

医药行业研究框架

中投证券医药行业小组（周锐、李昱）

一、医药行业研究理念

研究的最终目的是为投资进行服务，即最终要落在具体的投资标的公司上。而对于公司的研究，包括对基本面的研究和对市场的判断两个方面。作为一个行业研究员，对基本面的研究是我们工作的重点，也是指导投资的基础。

完整的行业研究的对象应该包括宏观经济环境、行业、公司以及三者之间的联系。作为一个医药行业研究员，总体的研究框架是把握在世界经济和中国经济发展的大环境下，医药行业的总体发展趋势和产业结构的演进，然后再进而从中寻找投资的机会。

医药行业的总体发展趋势非常明确，被称为永不衰落的朝阳产业，人口老龄化、城市化、健康意识的增强以及疾病谱的不断扩大使需求持续增长，生物科技的发展使得供给从技术上能够不断去满足需求，而政府对医疗投入的不断加大提供了满足需求的资金。

医药行业由于其市场复杂，产品多样化，盈利模式各不相同，一般行业的研究方式在医药领域难以奏效。我们建议对医药行业采取先“自上而下”选择快速增长的细分领域，再通过“自下而上”确定投资标的。这是因为在医药行业，由于行业代表性不足，以及公司的个体化差异，行业数据跟具体上市公司的业绩经常会产生不匹配甚至背离的现象，这个时候就需要再通过“自下而上”的公司研究确认投资机会，并弥补“自上而下”研究方式可能产生的疏漏。

二、医药行业特征

对医药行业的深入了解是行业分析的基础。对医药行业的研究应先从以下几个方面对行业进行分析，从而有一个基础的认识，然后要不断在实践中深化，进一步了解整个医药产业的结构，并对影响医药产业的政策、事件做出判断。

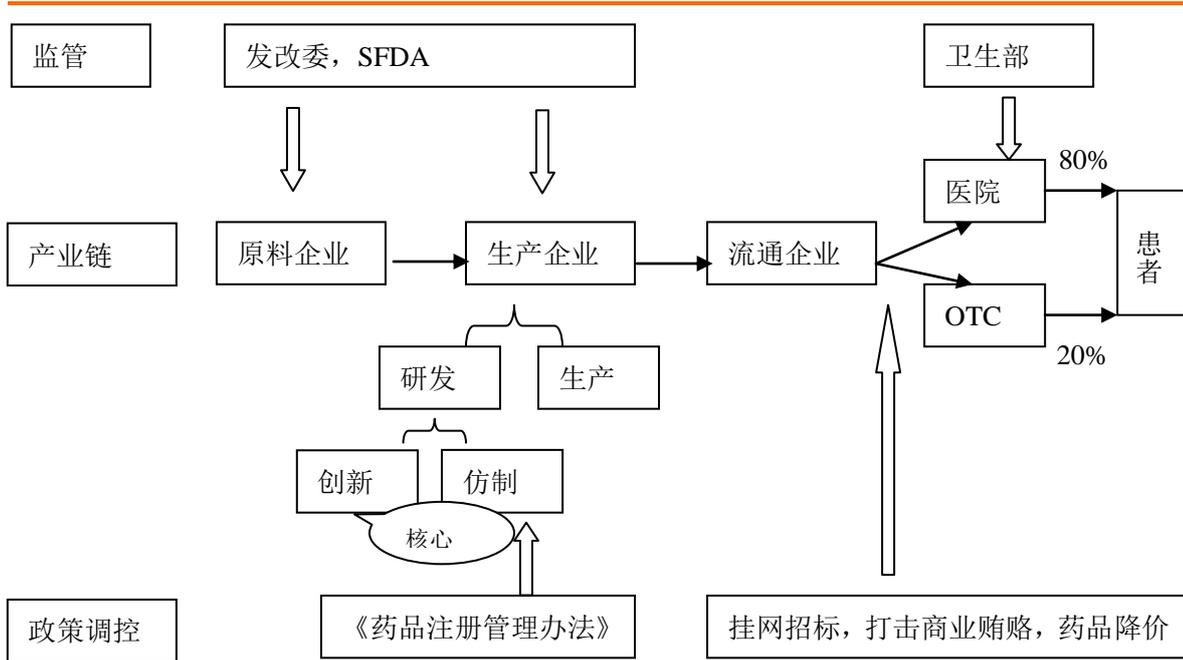
周期性特征：医药行业是典型的弱周期性行业，药品是一种特殊的商品，医药的需求刚性大，弹性小，受宏观经济的影响较小，因而医药具有防御性强的特征。

产业链特征：医药行业的产业链如图 1 所示，从上游原料企业到研发和生产企业在经过中间的流通领域，到达医院或零售终端，最后再面向消费者。

医药的下游通过医院直接面向消费者，上游主要来自于石油化工产品（大部分化学药的原料）和农副产品（发酵类的药品和中药材）。

医药行业根据其在产业链中的位置不同，上游原料企业主要有化学原料药、中药材和中药饮片行业，中游生产企业主要有化学药制剂和中成药，下游流通企业主要有医药商业行业（包括批发和零售），医药是医药产业链中的重要一环，但国内的医院以公立医院为主，到目前为止还没有形成一个产业群。

图 1：医药行业产业链



资料来源：中投证券研究所

医药行业生命周期：医药行业整体处于成长阶段，但其中细分产品具有很大的差异性，虽然大部分医药产品都处于成长阶段，但其中相当部分生物医药产品和一些创新药品还处于初创阶段，如单克隆抗体药物、治疗性疫苗等，还有一些产品，如青霉素、阿司匹林等药品已经进入成熟阶段，磺胺类等药品已经进入衰退阶段。

医药行业竞争结构：医药行业由许多不同的子行业所构成，各个子行业的运行情况与行业竞争结构各异，可以用波特五力法则对不同的子行业进行初步的竞争结构分析（表 1）。

表 1：医药行业波特 5 法则评分表

考虑要素	化学原料药	化学药制剂	中药	生物制药	医药商业	医疗器械
新进入者壁垒	4	3	4	4	3	3
规模经济	5	3	2	3	5	3
产品差异化	4	3	4	3	2	2
进入资本	3	2	3	3	2	3
转换成本	4	1	1	1	3	1
进入分销渠道	1	3	3	2	4	4
成本劣势	5	3	2	2	4	3
政策环境	4	4	4	4	3	2
替代品	3	3	4	2	2	2
替代品的存在	3	3	4	2	1	1
替代成本	3	3	3	2	1	2

竞争	4	3	4	4	3	3
大量竞争对手存在	3	3	3	3	1	3
行业增长放缓	5	5	4	5	4	4
高运营集中度	4	3	2	2	4	3
高退出壁垒	4	2	2	2	2	2
下游客户	3	4	4	4	4	3
高度依赖少数客户	4	4	4	4	4	4
产品占客户成本大部分	3	2	2	2	5	3
缺少产品区分度	2	3	4	3	2	2
替换成本低	2	3	3	3	4	3
客户利润率	4	4	4	4	4	3
客户表现出向供应链整合的威胁	2	4	4	4	4	4
产品对客户产品质量不重要	4	5	4	5	5	4
客户掌握充分信息	3	4	4	3	4	3
供应商谈判能力	3	4	4	4	4	3
少数公司占据主导	3	4	4	4	4	3
替代产品存在	3	5	4	2	4	5
供应商产品对客户产品很重要	4	5	4	5	5	4
产品替代成本	3	4	3	2	5	2
供应商有向供应链整合的威胁	5	3	4	4	4	4
总行业竞争环境	3	3	4	4	3	3

注：对公司有利的方面分数高，总分不是根据简单的算术平均

总体比较下来，中药和生物医药的竞争环境相对较好、化学原料药、化学药制剂、医药商业和医疗器械的竞争环境相对较差。但在行业内的各个细分领域，又有很大的差异，如在化学药制剂中专利药品和独家产品的竞争环境也非常好，可以打5分，普药则很差，只能打2分，中药里面也有类似的情况，品牌中药和创新中药的竞争环境很好，普通中药则很差。在对竞争环境的分析需要针对具体公司具体分析。

三、医药行业的主要指标

1、对供需的判断是对医药行业研究的核心问题

对供需关系的研究是医药行业研究的核心问题，其中需求是最重要的一面，但在某些细分领域也有特例。

对整个药品制剂生产而言，医药是一个产能严重过剩的行业，产能利用率很低，因而在供需关系中需求占据着更为重要的影响（除了部分血液制品和部分原料药产品之外）。政策的变化也好，市场的变化也好，最终是否会对我们投资产生影响，都要看是否会对需求产生影响。例如我们认为未来几年医药的需求会得到极大的释放，也是从医改看对需求的影响；我们分析细分领域，也是看是否会对需求有大的拉动；我们分析新产品，也是看是否会有新的需求；

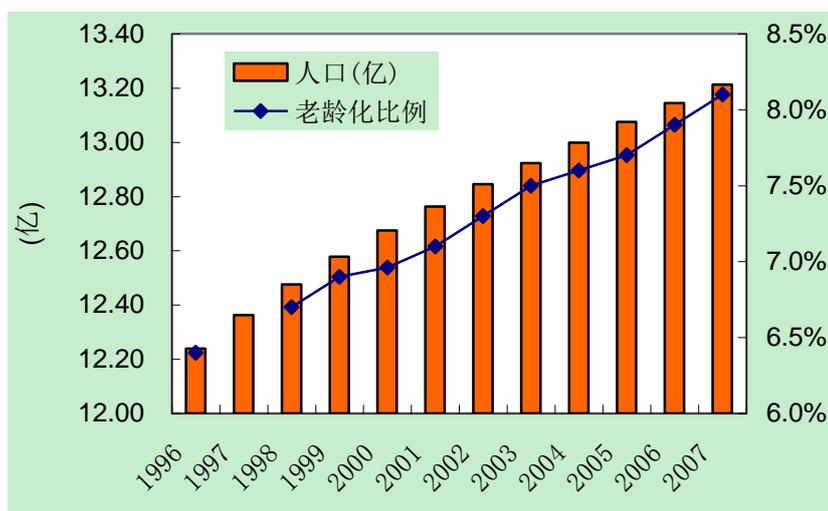
但对于某些细分领域，研究的重点要更贴近于供给，如大品种维生素原料药、血液制品等细分领域，这些行业需求的增长稳定，供给往往是影响行业景气的决定性因素。

2、影响需求增长的变量

从大的方面来说，推动医药需求增长的主要动因有人口持续增长、老龄化比例提高、一些疾病发病率提高等因素推动。

我们国家实行计划生育政策之后，人口增长变缓，但总体仍然保持增长趋势，近5年的人口增长率仍然在0.5%以上，而人口的老龄化比例提高则对医药的需求拉动更大，我们国家65岁以上老人占人口的比例逐年提高，2007年这一比例已经达到8.1%，国家人口发展研究战略课题组预测，2020年65岁以上老人占人口比例将达到11.2%，2040年以后65岁以上老人占人口比例将达到22%。老龄人口都或多或少的有各种疾病，老龄化比例的提高使得医药的需求也不断增加。

图2：人口持续增长和老龄化情况



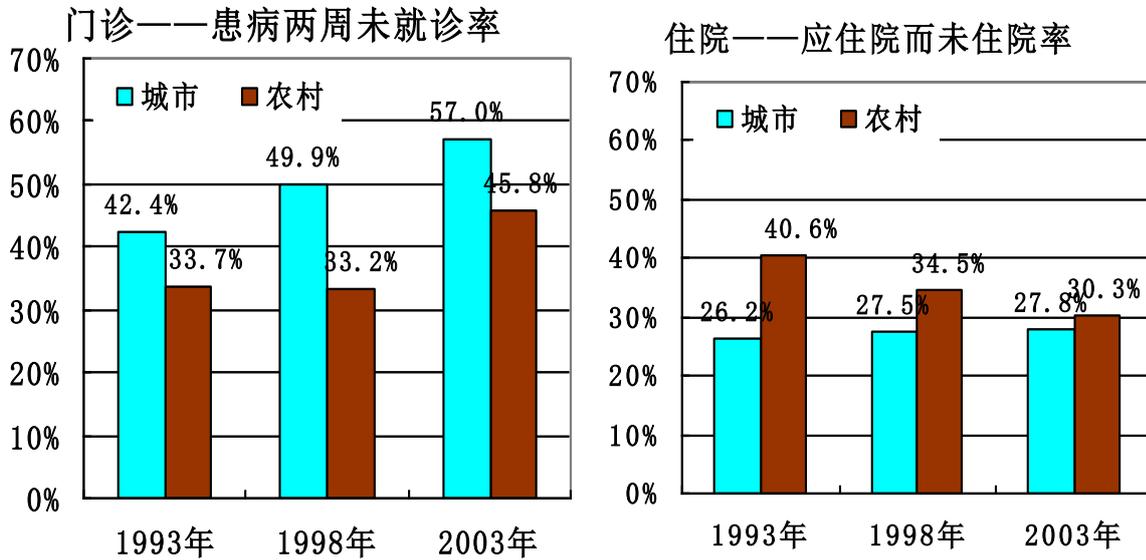
资料来源：国家统计局

人口增长、老龄化和肿瘤等疾病发病率的提高都是影响医药需求的长期因素，而相对来说，突发疾病会引起医药的短期需求增长，如2003年非典型肺炎（SARS）的流行，08年上半年手足口综合症的流行都带来了短期医药需求的增加。

3、影响需求释放的变量

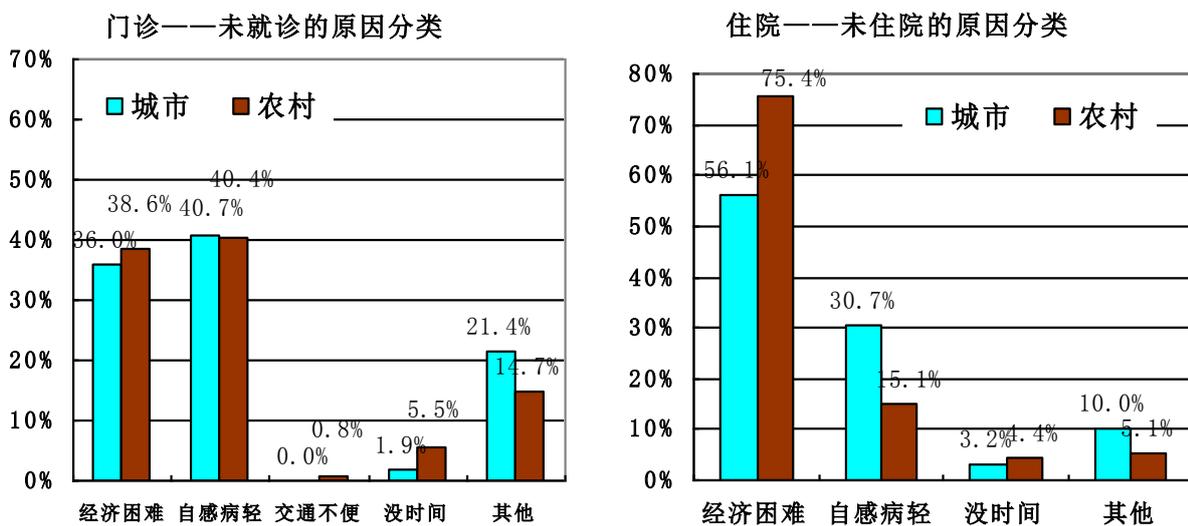
医药的需求来自于人本身的疾病发生情况，相对刚性，但受患者支付能力、医疗机构不健全等多种因素的影响，中国药品的需求是受到了极大的压制的，在中国普遍存在这有病不看，应当住院而不住院的情况（图3）。

图 3：门诊和住院的历年就诊情况



资料来源：《中国卫生服务调查研究——第三次国家卫生服务调查分析报告》，中投证券研究所

图 4：未就诊和未住院的原因分类

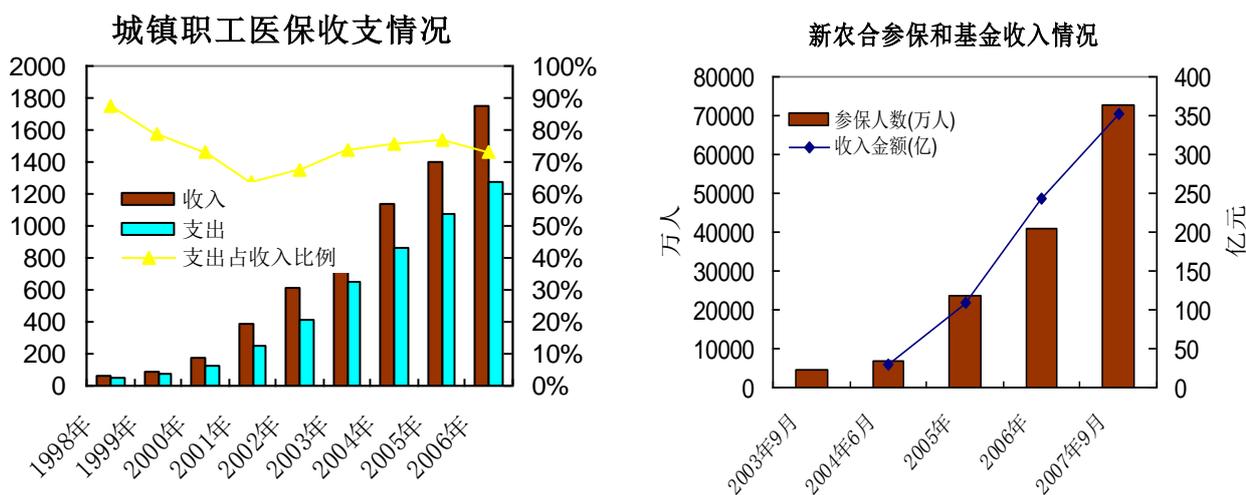


资料来源：《中国卫生服务调查研究——第三次国家卫生服务调查分析报告》，中投证券研究所

从居民有病不看，应当住院而不住院的原因来看，经济困难是最重要的原因，而随着人民生活水平的提高、政府对医疗保险投入的增加、最终这种需求是会被释放出来的。

特别是 2003 年以来实施的新型农村合作医疗和 2007 年以来实施的城镇居民医疗制度的建设将极大的释放对医药的需求（图 5）。

图 5：城镇职工基本医疗保险和新农合的情况



资料来源：劳动和社会保障部网站，中投证券研究所

我们从政府支出的增量估算后，基本上就可以判断未来用于药品消费的资金增量，从而判断行业的增长速度了。

表 2：我们预计到 2010 年购买药品的资金增量估算

	试点时间	建成时间	当前参保人数 (亿人)	目标人数 (亿人)	年收入 (亿元)	年支出 (亿元)	2010 年支出 (亿元)	增量
城镇职工医保	1998 年	已建成	1.57	2.83	1747	1277	3911	2634
新农合	2003 年	2010 年	7.26	8.7	243	194	1193	999
城镇居民医保	2007 年	2010 年	-	2.4	0	0	549	549
城乡救助	2003 年 / 2005 年	已建成	-	-	-	25	127	102
其中估算用于药品消费（按 50%用于药品消费估算）								2141
非医保医院市场（按年增长 12%估算）						1583	2768	1186
非医保零售市场（按年增长 16%估算）						948	1747	799
合计供给增量								4125

资料来源：政府相关公报，中投证券研究所估算,增量为 2010 年相对于 2006 年的增加值

4、对细分领域需求的判断

上面对需求的判断是从大的方面来判断的，对细分领域的需求的判断需要具体情况具体分析，主要可以从以下几个方面分析：（1）该细分领域疾病的发病率出发；（2）具体药品市场过去的增长情况；（3）各项政策，特别是医保政策是否会对该类药品的消费有拉动；（4）这种需求的增长能否落实到具体公司。

例如国内我们通过肿瘤的发病率快速提高这一信息，跟踪到抗肿瘤药物市场正在高速增长，而在全民医保的拉动下，抗肿瘤药物又是受到拉动最大的一个领域，从而得出抗肿瘤药物龙头企业恒瑞医药、海正药业相关产品将高速增长的结论。

四、医药行业的投资逻辑和业绩增长来源分析

带来医药行业投资机会的点比较多，通常可以从以下几个方面进行切入，寻找投资机会：

（1）细分行业和领域的整体景气度的提高，可以从行业收入和利润的增长情况，利润率水平，现金流的情况以及行业内主要公司的经营情况进行跟踪；

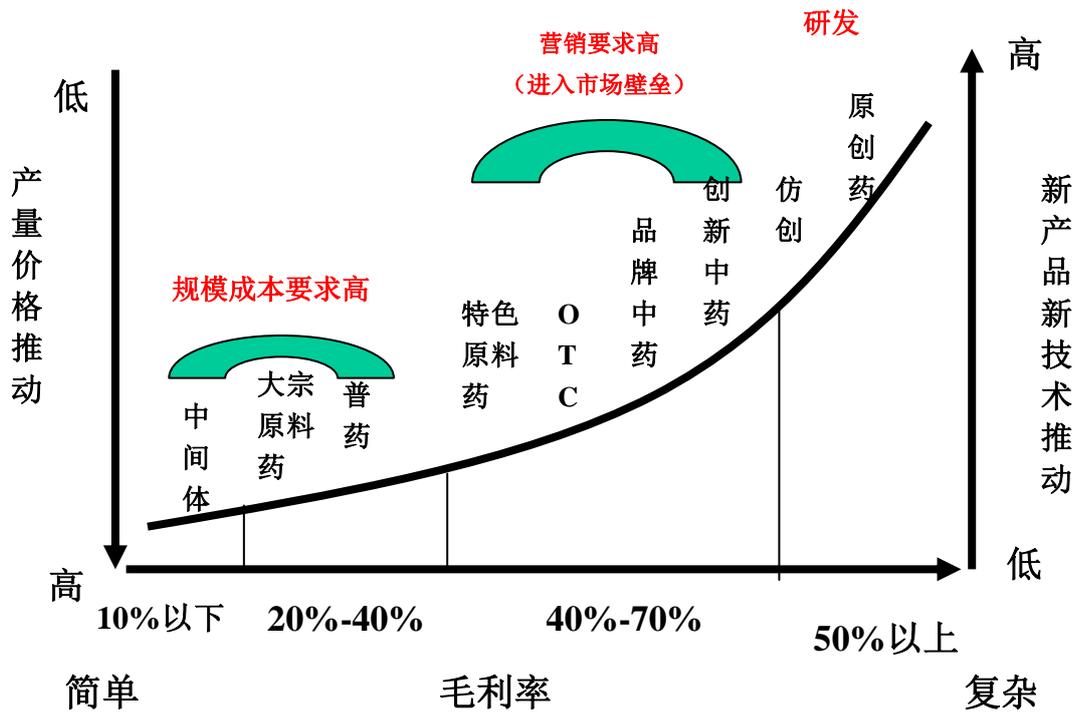
（2）行业环境和政策因素，需要对政策导向进行解读，看政策是否会对行业产生大的影响，如医改；

（3）对于医药企业来说，最重要的是产品，一种新的重磅药品往往对一个企业有着至关重要的作用，对制剂企业来说，对其新产品的研发进行跟踪，和了解公司产品在渠道中的销售状况都是必不可少的，同时，由于国内企业以仿制药为主，需要掌握同类药品专利过期的时间，此外，对于部分原料药企业，产品价格波动可能对公司业绩产生巨大的影响，因此对这类企业要进行供需和行业格局的分析以及对密切跟踪产品价格的走势。

（4）资产注入和整体上市的机会，这类公司主要关注大股东是否有合适的资产以及将其放入上市公司的意愿，尤其是在央企整合的背景下寻找投资机会。

从医药行业的各子行业来看，不同类型的公司，其分析方法和投资逻辑差异很大，推动公司增长的动力也不相同。

图 6：不同类型的公司业绩增长来源不同



资料来源：中投证券研究所

1、化学原料药行业

化学原料药行业习惯上被分为大宗原料药和特色原料药(表 3)，两类公司的盈利模式存在很大的区别。

表 3：化学原料药行业的细分类型

产品类型	典型产品	典型公司	主要特征
大宗原料药	维生素、青霉素工业盐等	新和成、东北制药、浙江医药、广济药业	1、市场整体成熟，需求增长缓慢（一般低于 10%）；2、市场集中度高或趋于集中，最终有规模者得天下，产品价格呈现周期性特征；3、产品价格是影响业绩最关键的要素。
特色原料药	部分他汀类、沙坦类、部分普利类、头孢克肟等部分抗生素	海正药业、华海药业	1、市场处于快速放大过程中，需求增长迅速；2、市场格局不稳定，产品进入市场快者得天下，产品价格呈现不断下降特征；3、产品梯队能否跟上是影响业绩的主要因素。

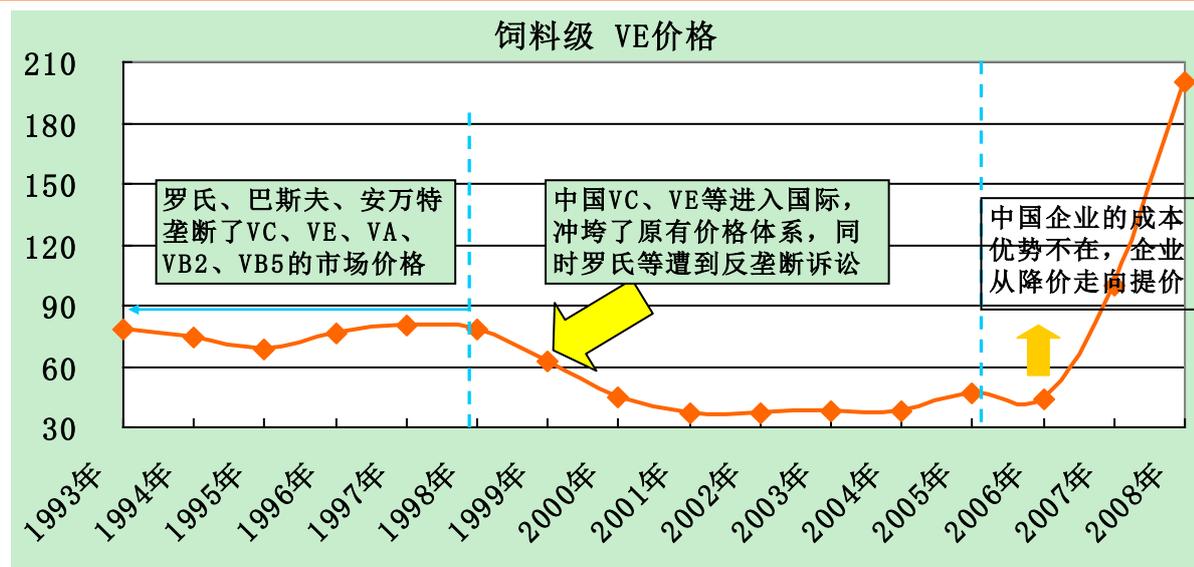
资料来源：中投证券研究所

大宗原料药：大宗原料药具有典型的周期性特征，对企业利润的推动往往决定于价格和销量，而价格

更是影响这类企业利润的最大和最直接的因素，而对价格的判断又来自于对供需关系，特别是供给的分析。

以维生素 E 为例，1998 年之前跨国公司垄断了维生素原料药的价格，98 年之后中国企业新和成和浙江医药的 VE 进入国际市场后，导致供给大幅增加，冲跨了原来的价格体系，维生素 E 的价格连年下跌。到了 2006 年之后，一方面新和成和浙江医药在低价格下也已经无力可图，另一方面国内环保要求提高导致新和成和浙江医药产量受限，供给减少，最终价格出现了大幅上涨。

图 7：从维生素 E 看大宗原料药



资料来源：中投证券研究所

通过维生素 E 的历史变化，我们大致可以从纵向理解大宗原料药的分析逻辑，一般都是在供给小于需求的时候才会出现大的价格上涨。

对于不同的品种，大宗原料药的周期差异非常大，有的周期能够维持几年，有的就只能维持几个月。影响因素有以下：

(1) 产品是否可被替代。替代品的存在将导致周期变短，例如青霉素工业盐价格涨了之后，下游厂家有可能更多的去做头孢 C 盐下游的抗生素，抗生素之间的可替代性将导致需求的变化，从而使得价格的上涨延续时间偏短；

(2) 现有寡头意愿。这个意愿主要是指扩产的意愿。一般来说，在集中度足够高，产能足够均衡（现有生产厂家的产能差不多）的情况下，现有寡头就更愿意分享价格上涨带来的好处，而不会去扩产。反之，如果集中度不高，产能不均衡，产能小的厂家都想扩大产能获得更多的利益，从而导致价格上涨周期变短；

(3) 新进入者壁垒。大宗原料药的价格上涨趋势大多数时候是被新进入者扭转的。新进入者的壁垒包括规模壁垒、技术壁垒和政策壁垒（包含环保壁垒）方面的东西。

表 4：对价格上涨周期长短的分析

产品种类	典型产品	产品特性 可替代性	现有寡头意愿		新进入者壁垒		
			集中度	产能均衡度	规模壁垒	技术壁垒	政策壁垒
抗生素类	青霉素工业盐	强	很高	高	很高	低	高
	6-APA	很强	高	一般	一般	一般	一般
	阿莫西林	很强	一般	低	低	一般	一般
皮质激素类	地塞米松	弱	很高	一般	低	高	一般
	倍他米松	弱	高	一般	低	高	一般
维生素类	维生素 C	不可替代	很高	高	很高	一般	高
	维生素 E	不可替代	很高	很高	很高	很高	高
	维生素 A	不可替代	很高	一般	很高	很高	高
	维生素 H	不可替代	很高	高	低	很高	一般
	核黄素	不可替代	很高	一般	低	高	一般
	泛酸钙	不可替代	很高	一般	低	高	一般

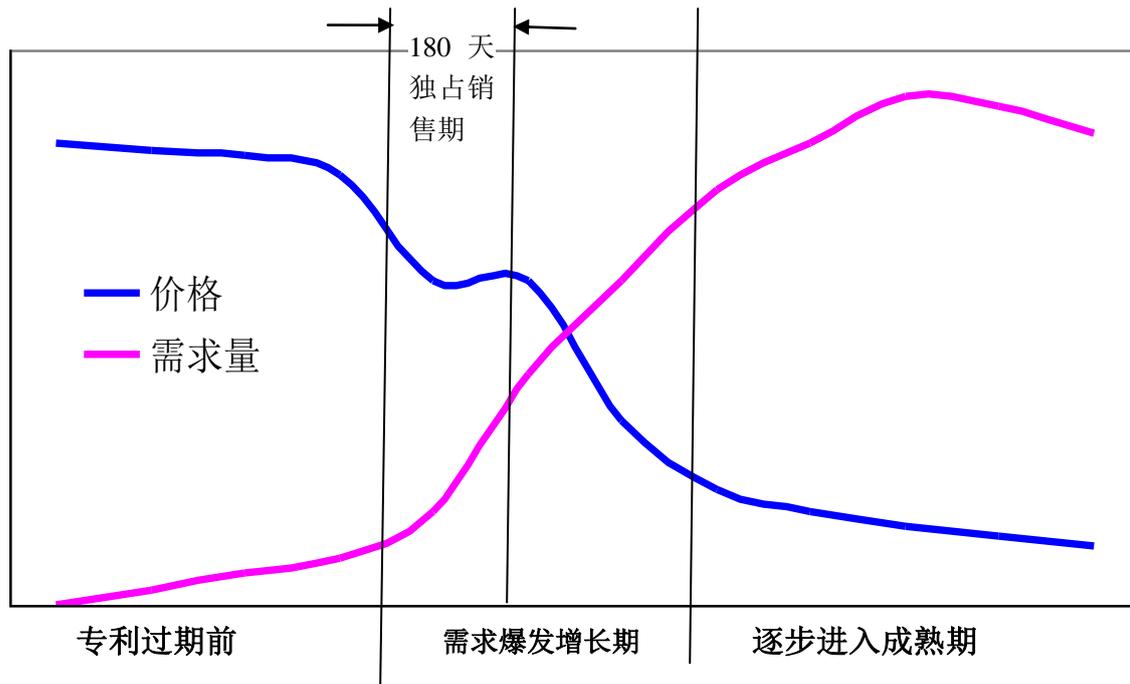
资料来源：中投证券研究所

总体而言，判断大宗原料药投资机会的要点在于对供需关系和价格趋势的判断。

特色原料药：特色原料药是相对于大宗原料药而言的；其中典型的公司以海正药业和华海药业为主，其增长的主要推动力是来自于重磅产品的专利药专利过期之后，通用名生产企业纷纷跟进之后，全球市场需求总量快速放大，从而拉动对原料药的需求。

图 8 演示了专利过期前后原料药的需求和价格的变化，在专利过期前，该产品的原料需求很低，价格在高位稳定，在专利过期前几个月，价格开始下降，需求开始提升，当专利过期后，需求爆发式增长，在 180 天独占期内，批准的生产厂家除了专利药企业之外只有一家，价格还能维持在相对比较高的位置，当 180 天过后，需求继续爆发，价格大幅下降。

图 8：专利过期的成长期产品的价格和需求量的变化

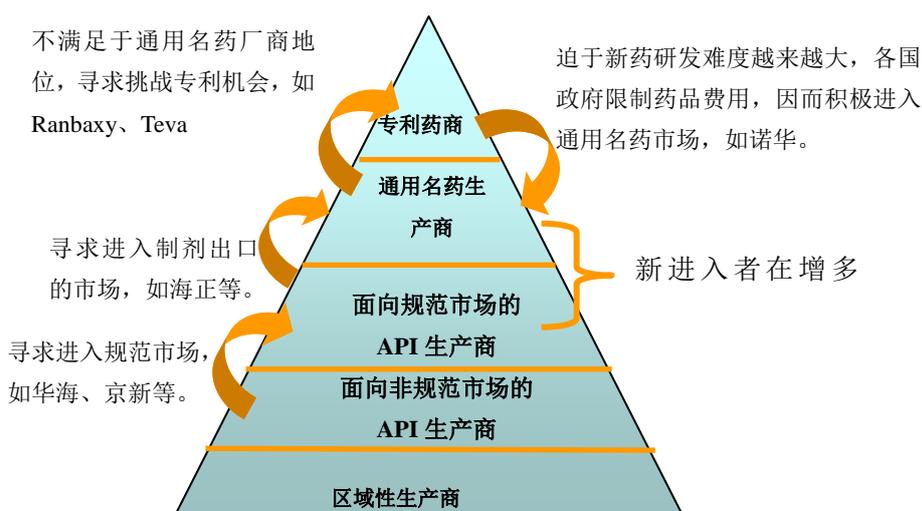


资料来源：中投证券研究所

对于特色原料药企业而言，黄金时期就是在专利过期后的半年到一年时间，如 2004 年的海正药业就在辛伐他汀的专利过期中大幅受益。

因而对特色原料药业的投资价值的判断就要密切公司后续产品的专利过期情况，和公司自身在海外市场的认证和市场开拓情况。

图 9 特色原料药企业的产业升级态势



数据来源：中投证券研究所

除此之外，在特色原料药领域还存在着从非规范市场向规范市场的升级，从原料药的出口向制剂的出

口升级，实现自有品牌的制剂出口甚至最终发展成为专利药商是特色原料药企业发展的最终目标（图 9）。

2、化学药制剂行业

化学药制剂企业可以分为仿创型化学药（新药制剂）企业、OTC 制剂企业和普药制剂生产企业（表 5）。OTC 的化学药和中药企业共性很强，其中中药 OTC 企业特征更为明显，因而我们放在中药部分讨论；

表 5：化学药制剂行业的细分类型

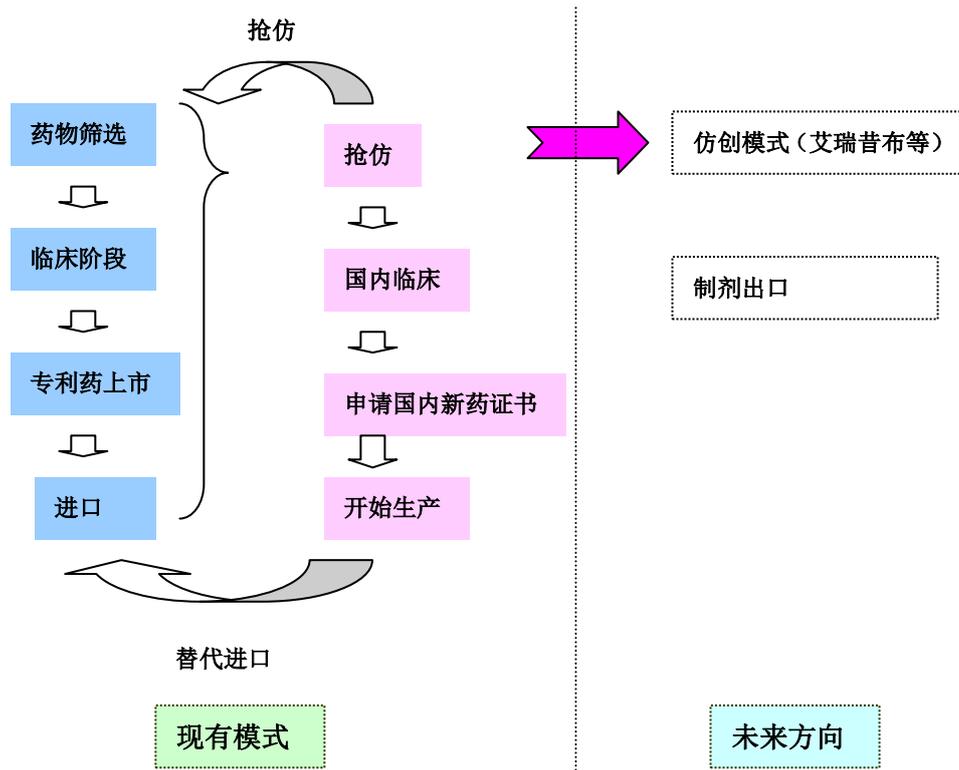
产品类型	典型产品	典型公司	主要特征
仿创型制剂	多西他赛、阿卡波糖等	恒瑞医药、华东医药等	1、产品毛利率高，通常在 70%以上；2、依靠细分领域的自身增长和产品梯队增长；3、一般通过医院渠道销售，有自己的销售队伍；4、投入研发的比例高
OTC 制剂	葡萄糖酸钙	三精制药等	1、主要通过零售药店；2、广告是主要的营销手段；3、品牌体现公司的价值。
普药制剂企业	大输液、青霉素制剂、头孢拉定等制剂	双鹤药业、西南药业等	1、产品毛利率低，通常在 50%以下；2、大多通过代理渠道销售，没有自身的销售队伍；3、增长主要依托于产品规模和自身产品的升级换代。

资料来源：中投证券研究所

仿创型化学药企业：

仿创型企业的典型是恒瑞医药，公司过去主要通过抢仿专利药商在国内未获保护或者是专利保护过期的产品而形成产品梯队，实现快速增长。

图 10 仿创型企业的仿制药品模式

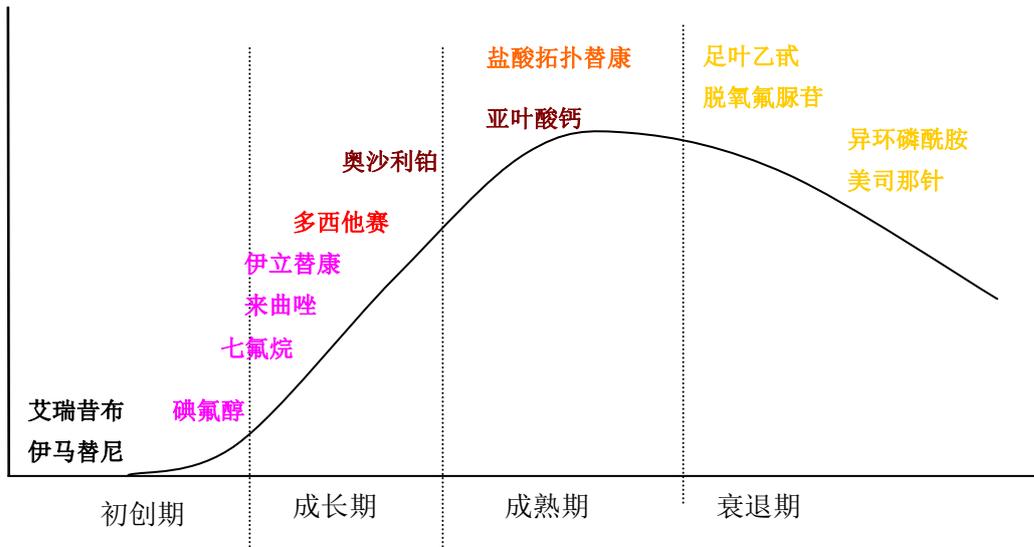


数据来源：中投证券研究所

恒瑞目前已经通过仿创形成了一批具有专利保护的产品，如艾瑞昔布和伊马替尼，这些专利产品未来上市后恒瑞就将成为一个真正的创新型企业，实现向专利药企业的跨越。

对仿创型企业投资价值的判断主要是看公司目前的产品所处领域的增长态势，和未来新产品梯队能否衔接得上。恒瑞过去之所以能够连续多年保持 30% 以上的速度主要依赖于两点：（1）所处主要领域抗肿瘤药物市场保持快速增长；（2）丰富的产品梯队提供了增长的持续推动力。

图 11：恒瑞医药的产品梯队



资料来源：中投证券研究所

普药制剂生产企业：

普药是相对于新药而言定义的，这类产品通常已经上市销售多年，市场相对成熟，没有专利等保护壁垒。

国内的化学药制剂企业大部分是普药制剂生产企业，这类公司大多产品毛利率低，生产厂家多，竞争激烈，其可能的看点主要在于规模扩大和费用压缩带来的利润增长。

双鹤药业是普药企业中竞争力较强的企业，公司在大输液领域名列三甲，依靠塑瓶和软袋大输液的规模扩张带来了利润快速增长。

未来在医改过程中，普药的消费将向社区和农村的基层医疗机构转移，政府主导的集中采购将越来越多，由此将给优势普药生产企业带来规模扩张的机会。

3、中药行业

表 6：中药行业的细分类型

产品类型	典型产品	典型公司	主要特征
中药饮片	中药饮片	康美药业	1、以中药上游的饮片等产品为主要业务；2、市场还不够规模，准入门槛低，毛利率低；3、发展速度主要看规模扩张速度。

品牌中药	云南白药系列、 阿胶系列、片仔 癩	云南白药、东阿阿胶、片仔 癩	1、源自古老的中药品牌，依托 1 个或多个传统的品牌 中药品种，具有一定的独占性；2、公司对产品价格掌 控能力强，提价是提高盈利能力的重要手段；3、通过 对原有产品新用途，新领域的开发，不断延伸产品线。
现代中药	复方丹参滴丸、 桂枝茯苓胶囊、 热毒宁注射剂	天士力、康缘药业、亚宝药 业	1、主导产品来自于对传统中药的创新；2、类似于仿创 型化学药制剂企业，通过研发形成丰富的产品梯队推动 公司快速增长；3、通过产品的不断改进，有可能进入 国际市场，实现中药的国际化。
中药 OTC	健胃消食片、三 九感冒灵	江中药业、三九医药等	1、主要通过零售药店；2、广告是主要的营销手段；3、 品牌体现公司的价值。

资料来源：中投证券研究所

中药饮片企业:

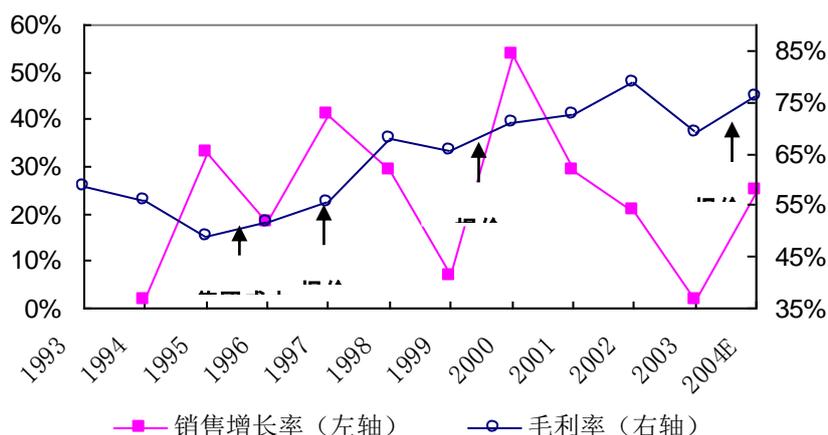
康美药业是典型的中药饮片生产企业，也是国内最大的中药饮片生产企业；中药饮片由于其市场规模小，产品附加值不高，技术含量有限，毛利率通常低于 50%，品牌中药企业较少涉足这一领域，中药饮片领域以准入标准低，规范程度差，市场分散为主要特征。

康美药业通过把中药饮片不断规范，正逐步成为这个行业的规则制定者，同时促使行业准入标准提高，行业的份额也在向康美集中。其发展的模式概括来讲就是通过规范提高壁垒，通过效率体现成本优势，通过规模实现增长。

品牌中药:

品牌中药是中药领域中最重要的一类公司，其产品品牌往往是历史的原因形成的，如同仁堂、云南白药、东阿阿胶、片仔癩，具有独占性和不可复制性，由于其品牌的稀缺性和需求的相对刚性，所以具有较强的成本转嫁能力，从以往来看，这类公司的业绩增长往往依赖于两点：（1）产品价格的提升；（2）产品应用领域或者是品牌的延伸。在这里我们以云南白药为例说明其发展模式。

图 12: 云南白药的历史提价历程



资料来源：中投证券研究所

从图 12 中可以看出，在 1996 年到 2004 年云南白药有 3 次大的提价，每次提价都带来了销售收入增长率的提高，产品毛利率也在逐步提高，公司的业绩在这段时间表现很好，从而公司也成为在 02-04 年熊市期间表现最好的医药股。

除了提价之外，云南白药在产品延伸方面也做得非常成功，公司从最初的散剂衍生出了一个系列的产品，应用领域从外伤止血普通剂型（散剂）→新剂型（胶囊、创可贴）→子宫出血（宫血宁）→活血化瘀（白药膏、白药酊、气雾剂）→牙齿保健（白药牙膏）→军队和汽车备用急救（急救包）→皮肤美容护理（白药面膜）。

1980 年之前：云南白药散剂、胶囊；

1985 年：宫血宁

1995 年：气雾剂

1999 年：创可贴

2004 年：围手术期应用

2005 年：白药牙膏

2006 年：急救包

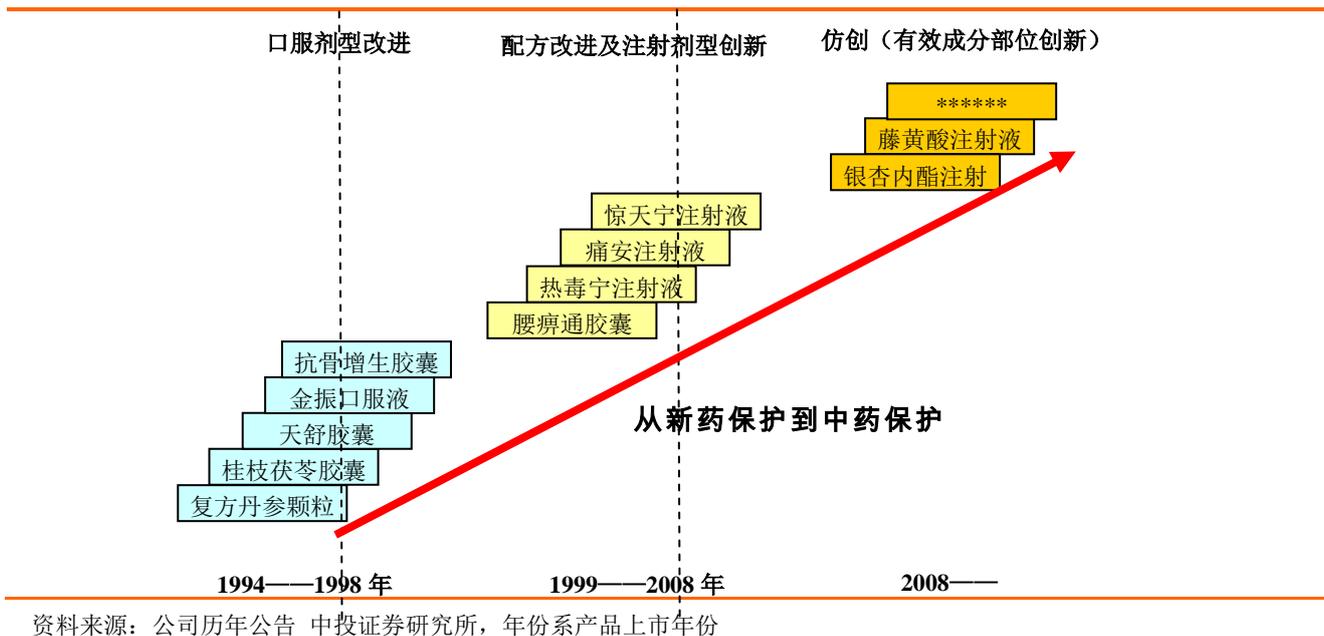
2007 年：白药面膜

从以上历程来看，白药是通过不断的对产品应用领域进行延伸，使白药这样一个原先应用范围非常窄的传统中药成功的拓展到了新的领域，从而实现了新的发展。

现代中药企业：

现代中药企业区别于品牌中药的企业的特征在于其产品的创新性，包括剂型创新和产品本身的创新，这类企业往往没有历史的传承和积累，其发展往往依托于产品的创新，从无到有，从单一产品到系列产品。通过不断的研发投入，实现在产品上不断创新，形成丰富的产品梯队，推动公司的持续快速增长，例如康缘药业、天士力。

图 13：康缘药业产品开发历程



康缘药业通过对产品剂型、配方、有效成分的不断创新，把大众共享的中药古方资源变成了自己的独享资源，成为为数不多能够突破单品种怪圈，实现了一、二线产品齐头并进，共同推动公司快速增长的良好态势。

对现代中药公司的研究可以参考仿创型化学药企业，研发费用的投入、新产品梯队的形成、新产品的市场空间、销售队伍的建设是营销能力的大小是研究这类公司的重点。

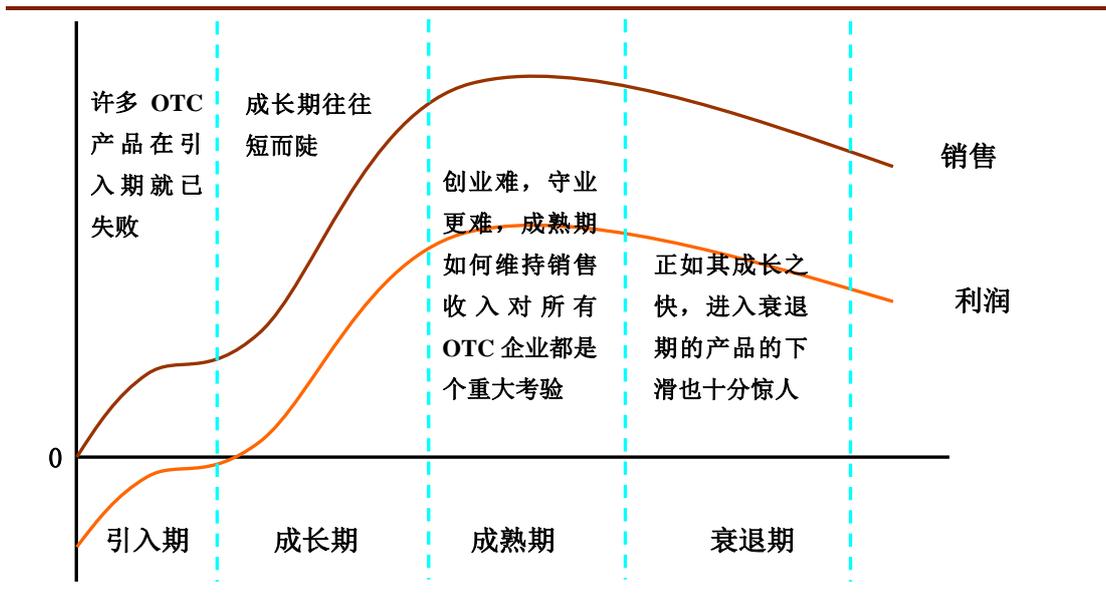
OTC 类制剂企业（包括中药和化学药）

OTC 是 Over The Counter 的英文缩写，国际上通称为非处方药，该产品特点有：（1）主要通过零售渠道销售；（2）患者是产品消费的决定者；（3）品牌是 OTC 类企业最重要的要素。典型的 OTC 中药企业有江中药业和三九医药。

OTC 类的产品有的生产周期很长，国外企业经常会通过把处方药转变为 OTC 产品来延长生命周期，在国内，部分 OTC 产品在市场上长盛不衰，如三精的葡萄糖酸钙，三九的感冒药系列，但更多的产品在市场上是各领风骚三五年，营销能否持续创新，品牌能否延伸，是这类企业能否持续增长的动力所在。

图 14 概括了一个典型的 OTC 产品的发展历程，一个产品进入成熟期后能持续多久，很大程度上取决于公司的持续营销的力度和能力。

图 14 OTC 产品生命周期示意图



数据来源：中投证券研究所

图 14 概括了一个典型的 OTC 产品的发展历程，一个产品进入成熟期后能持续多久，很大程度上取决于公司的持续营销的力度和能力。

要克服 OTC 产品自身的生命周期，也只能通过产品线的不断延伸和对市场的不断细化挖掘，例如三九医药就将品牌成功延伸到了他几乎所有的 OTC 产品上去，从胃药到感冒药，再到皮肤药，通过品类的延伸可以推动 OTC 企业的持续增长；同时，对于每一产品领域，在增长达到瓶颈的时候，公司通过将市场不断细分，开发出针对不同细分消费者群体的产品，从而延长产品的生命周期。

4、生物制药

生物制药企业的类型众多，从严格意义上来说，只有创新型的生物制药企业，特别是通过基因工程方法生产药品的企业才是真正意义上的生物制药企业，但在国内市场，目前业绩能够持续增长的公司主要还在诊断试剂、血液制品等方面，真正意义上的生物制药企业还没有形成气候。细分来看，目前证券市场上的生物制药企业主要有以下几类：

表 5：生物制药行业的细分类型

产品类型	典型产品	典型公司	主要特征
疫苗	乙肝疫苗等	天坛生物	1、进入壁垒高；2、大部分产品价格受到国家严格管制； 3、需求依赖于国家卫生预防体系的建设。
血液制品	人血白蛋白等	华兰生物、上海莱士	1、高进入壁垒；2、血浆来源短缺，原料供应受限；3、 终端产品价格受到政策严格管制。

诊断试剂	免疫诊断试剂等	科华生物、达安基因	1、产品市场高度细分，种类众多；2、小市场，大公司，行业集中度高；3、技术含量高，新产品层出不穷。
创新型生物制药企业	恩度及单抗类、基因工程类生物制药产品	双鹭药业、兰生国健、重庆啤酒、岳阳兴长、华神集团	1、对研发能力要求高；2、高利润高风险，进入者多，成功者少，成功者可获得高额利润；3、原研产品较少，产品以仿创和仿制为主，竞争较为激烈。

资料来源：中投证券研究所

疫苗

典型企业有天坛生物。疫苗分为计划内疫苗和计划外疫苗，计划内疫苗目前市场规模较大，价格和需求均由国家控制，计划外疫苗发展很快，受个人健康意识的经济水平制约较大，突发性的规模疫情对疫苗需求也有影响。和国家预防体系的建设对该类企业有很大的推动，新的疫苗生产许可证的获得，和国家每年计划疫苗的需求量是影响这类企业发展的重要因素。这个行业是高度管制的行业，进入壁垒较高，政策对这类公司影响大。

血液制品

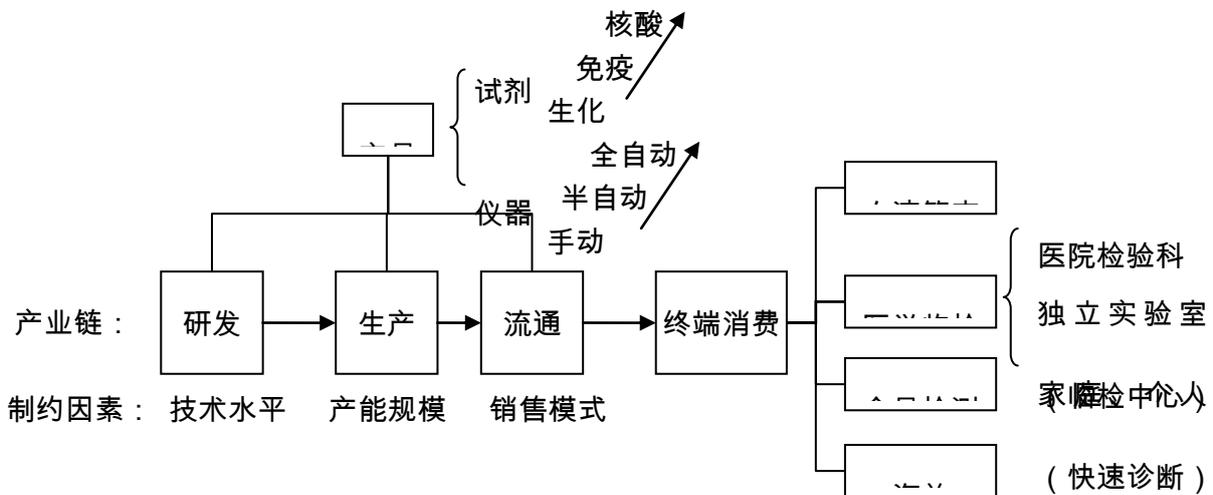
血液制品的典型企业有华兰生物和上海莱士。因为血液制品的特殊性，除人血白蛋白之外，其他血液制品均不允许从国外进口。目前国内通过 GMP 认证的血液制品生产企业共有 33 家，2006 年仅有 26 家企业正常生产。而且从 2001 年起，国家不再新批血液制品企业。政策性壁垒使国内的血液制品行业成为一个没有新进入者的封闭性行业，有利于行业内公司尤其是龙头公司的生存和发展。

对这个行业的研究的重点在于（1）供需关系尤其是血浆供应量；（2）终端血制品价格政策的变化；（3）企业分离技术进步对吨血浆的产值的提高程度。

诊断试剂

诊断试剂的典型企业有华科华生物和达安基因，行业本身是属于高速增长的行业。对该类公司的分析重点在于：（1）后续产品的研发进度；（2）新的应用领域，如血筛市场的发展情况；（3）海外市场的拓展；（4）向诊断仪器的横向扩张；（5）向下游医学临检和体检业务的扩展。

图 15 诊断产业结构链



数据来源：中投证券研究所

创新型生物制药企业

这类企业大多数也属于发展的早期，还没有进入利润的释放期，如重庆啤酒、岳阳兴长，只有双鹭药业依靠在生化产品方面的突破实现了利润的高速增长。

对这类公司的研究可以参考仿创型化学药制剂企业，区别之处在于对产品研发的研究要更加超前和深入。对研究创新型生物制药公司进行研究时，由于国内尚没有特别成功的范例，可以参考国外同类公司的发展历程，如 Amgen, Genetech 等。

5、医疗器械

该行业中的高端市场在飞利浦等跨国公司手里，国内企业只有在美国上市的迈瑞贴近高端市场，在 A 股上市的鱼跃医疗和新华医疗是主要的医疗器械公司。对这类公司研究的重点在于：（1）下游的需求，特别是社区和农村医疗服务体系建设对需求的拉动；（2）上游成本的压力，低端医疗器械毛利率不高，原料成本上涨带来的压力比较大；（3）产品系列的完善；（4）竞争对手的情况。

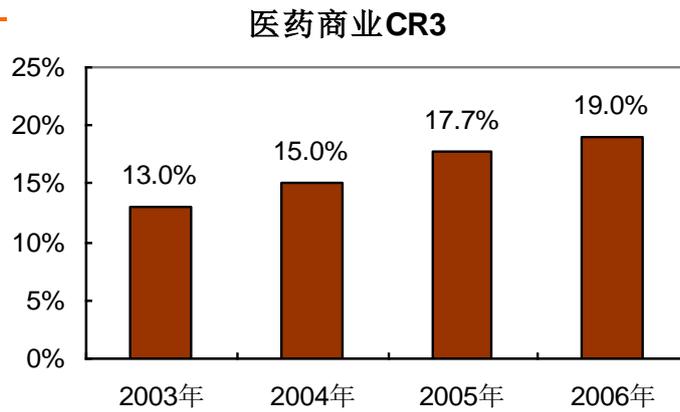
6、医药商业

医药商业是一个低毛利率，依靠规模和服务取胜的行业，医药商业有批发和零售两个层面，受到医药终端多样性的影响，在医药行业批发环节将一直存在，零售环节受制于国内医院以药养医的影响，总体规模偏小，但发展迅速。

总体来看，我们认为判断医药商业企业业绩增长动力的要素主要在于以下几点：

（1）规模扩张能力

图 16：医药商业集中度增加趋势



资料来源：中投证券研究所

医药商业企业的发展趋势主要是规模化和专业化。在美国前3大的医药分销企业占据了97%的市场份额，剩余的份额是被一些专业化和区域型企业占有。在中国，集中度也在不断增加，中国最大的医药商业企业国药控股所占的市场规模也已经超过10%。

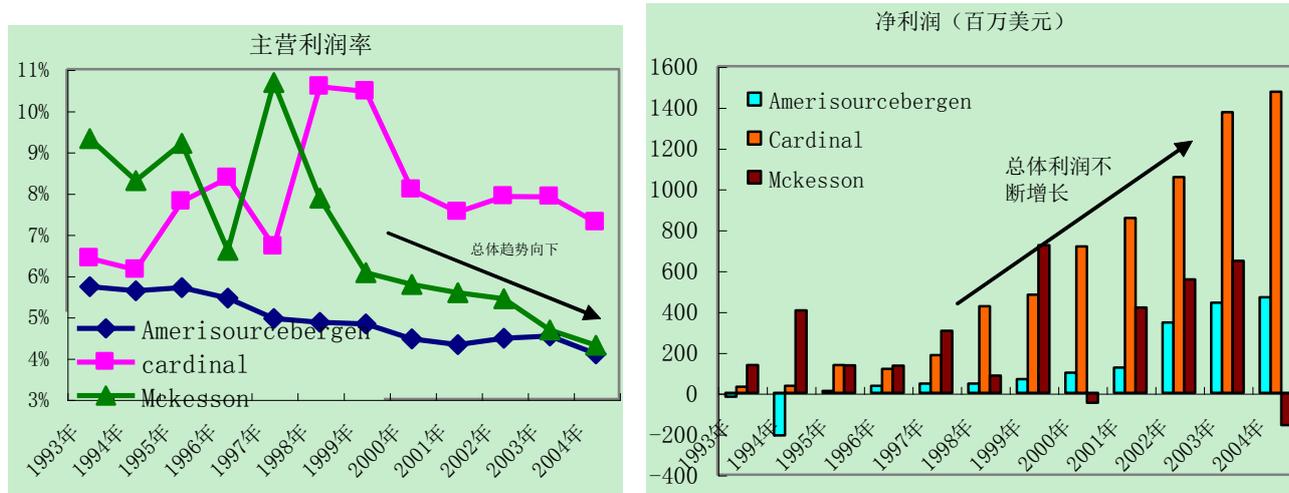
向未来看，只有大规模的商业企业才能成为医药商业市场的主体，才能带来更多的附加价值。

因而对于医药商业企业我们首先要关注的就是规模扩张速度。

（2）费用控制能力

从美国商业三巨头的发展历史来看，他们都是在主营利润率不断下降的过程中实现了利润的高速增长的，原因就在于其费用率水平在不断下降，通过规模扩大降低费用率水平的能力也是考察医药商业企业的核心指标。

图 17 美国医药商业企业三巨头主营利润率与净利润的变化趋势

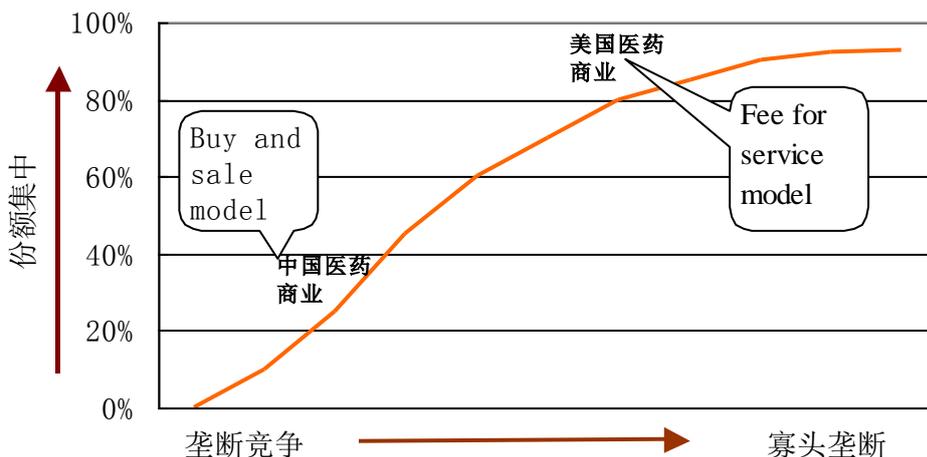


数据来源: Bloomberg 招商证券研发中心

(3) 服务能力

美国的医药商业企业普遍把自己定义为服务型企业,从某种程度上说,医药商业企业的价值往往并不在其销售网络本身上体现,其利润实际上大部分来自于通过这张网络实现的各种附加价值,例如信息管理、产品替代、动态补货服务等等。

图 18 医药商业的整合发展阶段示意图



数据来源: 招商证券研发中心

(4) 获得高毛利率产品的能力

在医药商业领域,总经销总代理的品种能够获得的利润空间要大于一般产品,大的医药商业企业依靠

自己的规模获得总经销总代理产品的数量，以及一些专业化产品，如麻醉药品、血液制品经销权的获得都会给医药商业企业带来利润。

五、政策对医药行业的影响

医药行业受到国家食品药品监督管理局、发改委、卫生部、劳动和社会保障部、国家税务总局、国家环保总局等部门管理。其中影响医药行业发展的主要政策有：

1、新药批准政策

新药的批准由 SFDA 负责。以往国内药品的批准非常容易，买卖药品批文现象严重。在前任药监局长郑筱萸被判处死刑之后，国内的新药批准基本陷于停滞，预计在 08 年 10 月之后重新审批开始，但批准的门槛明显提高，这对优势企业是个利好，有利于具有很强研发实力的企业来说，市场竞争没有以前那么激烈，新药进入市场能否获得更大的优势。

该政策的变化主要对仿创型化学药制剂企业、现代中药企业和创新型生物制药企业影响比较大。

2、生产批准政策

药品的生产主要受 SFDA 管制。在生产环节，GMP 体系已经建立完善，在麻醉品、血液制品、疫苗等领域还实行更加严格的管理制度，这意味着行业门槛的提高，有利于行业集中度的增加。

该政策的变化主要影响监管严格的血液制品、疫苗、生物制品等行业。

3、价格政策

药品制剂的最高零售价由发改委价格司和各地的物价部门制定。为了抑制药价，国家在过去 10 年有 24 次的大规模降价，未来药品价格管制的趋势尚未最后确定，但药品降价肯定会在短期影响行业的盈利状况，对国家药品价格政策必须要保持密切关注。

价格政策主要影响制剂生产企业，特别是处方药制剂生产企业。

4、环保政策

国家环保总局对制药企业排污标准在不断提高，这方面监管的越来越严将导致小企业逐步退出，行业的门槛和集中度将不断增加。

环保政策的变化主要影响原料药企业。

5、医保政策

药品能否进入医保目录对其销量有很大的影响，而医保目录是由劳动和社会保障部两年制定一次，这方面的政策动向也是关注的重点。

医保目录的变化主要影响处方药生产企业。

6、医改政策

医改是由卫生部牵头，国家各个部门合作推进的基本国策，医改主要目的是为解决看病难、看病贵的问题针对的是四大体系的改革：（1）医疗保障体系改革，目标是建立全民医保（2010年），解决低收入人群的看病问题；（2）公共卫生服务体系改革，目标是大力推进药品预防体系建设；（3）医疗卫生服务体系改革，目标是发展社区农村服务体系，解决看病难的问题；（4）药品生产流通体系改革，目标是压缩中间环节费用，解决看病贵的问题

医改预计在未来几年推进，其中政府投入的增加是必然的，因此将带来对医保内药品需求的拉动以及预防用疫苗需求的拉动。

医改对行业的影响将主要体现在制剂生产企业、药品流通企业身上。

展望未来，我们认为在目前的政策趋势下两类企业最有核心竞争力：（1）具有强大的研发能力，产品为独家产品，受专利或者其它形式充分保护，如恒瑞医药、云南白药；（2）具有足够大的市场规模，市场资源向其集中，通过其规模能够获得巨大的附加价值，如国药控股。

六、业绩预测的主要假设

公司的业绩预测一般分为几个步骤：

1、仔细梳理公司的业务结构，了解公司的收入和利润构成，判断其未来趋势。

2、分析公司业绩增长来源，判断公司各产品是处在产品周期的哪一阶段，确定其属于自然增长、爆发性增长、保持平稳或者下滑，分析是否有影响产品价格和产量的重大因素，如新增产能，供需变化，政策性限价等，对公司不同业务的产品产销量、价格进行合理预测。

对新的重大影响因素进行分析，包括新产品的上市和资产注入。

3、对公司的各项费用进行假设，主要分析公司销售政策是否产生变化，是否有重大固定资产投入，是否需要融资。

4、进行敏感性分析，搞清楚各变量对公司业绩影响程度，对重要变量的假设要尽可能准确。

在以上假设中，对产品收入和毛利率的预测是最核心的内容。

七、估值

估值则需要根据不同的公司特点选取不同的估值方法，医药企业大多数为成长性企业，可以用 PE 结合 PEG 的方法，高成长的医药企业往往享有高估值，对于具有周期性的原料药企业则用 PE 的方法也不是很科学，只能结合产品的价格趋势来进行投资价值的判断。

国外市场的医药股估值水平差异很大，例如美国的大型跨国公司的 PE 往往在 20 倍左右，而在香港市场医药股估值往往不到 10 倍，国内医药板块目前 08 年动态 PE 为 23 倍，历史上最低没有跌破过 20 倍，高的时候有 60-70 倍 PE。从国外的经验来看，医药企业在高速增长的时候往往享有高估值，例如印度的

Cipla, 在高速成长期有过 60 倍以上的 PE。国内医药企业也是同样的, 成长确定的恒瑞医药近年来一直维持 30 倍以上的 PE, 历史上最低也没有到过 25 倍以下的 PE, 而不成长的公司 10 倍甚至更低 PE 都有过。

总体来看, 成长性决定公司的估值水平, 成长性高的公司享有高估值。

八、数据来源

医药行业主要用到的数据库和网站

宏观数据: 统计局, 中经网, wind, bloomberg

行业数据: 统计局, 中经网, wind, bloomberg, 南方医药经济研究所, 健康网

行业政策法规: sfda 网站, 卫生部网站

行业动态: 健康网, 博亚和讯, 南方医药经济研究所

公司数据: wind, bloomberg, 公司网站

产品数据: 健康网, 博亚和讯, 南方医药经济研究所, 公司网站