

# 证券研究报告——医药分析框架系列报告（2）

## 魔鬼在细节：三张表中的投资机会

2020-10-03

证券分析师：谢长雁 0755-22940793 [xiecy@guosen.com.cn](mailto:xiecy@guosen.com.cn) 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517100003

证券分析师：陈益凌 021-60933167 [chenyiling@guosen.com.cn](mailto:chenyiling@guosen.com.cn) 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519010002

证券分析师：朱寒青 0755-81981837 [zhuhanqing@guosen.com.cn](mailto:zhuhanqing@guosen.com.cn) 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519070002

联系人：陈曦炳 0755-81982939 [chenxibing@guosen.com.cn](mailto:chenxibing@guosen.com.cn)

联系人：李虹达 0755-81982970 [lihongda@guosen.com.cn](mailto:lihongda@guosen.com.cn)

联系人：张超 0755-81982940 [zhangchao4@guosen.com.cn](mailto:zhangchao4@guosen.com.cn)



国信证券经济研究所

GUOSEN SECURITIES ECONOMIC RESEARCH INSTITUTE

# 前言

■ **医药投资要求高于产业研究。**医药投资与产业研究有着很强的联系，但是本身并不是完全重叠的。商业模式、发展阶段、竞争格局、行业周期、市场风格等多种因素都会对股价的涨跌产生极大影响。国信医药团队在深入产业研究，开创了三大系列报告（“**创新药盘点**”、“**创新器械盘点**”、“**医疗大数据盘点**”）后，再次开始“**医药分析框架**”系列报告，力求建立自上而下择股、自下而上验证的完整框架。

■ **投资框架是基于产品分析、公司分析、行业分析框架之后高度提炼的规律总结。**医药行业本身是一个需求稳定、专业化程度高、商业模式丰富的科技行业。分析框架来源于产品、公司、行业等信息，但是在不同细分赛道上（商业模式差异）、不同维度上（考核要素差异）、不同的投资周期上（短/长期投资风险收益重视差异），医药投资的分析框架千差万别。我们力求每篇报告专注一个主题，多角度的探讨医药投资的核心要点。

■ **投资框架的历史与海外对比研究在产业与资本市场双双国际接轨的过程中具备启发意义。**国信医药团队将继续发扬“全球视野，本土智慧”的传统优势，在“**医药分析框架系列**”报告中注重海外对标、历史复盘、多角度比较研究，以应对当前产业结构和投资者结构在政策接轨下纷纷向海外靠拢之下的新时代投资机遇与挑战。

■ **上期报告：《医药分析框架系列报告（1）--时间的玫瑰：三类核心竞争力》**

医生群体的心智占领、不可替代的要素资产、服务和研发型企业的人才壁垒是医药行业的三大核心竞争力。在当下医药生物板块整体估值较高且极端分化的情况下，我们更应去伪存精，探求医药企业的长期价值与核心竞争力，**推荐关注：恒瑞医药、爱尔眼科、迈瑞医疗、中国生物制药、乐普医疗、复星医药、药明康德、华大基因、天坛生物、迪安诊断。**

# 报告摘要

## ■ 缘起：自下而上的财报分析是大分化环境下的必备技能

医药行业是通过产业概念将上下游的原材料、工业、渠道、服务、消费整合起来的行业，行业内商业模式多种多样（2B、2C、资产驱动、渠道主导、创新科技）。构建从下至上的财报分析能力才能：1) 在标的纷繁之中建立跨子行业比较、子行业内部比较、基于产业周期的择时、择股能力；2) 中国正处于产业与政策快速变革期，对标国际通过财报分析挖掘长期优质标的；3) 财报分析也是模型构建和财务排雷的基本功。

## ■ 资产负债表：资产来源与投向决定企业成色

资产负债表是财务发展历史中最早出现的、也是最重要的报表。通过资产负债表的静态和一段时间差值变化的动态分析，能够得到：1) 资产负债权益三者的来源与投向拆分；2) 企业不同阶段的差异化发展战略；进而最终可以提炼出3) 企业的商业模式与长期积累的核心要素。与市场极度重视利润表边际变化不同，我们认为资产负债表是研究公司财务的起始点，也是公司成色的核心决定因素。

## ■ 利润表：拐点变化的直观反映

利润表在十九世纪从资产负债表中衍生出现，是反映企业成长性的最佳方式。利润表有时还是企业编制报表的起始报表，理解利润表和资产负债表的勾稽关系重要性仅次于资产负债表分析。通过利润拆分、对利润表各项比率及先行指标的分析，可以：1) 通过边际变化挖掘拐点型企业；2) 对成长动力内生ROE、外延进行拆分并细节分析。医药板块的商业模式多种多样，因此利润表的拆分方式需要依托：产品、行业、子公司、分部、核心资产等多种方式组合。

## ■ 现金流量表：容易被忽视的关键信息

现金流量表在二十世纪初经济危机后诞生，是对资产负债表、利润表的补充，并在港股估值体系中有着重要地位。其作用体现在：1) 反映真实商业模式；2) 现金金额及资本开支计划决定融资节奏并往往是投资企业大周期的有效理由；3) 通过与利润表、资产负债表的勾稽关系分析可以提示风险、挖掘机遇、提炼更多运营信息。

## ■ 他山之石：海外龙头三表特征差异较大，整体进入稳定成熟期

海外龙头各类企业三表特征差异较大，整体进入稳定成熟期。创新药械类企业三表结构类似，不断通过外延整合进成熟管线，对资本开支依赖度低；CRO与仿制药企业整体利润率逐渐下降，面临全球市场竞争压力明显，依赖融资；医疗服务类企业内生式发展为主，与国内看重整合复制构成显著差异。

## ■ 风险提示：产业政策变动、报表真实性成疑

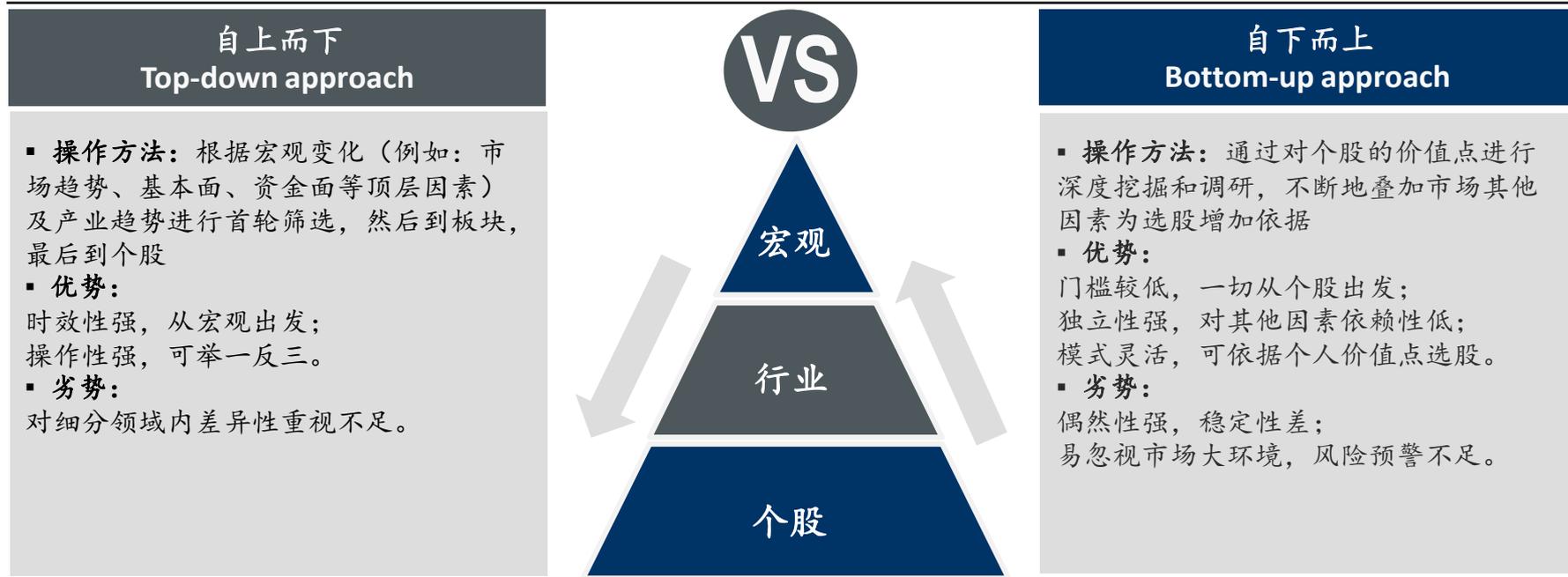
## ■ 投资建议：关注细节，从三大报表挖掘和验证投资机会

资产负债表看企业长期质地，利润表看拐点变化，现金流量表验证基本判断，从定期财务报告中的细节信息出发，**推荐关注：恒瑞医药、药明康德、迈瑞医疗、天坛生物、中国生物制药、爱尔眼科、中国中药、乐普医疗。**

- 缘起：自下而上的分析是大分化环境下的必备技能

# 研究方法分类：自上而下与自下而上

图：自上而下与自下而上方法对比



资料来源：国信证券经济研究所整理

■ **自上而下分析方法**首先通过对主要宏观经济数据的分析和预测，确定主要宏观经济变量的变动对医药行业及其各个赛道的潜在影响，形成对医药行业的投资建议并确定医药行业及其各个赛道在股票组合中的权重；然后在赛道内部选择价值被低估、具有发展潜质的股票。自上而下方法一方面具备筛选标的的优势，另一方面也具有容易从众、难以形成相对差异化的缺点。

■ **自下而上分析方法**从财务等各项指标入手，首先选择具有投资价值的个股建立候选股票库；然后通过对该股所在细分赛道及行业的产业政策、竞争格局、外部环境、行业结构的分析和预测，来确定行业对个股的潜在影响。在此基础上，形成对个股的投资建议并确定其在股票组合中的权重。自下而上的方法需要对公司研究足够深入，但是更能够拿得住。

■ 自上而下与自下而上方法在股票分析中均具有举足轻重的地位，唯有两种方法相结合，充分发挥各个方法的优势，扬长避短，才能穿越牛熊。对于以上两种策略，尤其在自下而上方法中，财务报告分析至关重要。

# 三张表的发展沿革：资产、利润与现金

## ■ 从商业记录的发展历史来看，资产负债表是财务报表体系的基础与核心

近些年来，利润表在企业财务管理中常常居于显要地位，成为企业评价的首要指标。与该观点不同，我们认为这一做法有悖于财务记录的演化历史。回归商业活动发展本质，资产负债表才是财务报表体系的基础与核心。

人类的商业活动由简单到复杂不断推进，财务报表也随之演变，资产负债表作为最早出现的财务报表类型，其诞生时间早于利润表300余年、早于现金流量表近400年，它满足了早期商业活动的财务需求，是对核心、关键商业信息的记录，因此也是最基础的财务报表。

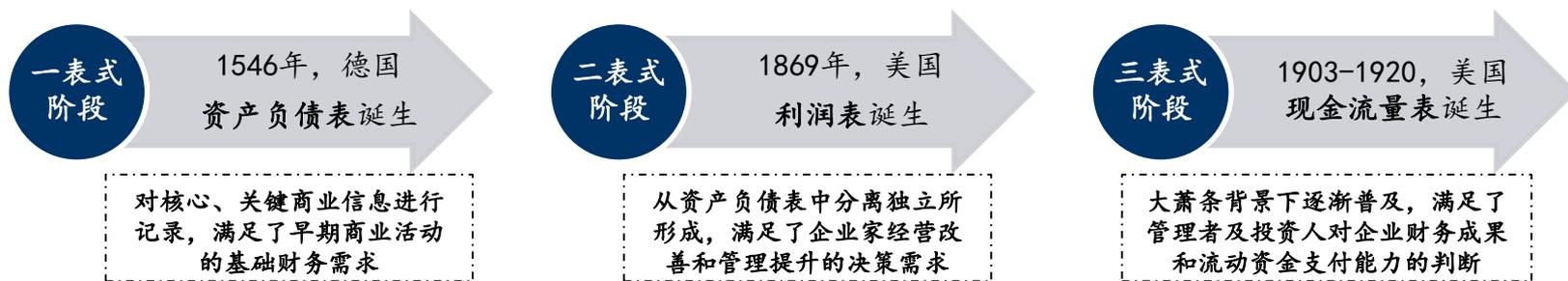
## ■ 利润表是从资产负债表中分离独立出来的财务报表

利润表最初是内在于资产负债表的，其目的是为了进行核对，确保资产负债表编制的正确性。随着改善经营的需求不断增加，早期的企业管理者需要新的报表形式来记录企业收入和费用的详细情况，从而进行经营分析及合理决策。在此背景下，利润表正式独立。

## ■ 美国大萧条促使了现金流量表的普及

20世纪早期，美国股市大崩溃和经济大萧条的惨痛教训让报表使用者意识到还需要资金报表来表明现金和存款的变动原因和结果，从而判断企业的财务成果和流动资金的支付能力，并据以作出种种决策，防止企业因为资金链的断裂而走向破产。在此背景之下，现金流量表开始受到接纳与普及。

图：三张表的诞生



资料来源：《企业财务报告的历史演进及其鉴示》，国信证券经济研究所整理

# 当前医药处于行业变革期，大分化中不断涌现新的投资概念

## ■ 医药制造业增速向下换挡，但仍具备结构性成长空间。

2011年前，随着医保覆盖人数扩容、保障力度加强、纳入品种增加，医药制造业整体处于20%以上高增长；2011年后，三保基本实现全覆盖，增速向下换挡；展望未来，随着劳动人口数量维持稳定，支付端来源——职工医保收入预计也将降低增速，在不考虑出海需求的情况下，国内医药制造业增速仍将高于GDP增长，预计在5-10%之间。

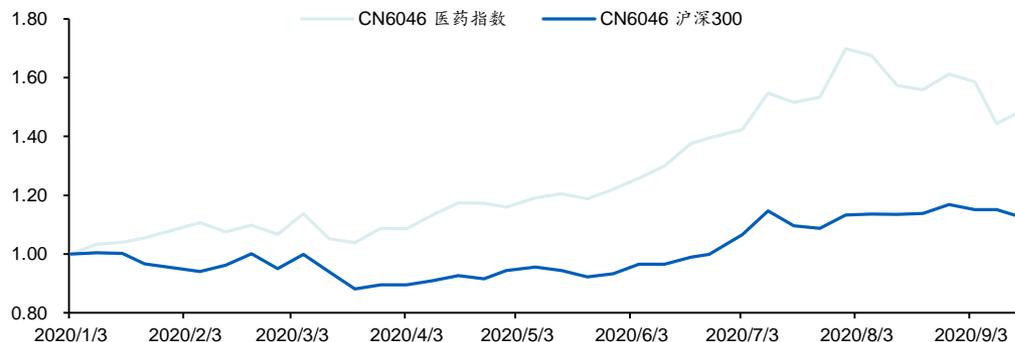
## ■ 从需求侧改革到供给侧改革，与海外成熟市场用药结构靠拢是中国医药当前的主旋律。

如果说2009年医改后基本完成了“需求侧改革”，那么2015年以来的新一轮变革--无论是对辅助用药的使用限制，还是药械集采的常态化，都是类似于“供给侧改革”。加入ICH后，中国药品审批政策迅速与国际接轨，进口肿瘤药物、疫苗等产品加速进入国内；随着辅助用药的压缩、带量采购的推进，医保腾笼换鸟为创新药械腾挪出金额空间，创新品种可享受改革红利。

## ■ 医药行业内部估值分化加剧，自下而上的分析是当前高估值、大分化行情下的必备技能。

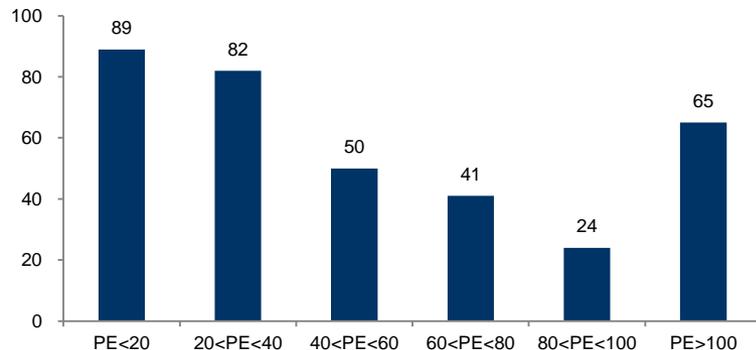
年初至今，医药板块一路高歌，涨幅显著超越沪深300，整体估值位于历史高位，板块内部分化明显，自下而上的分析是当前高估值、大分化行情下的必备技能。医药行业是通过产业概念将上下游的原材料、工业、渠道、服务、消费整合起来的行业，行业内商业模式多种多样（2B、2C、资产驱动、渠道主导、创新科技）。构建从下至上的财报分析能力才能：1) 在标的纷繁之中建立跨子行业比较、子行业内部比较、基于产业周期的择时、择股能力；2) 中国正处于产业与政策快速变革期，对标国际能够通过财报分析挖掘持续稳健成长标的；3) 财报分析也是模型构建和财务排雷的基本功。

图：年初至今医药板块走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理，数据截至20年09月07日

图：医药生物行业不同市盈率区间的企业数目分布



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理，数据截至20年09月07日

# 国信医药团队的模型构建过程

## ■ 资产负债表—重中之重，从中长期维度判断企业质地和商业模式。

资产负债表是企业核心长期经营指标的累积，它集中地体现了企业自创建以来的价值、股东财富的积累和增值的全过程，是企业长期经营理念和经营风格的体现，也是辨析各类财务风险的基础报表；它反映了企业的资产来源与资产去向，体现了企业在不同阶段的差异化发展战略。

## ■ 利润表—判断拐点，发掘企业边际业绩变化和发展趋势。

以ROE为核心的指标体系是考察价值型企业的金指标，通过ROE筛选出长期质优企业、而后利用利润表的各项比率与行业公司进行比较，判断企业在行业的所处地位、辨伪存精，可验证对于长期优秀公司的判断；除了发现价值型企业外，利润表还是企业拐点的直观反映，可以帮助发掘企业的边际业绩变化和发展趋势，是反映企业成长性的最佳方式，也是挖掘拐点型公司的重要工具。

## ■ 现金流量表—分析确认，验证龙头个股资本投入大周期。

现金流量表的作用体现在两大方面：企业评价方面，以收现比、净现比为代表的现金指标反映了企业经营行为、所获利润转化为现金的能力以及在上下游中的议价能力，通过分析现金流的种类及其可持续性，可辨析企业商业模式的可行性；机遇发现方面，龙头个股利润表真正的驱动因素往往是由大资本投入周期所决定，现金流量表反映了企业的资本性开支，可用于发现龙头个股的周期性投资机遇。

图：基于三张表的分析框架模型



资料来源：国信证券经济研究所整理

- 资产负债表：资产来源与投向决定企业成色

# 资产负债表出现时间最早、地位最核心

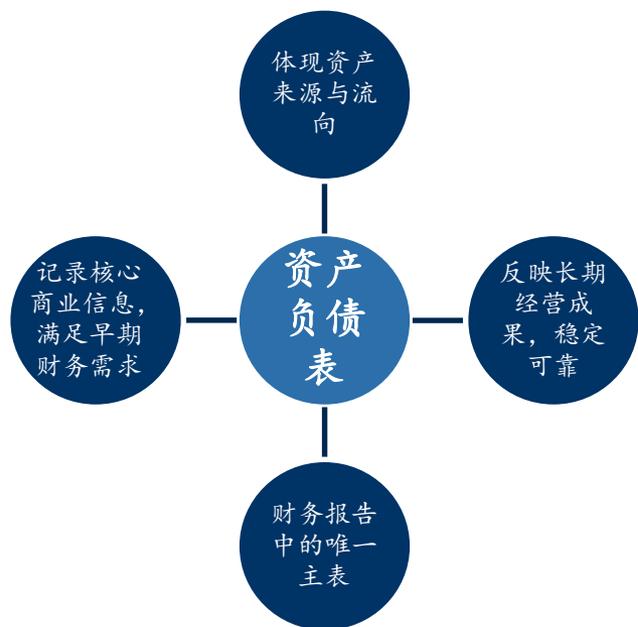
## ■ 资产负债表是最早出现的财务报表

人类的商业活动由简单到复杂不断推进，财务报表也随之演变，资产负债表作为最早出现的财务报表类型，其诞生时间早于利润表300余年、早于现金流量表近400年。

## ■ 回归商业活动发展本质，资产负债表是最基础的财务报表

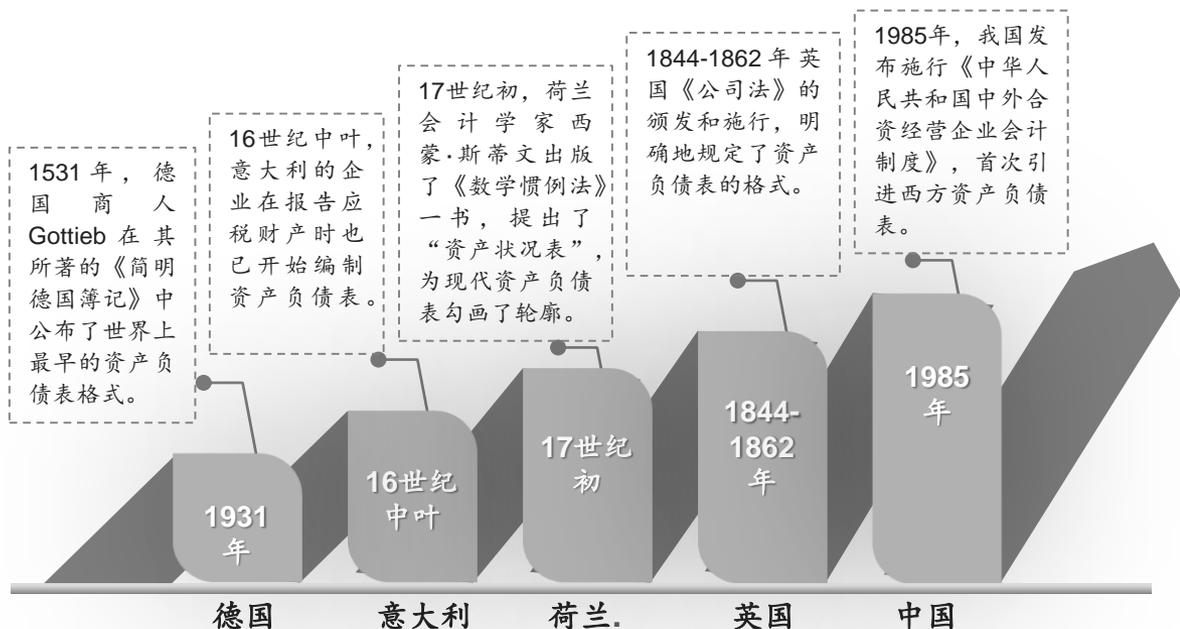
近些年来，利润表在企业财务管理中常常居于显要地位，成为企业评价的首要指标。与该观点不同，我们认为这一做法有悖于财务记录的演化历史。回归商业活动发展本质，资产负债表满足了早期商业活动的记账需求，是对最核心、最关键商业信息的记录。因此，我们认为资产负债表才是财务报表体系的基础与核心。

图：资产负债表的核心地位



资料来源：国信证券经济研究所整理

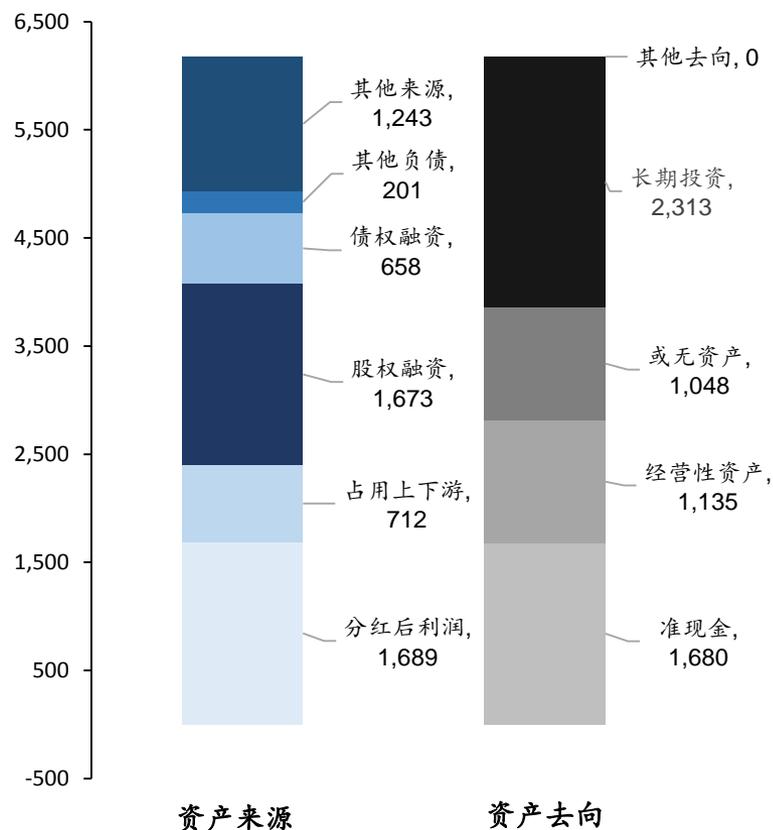
图：资产负债表的产生和发展



资料来源：《企业财务报告的历史演进及其鉴示》，国信证券经济研究所整理

# 资产来源与资产去向划分

图：药明康德五年资产来源与资产去向划分（资产负债表19年与14年数额差值，单位：百万）



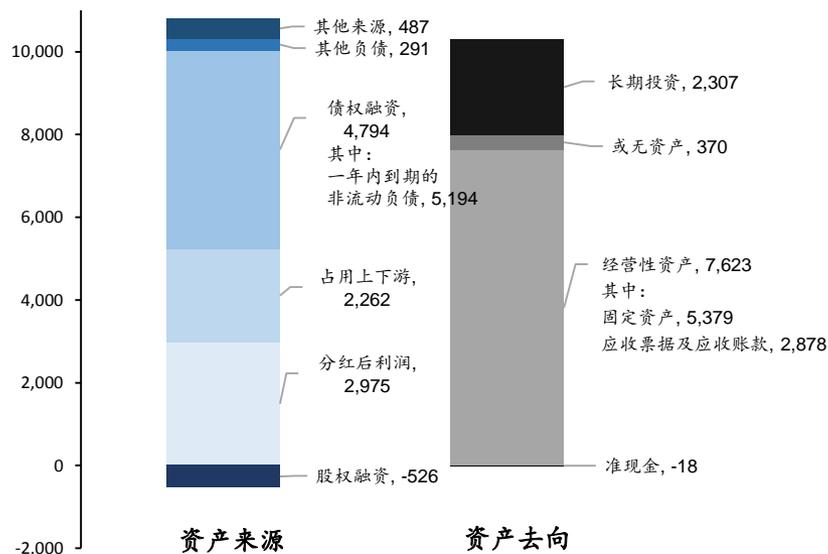
资产来源	资产负债表科目
分红后利润（赚的）	其他综合收益、盈余公积金、未分配利润等
股权融资（融的）	实收股本、其他权益工具、资本公积金等
债权融资（借的）	短期借款、应付短期债券、长期借款、应付债券等
占用上下游	应付票据及应付账款、预收款项、合同负债、租赁负债等
其他负债	交易性金融负债、衍生金融负债、应付职工薪酬、应交税费等
其他来源	少数股东权益

资产去向	资产负债表科目
准现金	货币资金、交易性金融资产、衍生金融资产、其他流动资产等
经营性资产	应收票据及应收账款、预付款项、存货、待摊费用、固定资产、在建工程等
或无资产	商誉、无形资产、开发支出等
长期投资	长期股权投资、其他非流动金融资产、投资性房地产等
其他去向	交易性金融负债、衍生金融负债、应付职工薪酬、应交税费等

资料来源：药明康德19年、14年年度报告，国信证券经济研究所整理

# 资产负债表体现商业模式：科伦药业、恒瑞医药

图：科伦药业资产来源与去向（19年与14年差值,单位：百万）



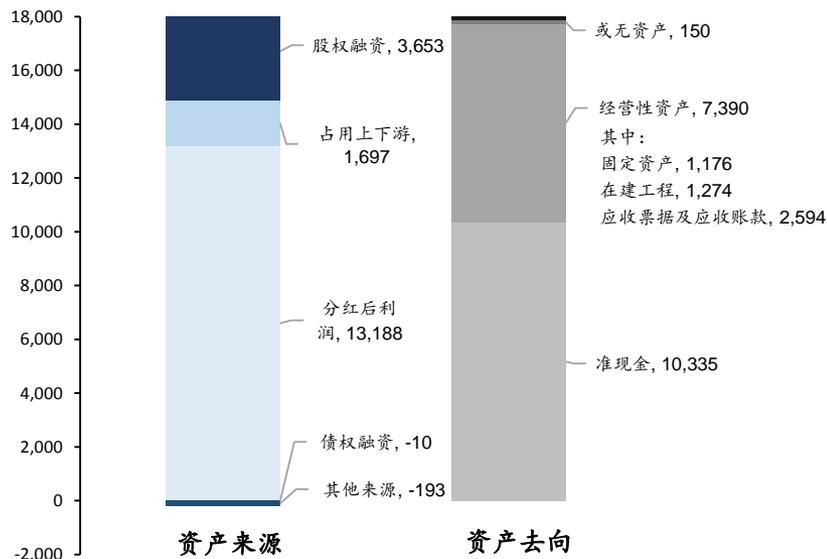
资料来源：科伦药业2019年、2014年度报告，国信证券经济研究所整理

## ■ 科伦药业

最主要的资产来源为债权融资，其次为分红后利润及占用上下游。五年内，公司新增债权融资47.94亿，分红后利润29.75亿，占用上下游22.62亿。

最主要的资产去向为经营性资产及长期股权投资。作为国内潜在创新药玩家，科伦药业创新药及仿制药业务逐渐发力，但目前仍以大输液、抗生素中间体及原料药业务为主。医药制造业的属性决定了科伦对固定资产的高投入，资产相对较重；同时，随着业务的拓展和营业收入的增加，应收票据及应收账款、存货也相应增长。

图：恒瑞医药资产来源与去向（19年与14年差值,单位：百万）



资料来源：恒瑞医药2019年、2014年度报告，国信证券经济研究所整理

## ■ 恒瑞医药

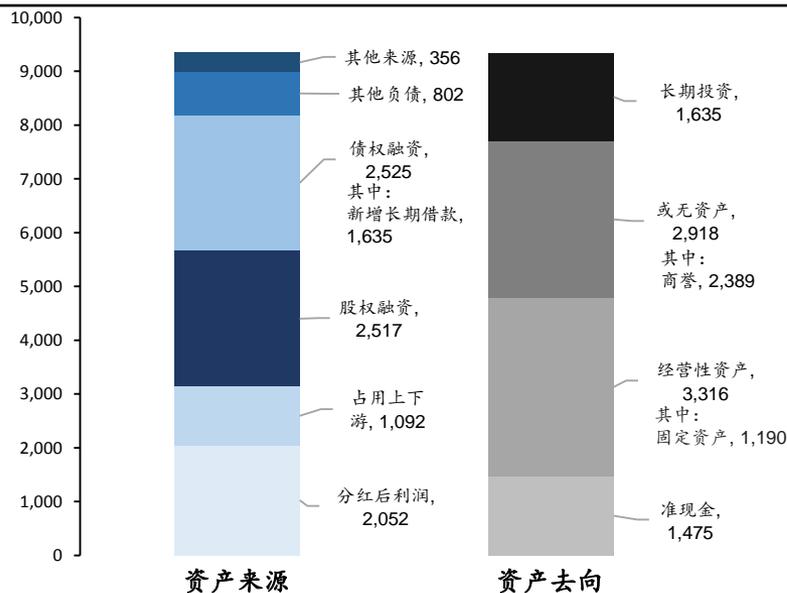
最主要的资产来源为企业利润，最主要的资产去向为准现金及经营性资产。

五年分红后利润合计131.9亿元，为最主要的资产来源，公司凭借自身良好的盈利能力持续为企业的进一步发展提供有力支撑；五年新增准现金103.3亿元、经营性资产73.9亿元，其中：固定资产和在建工程合计新增24.50亿，应收票据及应收账款合计新增25.9亿元。

整体来看，新增重资产较少、以轻资产为主。恒瑞医药的持续盈利并非靠重资产所驱动，定位为创新驱动的研发型药企。

# 资产负债表体现商业模式：爱尔眼科、益丰药房

图：爱尔眼科资产来源与去向（19年与14年差值，单位：百万）



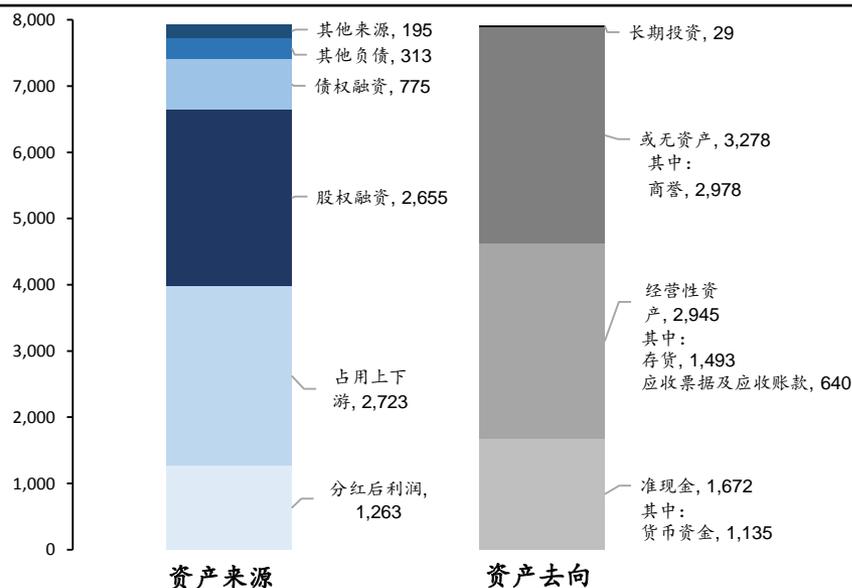
资料来源：爱尔眼科2019年、2014年度报告，国信证券经济研究所整理

## ■ 爱尔眼科

最主要的资产来源为股权融资、债权融资及分红后利润。从资产负债表的变化可以看出，公司受到市场认可，融资能力较强，五年内新增股权融资25.17亿，新增长期借款16.35亿，为门店拓张提供了丰厚的资本来源；分红后的利润（其他综合收益+盈余公积金+未分配利润）20.52亿，具备良好的盈利水平。

最主要的资产去向为经营性资产、或无资产和长期投资。并购扩张的模式使得公司固定资产增加，同时也积累了高商誉。

图：益丰药房资产来源与去向（19年与14年差值，单位：百万）



资料来源：益丰药房2019年、2014年度报告，国信证券经济研究所整理

## ■ 益丰药房

最主要的资产来源为股权融资及占用上下游，其次为分红后利润及债权融资。公司在合理利用上游供应商资本的同时，也具备良好的自我造血能力和融资能力。

最主要的资产去向为或无资产、经营性资产和准现金。为了迅速扩张抢占市场，公司加快门店铺设，通过收购方式快速获得大量门店，积累了高商誉，五年新增商誉29.78亿。同时，作为连锁药房，随着业务的扩展、区域的扩大和门店的增多，存货和货币资金也相应增长，新增存货14.93亿，新增货币资金11.35亿。

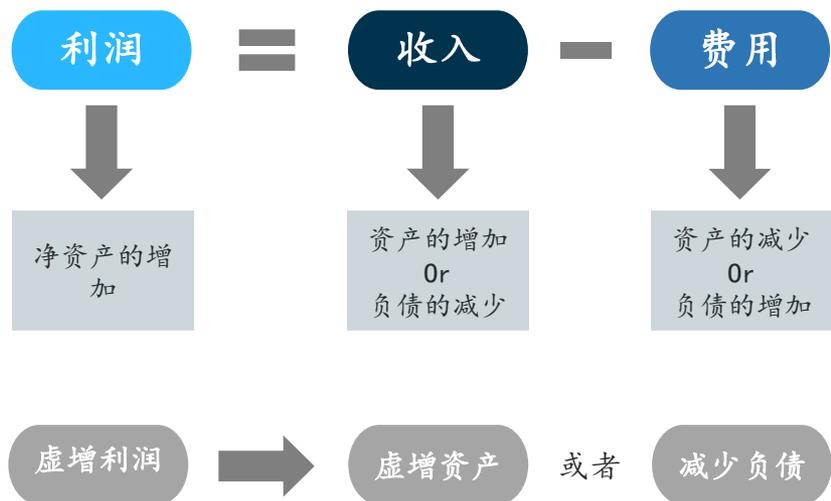
# 利润的异常必将反映在资产负债表上

■ 收入即资产的增加或负债的减少；费用即资产的减少或负债的增加；净利润即净资产的增加。因此，利润表异常必将反映在资产负债表上。

■ 资产负债表的造假方式多种多样，通常表现为虚增资产端、调整资产质量和隐瞒负债端三个方面。

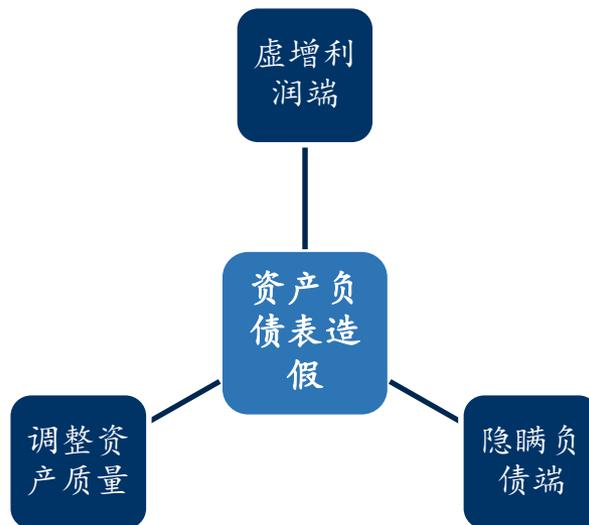
- 1) **虚增资产端**：货币资金虚增、应收账款虚增、存货虚增、高估在建工程、商誉不按要求减值等
- 2) **调整资产质量**：将应收账款等存在减值风险的资产转为货币资金等
- 3) **隐瞒负债端**：不确认负债或推迟确认负债等

图：利润与资产负债表的关系



资料来源：国信证券经济研究所整理

图：常见的资产负债表造假方式



资料来源：国信证券经济研究所整理

# 存在风险的资产负债表

表：资产负债表中的造假方式

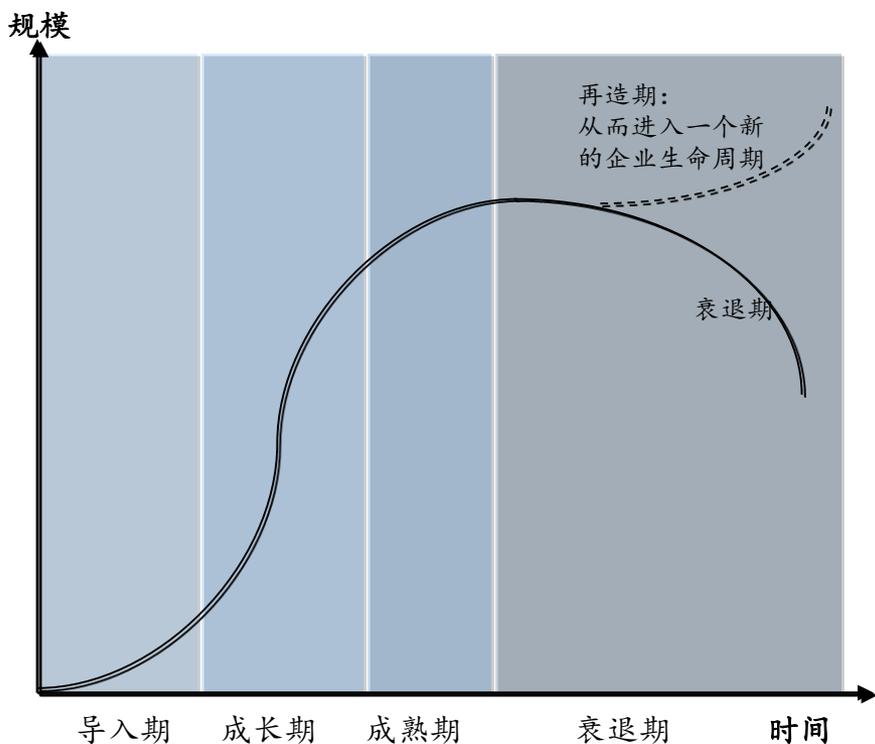
科目	造假情况	排查方法	医药行业风险案例
货币资金	<ul style="list-style-type: none"> <li>通过短期拆借来增加货币资金</li> <li>隐瞒银行存款中的受限资金情况</li> <li>货币资金被大股东或关联方占用</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>是否存在其他应付款、货币资金双高</li> <li>是否存在有息负债、货币资金双高</li> <li>计算货币资金收益率</li> <li>考察实际偿债情况</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ST康美：上市公司资金转入关联方账户买卖本公司股票</li> <li>*ST辅仁：账面货币资金余额16.56亿却未能按期划转现金分红款项6000万元。后证实货币资金被大股东违规占用</li> </ul>
应收账款	<ul style="list-style-type: none"> <li>伪造合同增加收入记入应收账款</li> <li>提前确认收入或虚增收入</li> <li>虚假提高资产质量：通过保理方式抵押应收账款来借入一笔资金</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>考察应收账款周转率</li> <li>考察销售价格及原料价格</li> <li>考察应收增速与营收增速的匹配情况</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>尔康制药：公司国际销售部门未及时将销售退回事项告知公司总部</li> </ul>
存货	<ul style="list-style-type: none"> <li>生物性资产价值不公允</li> <li>存货未做减值或不报毁损</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>考察存货增长与总资产增长匹配情况</li> <li>考察存货与营业成本之间的关系</li> <li>考察存货周转与销售增长的匹配情况</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ST康美：存货科目占总资产的比例为46.27%，其中“林下参”账面价值33.5亿。存货金额巨大且远大于当年营收水平</li> </ul>
在建工程	<ul style="list-style-type: none"> <li>完工后不转为固定资产计提折</li> <li>人为抬高在建工程的价格</li> <li>从在建工程中洗出资金并回流企业</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>分析近年在建工程余额的变动情况和变动原因</li> <li>对比在建工程与生产经营规模的匹配性</li> <li>关注账面上是否存在长期大额的在建工程</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>某主板药企：在建工程占总资产比例常年超过20%，期末余额常年超过40亿。部分在建工程2010年即已完工但2018年仍未转固。2019年，该企业发布公告集中转固和计提资产。</li> </ul>
商誉	<ul style="list-style-type: none"> <li>减值测试不客观</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>观察商誉的绝对数额和相对数额</li> <li>分析被收并购公司的经营业务，是否与上市公司所在行业差别较大</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>某港股药企：商誉占总资产比例常年超过20%，期末余额常年超过20亿，存在较大风险。后于2019年集中减值近30亿。</li> </ul>
负债	<ul style="list-style-type: none"> <li>不确认或推迟确认负债</li> <li>明股实债</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>衡量权益项目增长的合理性，若不合理，则有可能是明股实债</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ST康美：在“17康美MTN001”等9期债务融资工具的募集说明书中虚假记载，隐瞒债务</li> </ul>

资料来源：国信证券经济研究所整理

# 生命周期理论：企业成长的几个阶段

■ 企业生命周期理论是指企业发展与成长的动态轨迹，包括导入期、成长期、成熟期、衰退期四个阶段。企业生命周期理论的研究目的在于试图为企业找到能够与其特点相适应的发展模式。

图：企业生命周期理论



资料来源：国信证券经济研究所整理

表：中国医药行业细分领域的所处阶段

子行业	细分赛道	国产替代程度	阶段
器械	医学成像	10-20%	成长期
	体外诊断	分子诊断：<10% 化学发光：10-20% 血液分析仪：30-40% 生化诊断：60-70%	导入期、成长期
	高值耗材	起搏器：10% 关节、脊柱：30-50% 骨科创伤：70% 心脏支架：80% 血液灌流器：90%	导入期、成长期
	监护设备	麻醉剂：30% 监护仪：70%	成长期
	低值耗材	国内企业为主	成熟期
商业	/	全部为国内企业	成熟期
仿制药	/	国内企业为主	成熟期
创新药	/	国内逐渐活跃	成长期
CRO	/	/	成长期

资料来源：国信证券经济研究所估计及整理

# 资产负债表随企业成长阶段而变化

表：优秀企业在不同发展阶段的资产负债表特征

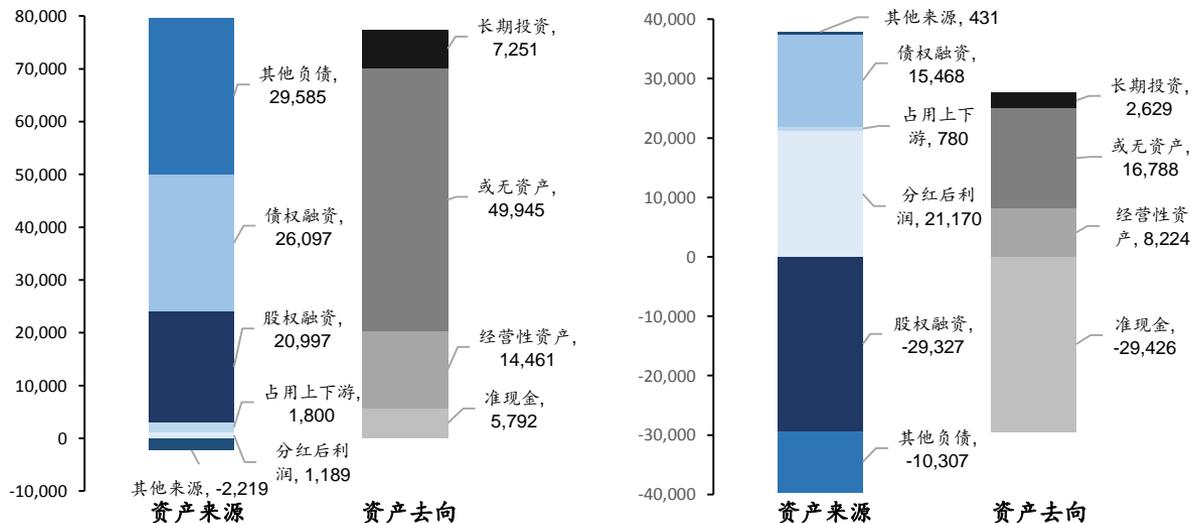
企业所处阶段	导入期	成长期	稳定期
企业举例	非上市公司居多	恒瑞医药、中国生物制药、迈瑞医疗、爱尔眼科、药明康德	海外：罗氏、辉瑞、HCA、IQVIA 国内：上海医药、国药股份
优秀企业资产负债表特征	资产端	流动资产充裕，扩张资本充足；产品快速占领市场，存货及固定资产等经营性资产相应增长；资产端各细分项迅速增加。	回款稳定，因此流动资产占比可以较低，但是需与流动负债相匹配；固定资产占比较高；资产端增长平缓甚至停滞。
	负债端、所有者权益端	负债率可能较高但短期偿债能力良好，流动比率、速动比率、现金比率维持较高水平。	负债结构优良，有息负债占比较低，且有息负债中以长期负债为主。

资料来源：国信证券经济研究所整理

图：辉瑞制药资产负债表变化情况（左：10年末与05年末差值，右：19年末与14年末差值）

■ 企业在不同阶段会有不同发展需求，需要相应地调整财务行为以确保持续健康发展，这也将体现在企业的资产负债表之中。

我们对比了国际制药巨头辉瑞在05年末-10年末、14年末-19年末的资产负债表变化情况：05-19年，当企业尚处成长期时，由于扩张需求，辉瑞通过股权及债权融资等行为获得资产来源，提供资本支持；随着成熟期到来，资产负债表增长趋于平缓，资本充足，企业积极进行股票回购及债务清偿。



05年末-10年末：尚处成长期，积极扩张，通过股权、债权融资为扩张提供资本支持

14年末-19年末：进入成熟期，增长逐渐平缓，资本充足，企业进行大量股票回购及债务偿还

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

# 国内优秀企业的资产负债表与海外龙头呈现明显相似处

■ 中国医药行业的生命周期整体大幅滞后于海外，大多数情况下可以通过寻找海外的对标企业来分析国内医药企业所处的生命周期阶段。我们将国内医药企业近五年的资产负债表差值（2014年末~2019年末）与海外医药企业的历史资产负债表差值（1995年末~2000年末 or 2006年末~2011年末）进行了对比，发现国内优秀企业的资产负债表与海外龙头呈现明显相似之处。

表：资产负债表差值比较：国内企业（14年末~19年末）vs. 海外企业（辉瑞、美敦力：95末~00末；HCA：06末~11末）

国内企业	股票代码	海外对标	对标企业股票代码	对标企业简介	相似点
爱尔眼科	300015.SZ	HCA Healthcare	HCA.N	美国市占率最大的营利性综合医疗集团	资产来源方面：积极募资实现扩张，融资能力强，股权融资占比高； 资金流向方面：或无资产、经营性资产占主要部分。
恒瑞医药	600276.SZ	PFIZER	PFE.N	连续三年全球TOP1药企（销售额）	资产来源方面：分红后利润占比最大，企业盈利能力强； 资产流向方面：经营性资产与准现金占比大，或无资产占比低。
乐普医疗	300003.SZ	ABBOTT	ABT.N	产品涉及营养品、药品、医疗器械、诊断仪器及试剂领域	资产来源方面：分红后利润、融资占比高，盈利能力与融资能力强； 资产流向方面：或无资产及经营性资产占比高。

资料来源：Wind、美国证监会官网，国信证券经济研究所整理

# 小结：资产负债表是一个筛选器

■ 资产负债表是企业核心长期经营指标的累积。资产负债表稳定可靠，是辨析各类财务风险的基础报表。它集中地体现了企业自创建以来的价值、股东财富的积累和增值的全过程，是企业长期经营理念和经营风格的体现，反映了企业的过去，展示了企业的现在，也能据此预测企业的未来。

■ 通过资产负债表的科目聚类及差值分析可辨析企业的资产来源与去向，它体现了企业质地、商业模式及在不同阶段的差异化发展战略。我们将企业资产来源划分为分红后利润、股权融资、债权融资、上下游占款等几大项，将资产去向划分为经营性资产、准现金、或无资产、长期投资等几大项，通过对资产负债表的差值分析可知企业所积累的生产要素，由此辨析企业质地、商业模式和资产来源的可持续性，判断企业在不同阶段的差异化发展战略及其长期成长性。

■ 利润的异常必将反映在资产负债表上，可以通过分析资产负债表来发现企业潜在的风险因素，从而过滤掉具有爆雷风险的投资标的。资产负债表造假通常表现为虚增资产端、调整资产质量和隐瞒负债端三个方面，货币资金、应收账款、存货、商誉、在建工程等科目是资产负债表存在风险的几大重点科目，也是排除潜在爆雷标的的过滤器。

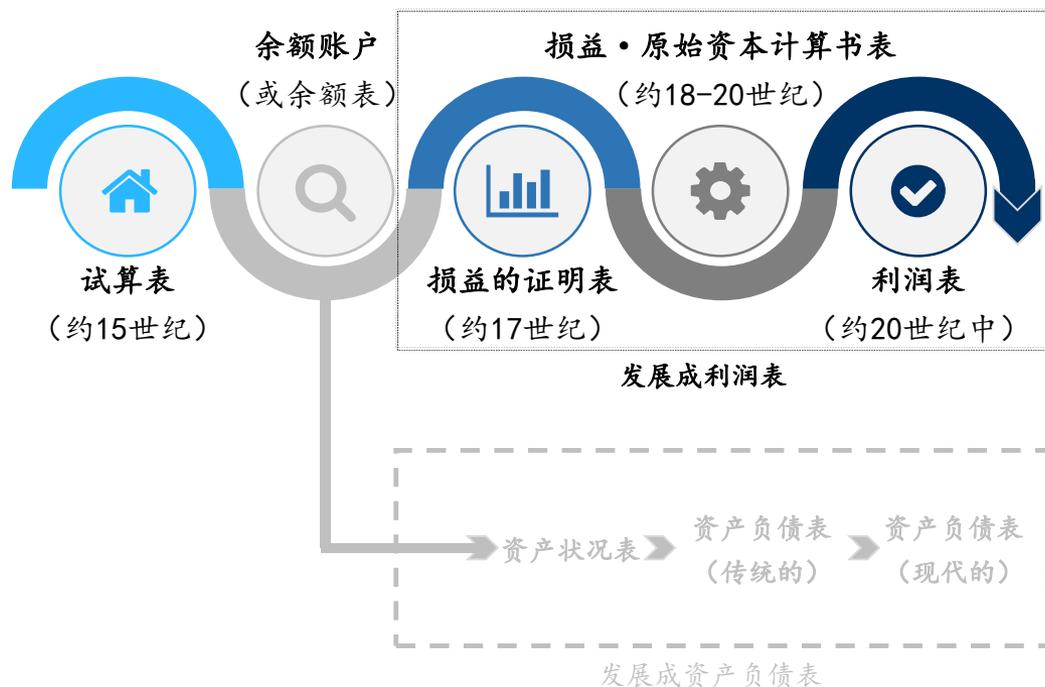
■ 中国医药行业的生命周期整体大幅滞后于海外，大多数情况下可以通过对标海外龙头的资产负债表来分析国内医药企业的所处生命周期阶段。导入期企业经营风险相对较高，需要不断筹集资金保持企业内部正常运转，因此企业负债率可能较高，优秀企业应当具备良好的短期偿债能力。成长期企业的财务管理应当为企业进一步的扩张服务，优秀企业的流动资产充足，资产负债表各细分项目迅速增长；同时股权融资能力强，股本及资本公积呈现快速上升趋势；流动负债占比较少，短期偿债压力小。稳定期企业在研发、销售、管理费用等各方面投入所获得的利润边际递减，财务面临着风险，但优秀企业会采用更加多元化的经营方式，采取相对稳健的财务行为，加大对增长阶段业务的资金投入；优秀企业回款稳健，因而只需保持较低水平的流动资产比例，但需与流动负债相匹配；融资能力较强，非流动负债占比相对较高；资产负债表各细分项目占比较为稳定。对标海外龙头企业在历史时期的资产负债表情况，推荐关注：恒瑞医药、爱尔眼科、乐普医疗等。

- 利润表：拐点变化的直观反映

# 利润表的历史沿革

■ 继资产负债表之后出现的会计报表是利润表（或称为损益计算书）。利润表最初是内在于资产负债表的，其目的是为了进行核对，确保损益计算和资产负债表编制的正确性。

图：利润表的产生和发展



■ 利润表的独立是为了满足企业家经营改善和管理提升的决策需求。资产负债表无法提供企业在经营过程中的各项收入及费用情况，早期的企业管理者难以判断究竟是哪个经营环节出现了问题，因此需要新的报表形式来记录更多的信息，以依据它们进行经营分析及合理决策。在此背景下，利润表从资产负债表中独立。

■ 征税规范化促进了利润表在美国的普及和推广。1913年10月，美国通过宪法修正案，要求企业必须保持完备的财务记录，以便国家征税，这一要求被视作美国企业史上的革命性事件，也是当时最不受企业欢迎的事件。随后，美国财政部规定，销售和应收账款的存在足以证明收益的实现；收益与资本是完全不同的，税务部门可向那些未收回现金的利润征收所得税。征税的规范化改变了以前通过年终盘存资产以年末与年初差额确定收益的做法，促进了利润表在美国的普及和推广。

资料来源：《企业财务报告的历史演进及其鉴示》，国信证券经济研究所整理

# 利润表是反映成长性的最佳方式

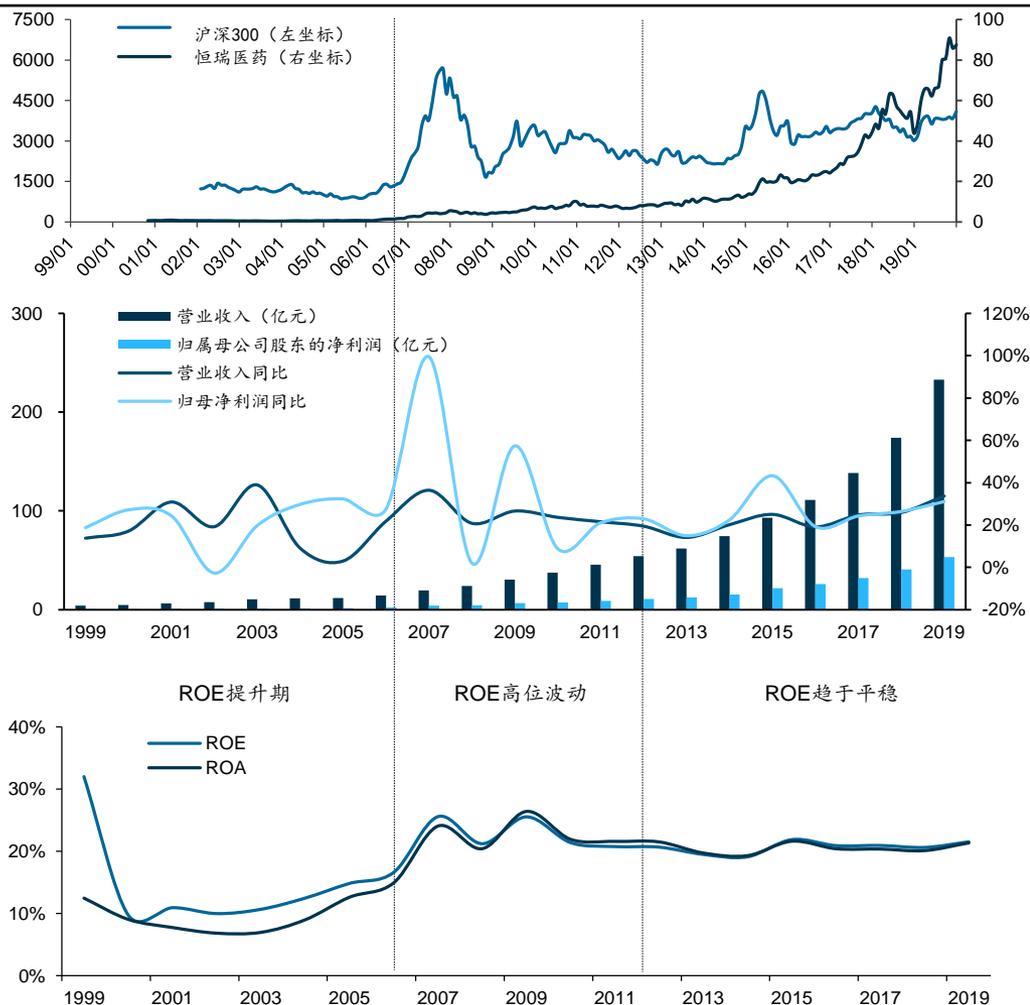
■ 利润表可以挖掘企业的边际业绩变化和发展趋势，是反映企业成长性的最佳方式。利润表分析方法主要有比较分析法、比率分析法和趋势分析法3种，其中反应企业成长性的指标主要有营收增长率、净利润增长率、净资产收益率、毛利润增长率、总资产增长率、净资产增长率六种。

表：利润表分析方法

分析方法	比较分析法	比率分析法	趋势分析法
操作方法	与计划指标对比，检查完成情况	经营比率，例如：各类周转率	各项利润基本趋势评价
	与历史指标对比，检查指标与上期或某年同期（往往是历史最佳水平）之间变化	财务杠杆比率，例如：利息倍数 EBIT/I 等	主营业务收入和成本变动趋势评价
	与同行业的相应指标对比，了解公司在行业中的地位	盈利能力比率，例如：销售毛利率、各项费用率、销售净利率、净资产收益率、总资产收益率等	净利润和利润分配变动趋势评价
		其他，例如：加权平均资本成本等	企业运营整体状况评价

资料来源：国信证券经济研究所整理

图：恒瑞医药成长之路：高ROE、高ROA、高增长率



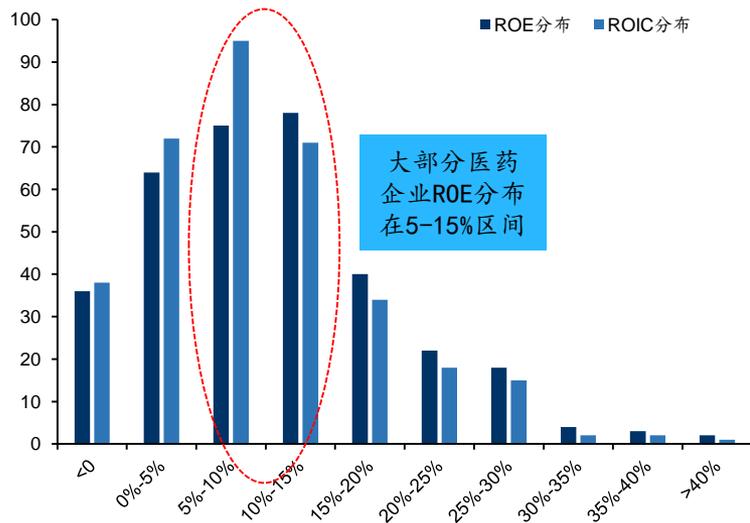
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# ROE：长期优质公司的核心指标

■ ROE衡量公司运用自有资本的效率，以ROE为核心的指标体系是鉴别长期优秀公司的金指标。指标值越高，说明投资带来的收益越高，它体现了自有资本获得净收益的能力。从长时间维度上来看，ROE与ROIC是最终匹配的。

■ 如下图所示，大部分A股医药企业ROE小于20%，以5-15%区间居多。我们对沪深股票SW医药生物行业上市公司进行了筛选，发现近三年ROE均大于20%的上市公司仅有21家，占比约为6%（如右图所示）。

图：各ROE/ROIC区间沪深医药股数目（2019年）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表：近3年ROE均大于20%的沪深医药股仅21家

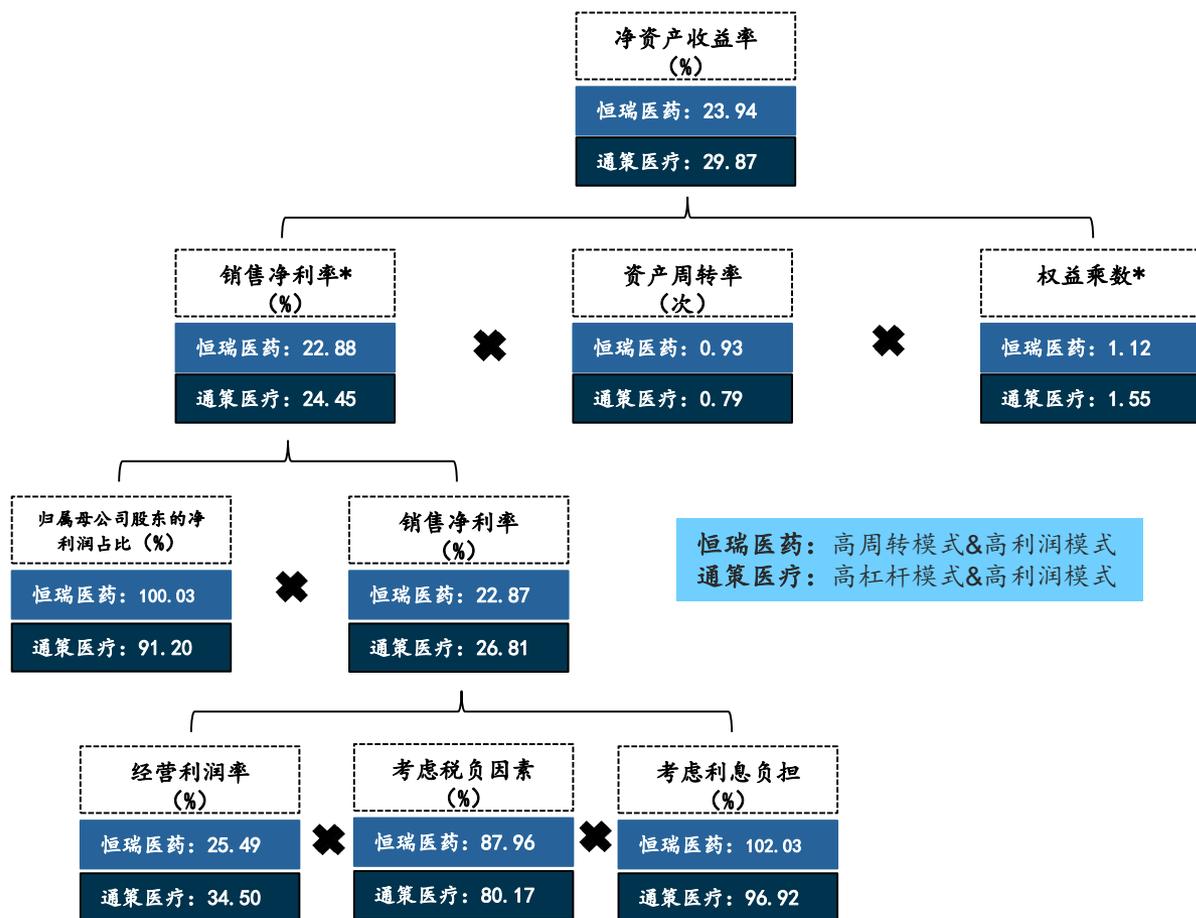
证券代码	证券简称	ROE (%)		
		2017年报	2018年报	2019年报
600763.SH	通策医疗	22.71	24.71	25.26
000963.SZ	华东医药	23.18	23.17	23.94
600276.SH	恒瑞医药	30.36	34.24	28.07
600566.SH	济川药业	21.16	24.98	23.60
600436.SH	片仔癀	25.55	26.30	26.63
300357.SZ	我武生物	22.09	26.02	29.72
300529.SZ	健帆生物	26.96	31.29	34.52
603658.SH	安图生物	27.02	23.65	26.07
300595.SZ	欧普康视	23.78	30.01	25.05
300601.SZ	康泰生物	26.15	20.06	22.87
603387.SH	基蛋生物	32.82	27.85	29.45
002901.SZ	大博医疗	46.49	34.16	27.74
300760.SZ	迈瑞医疗	40.71	44.86	22.11
688016.SH	心脉医疗	28.73	39.08	36.27
688298.SH	东方生物	33.73	33.54	28.07
300832.SZ	新产业	161.59	55.44	39.62
300841.SZ	康华生物	38.63	24.56	23.96
603087.SH	甘李药业	30.76	38.23	45.67
688580.SH	伟思医疗	25.29	33.46	24.91
688338.SH	赛科希德	36.82	25.08	27.58
300878.SZ	维康药业	22.71	24.71	25.26

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（截至2020年8月31日，SW医药生物）

\*此表仅做列示，不做推荐

# 杜邦分析：高利润率模式、高周转模式、高杠杆模式

图：恒瑞医药与通策医疗ROE的拆分（2019年年报）



通过对ROE的拆分可以分析企业高资产回报率背后的驱动因素。ROE可拆分为销售净利率、资产周转率和权益乘数。销售净利率反应盈利能力，资产周转率反应运营能力，权益乘数反应偿债能力。相应的高ROE可以有三种不同模式：高利润率模式、高周转模式、高杠杆模式。

我们选择了恒瑞医药和通策医疗作为示例，试图挖掘他们的差异性。通过比较，可以发现恒瑞医药：1) 权益乘数大幅度低于通策医疗；2) 销售净利润率略低于通策医疗；3) 资产周转率较通策医疗高。

以上说明：恒瑞负债相对较少，资产管理效率高，主要靠高周转模式和高利润模式维持ROE，而通策医疗则主要是靠高杠杆和高利润模式维持ROE水平。

细分拆解销售净利率项，可以发现：恒瑞医药的税负乘数和利息乘数相对较大，但经营利润率相对通策医疗较低，说明恒瑞医药税务负担相对较少；利息乘数大于100%，说明无利息负担，自由资金充足；但其经营利润率较低。进一步分析利润表，可知恒瑞的销售费用、研发费用占比相对通策医疗较高，而通策医疗的管理费用占比较高。

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 利润表中的先行指标

表：先行指标举例

指标	性质	指标位置	说明
销售费用（率）增加	正面指标	利润表	销售费用增加意味着加速推广、拓展渠道，可为产品放量提供支持
研发费用（率）增加	正面指标	利润表	研发费用增加意味着持续投入，结合研发管线分析可知新产品上市进度
会计标准变更	一般为中性指标，少数情况为负面指标	财务报表附注	通过调整会计标准缓解利润压力，例如：将资本化的要求调松
资本开支/在建工程/固定资产增加	一般为正面指标	现金流量表 资产负债表	企业加大投入，为后期的研发、生产做准备
预收账款多	正面指标	资产负债表	对于订单型企业，当前订单意味着后期业绩
利率	根据情况判断	宏观分析	例如，医药流通型企业贷款比例较高，且毛利率、净利率较低，市场利率对企业业绩影响较大，当宏观环境处于降息周期时，将有助于企业业绩
汇率	根据情况判断	宏观分析	汇率变化趋势对外贸型企业、海外订单为主的企业影响较大
上下游供需关系变化	根据情况判断	上下游分析	供需关系影响产品价格，以原料药行业为例：环保政策趋紧→部分企业关闭→产能趋紧→价格提升→业绩增长

资料来源：国信证券经济研究所整理

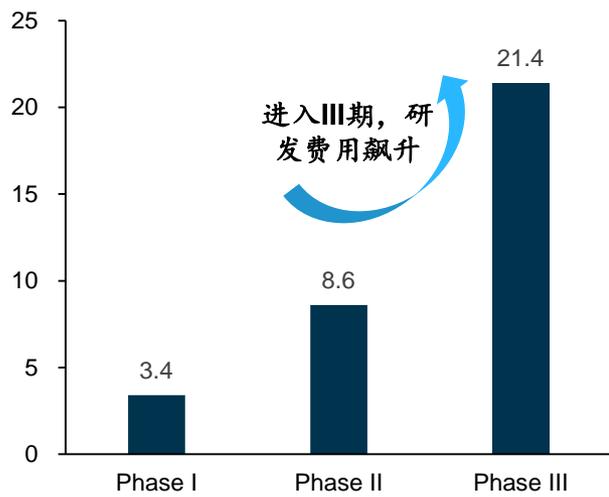
# 医药企业的特殊性：渠道扩容与新品上市是利润表先行指标

■ 医药行业天花板低、毛利率高，业绩增长往往由新产品所驱动。医药行业产品天花板由终端患者人数所决定，单个产品受众的局限性造成了需求端有限、天花板较低。另一方面，从A股各版块的整体平均毛利率水平来看，医药生物是唯一一个平均毛利率超过50%的板块，其中部分创新药、IVD、高值耗材的企业毛利率可高达90%以上。因此，医药行业的业绩增长通常由新产品所驱动。

■ 研发费用及销售费用的增长助推了新产品的上市及放量，是利润表的先行指标。临床试验从I/II期进行到III期，将伴随着研发费用的激增。从历史情况来看，I期临床研发费用中位数为340万美元，II期临床研发费用中位数为860万美元，而到III期临床阶段则成倍增长至2140万美元。因此，研发费用的增长往往是新产品上市的先行指标。另一方面，在产品上市前夕及上市初期阶段，企业会加大渠道推广，导致销售费用明显增长。

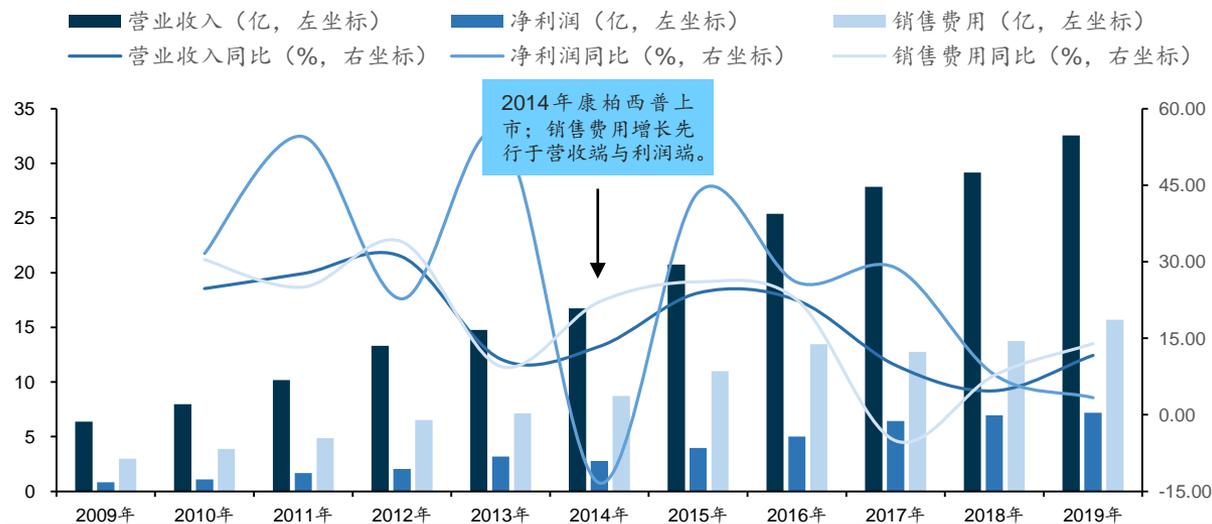
■ 以康弘药业为例，销售费用的增长先行于营收端与利润端：2014年公司销售费用同比增长22.14%至8.71亿，以加大新品种康柏西普的推广，也带来了2015年产品快速放量与业绩高速增长，2015年公司营收、净利润同比增长分别为23.88%、43.59%。

图：各临床阶段研发费用中位数（百万美元）



资料来源：国信证券经济研究所整理

图：康弘药业销售费用的增长先行于营收端与利润端



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

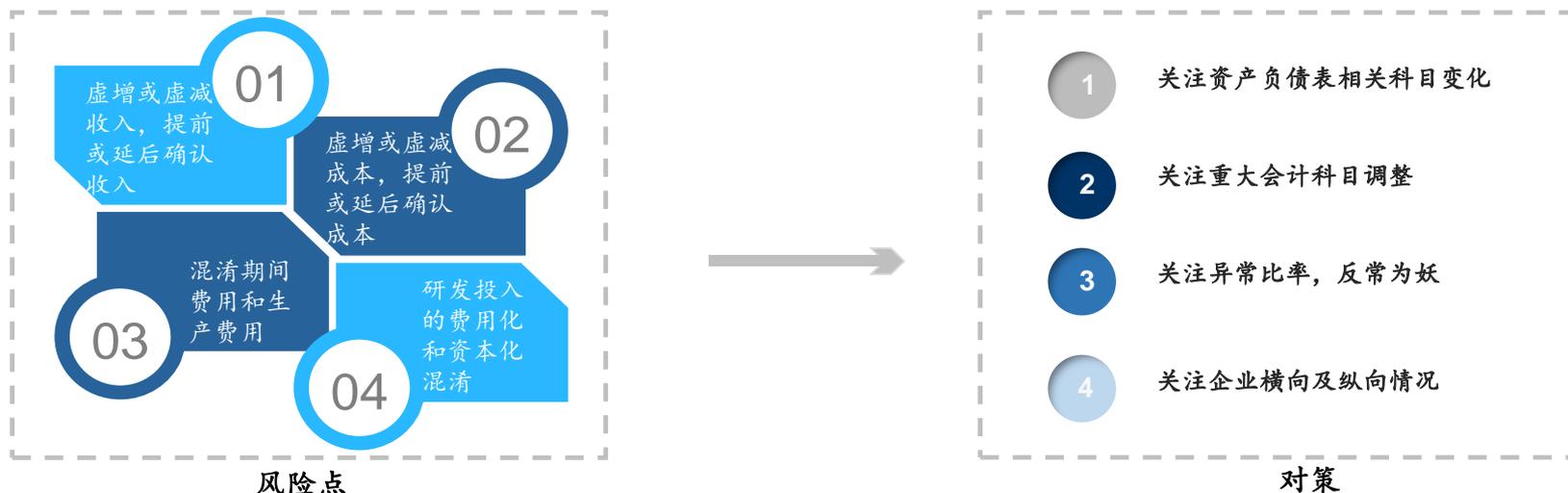
# 利润表中的风险点

利润表反应一段时间内的短期经营成果，多年来，利润表在企业财务报表体系中一直居于显要地位，利润成为考核企业管理层业绩、衡量企业盈利能力的重要指标，也是提升公司估值、抬高股价的重要考量因素，是企业财务操控的最终目的，也是报表造假的高发地。利润表造假主要通过虚构收入和操纵费用来进行：

■ **虚构收入：**1) 虚构交易活动，比如：制造虚假销售对象或采用关联方，填制虚假发票和出入库单等，以此达到既虚增销售收入，又规避缴纳增值税的目的。2) 为了虚增经营业绩，违背企业会计准则中的规定来做相应处理，比如将本该下一期的收入计入当期等。

■ **成本费用进行作假：**1) 将本不属于本期或需要分期分摊的费用成本全部计入本期；2) 随意虚增或虚减产品生产成本，例如在生产工人数量、生产工时等方面进行操作，或是直接增加材料单价、交易成本等来影响生产成本，进而影响产品成本的归集和结转，最终控制利润。3) 对期间费用的操作；主要表现在故意混淆期间费用和生产费用的界线，随意提高或降低开支标准，以此达到操作利润的目的。

图：利润表中的风险点及对策



资料来源：国信证券经济研究所整理

# 四种营收拆分模式：业务口径、子公司口径、分部口径、基于细分领域的重要指标

■ 对于医药企业的营收拆分通常有四种模式：

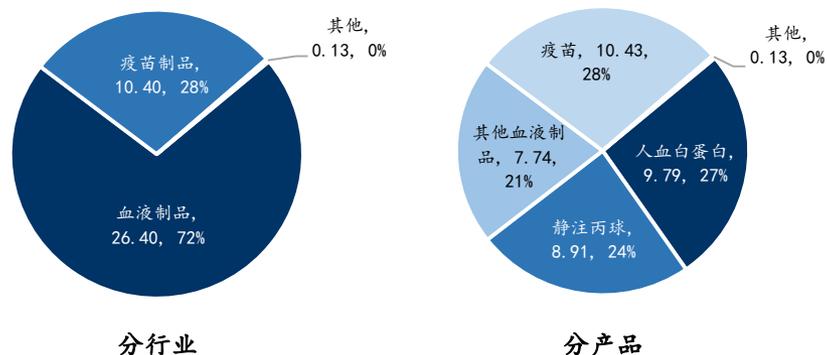
- 1) 业务口径。**按照业务板块将公司的营收及利润进行拆分，分析不同业务板块的占比及各自的业绩情况（如：华兰生物）。
- 2) 子公司口径。**按照所属子公司将营收及利润进行拆分，分析不同子公司的占比及各自的业绩情况（如：科伦药业）。
- 3) 分部信息口径。**部分多元经营公司有各个分部及相互抵消，细化分部资产负债表及利润表数据。
- 4) 基于细分领域的重要指标分析。**如：CRO（人效）、连锁药店（坪效、新店数目）、血制品（新设浆站、采浆量）等等。

表：科伦药业主要子公司及对净利润影响>10%的参股公司情况

子公司	营收（亿元）	子公司	营收（亿元）
伊犁川宁	18.47	青山利康	4.45
湖南科伦	17.08	博泰生物	-13.06
昆明南疆	4.77	科伦国际	23.96
贵州科伦	2.60	君健塑胶	5.61

资料来源：科伦药业2020年中报，国信证券经济研究所整理

图：华兰生物不同业务板块营收情况（2019年，单位：亿元）



资料来源：华兰生物2019年年度报告，国信证券经济研究所整理

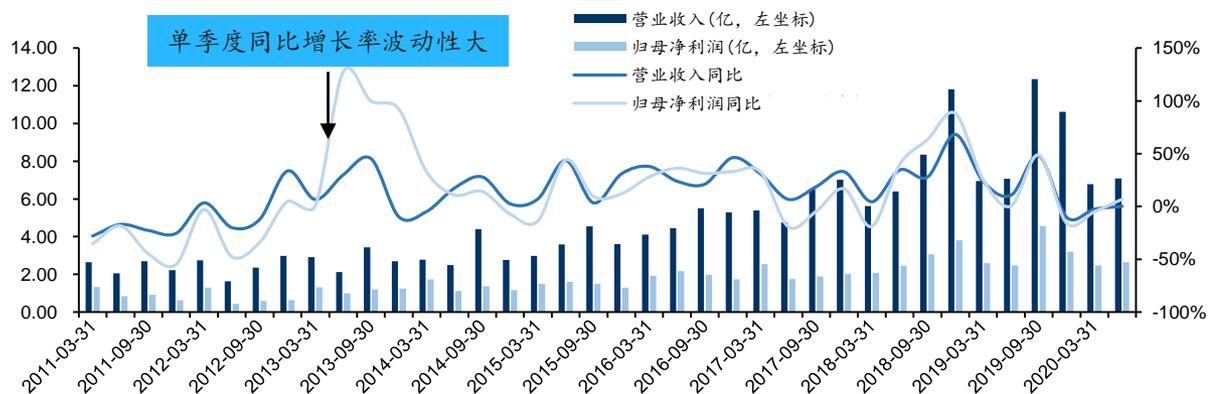
表：基于细分领域的重要指标

细分领域	指标
连锁药房	坪效、人均守备率、人效、客单价、单店平均投资额等
CRO	人效、新增合同金额、新增合同数目等
血制品	新设浆站数目、采浆量等
医疗服务	新店数量、人效、客单价等
创新药	各产品临床进展，适应症变化等影响DCF的指标等

资料来源：国信证券经济研究所整理

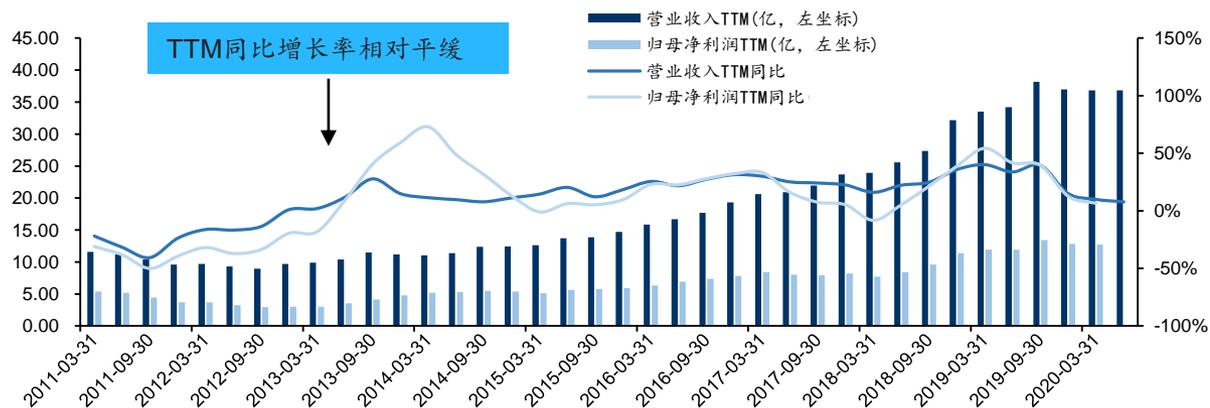
# 单季度财报高频数据中的细节

图：华兰生物利润表季度指标同比变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：华兰生物利润表季度指标TTM变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

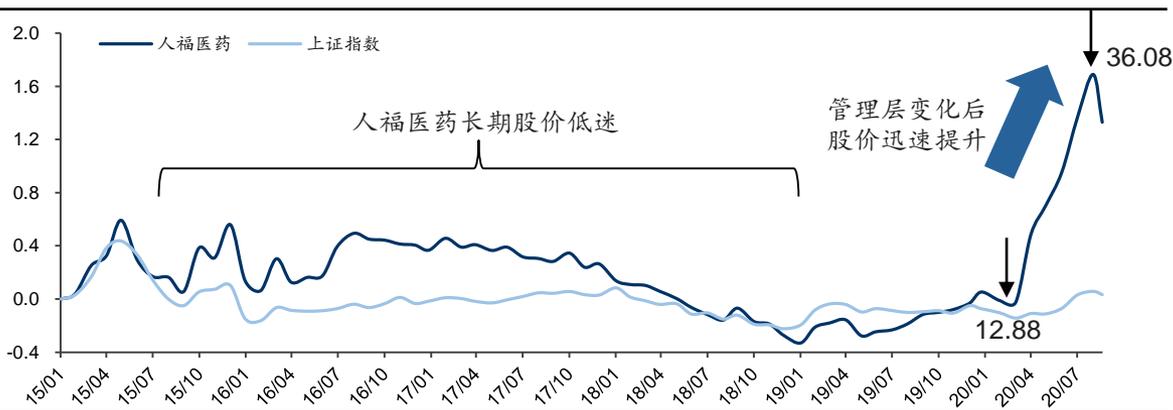
■ 医药行业业绩的单季度同比数据波动性较大。首先，历年医保招标时间并不完全固定，出货及回款周期也由于政策的扰动存在一定时间波动；除此，每年春节时间也非一成不变，由此引起企业备货周期变化，同时也影响奖金发放及费用结算，造成单季度数据、尤其是Q1数据波动。

■ 比较指标的TTM同比变化更具实践意义。从图中可以看出，单季度数据的同比变化波动性较大（上图），而TTM同比变化相对平缓（下图），更能反映企业的真实业绩变化。

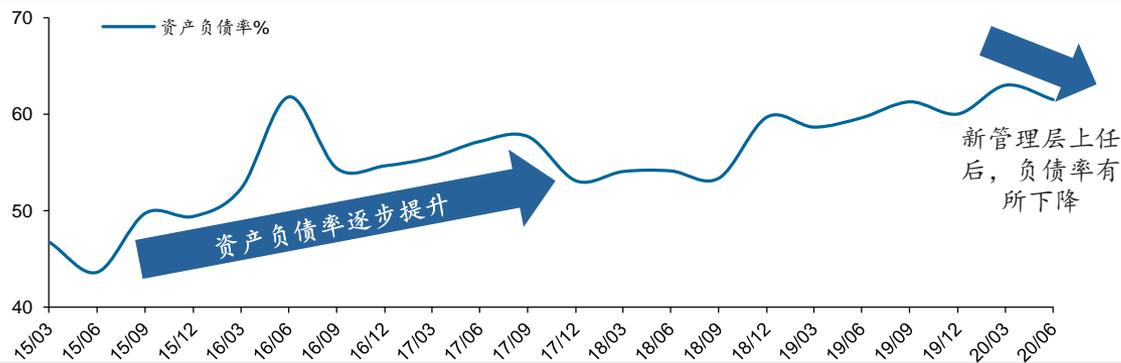
# 拐点型公司的挖掘过程

■ 拐点型公司通常整体业务优良，但存在某些抑制因素。短期财报变化是拐点型公司的重要信号，验证拐点型公司的关键在于评判是否存在被压抑的某种巨大价值，且这种压制因素即将或正在消退。管理层变化、资本投入阶段的结束、重组、新产品边际作用显现都是潜在的拐点催化剂。

图：人福医药股价走势



图：人福医药资产负债率变化情况



## ■ 举例：人福医药

1) 人福医药核心业务优良：人福医药核心子公司宜昌人福是国内麻醉用药领域的绝对龙头，准入壁垒高，核心业务出众。

2) 公司资产庞杂，低效资产占据较大资源，导致长期被市场低估：在过去很长时间里，人福医药热衷资本运作、收购资产，业务繁杂且盈利能力较低，债务高企、资产负债率堪忧。低效资产占据资产负债表大部分，宜昌人福只占人福医药总资产约15%、净资产约25%。2017年公司首次提出“归核化”，宣布该战略后当年又购买了安全套业务，归核效果并不理想，因此长期受到低估。

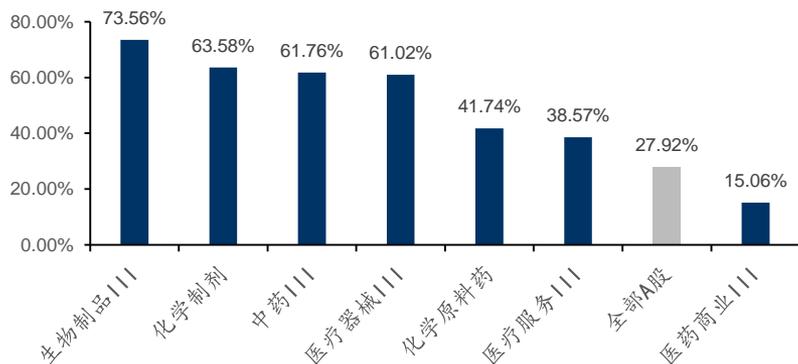
3) 管理层的变化给人福带来了新的希望：剥离非核心资产、加大对核心资产的控股比例。2020年4月，人福医药管理层发生重大变更，公司也发生了一系列改观：4月，人福医药发布公告拟通过发行股份及支付现金方式，购买宜昌人福13%股权，对宜昌人福的持股比例将提升至80%；8月，公司发布公告出售资产，拟以3.62亿将持有的四川人福医药有限公司70%股权转让给重药集团。市场对新管理层及其后续经营给予了较高预期，人福医药股价从2020年3月17日的低点12.88元，涨至8月11日高点36.08元。

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 毛利率、费用率变化到底反应了什么

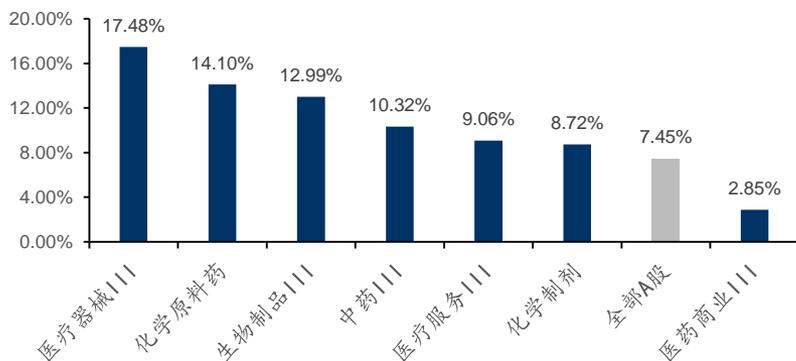
■ 全部A股毛利率中位数27.92%、净利率中位数7.45%，医药生物行业整体毛利率与净利率水平较高，除医药商业外，其他子行业均高于A股整体。

图：申万医药生物细分行业毛利率情况（中位数）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（2019年年报）

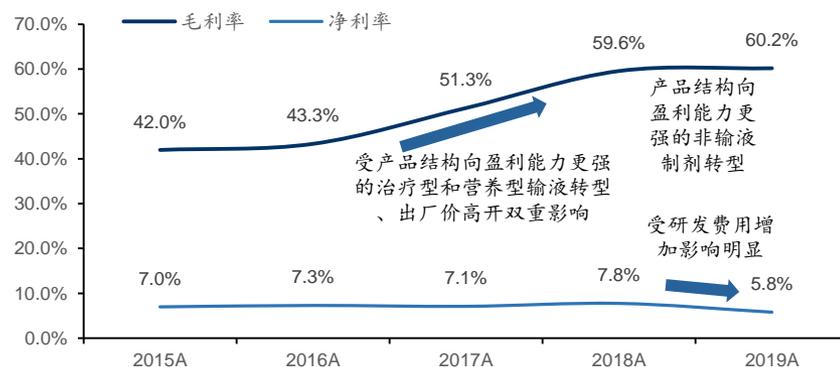
图：申万医药生物细分行业净利率情况（中位数）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（2019年年报）

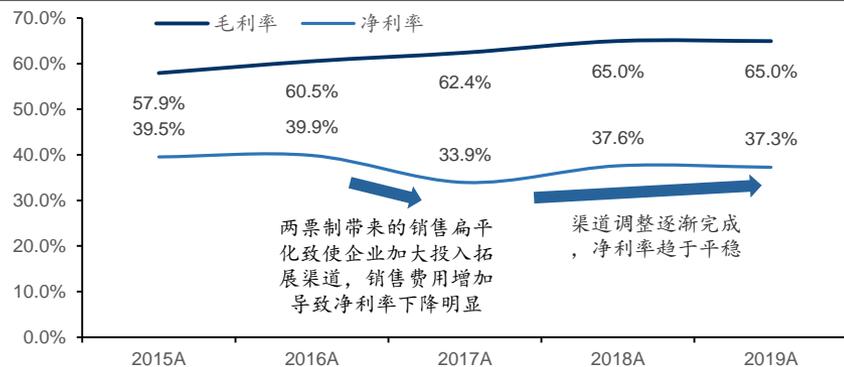
■ 毛利率反映产品的市场竞争格局、企业的商业模式、产品结构、营销策略、生产工艺和规模化水平；费用率反应企业整体管理水平。毛利率决定企业盈利上限，费用率决定企业盈利下限。

图：科伦药业毛、净利率变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

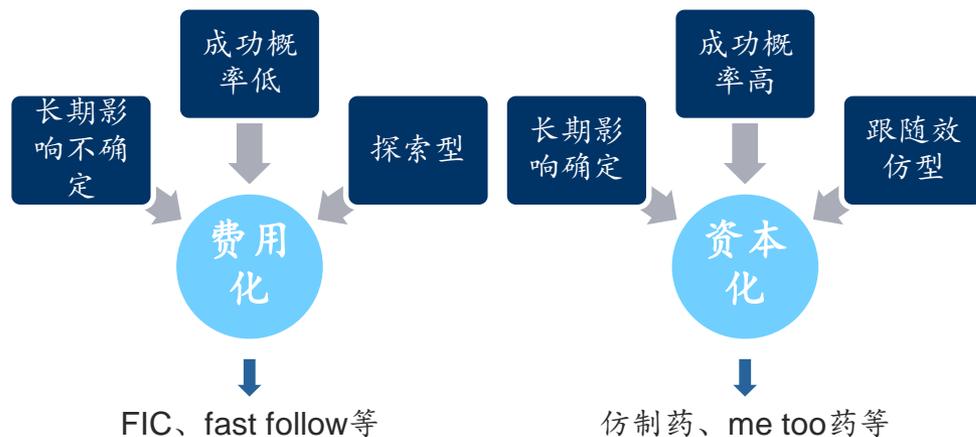
图：华兰生物毛、净利率变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 研发投入的拆分：到底是费用还是资本开支

图：资本化与费用化的区别



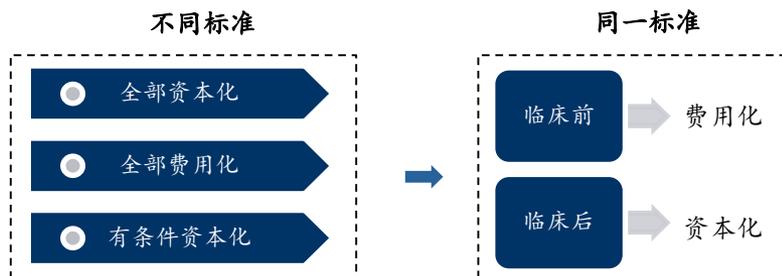
资料来源：国信证券经济研究所整理

图：恒瑞医药研发支出（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：研发支出处理方式调至同一标准后比较更具意义



国内药企多为仿制药、改良药，开发难度相对较低、确定性强，一旦进入临床，失败概率小。以临床前、后作为费用化、资本化的分界，将各个企业的研发支出处理方式调至同一标准后再比较具有实践意义。

资料来源：国信证券经济研究所整理

■ 研发支出的处理方式通常有三种，包括全部费用化、全部资本化和有条件资本化。我国采取的是有条件资本化方式，该方式符合我国仍处于产业跟随阶段，实际上产品成功的确定性很强的历史现状。

■ 资本化还是费用化由企业的商业模式所决定，国际龙头惯例研发全部费用化，国内特殊情况有合理解释。国际药企在研产品很多为FIC、BIC、Fast follow，开发难度大，临床失败率高，具有极强的不确定性，因此研发支出惯例全部费用化。国内药企多为仿制药、改良型药品，开发难度相对较低，确定性强，临床失败概率小，故采用有条件资本化。

■ 恒瑞医药采用比国际龙头更高的财务标准。尽管有大量确定性高的仿制药及跟随型药物的开发，公司将全部研发支出费用化，并对固定资产采用加速折旧，体现了最谨慎的会计口径，也为后续业绩留下充足空间。

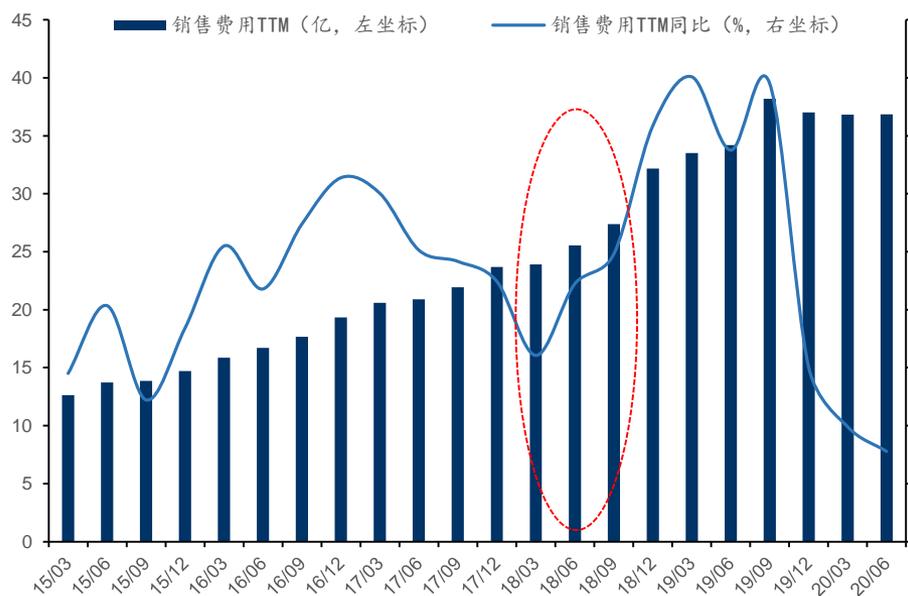
■ 对于国内企业而言，不同企业研发支出的处理方式不同，不具备可比性，因此将各企业调整到相同标准（例如：以临床前、后作为时间点来区分）再进行比较更有意义。

# 举例：华兰生物的血制品渠道周期

■ 2017年“两票制”正式施行触发了血制品渠道周期。由于2015年取消限价、浆站设立审批加快后行业处于“量价齐升”，行业渠道端具备提高库存动力，工业端表现成长性高于实际终端消费增速。但是两票制促使部分经销商退出市场并去库存，这导致了行业产品进入降价周期并进一步促使经销商降低库存，进而引发了工业端企业成长性停滞，低于实际终端消费增速。

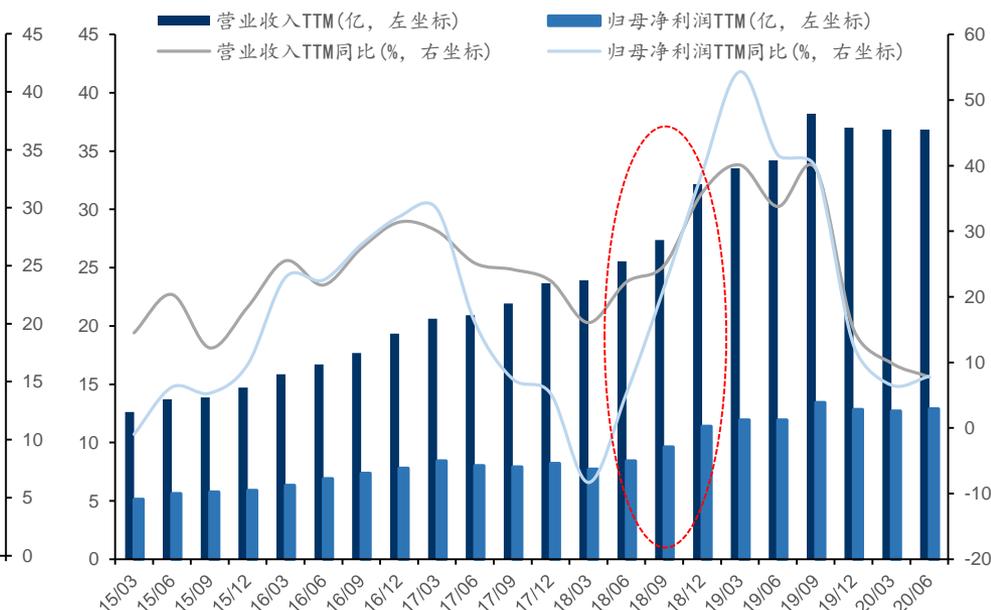
■ 两票制影响通过时间消化。两票制的初衷是促使渠道端扁平化以及希望渠道进一步整合提效。但是实际执行的结果是工业企业直接面对众多原先间接面对的终端渠道，所需要的血制品销售人员数量和销售费用数倍增加（华兰销售费用疫苗部分变动较小）。2018年以来，随着两票制后的渠道调整基本完成，血制品企业的营收增速逐渐回升，基本匹配需求端的增速。从华兰生物的案例来看，当消费端成长性与工业端存在错配时，必将在催化剂出现时导致工业端的业绩周期。

图：华兰生物销售费用情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

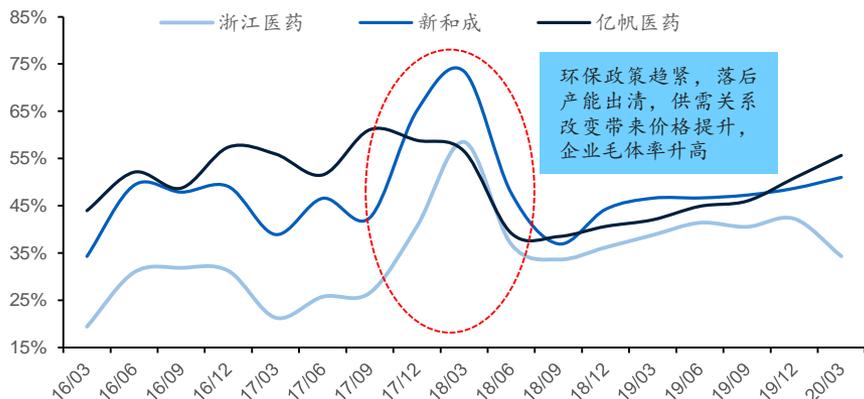
图：华兰生物利润表指标变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 举例：原料药企业环保产能周期变化

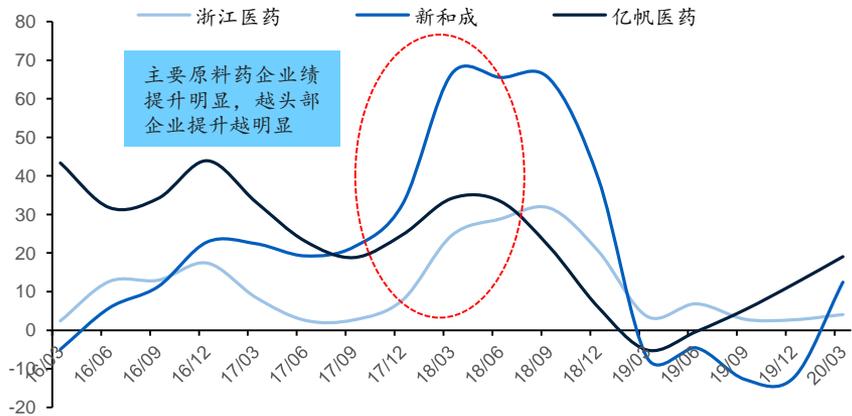
图：部分原料药企业毛利率变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

■ 原料药属于重污染行业，随环保政策的调整呈现出产能周期。2016年起，国家环保持续收紧，环保督察常态化。2018年1月起《环境保护税法》正式实施，排污许可证制度全面推开，主要原料药生产省份如江苏、浙江、河北等地相继出台严格治理文件，大量原料药及中间体企业停产整顿或被直接关停。随着环保持续收紧，项目审批日趋严格，中小企业出清，“小散乱”局面改善，原料药行业进入壁垒提高，竞争格局随之优化。在新建产能减少、中小产能加速出清情况下，市场份额持续向前期环保投入充分、运营规范的原料药头部企业集中，供求关系发生调整，优质原料药价格整体也有所提升。

图：部分原料药企业TTM营业收入同比增速 (%)



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：A股原料药上市企业资本性支出情况 (亿元)

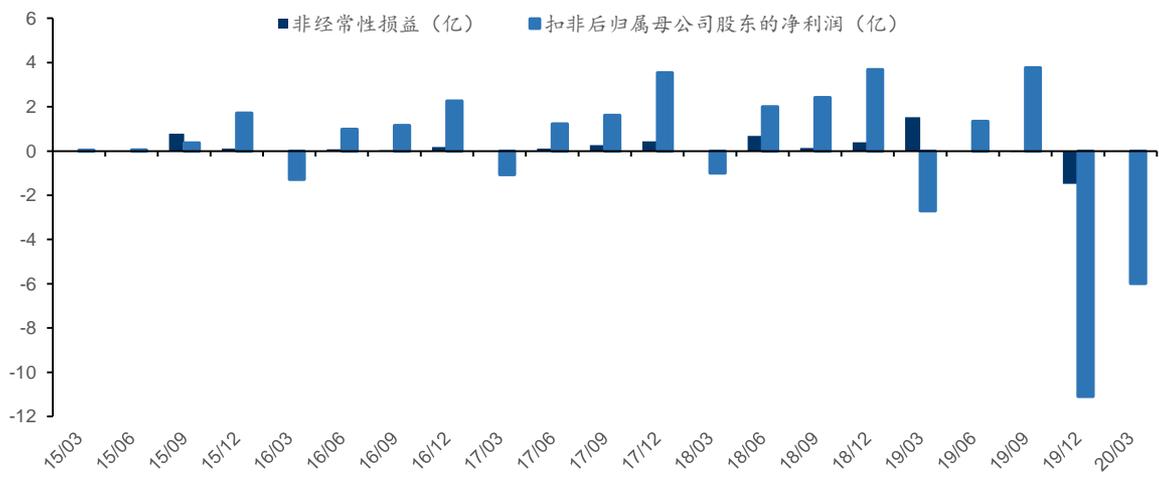


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 美年健康：股权价值重估带来的非现金性利润

■ 美年健康的“先参股后控股”方式合理地利用财务杠杆，减少了企业自身的资金压力，也充分运用了其他机构的人脉和资源；按照每个体检中心投资3000万元计算，现有的6支基金59亿可投资约200家体检中心，帮助企业快速占领市场；将尚未成熟的体检中心隔离到上市公司之外，避免了上市公司业绩波动；同时，只有体检中心达到一定的经营指标后，才将其纳入上市公司体内，有效避免了经营风险。基于以上原因，我们认为美年健康的非现金利润具有可持续性，并有望在未来给公司带来丰厚的利润和现金流。

图：美年健康非经常性损益与扣非净利润变化情况



资料来源：美年健康财务报告，国信证券经济研究所整理

■ 目前美年健康共有6支基金在体外培育体检中心，规模合计达到59亿，上市公司出资6亿，整体占比约为10%。体检中心一旦运行良好达到盈亏平衡，上市公司将溢价收购达到控股，同时带来股权资产重估，为公司带来大额的非现金利润。

■ 以2019年中报为例，2019H1美年健康归母净利润0.17亿，非经常性损益1.53亿，扣非归母净利润亏损1.36亿。在非经常性损益中，通过“其他符合非经常性损益定义的损益项目”带来利润2.03亿，主要为其他非流动资产的公允价值变动所造成。

# CRO：投资收益利润该如何估值

## ■ CRO企业的分析要点

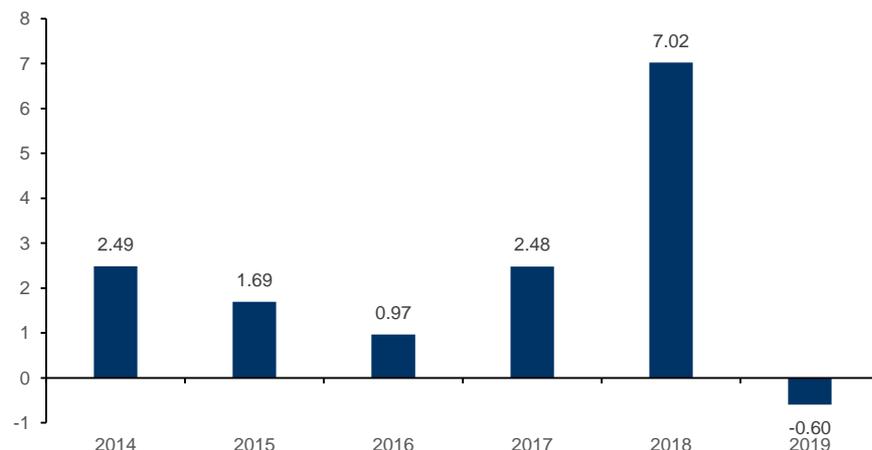
1) 考察营业收入比考察净利润更加重要。CRO企业往往进行了许多股权、新药权益的投资。以药明康德为例，2020年中报显示，其长期股权投资9.05亿，占总资产的2.93%，其他非流动金融资产57.63亿，占总资产的18.66%。CRO的利润中往往涉及到大量的非经常性损益，对利润产生影响。因此营业收入的增长比利润更能反映企业主营业务的经营水平。

2) 考察经调整Non-IFRS归母净利润比考察扣非归母净利润更加重要。由于研发阶段的推进、股权价值的重新评估、企业增资/IPO等因素的影响，新药权益投资、企业股权投资部分的价值面临巨大波动。因此，绝大多数情况下，考察CRO企业的扣非归母净利润比考察归母净利润更具意义。然而扣非归母净利润也存在一定的局限性，它包含了股权激励费用、可转债衍生金融工具、无形资产摊销等部分，并未良好反应公司的业务拓展能力和经营水平。为了消除上述因素影响，国内部分企业参照国外引入了Non-IFRS归母净利润指标进行单独披露。

## ■ 接受非经常性损益的常态化，进行分步估值

随着投资活动的增多，我们也需要接受非经常性损益的常态化。在对CRO企业进行估值时，将参股权益部分进行剥离，并实行单独估值。以药明康德为例，公司通过一级市场投资实现与初创企业的利益绑定，更好地分享创新药的成果。2011年成立风险投资基金WuXi Venture Fund等，积极开展对外投资，专注于医疗健康行业的多个不同细分领域投资，重点包括：创新生物技术、人工智能和变革型技术。作为CRO机构，公司深耕医药行业多年，具有良好的专业性，随着投资增多、时间拉长，我们认为以药明康德为代表的头部CRO企业的投资收益将常态化并日趋稳健，具有可持续性。

图：药明康德历年非经常性损益情况(亿)



资料来源：药明康德2020年中报，国信证券经济研究所整理

# 小结：利润表是拐点变化的直观反映

■ 继资产负债表之后出现的会计报表是利润表。利润表最初是内在于资产负债表的，其目的是为了进行核对，确保损益计算和资产负债表编制的正确性。利润表的独立是为了满足企业家经营改善和管理提升的决策需求。资产负债表无法提供企业在经营过程中的各项收入及费用情况，早期的企业管理者难以判断究竟是哪个经营环节出现了问题，因此需要新的报表形式来记录更多的信息，以依据它们进行经营分析及合理决策。

■ 以ROE为核心的指标体系是鉴别长期优秀公司的金指标。ROE可拆分为销售净利率、资产周转率和权益乘数的乘积。销售净利率反映盈利能力，资产周转率反映运营能力，权益乘数反映偿债能力。相应的，高ROE有三种不同模式：高利润率模式、高周转模式、高杠杆模式。通过对ROE的拆分可以分析企业高净资产回报率背后的驱动因素，判断其可持续性和潜在风险。

■ 医药行业天花板低、毛利率高，业绩增长往往由新产品所驱动。研发费用及销售费用的增长助推了新产品的上市及放量，是利润表的先行指标。临床试验从I/II期进行到III期，将伴随着研发费用的激增。从历史情况来看，I期临床研发费用中位数为340万美元，II期临床研发费用中位数为860万美元，而到III期临床阶段则成倍增长至2140万美元。因此，研发费用的增长往往是新产品上市的先行指标。另一方面，在产品上市前夕及上市初期阶段，企业会加大渠道推广，导致销售费用明显增长。

■ 利润表是拐点变化的直观反映，高频季度数据是捕捉拐点型公司的风向标；行业上下游的信息挖掘、同业公司之间的分析比较可帮助验证基于财务指标所作判断的准确性。季度报告是更新最为及时的财务定期报告，季度利润表数据及其同比变化是拐点的直观呈现，从季度数据中捕捉增速由负转正、由缓变快的发展趋势并进行全方面、多时期跟踪是发现拐点型公司的重要策略之一。除了分析公司本身营业收入、成本等财务指标的变化情况外，行业上下游的联动性推导、同业公司之间的比较可帮助我们验证先前基于财务指标判断的准确性。验证企业是否为拐点型公司的关键在于评判是否存在被压抑的某种巨大价值，且这种压制因素即将或正在消退。资产重组、购买资产、新产品边际作用显现都是上市公司的潜在拐点催化剂。

- 现金流量表：容易被忽视的关键信息

# 现金流量表的历史沿革

■ 现金流量表展示企业“实际发生”的现金流量，是对资产负债表、利润表中“应该有的”情况的补充。企业的资产负债表和利润表是根据权责发生制（应计制）确认基础，按公认会计原则(GAAP、IFRS)进行编制的，报告企业“应该”具有的财务状况和“账面”财务成果。为有利于财务资金的管理，企业自身也需要流动资金报表。早期流动资金报表主要用于企业的内部管理。当时流动资金报表形式各异，并没有统一的编制标准，大都反映的是现金、支票、银行存款和流动资产的变动情况。

图：现金流量表的产生和发展



资料来源：《基于现金流的制造企业财务风险识别与控制》，国信证券经济研究所整理

# 现金流的三个来源

图：现金流量来源分类

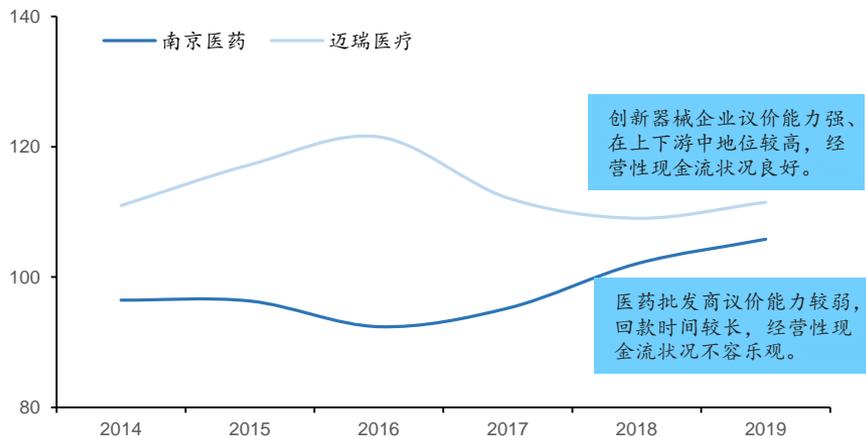
种类	来源
经营活动现金流	<ol style="list-style-type: none"><li>1、销售商品、提供劳务收到的现金（含销项税金、销售材料、代购代销业务）</li><li>2、返还的增值税、消费税、营业税、关税、所得税、教育费附加</li><li>3、其他：罚款收入、个人赔偿、经营租赁收入等</li></ol>
投资活动现金流	<ol style="list-style-type: none"><li>1、收回投资内容：短期股权、短期债权；长期股权、长期债权本金（不含长债利息、非现金资产）</li><li>2、投资收益内容：收到的股利、利息、利润（不含股票股利）</li><li>3、处置长期资产内容：处置固定资产、无形资产、其他长期资产收到的现金，减去处置费用后的净额，包括保险赔偿等</li><li>4、收到其他投资活动内容：收回购买时宣告未付的股利及利息</li></ol>
融资活动现金流	<ol style="list-style-type: none"><li>1、吸收投资内容：发行股票、发行债券收入净值</li><li>2、收到借款内容：举借各种短期借款、长期借款收到的现金</li><li>3、收到其他筹资活动内容：接受现金捐赠等</li></ol>

资料来源：国信证券经济研究所整理

■ 现金流的来源分为经营活动现金流、投资活动现金流和融资活动现金流。其中，**经营活动现金流是企业自身造血能力的体现**，对于医药企业而言，经营活动现金流毫无疑问是排在首位的，是产品和服务的变现能力的体现；不能自我造血，长期靠变卖资产等投资活动取得现金流、或是靠发股发债等融资活动取得现金流的企业注定是不能长久发展的。

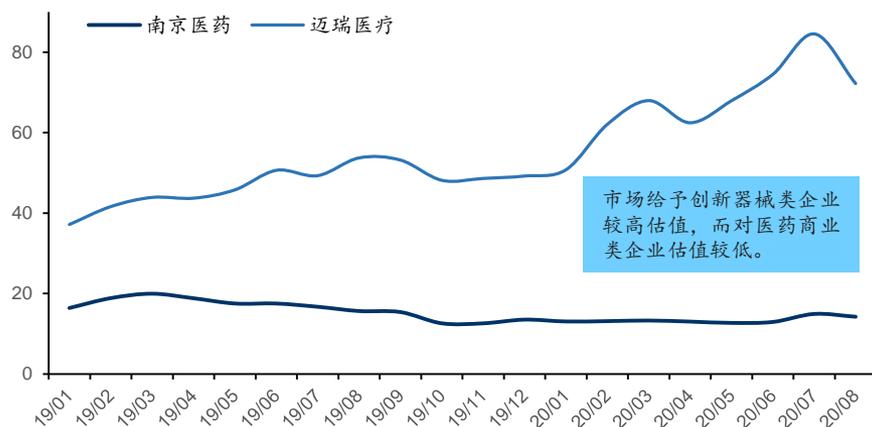
# 现金流量表是盈利预测模型中容易被忽视的一环

图：南京医药、迈瑞医疗收现比比较



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：南京医药、迈瑞医疗PE(TTM)比较



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

■ 现金流量情况反映了企业的商业模式和行业地位，影响着市场对企业的价值判断。以医药商业和创新器械为例：医药批发商主要承担物流配送业务，为了获得货源和经销渠道，医药批发商在产业链中担任“垫款者”角色，经营性现金流状况不容乐观；而创新器械企业议价能力强、在上下游中地位较高，经营性现金流状况良好。市场给予创新器械类企业较高估值，而对医药商业类企业估值较低。

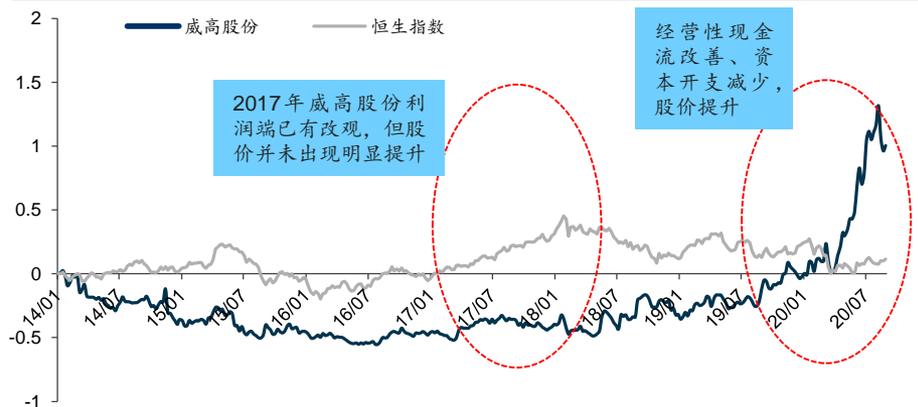
■ 企业持有的现金数量及资本开支计划对于后续发展十分关键，但在盈利预测模型中，现金保有量情况往往容易被忽略。现阶段A股广泛使用的估值方法一般是基于利润表所进行，在盈利预测模型中，对营业收入、利润、费用率等方面进行拆分，而对现金流量表的预测较少、准确度较差。

# 企业自由现金流在港股市场估值中占据重要位置

■ 港股投资者采用“弱者逻辑”对企业进行评估，自由现金流是重要的定性指标。港股采用注册制，企业“鱼龙混杂”，且存在大量对国内公司了解程度较低、信任程度较差的海外投资者，因此港股的投资风格相对A股更为“苛刻”：股价变动往往在财报利润成长改善之后；无自由现金流的利润认可度很低；当自由现金流改观时，投资人会进一步期待企业分红政策有所变化。基于“弱者逻辑”，企业自由现金流是港股投资的重要定性指标。以威高股份为例，公司净利润在2017年即有改观，但股价并未有明显变化；直到经营性现金流相应改善、资本开支减少后，股价才有所反应。

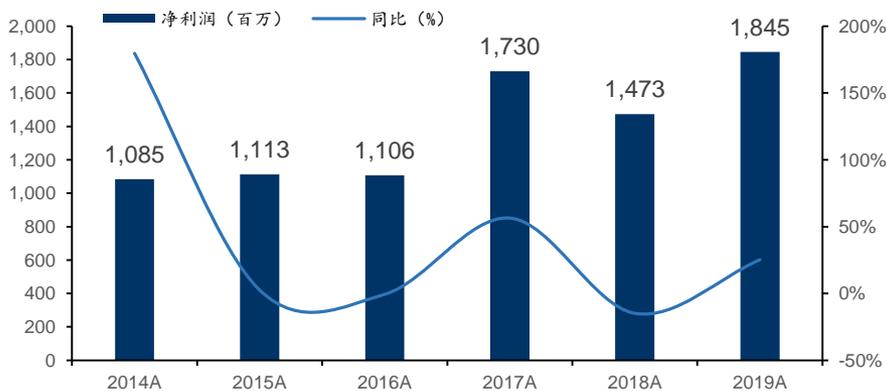
■ 我们认为，随着经济增速的换挡、产业集中度的提升、注册制的实行、海外投资者的进入以及二级市场的逐渐成熟，基于企业自由现金流的估值方法也将在A股逐渐普及和推广。

图：威高股份股价走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：威高股份净利润情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：威高股份经营性现金流情况

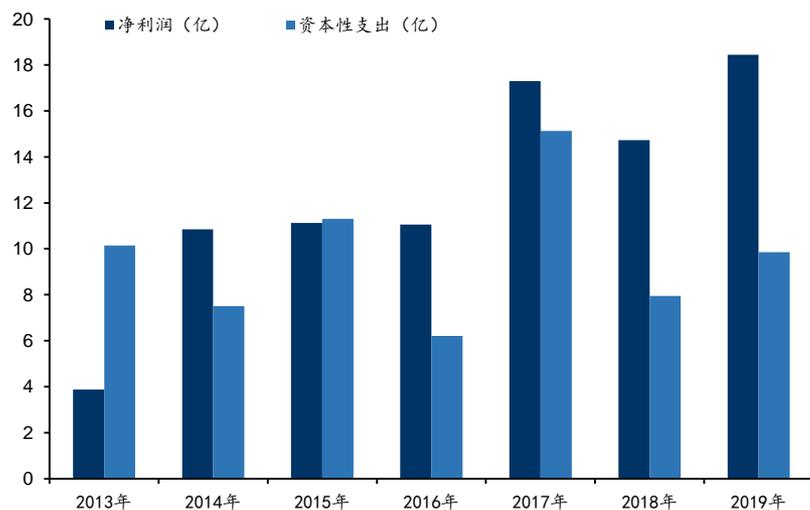


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 资本开支周期往往是投资企业大周期的最佳理由(1)

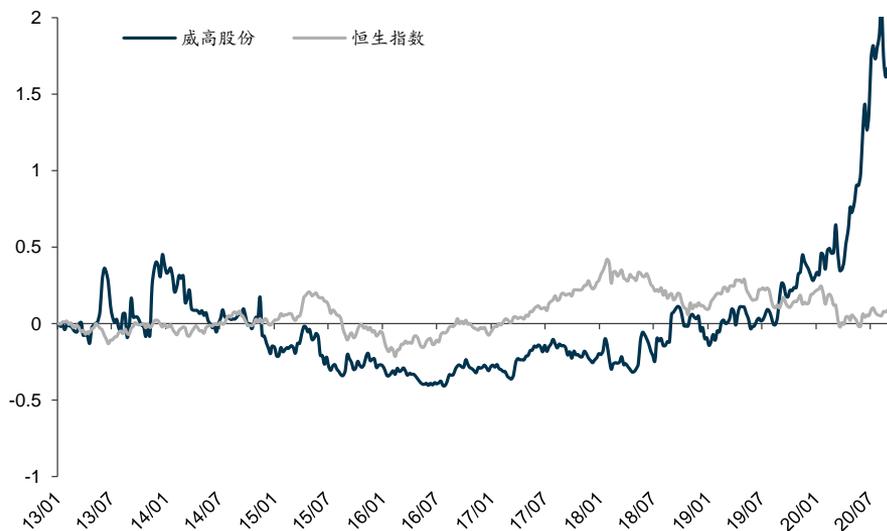
■ 在企业的经营活动中，供长期使用的、其经济寿命将经历许多会计期间的资产，例如：固定资产、无形资产、递延资产等均作为资本性支出。即先将其资本化，形成固定资产、无形资产、递延资产等。资本性支出意味着企业对行业看好并增加投资，将在未来的一段时间内获取它所创造或间接创造的收益，资本性支出的增多往往是业绩增长的现行指标。

图：威高股份资本性支出与净利润情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：威高股份股价走势

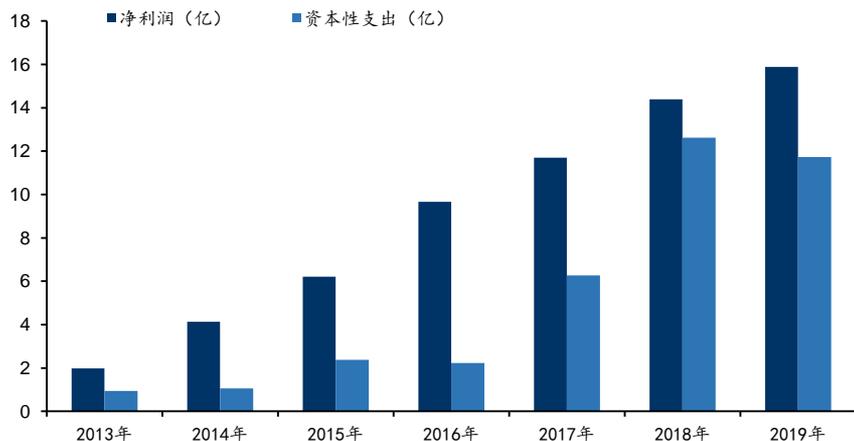


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

■ 威高股份：2017年，公司资本性支出显著增大，由2016年的6.21亿增加至2017年的15.13亿，带来了后续2019年业绩的高速增长。2020H1虽然受到疫情影响增速有所放缓，但仍保持了正增长，营业收入、净利润分别为51.91亿（同比+3.13%）、9.70亿（同比+3.51%）。随着资本开支的阶段性结束、利润的改善，股价提升。

# 资本开支周期往往是投资企业大周期的最佳理由(2)

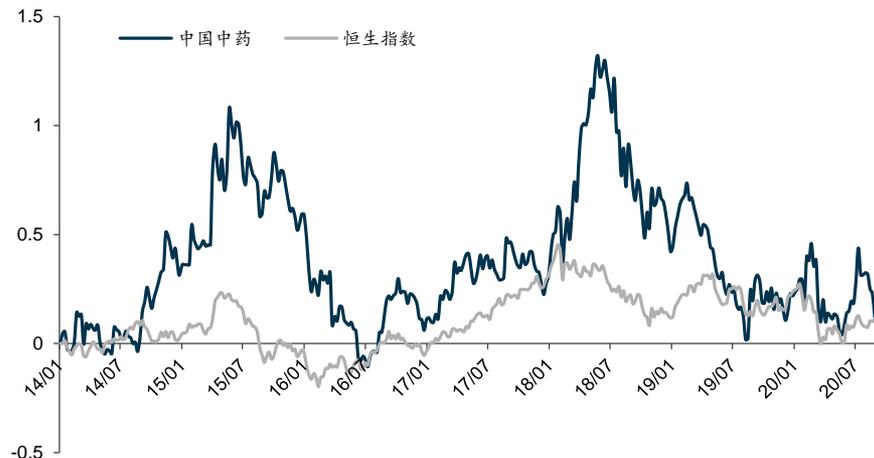
图：中国中药资本性支出与净利润情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

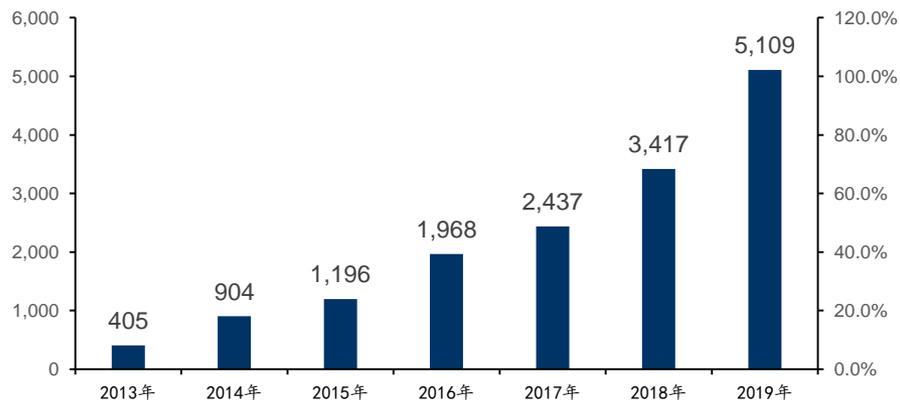
■ **中国中药**：公司自2018年开始加大资本性支出，从2017年6.28亿增加到2018年12.63亿，2019年继续保持高位，资本性支出11.73亿；销售费用也有明显提升，从2017年的24.4亿，提升到2018年34.2亿、2019年51.1亿。资本性支出、销售费用的提升有望为公司后续发展带来新动力，我们认为：目前公司尚未完全得到公众认可、造成股价低估，随着资本性开支的阶段性结束、现金流量表的改善，价值有望重估，带来股价提升。

图：中国中药股价变动图



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：中国中药销售费用情况（百万）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 现金流量表中的重要指标

表：基于现金流量表的指标体系

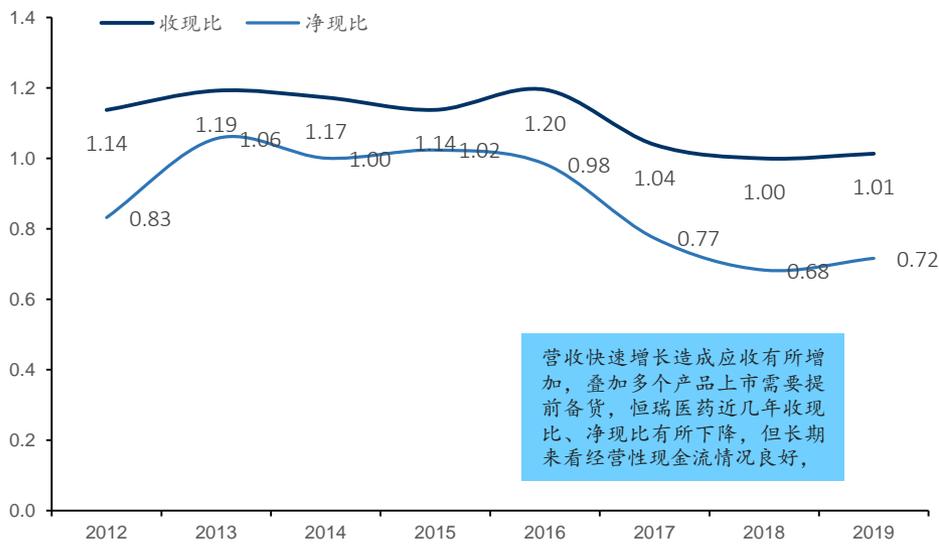
分类	指标
经营活动现金流	<ol style="list-style-type: none"><li>1) 获现能力—收现比、净现比：经营活动现金流入/营业收入、经营活动现金净流入/净利润</li><li>2) 偿债能力—现金流流动负债比率：经营活动现金净流入/流动负债</li><li>3) 支付能力—主营业务付现能力：经营活动现金流出/主营业务成本</li></ol>
投资活动现金流	<ol style="list-style-type: none"><li>1) 发展能力—资本支出占比：资本支出/净利润</li><li>2) 收益质量—投资成本回收比率：收回投资所收到的现金/长期投资</li></ol>
融资活动现金流	<ol style="list-style-type: none"><li>1) 融资方式—债务权益比率：取得借款所收到的现金/吸收投资收到的现金</li><li>2) 融资用途—融资偿还债务比率：偿还债务数额/融资活动现金流入</li></ol>
其他	<ol style="list-style-type: none"><li>1) 分析三大活动现金净流入的占比；</li><li>2) 结合细分行业特点分析企业获得现金的方式是否可以持续。</li></ol>

资料来源：国信证券经济研究所整理

# 优质企业的现金流特点

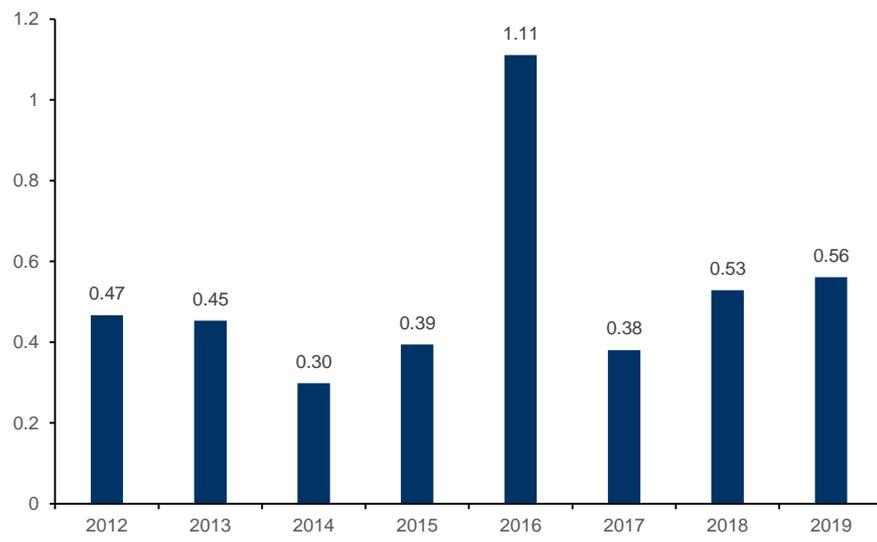
■ 利润表提供的营业收入、净利润是以权责发生制为前提确认的，由于受到判断和估计的准确度影响，加之存货、应收账款、应付账款周转的存在，使营业收入、净利润和现金流量之间产生了差异，形成了不同水平的“收益品质”。收现比和净现比是企业“收益品质”的衡量。一般情况下，企业净现比不能低于0.5，收现比不能低于0.8。收现比大于 $1*(1+T)$ ，说明回款情况良好，此时如果净现比远小于1，说明公司经营活动现金流出较大，可观察存货、在建工程、预付账款等科目，非现金利润有可能被放入到这些科目当中。

图：恒瑞医药收现比与净现比情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：恒瑞医药资本性开支情况（十亿）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

■ 优秀企业的现金流量表特征：净现比、收现比整体较高；资本开支保持健康状态，既能维持企业的后续增长，又能在合理的范围内。以恒瑞医药为例：从收现比来看，恒瑞医药近年收现比始终维持在1附近，2019年收现比1.01，低于 $1*(1+T)$ ，说明有少量货款未回；进一步分析资产负债表的变化情况，全年新增应收账款11.3亿，考虑到应收账款账龄健康及2019年营业收入同比增加33.7%两方面因素，应收账款增加不构成风险。整体来看，恒瑞医药产品销售回款情况较好，居于行业中位数水平。从净现比来看，公司净现比近年下滑至0.7附近。通过对财务报表的分析，主要系两方面原因：1) 公司有多个新产品上市，需提前备货，所以在存货上体现为有所增加，2019年新增存货5.8亿；2) 由于营业收入逐年递增，应收账款也有所增加。

# 小结

■ **现金流量表展示企业“实际发生”的现金流入、流出，是对资产负债表、利润表中“应该发生的”情况的补充。**利润表提供的营业收入、净利润等科目均是以权责发生制为前提进行确认，由于受到判断和估计的准确度影响，加之存货、应收账款、应付账款周转的存在，使营业收入、净利润和现金流量之间产生了差异，形成了不同水平的“收益品质”。现金流量表记录了企业实际发生的现金流入、流出情况，从收付实现制的角度对企业经营活动进行补充。

■ **现金流量表在A股盈利预测模型中常常受到忽略，但在港股估值中占据重要位置。**港股采用注册制，企业“鱼龙混杂”，且存在大量对国内公司了解程度较低、信任程度较差的海外投资者，因此港股的投资风格相对A股更为“苛刻”：当企业获得订单时，投资人会继续观望，期待做出利润；当企业利润增长时，投资人会希望企业的自由现金流有所改善；当自由现金流改观时，投资人会进一步期待企业分红政策有所变化。基于“弱者逻辑”，企业自由现金流是港股投资的重要定性指标。随着经济增速的换挡、产业集中度的提升、注册制的实行、海外投资者的进入以及二级市场的逐渐成熟，基于企业自由现金流的估值方法也将在A股市场逐渐普及和推广。

■ **资本性支出是现金流量表中的现行指标，资本开支周期往往是投资企业大周期的最佳理由。**资本性支出意味着企业将在未来的一段时间内获取它所创造或间接创造的收益，资本性支出增多是企业业绩加速的信号。龙头个股利润表真正的驱动因素往往是由大资本投入周期所决定，现金流量表反映了企业的资本性开支，可用于发现龙头个股的周期性投资机遇。

■ **优秀企业的现金流量表特征：净现比、收现比整体较高；资本开支保持健康状态，既能维持企业的后续增长，又能在合理的范围内。**收现比和净现比是企业“收益品质”的衡量。一般情况下，企业净现比不能低于0.5，收现比不能低于0.8。收现比大于 $1*(1+T)$ ，说明回款情况良好，此时如果净现比远小于1，说明公司经营活动现金流出较大，可观察存货、在建工程、预付账款等科目，非现金利润有可能被放入到这些科目当中。资本开支是企业可持续发展能力的衡量，优秀的企业将保持较为稳定的资本开支，或呈现资本开支的阶段性投入。

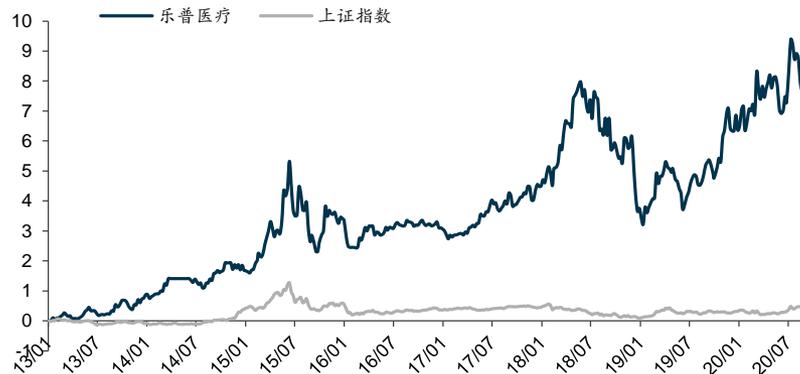
- 不在三张表上的核心信息同样不可忽视

# 管理层的变化

■ **管理层的变化是企业的核心变化。**管理层的经营理念、学历背景、工作经历决定了企业的发展方向和经营风格。如果公司经营情况良好，企业高管层发生大规模变动，意味着公司稳定性下降，有可能严重影响企业持续盈利能力，造成公众对公司治理水平的质疑；如果公司之前经营状况不佳，亏损严重，高管层发生大规模变动，意味着公司正在做管理层方面的积极调整，有可能改善公司未来经营绩效，反而有可能是一种利好。

■ **乐普医疗：实际控制人的变化带来业绩的高速增长。**2014年，公司总经理蒲忠杰，通过资管计划杠杆融资7.54亿元进一步收购大股东股份，累计持股比例增至29.30%，成为上市公司实际控制人，原大股东中船重工降至28.68%。随着股权架构的理顺以及前期收购药品板块企业业绩大幅提升，股价也走出了靓丽行情。

图：乐普医疗股价变动图



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：乐普医疗营业收入情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：乐普医疗净利润情况



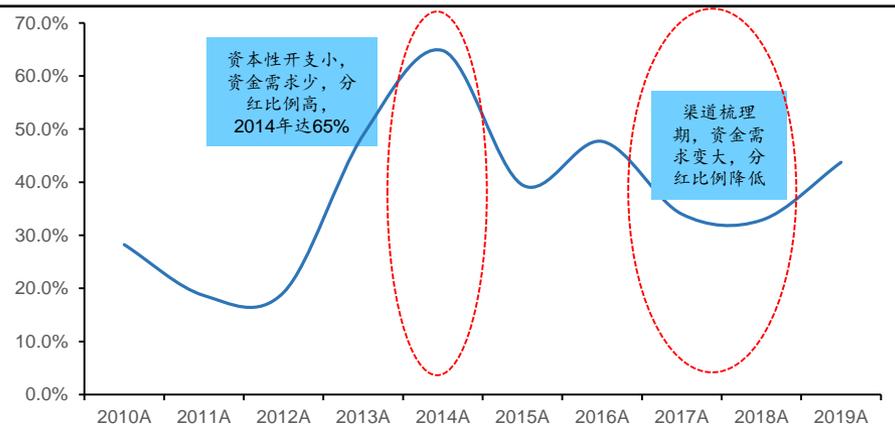
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 发展阶段和诉求的变化

■ 企业在不同阶段有不同发展诉求。当产品进入III期、研发投入大幅增加，或产能基地扩建、资本性开支增大，或渠道梳理带来销售费用激增，此时资金需求大，企业将有可能调低分红比例，或适当释放利润、为后续融资做准备。反之，如果企业资本开支小、费用低，资金充足，则会适当提高分红比例。

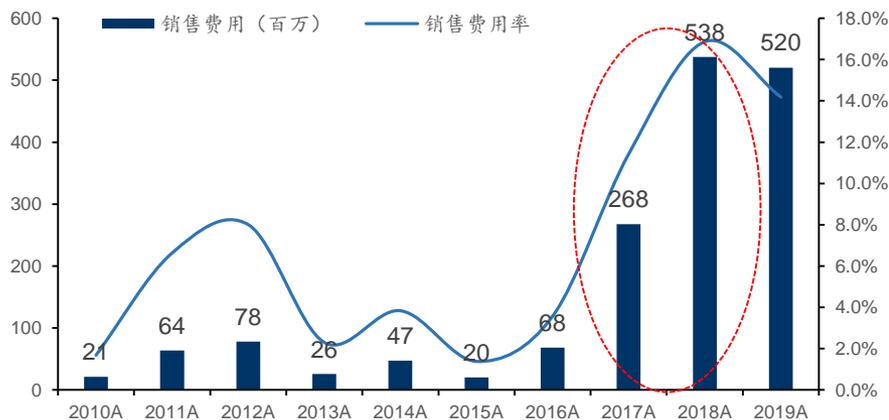
■ 以华兰生物为例，公司年度分红比率与资本性支出、销售费用增长呈现明显负相关。2014年，公司资本性支出仅13.9亿，同比减少44%，而分红比率高达65%；2017、2018年由于渠道梳理带来销售费用激增，分红比例有所降低。

图：华兰生物年度现金分红比率情况



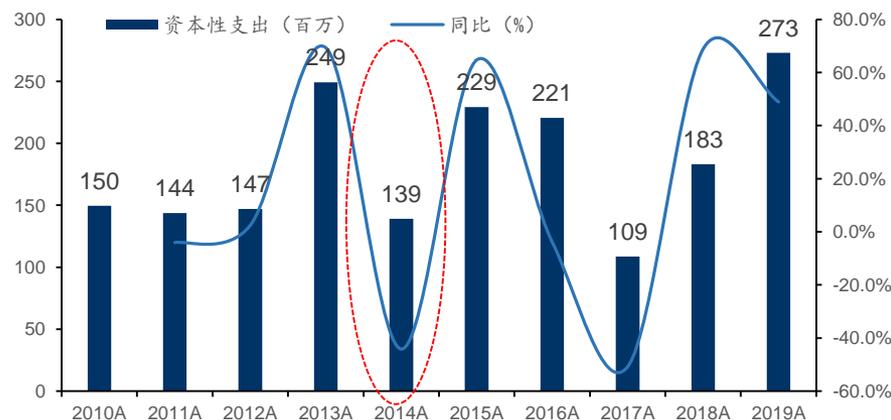
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：华兰生物销售费用情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：华兰生物资本性支出情况



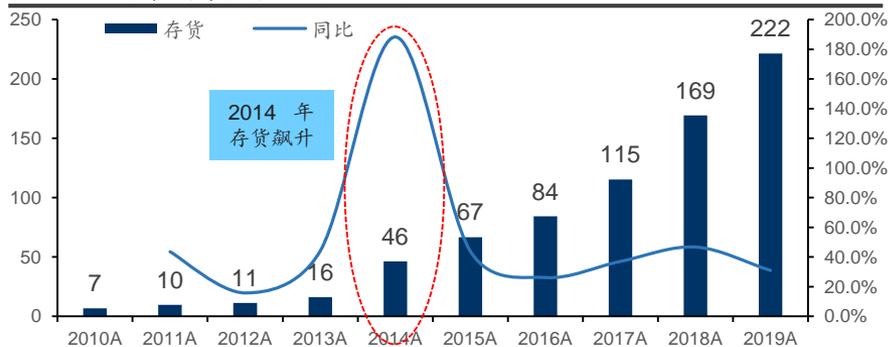
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 如何结合三张表挖掘波段性机遇

■ 企业的发展呈现波段性特征，波段性在所难免，是企业的自然属性。由于市场竞争、技术改进、产品更新等因素，业绩出现较大波动，从根本上说，是由导入期、成长期企业的自身特点所决定。即使成熟期企业，也会由于政策调整、行业周期或宏观环境的影响出现波动。绝大部分企业在发展过程中并不是一帆风顺，而是呈螺旋上升趋势。

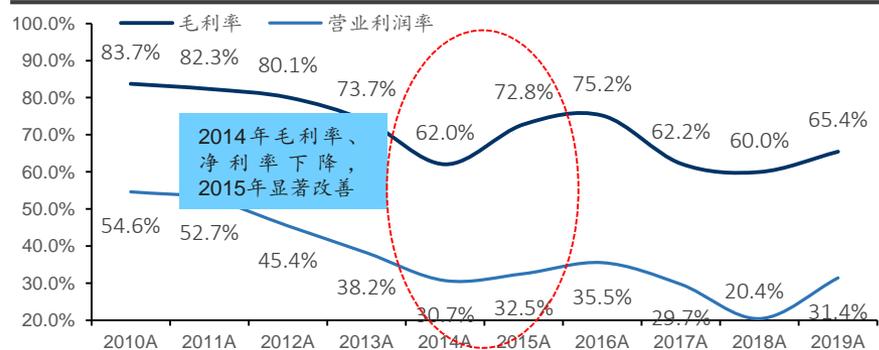
以凯利泰为例：14年公司存货显著增加，费用率上升，毛利率、营业利润率下降；15年，业绩显著改善；16年1月，公司公告增发预案融资购买资产，以实现对艾迪尔和易生科技的全资控股。

图：凯利泰存货情况（百万）



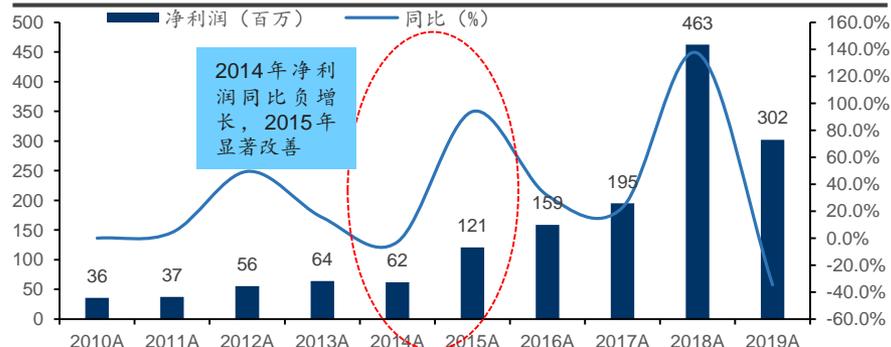
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：凯利泰利润率情况



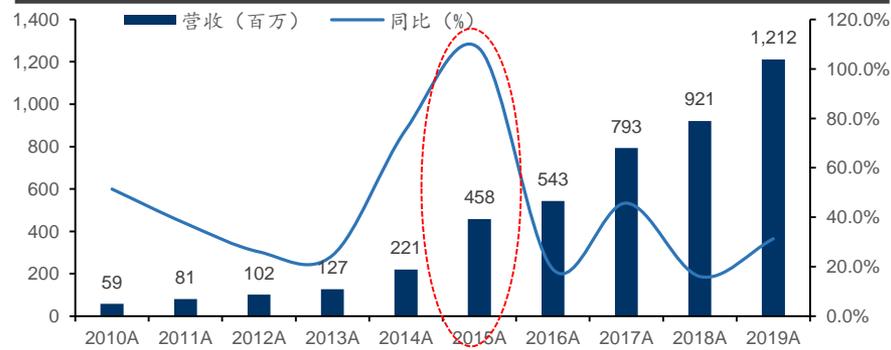
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：凯利泰利润情况（百万）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：凯利泰营业收入情况（百万）



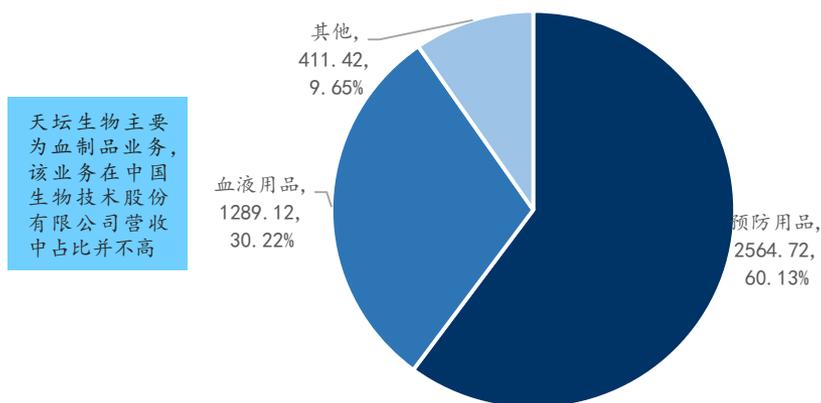
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 重视母公司的财务情况

■ 控股股东的财务状况将影响企业的经营发展，财务状况不佳的控股股东有可能对企业造成潜在的负面影响：1) 为实现套现获利主要股东操控上市公司业绩或炒作热点。2) 为防止质押股票平仓主要股东操控上市公司业绩或炒作热点。3) 为解决自身财务问题控股股东占用上市公司资金或其他资源，以ST辅仁为例，大股东辅仁集团违规占用辅仁药业的货币资金，累计17亿。

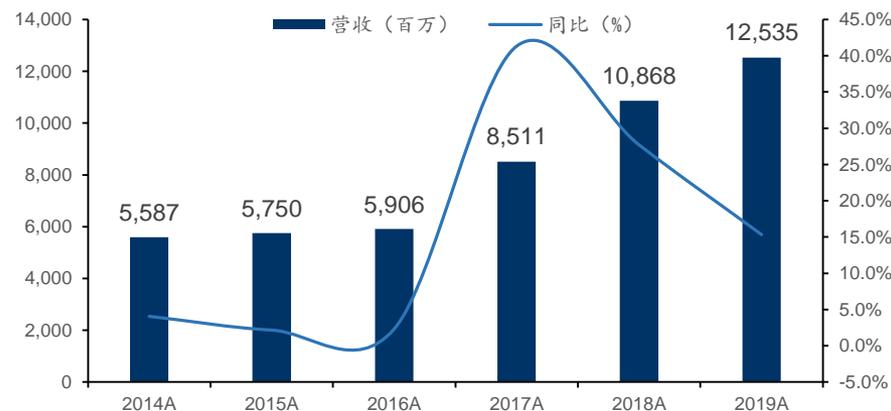
■ 天坛生物（600161.SH）：天坛生物控股股东为中国生物技术股份有限公司（以下简称“中国生物”），持股数量5.22亿股，占上市公司总股本的49.96%，持股比例稳定。中国生物行业地位稳固、规模优势突出、资本结构稳健、债务规模小，是我国最大的生物技术企业集团，一类疫苗处于绝对领先地位，二类疫苗业务不断扩大；血液制品品种数量稳居全国第一，年采浆量和投浆量、销售收入亦居全国首位，保持规模生产优势。

图：中国生物技术股份有限公司2015年1-9月营收拆分（百万）



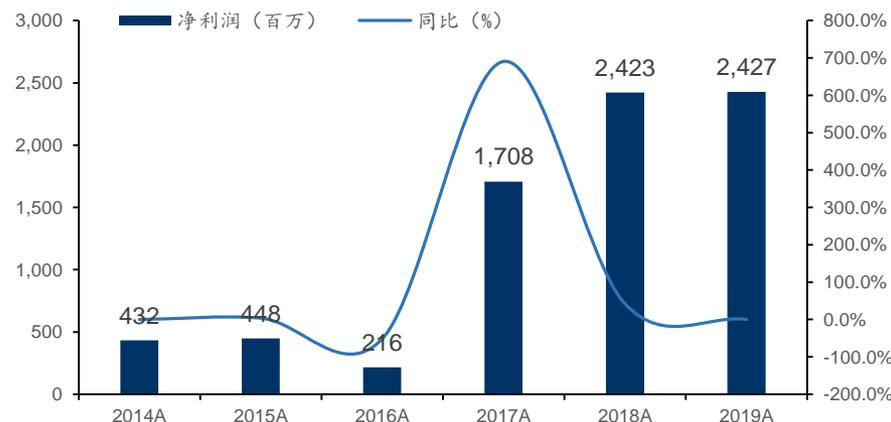
资料来源：债券募集说明书，国信证券经济研究所整理

图：中国生物技术股份有限公司营业收入情况（百万）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：中国生物技术股份有限公司净利润情况（百万）

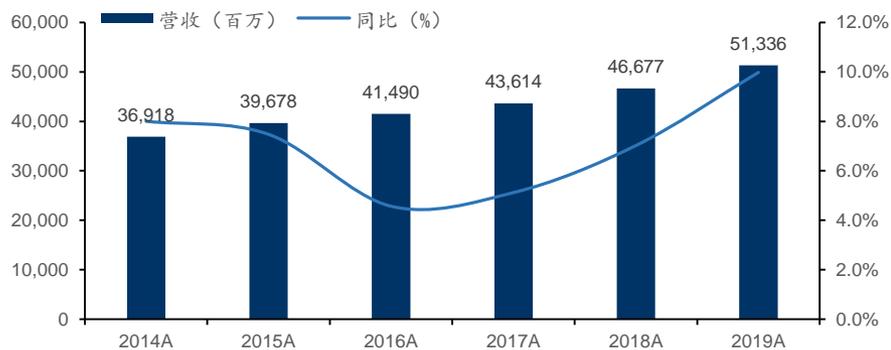


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- 他山之石：海外龙头三表特征差异较大，整体进入稳定成熟期

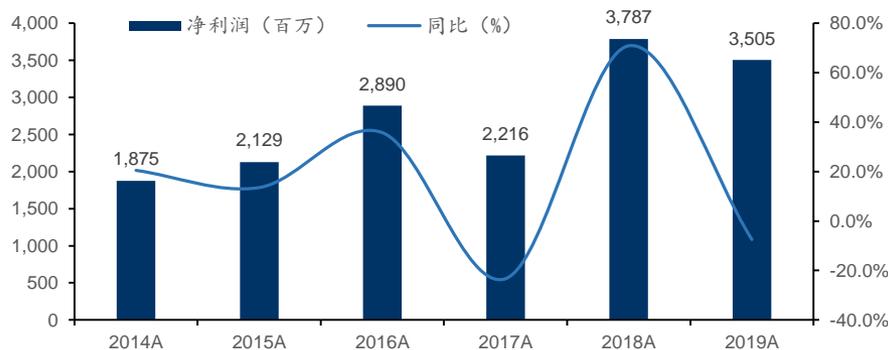
# HCA: 营收、利润与费用情况

图：HCA营业收入情况（美元）



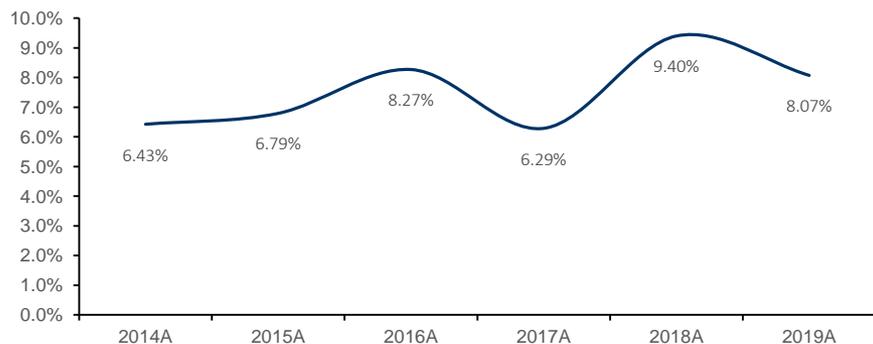
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：HCA净利润情况（美元）



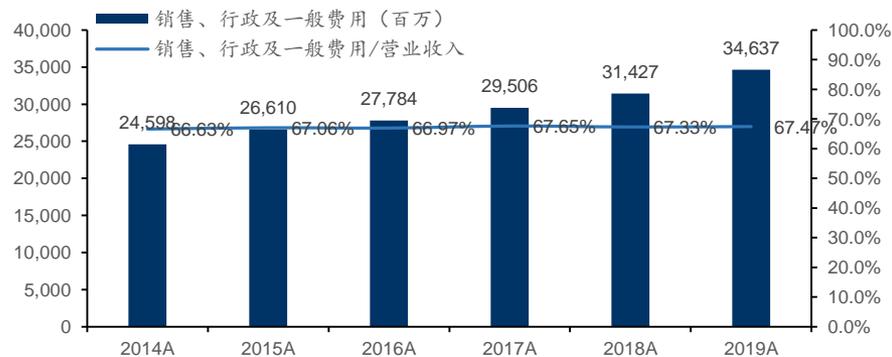
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：HCA销售净利率情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

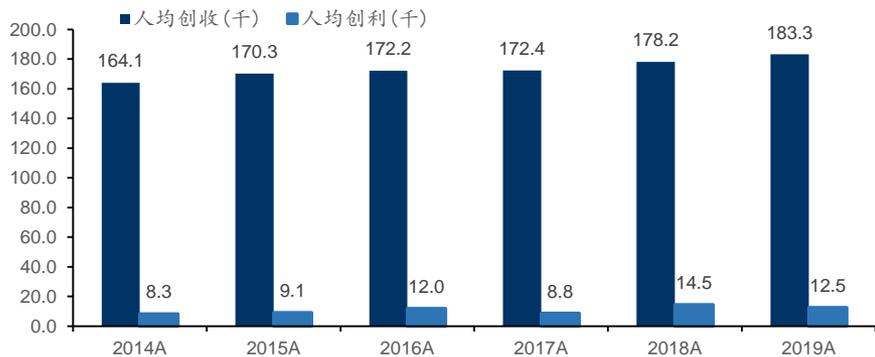
图：HCA费用情况（美元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

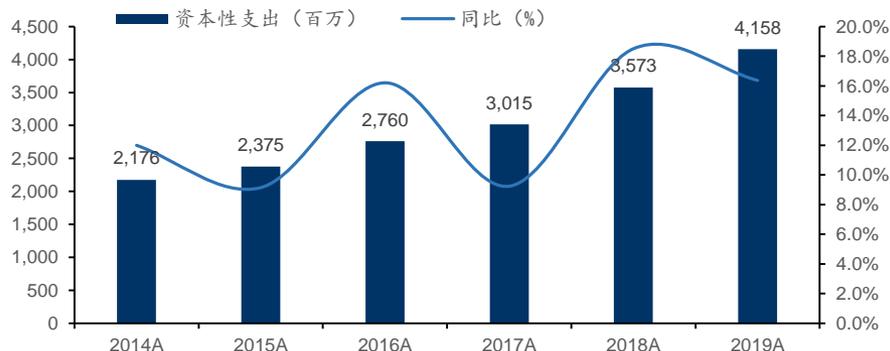
# HCA: 人效、周转及现金流情况

图：HCA人效情况（美元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：HCA资本性支出情况（美元）



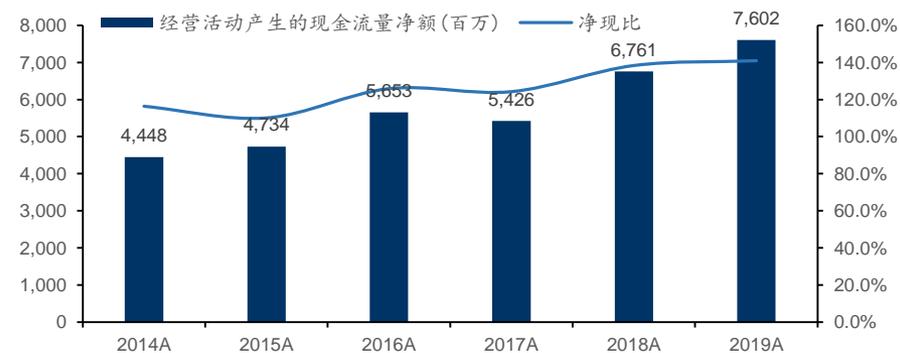
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：HCA周转率情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

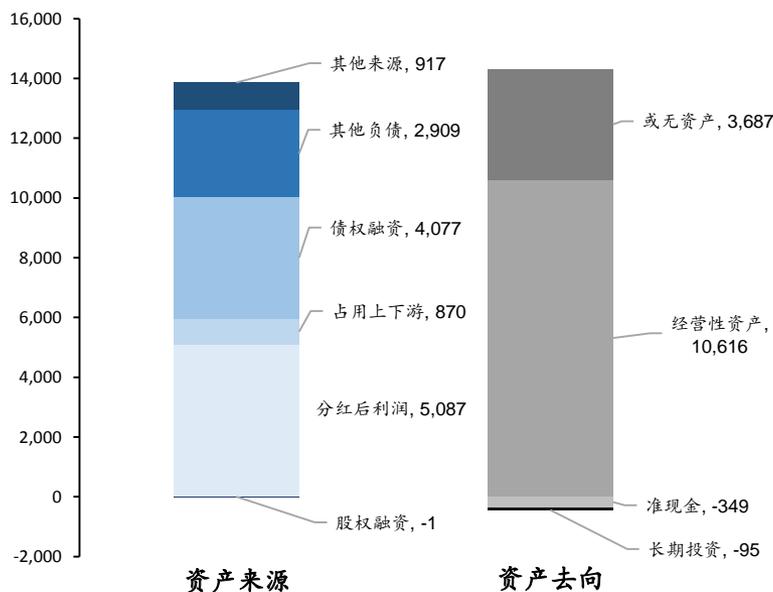
图：HCA现金流情况（美元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# HCA：美国市占率最大的营利性综合医疗集团

图：HCA资产来源与去向划分（19年与14年差值,单位：百万美元）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

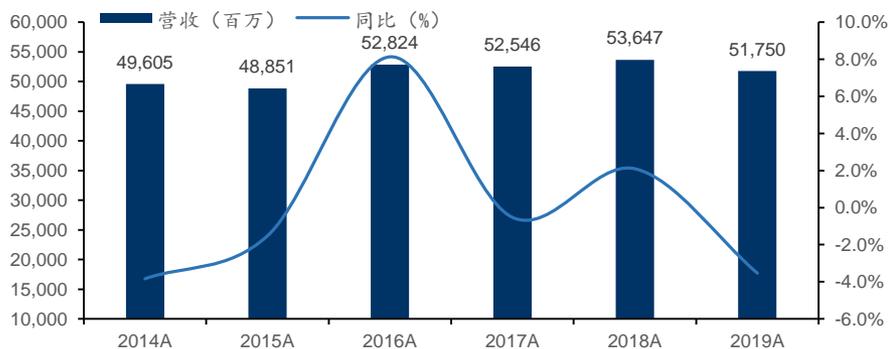
■ 美国庞大市场孕育多家大型营利性医院集团，非营利性医院占据主导地位，不仅享受税收优惠，也垄断了高利润项目，市场份额达90%，其中公立医院占10%，公益医院占80%。营利性医院仅占10%，多集中在低利润项目和慈善医疗项目，市场格局并不乐观。但庞大的市场仍然造就了许多大型营利性医院集团，其中HCA规模最大。

■ 财务分析小结：

- 1) 收入、利润及费用率方面：收入平稳增加，净利润存在一定波动。费用率稳定，销售、行政及一般费用率维持在66-68%之间，净利率保持在5-10%之间，“薄利多销”。
- 2) 人效方面：人均创收、创利水平较低，人均创收平缓增加，人均创利随着利润的变化稍有波动。
- 3) 资产周转方面：固定资产周转率呈现平缓下降趋势，总资产周转维持稳定。
- 4) 现金流及资本性支出方面：经营活动现金净流入平缓增加，净现比维持在100%以上，稳中有升；资本性投入大，呈稳步上升趋势。
- 5) 资产来源与去向分析：分红后利润为资产的最主要来源，其次为债权融资。资产主要用于生产经营，经营性资产占主导地位，少量资产去向为或无资产，主要系收购过程中产生的商誉。

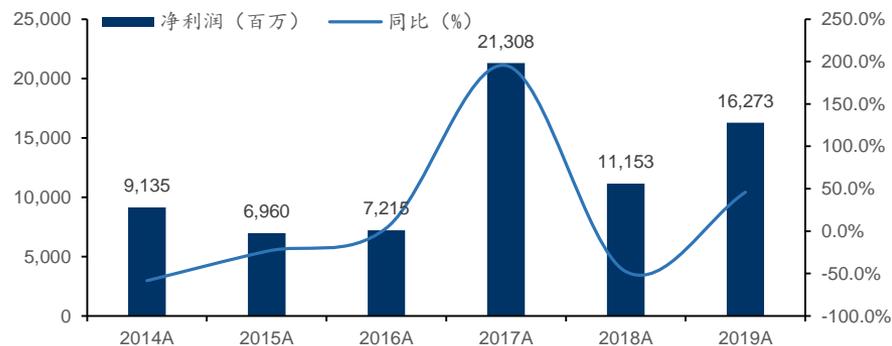
# 辉瑞：营收、利润与费用情况

图：辉瑞营业收入情况（美元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：辉瑞净利润情况（美元）



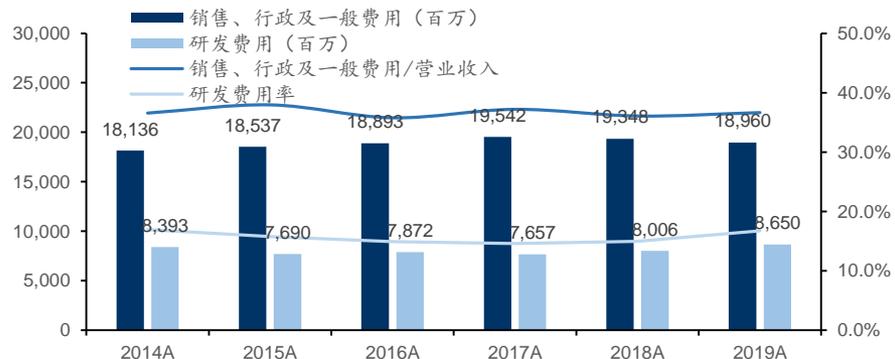
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：辉瑞销售毛利率及销售净利率情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

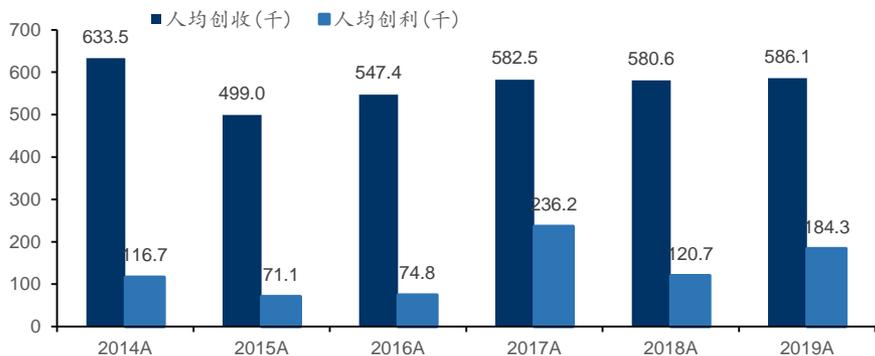
图：辉瑞费用情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

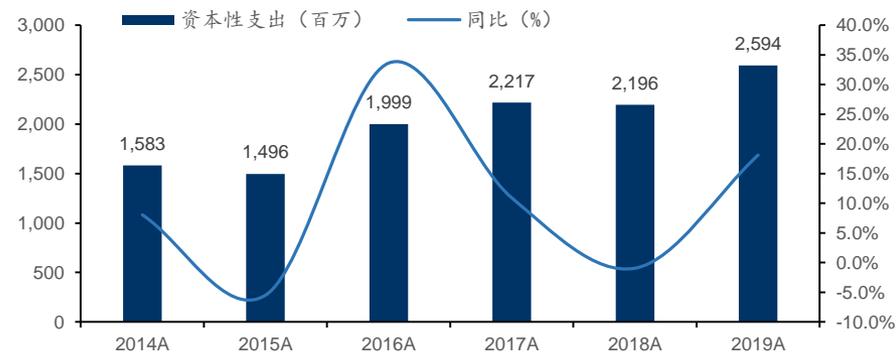
# 辉瑞：人效、周转及现金流情况

图：辉瑞人效情况（美元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：辉瑞资本性支出情况（美元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：辉瑞周转率情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

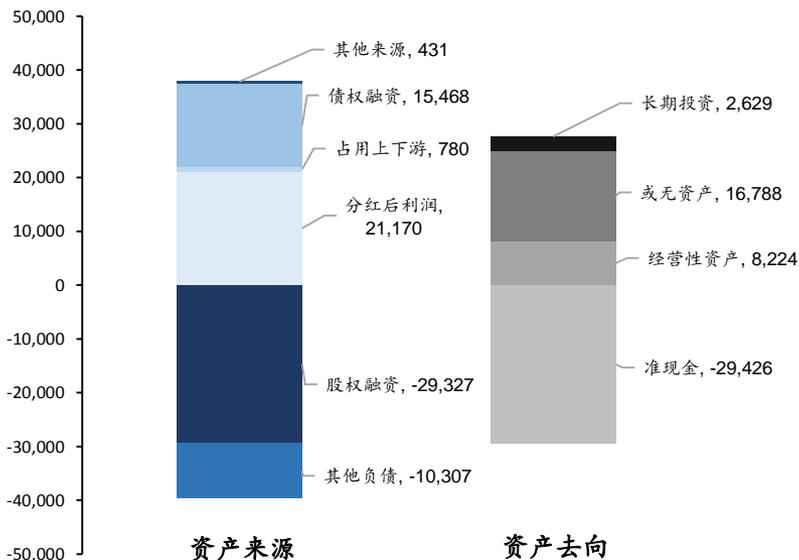
图：辉瑞现金流情况（美元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 辉瑞：蜿蜒前行的制药巨头

图：辉瑞资产来源与去向划分（19年与14年差值,单位：百万美元）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

■ 辉瑞公司创建于1849年，迄今已有170年的历史，总部位于美国纽约，2017-2019连续三年销售额全球第一，是全球最大的以研发为基础的生物制药公司。2020年3月，辉瑞签约与德国公司BioNTech联合开发新冠病毒(COVID-19)RNA疫苗，这也是目前进展最快的新冠疫苗之一。

## ■ 财务分析小结：

1) **收入、利润及费用率方面：**受重磅产品上市及专利到期影响，收入有一定波动，利润波动较大；费用率保持稳定，销售、行政及一般费用率维持在35-38%之间；研发投入大，研发费用率稳定在17-20%。毛利率、净利率高，毛利率维持在75%以上；净利率受到税费确认、非经常性损益波动等因素的影响，存在较大变化，但整体水平高，显著优于医疗服务类企业。

2) **人效方面：**人均创收、人均创利受到收入、净利润的变化影响存在较大波动，整体水平较高，远高于以HCA为代表的医疗服务类企业。

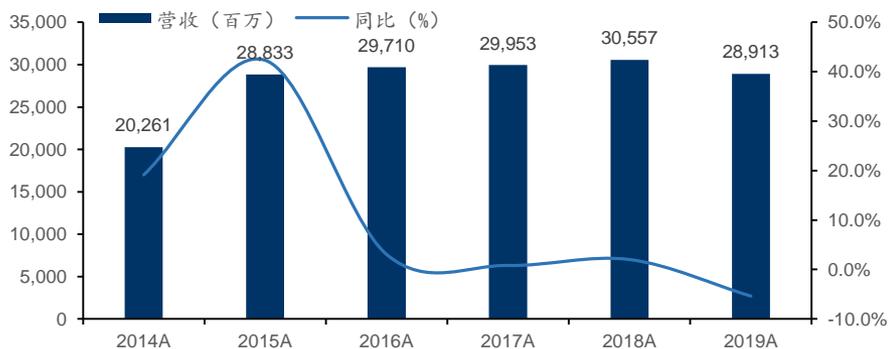
3) **资产周转方面：**固定资产周转率、存货周转率、总资产周转率基本稳定。固定资产周转率高于医疗服务类企业，总资产周转率远低于医疗服务类企业。

4) **现金流及资本性支出方面：**经营活动现金净流入较为稳定，净现比有下降趋势。资本性开支螺旋式增长。

5) **资产来源与去向分析：**企业利润和债权融资为最主要的资产来源，公司近五年回购了大量股份，准现金有所减少。收并购中产生大量商誉，或无资产增加明显。

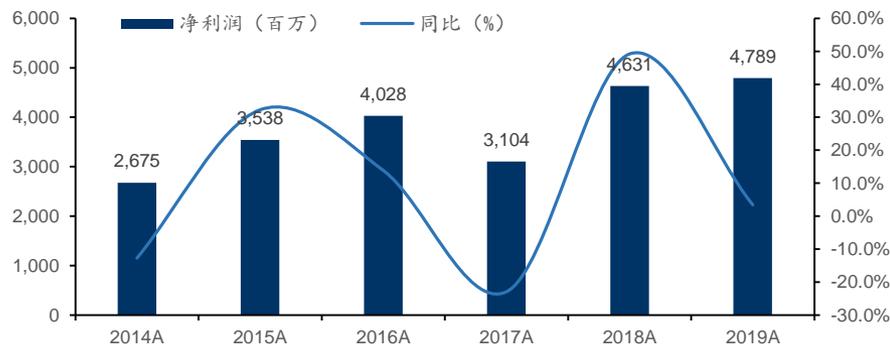
# 美敦力：营收、利润与费用情况

图：美敦力营业收入情况（美元）



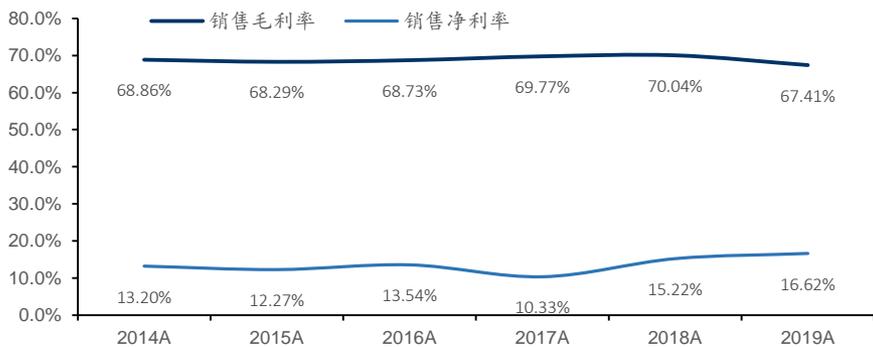
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：美敦力利润情况（美元）



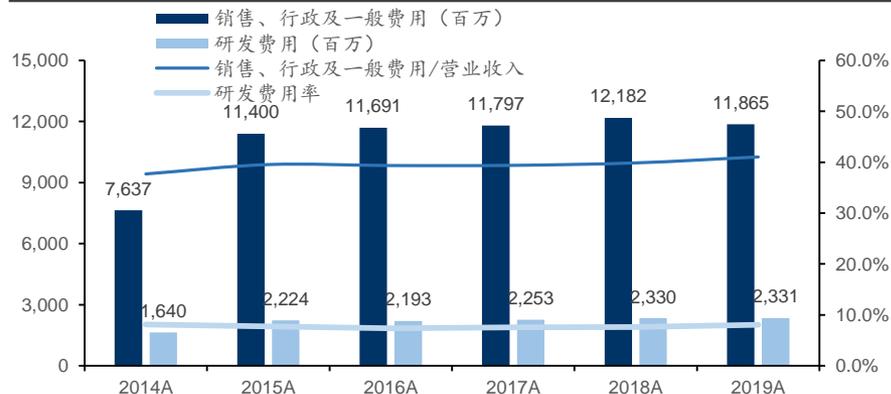
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：美敦力销售毛利率及销售净利率情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

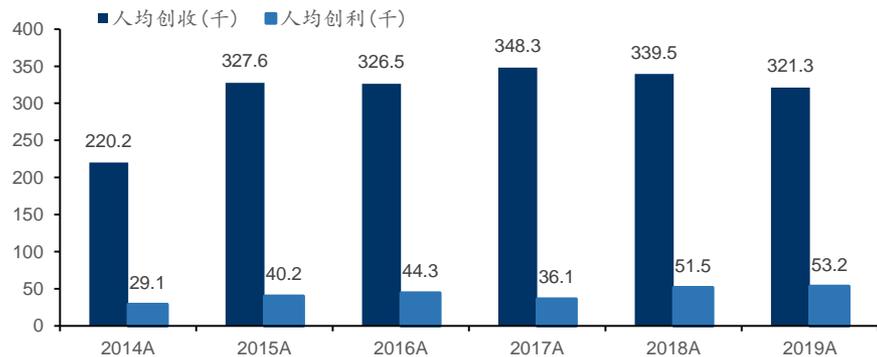
图：美敦力费用情况（美元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

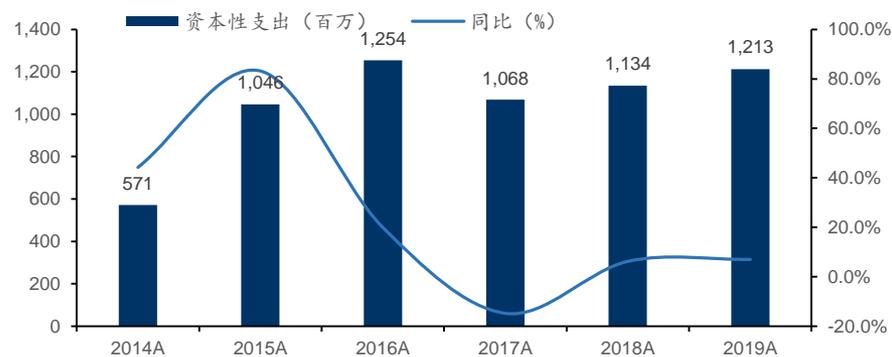
# 美敦力：人效、周转及现金流情况

图：美敦力人效情况（美元）



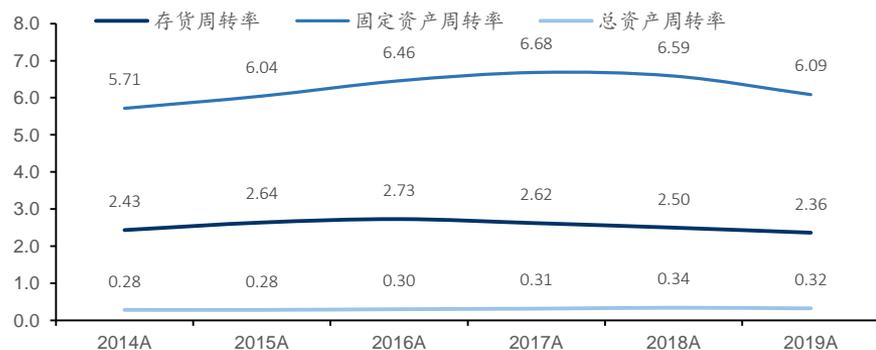
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：美敦力资本性支出情况（美元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：美敦力周转率情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

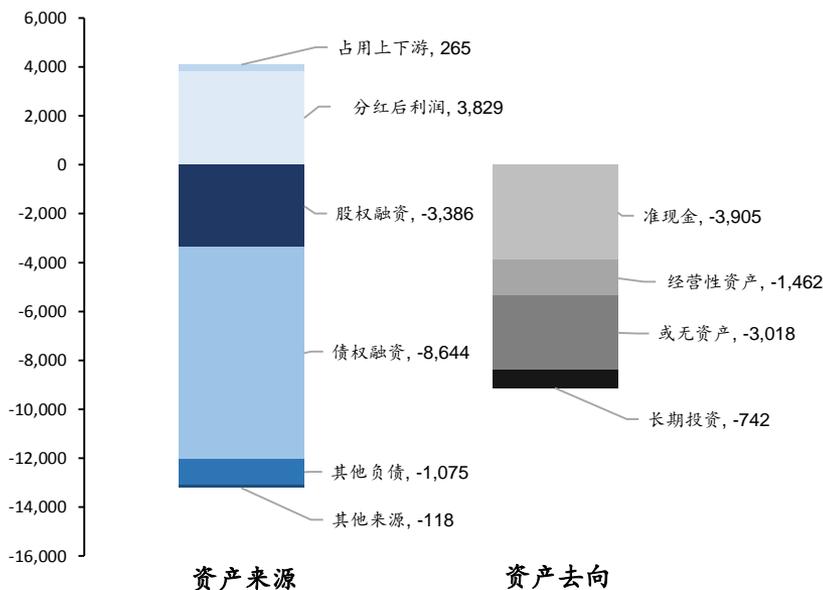
图：美敦力现金流情况（美元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 美敦力：全球医疗器械王者

图：美敦力资产来源与去向划分（19年与16年差值,单位：百万美元）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理（美敦力在16年进行了较大规模的会计调整，调整前后差别较大，故做三年差值分析）

■ 美国美敦力公司（Medtronic Inc.）成立于1949年，总部位于美国明尼苏达州明尼阿波利斯市，是全球领先的医疗科技公司，致力于为慢性病患者提供终身的治疗方案。美敦力主要产品覆盖心律失常、心衰、血管疾病、心脏瓣膜置换、体外心脏支持、微创心脏手术、恶性及非恶性疼痛、运动失调、糖尿病、胃肠疾病、泌尿系统疾病、脊椎疾病、神经系统疾病及五官科手术治疗等领域。美敦力是全球最大的医疗器械公司，2017-2019连续三年销售额全球第一。

## ■ 财务分析小结：

1) 收入、利润及费用率方面：和制药企业类似，美敦力营收、净利润存在一定波动。毛利率、净利率水平较高，毛利率稳定在65%以上，净利率稳定在10%以上，低于制药企业。销售、行政及一般费用率维持在40%上下，研发费用率低于制药企业，稳定在10%左右。

2) 人效方面：人均创收、创利水平波动，整体水平低于制药企业、高于医疗服务类企业。

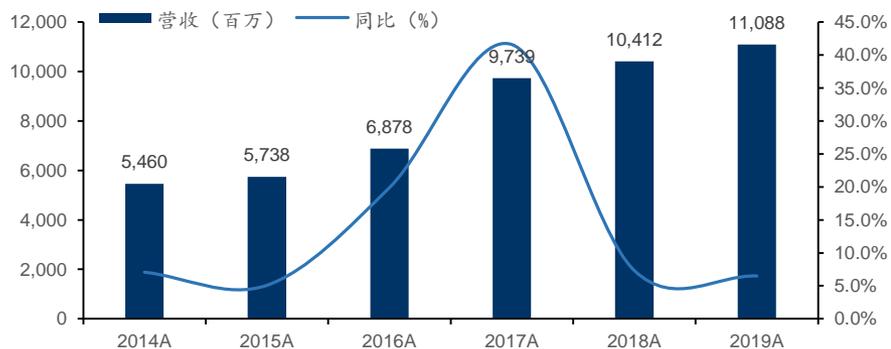
3) 资产周转方面：周转率稳定，存货周转、固定资产周转率高。

4) 现金流及资本性支出方面：净现比高，资本性支出整体呈平稳上升趋势。

5) 资产来源与去向分析：三年内公司总资产有所减少，准现金及或无资产减少明显，其次是经营性资产。资产的减少主要系债权融资、股权融资等不同程度减少所致。

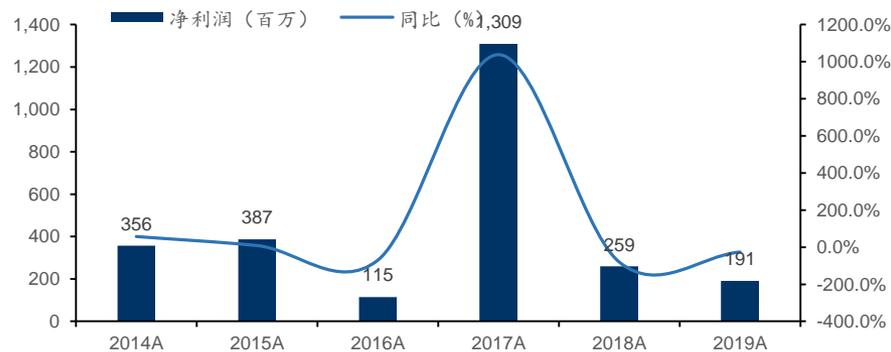
# IQVIA: 营收、利润与费用情况

图：IQVIA营业收入情况（美元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：IQVIA利润情况（美元）



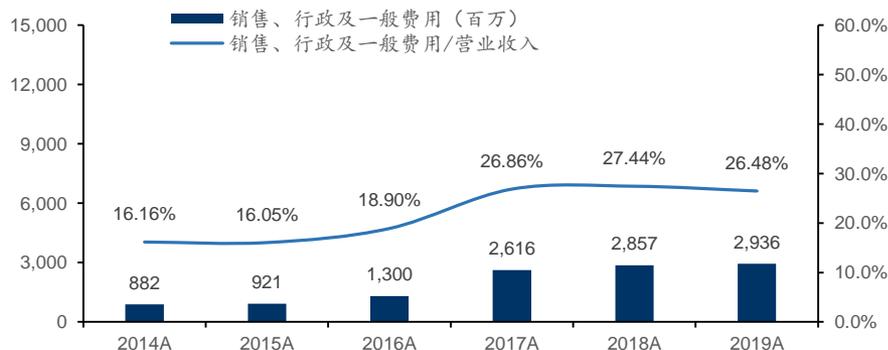
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：IQVIA销售毛利率及销售净利率情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

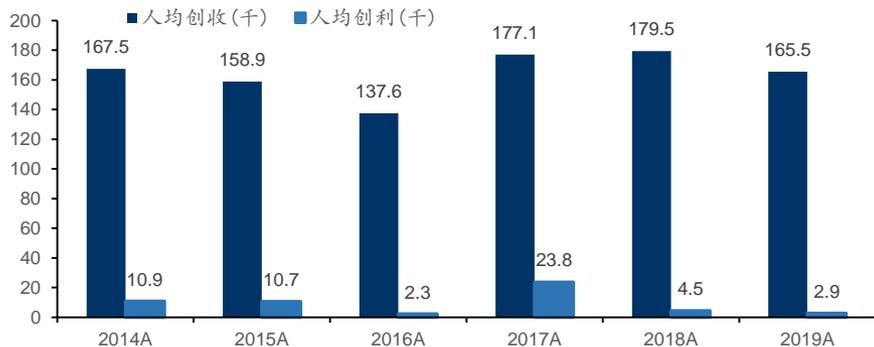
图：IQVIA费用情况（美元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

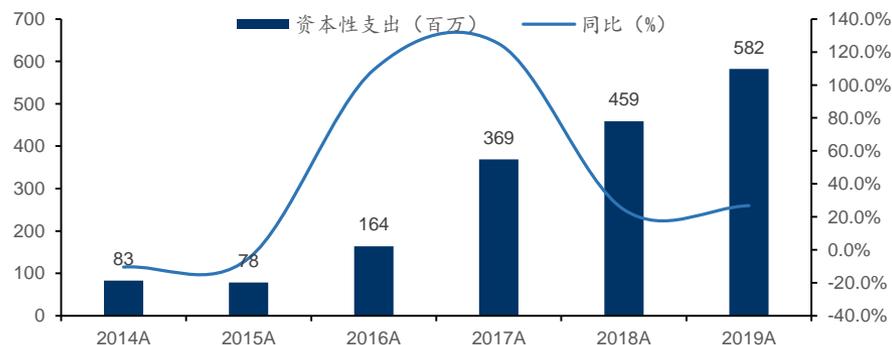
# IQVIA: 人效、周转及现金流情况

图：IQVIA人效情况（美元）



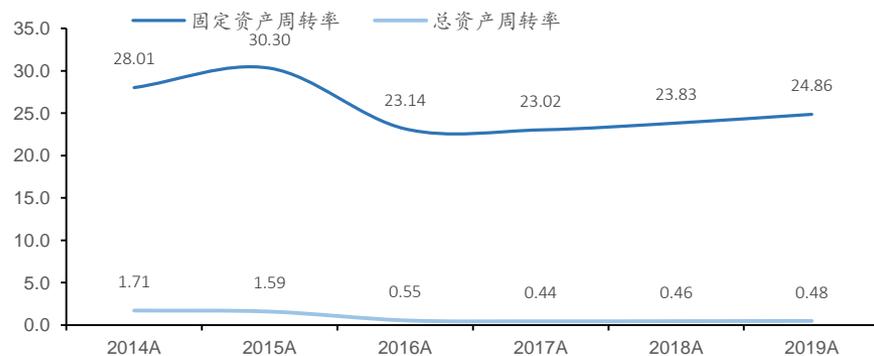
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：IQVIA资本性支出情况（美元）



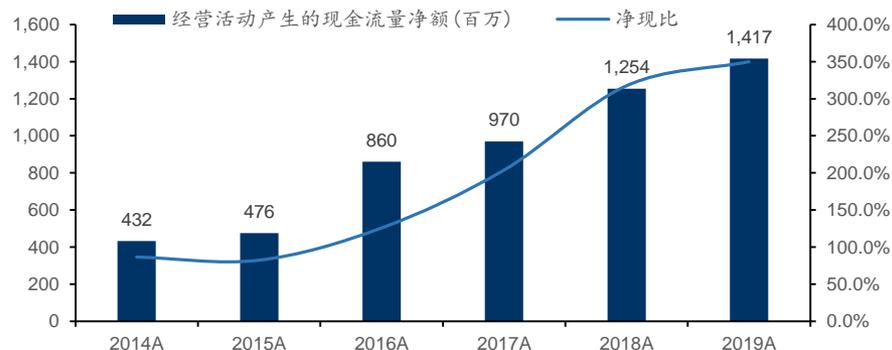
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：IQVIA周转率情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

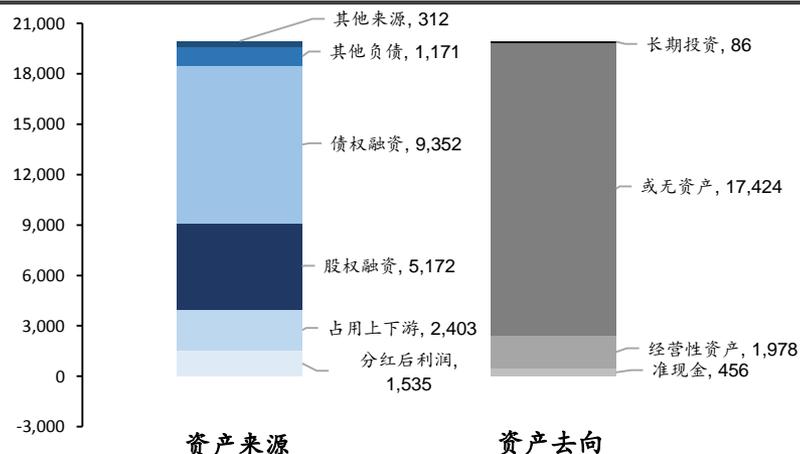
图：IQVIA现金流情况（美元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# IQVIA (QuintilesIMS) : 全球CRO龙头

图：IQVIA资产来源与去向划分（19年与14年差值,单位：百万美元）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

■ QuintilesIMS是由Quintiles（昆泰）和IMS合并而来的一家企业，Quintiles和IMS Health合并一年后，QuintilesIMS正式更名为IQVIA。公司业务范围遍布全球100多个国家，从事临床和临床前研究，是全球最大的CRO企业。从2010年到2019年，公司的营业收入由39.2亿美元增长至110.9亿美元，复合增长率12.2%。

## ■ 财务分析小结：

1) **收入、利润及费用率方面**：收入稳定提升，净利润波动性大，主要系税收确认的影响。剔除税收影响，毛利率、净利率、费用率基本稳定。

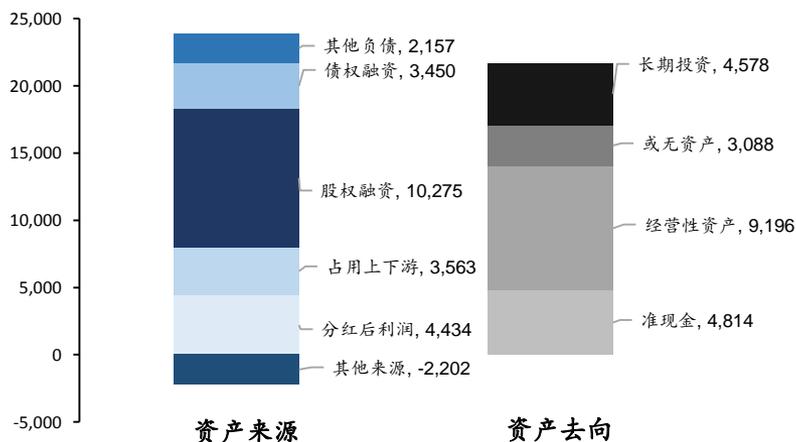
2) **人效方面**：人效较低，人均创收、人均创利远低于药械企业，与医疗服务企业相当，但存在较大波动。

3) **资产周转方面**：固定资产周转率高；总资产周转率高于药械企业，低于医疗服务业。

4) **现金流及资本性支出方面**：资本性投入大，经营活动现金净流入稳定，净现比高。

5) **资产来源与去向分析**：IQVIA资产来源主要为债权融资、股权融资、占用上下游，分红后利润较少。资产去向绝大部分为或无资产，发展主要靠收并购。相比之下，国内CRO龙头药明康德资产来源与IQVIA类似，但分红后利润所占比重更大，盈利能力较强。资产去向方面，药明康德最主要的资产去向为经营性资产，其次为准现金及长期投资，或无资产比重较小。

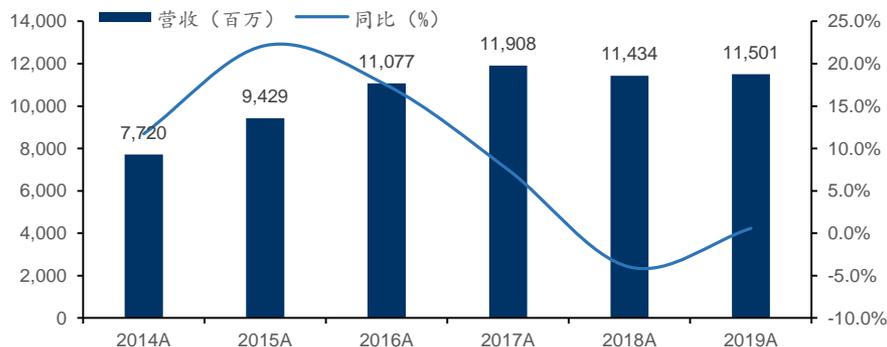
图：药明康德资产来源与去向划分（19年与14年差值,单位：百万元）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

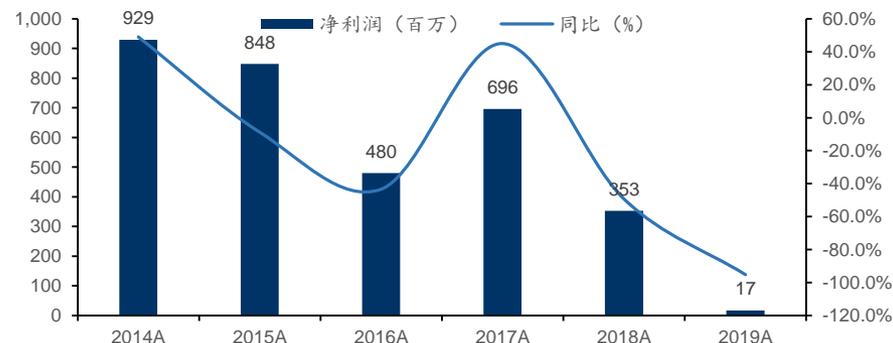
# 迈兰实验室：营收、利润与费用情况

图：迈兰营业收入情况（美元）



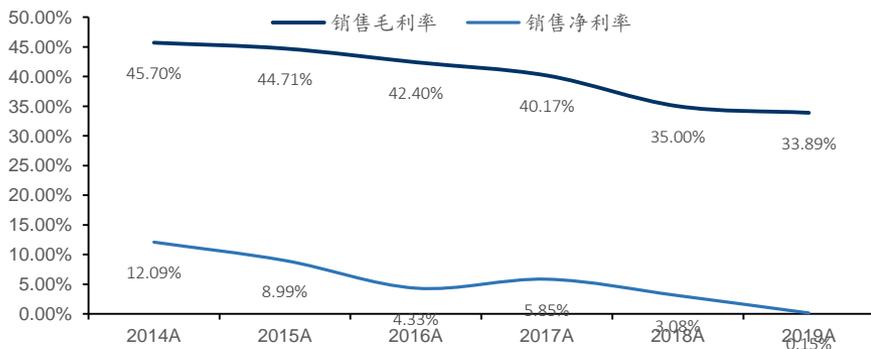
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：迈兰利润情况（美元）



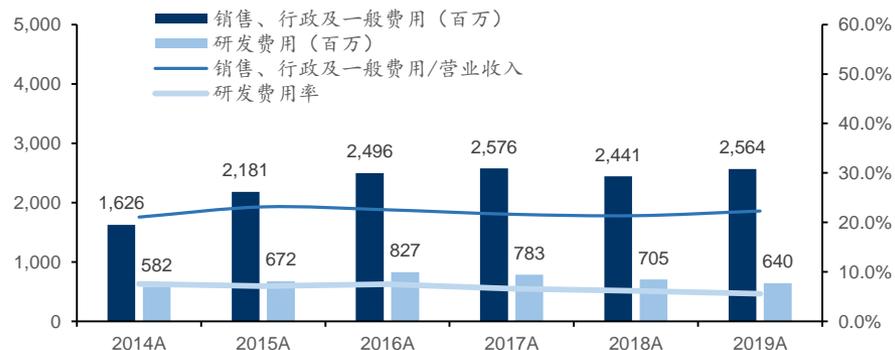
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：迈兰销售毛利率及销售净利率情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：迈兰费用情况（美元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

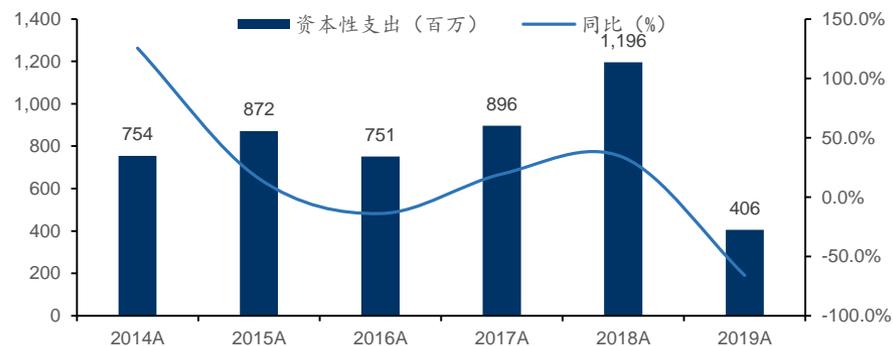
# 迈兰实验室：人效、周转及现金流情况

图：迈兰人效情况（美元）



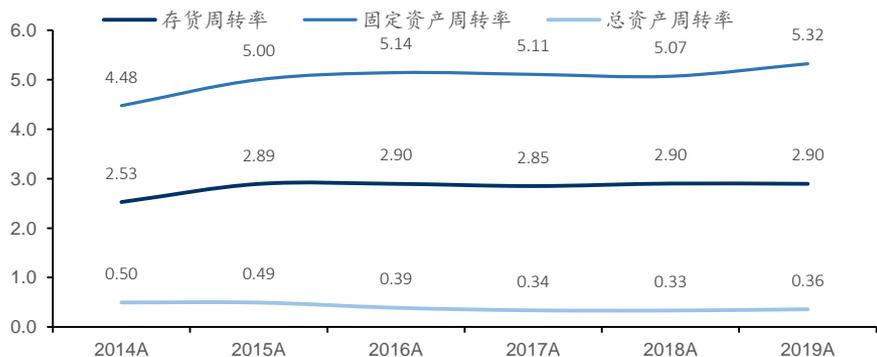
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：迈兰资本性支出情况（美元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：迈兰周转率情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

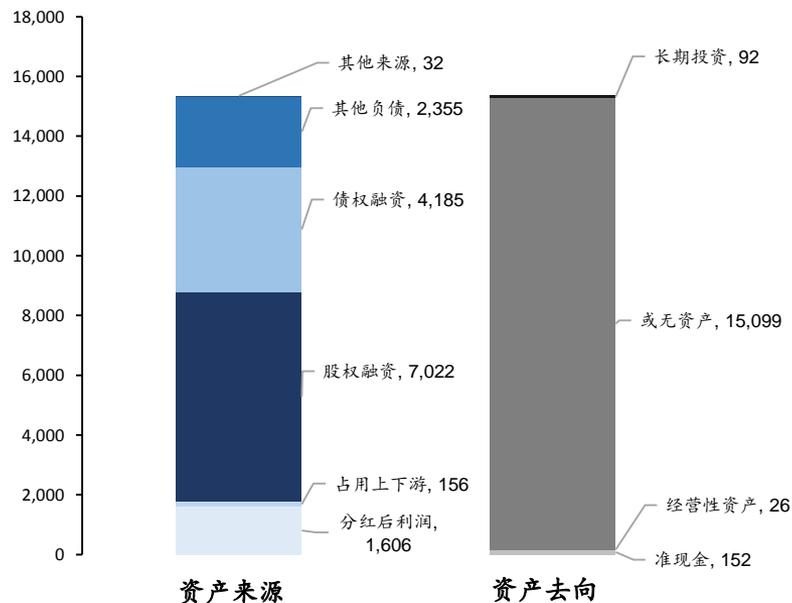
图：迈兰现金流情况（美元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 迈兰实验室：仿制药巨头陷入困境

图：迈兰资产来源与去向划分（19年与14年差值,单位：百万美元）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

■ 以迈兰实验室为代表的全球仿制药龙头企业近年表现不尽人意：

1) **收入、利润及费用率方面**：收入停滞不前，利润率明显下滑，毛利率、净利润逐年递减，销售、行政及一般费用率较低，维持在20%左右，较差的盈利能力主要是由产品竞争能力较弱、毛利率低下所造成。

2) **人效方面**：人均创收能力中等，和器械企业相当，低于制药企业，高于医疗服务业；但人均创利水平低。

3) **资产周转方面**：周转率稳定，其中：固定资产周转率较高，低于CRO与器械企业，但明显高于制药企业与医疗服务类企业。

4) **现金流及资本性支出方面**：经营活动现金净流入状况良好，净现比高，近两年甚至超过500%。主要系资产的折旧摊销未产生现金流出，但算入营业成本中。

5) **资产来源与去向分析**：最主要的资产来源为股权融资和债权融资，分红后利润较少，企业自我造血能力较弱，考虑到公司较低且逐年下降的毛利率水平，该过度依赖于融资的发展模式存在一定风险。资产去向方面，公司近五年里积累的最主要的要素为或无资产，经营性资产、长期投资、准现金等项目占比极少，主要靠收并购维持后续的发展。

# 小结

表：海外龙头企业特点总结

行业	企业	收入	利润	费用率	利润率	人效	对资本开支的依赖程度	发展模式
医疗服务	HCA	平稳增加	呈上升趋势	高且稳定	低，薄利多销	低	依赖度高	内生为主，外生为辅
创新药	辉瑞	高位波动	波动	稳定	高，但存在波动	高	依赖度低	外生为主，内生为辅
器械	美敦力	高位波动	波动	稳定	较高，但存在波动	较高	依赖度低	外生为主，内生为辅
CRO	IQVIA	稳步增加	波动，有下滑趋势	趋于稳定	低，且呈现下降趋势	低	依赖度高	外生，对融资依赖程度高
仿制药	迈兰实验室	停滞	下滑趋势明显	稳定	低，且逐年下降	低	依赖度高	外生，对融资依赖程度高

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

■ 企业进入成熟期后，内生增长动力有限，业绩爆发依赖于外生收并购，但在各种商业模式下，对收并购的依赖程度有所不同，CRO和仿制药企业对外生收并购的依赖程度较强，积累的要素中，或无资产占绝大部分；对于创新药企业而言，积累的要素以或无资产为主、经营性资产为辅，对外生收并购的依赖程度相对较低；对于医疗服务企业而言，积累的要素以经营性资产为主，或无资产为辅，进入成熟期后对外生收并购的依赖程度最低。

■ 药械企业殊途同归。以创新为主要驱动力的制药企业和器械企业存在较大相似之处，虽然利润和收入存在波动，但整体盈利水平、人效较高，对资本开支的依赖程度较低，具有较强的生命力。

■ 医疗服务费用率高，精细化管理、提高人效、产生规模化效应是提升业绩的关键；而对于毛利率相对较低的CRO、仿制药企业而言，推出新品种/新服务、改善产品结构、提高价格及毛利率水平是重要的转型举措。

- 投资建议：长期指标决定企业成色，短期拐点需要多方验证

# 优秀企业一览

表：优秀企业及其资产负债表特点

代码	公司	特点
600276.SH	恒瑞医药	会计标准严格，对标海外，内部研发投入全部费用化，后续业绩释放空间充足；研发、销售费用率高，媲美国际龙头；资产“轻”，资金充足、盈利能力优秀，为后续产品推进提供强有力支撑。
603259.SH	药明康德	人效持续增长，内生增长能力超越国际龙头；长期股权投资为资本去向的重要组成部分之一，帮助绑定客户推进后续业务；非经常性损益常态化，享受创新药企成长红利。
600161.SH	天坛生物	资本性支出大，有望为业绩带来新的增长点；与大股东中国生物技术股份有限公司及兄弟集团之间的协同作用有利于新浆站的获批，采浆成长性高。
300760.SZ	迈瑞医疗	行业上下游话语权强，净现金比高；产品创新属性强、竞争格局良好，拥有比国际器械龙头更高的毛利率、净利率和ROE水平。
1177.HK	中国生物制药	销售费用率对标国际，研发加码，研发费用率追赶海外；净现金比高，经营获利能力强。
300003.SZ	乐普医疗	通过外延、内生构建了心血管领域最全面的药、械产品组合和在研管线；销售费用与股权投资（实质是研发费用）双高，在慢病科室医生群体心智占领中构建独特优势。
0570.HK	中国中药	近年持续高资本开支，销售费用也稳步提升。随着资本性支出的阶段性结束和渠道下沉带动配方颗粒增长，叠加药典对上游中药材质量标准实质提升，未来现金流得到明显改善。
1066.HK	威高股份	资本性支出阶段性结束对现金流量表的改善作用已经显现。
300015.SZ	爱尔眼科	术式迭代带来价格提升，毛利率、净利率水平超越国际龙头；人效持续提升，人均创收、创利齐增长。

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 优秀企业一览

表：资产负债表优秀企业估值表

	总市值 (亿元)	股价 20-09-30	EPS				PE				ROE (19A)	PEG (20E)	评级
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E			
600276.SH 恒瑞医药	4,767	89.82	1.20	1.33	1.74	2.23	74.85	67.53	51.62	40.28	23.94%	2.94	买入
603259.SH 药明康德	2,467	101.50	1.14	1.15	1.51	2.04	89.04	88.26	67.22	49.75	10.60%	4.12	买入
600161.SH 天坛生物	499	39.75	0.58	0.50	0.58	0.86	68.53	79.50	68.53	46.22	16.72%	5.67	买入
300760.SZ 迈瑞医疗	4,231	348.00	3.85	4.96	5.95	7.07	90.39	70.16	58.49	49.22	27.74%	3.12	买入
300003.SZ 乐普医疗	608	33.71	0.97	1.23	1.61	2.02	34.59	27.41	20.94	16.69	24.92%	1.00	买入
300015.SZ 爱尔眼科	2,119	51.42	0.45	0.39	0.57	0.75	115.09	131.85	90.21	68.56	22.45%	7.00	买入
1177.HK 中国生物制药	1,593	8.44	0.22	0.17	0.20	0.25	34.91	44.92	37.22	30.20	8.97%	9.06	买入
0570.HK 中国中药	163	3.24	0.32	0.34	0.41	0.48	9.17	8.47	7.10	6.05	9.87%	0.57	无评级
1066.HK 威高股份	698	15.44	0.41	0.47	0.58	0.68	33.61	29.34	23.80	20.40	12.02%	1.62	无评级

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测 注：港股股价及市值以港币计价，除中国中药、威高股份为Wind一致预测外，其余均为国信预测

# 投资建议

## ■ 缘起：自下而上的财报分析是大分化环境下的必备技能

医药行业是通过产业概念将上下游的原材料、工业、渠道、服务、消费整合起来的行业，行业内商业模式多种多样（2B、2C、资产驱动、渠道主导、创新科技）。构建从下至上的财报分析能力才能：1) 在标的纷繁之中建立跨子行业比较、子行业内部比较、基于产业周期的择时、择股能力；2) 中国正处于产业与政策快速变革期，对标国际通过财报分析挖掘长期优质标的；3) 财报分析也是模型构建和财务排雷的基本功。

## ■ 资产负债表：资产来源与投向决定企业成色

资产负债表是财务发展历史中最早出现的、也是最重要的报表。通过资产负债表的静态和一段时间差值变化的动态分析，能够得到：1) 资产负债权益三者的来源与投向拆分；2) 企业不同阶段的差异化发展战略；进而最终可以提炼出3) 企业的商业模式与长期积累的核心要素。与市场极度重视利润表边际变化不同，我们认为资产负债表是研究公司财务的起始点，也是公司成色的核心决定因素。

## ■ 利润表：拐点变化的直观反映

利润表在十九世纪从资产负债表中衍生出现，是反映企业成长性的最佳方式。利润表有时还是企业编制报表的起始报表，理解利润表和资产负债表的勾稽关系重要性仅次于资产负债表分析。通过利润拆分、对利润表各项比率及先行指标的分析，可以：1) 通过边际变化挖掘拐点型企业；2) 对成长动力内生ROE、外延进行拆分并细节分析。医药板块的商业模式多种多样，因此利润表的拆分方式需要依托：产品、行业、子公司、分部、核心资产等多种方式组合。

## ■ 现金流量表：容易被忽视的关键信息

现金流量表在二十世纪初经济危机后诞生，是对资产负债表、利润表的补充，并在港股估值体系中有着重要地位。其作用体现在：1) 反映真实商业模式；2) 现金金额及资本开支计划决定融资节奏并往往是投资企业大周期的有效理由；3) 通过与利润表、资产负债表的勾稽关系分析可以提示风险、挖掘机遇、提炼更多运营信息。

## ■ 他山之石：海外龙头三表特征差异较大，整体进入稳定成熟期

海外龙头各类企业三表特征差异较大，整体进入稳定成熟期。创新药械类企业三表结构类似，不断通过外延整合近成熟管线，对资本开支依赖度低；CRO与仿制药企业整体利润率逐渐下降，面临全球市场竞争压力明显，依赖融资；医疗服务类企业内生式发展为主，与国内看重整合复制构成显著差异。

## ■ 风险提示：产业政策变动、报表真实性成疑

## ■ 投资建议：关注细节，从三大报表挖掘和验证投资机会

资产负债表看企业长期质地，利润表看拐点变化，现金流量表验证基本判断，从定期财务报告中的细节信息出发，**推荐关注：恒瑞医药、药明康德、迈瑞医疗、天坛生物、中国生物制药、爱尔眼科、中国中药、乐普医疗。**

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券经济研究所

GUOSEN SECURITIES ECONOMIC RESEARCH INSTITUTE

全球视野 本土智慧  
GLOBAL VIEW LOCAL WISDOM