望被打破，市场份额集中度大幅提升，未来可能形成以国药、上药、九州通全国“三甲”外加“二线”优质龙头企业并驾齐驱的局面；2、终端纯销比例有望进一步增加，规模化导致配送成本下降，行业盈利能力有提升空间。

从国外经验看，医药流通行业整合是大势所趋。由于壁垒性低，行业竞争非常激烈，而药价的限制又压缩了行业的盈利空间较小，除了比拼成本，似乎找不到更好的生存方式，规模化趋势是大家共同的认识。虽然从目前看整合会以什么样的加速度进行仍存不确定，但最后市场份额势必集中到几家全国性或者区域性龙头企业手中，这是一个用时间去换空间的过程。

事实上，这一轮大规模的整合已经悄然开始了：国药控股成立国控贵州，基本完成全国布局；上海医药立足华东，2010 年完成了 4 家地方龙头企业的收购；九州通已融资上市，角逐资本市场。。在医药商业迎来大洗牌的背景下，我们判断上海医药、国药股份、九州通、一致药业、英特集团、华东医药等将成为 A 股的优秀投资标的。

1. 医药流通产业特点分析

1.1. 什么是医药流通？

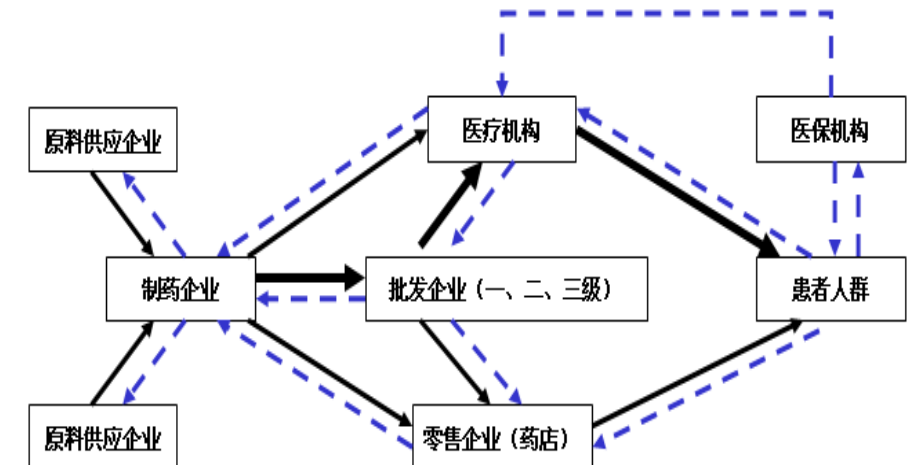
医药流通行业是连接上游医药生产企业和下游零售终端承上启下的重要环节。医药流通企业从上游医药生产企业采购药品，然后再批发给下游的医药分销企业、医院、药店等，通过交易差价及提供增值服务获取利润。

由于药品的特殊性，长期以来我国医药流通领域一直采用“统购包销、逐级调拨”的三级批发流通管理模式，严格控制药品的流通。

- 传统的医药流通体制下，药品到达患者通常有 2~3 个环节，小部分买断经营的品种流通环节最长可达 6 个：买断总经销权的大型批发

- 企业—各片区或者省级代理—地市级代理—地市医药批发公司销售商—零售药店/医疗机构—患者人群；
- 作为特殊的、具有垄断地位的零售环节，医疗机构药房占据了75%以上的药品零售市场份额，是医药物流的主要干线。

图 1：医药产业供应链（实线代表医药物流，虚线代表资金流）



数据来源：国泰君安证券研究

1.2. 医药流通不同业务的盈利模式分析

根据药品流通终端客户的不同，我们可以将医药商业的业务模式简单分为分销（终端客户主要是医院等医疗机构）和零售（终端客户是个人）。

表 1：分销和零售业务盈利模式对比

	分销	零售
经营模式	作为销售渠道，将药品从生产企业直接或间接运送到医院、药店等机构	采用单体或者连锁药店经营，作为终端市场，直接面对消费人群
经营品种	处方药、OTC 都有，由于处方药市场较大，以处方药为主	处方药在药店均要凭处方销售，因此品种以 OTC 为主
市场格局	全国 1.3 万多家分销企业，已逐步形成了区域性龙头，属于垄断竞争市场	全国接近 40 万家药店，业务同质性较强，属于完全竞争市场
盈利特点	属于药品流通中间环节，药品进销差价不大，业务的毛利率通常在 10%以下	在一定程度上能控制终端销售，业务毛利率较高，一般能达到 20%~40%

数据来源：国泰君安证券研究

目前医药分销企业的经营方式主要有两种：纯销和批发业务。由于纯销业务的配送费率较高，毛利空间往往更大；下游直接面对医院，应收账款周转时间较长，期间费用也会更高，因此纯销和批发业务在利润率上处于差不多水平。

表 2：纯销和分销业务的盈利模式对比

	纯销	调拨（批发）
流通模式	经销商—医疗机构、药店等	经销商—下一级经销商— —医疗机构、药店等
毛利率	较高（8%~10%），麻药和一类精神药品代理毛利率能达到 30%左右（国内只有 3 家代理，国药股份、上海医药、重庆医药）	相对较低（3%~5%），麻药和一类精神药品代理毛利率能达到 15%左右
应收账款回款周期	较长，一般为 3-6 个月以上，期间费用率较高。	较短，一般为 1-2 周，期间费用率较低。

数据来源：国泰君安证券研究

由于我国目前批发商较多，纯销业务的占比份额还较小。但随着未来批发环节的缩短，市场规模化，批发商的数量将会大幅减少，因此我们认为纯销业务在流通市场的比重将进一步提升。

1.3. 医药流通行业竞争环境分析

1.3.1. 医药分销行业波特五力模型解析

由于我国目前零售份额较少，分销业务占据了绝大多数的药品流通市场份额。而且在未来一段时间内，分销市场的整合将成为行业的发展主流，因此我们将从波特五力对其进行简单的分析。

- 行业替代者：由于我国医药市场采取药品集中招标采购形式，因此生产企业很难自身形成产、销、供一体化的模式，分销企业难以被替代。
- 内部竞争者：在前面业务模式分析中已经提到，该市场属于垄断竞争格局，虽然竞争者较多，但是提供的服务并不是同质的，具备销售网络资源的龙头企业已形成了区域性优势。
- 上游供应商：行业的上游主要是药品生产企业，我国药品市场同种类的药品众多，企业间竞争激烈，这使得分销企业不需要依赖个别的制药企业，并具备一定的议价能力。
- 下游客户：行业的下游主要是医院和药店。由于新医改实施后，原先由医疗机构各自进行的“小招标”，改为由省级政府统一组织的“大招标”，因此医疗机构在药品招标环节的话语权有所削弱。
- 潜在进入者：市场进入壁垒不高，政策、资金、技术等都没有特别的限制或者要求。但由于目前政策主要引导实行省级别的集中采购工作，份额将进一步集中到现有的龙头企业，剩下可参与的市场空间不是很大。

1.3.2. 底价代理制是目前药品销售的主流模式

对于上游药品生产企业来说，目前我国医疗市场上的药品销售模式主要有两种：底价代理制和团队制。由于医疗机构药房占据了 80%以上的药品零售市场份额，而在整个医院市场中，约有 70%的份额又是由药品流通企业通过底价代理制的方式销售，另外 30%份额则是由药品生产企业通过自有的专业团队进行推广销售。

对于药企来说，这两种销售模式拥有各自的优势。由于目前我国药品市场上绝大多数属于仿制药，特别是对于既无品牌又无学术推广能力的处方药生产企业来说，底价代理制成为了目前我国药品市场销售的主流模式。

表 3：底价代理制和团队制的简单对比

	底价代理制	团队销售制
市场分布	占比高，约占医院市场的 70%，其中大多数医药公司采用低价代理的销售模式。	少数拥有自己的销售团队，上市公司有恒瑞医药、上海医药、一致药业、华东医药、海正药业、恩华药业、益佰制药、誉衡药业、信立泰、云南白药、东阿阿胶等。
优势	销售成本低，管理相对简单，资金回笼速度快。	终端控制力强，中间流通环节少，便于进行学术化推广和品牌建设；部分 OTC 产品还拥有自主定价权。
劣势	出厂价较低，缺乏对终端和渠道的控制力，中间流通环节较多。	销售费用通常较高，渠道管理难度较大，拓展市场速度较慢。
产品特点	附加值较低的仿制药为主，适合产品线比较单一的药企。	附加值较高的原研药或者首仿药为主，研发实力较强的企业多采用这类模式。

数据来源：国泰君安证券研究

1.3.3. 药价管理办法或促成竞争模式转型

药品代理制销售本来是国际上通行的一种销售模式，但在中国特殊的市场环境下出现了异化。一般我们所说的销售代理制，主要有底价式招商和佣金式招商两种方式：

- 底价式招商是指底价现款供货，由代理商控制渠道和终端，代理商通过商业过票或向厂家支付税金的方式解决收入和相关费用。
- 佣金式招商（有点类似我国药企目前采用的团队销售制）是指正常价格商业供货，厂家控制渠道，代理商控制终端，通过支付佣金的方式解决代理商的收入和相关费用。
- 根据渠道管理中的代理制销售理论，底价代理是一种销售模式的异化。由于厂家放弃了渠道管理，这种模式在操作上更容易出现不规范性，如货款票分离现象、商业过票偷税行为等。

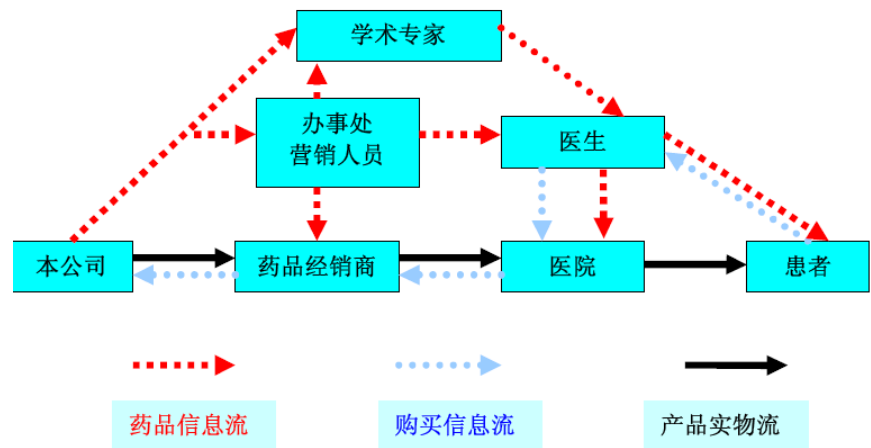
2010 年 6 月，国家出台了《药品价格管理办法（意见征求意见稿）》。我们认为一旦真正落实药价管理机制，很可能意味着底价代理模式时代的结束。

在现有的底价代理制下，由于代理商控制了渠道和终端，厂商的出厂价通常不高，而药品经过中间环节的层层加价，最终得以以较高的采购价进入终端医院市场，10 年上半年曝光的“天价芦笋片”事件就是个很好的案例，15.5 元的出厂价，医院卖 213 块钱，中间利润高达 1300%。可以说这种模式很好的契合了目前我国“以药养医”的扭曲补偿机制，虽然不能说它是药价虚高的源头，但却提供了利益滋生的土壤。

广东省近期试行的“三控模式”，即控制零售价、采购价、流通价差，可

能会成为我国未来药价管理的主流方法。如果真的能够有效得到推行，我们认为底价代理模式可能会逐步退出市场，行业将迎来大洗牌，部分代理商可能会重新回归企业的销售队伍，团队制或将转型成为主流模式。同时，中间流通环节的减少，将缩小中小流通企业的生存空间，大型的流通企业也将受益于整个市场份额的集中。

图2：团队制营销模式



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

2. 政策改革为医药流通产业发展提供保障

2.1. 政策引导行业改革，规模化将成方向

要对未来政策的方向更好地把握，就要对历史上的政策演变以及对市场的影响进行回顾和总结。从改革开放以来，我国医药流通领域经历了若干政策性变化，行业市场化步伐加快，逐步形成了国有、民营、股份制等多种所有制并存、共同发展的新格局，并且经过这一系列改革，医药商业的经营规模正朝着集约化方向发展，市场集中度逐步提高。我们将历史上该行业重要的政策性文件进行了总结，并简单地将医药流通体制的改革划分成四个阶段：“开放”——“严查”——“探索”——“整合”。

表 4：我国医药流通行业改革政策性总结回顾

阶段划分	政策性文件	市场影响
第一阶段：1978~1990 年，以“开放”为主，引入市场机制，允许提倡多种经济成分进入医药流通行业。	1980 年 《国务院关于开展和保护社会主义竞争的暂行规定》	1990 年医药批发企业 33,857，较 20 世纪 80 年代初期的 2,253 家增加 14 倍，其中“两证一照”不全和证照经营的企业占比超过 50%。

第二阶段：1989~1998 年，以“ 严查 ”为主，规范医药市场行为，整顿医药批发环节，打击制售劣药。	1989 年 7 月 国家医药管理局《关于加强医药批发市场管理的通知》 1990 年 5 月 国务院《关于进一步治理整顿医药市场意见的通知》 1993 年 国家医药管理局《医药行业关于反不正当竞争的若干规定》 1994 年 国务院《关于进一步加强药品管理工作的紧急通知》 1996 年 国家医药管理局《关于继续整顿和规范药品生产经营秩序加强药品管理工作的通知》	全国 28,000 余家集体、个体医药批发企业中，绝大部分被取缔，但并未从根本上解决企业数目过多，流通秩序混乱现象。
第三阶段：1999~2009 年，以“ 探索 ”为主，着眼于市场机制来实现医药流通的集约化、规模化和专业化。	1999 年 国务院《深化医药流通体制改革的指导意见》 2000 年 卫生部等五部委《关于印发医疗机构集中招标采购试点工作若干规定的通知》 2001 年 国务院等七部委《医疗机构药品集中招标采购监督管理暂行办法》 2004 年 卫生部等六部委《关于进一步规范医疗机构药品集中采购的若干规定》 2005 年 SFDA《关于加强药品监督管理促进药品现代物流发展的意见》 2006 年 《卫生部、国家中医药管理局关于依法查处卫生行业商业贿赂案件的指导意见》	引入药品招标采购，医药批发企业开始实行代理配送制，零售连锁、现代物流配送成为药品流通的重要内容。
第四阶段：2009 年至今，以“ 整合 ”为主，并购整合将成为我国医药流通领域的主题。	2009 年 1 月 卫生部《进一步规范医疗机构药品集中采购的意见》 2009 年 3 月 国务院《关于深化医药卫生体制改革的意见》 2010 年 6 月 《卫生部关于进一步深化治理医药购销领域商业贿赂工作的通知》 2010 年 商务部《2010~2015 年全国医药流通行业发展规划》	强化政府主导和干预，打破地方垄断和保护，市场集中度将进一步提高，未来可能形成以国药、上药、九州通三大龙头并驾齐驱的局面。

数据来源：政府公告，国泰君安证券研究

2.2. 药品集中招标采购：医药流通改革的主旋律

药品集中招标采购是指多个医疗机构通过药品集中招标采购组织，以招投标的形式购进所需药品的采购方式。药品集中招标采购的目的是为了保证城镇职工基本医疗保险制度的顺利实施，从源头上治理医药购销中的不正之风，规范医疗机构药品购销工作，减轻社会医药费用负担。

药品集中招标改革，自从 2000 年推出以来，已经对医药生产、流通环节产生了重要的影响，逐步实现医疗机构采购药品活动由分散到集中的转变。我们认为其将继续成为医药流通领域改革的主旋律。

- 2000 年 卫生部等五部委《关于印发医疗机构集中招标采购试点工作若干规定的通知》（308 号文件）
- 2004 年 卫生部等六部委《关于进一步规范医疗机构药品集中采购的若干规定》（320 号文件）
- 2009 年 1 月 卫生部《进一步规范医疗机构药品集中采购的意见》（7 号文件）

2.2.1. 320 文件是对 308 文件在集中招标采购的完善和发展

2000 年的 308 号文件和 2004 年的 320 号文件是我国集中采购施行前几年非常重要的政策。在对其进行了简单对比后，我们发现 320 文件在保持下降药价的整体目标不变的前提下，有了进一步的完善和发展：组织形式上更强调规模化、投标主体中批发企业资质有所限制、重心更注重“集中”。

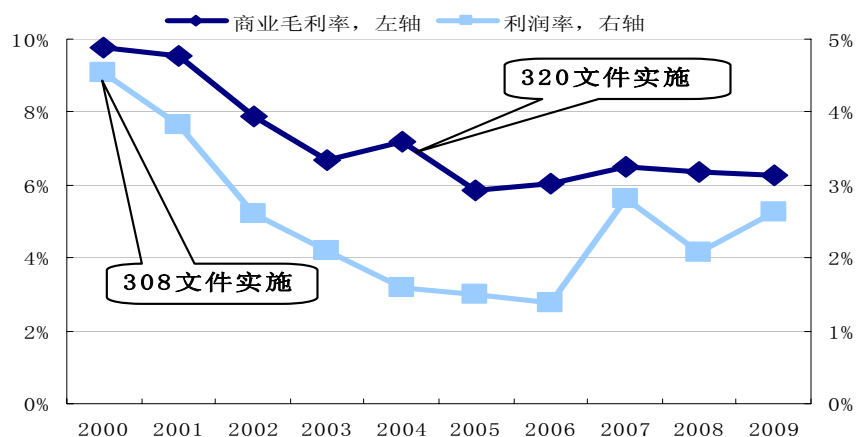
表 5：320 号文件与 308 号文件相比更加注重“集中”

	308 号文件	320 号文件	变化
政策目标	改革医疗机构的采购制度，转换医疗机构的采购管理模式	降低药品虚高价格，减轻患者的不合理医药费用负担	同样强调降药价
组织形式	以市地位组织单位，允许经批准的单一医疗机构招标采购	以省或市地为单位，扩大药品集中采购的组织规模	组织规模变大
投标主体	药品生产企业和所有提交合法购销记录的批发企业	药品生产企业及其授权的药品批发企业	具备投标资格的批发企业减少
政策重心	强调招标	强调集中	“招标”——“集中”

数据来源：政府公告，国泰君安证券研究

从政策对产业的影响看，我们选取了医药商业领域的上市公司（以下简称上市公司）作为样本代表，并对其经营表现作了综合处理，通过商业业务毛利率变化以及整体利润的指标变化进行简单分析。可以看出，2000~2004 年，上市公司的盈利指标处于一个明显的下降阶段；而 2005 年开始，上市公司中的商业毛利率稳中有升，而利润率则出现明显的提高。

图 3：2001~2004 年医药商业上市公司盈利指标明显下降



数据来源：wind 资讯，国泰君安证券研究

注：由于九州通、嘉事堂刚上市，07 年前的财务数据不全，并未将其列入分析对象。

盈利指标变化原因分析：

- **产业整体毛利空间被压缩：**308 号文件，医疗机构成为招标主体，而投标主体由原来的批发企业扩大到生产厂商，间接缩短了流通环节，同时在终端药品价格下调的压力下，药品流通领域的毛利空间被压缩；在这方面，320 号文件更多的是对 308 号文件的政策延续，因此商业业务的毛利水平没有明显的增长。
- **规模化提高整体盈利水平：**由于 308 号文件在实施中更强调招标，

手续繁琐，客观上加重了企业经营负担，导致销售费用上涨，利润水平下降；320 文件则强调了集中的作用，招标规模的扩大降低了单位费用，提升了盈利水平。

2.2.2. 7 号文件进一步强化“集中”，整合势在必行

2009 年 7 号文件的出台更多的是为了配合我国新医改方案，进一步强化了政府对药品流通领域改革的决心，那么在实质内容上与 320 号、308 号文件两个文件有什么不同？我们如何理解其对医药流通行业产生的影响？

- **招标主体变化：**全面实行政府主导，以省(自治区、直辖市)为单位的网上药品集中采购工作。原先由医疗机构各自进行的“小招标”，将改为由省级政府统一组织的“大招标”。(我们的看法：进一步明确了“集中”，配送范围进一步扩大，省级区域性龙头企业将受益明显)；
- **投标主体的变化：**由批发企业投标改为药品生产企业直接投标。(我们的看法：厂商对分销商依赖性下降，若生产企业具备自主选择配送商的资质，有利于市场份额集中到优质的流通企业手中)；
- **参与主体扩大化：**再次强调县及县级以上人民政府、国有企业(含国有控股企业)等所属的非营利性医疗机构，必须全部参加药品集中采购。鼓励其他医疗机构参加药品集中采购活动。(我们的看法：医疗机构市场扩大，纯销比例有望进一步提高)。
- **首次提出“两票制”：**明确规定“由生产企业或委托具有现代物流能力的药品经营企业向医疗机构直接配送”、并且要求“药品配送原则上只允许委托一次”。即基本药物从生产企业到配送商开一次发票，经配送商到试点基层医疗卫生机构再开一次发票。(我们的看法，“两票制”标准的提出大大缩短了中间环节，强化了流通企业的管理，但是就目前情况而言可行性较低，短期内还难以推广)。

我们也必须意识到该文件有效执行的可能性，特别是“两票制”的提出将会打击到不少中小配送企业，估计短期内还难以实现。在我国新医改的大环境下，7 号文件在某种程度上更是代表了药品流通领域改革的目标方向，即强化“集中”，因此我们相信其政策的执行效果必将是一个用时间去换空间的过程，整合势在必行。

2.2.3. 政策落实对行业龙头传达利好信息

2009 年 8 月基本药物目录基层版已经在全国试点地区开展，各省（直辖市、自治区）也陆续出台了基本药物的配送方案，进一步落实基本药物的招标配送政策。从各省市的配送方案可以看出，具备现代物流能力（仓储面积/容积、货架、自动化程度、配送人员车辆、软件系统）和企业规模（销售额、社会信誉）的公司将脱颖而出。

表 6：我国各地配送商遴选方案汇总

地区	配送商遴选办法
天津	以综合能力为考核重点，强调质量保证能力、供应保障能力和经营规模，从企业经营水平、现代化物流能力、质量管理能力、企业规模、信息化服务水平等方面对企业进行客观、全面的评价。采用“综合评分法”的评标方法。企业客观评定

指标包含（70分），企业主观评定指标包含（30分）

- 河南** 评审专家根据投标人递交的相关证明材料、配送业绩、现场考核情况和资料申报的真实性，结合《河南省 2009 年基本药物配送企业招标配送资格评分表》中相关标准打分（百分制）。按照资格评分表得分*0.8+专家综合评分*0.2=最终得分排序，对投标人进行排名。
- 云南** 省级遴选药品配送企业 9 家，由专家组按照“配送企业遴选标准”综合评定。各州（市）卫生行政部门按照六厅委云卫发〔2009〕382 号文要求，结合各地实际，组织遴选本地区药品配送流通企业。
- 辽宁** 配送企业暂由各市药品集中采购工作领导小组组织领导招标工作，各市在招标前必须事先制定招标工作方案，方案内容应包括企业申报条件、评分细则、评审方法、配送区域划分、组织管理等，对配送能力、服务质量、仓储条件、社会信誉好和投标承诺降价合理的企业，应优先考虑。沈阳、大连两市确定 20 家以下，其余各市确定 8 家以下。
- 黑龙江** 实行省统一组织，确定拟中标（入围）候选配送企业。由评审委员会依据配送企业规模、配送能力、服务质量、仓储规模、信息化水平、售后服务、社会信誉、药品管理与质量控制、运行状况、不良记录等进行综合评审。
- 安徽** 2009 年实行综合改革试点的基层医疗卫生机构，试点过渡期间暂由市或县根据省里统一确定的投标条件等组织招标采购配送企业，实行区域药品统一配送，2010 年年底前实行全省统一配送，详见《安徽省基层医疗卫生机构基本药物和补充药品使用与采购配送试点办法》。
- 新疆** 评标委员会采用综合评分法衡量申请人递交的投标文件，依据《招投标法》和《政府采购法》确定评标标准和方法（能力要素权重不应低于总分的 60%，业绩情况 30%，投标人商业信誉和提交的资质证明文件 10%）。经评标委员会综合评分后，依据投标人得分多少排列。选择排序优先每包前 5 名为中标候选企业。如第 5 名并列，同时中标。
- 江苏** 实行省统一组织，按辖市分组评审，确定各辖市拟中标（入围）候选配送企业。由评审委员会依据配送企业规模、配送能力、服务质量、仓储规模、信息化水平、售后服务、社会信誉、药品管理与质量控制、运行状况、不良记录等进行综合评审。
- 浙江** 采用定量评价和定性评价相结合的方法分别确定中标配送商。定量评价满分为 100 分，全部采用客观指标，详见《2009 年浙江省国家基本药物集中采购配送商招标定量评价评审标准》；配送区域内试点基层医疗机构是定性评价的主体，每家医疗机构使用经办机构编制的投票表格，选择不超过 5 家配送商进行投票。
- 湖北** 基本药物实行全省统一配送，配送企业省级公开招标产生。对所有参与投标企业按照《湖北省基本药物配送企业资格评分标准》评分，依得分由高到低排序，得分前 10 名的企业，在全省范围内进行配送；以市、州、直管市和林区为单位，按照企业注册地划分，依得分由高到低排序，可选择 1 家本地注册企业，作为各市、州、直管市和林区配送候选企业（仅限本区域配送）。
- 江西** 1、对符合报名条件由企业由评审小组采取综合评价的方式（满分为 100 分，其中，客观指标分为 80 分，服务质量和信誉分为 20 分）评选出省级和市级入围的配送企业。在符合省级配送报名条件企业中评选出 10 家入围的省级配送企业；若符合省级配送报名条件企业数不足 10 家的全部入围；符合市级报名条件企业全部入围。2、每个设区市在入围的企业中，由专家小组评审出 3 家中标企业，其中，省级配送企业 2 家，市级配送企业 1 家。
- 广西** 试点基层医疗卫生机构可选择由 2009 年度全区医疗机构药品集中采购县级以下遴选，并在广西壮族自治区药械集中采购网上公布的配送商进行配送；也可以市为单位，根据公开、公平、公正的原则，结合当地实际情况和配送商在本辖区的药品配送能力、仓储能力、专业服务人员结构、配送服务质量、履行合同情况等综合因素，由各市组织重新遴选基本药物配送商。每试点县（市、区）可在各市重新遴选入围配送商中选择不超过 2 家进行配送
- 陕西** 各试点地区具体组织实施本辖区内药品配送企业的遴选工作，在遴选工作开始前公开发布遴选公告，同时公布评分规则及文件要求等。经营企业递交相应材料经审核合格后，进入由领导小组办公室组织专家小组评选并最终确定入围名单。宝鸡市 4 家，铜川市 4 家，商洛市 3 家，榆林市 4 家，咸阳市 2 家
- 福建** 申请参加配送的药品经营企业必须经过省食品药品监督管理局资质审核认定后，方可接受委托配送。接受中标生产企业委托配送的经营企业，必须承担所委托中标品种在本行政区域内（九个设区市分别为一个行政区域，福州市区内的省属医疗机构视同一个行政区域，各设区市所在地的省属医疗机构划归所在地行政区域）所有实行药品集中采购的医疗机构的配送任务，不得跨行政区域配送。
- 贵州** 中标生产企业委托配送企业配送药品的，中标生产企业发出委托配送书后，在规定的时间内在采购平台上申请委托配送企业的注册，经省（区、市）药品采购领导小组管理部门审查批准和在采购平台上挂网公布后，受委托配送企业即可开展委托生产企业中标品规的配送活动。
- 吉林** 采用定量、定性评价与现场考核相结合的方法，由评审组按照公平、公开、公正、按择优选取的原则，确定中标配送商。

评审工作由卫生、药监、商务、监察等行政管理人员组织，专家组在专家库随机抽取专家组成。定性评价采用否决方式。定量评价全部采用客观指标，采取在基础分值基础上加分的形式，详见《2010 年吉林省国家基本药物集中采购配送商招标定量评价评审标准》

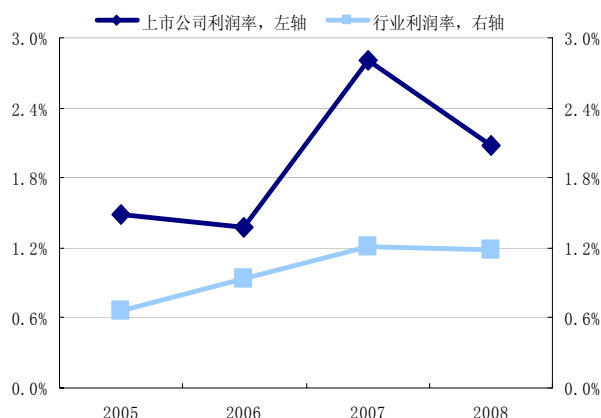
广东 由各市根据报名企业的合同履行情况、配送企业信誉、及时满足医疗机构其它合理合规配送要求等几个方面，并适当考虑县级药品经营企业的实际配送能力，按比例推荐药品经营企业（省属与广州市合并，由广州市推荐）。省医药采购服务中心在各地级市推荐的药品经营企业范围内，根据药品经营企业资质材料和综合得分计算方法给出具体得分，其中配送服务能力得分按《广东省基本药物药品经营企业配送服务能力评审标准》得出。

数据来源：政府公告，国泰君安证券研究

目前已发行上市的公司不少都属于国内区域性龙头企业，我们预计招标政策配合新医改方案的进一步落实将对这些公司产生实质性的利好：

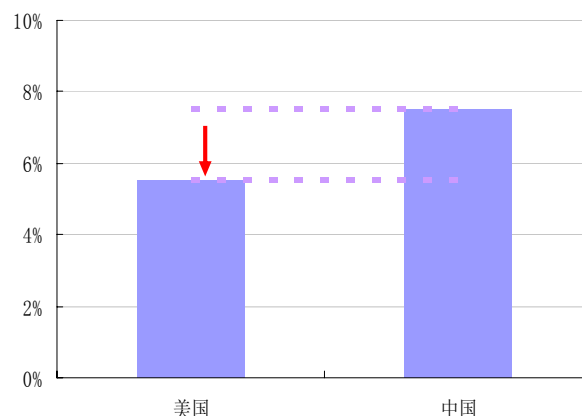
- **毛利率仍有提升空间：**尽管从发达国家经验看，我国行业毛利水平较高（美国同行业的毛利率水平为 5.5%左右，中国目前在 7.5%左右），但我们认为短期内行业龙头企业的毛利水平仍有提升空间：**1、市场份额进一步集中；2、纯销业务比重增加；3、药价虚高，“以药养医”模式难以短期改变。**
- **利润率将稳步提升：****1、打破招标地方保护，政策引导规模化降低配送费用；2、同一时期上市公司的利润率明显高于行业水平，龙头企业将更受益于规模化的政策引导，盈利提升的弹性空间更大。**

图 4：上市公司利润水平显著高于行业



数据来源：Wind 资讯，国泰君安证券研究

图 5：目前中国毛利率高于美国水平



2.3. 反商业贿赂：是利空？还是契机？

2.3.1. 什么是反商业贿赂？

2006 年 3 月 28 日，在全国卫生系统治理医药购销领域商业贿赂专项工作会议上，卫生部部长高强发表措辞严厉的讲话，痛批医药购销领域的商业贿赂危害严重：

- 一些药品、医用设备、医用耗材等生产经营企业以回扣等商业贿赂为手段，向医疗机构推销质次价高甚至假冒伪劣的药品和医疗器械，导致医药服务价格不断攀升，直接损害广大患者的利益；
- 一些医务人员为获得回扣、提成，滥用某些药品和高值耗材，既损害患者健康，又加重患者经济负担；
- 某些卫生行政机关工作人员也利用权力，在医药购销和工程招标等活动中，收受有关企业和经销人员以各种名义给予的财物，滋生了

腐败和经济犯罪。

治疗卫生领域反商业贿赂的相关政策：

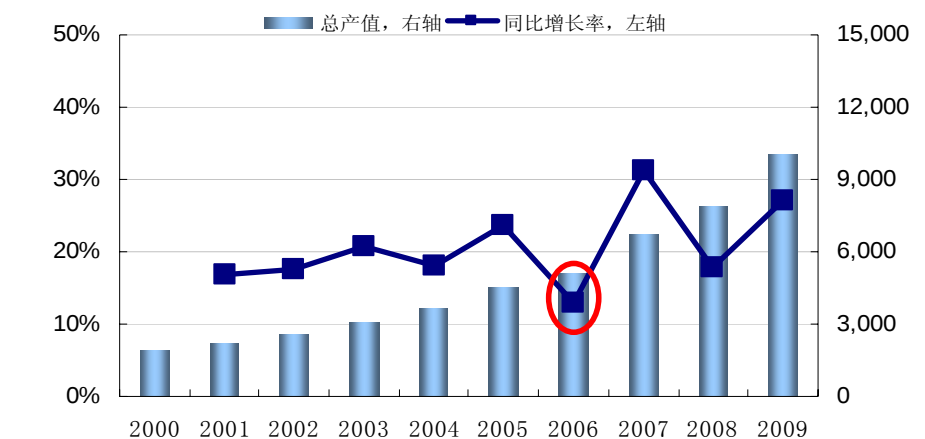
- 2006 年 3 月，《卫生部关于依法查处卫生行业商业贿赂案件的指导意见》；
- 2010 年 6 月，《卫生部关于进一步深化治理医药购销领域商业贿赂工作的通知》

2.3.2. 反商业贿赂利于产业发展

2006 年，国务院主导的治理商业贿赂专项工作（针对各行业）展开，并将商业贿赂列入刑法，而医疗领域打击商业贿赂的力度也空前厉害：

- 从 2005 年 8 月到 2006 年 7 月底，全国共查处医药卫生领域商业贿赂案件 790 件，涉案金额达 5,701 万元，涉案人员 1,160 人，刑事处理 230 人（国家药监局局长郑筱萸一审被判处死刑）；
- 行业遭受严重打击，利润下滑，2006 年成为近 10 年来医药行业整体增长的最低谷；

图 6：医药行业总产值增速于 06 年放缓，随后快速增长）

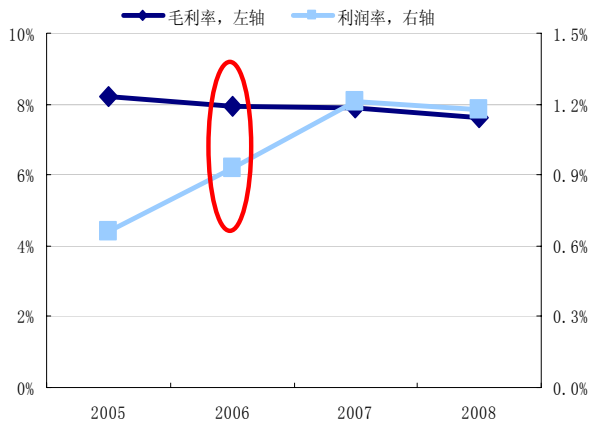


数据来源：南方经济研究所，国泰君安证券研究

在市场和政策环境推动下，医药行业看似在 2006 年面临重大发展瓶颈，但是我们可以看到 2007 年后行业就迅速回暖，在新医改方案的刺激下迎来新一轮增长期。同时，我们比较了医药商业整体盈利指标和相关上市公司（根据 sw 二级行业分类选取公司）的数据：

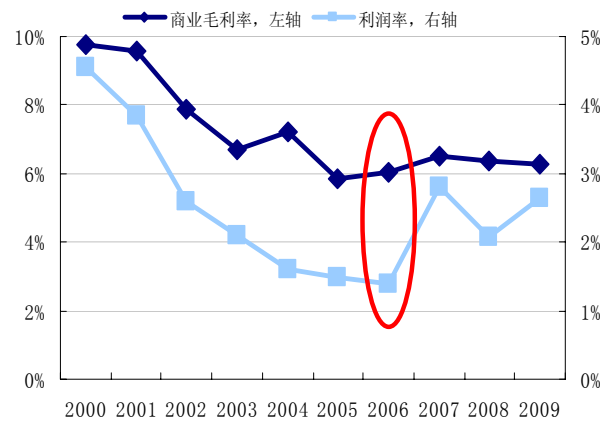
- 2006 年政策性打击前后，行业和上市上市公司的商业毛利率表现稳定，而利润率则见底并呈现较好的上升趋势。
- 反商业贿赂传达的更是一种政府加强商业流通管理的决心，是对现有行业利益的重新调整和分配，并不是想打击整个行业的发展，因此我们认为 10 年再次强调反医药商业贿赂，对整个产业是个长期利好，将带来进一步集中和整合机会，龙头企业的核心竞争力也将得以进一步提高。

图 7: 医药商业的行业毛利率稳定, 利润率提升



数据来源: Wind 资讯, 国泰君安证券研究

图 8: 上市公司的商业毛利率稳定, 利润率提升



3. 我国医药流通行业特点分析

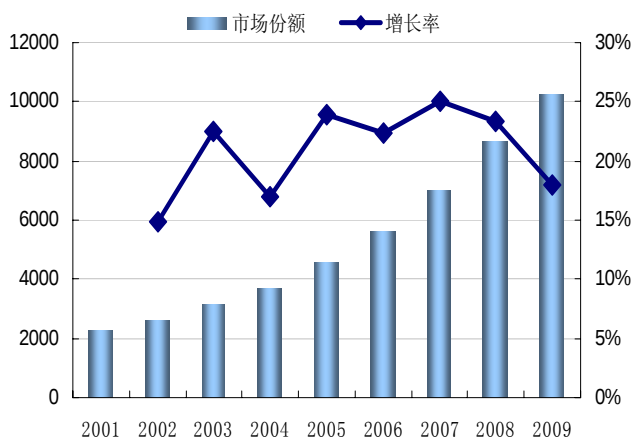
3.1. 历史数据: 医药流通行业保持稳定增长

3.1.1. 医药市场快速增长, 政府投入持续加大

从某种意义上说, 医药市场容量决定了药品流通产业的规模。从医药市场来看, 2001~2008 年, 我国医药工业累计实现总产值实现了 17.1%的复合增长, 其中 2009 年, 医药工业总产值历史性的突破 1 万亿元, 预计未来能够保持 20%左右的增速。

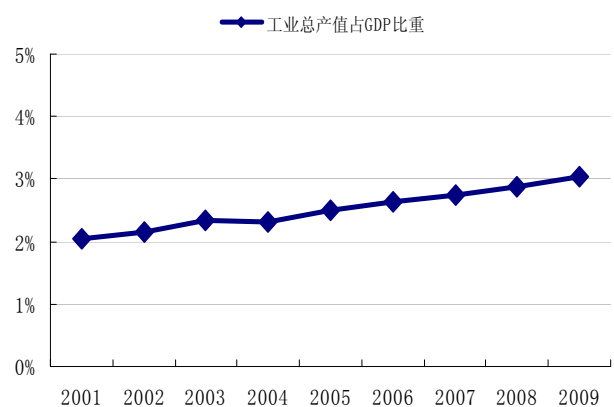
同时, 医药工业总产值占 GDP 的比重也从 2001 年的 2.05% 上升至 2009 年的 3.05%。在老龄化、城镇化、消费升级的因素驱动下, 我们看好整个医药市场的继续扩容。

图 9: 2001~2009 医药工业市场增长情况 (亿元)



数据来源: 国家统计局, 国泰君安证券研究

图 10: 2001~2009 年医药工业产值占 GDP 比重

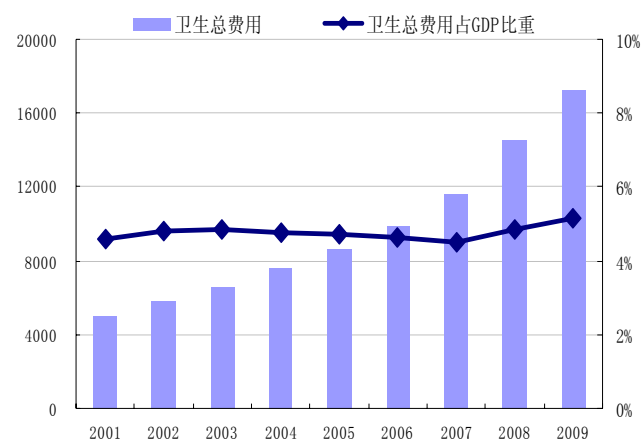


从卫生总费用来看, 2001~2009 年我国卫生总费用达到了 16.6%的复合增长, 基本接近医药行业的整体增速, 其中 2009 年达到 17,204.8 亿元同比增长 18.4%。随着政府新医改的大力增加投入, 卫生费用占 GDP 的比重从 2008 年开始有明显提升的趋势, 根据卫生部网站统计年鉴数据显示, 2009 年该指标为 5.13%, 进入 21 世纪以来首次已经达到了 WHO

提出的 5% 的基本标准（发达国家平均在 10% 左右）。

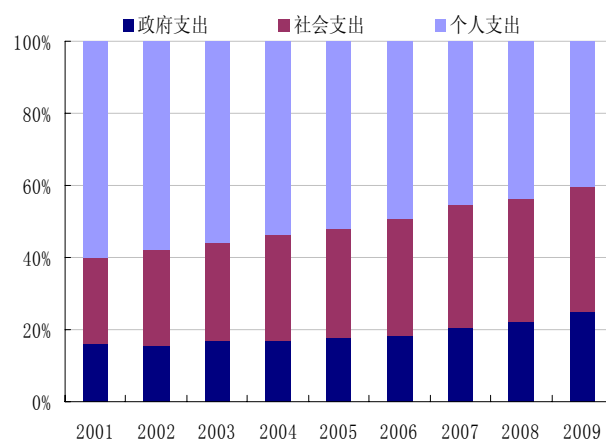
同时，政府支出占卫生总支出的比重也逐年增加，预计未来政府支出的增速仍然会快于个人支出和社会支出部分，这将对医药行业的需求增长构成长期利好。

图 11：2001~2008 年卫生总费用占 GDP 比重



数据来源：卫生统计年鉴，国泰君安证券研究

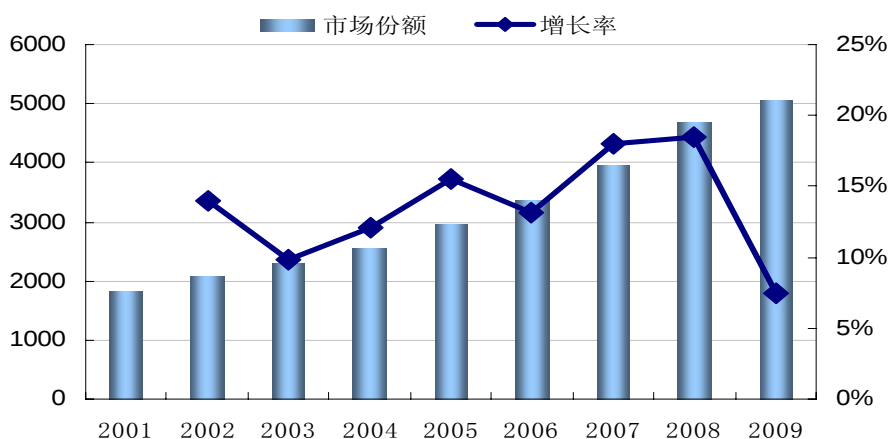
图 12：2001~2009 年政府投入占卫生总支出比重



3.1.2. 药品流通市场规模稳步扩大，区域性分布明显

根据中国医药商业协会统计，我国医药商业市场总量呈现稳定的增长：2001~2009 年行业复合增长率达到 13.5%，其中 2009 年市场总量达到 5,050 亿元，同比增长 8.0%。预计未来产业能够保持 10% 的增速。

图 13：2001~2008 年医药商业市场总量增长情况（亿元）



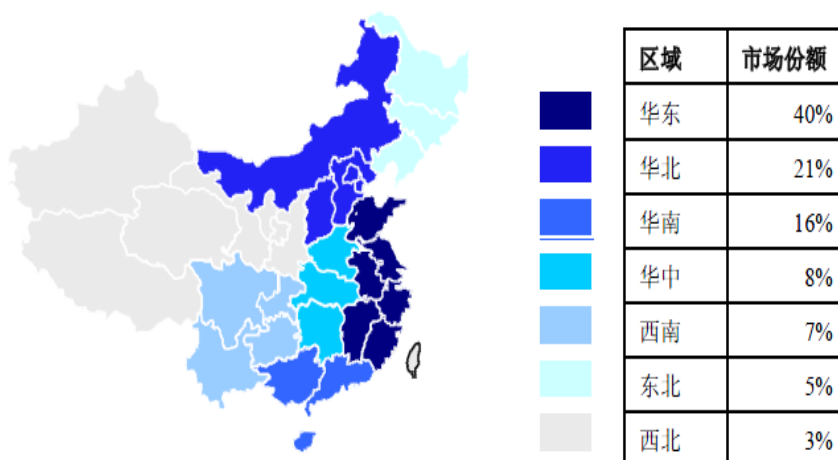
数据来源：中国医药商业协会，国泰君安证券研究

我国医药商业市场呈现两个特点：

- 从地域来看，我国医药分销行业由全国性和区域性的医药分销龙头企业主导，如国药控股、上海医药、九州通等，份额主要集中在医药市场容量较大的沿海发达地区以及北京为中心的华北地区；
- 大规模医药商业业务的企业进一步确立了领先优势，销售规模超过 50 亿元的企业数量，从 2000 年的仅仅 2 个，攀升到了 2008 年的 11 个。其中国药和九州通已经形成了全国性的销售网络，上药、广药、

南药等也形成了区域性的竞争优势。

图 14: 我国医药商业业务区域分布



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

表7: 我国主要医药流通企业区域分布

区域	市场规模 (亿元)	主要医药流通企业
华东	2,020	上海医药、国控上海、南京医药、华东医药、安徽华源、九州通上海
华北	1,061	北医股份、国药股份、国控北京、九州通北京、太平集团
华南	808	一致药业、广州医药、九州通广东
华中	404	九州通湖北/河南、长沙双鹤、国控湖南/湖北
西南	354	重庆医药、桐君阁、云南省医药
东北	253	哈药集团医药、国控沈阳
西北	152	新疆新特药、兰州医药、青海省医药

数据来源: 国泰君安证券研究

注: 地区市场规模=全国市场总量*地区份额

3.2. 分销市场: 集中度较低, 整合已成必然

我们认为未来 10 年我国医药分销市场将步入快速的整合阶段, 市场集中度将显著提升, 支持理由如下:

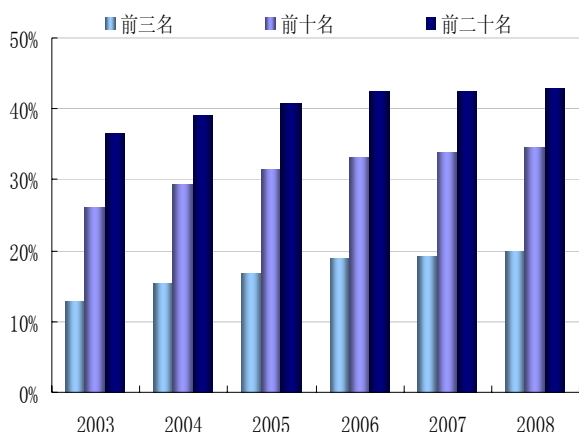
3.2.1. 集中度不断提升, 规模化逐步形成

我国医药分销行业目前处于较为分散的市场态势, 截至 2008 年底, 我国具备药品经营质量管理规范认证的医药分销企业 13,000 余家。近年来, 大型医药分销商受惠于行业整合, 市场份额已呈现上升趋势, 市场集中度也在不断提升。

根据中国医药商业协会的统计资料, 2003~2008 年, 我国三大医药分销商的合并市场份额由 12.7%增至 20%; 前十大医药分销商的总市场份额由 26.1%增至 34.6%, 行业集中度已大幅提升。我国超过 50 亿的企业个数也由 6 个增至 11 个; 超过 20 亿的企业个数由 17 增至 42 个, 行业规

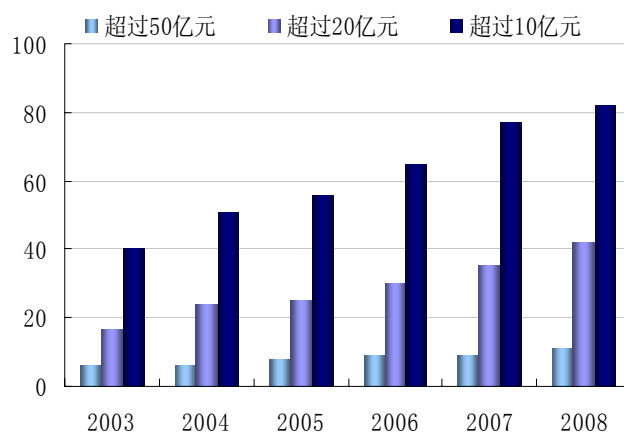
模化也在逐步形成。

图 15: 2003~2008 年我国医药分销行业集中化情况



数据来源: 中国医药商业协会, 国泰君安证券研究

图 16: 2003~2008 年医药分销行业规模化情况

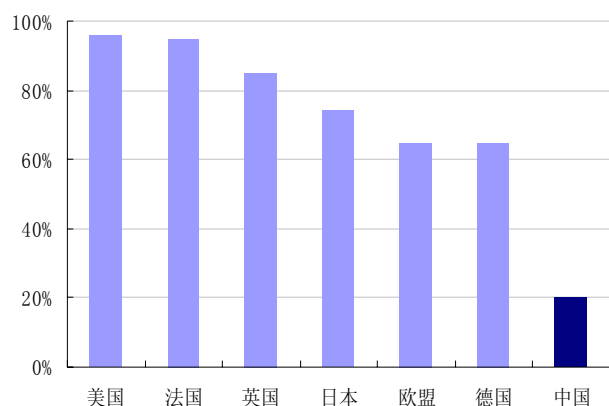


3.2.2. 借鉴国外经验, 整合方向明确

对比发达国家情况, 其药品流通市场已比较成熟, 批发环节的集中度高, “规模化、集约化”特征比较明显:

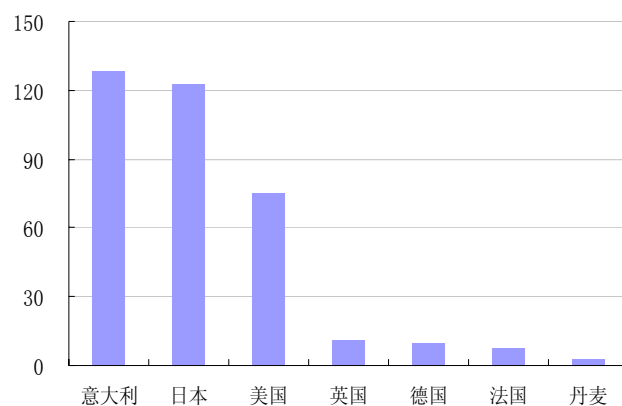
- 美国药品销售额占世界药品市场的份额 40% 以上, 但药品批发商总共只有 75 家, 排在前三位的高达 96%;
- 日本药品销售额占世界药品市场的 12%, 仅有 147 家药品分销企业, 排在前三位的为 74%;
- 欧盟排在前三位的药品分销企业, 其市场占有率为 65%; 法国 8 家药品批发企业中, 排在前三位的市场份额高达 95%; 德国仅保留了 10 个大型药品批发商, 排在前三位的的市场份额达 60%~70%; 而像丹麦、挪威、瑞典等小国, 全国只剩下 2~3 家医药批发企业, 集中度很高。

图 17: 发达国家分销市场前三位集中度远高于我国



数据来源: IMS, 国泰君安证券研究

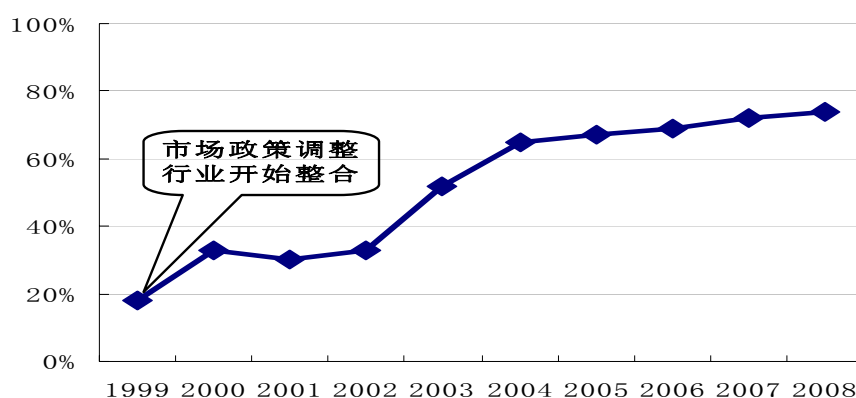
图 18: 发达国家分销企业数量远少于我国



由于药品市场的集中度相当高, 这些发达国家不仅可以对药品市场进行非常有效的监管, 而且有效降低了监管成本。发达国家医药市场发展的历史告诉我们, 我国医药商业领域的集中度仍有巨大提升空间, 在未来一段时间, 行业集中度将有一个加速形成期。

- 日本国内 20 世纪 90 年代末发生大规模合并,主要源于行业市场化、规模化加剧,为了维持生存,合并和整合就成了趋势,10 年间前三位市场份额从 20%提升到 70%以上;
- 日本目前的第一大药品批发企业 Kkura Sanseido Inc,是由原先排名第二的 Kuraya Co., Ltd、排名第六的 Sanseido Co., Ltd 和排名第九的 Tokyo Pharmaceutical Co., Ltd 三家批发企业合并而成;
- 我国目前的市场竞争状况类似日本医药商业企业合并潮的前期,市场竞争格局比较分散,前三位集中度在 20%左右,在政策性带动下,我们认为提升集中度的拐点将至,行业在未来 10 年将迎来快速的整合期。

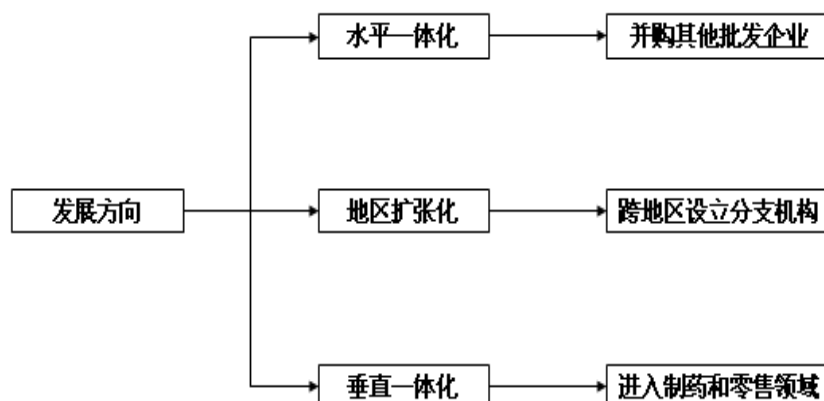
图 19: 日本分销行业市场前三份额集中度提高过程



数据来源: IMS, 国泰君安证券研究

借鉴国外的发展经验,医药批发企业通常会选择三种途径进行整合:**横向合并化、地区扩张化、垂直一体化等**。由于并购能实现市场份额的迅速提升,因此目前国内龙头企业,如国药控股、上海医药等这几年多采用这种扩张形式;最近上市的九州通,募资项目主要放在了跨地区设立物流基地,扩大自身的配送辐射范围,其上市后整合模式可能会向并购靠拢;目前国内大的医药批发公司均已经涉足医药工业和零售业务,工商业一体化成为趋势,由于零售药店占医药市场比重较小,目前规模不大,未来将是重点发展方向之一。

图 20: 医药批发企业未来整合途径

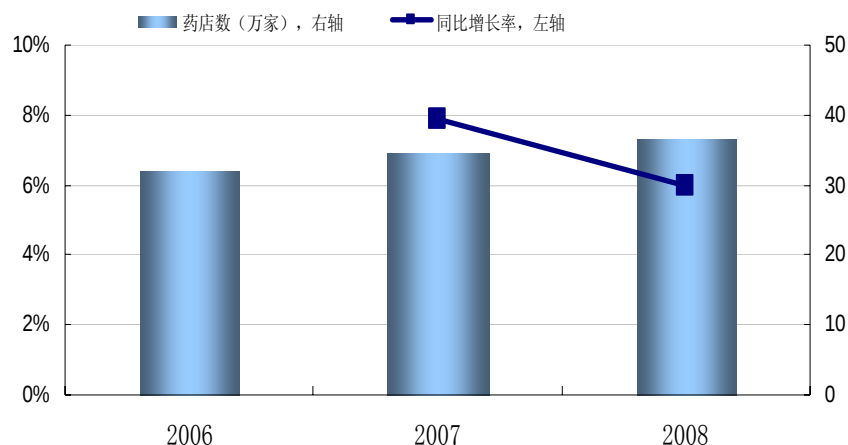


数据来源: 国泰君安证券研究

3.3. 零售市场：竞争激烈，连锁业务成发展趋势

近年来，我国药品零售市场发展迅速。截至 2008 年底，我国零售药店总数超过 36 万家，数量逐年上升，平均每 3,633 人就有一家药店，远高于发达国家每 6,000 人拥有一家药店的国际标准水平。国内医药零售领域集中度较低，全国性龙头企业较少，形成了一些区域性的龙头。

图 21：2006-2008 年我国药店总数



数据来源：中国医药商业协会，国泰君安证券研究

目前国内零售市场竞争较为激烈，根据中国医药商业协会统计，2008 年我国零售市场前 10 家企业的市场份额均为超过 2.2%，集中度非常低。前 10 家企业中有 6 家是连锁药店模式，但连锁门店占零售药店的份额目前只占 1/3，根据“十二五”规划，未来肯定要鼓励连锁的发展，使连锁药店的门店数量提高到 2/3 甚至超过 70%，百强连锁的份额也会提高比较多。

表 8：2008 年我国医药零售行业前十大企业

排名	企业名称	市场份额
1	中国海王星辰连锁药店有限公司	2.2%
2	湖南老百姓医药连锁有限公司	2.0%
3	湖北同济堂药房有限公司	1.8%
4	广东大参林连锁药店有限公司	1.6%
5	重庆桐君阁大药房连锁有限责任公司	1.6%
6	国药控股国大药房有限公司	1.3%
7	重庆和平药房连锁有限责任公司	1.3%
8	云南鸿翔药业有限公司	1.3%
9	辽宁成大方圆医药连锁有限公司	1.3%
10	上海华氏大药房有限公司	1.1%

数据来源：中国医药商业协会，国泰君安证券研究

虽然我国目前零售药店数目上已经达到了国际标准，零售药店占终端市场的比例也在不断提高，但由于我国 75% 的药品仍通过医疗机构出售，零售药店占整个药品市场的份额仍较少，因此该市场目前发展仍处于初

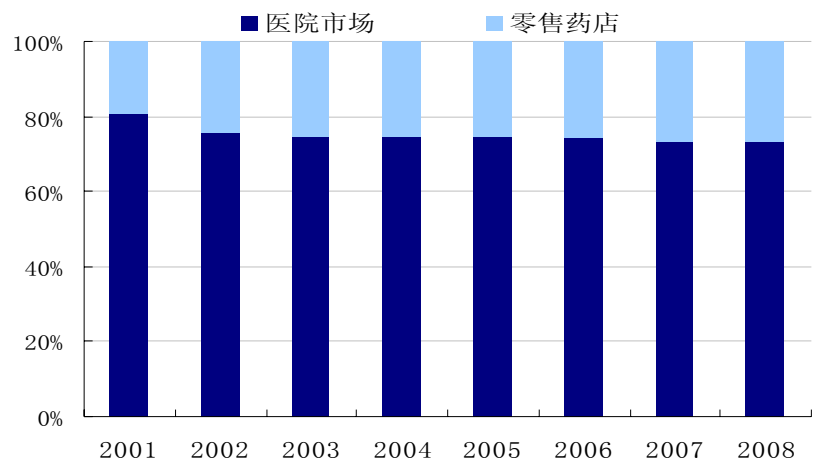
级阶段，未来发展潜力较大：

- **发达国家零售市场比例高：**欧洲 90%以上患者通过零售药房获得药品；美国 80%以上的药品通过零售药房出售；日本这个比例在 50% 以上。
- **零售连锁业务相对优势：**在集中招标采购的政策下，批发企业的毛利空间受到挤压，招标环节复杂，因此零售业务毛利高、费用低、结算方便、过程简易等特点就凸显而出，连锁药店成为医药商业企业发展新亮点。

但是，由于目前我国零售药店产业整体上已经处于过度竞争的状态，加上“医药分离”、就医习惯短期难以改变，我们对零售业务的发展空间保持谨慎乐观的态度：

- **发达国家零售市场发达源于“医药分离”：**由于我国医疗体制不同于欧美，双向转诊制度尚不完善，因此“医药分离”目前难以在国内开展；
- **人群就医行为难以改变：**公立医院在医疗体系的主导地位难以改变，公众仍习惯于在医院药房拿药，而且医保体系也上不完善。

图 22：零售药店占我国药品终端市场的份额不断上升

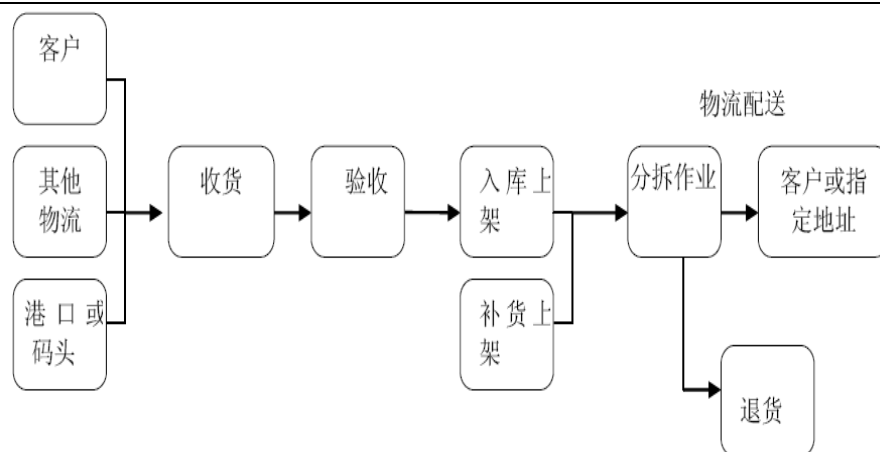


数据来源：中国医药商业协会，国泰君安证券研究

3.4. 第三方物流：药品流通发展的期待和亮点

药品是关系到居民生命安全的重要商品，由于其独特的特性和用途，决定了其储藏和运输的特殊性。2005 年 8 月，国家正式公布了监管促进药品现代物流发展的意见，允许具有现代物流条件的批发企业开展第三方药品现代物流配送。

图 23：第三方物流业务流程图



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

从世界范围看，国外的第三方物流企业往往会在仓储运输的基础上，提供增值服务或者开展多种经营，比如仓单质押、物流托管等。美国的前三大分销企业，目前占据美国分销市场 90%以上份额，除了开展正常的药品批发和零售业务外，还利用自身的规模优势开展第三方物流及分装等增值服务。

由于我国目前医药商业市场集中度低，在众多医药分销企业中，真正从事“专业医药第三方物流”的公司很少，这主要是由于第三方物流对仓储、运输、终端网络一体化的要求较高，当地区配送业务没有达到一定规模时，仓储和运输成本都较高，因此很难大规模开展第三方物流活动。以北京地区为例，在 240 多家企业中，主要有 4 家具备开展第三方物流能力，但国药物流和北药股份的物流中心配送以满足自身现有医药批发业务需求为主。

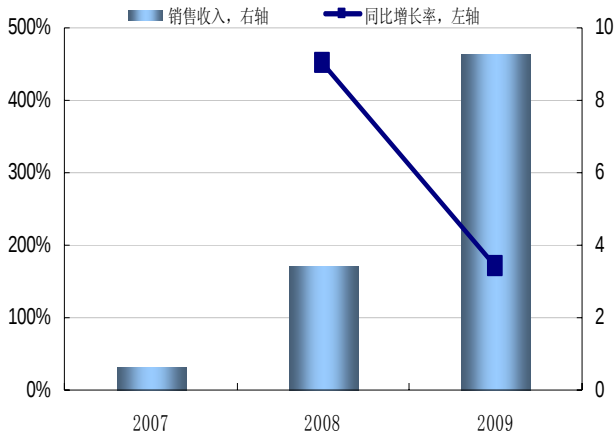
表 9：北京地区企业物流配送情况

公司	配送能力情况	主要用途
国药物流	物流中心总建筑面积 16179 平方米。	自身配送
北药股份	物流中心总建筑面积 12000 平方米。	自身配送
九州通北京	2008 年底建成投入使用：总建筑面积 32000 平方米，其中分拣中心建筑面积 8000 平方米，药品储存量达到 40 万箱，日均吞吐能力达到 15,000 箱，峰值吞吐量达到 25000 箱。	第三方配送
嘉事堂	一期于 2005 年 11 月投入使用：建筑面积 11296 平方米，最大存储量达 24 万箱，日处理能力 5200 箱；二期于 2009 年底开始建设，预计 2011 年投入使用：建筑面积 16889 平方米，最大库存量超过 60 万箱，总托位数量达到 2.1 万个。	第三方配送

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

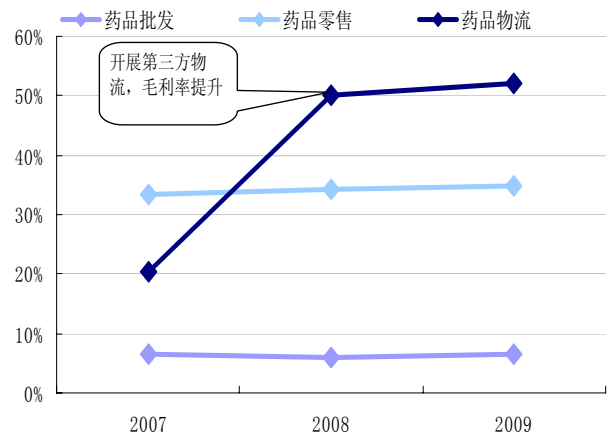
从嘉事堂业务开展情况看，第三方物流业务的毛利率要远高于批发、零售业务，能为处于微利的流通企业提供较好的盈利能力。由于我国第三方物流仍然处于起步阶段，在整个行业大整合的背景下，暂时还不会成为药品流通市场的改革焦点，但我们看好其成为市场未来的增长亮点，届时，我国医药流通市场又将迎来一个新的发展起点。

图 24: 2007~2009 年嘉事堂物流业务收入 (百万元)



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 25: 2007~2009 年嘉事堂各项业务毛利率情况



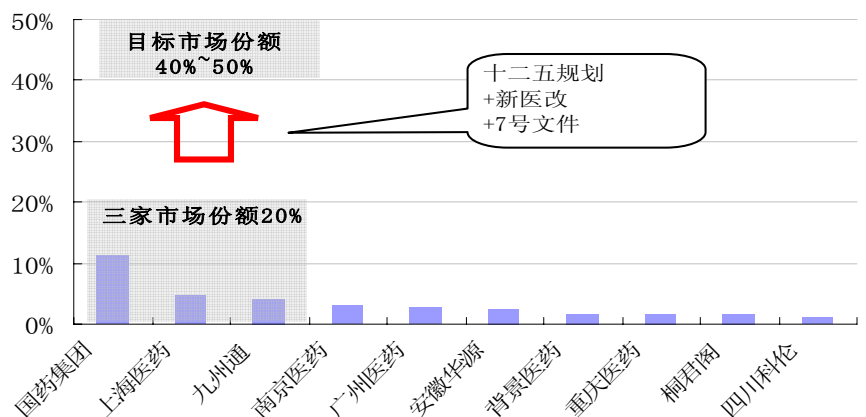
3.5. 十二五规划配合新医改推动整合时点到来

政策性组合拳推动整合时点到来:

- 医药流通行业“十二五”规划: 重点在于要培育 1-2 家千亿企业, 20 家百亿企业, 解决行业集中度不高, 以药养医等问题。
- 新医改+7 号文件: 强调实施“省级招标”、“两票制”(具体内容在前面已述及)。

若在政府干预下, 地方厂商能够自主选择配送企业, 区域垄断和保护障碍就会被消除, 市场集中度也将进一步提高, 我们非常看好国药、上药、九州通为代表的龙头医药流通企业在未来的发展前景。

图 26: 国药、上药、九州通三足鼎立, 市场份额将显著提升



数据来源: 中国医药商业协会, 国泰君安证券研究

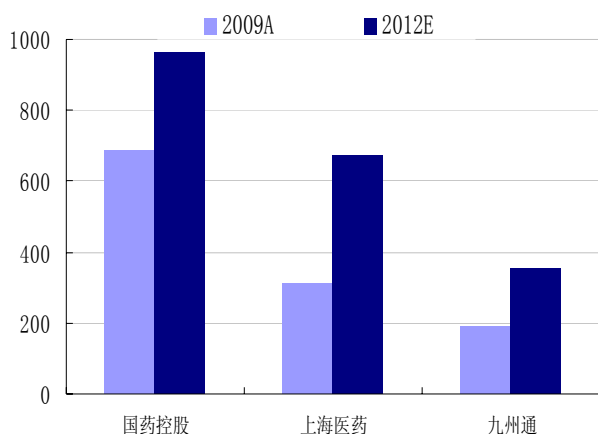
根据中国医药商业协会的统计资料, 2008 年, 我国分销市场前三位的分别是国药控股 (530 亿, 11.3%)、上海医药 (224 亿, 4.8%)、九州通 (193 亿, 4.0%)。目前国药和九州通的业务已分布全国, 上药的主要根据点在华东地区, 三足鼎立的格局似已形成。我们认为在未来 3 年内, 上药的扩张速度将是最快的 (实现市场份额翻倍), 国药市场规模可能接近千亿 (达到国家十二五规划要求), 前三的市场集中度将从目前的 20% 提升

到 30% 以上。

行业市场规模假设：

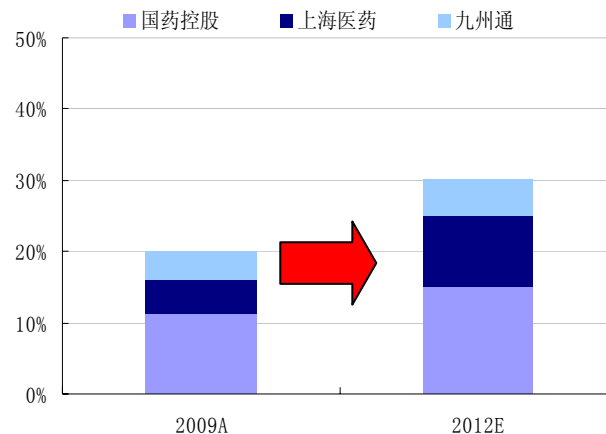
- 行业在 2010~2012 年保持 10% 的增速，即 2012 年达到 6,720 亿的市场规模；
- 上海医药实现发展目标：商业收入超过市场份额的 10%，且达到国药控股规模的 70% 以上；
- 九州通能继续保持 20% 的复合增长。

图 27：2012 年行业前三市场规模假设（亿元）



数据来源：国泰君安证券研究

图 28：2012 年行业前三市场整体规模变化



4. 上市公司分析：强者恒强

根据医药行业“十二五”发展规划，未来 2~3 年是行业格局重新确立关键期，龙头企业在市场上的整合势在必行，并购将是未来的主旋律。在整个医药流通行业大洗牌的背景下，我们将遵循两个逻辑寻找 A 股市场的投资标的：

- 享受全国范围内的整合进程：上海医药、国药股份、九州通。
- 省级招标政策的直接受益者：一致药业、英特集团、华东医药。

4.1. “三甲”：军备竞赛，各具看点

中国医药集团、上海医药、九州通均为我国医药流通领域的行业领先者，特别是在分销行业，具有很强的竞争能力，三家公司已经连续三年评选为全国药品流通企业前三名，且市场份额不断提升。

表 10：2006~2008 年三家公司稳居“三甲”

公司	2008 年排名	2008 年市场份额	2007 年排名	2007 年市场份额	2006 年排名	2006 年市场份额
国药控股	1	11.3%	1	10.8%	1	10.6%
上海医药	2	4.8%	2	4.4%	2	4.6%
九州通	3	4.1%	3	4.0%	3	3.8%

数据来源：中国医药商业协会，国泰君安证券研究

目前全国销售额超过 5,000 万元的企业只有 491 家，约占全国药品批发

企业的 3.7%，不足 15% 的市场份额被 1.2 万多家各类小型商业企业分摊。我们认为“三甲”的未来发展重点在于如何利用各自手中的资源从剩下 1.3 万家企业中夺取市场份额，他们直接的竞争者是那些中小企业，而不是对方。

表 11：三家上市公司业务看点比较

上市公司	09 年商业销售额	业务看点
上海医药	311 亿	1、H 股上市加快外延式扩张步伐；2、麻药和一类精神药品一级分销商；3、上药集团其他资产注入，如抗生素业务等。
国药股份	52 亿	1、国药控股北方资产整合预期；2、麻药和一类精神药品一级分销商，目前旗下拥有青海制药 47.1% 股权、宜昌人福药业 20% 股权
九州通	190 亿	1、“九州通模式”通九州；2、IPO 融资加快全国性网络覆盖速度；2、发展第三方物流等增值服务

数据来源：国泰君安证券研究

4.1.1. 上海医药：外延式扩张步伐加快

上海医药于 2009 年 10 月公布重组方案，换股吸收合并上实医药、中西药业，购买上药集团、上实控股医药资产成立“新上药”，上实医药、中西药业将退市。新上药中将囊括此前上药集团和上实集团旗下核心医药资产，成为上海国资下医药产业的唯一上市平台。

资产注入后，上药集团和上实控股核心资产基本全数注入存续后上市公司。重组完成后，上药集团将持有“新上药” 39.91% 的股权，为第一大股东；上实集团则通过上药集团和上海上实合计持有新上药 48.39% 的股权。

图 29：资产重组前上海医药股权结构

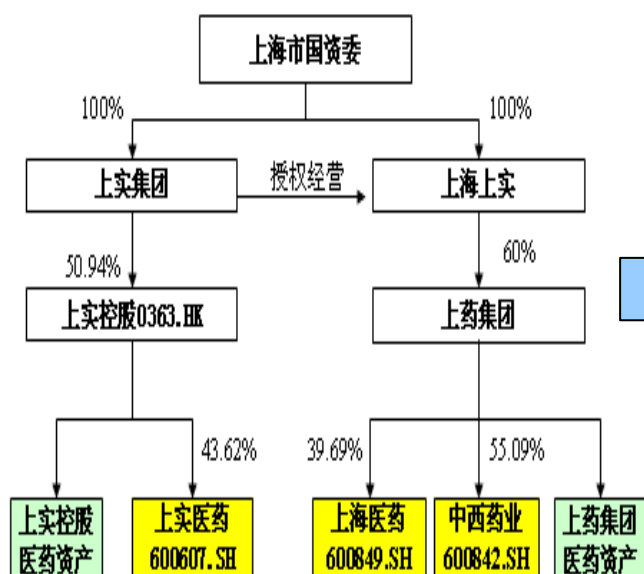
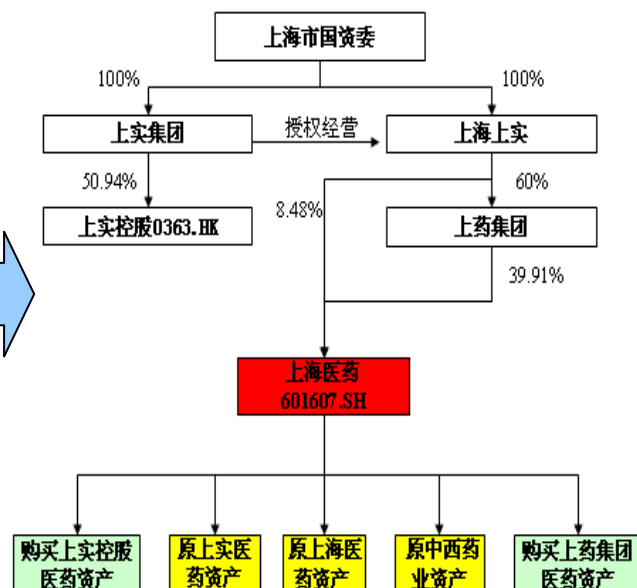


图 30：资产重组后上海医药股权结构



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

新上药作为中国资本市场医药上市公司的样本股，进入上证 180 和沪深 300 指数。在由中国医药商业协会组织评选的“2009 年度医药流通百强企业”名单中，新上药排名第 2；在由国家食品药品监督管理局南方

医药经济研究所和《医药经济报》社共同主办的“2009 年度中国制药工业百强榜”中，新上药（未包含抗生素业务）位列第三。

新上药继续立足于医院纯销，连续七年位于我国医药终端销售规模第一。公司以中高端医院为主流客户，在华东医院客户达到 3350 余家，其中三级医院覆盖率为 100%，二级医院为 76%，一级医院为 50%。目前纯销和调拨的业务比例为 75%：25%，今后医院纯销仍是公司发展重点，纯销在公司业务中的比例将提高。

图 31：2008~2009 年上海医药主营收入变化（亿元）

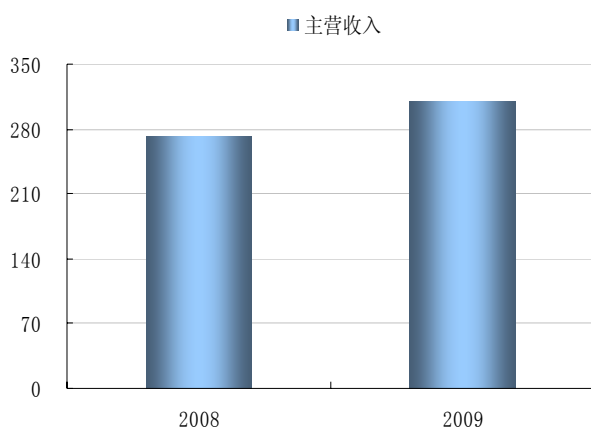
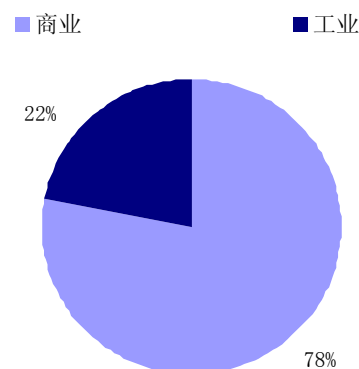


图 32：2010 H 上海医药主营收入构成



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

新上药成立后，医药商业的总体规划是巩固华东，布局全国。2010 年，新上药已经在华东、华南地区重组了广州中山医医药有限公司、山东商联生化药业有限公司、常州亚邦制药有限公司和福建省医药公司，重组对象都是地方排名前列的商业龙头，预计将在 2010 年为新上药带来收入约 50 亿元。

表 12：2010 年上海医药外延式扩张情况

公司名称	省份	公司情况	战略目标
福建省医药公司	福建	福建省国资委打造的五大国有企业集团之一，在福建省医药流通企业中排名前三；拥有 60% 外资品牌产品在福建的总经销权以及麻醉药品等特殊药品的经营权；销售网络及配送体系亦覆盖福建全省并触及县级地区。10 年预计实现收入约 10 亿，三年内有望达到 30 亿。	提高公司在福建市场的行业影响力，完成华东六省一市范围分销网络的全面布局。
山东商联生化药业	山东	成立于 1997 年，在药品流通领域耕耘多年，已逐步形成以济南为中心、覆盖山东的医药营销网络。	将用 3 年时间整合山东省内其他资源，进入山东医药分销市场的前列。
广州中山医医药	广东	华南地区重点城市广州市的三大医药商业企业之一；09 年销售收入 17 亿元，其中医院纯销约占 85%。	公司将以广州中山医为华南地区的经营及投资平台，打造围绕广州、深圳、东莞、中山等珠三角重点城市为基本点的区域分销网络布局，提升上海医药在广东省的整体分销能力，跻身广东省医药商业企业前列。
常州亚邦医药	江苏	在常州医药商业业务排名第二，年分销规模超	两者合计当地市场份额将达到 90%，将显

20 亿，仅次于常州药业。

著减少竞争，增强盈利能力。

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

公司还与与亚洲最大工业及物流基础设施提供商与服务商普洛斯公司、百联集团分别签订了战略合作意向书，积极发展物流、零售业务。

表 13: 2010 年上海医药战略合作情况

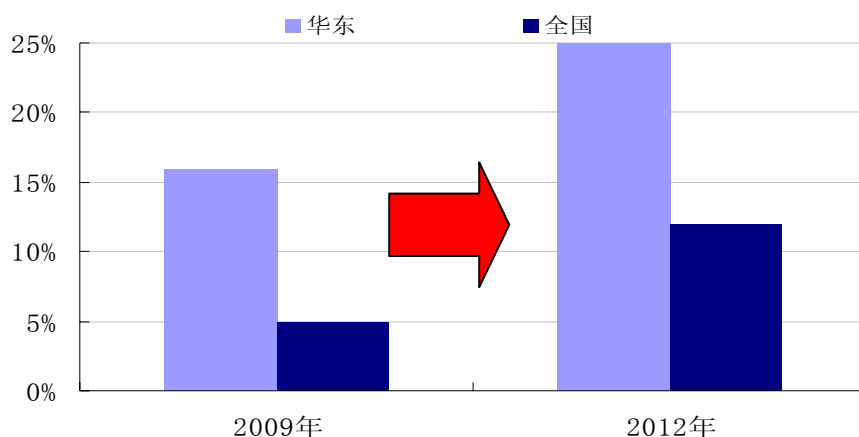
公司名称	业务范围	公司情况	合作情况
普洛斯	物流仓储	公司在中国 18 个主要城市投资、建设并管理着 60 个物流园，基本形成了覆盖中国主要物流枢纽的平台网络。	双方的合作将先从上海和苏州开始：与上海普洛斯虹桥物流园（北区）签订了租赁协议，将租赁约 9 4 0 0 平方米的现代化物流配送设施，作为上海医药在上海西部的重要物流基地；子公司苏州上药与苏州普洛斯物流园签订了租赁意向，意向租赁园区内 6 2 0 0 平方米的仓储设施作为苏州上药供应链有限公司与上海医药物流中心苏州分中心的重要物流资源。
百联集团	零售业务	公司拥有遍布全国 7100 余家营业网点，涵盖了包括百货、超市、大卖场、购物中心等流通领域的各种业态；列 2008 中国企业 500 强第 25 位、2008 中国商业零售业的第一位。	将网点互为进入，业务互为合作，产品互为采购。新上药已经成立了配合双方合作的产品设计小组。这意味着百联 7000 多家门店内将出现新上药的健康相关类产品。此外，百联控股的第一药业可能会剥离出售给新上药。

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

新上药的目标：

- 将进一步提升上海本地医药资源的集中度，加快向江苏省、浙江省全境拓展，落实福建省医药公司重组以及其他收购项目，确保上药集团继续保持华东地区领先的龙头地位。在 2012 年华东市场占有率由目前的 16% 提升至 25%，零售门店数量由目前的 1600 余家提升至 2500 家；
- 在 2012 年全国市场份额由目前的 5% 提升至 10%，达到国药控股 70%，增速要高于国药扩张计划（由 11% 提升至 2020 年 25%），同时保持纯销业务占分销业务总量 65% 左右的比例，确保实现高于同行业的毛利率水平。

图 33: 上海医药全国市场扩张目标



数据来源：国泰君安证券研究

2010 年 9 月，上海医药发布停牌公告，公司可能将发行 H 股，初步确

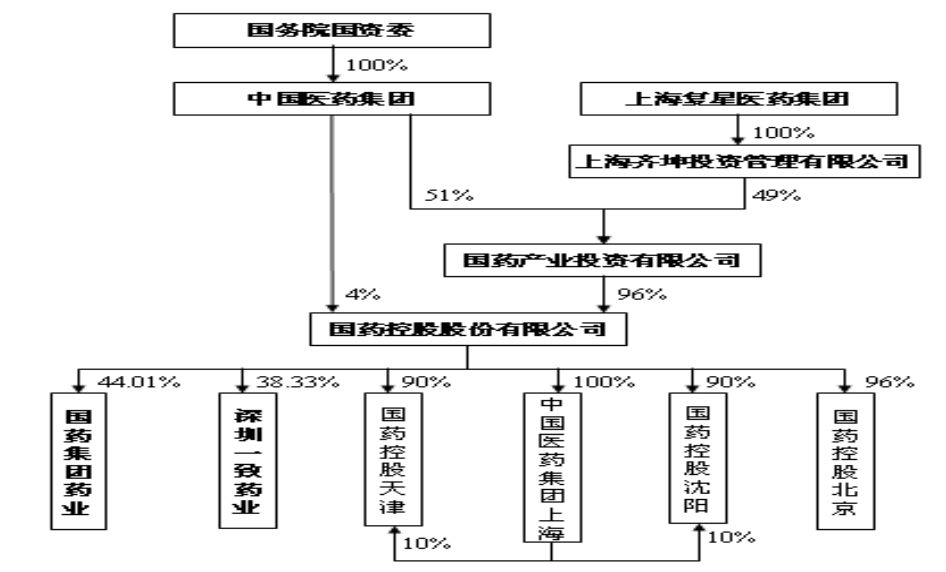
定融资额为 80 亿左右，预计到 2010 年 6 月底完成。赴港募资后，新上药势必将会在全国范围内开展更大规模并购，加速外延式扩张。我们认为上海医药在未来 2-3 年将成为医药行业的优质投资标的，目前公司估值要低于同行业主要竞争者，成长性确定，而且整合进程存在一定超预期，短期内业绩弹性较大，强烈推荐。

4.1.2. 国药股份：整合时间提供想象空间

国药控股是中国医药集团旗下的医药商业资产。2003 年，中国医药集团（持有 51% 股权）和上海复星医药集团（持有 49% 股权）共同投资国药控股有限责任公司，注册资本 10.28 亿元。2008 年 10 月，国药控股改制为股份有限公司，注册资本为 16.37 亿元，并于 2009 年 9 月在香港上市，控股股东继续为中国医药集团（直接间接持有 72.5% 股份）。

国药控股旗下主要有两家上市公司：国药集团药业（国药股份）和深圳一致药业。国药股份于 2002 年上市，2006 年公司原控股股东中国医药集团将所持有股份转让给国药控股，目前国药控股持有 44.01% 股份，为公司控股股东。

图 34：国药控股股权结构

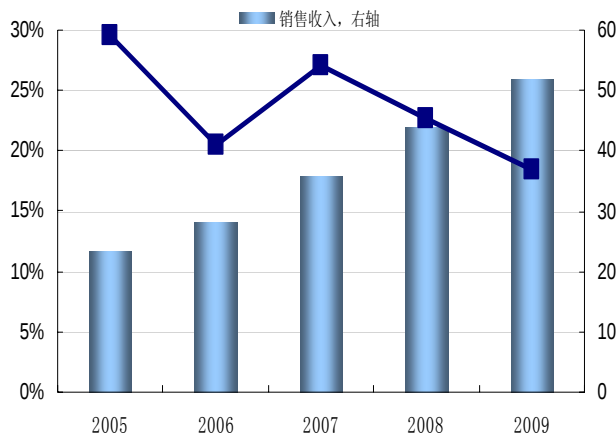


数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

北方重组预期加强

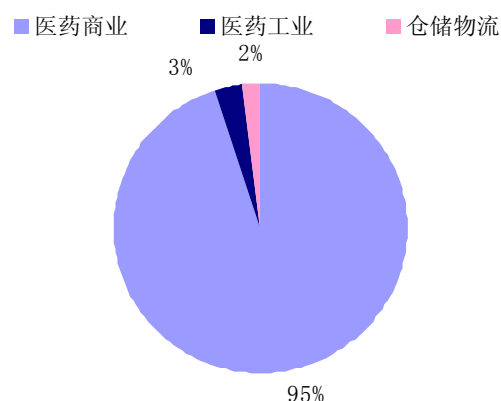
国药股份是我国北方医药分销的战略平台：2009 年销售收入为 52 亿，同比增速 18%，其中医药商业占据收入的 95%。2006 年国控就定了“北国药、南一致”的区域战略发展规划，这战略规划非常有利于公司网络扩张和市场整合，目前一致药业基本完成了南部版图大的整合（国控广州、国控南宁都已并购），国控收购时承诺国药作为其北方整合平台，因此国药股份整合北方医药销售网络的预期不断加强。

图 35: 2005~2009 年国药股份主营收入变化 (亿元)



数据来源: Wind 资讯, 国泰君安证券研究

图 36: 2010 H 国药股份主营收入构成



我国北方地区潜在整合空间非常巨大: 2009 年我国华北、东北地区药品销售规模约为 1,300 亿, 但缺乏大型医药分销企业。就拿北京地区为例, 医疗资源较为集中, 整体市场份额接近 500 亿, 位居全国省市第三。目前北京地区已有 240 余家医药商业企业, 但是市场份额较为分散, 大体可以分为三个集团。

表 14: 北京地区医药商业竞争格局

级别	公司	销售规模
第一集团	北医股份、国药股份	30 亿以上/家
第二集团	九州通北京、科园信海、国控北京、普仁鸿、嘉事堂等 5-8 家	10 亿以上/家
第三集团	其他 200 余家	较小

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

在国药控股众多的子公司中, 位于北京、天津、沈阳的分公司具有较大的影响力, 我们先盘点一下国药控股这三家北方子公司的资产: 国药控股天津 (08 年销售 63.88 亿)、国药控股北京 (08 年销售 19.01 亿)、国药控股沈阳 (08 年销售 2.35 亿)。根据公司公告, 国药控股天津和国药控股沈阳在 2005 年净利润分别为 0.35 亿元、0.04 亿元, 假设 2006、2007 年的净利润增长率为 40%, 则 2008 年国药控股天津净利润大约为 0.68 亿元, 国药控股沈阳净利润大约为 0.08 亿元。在这三个分公司中, 天津站的规模较大, 销售额也最高, 沈阳站资产相对较小。

表 15: 国药控股旗下北方主要子公司情况

国药控股下属资产	注册资本 (万元)	比例	09 年收入 (亿元)	09 年净利润 (亿元)
国药股份	47,880	44.01%	52	2.27
国药控股北京	3,000	96%	29*	0.78*
国药控股沈阳	2,000	100%	3*	0.10*
国药控股天津	5,000	100%	101*	1.43*

数据来源: 国泰君安证券 (注: *为预测数)

在继续推进“北国药、南一致”战略、控制全国商业格局下, 划分区域支

持子公司发展避免同业竞争封地行为，将是国药完成国控收购时承诺国药股份整合北京及周边地区资产、稳固一致药业南部战略的首要任务。由于北京、天津、沈阳三家子公司是国药控股的核心优质资产，一旦注入国药股份，对国药股份的发展将有较大推动作用。

国药股份 2009 年收入为 52 亿，归属母公司的净利润为 2.27 亿。重组假设：

- 从短期看：国控北京整合明确(股改承诺)，而天津和沈阳分公司的收购还存在诸多的不确定性，若考虑只将北京分公司资产注入，公司整体收入规模将增加约 60%，净利润将增加约 30%。
- 从长期看：北方资产整合应该只是时间问题。国控天津、北京、沈阳 2009 年合计收入约 133 亿，归属母公司的净利润共为 2.31 亿。按照 2009 年规模，若国药控股将该北方三站资产注入国药股份平台，公司整体收入规模将增加 2~3 倍，净利润将增加约 1 倍。

国药控股 H 股回归

国药控股是我国最大的药品流通企业，已经连续 5 年排名年度医药流通百强企业第一。公司 2009 年的销售收入达到 688.65 亿元，同比增长 25.3%，其中分销业务收入比重达到 93%。

图 37：2006~2009 年国药控股主营收入变化（亿元）

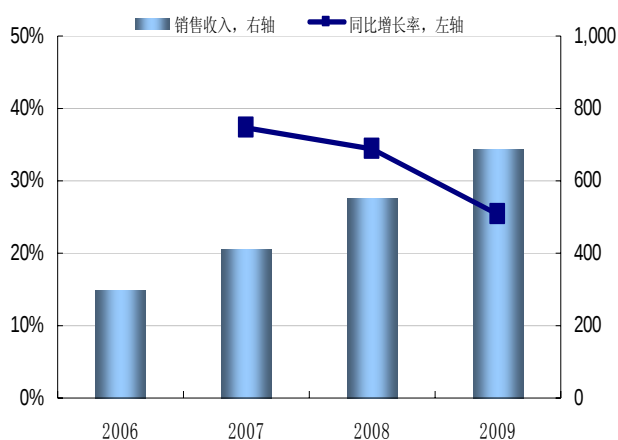
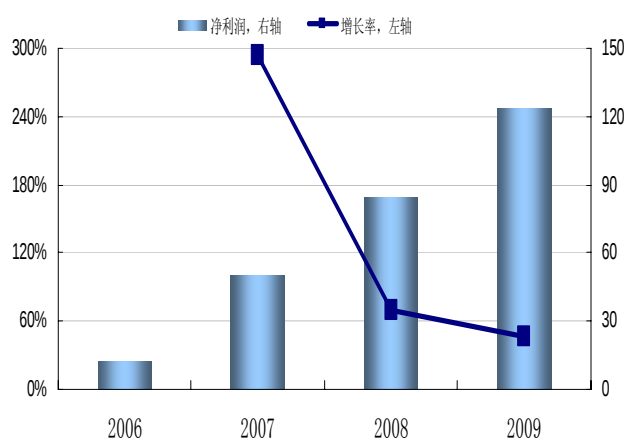


图 38：2006~2009 年国药控股净利润变化（亿元）

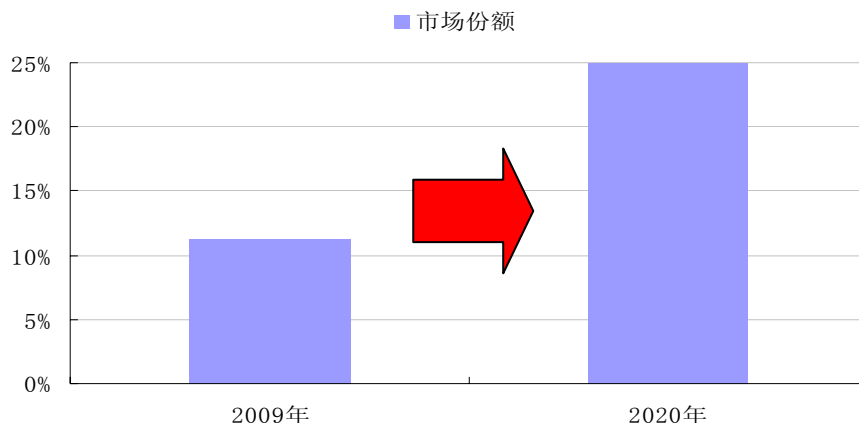


数据来源：Wind 资讯，国泰君安证券研究

国药控股目标：

公司将在未来几年继续坚持全国扩张战略，市场份额目标是由 09 年的 11.3% 增至 2020 年的 25%。分销业务方面，公司已经覆盖了除青海、西藏外的 29 个省（自治区、直辖市），发展目标为 2012 年覆盖全国 31 个省（自治区、直辖市），然后在 2015 年前覆盖全国 283 家地级市；零售业务方面，力争从目前的 947 家提高到 2,000 家。

图 39：国药控股全国市场扩张目标



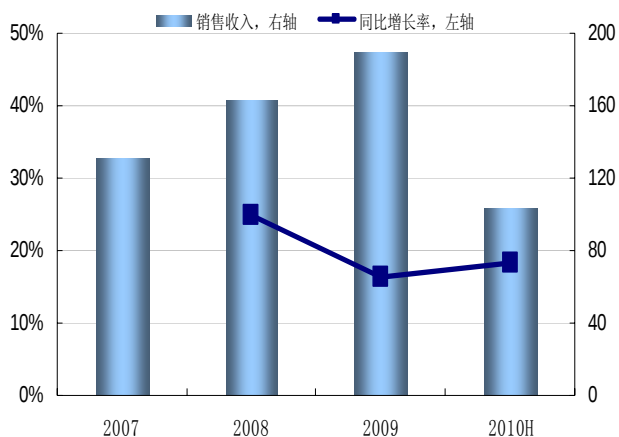
数据来源：国泰君安证券研究

目前市场上对于国药控股港股上市后回归 A 股存在一定的猜想，是否会选择子公司国药股份作为平台仍是个未知数，但是目前国药控股 H 股的高估值（11 年 eps 的 PE40 倍以上），说明国药股份的价值被国内资本市场有所低估。同时，我们认为北方资产的整合仍然是国药股份未来几年实现外延式扩张的关注点，这也将给国药股份的公司发展带来实质性的利好，由于时间的不确定性，我们预计国控北京站最早也要于 11 年合并重组，因此国药股份的价值投资将是一个时间换空间的过程，在目前资本市场上属于攻守兼备的品种。

4.1.3. 九州通：IPO 募资寻求突破

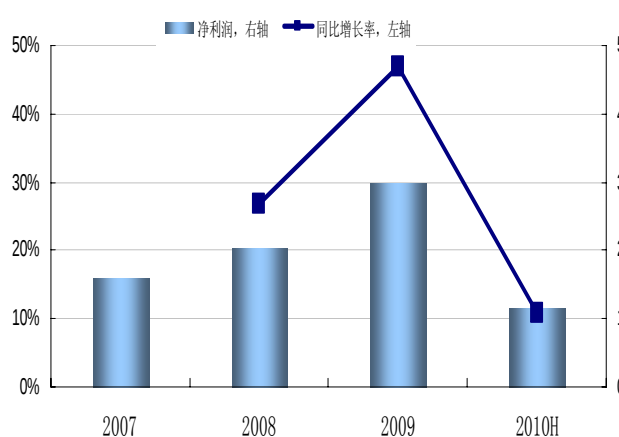
九州通是医药商业领域仅有的具有全国性网络的两家企业之一，已连续 7 年位列中国医药商业企业第 3 位，在国内医药商业流通领域处于行业领先地位。与国药、上药不同，九州通是一家名副其实的民营企业，排名我国民营医药商业企业第一。IPO 上市意味着公司能获得更多资金需求瓶颈突破，可以拥有更大的发展空间和扩张的能力。

图 40：2007~2009 年九州通主营收入变化（亿元）



数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券研究

图 41：2007~2009 年九州通净利润变化（亿元）



九州通商业模式比较特别，不同于一般的国有企业经营模式，主要针对第三终端进行分销业务，对象主要是下游批发商、药店、民营医院、诊

所等市场化客户，其特点是毛利率和净利润率（约 1%）较低、费用较少、库存周转速度较快和账期较短。

表 16：九州通经营模式独特

	九州通模式	传统经营模式
目标市场	以基层医疗机构（二级以下医院、社区诊所等）、药店及下游分销商为主。	以中高端医疗机构（二级以上医院）为主。
经营品种	经营品种以日常用药（普药）为主，非处方药（OTC 产品）占较大比例。	经营品种以处方药为主，处方药占较大比重。
价格形成机制	在不超过国家最高限价下，市场竞争充分，价格由市场供求关系决定。“物美价廉”的市场规则发挥作用。	在不超过国家最高限价下，通过固定的 15% 加价制度，对于同一品种，市场需求者偏好价高品种。“物美价廉”的市场规则失效。
资金周转速度	资金周转速度较快，公司下游客户的账期通常在一个星期内；销量大的客户账期限制在一个月以内；少量规模大、信誉好的客户允许账期超过一个月。公司的平均回款周期一般为 1-2 周左右。	资金周转速度较慢，因中高端医院在药品购销市场中地位较为强势，账期较长，一般为 3-6 个月以上。
客户服务体系	除下游分销商外，其他客户具有分散、少批量、多批次、个性化的不同需求，因此需要公司提供差异化、精细化、高频率的物流配送服务。	由于主要客户为中高端医院，客户较为集中，需求量大，配送服务的差异化较小。

数据来源：公司公告，国泰君安证券

和国药一样，九州通现已建立起全国性的销售网络，是现有全国医药商业企业中销售网络覆盖面最广的企业之一：现有 14 家省级医药物流中心、20 家地市级物流中心、256 个办事处（配送站），覆盖了国内 70% 以上的行政区域。

表 17：九州通销售网络覆盖全国

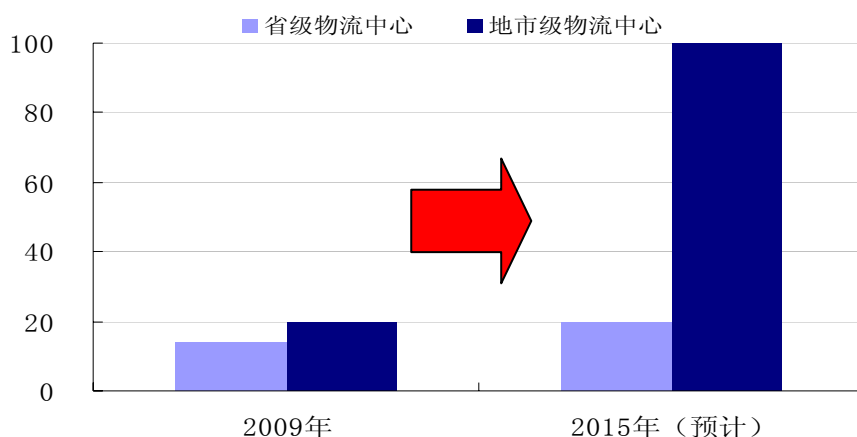
区域	省级医药物流中心	地市级医药物流中心	备注
华中区域	2 个：湖北（武汉）、河南（郑州）	6 个：湖北荆州、襄樊、恩施、应城、河南商丘、三门峡	共 8 个
华北区域	2 个：北京、内蒙古（呼和浩特）	无	共 2 个
华东区域	5 个：上海、江苏（南京）、山东（济南）、福建（福州）、江西（南昌）	4 个：江苏淮安、山东青岛、临沂、浙江温州	共 9 个
华南区域	1 个：广东（中山）	3 个：广州、深圳、湛江	共 4 个
西南区域	1 个：重庆	3 个：重庆万州、四川绵阳、四川遂宁	共 4 个
西北区域	2 个：新疆（乌鲁木齐）、甘肃（兰州）	4 个：新疆伊犁、喀什、阿克苏、库尔勒	共 6 个
东北区域	1 个：辽宁（沈阳）	无	共 1 个
合计	14 个	20 个	共 34 个

数据来源：公司公告，国泰君安证券

九州通目标：

公司计划在中国主要区域中心城市建立 20 个左右省级大型医药物流中心，并围绕大型医药物流中心建立 100 个地市级中小型医药物流中心，进一步完善销售网络。

图 42: 九州通全国市场扩张目标



数据来源：国泰君安证券研究

表 18: 九州通募投项目情况

序号	项目名称	总投资（万元）	建设期
1	上海九州通达医药仓储中心（一期）项目	15,000	24 个月
2	九州通集团杭州医药有限公司现代医药分拣配送中心项目	12,000	24 个月
3	湖北地市级（十堰、宜昌、恩施）医药物流中心建设项目	9,000	12 个月
4	九州通集团安国中药材物流中心（一期）项目	7,000	12 个月
5	黑龙江九州通医药有限公司现代医药仓储中心（一期）项目	6,000	24 个月
6	天津九州通达医药有限公司年处理 250000 万元药品仓储和配送能力项目（一期）	4,980	12 个月
7	厦门九州通现代医药物流中心厂房及配套设施（一期）项目	4,000	12 个月
合计		57,980	

数据来源：公司公告，国泰君安证券

目前公司经营模式存在一定的瓶颈：不属于国家队，缺乏政府支持，没有足够的资金用于并购；并非出身地方龙头性商业企业，人脉背景较弱，在北京的配送招标中败给嘉事堂。我们认为在 IPO 上市后，公司借将突破资金瓶颈之机，追赶“国家队”的并购步伐，在中国医药流通市场上续写“九州通传奇”。

4.2. “二线”：地方龙头，受益弹性

“7 号文”提出从原来医疗机构的“小招标”改为以省为单位的“大招标”，招标主体的扩大，省级覆盖范围的龙头企业最有可能受益，以此逻辑，我们在“二线”医药商业企业中寻找弹性较大的投资标的。

根据目前药品流通市场分布情况看，华东（40%）、华北（21%）、华南（16%）合计占据了我国近 80% 的市场份额，而这些地区也是我国经济水平较为发达的省份，用药需求大，市场能保持高速增长。因此我们认为这些地方的区域性龙头企业将最为受益。推荐一致药业、英特集团。

表 19: 上市公司业务看点比较

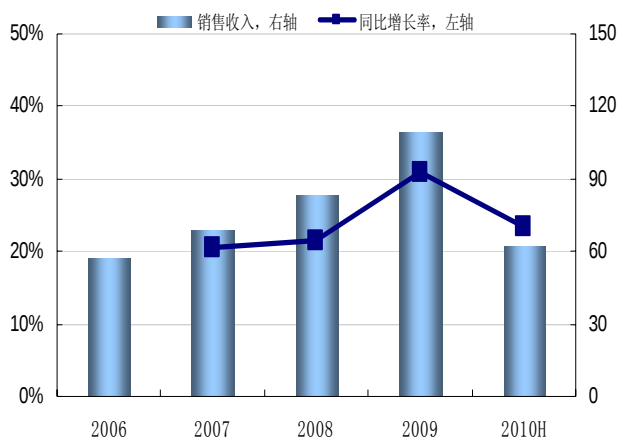
上市公司	09 年商业销售额	市场份额情况
南京医药	137 亿	江苏、福建、安徽地区商业流通市场份额第一
一致药业	94 亿	广东、广西地区商业流通市场份额第二
华东医药	61 亿	浙江地区商业流通市场份额第一
英特集团	50 亿	浙江地区商业流通市场份额第二

数据来源: 国泰君安证券研究

4.2.1. 一致药业: 深入布局两广

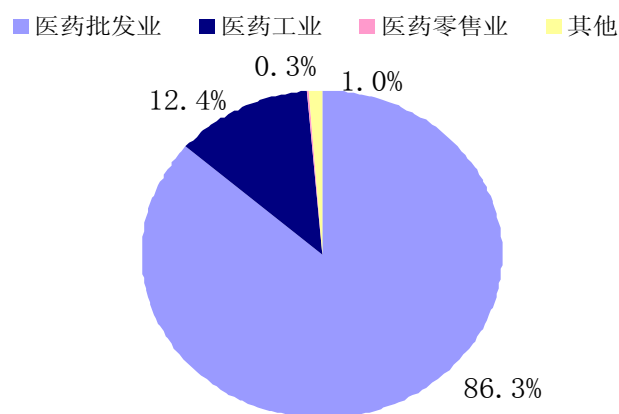
一致药业是华南地区的医药商业龙头, 业务的扩张重心主要在两广地区, 目前主要经营平台包括国控广州、一致总部、国控柳州和国控南宁。根据中国医药商业协会的统计资料, 2008 年, 华南地区的市场容量在 750 亿元, 占 16% 份额, 仅次于华东和华北地区。

图 43: 2006~2009 年一致药业主营收入变化 (亿元)



数据来源: Wind 资讯, 国泰君安证券研究

图 44: 2010 H 一致药业收入构成情况

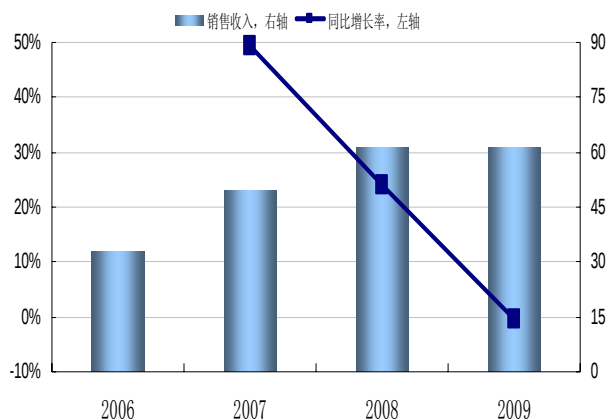


深入广东二线城市:

广东省是我国药品市场最大的省份, 2008 年药品销售规模达到 700 亿元, 一致药业所占的市场份额约 11%, 仅次于广州医药公司 (广州药业子公司)。

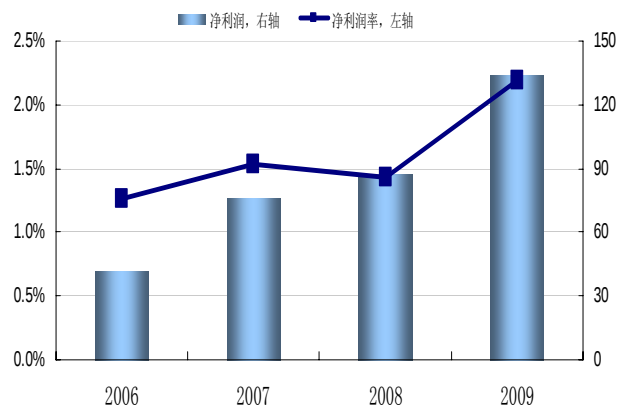
国控广药于 2006 年被公司收购, 是公司医药商业发展的主要平台, 经营的药品超过 5,000 种且 2/3 为进口或合资品种: 2006~2008 年, 国控广州销售增长比较稳定, 由于 2009 年合并统计口径的变化, 收入同比小幅下降; 但是公司的盈利能力却明显提高, 2009 年的净利润率达到 2.2%, 主要受益于纯销业务比重的增加。

图 45: 2006~2009 年国控广州主营收入情况 (亿元)



数据来源: Wind 资讯, 国泰君安证券研究

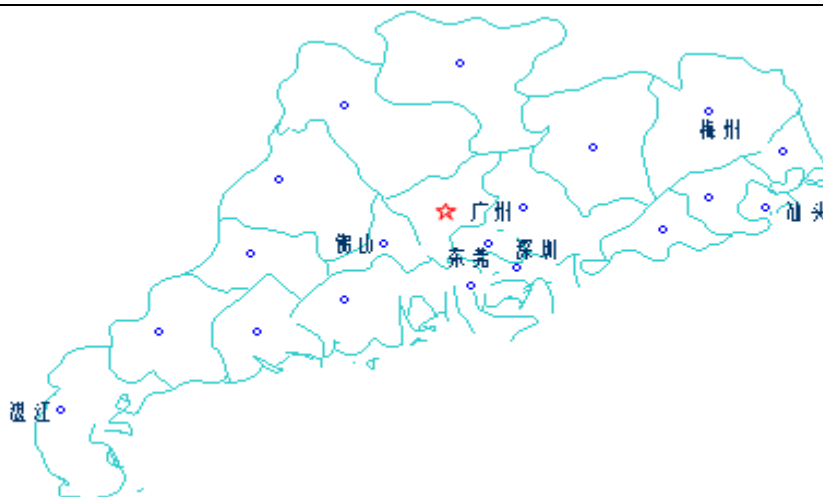
图 46: 2006~2009 年国控广州盈利情况 (百万元)



此外, 公司积极谋求在广东二级城市的外部扩张, 坚持“新业务拓展谋略在先, 多管齐下”和“网络下沉, 打造终端控制力”的经营策略:

- 2008 年完成对国控广州的全收购;
- 2009 年完成在东莞、湛江、佛山等地区的布局, 将医药分销业务深入到二线城市;
- 2010 年, 又先后进入深圳、梅州的分销市场, 随着中山、汕头等地区分公司的成立, 公司将基本实现了广东省沿海地区二级市场的全覆盖。

图 47: 公司在广东地区基本完成沿海二线城市覆盖



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

公司在广东省内的医院纯销业务提升目标非常明确:

- 目前公司在广州市纯销市场占比超过 20%, 近期目标为达到 1/3; 在深圳纯销市场占比为 47%, 近期目标为超过 50%;
- 在广东省两个城市以外的纯销市场占比, 目标为达到 15%。目前, 就二线城市来看, 公司仅在湛江和梅州取得了市场占有率第一的位置, 广深以外的广东市场拓展空间仍十分巨大, 未来几年公司批发业务的增量部分, 二线城市将占最大的比重。

广西市场有望赶超对手

公司主要以国控南宁和国控柳州为平台对广西分销业务进行整合，2009 年至今先后收购了国控南宁、南宁市医药公司。目前，公司在广西的医药商业企业将包括国控南宁、国控柳州和南宁医药 3 家，广西分销已经在南宁医药市场超越对标企业，在广西的市场份额估计能达到 30%，显示了强劲的发展势头，有望成为广西的龙头企业。

南宁地区：

2010 年在公司创新性地完成对南宁医药的非股权收购后，公司在南宁已具备了极强的竞争优势。南宁医药的前身为南宁市医药总公司，是广西的主要医药商业经营企业，2009 年销售额约 3 亿；其在 2009 年南宁市县以上限价竞价入围品种为 16,379 个品规，自行采购目录入围品种 4,348 个品规，新农合基本用药入围品种 2,680 个品规。

表 20：2009~2010 年公司医药商业子公司收售情况

	子公司	收购时间	所属地区	持股比例
收购	深圳延丰	2010 年	广东深圳	51%
	梅州市新特医药（国控梅州）	2010 年	广东梅州	100%
	南宁市医药公司	2010 年	广西南宁	非股权收购
	湛江天丰（国控湛江）	2009 年	广东湛江	100%
	东莞一致	2009 年	广东东莞	100%
	国控佛山	2009 年	广东佛山	100%
	国控南宁	2009 年	广西南宁	100%
出售	辽宁一致医药	2009 年	辽宁	
	广东一致药店	2009 年	广东	
	广西一致药店	2009 年	广西	

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

一致药业发展计划：

- 进一步加快两广地级市的市场开拓，寻找已布点城市的二次收购对象，实现分销网络地级市全覆盖；
- 加快推进广西分销内部的职能和业务整合，最终实现销售收入、医院纯销市场第一的阶段性目标。
- 大力发展对第三终端的配送业务，挖掘第三终端配送这一新兴市场，第三终端配送的业务占比不断提高。

目前公司基本完成国药控股在两广地区的整合，广东布局处于扩张阶段，广西还刚刚起步，我们认为未来几年其分销业务增长将高于行业增速。此外，作为集团工业平台，致君药业实现的头孢产业链一体化也将推动盈利增长。我们给予增持评级。

4.2.2. 英特集团：商业龙头中的后起之秀

英特集团属于浙江省的医药商业两大龙头企业之一，省内市场份额仅次

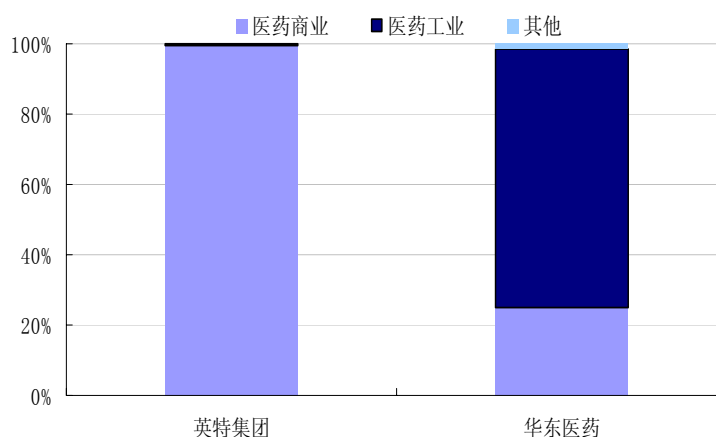
于华东医药，2008 年位列中国医药商业企业第 14 位（华东医药位列 12 位）。浙江省是我国第四大药品流通市场，2009 年市场总量在 440 亿左右，约占全国份额的 9%，但整体市场集中度不高，分销公司较多，英特集团未来市场份额具备较大的提升空间。

英特集团具有浙江省最广的医药商业网络，与华东医药布局杭嘉湖地区为主不同，公司优势在于渠道覆盖面广，基本实现了省内县级以上医院的覆盖，公司 2009~2010 年商业扩张动态：

- 与慈溪市医药药材公司达成股权合作协议，英特药业将拥有增资扩股后的慈溪市医药药材公司 51% 的股权，极大地增强了公司在宁波地区市场的辐射能力
- 公司积极推进战略并购，完成了宁波英特药业有限公司的投资控股合作事项；
- 与温州市医药供销有限公司全体股东签署了《投资合作框架协议》，温州医药供销属于温州市龙头商业企业，将巩固公司在浙南的市场份额；
- 英特药业产业基地二期物流项目开工建设。二期工程于 9 月份正式开工兴建，项目完成后公司将拥有 5 万多平方米现代化医药物流基地，进一步提升物流能力。

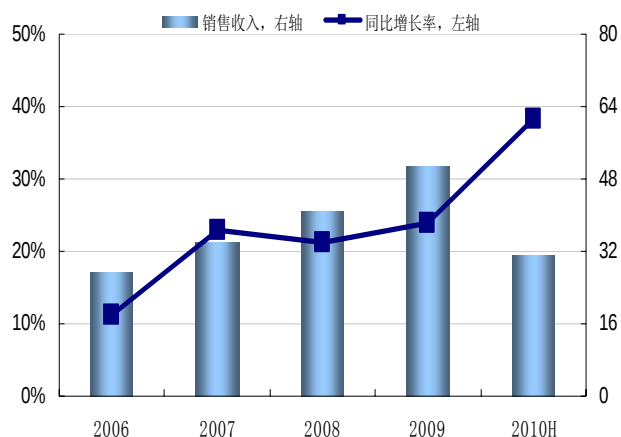
英特集团主营收入 99% 以上来自医药批发业务，将充分享受医药商业流通市场的整合提速。华东医药虽然目前医药商业流通市场份额高于英特集团，但其 70% 以上的毛利润是由医药工业所贡献，医药商业规模的扩大对其业绩的弹性贡献不如英特集团，而且从这几年英特集团的扩张速度看，大有超过华东医药之势，因此我们在药品流通整合中更看好英特集团的业绩表现。

图 48：英特集团&华东医药毛利构成对比



数据来源：国泰君安证券研究

图 49: 2006~2009 年英特集团主营收入情况化 (亿元)



数据来源: Wind 资讯, 国泰君安证券研究

图 50: 2006~2009 年英特集团净利润情况 (百万元)

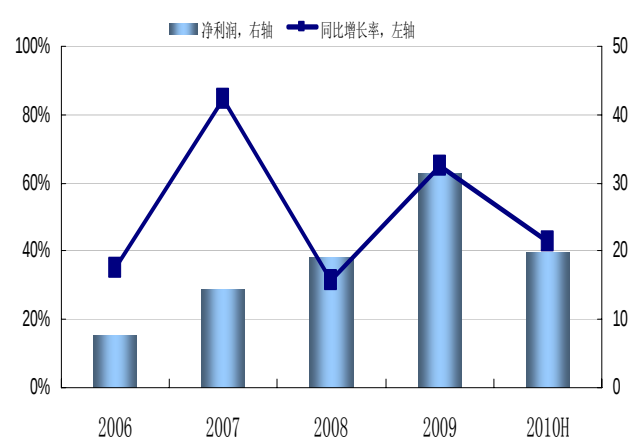
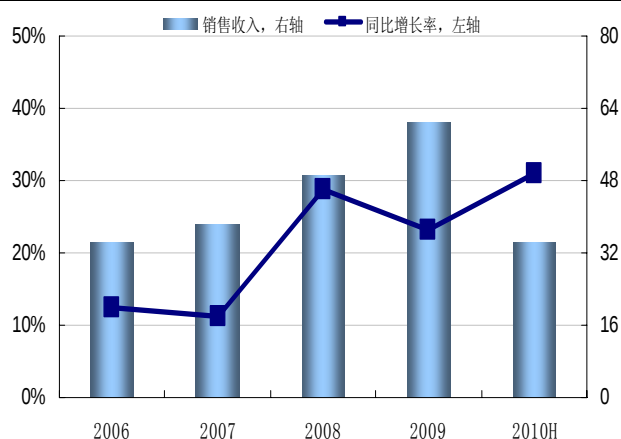


图 51: 2006~2009 年华东医药商业收入情况 (亿元)



数据来源: Wind 资讯, 国泰君安证券研究

图 52: 2006~2009 年华东医药净利润情况 (百万元)

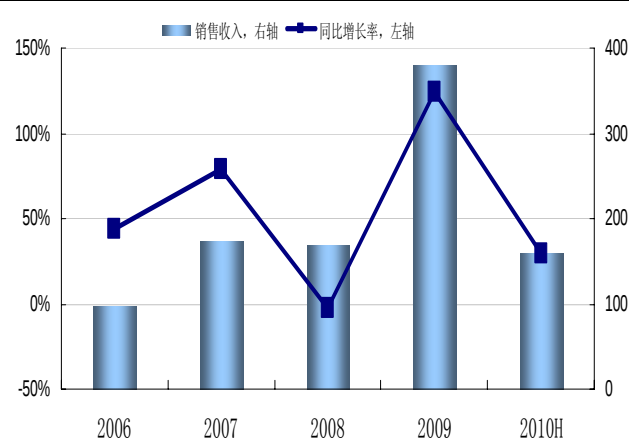


表 21: 医药流通企业盈利预测与估值

上市公司	股价	10EPS	11EPS	12EPS	10PE	11PE	12PE	目标价	评级
上海医药	23.9	0.71	0.91	1.10	34	26	22	36.4	增持
国药股份	28.3	0.65	0.78	0.95	44	36	30	35.1	增持
九州通	17.6	0.25	0.34	0.42	70	52	42	20.4	增持
一致药业	35.9	0.84	1.12	1.53	43	32	23	44.8	增持
英特集团	10.8	0.2	0.27	0.37	54	40	29	13.5	增持
华东医药	33.5	0.81	1.01	1.22	41	33	27	40.4	增持

数据来源: 国泰君安证券研究

作者简介:**易镜明:**

医学博士，2006 年进入国泰君安证券公司从事医药行业研究。

郑磊:

医药行业研究助理，复旦大学硕士，2010 年进入国泰君安证券公司从事医药行业研究，负责化学药、商业、器械等子行业，CPA。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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。

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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，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，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		