

医药行业：自上而下的分类框架

报告要点

■ 医药行业估值遇到的困难

医药行业非常复杂，我们在估值时遇到的困难主要在于：企业之间难以比较，一家公司的估值水平难以给其它公司提供参照。而仅用核心竞争力分类无法解释有的企业为何能持续增长，因为医药行业的竞争环境在不断变化，企业持续增长必须拥有动态能力。

■ 以生命周期理论来整合

生命周期理论相对成熟，且该理论本身就强调动态性。生命周期理论是根据灵活性和可控性，把一个企业的发展分成几个阶段。既然生命周期理论不排除核心竞争力和动态能力，我们可尝试以其为核心整合两者。

■ 给企业分类的步骤

第一步，我们根据企业的定性特征进行初次分类，主要依据是公司现状同生命周期理论各阶段特征的契合度；第二步，我们根据定量指标对这一分类进行校正。划分出生命周期阶段后，就可以对每个阶段内的公司进行排序。我们需要了解公司是否拥有阶段性能力和所在子行业应有的专业能力。

■ 分类在估值上的使用

我们最终可把企业纵向分为 7 个生命周期阶段，横向分为 4 个能力区间，即把所有上市公司“安排”进了 28 个方块。总体来说一家企业的估值和同一个方块内部的企业差距不应太大；同上下左右方块之间的估值也应依序接近。

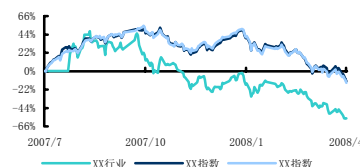
■ 医药企业分类框架可进一步完善

医药类上市公司家数较多，我们目前仅对部分代表公司（主要是中药企业）进行了分类，主要目的是通过这些公司建立起医药企业自上而下的分类框架。下一步我们将在进一步完善的基础上对更多医药企业进行分类。

行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
000423	东阿阿胶	推荐
600351	亚宝药业	推荐
600993	马应龙	推荐
600535	天士力	推荐
000963	华东医药	推荐

行业相对市场表现（近 12 个月）



资料来源：Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

云南白药	07A	08E	09E
PE	56.48	47.48	38.07
PB	14.12	14.18	12.76
EV/EBITDA	46.18	34.89	26.88
天士力	08A	09E	10E
PE	28.05	22.16	17.93
PB	3.75	3.57	3.37
EV/EBITDA	14.80	13.21	11.18

相关研究

中药行业估值分析（20080915）

中药行业估值分析（20081006）

分析师：

叶颂涛

（8627）65799535

yest@cjsc.com.cn

联系人：

杨靖凤

（8621）63217917

yangjf@cjsc.com.cn

正文目录

第一部分 医药企业分类的思路	4
一、建立医药企业分类框架的必要性	4
二、主要思路	4
第二部分 根据生命周期确立企业的发展阶段	5
一、生命周期理论	5
二、初次分类	7
三、分类校正	9
第三部分 根据能力要素给同一阶段的公司排序	11
一、阶段和专业能力评分	11
二、化学药制剂企业的能力要素	12
三、中成药企业的能力要素	16
第四部分 分类在估值上的使用	18

图表目录

图 1: 企业的生命周期图	6
图 2: 中药上市公司所处阶段的分布	10
图 3: 世界药业金字塔: 中国医药企业位于底部	13
图 4: 多西他赛零售价 (20mg, 元)	14
图 5: 中药行业竞争的树形格局	17
表 1: 企业生命周期各阶段的特征	6
表 2: 根据定性特征进行初次分类	7
表 3: 重点中药上市公司估值分析	10
表 4: 调整后的生命周期阶段	11
表 5: 最终的分类	12
表 6: 国内生产多西他赛的生产企业	14
表 7: 中国在国际药品市场上的地位提升	16
表 8: 2008 年上半年重点城市医院“洋中药”销售排名	16
表 9: 中药上市公司估值分析 (千元)	18
表 10: 部分代表企业去年底的估值水平 (EV/EBITA)	19
表 11: 重点公司评级	20

第一部分 医药企业分类的思路

一、建立医药企业分类框架的必要性

1、医药行业的复杂性

医药行业可能是市场中最复杂的行业之一：其中包含了周期性子行业——原料药；渠道类子行业——医药商业；高科技子行业——生物制药和首仿药；加工工业类子行业——普药和医疗器械；快速消费品子行业——中药保健品等。此外，医药行业还存在大量的投资控股公司。医药行业的复杂性还不仅仅表现在这里，本文甚至暂时无法考虑到这一层次。本文关心的重点仅仅是：在制剂类子行业（包括化学药制剂、中药制剂、生物药制剂等）内部，又如何分类评价？

即便以范围已大大收窄的中药制剂行业为例，也是很复杂的。我们在 40 多家中药上市公司内，居然找不到任何两家在产品线上相似的企业，而且就算把范围扩展到上市公司以外，也基本如此。

2、在估值上遇到的问题

正因为医药行业非常复杂，我们在估值时遇到较大困难。最大的困难在于：企业之间难以比较，一家公司的估值水平难以给其它公司提供参照。即便大家按照“一家公司就是一个行业”的理念深入研究了每一家公司，最终却找不到统一的估值基准。因此，整个医药行业的估值容易呈现内部相对无序状态。

如果能把在产品线上差别很大的医药企业按某种标准分成若干大的板块，做到在每个板块内部可进行估值比较，各板块相互之间也能建立某种估值联系，那么理顺医药行业的估值体系就有了可能。

二、主要思路

1、按产品分类不可行

正因为医药企业的产品差别太大，业内才有“只能自下而上进行研究”的认识。但我们认为自上而下地梳理医药行业是能做到的，关键是要找到梳理的依据，这个依据显然不能是产品线。

2、仅用核心竞争力分类存在一定的局限性

相对于产品，用核心竞争力（能力要素）来区分不同的医药企业是我们最初的想法。事实上投资者在考察一个医药企业时首先会了解公司的核心竞争力体现在哪里，是体现在研发能力上或者营销能力上。再比如，市场给予控股公司类的估值一般不是很高。因为这些公司的核心竞争力主要体现在资本运作能力上，未来的可预测性不是很高。核心竞争力必须重视的原因在于：它是公司独有的、别人难以模仿的能力，可以用来抵御竞争者的进攻。核心

竞争力的存在,也使全体员工对公司具有共同的认知,这是公司制定战略和执行战略的基础。

但核心竞争力也有其局限性,比如我们见过很多具有核心竞争力,却没有增长的公司。这些公司的防御能力的确很强,但进攻能力却十分薄弱。云南白药等企业多年来保持高速增长,仅用核心竞争力是无法很好解释的。

3、动态能力是时代的要求

在当前信息化时代,“唯一不变的是变化”。动态能力是企业适应动态环境变化的需要,以组织和管理过程、特定资产和发展路径这三个关键要素来形成企业动态能力的机理。

动态能力是改变企业能力的的能力,企业动态能力不仅关注企业特有的组织惯例,其焦点更是放在克服能力惯性的创新和开拓性能力上。在动态环境中,动态能力崇尚建立开拓性学习能力。开拓性学习能力是为了在长期内向企业提供新的战略观念而进行的侧重于变革的学习。云南白药等正是在对原始的核心竞争力进行了扬弃后,才走上持续增长道路的。

把动态能力纳入到分类标准中的确又进了一步,但企业在不同的发展阶段对动态能力的需求并不一样。事实上只有当企业有了核心竞争力,并对该核心竞争力形成路径依赖时,人们才会感到动态能力的欠缺。而在某些时候,企业的动态能力甚至出现“过剩”。

4、以生命周期理论来整合

生命周期理论相对成熟,且该理论本身就强调动态性。生命周期理论是根据灵活性和可控性,把一个企业的发展分成几个阶段。在不同的阶段,企业具有不同的特征。每个阶段需要不同的企业能力,甚至不同的领导人。既然生命周期理论包容了核心竞争力和动态能力理念,我们可尝试以其为核心整合两者。

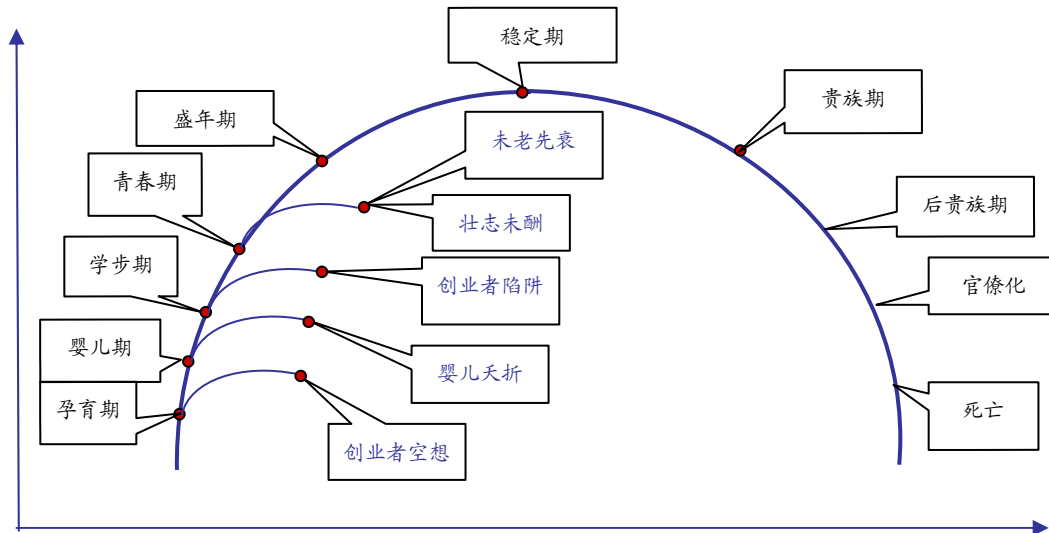
第二部分 根据生命周期确立企业的发展阶段

一、生命周期理论

从横向看,有多少种形态的公司,那么从纵向看,一家“有始有终”的企业就可能经历多个相应的阶段。正如我们不能把儿童同成人简单比较,得到儿童能力不如成人的结论一样,我们在进行公司能力比较时,也不应不管其所处阶段就简单比较。而是应先把公司按发展阶段分类,然后在每个阶段分出上下。医药行业的上市公司形态相对丰富,梯队比较完整,这意味着生命周期理论在该领域有用武之地。

爱迪斯通过灵活性与可控性两大因素的关系来表现企业的成长与衰老。他把企业生命周期分为十个阶段,即:孕育期、婴儿期、学步期、青春期、盛年期、稳定期、贵族期、后贵族期、官僚期以及死亡期。在企业发展的过程中存在着四个主要动力,就是 PAEI(P: 企业的行动力; A: 规范能力; E: 创新和冒险能力; I: 整合人际关系和横向协调的能力)。

图 1: 企业的生命周期图



资料来源：企业生命周期

表 1: 企业生命周期各阶段的特征

阶段	动力系统	特征
孕育期	--E-	(1) 创始构思未来 (2) 制订和谈论雄心勃勃的计划
婴儿期	Paei	(1) 注重成效 (2) 销售驱动 (3) 不追求规范
学步期		(1) 迅速增长 (2) 销售为王 (3) 偏爱冒险
青春期	pAEi	(1) 创业团队的冲突 (2) 暂时丧失远景 (3) 权力时放时收 (4) 继续保持增长
盛年期	PAEi	(1) 企业的制度和组织结构能够充分发挥作用 (2) 视野的开拓与创造力的发挥已经制度化 (3) 企业表现超群是预料之中的事 (4) 企业能够承受增长所带来的压力 (5) 企业分化出新的婴儿期企业，衍生出新的事业
稳定期	Pael	(1) 企业注重人际关系 (2) 忽视开发新市场，推出新产品

贵族期	PAel	(3) 依靠老市场、老产品维持生命
		(1) 投资于控制力和福利
		(2) 重视形式和传统
		(3) 不敢兴风作浪
		(4) 害怕变化，缺乏内部创新
后贵族期	PA-i	(5) 资金多
		(1) 互相推卸责任
		(2) 偏激、隐藏自我
		(3) 不关心客户
		(4) 内斗严重
官僚期	--A-	(1) 企业与外部环境脱节
		(2) 制度齐备然而做事效果不佳
		(3) 对结果缺乏把握
		(4) 客户需要自己打通关卡

资料来源：《企业生命周期》、长江证券研究部整理

我们在进行中国上市公司生命周期分析时，还需要考虑到国情：一是中国存在大量国有企业，这些企业往往是几家整合上市或剥离上市的，在组织上与原来的行政母体有千丝万缕的联系。按照生命周期的定义，我们可先将所有国企划入贵族期，再一一调整；二是中国的民营企业发展历史普遍不长，基本上还处在创业者控制阶段，即学步期以前。中国的并购市场和经理人市场不发达，导致相当多的企业从学步期直接进入了成熟阶段，越过了盛年期，此即所谓的“小富即安”。三是中国企业处于后贵族期和官僚期并非缘于盛极而衰，此时企业重组、转型成为主题，因此我们把这两个阶段合并为“转型期”。另外，上市公司里不存在处于孕育期和死亡期的企业，我们仅就其余 7 个阶段进行研究。

二、初次分类

第一步，我们根据企业的定性特征进行初次分类，主要依据是公司现状同生命周期理论各阶段特征的契合度。

表 2：根据定性特征进行初次分类

主要阶段 细分阶段	创业阶段		成长阶段			成熟阶段	
	婴儿期	学步期	青春期	盛年期	稳定期	贵族期	转型期
代表公司	沃华医药、 独一味、 紫鑫药业、 恩华药业	天士力、 康美药业、 益佰制药、 亚宝药业、 康缘药业、 仁和药业 华邦制药	东阿阿胶、 三九医药、 江中药业、 华东医药	云南白药 恒瑞医药	千金药业、 三精制药	同仁堂、 片仔癀、 九芝堂、 马应龙、 金陵药业、 哈药股份	广州药业、 太极集团、 中新药业、 武汉健民、

资料来源：长江证券研究部

我们初次定性分类的理由如下。

云南白药：

目前，云南白药已成为中国医药行业最成功的上市公司之一，也是中药行业的标杆企业。但在 1999 年以前，云南白药和同仁堂、片仔癀等一样，同为国有老字号中药企业，属于贵族期或贵族后期企业。1999 年后，在新管理层带领下，进行了成功的转型，获得了业绩的持续高速增长。

我们大致勾勒出公司发展的几根粗线条：一是不断改革内部管理体制以激活整个团队的能量；二是在产品开发上把白药同尽可能多的成熟产品嫁接；三是在业务规划上探索多元化发展之路。而这些措施的成功实施有赖于公司管理层较强的洞察力和执行力，而且与云南白药自身特点相契合。我们认为目前公司的灵活性和可控性都处于最佳状态，因此列入盛年期企业。

东阿阿胶：

前几年管理层问题的解决和大股东新定位的确立共同标志着东阿阿胶的发展步入了青春期。公司将在大股东的配合下大力发展保健品业务，并将产品销往超市。这对东阿阿胶来说是合理的冒险，表明公司的灵活性得到了提高。公司的主导产品同目标市场相关度较高，新业务成功的可能性较高，这预示着东阿阿胶有望成为下一个进入盛年期的中药企业。

天士力：

如果仅从复方丹参滴丸来看，公司经过盛年期已到了稳定期。但天士力的目标并不仅仅在于做大这一个产品，其目标是通过现代化手段大规模改造传统中药，以此开展差异化经营。由于中药注射剂近年环境不佳，公司的战略受到一定阻碍。但天士力又迅速把目光投向了生物制药，体现了学步期高度自信灵活、但行为连贯性不强的特点。

沃华医药：

从主导产品上看，沃华医药和天士力同属一个阵营。但作为在中小板上市的公司，沃华医药的产品市场份额远小于天士力。公司究竟是在中药心脑血管领域血拼下去还是转向新的利润增长点？我们认为沃华医药存在多种选择，灵活性比天士力更强，目标市场并未完全定下来。

千金药业：

公司在中药妇科用药方面位居前列，其目标市场基本稳定，暂时没有要扩张到其它领域的意图。中药妇科用药领域没有垄断者，这吸引了不少中药企业相继进入这一领域。但这些新进入者并没有尝到甜头，因为在该领域经营“知易行难”。千金药业在中药妇科用药领域默默耕耘了 20 多年，其它企业难以拷贝其建立品牌的历史。目前公司只需在原有领域继续投

入即可，没有转型的压力。但公司冒险的能力没有损害，这是处于稳定期的特征。

同仁堂：

同仁堂股份无疑是传统中药行业的最佳代表，正因为如此，该公司的命运同传统中药的命运紧密联系在一起。由于中医实践的萎缩，传统中药的发展陷入了困境。面对这种环境的大变化，众多中药企业进行了转型，有的走向中药西制，有的开发保健品、化妆品。虽然同仁堂集团在这些方面也有动作，但作为 A 股上市公司的同仁堂股份却担任着固守着传统的角色，其多次的营销改革并未取得预期的成果。同仁堂品牌筑就的壁垒十分强大，但环境的变化改变了游戏规则。同仁堂走老路不是很顺畅，而冒险能力也已较弱，这是处于贵族期的特征。

中新药业：

中新药业上市时已是天津市大量国有医药资产的集合体，虽然各部分资源还不错，但作为一个整体却缺乏协同性。这样的集团经过长时间的发展，出现了一些问题，资产质量也开始降低。由于体制陈旧，其内部变革的力量已消失殆尽。2006 年公司经营层换了血，但体制变革并未随之跟进，这是大型国企改革共有的难点。原有的路不能再走下去，要从根本上改变才有生机，这是转型期企业的特征。

三、分类校正

第二步，我们根据定量指标对这一分类进行校正。

我们选取“核心投资资本”作为主要考察对象，根据“核心投资资本收益率”和“核心投资资本增长率”的大小，我们将部分中药上市公司分为“高效扩张”、“高效维持”、“低效扩张”、“低效维持”4 类。这样分类的好处在于：增长率和收益率因为都涉及到投资资本而构成相互牵制的关系，如果上市公司一味追求增长就会损失收益率，成为低效扩张的。目前主流的估值理念认为：只有当投资资本收益率超过投资资本的成本时，才是增进上市公司的价值，否则是毁损价值。企业的处境不是一成不变的，而是在各个状态之间转换，因此我们把这一分类看作是企业的发展阶段分类，同生命周期的分类可相互比较验证。

为简单起见，我们仍以中药行业为例。在深沪两市上市的中药企业共有 41 家，考虑到这里的估值分析着眼于医药药主业，我们剔除 ST 公司、控股公司、主业多元化的企业及次新股后，将 19 家上市公司纳入计算范围。相关指标的计算口径为：

投资资本收益率=调整税后净利润（NOPLAT）÷核心投资资本

（取三年加权平均值：2006 年、2007 年和 2008 年的权数分别为 0.2、0.3、0.5，其中 2008 年使用上半年数据简单推算全年数据）

投资资本增长率=三年投资资本增长率的加权平均值

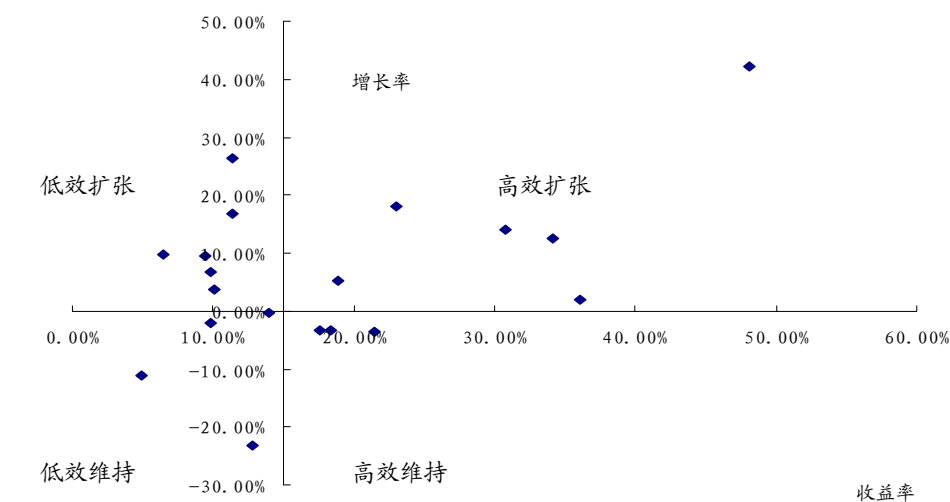
（其中 2008 年使用上半年数据代替）

中药上市公司估值分析表按投资资本收益率排序，我们把投资资本收益率不小于 15% 定义为“高效”，否则为“低效”；把投资资本增长率显著大于 0 的定义为“扩张”，否则为“维持”。

表 3：重点中药上市公司估值分析

公司名称	投资资本收益率 (%)				投资资本增长率 (%)				所处阶段
	2006	2007	2008	平均	2006	2007	2008	平均	
云南白药	61.59	53.37	39.59	48.12	19.60	64.41	38.17	42.33	高效扩张
东阿阿胶	27.35	35.64	39.96	36.14	-18.9	9.22	5.94	1.94	高效扩张
千金药业	21.42	32.56	40.22	34.16	22.63	-4.57	18.81	12.56	高效扩张
马应龙	33.51	13.97	39.69	30.74	5.17	61.28	-10.57	14.13	高效扩张
片仔癀	27.67	19.58	23.20	23.01	13.41	54.54	-2.16	17.96	高效扩张
金陵药业	16.03	14.24	27.94	21.45	3.06	-3.42	-6.10	-3.46	高效维持
康缘药业	14.20	17.89	21.39	18.90	-6.15	12.83	4.96	5.10	高效扩张
江中药业	9.76	13.80	24.56	18.37	6.78	-5.39	-6.34	-3.43	高效维持
九芝堂	8.67	15.36	22.36	17.52	-5.90	-2.46	-2.59	-3.21	高效维持
同仁堂	11.20	12.47	16.01	13.98	-2.35	10.22	-5.72	-0.26	低效维持
S 三九	7.88	8.21	17.49	12.78	0.46	2.17	-48.11	-23.31	低效维持
天士力	16.97	9.10	10.55	11.40	0.77	42.62	7.48	16.68	低效扩张
康美药业	8.97	10.74	12.67	11.35	38.99	16.30	27.23	26.30	低效扩张
亚宝药业	3.95	8.08	13.87	10.15	9.39	-0.65	4.29	3.83	低效扩张
益佰制药	-13.9	14.10	16.70	9.78	-15.2	9.12	13.91	6.65	低效扩张
广州药业	8.35	10.86	9.71	9.78	5.69	4.32	-8.89	-2.01	低效维持
康恩贝	6.72	11.52	9.29	9.44	52.93	-16.80	8.00	9.55	低效扩张
羚锐股份	1.44	7.97	7.57	6.46	19.91	4.12	9.15	9.79	低效扩张
武汉健民	2.30	2.35	7.52	4.92	-4.35	2.94	-22.26	-11.12	低效维持
行业比较	投资资本收益率 (%)				投资资本增长率 (%)				所处阶段
	2006	2007	2008	平均	2006	2007	2008	平均	
恒瑞医药	26.6	37.5	50.1	41.6	0.5	18.5	24.0	17.6	高效扩张

资料来源：长江证券研究部

图 2：中药上市公司所处阶段的分布


资料来源：长江证券研究部

这样就将重点中药企业分为了4类：

“高效扩张”企业6家：云南白药、东阿阿胶、千金药业、马应龙、片仔癀、康缘药业。根据第一步的分类，这些企业分别分布在青春期、盛年期、稳定期和贵族期。按理处于贵族期的企业不应表现出明显的扩张，因此把马应龙和片仔癀调整到稳定期。

“高效维持”企业3家：金陵药业、江中药业、九芝堂。高效维持是稳定期和贵族期的特点，而第一步分类时把江中药业放到青春期了，现在调到稳定期。

“低效扩张”企业6家：天士力、康美药业、亚宝药业、益佰制药、康恩贝、羚锐股份。在第一步骤里基本上都分在学步期，不用调整。

“低效维持”企业4家：同仁堂、三九医药、广州药业、武汉健民。把同仁堂、广州药业和武汉健民放在成熟阶段是合适的。三九医药属于转型比较成功的公司，我们认为将其放在成长组内也是合适的。

表4：调整后的生命周期阶段

主要阶段	创业阶段		成长阶段			成熟阶段	
细分阶段	婴儿期	学步期	青春期	盛年期	稳定期	贵族期	转型期
	沃华医药	天士力	东阿阿胶	云南白药	千金药业	同仁堂	广州药业
	恩华药业	康缘药业	三九医药	恒瑞医药	片仔癀	九芝堂	太极集团
	独一味	仁和药业	华东医药		马应龙	哈药股份	中新药业
	紫鑫药业	亚宝药业			江中药业	金陵药业	武汉健民
		益佰制药			三精制药		
		康美药业					
		华邦制药					

资料来源：长江证券研究部

第三部分 根据能力要素给同一阶段的公司排序

一、阶段和专业能力评分

划分出生命周期阶段后，接下来就可以对每个阶段内的公司进行排序。我们需要了解公司是否拥有所在阶段应有的能力，也需了解公司是否具备所在子行业应有的专业能力。

阶段能力评分需要考察以下内容：同下一理想阶段的距离；财务健康程度；投资资本收益率和投资资本增长率排序。根据考察结果分别给1-5分。

专业能力评分需要考察以下内容：同目标市场容量的距离；公司拥有专业能力的强度。根据考察结果分别给1-5分。

这两部分内容类似通常的公司分析，我们取两者的平均分，作为“阶段和专业能力评分”。

表 5: 最终的分类

主要阶段	创业阶段	成长阶段				成熟阶段	
细分阶段	婴儿期	学步期	青春期	盛年期	稳定期	贵族期	转型期
阶段 和 专 业 能 力 评 分	4-5	沃华医药	天士力	东阿阿胶	云南白药	千金药业	同仁堂
		恩华药业			恒瑞医药	江中药业	广州药业
	3-4	独一味	康缘药业	三九医药		片仔癀	九芝堂
			仁和药业	华东医药		马应龙	哈药股份
			亚宝药业			三精制药	
		华邦制药					
	2-3	紫鑫药业	益佰制药			金陵药业	中新药业
			康美药业				武汉健民
	1-2						

资料来源：长江证券研究部

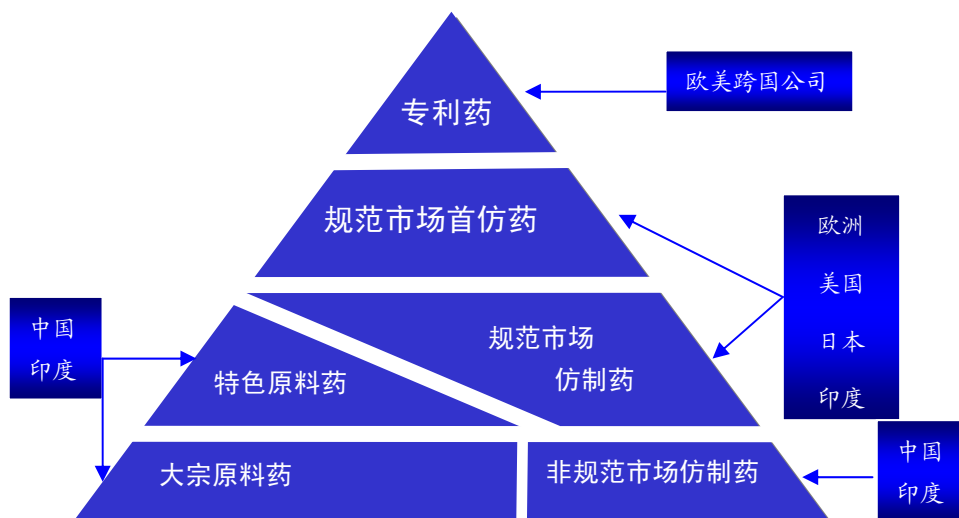
考察专业能力可揭示出公司正在经营的领域有多大的发展空间。比如，马应龙在治疗外用领域和武汉市药品零售领域取得优势地位。那么较有把握的核心优势扩展空间就是治疗领域和武汉的药店。云南白药本来是在骨科领域有核心竞争力的，如果不扩展，空间是十分有限的。扩展到牙膏、药妆后，如果能成功则空间较大。可见核心竞争力是可以重新构建，逐步扩展的，既要求有稳定的核心竞争力，又不能核心刚性化。如果一个企业达到目标后没有树立更高的目标，走向衰落就只是个时间问题了。

下文以化学药和中药制剂子行业为实例研究专业能力的排序。

二、化学药制剂企业的能力要素

首先我们看全球医药产业的竞争格局：少数欧美跨国公司垄断了专利药的研发、生产及销售，依靠价格高昂的新药成为“重磅炸弹”，这些公司处于全球医药产业金字塔的顶端；欧美、日本、印度、以色列等国的大型仿制药企业又垄断了规范市场的非专利药市场，靠着不菲的药价和发达国家完善的医保体系，迅速积聚着利润，稳居药业金字塔的中部；以中国为代表的发展中国家生产的药品则只能在本国和非规范市场销售，存在于药品世界的主流之外，屈居药业金字塔的底部。

图 3：世界药业金字塔：中国医药企业位于底部



资料来源：长江证券研究部

综合考虑中国化学药企业的竞争地位和发展趋势，我们认为首仿能力是目前最重要的能力要素。

1、在规范市场首仿具有巨大经济利益

2008 年，全球有年销售额约 200 亿美元的药品专利过期，而 2011~2015 年间又有 770 亿美元销售的专利过期。随着这些重磅级专利产品在世界上独占期的结束，仿制药市场可望以 14% 左右的速度增长。

专利药在北美过期后，价格降低 30%-60%，首仿药可以获得 6 个月的保护期，在这个阶段可以获得 40% 的市场份额。

制剂的利润空间远大于原料药，若制剂能打入规范市场，制药企业由原料药厂商转型为通用名药厂商后，其产值和利润有可能呈爆炸式增长。在非规范市场卖的原料药，可以在规范市场卖出 2-3 倍的价格，而在制剂中，原料药的成本往往只有 10% 左右。如此悬殊的差异反映出产业升级之后，企业的利润空间是非常之大。

印度 2005 年在制剂仿制药出口市场所占的规模为 40 亿美元左右，远远超过了中国同期的 3.80 亿美元。

我国仿制药的“硬伤”主要有四：1.原料的差距，虽然现在我国已经是原料药出口大国，但是很多原料药出口到国外以后还要再经过提纯，才会应用到制剂生产中；2.辅助材料方面的差距，目前我国药品生产所用的辅助材料品种规格偏少，质量也不稳定；3.新技术的差距，有些技术在国外的制剂生产中早已应用成熟，而在国内仅有几家合资企业采用；4.创新剂型的差距，在美国，一种原料与剂型的比例大约在 1:40 左右，在日本这一比例大约为 1:14，在中国只有 1:3。

2、在国内首仿同样具有可观的经济利益

国际规则是首仿药拥有 6 个月的优先销售时效。而在我国，也提出将对仿制药品实行“后上市价格从低定价”制度，以有效抑制低水平重复建设，这也是对首仿药利益的保护。《药品注册管理办法》强调仿制药应与被仿药在安全性、有效性及质量上保持一致，也不可避免地会造成仿制药品数量下降。另外，首先上市，首先做推广，不仅提前获利，还有利于占据市场的最大份额。例如恒瑞医药在 2002 年 9 月获准生产多西他赛，成为国内首仿成功的厂家，比齐鲁制药早了一年多。

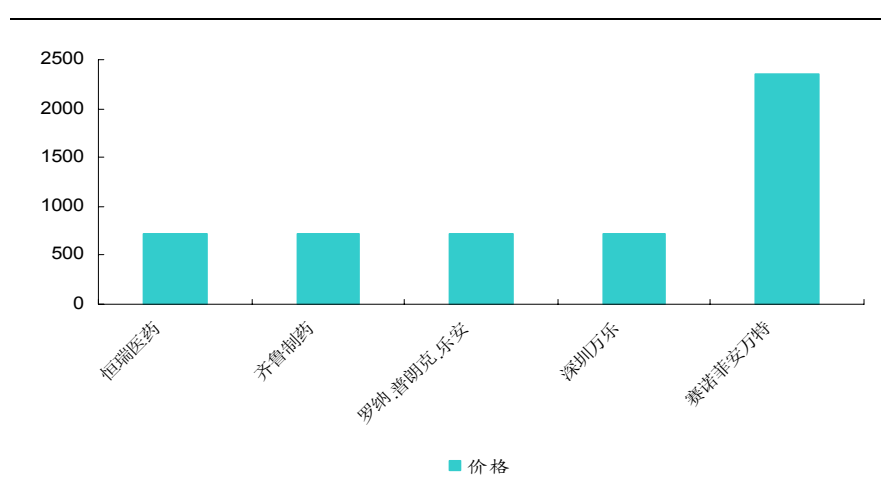
表 6：国内生产多西他赛的生产企业

生产厂家	批准日期
恒瑞医药	2002-9-30
齐鲁制药	2003-12-12
上海三维制药	2005-5-10
北京东方协和医药	2005-5-10
浙江万马药业	2005-5-27
浙江万马合成	2005-5-27
扬州奥赛康药业	2005-8-11
深圳万乐药业	2005-10-19
江苏奥赛康药业	2006-4-3
天津华立达生物工程	2006-9-11
重庆泰豪制药	2007-10-30
烟台东城生化	2008-2-22
上海新亚药业	2008-6-16

数据来源：SFDA

2005 年，恒瑞医药的销售超过拥有多西他赛专利权的赛诺菲-安万特，在样本医院销售份额达到了 48.68%，赛诺菲为 34.52%，齐鲁制药为 16.56%。

图 4：多西他赛零售价（20mg，元）



资料来源：医药数据网

3、首仿意识和研发能力缺一不可

不论是在国际上还是在国内，首仿能力都是一种重要的竞争优势。具有规范市场首仿能力的企业一般有如下特征：

一是原料和制剂生产线通过了美国 FDA 认证。通过认证是前提条件，目前已经有一些国内医药企业在做这方面的工作，譬如华海药业、大连美罗药业、江苏先声药业、上海复星医药、浙江海正药业、上海新先锋药业、北京医药集团等，其中华海药业已率先通过了认证。制剂生产线通过 FDA 认证以后，公司生产的制剂即达到了在美国等规范市场销售的标准。一开始，公司可能受制于网络和渠道的因素，只能利用认证为规范市场的制药企业做代工，但最终目标是将自有品牌药打入通用名药规范市场。

二是企业研发实力较强。在研发策略上，仿制药企业一般采用两大策略：其一、专利挑战策略，研究跨国企业的药品专利，找出漏洞诉其专利无效，或通过避开专利保护范围合成药物；其二、药品加速申请策略。在专利药到期之前，利用不同的合成方法合成药物分子，化合物专利一到期就马上上市自己的非专利药品。要达成上述两个目的，企业必须有成体系的研究队伍和先进设备，并有资金实力在一段时期“烧钱”。

三是有通往欧美的销售渠道。企业在第一个首仿药推出前，往往通过代工等方式取得了同规范市场营销企业的合作，因而有了初步的国际营销渠道；当仿制能力得到市场认可后，又可以通过海外收购的方式获取更多的销售渠道。国内的原料药企业同海外销售打交道较早，这方面较制剂企业拥有一定的优势。

4、两条路径通向规范市场

目前中国医药企业距离规范市场创新药企业有两个台阶，而距离规范市场仿制药企业有一个台阶，显然近几年把成为规范市场仿制药企业作为我们的努力目标就是更加现实的定位。

我们认为中国医药企业要成为规范市场仿制药企业有两条路径：一条就是常被提到的“印度模式”，即从特色原料药升级而来。印度的制药企业有 2 万多家，很多都是小企业，但在 10 多年前，通过 FDA 认证的就有 70 多家。印度医药企业国际化做得较好的主要动因是其国内药品市场容量很小，只有 500 亿人民币，且人口结构较年轻，只有将目光放到海外。“印度模式”的优势在于：通过原料药的国际化认证和国际销售，相关企业在人才、资金、国际合作、研发能力等方面会逐步积累；另一条路径就是先成为中国国内市场的首仿企业，再待时机突破。这一方式的优势在于：可以充分利用庞大的国内市场积累资金，在研发上针对首仿甚至仿创进行更集中的投入，一旦时机成熟（如首仿接近成功）即通过海外收购和合作直接转为规范市场的首仿企业。我们认为后者的风险要小一些，更加符合国情，且可能快于前一路径达到目标。

表 7：中国在国际药品市场上的地位提升

2001 年		2005 年		2009 年		2020 年	
国家	排名	国家	排名	国家	排名	国家	排名
美国	1	美国	1	美国	1	美国	1
日本	2	日本	2	日本	2	中国	2
德国	3	德国	3	德国	3	日本	3
法国	4	法国	4	法国	4		
意大利	5	意大利	5	英国	5		
英国	6	英国	6	意大利	6		
西班牙	7	西班牙	7	中国	7		
加拿大	8	加拿大	8	西班牙	8		
墨西哥	9	中国	9	加拿大	9		
中国	10	墨西哥	10	土耳其	10		

资料来源：IMS

三、中成药企业的要素

中医药是同西医药并列的不同医药体系，尽管日本等国也生产甚至出口“汉方药”，中国企业在中药行业处于全球领导地位是无可置疑的。即便扩大到传统医药的范畴，中国中药产业都是处于显著的优势地位，这与中医药完整的理论体系、口碑卓著的历史和政府的政府大力支持是分不开的：在各国仍把传统医疗列为辅助治疗手段的今天，中国政府一直给予中医药同西医药一样的地位，对于中药行业的维系和发展起到十分关键的作用。

表 8：2008 年上半年重点城市医院“洋中药”销售排名

排名	药品名称	生产企业	市场份额	疾病大类
1	迈之灵片	德国礼达大药厂	0.22%	消化系统
2	草木犀流浸液片	日本生晃荣养药品株式会社	0.19%	消化系统
3	吉诺通胶囊	德国保时佳大药厂	0.18%	五官科
4	银杏叶注射液	德国威玛舒培博士大药厂	0.08%	心脑血管
5	仙璐贝口服滴剂	德国比奥罗历加制药有限公司	0.07%	五官科
6	水飞蓟素片	德国马博士大药厂	0.07%	消化系统
7	对约翰草提取物片	德国威玛舒培博士大药厂	0.07%	神经系统
8	银杏叶片	德国威玛舒培博士大药厂	0.05%	心脑血管
9	飞蓟素胶囊	德国马博士大药厂	0.05%	消化系统
10	威利坦缓释片	德国威玛舒培博士大药厂	0.04%	消化系统

资料来源：标点信息

但在繁荣的表象下,我们认为中药行业的发展存在隐忧: 在国际主流医药市场, 中药仍不被当地医保系统所接受, 还是只能以食品的身份存在; 我们的出口以中药材为主, 附加值很低; 目前西方植物药的盛行虽然有助于人们接受中药概念, 但在市场上又直接挤压了中药的国际生存空间。

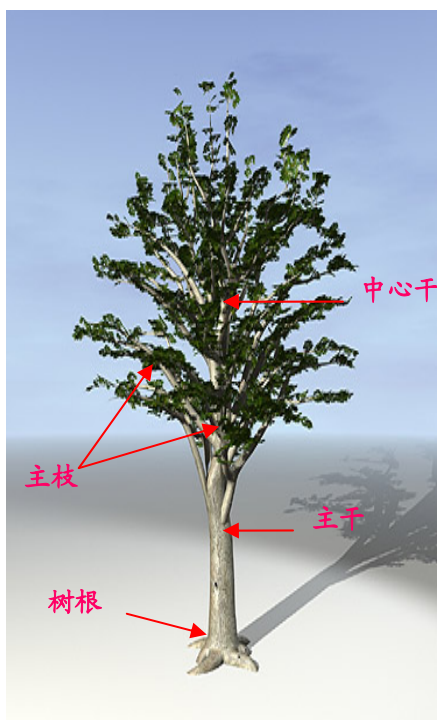
更大的挑战来自国内: 随着越来越多的品牌化学药专利到期, 化学仿制药正成为各国医保体系青睐的对象, 增长势头强劲, 在中国也不会例外。而中药行业由于自身发展存在的一些问题, 在与西药的竞争中比较吃力。

中药行业面临的一个现实问题在于: 中医实践停滞不前甚至有所退步, 同西医实践蒸蒸日上形成巨大反差。千百年来, 中药自发绵延向前发展的根源主要来自两个方面: 一是中医理论的传承发展; 二是中医实践的不间断开展。在西医药进入中国之初, 曾发生过政府出面废除中医的事件, 但由于当时中医实践在民间仍十分兴旺, 故废除中医遭到全国强烈抵制, 政府最后只得作罢。现在的情况则是: 政府在维护中医药的传统地位, 而民间却不时发出要废除中医的倡议, 这股力量不容小视。

中医实践停滞不前的原因为: 中医理论难以用现代科学术语表达, 造成很多现代人的不理解和不接受; 传统的中医实践需要大量患者支持, 患者的减少必然影响中医师水平的提高, 反过来又会减少患者数量, 这样就容易形成恶性循环; 中医人才的培养步入误区, 中西医结合 (不论是教育还是医疗实践) 的效果往往是西医取代中医。总之, 现代人难以理解中医药理论是中医实践停滞的内在原因。而不重视中医药特点, 按西医药的标准、方式“平等”对待中医药, 是中医实践走向停滞的体制性原因。

这种大的背景下, 中药企业的竞争格局呈现“树形”结构。树根部位公司: 维持传统的品种和传统的营销模式 (如同仁堂、片仔癀); 主干部位公司: 一方面挖掘传统, 一方面剂型创新 (如东阿阿胶); 中心干部位公司: 向保健品、化妆品等业务方向转化 (如云南白药、江中药业); 主枝部位公司: 迎合西医, 选择部分产品中药西制 (如天士力)。

图 5: 中药行业竞争的树形格局



资料来源：长江证券研究部

根据目前的竞争形势，理论上目前发展最快的应是中心干部位的公司；主枝部位公司前景不错，但短期受阻于不良反应事件；主干部位公司最有后劲；树根部位公司同中医药的命运同步。可见，对中药企业而言，品牌运作能力是最重要的能力要素。

第四部分 分类在估值上的使用

根据上述模式，我们已可把企业纵向分为 7 个生命周期阶段，横向分为 4 个能力区间，即把所有上市公司“安排”进了 28 个方块。目前我们暂时还未确定各个方块之间合理的估值比例，但总体来说一家企业的估值和同一个方块内部的企业差距不应太大；同上下左右方块之间的估值也应依序接近。表 9 为 2008 年 9 月底我们测算的估值结果。

市值 = 估值日收盘价 × 最新总股本

EV = 市值 + 有息负债价值 + 少数股东权益价值 - 非核心业务价值

EBITDA = 净利润 + 税收 + 利息 + 折旧 + 摊销

NOPLAT = (EBITDA - 折旧 - 摊销) × (1 - 税收)

表 9：中药上市公司估值分析（千元）

公司名称	市值（千元）	企业价值 (EV 千元)	EV/ EBITDA	EV/ NOPLAT	所处阶段
云南白药	14,802,284	14,774,708	27	36	高效扩张
东阿阿胶	7,610,285	7,145,850	20	30	高效扩张
千金药业	3,042,749	2,542,109	20	26	高效扩张
马应龙	1,750,005	1,324,630	9	12	高效扩张
片仔癀	2,339,400	2,096,935	15	22	高效扩张
金陵药业	2,394,000	1,497,211	4	6	高效维持

康缘药业	4,457,544	4,262,355	18	32	高效扩张
江中药业	2,313,757	2,299,875	7	11	高效维持
九芝堂	1,931,458	1,321,040	7	12	高效维持
同仁堂	7,426,983	7,666,541	12	19	低效维持
S 三九	13,714,389	14,022,170	22	31	低效维持
天士力	5,490,000	6,208,638	14	26	低效扩张
康美药业	6,199,284	4,872,670	12	19	低效扩张
亚宝药业	1,557,062	1,613,454	9	15	低效扩张
益佰制药	1,813,161	2,026,026	9	16	低效扩张
广州药业	5,497,902	5,549,802	11	19	低效维持
康恩贝	1,720,440	1,686,774	10	22	低效扩张
羚锐股份	1,206,327	1,223,623	18	30	低效扩张
武汉健民	756,255	442,000	7	14	低效维持
行业比较	市值（千元）	企业价值 (EV 千元)	EV/ EBITDA	EV/ NOPLAT	所处阶段
贵州茅台	124,477,782	121,096,855	17	26	高效扩张
双汇发展	16,664,860	18,895,742	19	31	高效扩张
恒瑞医药	18,167,085	17,647,908	22	33	高效扩张

资料来源：长江证券研究部（股价取 2008 年 9 月 26 日收盘价）

表 10：部分代表企业去年底的估值水平（EV/EBITDA）

主要阶段	创业阶段		成长阶段			成熟阶段	
细分阶段	婴儿期	学步期	青春期	盛年期	稳定期	贵族期	转型期
阶段	4-5	天士力 14	东阿阿胶 22	云南白药 27	千金药业 20	同仁堂 12	广州药业 11
				恒瑞医药 22	江中药业 7		
和专	3-4	康缘药业 18	三九医药 22		片仔癀 15	九芝堂 7	
		亚宝药业 9			马应龙 9		
业能	2-3	益佰制药 9				金陵药业 4	武汉健民 7
		康美药业 12					
力评	1-2						
分							

资料来源：长江证券研究部

从上表可知，在 2008 年 9 月底，市场的积弱导致中药行业的估值排序出现了一定的混乱。以云南白药的估值（EV/EBITDA）为基准，恒瑞医药、千金药业、同仁堂、广州药业、东阿阿胶、天士力、三九医药、片仔癀的估值基本上是成序列的。但康缘药业在“学步期”内较高，有高估迹象；亚宝药业、益佰制药、马应龙、江中药业、九芝堂、金陵药业的估值则明显低于同一方块或相邻方块，有被低估迹象。

而从 2008 年 9 月 26 日至 2009 年 2 月 13 日，康缘药业、云南白药、恒瑞医药、千金药业、东阿阿胶分别只上涨了 14.6%、25.2%、12.3%、25.7%、25.6%；而亚宝药业、益佰制药、马应龙、江中药业、九芝堂、金陵药业的涨幅分别为：60.5%；44%；

56.5%; 79.7%; 61.9%; 66.1%。估值差距有所缩小，这表明市场价格体系具有自我修复倾向。

医药类上市公司家数较多，我们目前仅对部分代表性企业（主要是中药企业）进行了分类，主要目的是通过这些公司建立起医药企业自上而下的分类框架。下一步我们会把更多的重点公司纳入进来。需要指出的是，本文是针对复杂的医药行业展开研究的，主要目的是找出该行业内部估值明显错位的地方。但分类本身有赖于对企业的深入了解，需要研究者对若干关键点作出自己的判断。只不过判断的标准是自上而下筛选出来的，具有系统性、普适性和重要性。作为阶段性成果，我们认为该框架仍有进一步提升的空间，随着我们对企业发展规律的认识进一步加深，该框架将更加完善。

表 11：重点公司评级

证券代码	公司简称	股价	EPS (元)			P/E (X)			P/B (X)			评级	
			07A	08E	09E	07A	08E	09E	07A	08E	09E	上次	本次
600085	同仁堂	16.96	0.45	0.51	0.60	37	32	28	3.15	3	2.87	推荐	推荐
600436	片仔癀	25.49	0.68	1.01	0.99	38	26	26	5.15	4.9	4.6	谨慎推荐	谨慎推荐
000423	东阿阿胶	18.15	0.39	0.52	0.71	46	35	26	7.37	7	6.7	推荐	推荐
000538	云南白药	39.30	0.70	0.83	1.03	61	48	38	14.12	14.18	12.76	谨慎推荐	谨慎推荐
600993	马应龙	27.53	1.45	0.93	1.16	19	30	24	3.3	3	2.86	推荐	推荐
600535	天士力	14.71	0.36	0.53	0.66	40	28	22	3.75	3.57	3.37	推荐	推荐
000999	三九医药	16.81	0.29	0.52	0.65	59	32	26	5.38	5.12	4.98	谨慎推荐	谨慎推荐
600351	亚宝药业	16.26	0.28	0.57	0.71	58	28.5	23	3.3	3.1	2.88	推荐	推荐

资料来源：长江证券研究部

分析师介绍

叶颂涛，中南财经大学计统系毕业，从事医药行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。