

医疗行业研究报告

弈格思
战略咨询



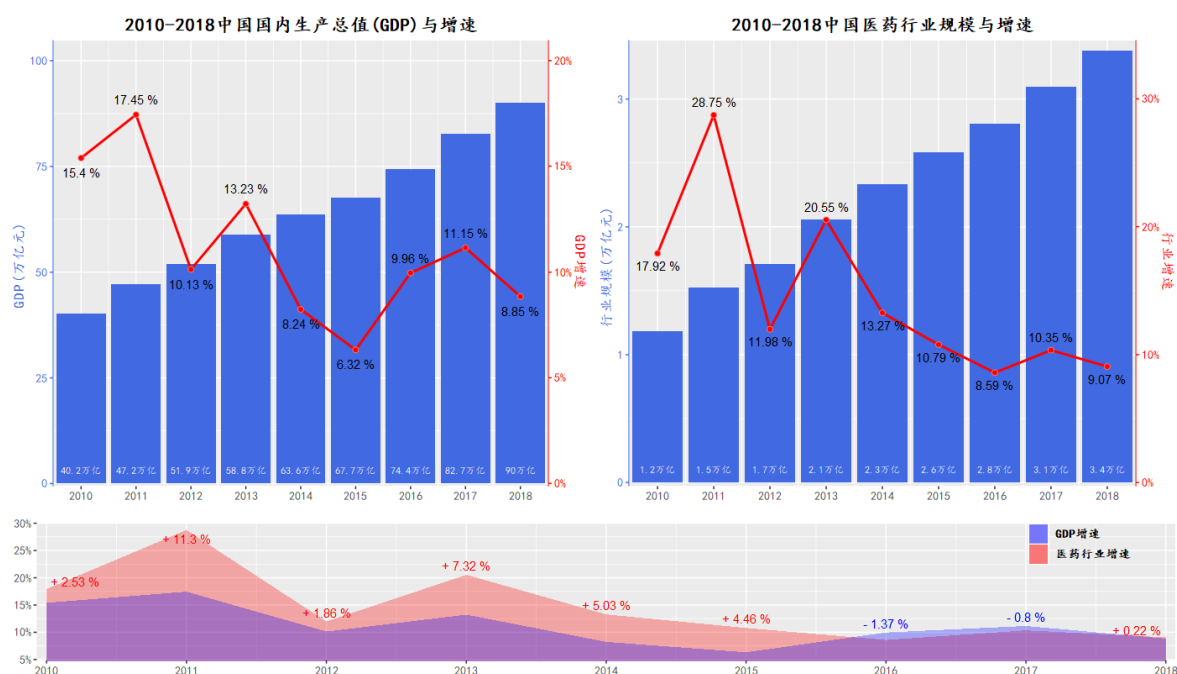
上海弈格思商务信息咨询有限公司

行业研究团队

2019. 08

行业基本概况

根据申万上市公司行业数据，2018 年医药行业规模以上工业企业全年累计营收 3.4 万亿元。相比 2017 年的全年累计营收 3.1 万亿元，同比增长 9.07%，但与 2016 年至 2017 年同比增长 10.35% 相比增速放缓。不过，根据过去十年国内生产总值 (GDP) 数据来看，虽然医疗行业正出现回暖迹象。从图中可以看出，在 2015 年之前，医药行业的规模增速往往是超过 GDP 增速的。但是从 2016 年开始一直到 2017 年，虽然医药行业规模呈现出稳固增长，但实际上其增速并未跑赢 GDP 增速。也就是说，医药行业的增速可能是受到国内全行业经济增速的带动的影响。不过从 2018 年数据可以看出，医药行业增速再次跑赢 GDP 增速，因此可以视为一种复苏现象。



资料来源：公开数据整理

制图：R::ggplot2

图 1：中国国内生产总值 (GDP) 及其增速与中国医药行业规模及其增速对比。通过医药行业增速与 GDP 增速之差展现出医药行业近 9 年来的火热程度。

在另一方面，虽然我国与发达国家在医疗支出上有很大差距。但是随着医保体系不断健全，人民对于健康的需求不断得到释放，我国已成为全球药品消费最快的地区之一，且现已超过日本成为世界第二大的药品市场。而巨大的差距也意味着巨大的潜力，作为“永远的朝阳产业”，医药行业正面临巨大的发展机遇。从 PPI 行业指数中可以看出，从 2012 年开始，医疗行业的工业者出厂价格指数一直位于 100% 以上水平，且处于持续上涨阶段。这也意味着市场对于医疗产品的需求一直处于旺盛阶段。



资料来源：公开数据整理

制图：R::plotly

图 2：中国医药改革重要政策推进时间

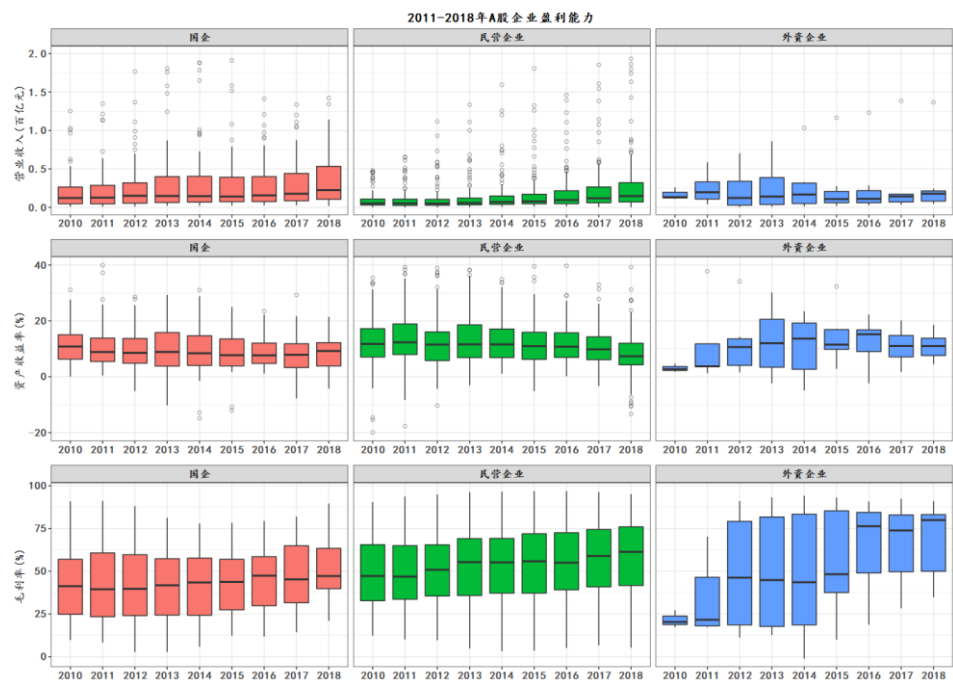
目前，我国对于降低药价已经实施了一系列的措施。比如说限制辅助药物、二票制、仿制药一致性检验和带量采购。这些政策看似不一定有效，但实际上是一针针的良药，正不断的解决医疗行业某一方面的顽疾。比如限制辅助药，可以减少不必要的药物支出；二票制打击企业逃税现象，加剧行业同类企业整合；仿制药一致性检验迫使缺少资质的化学制药厂退市，加大行业整体对于研发的重视程度；带量采购则非常有效的压缩缺乏技术含量、管理生产能力企业的生存空间，推进企业整合速度，逼迫有能力的企业开始自行研发，以提高自身竞争力。

行业数据特征

我国医药企业根据不同的分类标准，表现出的盈利能力也有所不同。比如说，如果按照企业上市的市场来区分，可以分为 A 股市场与新三板市场。由于两个市场的上市要求有所不同，这就造成了企业规模上的区别。但是经过我们的研究发现就算企业在规模上有差距，新三板市场上的医疗企业相比 A 股市场的上市企业在资产收益率与毛利率上整体差距并不大。而且有的新三板上市企业表现得比 A 股市场中企业更加的优秀，但是新三板市场上市的企业更容易受到国家政策的影响，未知因素较多。而 A 股市场上市企业表现相对稳定。

令一种分类是按照企业所有制类型对于 A 股市场上市企业进行分类，可分为：国有企业（包括地方国有企业和中央国有企业）、民营企业（包括民营企业和其他企业）、外资企业和公众企业。经过研究，我们发现国企的营业收入远高于民营企业和外资企业，

但是在资产收益率和毛利率方面，略低于民营企业 and 外资企业。而且，外资企业的毛利率近些年来普遍高于国企和民营企业。



资料来源：公开数据整理 制图：R::ggplot2
图 3：中国 A 股市场上市的医药企业按照企业所有制的不同，盈利能力表现也有所不同。就综合盈利能力来说外资企业略好于民营企业好于国有企业表现。

另一方面，我们也可以按照企业生产产品的种类对于企业进行划分，比如说生物制药。从生物制药的营业收入排行可以看出：生物制药的营业收入最高的企业是复星医药，他从 2010 年的 46 亿元增长到了 2018 年的 249 亿元，年复增长率达到 17.9%，相较于 GDP 过去 9 年 5%左右的年复增长率，以及与医疗行业过去 9 年 6%左右的年复增长率相比，复星医药表现得已经非常优秀。而且复星医药作为生物制药顶尖企业常年霸占榜首位置，与第二名的差距一直在拉大，行业规模占比常年保持全生物制药企业的 25%左右。



资料来源：公开数据整理

制图：R::ggplot2

图 4：中国 A 股市场上上市的生产生物制药的企业按照营业收入排行前十名企业，以及生物行业平均营业收入与医疗行业整体平均值对比

我们将生物制药企业按照无形资产占比重新进行排序，得到的排行如下图所示：



资料来源：公开数据整理

制图：R::ggplot2

图 5：中国 A 股市场上上市的生产生物制药的企业按照无形资产占比排名。

然后将上图的无形资产占比数字替换为企业当年的毛利率，结果如下图所示：



资料来源：公开数据整理

制图：R::ggplot2

图 6：中国 A 股市场上市的生物制药企业按照无形资产占比排名，并附上该企业的毛利率。

从上图中可以看出，无形资产占比较高的企业大部分拥有较高的毛利率。但是小部分企业的毛利率低于市场平均水平，也就是说部分企业的无形资产并未给企业带来可观的利润。而对于研发较为重视的企业，它们的毛利率普遍偏高，这可能与科技型公司所生产的产品具有一定的不可替代性有关。值得注意的是像沃森生物、明德生物和基蛋生物这种不断保持研发重视程度的公司，他们的盈利能力会出现缓慢的提升。基于这点，我们认为：由于研发投入只能表现一家企业对于科技创新的重视程度，并不能与其盈利能力挂钩，因为医疗企业研发新药的过程是十分漫长的，并不是一撮而就。企业在提升自身竞争力的过程中，必须不断保持提高自身科技实力，才不会在未来的市场竞争中淘汰出局。

深度关联分析

我们通过三个变量从不同的角度展现医疗行业的盈利能力。他们是营业收入、总资产收益率和毛利率。其中，营业收入是衡量企业经营成果的主要指标，它关系到企业的生存和发展；总资产收益率是一个衡量企业盈利能力的指标，它能在表现公司盈利能力的同时，反映出公司的竞争实力与发展能力，也是决定公司是否应举债经营的重要依据；毛利率主要可以反映公司产品在市场中的竞争力，同行业中具有较高毛利率的企业必定是行业中的佼佼者。基于以上三个变量的研究结果，可以为投资者提供一些方法或者指标，帮助其找出行业中盈利能力最强、最具竞争力和最有潜力的企业。

接下来罗列的是对于企业盈利能力的潜在影响因素。我们将这些数据分成几个大类：企业经营、变现能力、资产管理能力、偿债能力、经营结构。首先，企业经营类里面是从财报中提取出企业日常经营相关的财务数据。主要可以反应出企业的运营在全行业中的地位，也可以表明一家企业的规模大小。其次是用来描述企业各方面能力的的数据，比如变现能力、资产管理能力和偿债能力。还有一类就是可以用来衡量企业产业结构是否合理的数据，如无形资产占比、销售费用占比。通过不同的影响因素与盈利能力建立回归模型，我们得到显著性分析结果如下表所示：

变量		营业收入				资产收益率				毛利率			
		没有滞后项		加入滞后项		没有滞后项		加入滞后项		没有滞后项		加入滞后项	
		影响	显著性	影响	显著性	影响	显著性	影响	显著性	影响	显著性	影响	显著性
企业经营	营业收入	/	/	/	/	+	***	+	***	+	***	+	*
	流动负债	/	/	/	/	-	.	-	.	-	***	-	.
	销售费用	/	/	/	/	+	***	+	***	+	***	+	***
	期初存货	/	/	/	/	+	***	+	.	-	***	-	*
	期末存货	/	/	/	/	+	***	+	*	-	***	-	.
	无形资产	/	/	/	/	+	**	+	.	+	*	-	.
	固定资产	/	/	/	/	+	**	+	.	+	.	-	.
	员工数量	/	/	/	/	+	***	+	**	+	***	-	.
变现能力	流动比率	-	***	-	***	+	.	-	*	+	***	+	.
	速动比率	-	***	-	***	+	.	-	*	+	***	+	.
资产管理	存货周转率	-	.	+	.	+	***	+	*	-	***	-	.
	总资产周转率	+	***	+	***	+	***	+	***	-	***	+	***
偿债能力	资产负债率	+	.	+	*	-	***	-	.	-	***	-	.
	已获利息倍数	+	.	-	***	-	**	-	***	-	.	-	.
经营结构	固定资产占比	-	***	-	***	-	***	+	.	-	***	-	.
	无形资产占比	-	***	-	.	-	***	-	*	+	.	+	.
	销售费用占比	+	.	+	***	+	***	+	.	+	***	+	***
	销售营收比	-	**	-	*	-	***	-	***	+	***	-	***
宏观数据	人均 GDP	-	***	-	.	-	***	-	**	+	***	+	**
	GDP 增速	+	***	+	.	+	***	+	.	-	*	-	***
	PPI	+	**	+	.	-	**	-	***	-	**	-	.

Note: +为正向影响;-为负向影响;/为与因变量相关度过高;*p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01

从医疗行业的企业经营情况来看,规模越大的机构会有更好的盈利能力,他们可以选择投入相当大幅度的销售费用,来换取自身盈利能力的提高。而且目前医疗市场已处于一个饱和阶段,伴随着同类产品的产量过多,整个行业的营收效益收到了影响。所以,现阶段医疗行业的趋势很有可能是进行企业并购,以减少同类产品的产出,降低产能过剩问题。对于投资者来说,最稳妥的投资方案应该集中关注行业内规模较大的企业。

通过企业变现能力的分析,我们发现企业为了在市场上占有一定程度的份额,除了依靠降价、广告投放等手段以外,赊账便成了争夺客源的重要手段,这点也使得我国医疗行业整体的流动比率与速动比率居高不下。再加上企业管理层对公司经营理财的意识淡薄,只注重账面利润,对所产生的风险重视程度严重不足。这些问题最终会导致医疗企业出现可调配流动资金短缺,从而影响到正常的经营,为投资者带来损失。

经过资产管理能力方面的挖掘,我们发现在总资产周转率越大情况下,企业的综合盈利能力不会太弱。但是这也说明了我国大部分医疗企业正在采用或在过去很长一段时间采用“薄利多销”的经营模式。这也是行业同类产品太多所造成的结果,也是缺乏科技研发的表现。

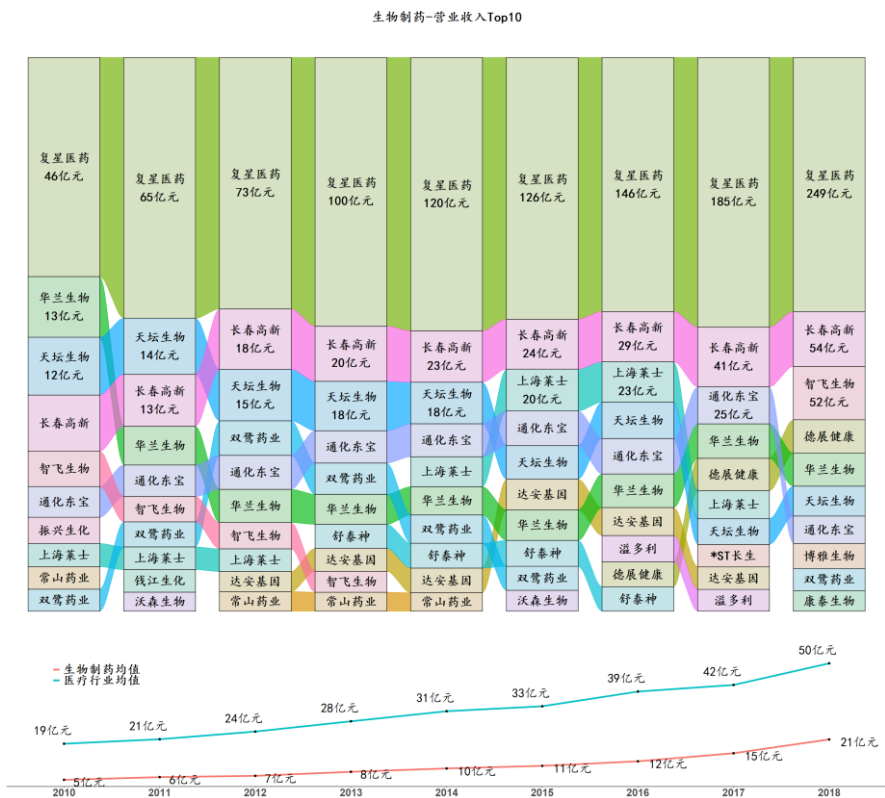
从企业资产结构分析结果可以看出:我国目前医疗行业中可能充斥着大量的仿制类药物,而且也有可能是同类产品过多。所以企业只能采用降价策略来换取自家产品在市

场的占有率。在另一方面，企业还可以通过提高销售费用，来换取自家产品更好的销量。但是由于过多的销售费用，这也造成了资产收益率的下降。总而言之，目前医疗行业中生产同类产品的企业较多，因此产品的替代性较强。光靠一些促销或者广告宣传等方式，无法有效提升企业自身的盈利能力。在当今中国的医疗市场上，能够保证企业核心竞争力的关键，还是需要依靠科技创新。

经典案例分析

我们对三家具有代表性的医药公司进行了分析，这三家公司包括：复星药业、恒瑞医药和云南白药。具体的分析内容包含了企业近五至十年的盈利情况，及对于企业相关财务数据的挖掘，还有通过分析拐点、查看政策对于企业经营情况的影响等方面的分析，找出影响企业业绩的通用指标和经营特色。再根据企业近些年来产品的占比变化，结合企业自身的科技研发投入、新产品落地情况以及同类竞争品牌的表现，找出企业兴盛或衰败的原因。

下面，我们先看一下复星药业。作为生物制药的领头羊企业，营业收入长期占据榜



资料来源：公开数据整理 制图：R::ggplot2

图 7：中国 A 股市场中生物制药的企业按营业收入排名，以及生物制药企业与医疗行业规模均值对比。

首位置。但是其净利率却在年年下滑，而且在 2018 年出现了负增长情况。不过复星的毛利率还是非常高的，净利率的下跌可能与复星对于研发费用的投入有关。在 2018 年

全国普遍研发费用只有 2% 的时候，复星达到了 7%，已经可以位居行业前列。随着国家一系列医药改革政策的出台，注重研发的创新型企业会更容易占据市场主导地位。再加上随着单抗等创新药的上市和落地，复星医药的业绩会变得更好。

我们还研究了另一家科技型化学企业—恒瑞医药。作为中国最大的抗肿瘤药物研究和生产基地，恒瑞医药的营业收入和净利润逐年稳步增长。而且在手术麻醉类用药和造影剂方面，恒瑞的产品多年市场占有率排在行业首位。恒瑞的成功可以说主要依靠创新药。对于研发创新的投入，恒瑞医药一直是国内医药企业的引领者。近年来，即使是在高基数的研发投入上，研发投入也持续实现高增长，研发费用复合增长率高达 29.4%。对于投入研发的重视，带来的回报也是巨大的。2019 年来，恒瑞医药的不少产品已经获批上市，在研发管线数量和质量均为国内一流，包括重磅品种抗 PD-1 单抗、吡咯替尼（pyrotinib）、白蛋白紫杉醇在内的 17 个品种陆续获批或纳入优先评审。同时，恒瑞医药在研产品线有 3 个处于生产申报阶段，11 个处于 3 期临床，储备极其丰富。恒瑞医药的多个重磅创新药已获批，未来几年将进入收获期，营业收入和利润还会持续稳健高速增长或有望实现跳跃式增长。

最后我们还对云南白药从不同的角度进行了研究和分析。我们发现云南白药虽然享有“伤科圣药”的美誉，而且蜚声海内外。但是云南白药一直没有新的医药产品问世，处于十年不变的状态，始终依靠着保密级的白药配方生存至今。虽然企业整体规模庞大，但是却外强中干，营业收入增长率和利润率每况愈下，药品业务日薄西山，只能依靠欣欣向荣的健康品业务生存。其营业收入增速持续多年低于中药行业和医疗行业的增速，且差距逐渐扩大。医药行业的营业收入大都在以 20% 以上的增速增长，而云南白药的增速不到 10%，在行业中处于落后状态。

从案例分析可以看出，关注技术革新的企业往往发展的会越来越好。再结合相关的数据分析，我们发现现阶段医疗行业普遍存在研发投入不足的问题，导致行业内同类产品过多，产能浪费严重。随着国家医改的推动，医疗行业内的企业可能会通过整合的模式扩大市场占有率。到这个时候，企业科技研发实力的优势就得以体现。核心竞争力突出的企业越容易在未来的竞争中保持优势地位，而一些生产能力低下或是研发能力薄弱的企业等待它们的只有淘汰出局。

关于我们

上海弈格思商务信息咨询有限公司是一家基于计算社会科学，为客户提供量身定制的战略决策参考服务的企业战略咨询公司。我们将基于最新的经济和统计学方法，为客户面临的问题提供可靠地解决方案，并协助客户创造可持续的价值收益。

免责声明：

本摘要数据通过公开渠道收集。本公司虽力求报告内容的准确和完整，但对数据质量不做保证，对使用此摘要结论产生的任何后果不承担法律责任。本摘要的版权归上海弈格思商务信息咨询有限公司所有，如需引用和转载，需征得版权所有者的同意。任何人使用本摘要，视为同意以上申明。

关于本报告的更多信息请联系：

上海市杨浦区邯郸路539号新金博大厦1605室

Copyright ©

www.icssai-consulting.com

info@icssai-consulting.com

021-55896071

行业报告系列

初级版：数据挖掘

通过从统计、财务和销售信息中提炼的数字和分类特征，利用多维度的可视化、随机森林、决策树等深度分析工具展现数据汇总和关联信息。

约50页

定价：9000元

中级版：回归分析

通过参数估计、贝叶斯不确定性量化等技术建立的预测模型，能够准确地甄别影响不同企业长期绩效的重要因素。

约60页

定价：24000元

高级版：计算机ABM模拟

根据客户的具体需求，使用自主开发的ABM计算机模拟平台为客户提供传统方法无法实现的定向指标精准预测，帮助客户及时把握未来趋势。

90-100页

定价：46000元