



医药板块：探求两种业务的平衡点

一、医药板块三类公司同台竞技

医药健康产业上市公司是证券市场的有机组成部分，隶属于原料药、西药制剂、中成药、生物技术、医疗器械、医院、药品流通七大大子行业。从产品盈利和竞争力特点来分析，药品流通业和前六大子行业有较大的不同，乃至许多行业分类体系将其划入与超市、百货等日常用品行业。分析医药各子行业公司主营业务收入构成，不难发现行业内跨子行业的经营特点十分明显，而较少采取跨行业运营的多元化经营策略。近年来，药品制造公司积极发展药品流通业务的现象十分普遍。本文依照药品流通业务和制造业务（简称两种业务）所占公司主营业务收入的一定比例范围，将整个医药上市公司板块分为制药类、两栖类和流通类三大块（简称三类公司）。本文从“三类公司、两种业务”的角度梳理整个行业及相关上市公司，最终目的还在于把握整个行业的发展态势和各股的投资机会。无论从区域市场还是全国市场来看，制药业务和流通业务的竞争目前都十分充分和激烈，横跨制药业务和流通业务的两栖类公司的生存空间、竞争优势、发展态势、分化态势成为本文关注的重点。另外，本文未作特殊说明的数据均来源于相关公司 2002 年年报。

二、制药和药品流通两种业务的比较

2.1 两种业务不同属性

一般认为，药品生产和药品流通的行业属性是不同的。不同行业的公司投资价值判断标准存在一致性，比如市盈率和每股盈利增长率；但不同行业的产品（或服务）的成本费用结构存在差异性，如果具体公司的产品结构具有跨行业且变动的特性，公司的纵向比较或横向比较将存在失真的可能性。具体到医药行业上市公司板块而言，由于药品流通业务在其中比重较大，且处于相对快速增长状态，通常采用的纵向比较方法很值得商榷（比如，将 2002 年医药上市公司主营业务收入增长率、主营业务利润增长率作为行业价值判断的依据）。笔者认为，跨行业、多元化经营在国内上市公司中存在普遍性，此类公司的纵向比较研判的前提应是分解不同属性的业务，了解该类业务的成本费用结构和业务的核心竞争力，经过同中求异、异中求同的比较研究，将有利于对该类公司的价值判断。针对医药行业上市公司流通业务和制造业务普遍并存的现状，下文选取分析的制药类和流通类上市公司的业务都较为单纯，有利于“线性合成”两栖类医药上市公司的成本费用结构，也有利于整体上把握医药行业上市公司。

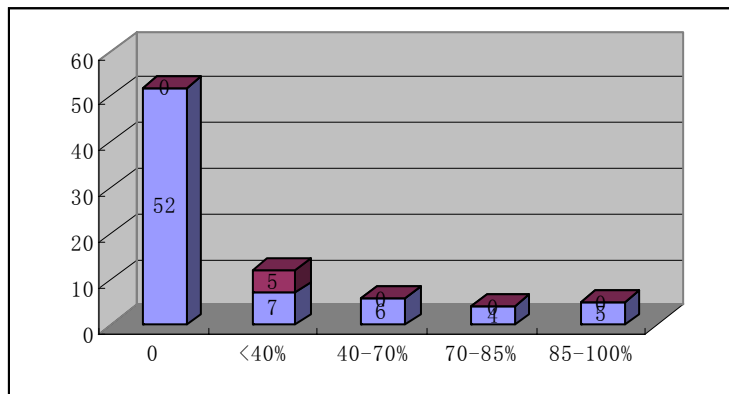
参考国外主要行业分类体系和上证所已推出的 180 指数分类体系，制药业务和药品流通业务的行业树状图表明两种业务的行业亲缘关系相差较远。两种业务的费用结构差异下文另有分述。从核心竞争力来看，制药业务强调知识产权、药品促销措施（学术推广网络、媒体广告宣传）；药品流通业务强调存货周转率、连锁规模、物流配送能力等因素。

2.2 相关数据整体扫描

医药板块的 78 家上市公司业务涵盖了药品制造业和流通业。其中 5 家制药公司虽然积极涉足药品流通业，但其信息仅限于定性披露，缺乏流通业占据主营业务收入比例披露，故下文相关个股业务比例数据仅对其余 73 家相关公司进行图表统计分析。

2.3 两种业务分布的不同比例

图一 不同流通业务比例的公司个数分布



将药品流通收入占主营业务收入 40-85% 的上市公司，称之为两栖类医药上市公司，而药品流通收入低于 40% 比例的上市公司列为工业类医疗上市公司，流通业务收入高于 85% 的上市公司称为流通类上市公司。这种分类标准及考虑了主营业务收入来源，又关注了业务蕴含的调整可能性。

图一表明，工业类医疗上市公司构成医疗上市公司的主体，其总数达到 64 家。其中不含药品流通业务的公司数目为 52 家，远高于涉足医疗流通业务的相关上市公司数目 26 家。从长远来看，医药上市公司的分类体系将逐步与国际上通行的分类方法接轨。上市公司的分类调整对该类公司的影响较小。与国际分类标准接轨后，目前医药板块的大多数公司行业属性仍为制药类。

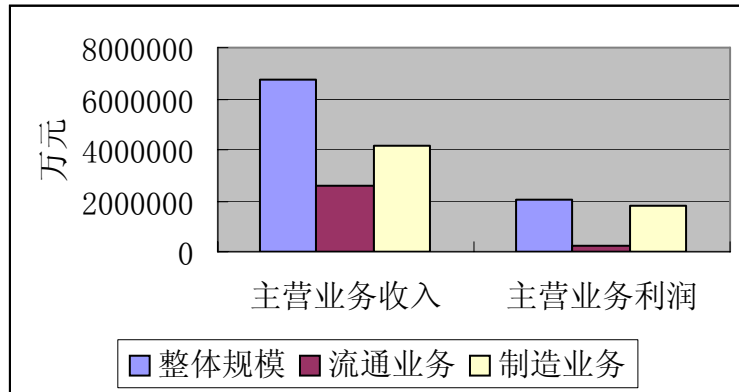
国内纯药品流通的上市公司数目偏少。仅有的 5 家上市公司中，也仍怀有医药工业报国的情结。如上海医药的药品生产规模绝对数较大，但由于流通业务规模较大，其相对比例被稀释。新上市的国药股份以药品批发、纯销和零售为收入来源，但其募集资金项目多投向药品工业项目。该公司依照国际惯例，均应列为日用品流通类。

驰骋于药品生产和流通两条战线，是许多相关上市公司的梦想和现实追求。药品流通收入占主营业务收入 40-85% 的两栖类医药上市公司共有 9 家。将两栖类上市公司与医药工业类及医药商业类公司三者加以比较，有利于把握整个医疗产业面临的复杂竞争局面，有利于发现个股的投资机会。结合 2002 年年报，一致药业、云南白药、浙江震元、华东医药、九芝堂、复星实业、美罗药业、广州药业、青海三普九家上市公司列为两栖类医药上市公司，它们流通业务占销售收入的比例介于 40-85% 之间。

2.4 两种业务的整体比较

医药板块部分公司的主营业务收入信息披露没有细分为流通和制药两种业务，但由于它们同时涉足两个领域，也抵消了统计中的两种业务相对比例偏差。5 家暂未列入统计的公司为海王生物、三九医药、中新药业、迪康药业、双鹤药业。

图二 医药板块两种业务的份额比较



对 73 家医药上市公司的统计分析表明，药品流通业务所占主营业务收入比例为 37.9%，制药工业对应比例为 62.1%，**制药工业所占到整体销售收入的约三分之二**；而对于主营业务利润比例指标，药品流通业务比例为 13.1%，制药工业为 86.9%，药品制造业务占据更大的市场份额。

2.5 药品流通业务增长空间很大

目前，上市公司的药品流通业务规模远小于药品制造，似乎于两者的产业上下游关系相背。这一方面因为后者包括原料药等子行业的统计，另一方面国内药品流通业产业集中度目前远小于制药业。据统计，现在从事药品批发的企业多而小，近 17000 家批发企业中，销售额超过 10 亿元的只有 10 家，超过 50 亿元的只有 3-6 家；零售企业 12 万家，最大连锁店年营业额也只有 5 亿元，存在大量非上市批发、零售公司。产业集中度低也预示着上市公司的药品流通业务仍快速发展，充当产业整合的先锋。

未来几年，预计全部上市公司的药品流通销售收入保持 30% 以上的增长速度，远高于 15% 的药品制造收入增长速度。与此同时，证券市场将屡屡上演上市公司对中小药品流通公司的并购和一批创新型的药品流通公司上市。从理论上分析，药品流通销售收入应大于药品制造收入，**药品流通业务的成长空间很大。**

2.6 流通业务两栖类医药公司唱主角

九家两栖类医药公司的主营业务收入合计 142 亿元，其中来自医药流通业务为 99 亿元，所占比例为 69.6%。主营业务利润为 33.67 亿元，其中来自医药流通业务为 8.92 亿元，医药流通业务所占比例为主营业务利润 26.5%。两栖类上市公司整体呈现主营业务收入来源靠医药流通业务，主营业务利润来源仍依靠制药业务的格局。对于近年来介入流通领域的公司而言，流通业务对公司收入的增长发挥了重要的作用。如前所述，两栖类公司的销售额所占比例为 30%，其药品流通业占其比例为 69.6%，则其药品流通业占三类公司的销售比例为 20%。而流通类公司所占的销售比例为 17%，两栖类公司的药品流通业务规模已大于流通类公司的流通业务。**两栖类医药公司已成为药品流通领域不可忽视的力量。**再考虑到制药公司不断地转化为两栖类公司、两栖类公司逐步转为流通公司（如桐君阁）的发展趋势，其市场地位得以显现。

三、三类医药公司的比较



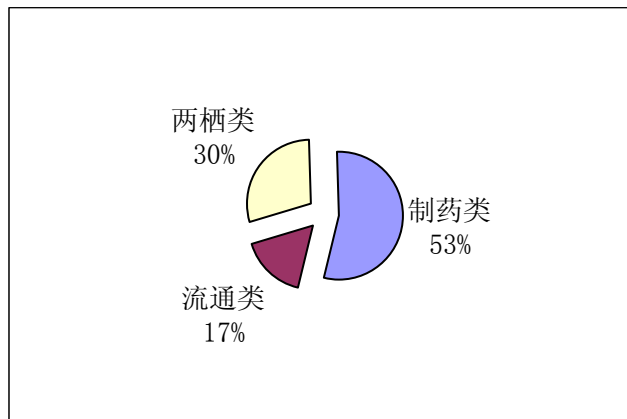
3. 1 三类公司的总体差异性

根据 2002 年年报及相关数据处理结果，78 家医药上市公司 2002 年主营业务收入为 7616339.59 万元。在约 762 亿的收入中，制药类、两栖类和药品流通类的贡献分别为 342、347 和 72 亿元；在约 240 亿元的主营业务利润中，制药类、两栖类和药品流通类的贡献分别为 131 亿、98 亿和 10 亿。

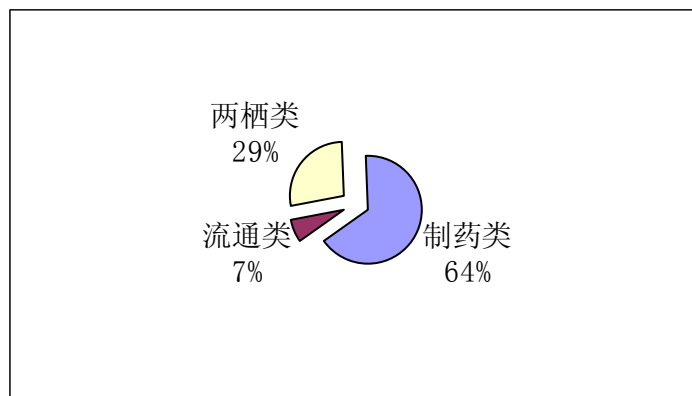
三类医药上市公司上述两个指标所占的相对比例如下图所示。从销售收入和主营业务利润指标来看，两栖类和制药类上市公司构成医药类上市公司的主体，纯流通类公司处于弱势地位。这种态势也引出了两个问题：

1. 药品生产和流通为产业的上下游关系，两者的总体市场规模应较为接近。作为产业发展的晴雨表,图表中制药类公司的产业规模似乎远大于流通公司，两栖类公司似乎扮演了中间的平衡角色，只是其经营重心偏向于流通业务，是何种因素拨动了其纵横于生产与流通两领域的平衡点？
2. 药品流通业务的核心竞争力不同于药品生产。从上述数据推算，国内制药公司的主营业务利润平均约为 40%，流通公司的主营业务利润平均约为 13.8%，两栖类公司的主营业务利润平均约为 28%。。专业化经营才能应对激烈的市场竞争，两栖类公司的多元化战略能否构筑自己的竞争优势？

图三 医药板块主营业务收入总额分布



图四 医药板块主营业务利润总额分布



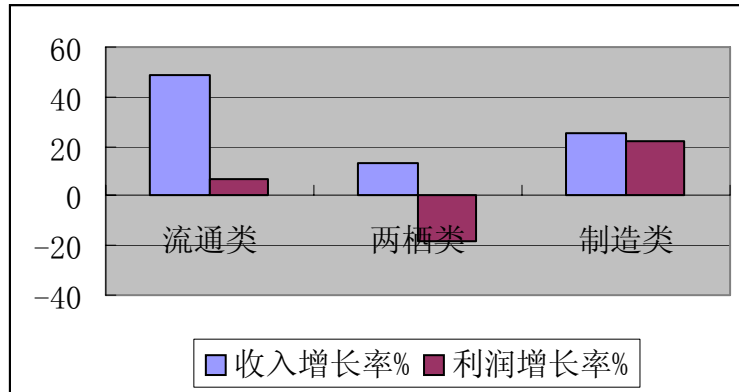
3. 2 三类公司业绩增长的差异性

药品限价和药品经营领域的开放、患者医疗服务需求的稳步增长、药品价格竞争和公司的整合等因素使三类公司整体面对利润增长滞后于收入增长行业环境。图示显示三类公司都存在利润增长滞后于收入增长，其中两栖类医药上市公司的平均营业利润增长为负。主要是一致药业、华东医药、美罗药业的营业利润增长率太低，分别



为-111%，-12%，-12.38%、考虑到 3 家上市公司所处中等城市的市场相对饱和、公司 2002 年年度市场规模增长也相对偏低。就流通业务而言，增大规模和降低销售成本才能应对挑战。

图五、三类公司业绩增长比较



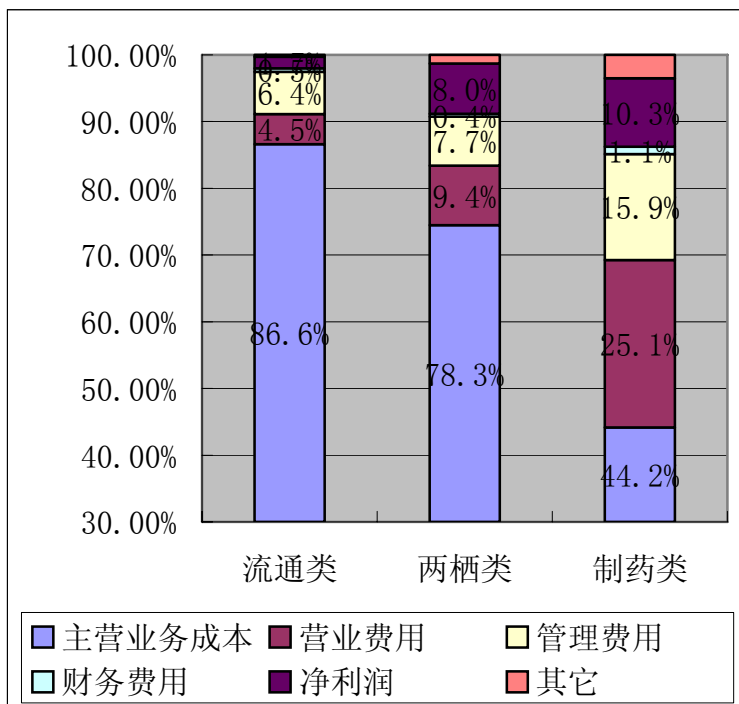
3. 3 个股表现各异

面对利润增长滞后于收入增长的行业大环境，15 家上市公司中有 6 家营业利润的增长快于收入的增长，它们是国药股份、南京医药、云南白药、广州药业、恒瑞医药和金陵药业。这六家公司分属于流通类、两栖类和制药类，各股的表现与板块之间的关联性较弱，各股的盈利能力主要依赖于自身的竞争优势。

3. 4 成本费用结构比较

由于两栖类医药上市公司制药业务多为药品制剂的生产，为便于同质业务的比较，制药类的五家上市公司均选为制剂类制药公司。总体上看，两栖类的成本费用结构处于中间态，各项指标均处于流通类与制药类对应指标之间。业务的性质无疑对成本费用结构起到决定作用。主营业务成本所占收入的比例均为最大，制药类公司的营业费用、流通类公司的管理费用分别居于其二，占据着期间费用的较大比例，对业务的运行效率高发挥重要的影响。

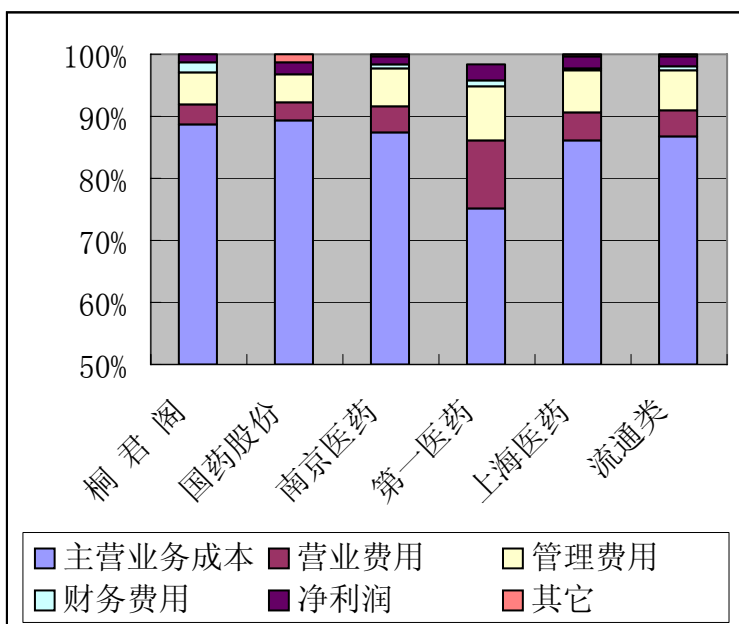
图六、三类公司的成本费用结构简图



3.5 流通类公司毛利率趋于一致

所选择的五家流通公司中，其中四家的毛利率都在 10% 左右，这四家公司均以批发业务为主，虽然所处的地域不同，但其在所处地域的竞争地位有一定的类似性。第一医药的情况不同于其它四家，重组后的该公司包括上海南京路商业街的第一医药零售药店，处方药零售业务占据较大的比例，从而拉高了公司的毛利率。

图七 流通类公司的成本费用结构简图

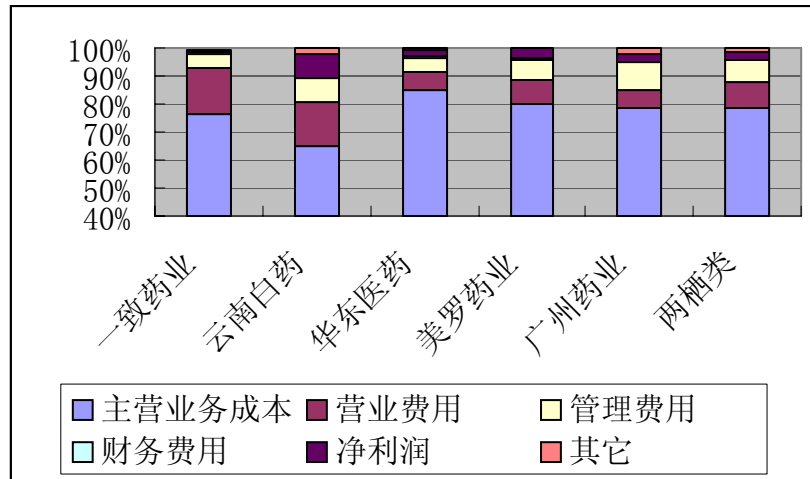




3. 6 两栖类公司的中间路线

两栖类公司的制药业务和流通业务各有所侧重，这些上市公司的流通业务表现为区域市场的批发和零售业务共同发展，这和流通类公司存在较大不同。故其毛利率普遍高于上述流通类公司平均值。云南白药的毛利率较高，同时营业费用率也较高，虽然其白药产品主要走的是 otc 路线，但近两年相对高的电视广告投放加大了营业费用的支出。

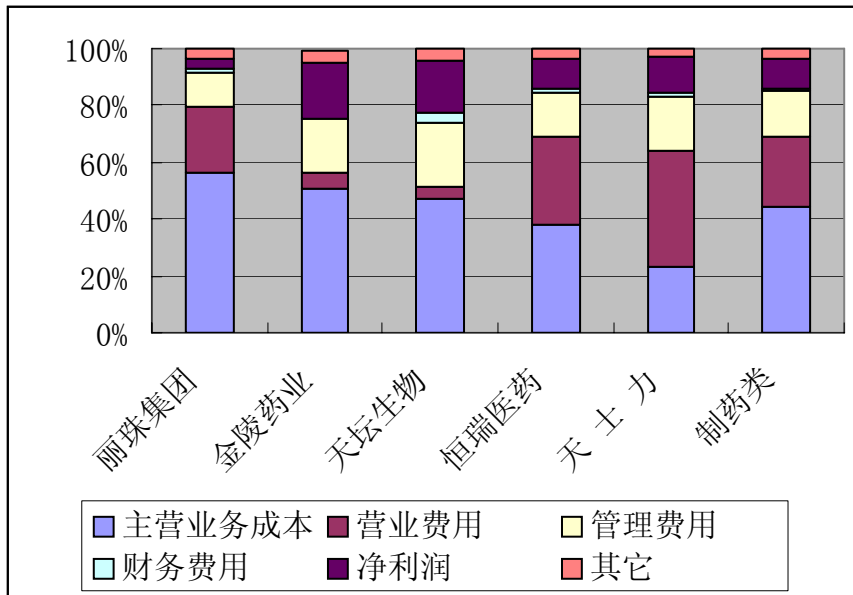
图八 两栖类公司的成本费用结构简图



3. 7 制药类公司较大比例营业费用支出

制药类上市公司的成本费用结构中，主营业务成本普遍在 50% 以下，而营业费用率较高的上市公司主营业务成本普遍较低，天士力公司的营业费用至高于主营业务成本。天坛生物和金陵药业的营业费用相对较低，这和其销售渠道相对固定等因素有关。

图九 制药类公司的成本费用结构简图



总而言之，由于我国医疗资源在计划经济时代块状分布的特点，医药上市公司普遍具有制药业务和药品流通两块资源，药品流通领域的改革也促使药品流通业务的进一步提高。制药业务的市场集中度相对较高，企业并购和重组是提高药品流通市场集中度的有效手段。药品流通业务的收入增长是带动医药板块销售收入增长的主要力量。面对行业利润增长滞后于收入增长的局面，公司的核心竞争力对业绩持续增长十分关键。制药类上市公司需构筑知识产权的竞争壁垒和维护营销网络的高效率运转，而流通类上市公司通过提高存货周转率、扩大连锁规模、增强物流配送能力等手段来降低管理费用，而横跨制药与流通的两栖类医药公司需两条战线构筑企业竞争力，应对激烈的市场竞争。

。