

“密室逃脱”之闯关医药企业（上）

出处：深圳证券交易所

时间：2021-09-29

编者按：

了解一家上市公司，离不开公司所处的行业环境。为帮助投资者掌握不同行业的财务分析基本技巧，提升投资决策能力，深交所投教中心联合毕马威、海通证券、长江证券、兴业证券，共同推出“财务视角看行业”系列投教文章。本篇是本系列第九篇，敬请关注！

“密室逃脱”之闯关医药企业（上）

上篇文章提到，医药行业主要关注增长类、盈利类、收益质量、研发投入四类财务指标。本篇及下篇，我们将通过模拟“密室逃脱”游戏，带您在实践中学习运用这四大类指标进行分析，找到打开“发展之窗”“营运之门”“研发之灯”的三把钥匙，进一步了解医药公司基本面情况。

从增速、毛利率打开“发展之窗”

来看一则案例：制药企业 A 公司 2017 年至 2020 年营业收入增速分别为 25%、26%、34%和 19%，复合增长率约为 19%；制药企业 B 公司 2017 年至 2020 年营业收入增速分别为-1%、19%、27%和 20%，复合增长率约为 16%。2020 年医药制造业规模以上企业实现营业收入 24,857.30 亿元，同比增长 4.5%，整体来看，A 与 B 的增速均优于行业整体水平，表现似乎都不错，但仔细一看，B 公司 2017 年营业收入不增反降，而且差距比较明显。

为什么会仅在 2017 年出现这种情况？通过阅读 B 公司年报得知，2017 年 2 月，B 公司的主要产品进入更新后的国家医保目录，这意味 B 公司要执行医保谈判价格，导致其产品销售单价明显降低，但此时，由于进入时间较短，因医保目录带来的放量尚不明显，才出现了 2017 年营业收入不增反降的情况。新医保目录同样适用于 A 公司，但 A 公司营收增速并未因其出现如此波动。通过阅读年报得知，这是因为 A 公司在 2017 年之前纳入医保目录的产品就已达 53 种，而 2017 年仅新纳入 8 种产品。通过对比 A、B 两家公司的营收增速，可以发现，在医保政策变化时，A 公司丰富的产品线为其提供了有力保障，所以相比之下，A 公司的抗风险能力也更强。

再看毛利率，A公司2017年至2020年的毛利率约为87%至88%，B公司同期的毛利率约为93%至96%，B公司毛利率明显高于A公司。通过阅读两家公司的年报得知，A公司是一家创新药和仿制药共同研发的公司，B公司则是一家创新药企业。结合行业常识，创新药的高盈利能力是知识产权保护的结果，专利期内的排他性导致其几乎没有别的产品竞争，而仿制药是完全市场化竞争，因此，B公司的高毛利也正是由其“尖+精”，即不够丰富的产品线结构带来的。

对于商业流通企业而言，由于其角色职能是将产品从生产企业配送至下游终端，且在下游直接面对医药产业链中最强势的医院环节，因此其净利润率通常不高。以商业流通企业C公司为例，其2020年的毛利率仅为11.8%，与上述A、B公司不具有可比性。

通过上述案例可见，医药企业的产品、服务性质不同，导致了其毛利率的差异。当一家公司的毛利率与其产品、服务结构、性质相匹配时，究竟是何种结构的公司更值得投资，则需要投资者的自身判断。

从费用率、经营净现金流/净利润推开“营运之门”

对于一家产品结构发展良好、产品毛利高的医药企业来说，能最终留存多少利润，留存利润的质量又如何呢？

来看一则案例：A公司2016年至2020年的销售费用率分别为39%、38%、37%、37%和35%，较为稳定并呈现轻微下降趋势；B公司2016年至2020年的销售费用率分别为39%、38%、41%、36%和37%，走势相对波动。结合经营净现金流/净利润来看，A公司2016年至2020年的该比率分别为0.98、0.77、0.68、0.72和0.54，整体呈下降趋势；B公司2016年至2020年的该比率分别为1.11、1.11、1.75、2.46和1.07，除2019年有较大幅度增长外，其余阶段均较为稳定。

通过阅读年报可以发现，以2019年为例，B公司经营净现金流/净利润大幅增长的原因为产品销售现金流入较多，而固定资产折旧、无形资产摊销、股权激励费用等非付现费用较大，因此经营活动产生的现金净流量远超过净利润。

当收益率指标之间出现矛盾时，我们可以从公开途径进一步了解公司信息，分析公司的运营情况是否恶化。通常来讲，制药类企业离不开销售驱动和创新驱动，如一家企业销售费用率较为稳定，营收也逐年增长，但经营性现金流/净利润指标确呈现逐年下滑态势，这时投资者可以收集更多的企业营运信息作出判断，例如，关注公司是否存在向下游压货的情况等。

下一篇，我们继续带您学习运用盈利类、收益质量、研发投入三大指标道具，找到打开“研发之灯”的钥匙。

（本篇由毕马威华振会计师事务所王丹、黄嘉程供稿）

（免责声明：本文仅为投资者教育之目的而发布，不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。深圳证券交易所力求本文所涉信息准确可靠，但并不对其准确性、完整性和及时性做出任何保证，对因使用本文引发的损失不承担责任。）