

基于业财融合视角的制药行业上市公司发展研究——以恒瑞医药为例

祝韻¹ 杨绍蒙²

1. 贵州黔元会计师事务所（特殊普通合伙），中国·贵州 贵阳 550004

2. 北京交通大学经济管理学院，中国·北京 100044

摘要：近年来，国家加大了对制药企业自主创新的支持力度，技术创新更加成为制药企业生存发展的核心竞争力。论文以创新药物的龙头企业恒瑞医药为对象，对其公司发展战略和财务状况进行综合分析。结合 2018—2022 年具体财务数据，对其成长能力、盈利能力、资产周转效率、偿债能力与融资结构进行多维度分析。研究发现恒瑞医药的研发创新能力较强，但在盈利能力、存货周转和融资结构方面存在优化空间。鉴于此，就如何优化恒瑞医药的经营管理提出了加大研发投入、改善存货管理和调整融资结构三方面建议，希望能够对恒瑞医药以及其他制药企业的发展有一定参考意义。

关键词：恒瑞医药；制药行业；发展战略；财务分析；创新药物

Research on the Development of Listed Pharmaceutical Companies from the Perspective of Business Finance Integration — Taking Hengrui Medicine as an Example

Yun Zhu¹ Shaomeng Yang²

1. Guizhou Qianyuan Accounting Firm (Special General Partnership), Guiyang, Guizhou, 550004, China

2. School of Economics and Management, Beijing Jiaotong University, Beijing, 100044, China

Abstract: In recent years, the state has increased its support for independent innovation of pharmaceutical enterprises, and technological innovation has become more of a core competitiveness for the survival and development of pharmaceutical enterprises. The paper takes Hengrui medicine, a leading enterprise of innovative drugs, as the object, and comprehensively analyzes its corporate development strategy and financial situation. Combined with specific financial data from 2018-2022, it analyzes its growth ability, profitability, asset turnover efficiency, solvency and financing structure in multiple dimensions. The study finds that Hengrui medicine has strong R & D and innovation ability, but there is room for optimization in profitability, inventory turnover and financing structure. In view of this, the study puts forward three suggestions on how to optimize the operation and management of Hengrui medicine, namely, increasing R & D investment, improving inventory management and adjusting the financing structure, which hopefully can be of some reference significance to the development of Hengrui medicine and other pharmaceutical enterprises.

Keywords: Hengrui medicine; pharmaceutical industry; development strategy; financial analysis; innovative drugs

0 前言

在当今制药行业，随着国家医疗改革的持续深化以及国外医药企业的不断涌入，中国医药市场机遇与竞争并存，市场存在药品低价竞争、研发能力不足和仿制药生产过剩等问题。在此背景下，制药企业需要选择合适的战略提高研发创新能力，形成竞争优势，从而提升企业价值。作为新药研发的龙头企业，恒瑞医药的公司战略、财务状况，将为中国制药企业的经营管理提供有益借鉴。论文以恒瑞医药为研究对象，结合其 2018—2022 年财务数据进行多维度分析，发现企业在盈利能力、存货周转、融资结构方面存在不足并针对性提出建议，以期对恒瑞医药以及制药行业经营管理及财务状况优化提供一定的经验和启示。

对上市公司的财务状况进行分析，已经成为诸多学者研究的热门课题。研究成果的益处是显而易见的：一方面，公司可以根据分析结果，调整企业的经营策略，改善财务状况；另一方面，股票市场和债券市场上的投资者，可以及时调整自己的投资方向，从而获利或防止损失。但是在具体内容上，这些分析大都缺少与企业战略和具体业务的结合，使财务分析的结果较为片面。基于此，研究旨在通过对恒瑞医药公司战略、财务状况的结合分析，提出相应的完善措施。

1 恒瑞医药财务状况及其影响因素分析

1.1 公司概况

江苏恒瑞医药股份有限公司成立于 1970 年，于 2000

年 10 月在上海证券交易所上市，是目前国内药物创新的领军企业。恒瑞医药围绕抗肿瘤药、代谢疾病用药、手术用药、心血管疾病用药、自身免疫疾病用药等领域研发新药。以打造“中国人的专利制药企业”为目标，实施“科技创新”和“国际化”战略，坚持高强度的研发投入，专注于创新药品的研发以及国际市场的开拓。

公司股权结构清晰，核心子公司分工明确。孙飘扬先生是恒瑞医药的实际控制人，通过恒瑞医药集团公司持有江苏恒瑞医药集团有限公司 89.22% 的股份，间接持有江苏恒瑞医药股份公司 21.51% 的股份。恒瑞医药在美国、瑞士、德国等地均设立子公司，中国子公司包括苏州盛迪亚生物医药、北京盛迪医药、上海恒瑞医药等，分别负责研发、生产、销售、投资等不同的业务板块。

1.2 成长能力及其影响因素分析

成长能力是指企业资产规模、收入规模、市场占有率等随着市场环境变化持续增长的能力，是企业未来发展趋势和速度的体现，反映了企业的发展前景。评价企业成长能力的指标通常选取营业收入增长率、总资产增长率等。营业收入增长率是本年营业收入增加额与上年营业收入总额之比，表示主营业务收入的变动情况，可以用来判断公司产品的生命周期以及公司所处发展阶段。总资产增长率为企业本年总资产增长额与年初总资产额之比，表示企业总资产的增长情况。可持续增长率是指不增发新股并保持目前经营效率和财务政策条件下公司销售所能达到的增长率，反映投资者从该企业中获得的可持续增长程度。

1.2.1 变动趋势

2018—2022 年，恒瑞医药营业收入增长率先增长后下降，在 2019 年达到峰值。总资产增长率和可持续增长率同样先增长后下降并且有着相似的幅度，在 2020 年达到最大值。2020 年恒瑞医药营业收入高达 277.35 亿元，可持续增长率高达 23.48%，市场竞争力逐步增强。2020 年后，公司营业收入同比增速开始明显下降。2021—2022 年公司营业收入出现负增长，总资产增长率、可持续增长率下降超过 10%。

从具体业务分析，公司营业收入主要依靠抗肿瘤药、麻醉镇痛药、造影剂三大主要业务收入，其中抗肿瘤药一直是恒瑞医药营业收入的重要来源。并且抗肿瘤药物以创新药收入为主，毛利率相对较高。2021—2022 年恒瑞医药受集中带量采购和国家医保谈判下药品大幅降价影响，各类收入均有所下降，三大业务收入近五年呈现先增后减状态，见图 1、图 2。

1.2.2 战略因素影响

恒瑞医药坚定向创新型国际化药企转型，采取的研发策略是向市场推出新产品。这种策略风险较大，需要投入大量人力、财力，不确定性较高，因此公司采取稳中求进的战略。公司进一步丰富抗肿瘤产品线，扩展造影剂和手术用药销售额。新增老年慢性病板块，主要包括糖尿病、心血管用

药，重点研发降糖药物，逐步完善产品结构，提升国际市场产品的竞争力。

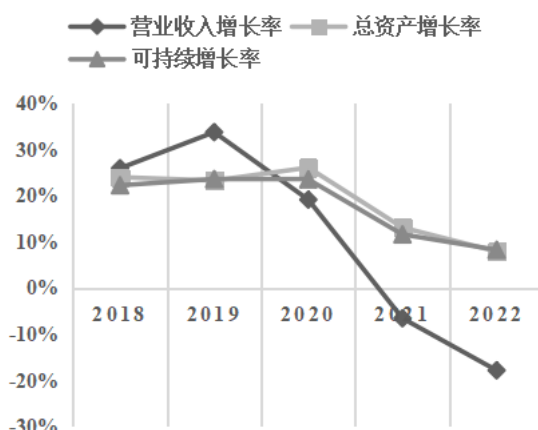


图 1 2018—2022 年营业收入增长率、总资产增长率、可持续增长率

数据来源：根据恒瑞医药（600276.SH）2018—2022 年年度报告信息整理。

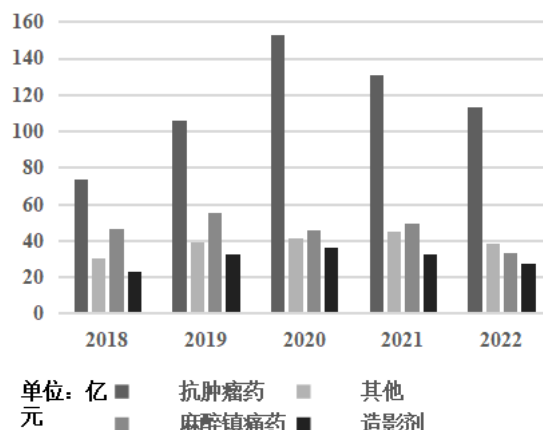


图 2 2018—2022 年各业务收入变化

数据来源：根据恒瑞医药（600276.SH）201—2022 年年度报告信息整理。

1.2.3 经营因素影响

2006 年以来，恒瑞医药进入逆向创新阶段。逆向创新是指企业在发展中国家开发创新产品后，反过来将产品推向发达国家或别的发展中国家的创新路径。这要求企业有高水平的研发投入和创新能力。2022 年恒瑞医药累计研发投入 63.46 亿元，比上年同期增加了 2.29%，研发投入占销售收入之比高达 29.83%。持之以恒的高研发投入为公司长远发展提供了有力支撑，虽然对当期利润造成了一定影响，但未来将成为公司发展的核心竞争力，因此恒瑞医药发展能力较强。

1.2.4 影响因素总结

恒瑞医药的成长能力出现波动，与恒瑞医药营业收入下降以及其“科技创新”战略有关。2018—2022 年恒瑞医

药营业收入受到集中带量采购和国家医保谈判政策的影响，营业收入有所下降。但恒瑞医药一直实施创新战略，不断增加研发投入，并优化产品结构，布局国际市场，因此未来成长能力较强。

1.3 盈利能力及其影响因素分析

盈利能力是企业一定期间内获取利润的能力，反映企业经营状况和效率，并且企业的盈利能力与偿债能力和营运能力密切相关。反映企业盈利能力的指标有销售毛利率、销售净利率等。

1.3.1 变化趋势

恒瑞医药的盈利能力在 2020 年达到最高点。2018—2020 年随着公司加大研发投入，以及核心业务销售的提升，销售毛利率、销售净利率持续上涨。2021—2022 年，恒瑞医药销售毛利率、销售净利率出现下滑，公司盈利能力下降。与行业其他龙头（中国生物制药、复星医药、石药集团）相比，恒瑞医药的毛利率近五年相对较高，净利率在 2018—2020 年处于领先水平，2021—2022 年略有下降，但仍处于较高水平，总体来说盈利能力较好，见图 3、图 4。

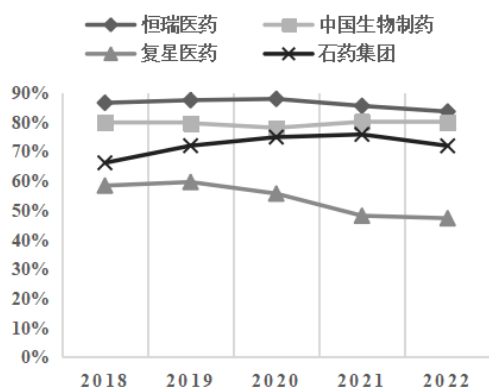


图 3 四大龙头企业 2018—2022 年毛利率变化

数据来源：根据恒瑞医药、中国生物制药、复星医药、石药集团 2018—2022 年年度报告信息整理。

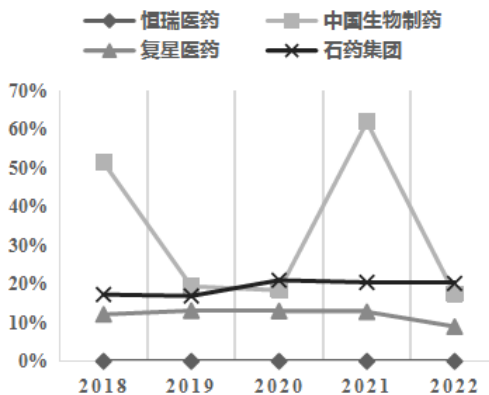


图 4 四大龙头企业 2018—2022 年销售净利率

数据来源：根据恒瑞医药、中国生物制药、复星医药、石药集团 2018—2022 年年度报告信息整理。

1.3.2 战略因素影响

2018—2022 年，恒瑞医药盈利情况受药品集中带量采购影响较大。药品集中带量采购主要品种为仿制药，制药企业主要依靠竞价进行博弈，价格低者中标。因此，对于中标企业来说，药品销售量提升的同时价格也会大幅下降，毛利率降低。对于未中标品种来说，企业只能向公立医院集采份额之外的市场销售此品种的药品，因此销售额也会受到很大影响。如何应对集中带量采购对仿制药销售带来的影响，积极发展创新药，是恒瑞医药经营发展必须面对的问题。

同时，对于创新药研发企业来说，虽然进入医保谈判的创新药品的市场覆盖时间缩短，渗透率快速提升，但整体收入下降。在此背景下，海外市场成为创新药的新方向。恒瑞医药早在 2019 年就制定了“国际化”的发展战略，逐步在海外多个国家和地区建有研发中心或分支机构，打造完备的海外研发体系和人才体系，积极拓展海外市场。目前，恒瑞医药海外营业收入占比尚小，发展前景较大。

1.3.3 经营因素影响

恒瑞医药的业务发展不均衡，营业收入主要依赖抗肿瘤药业务。恒瑞医药构建抗肿瘤药、麻醉镇痛药、造影剂三大业务体系，希望实现三大板块均衡发展，带来更多的营业收入和利润。但是目前盈利仍主要依靠抗肿瘤药收入，麻醉镇痛药、造影剂贡献率低。恒瑞医药可以在发展抗肿瘤药和麻醉药品业务的同时不断调整核心业务布局，使业务均衡发展，寻找新的盈利增长点。

1.4 资产周转与资产配置效率分析

资产周转与资产配置效率是企业运用各项资产赚取利润的能力，反映了企业资金运营周转的状况。相关指标主要有存货周转率、应收账款周转率、流动资产周转率等。总资产周转率是营业收入与平均总资产额之比，反映总资产管理和利用的效率。

1.4.1 变化趋势

2018—2022 年恒瑞医药的存货周转率逐渐下降，从 2018 年的 2.57 次下降至 2022 年的 1.44 次，流动资产周转率、应收账款周转率以及总资产周转率先上升后下降，在 2020 年前后达到最大值。整体上，恒瑞医药的营运指标有所下降。2022 年应收账款周转率较 2018 年下降了 20.8%。应收账款周转率的下降与营业收入下降以及坏账的核销有关。目前，恒瑞医药在应收账款方面与行业平均应收账款周转率差距较大，2022 年恒瑞医药的应收账款周转率为 4.04，而行业平均值为 9.26。当然这也是因为恒瑞医药的应收账款管理较为严格，坏账计提比例较高。2018 年以来，恒瑞医药存货周转率持续下降，与行业平均差距较大，2022 年行业平均存货周转率为 4.18 次而恒瑞医药为 1.44 次。企业存货周转速度慢，营运效率偏低。恒瑞医药的总资产周转率在 2021—2022 年虽然出现下降趋势，但 2022 年的 0.52 次仍高于行业平均值 0.48 次。

1.4.2 战略因素影响

轻资产运营模式是指企业把产品制造和零售分销业务进行外包,自身则专注于研发和销售等业务。这种模式可以减少公司资本投入尤其是固定资产的投入,提高资本收益率。恒瑞医药实施“重产品研发,轻资产运营”的轻资产运营模式,其营运战略专注于高附加值的研发和销售环节。不断加大研发投入,同时改进销售模式,率先建立了全国覆盖的销售网络,实现网销、直销、分销等多元复合销售模式。同时,组建学术销售团队开展学术营销,通过组织学术论坛和社会公益活动推广创新药,塑造了良好的企业形象。

1.4.3 经营因素影响

恒瑞医药的存货周转率近五年低于行业平均值且不断下降。在正常经营条件下,存货水平过高会占用企业资金,降低资产效率和企业的盈利水平。恒瑞医药为应对外部环境的不确定性增加了原材料的储备,近两年存货账面价值持续增长。截至 2022 年,恒瑞医药原材料余额达 8.72 亿元,存货余额达 24.51 亿元,较 2018 年增长 137.73%。此外,由于产品销售受到较大影响,恒瑞医药库存商品一直居高不下,影响了企业的存货周转效率。

恒瑞医药的应收账款周转率近五年低于行业均值,就理论而言,应收账款周转率高的企业应收账款管理效率更高,但是各个企业赊销政策不一,因此应具体分析。对比恒瑞医药与其他制药企业的账龄可以发现,恒瑞医药对三年以上应收账款 100% 计提坏账,不同于许多企业五年以上才进行 100% 计提坏账。并且恒瑞医药一年以内应收账款比例在 99% 以上,期末计提坏账比例较低,仅为 1.5% 左右。因此,通过其应收账款政策及账龄分析可以看出,恒瑞医药对应收账款管理较为严格导致了应收账款周转率较低,但其对应收账款管控能力较强,应收账款回款率高。

1.5 偿债能力与融资结构分析

偿债能力是企业以其资产偿还债务的能力,是企业能否健康生存和发展的重要指标。反映偿债能力的指标主要有流动比率、速动比率、产权比率等。

1.5.1 变化趋势

2018—2022 年,恒瑞医药流动比率、速动比率波动上升,并且一直处于较高水平。2022 年流动比率为 8.5,速动比率为 7.36,短期偿债能力较强。从长期偿债能力来看,恒瑞医药的产权比率一直较低并且波动下降,2022 年仅为 0.1。企业的债务结构非常稳健,2022 年以前企业没有带息负债,流动负债全部来源于应付票据和应付账款等经营性负债,直至 2022 年才有 12 亿元短期借款。恒瑞医药的资产负债率一直稳定在 10% 左右,处于行业较低水平。说明恒瑞医药外部借款少,对其依赖性弱,拥有强大的长期偿债能力。同时也说明企业未能很好地利用债务融资渠道。

1.5.2 战略因素影响

恒瑞医药轻资产运营模式下的筹资战略实行积极的内

源融资方式和平稳的外源融资方式。由于高强度的研发需要大量稳定资金,恒瑞医药主要采取以内源融资为主的筹资战略。留存收益——盈余公积和未分配利润逐年增长,为企业提供支撑作用,故其对外源融资金需求较小。外源融资主要以股权融资为主,包含股本以及资本公积。

1.5.3 经营因素影响

由于恒瑞医药并不以对外进行大量借款、发债和频繁增股来为企业融资,融资和股利分配的核心策略均偏向于留存收益,因此恒瑞医药资产负债率和产权比率较低,低于行业平均水平。虽然这表明恒瑞医药在资产方面债务相对较低,偿债能力强,财务运营稳健;但同时也说明企业的融资策略较为保守,较少利用外部融资渠道。

2 恒瑞医药财务状况优化对策

2.1 加大研发投入,提升核心竞争力

恒瑞医药盈利能力下降的主要原因是受到了国家集中带量采购的影响。随着药品集采的常态化进行,仿制药市场将被压缩,加大研发投入,开发创新药市场是大势所趋。同时,在加大研发投入时,应当注意加强对医药市场的调研,紧跟国际医药行业趋势,将研发拓展至老年病、内分泌等领域,同时做好应对医药新政策的准备;对药品研发的长周期性、高风险性,做好充足的资金储备,建立并完善风险评估体系,将研发风险尽可能降低;开展校企联合研究活动,将基础研发工作外包给高校和科研机构,降低药品研发成本;与国际知名药企开展合作,谋求联合申报,提高企业最新研发知识获取速度和研发效率;积极拓展海外市场,推进“国际化”战略,积极推进海外注册申请。优化全球研发人才布局,在各地设立研发及分支机构,更好地适应当地医药行业特点。此外,为破除药品集采的困境,恒瑞医药除了要积极参与药品集采,保证已上市药品的市场占有率,还要拓展公立医院以外的销售渠道,开发海外市场,增加销售量以弥补降价带来的损失。

2.2 合理规划采购,改善存货管理水平

对于企业生产销售来说,存货水平过高会降低资产运营效率和盈利水平,过低则可能会有断货风险,因此保持合理的存货水平非常重要。恒瑞医药目前为了应对原料价格上涨的风险以及保持企业生产销售规模的正常运营,囤积了较多存货,占用了较多营运资金,因此需要做出调整。一方面,企业可以跟踪分析原材料价格变化,合理预测市场变化,基于整体供应链考虑,制定采购计划,最大限度地减少因外部市场波动造成的原材料成本增加。同时,通过经济订货批量法寻找到采购数量与仓储数量的最佳平衡点,使存货数量既能满足企业需要,又不会增加库存成本,从而降低仓储成本,提高存货周转效率。另一方面,除去固定供应商外,企业可以在市场里筛选新的优质原材料供应商,既有机会得到较低的购买价格,又能应对突发情况。

2.3 适度利用财务杠杆，调整筹资策略

恒瑞医药实施内源融资和股权融资为主的筹资策略，资产负债率较低，只有少量短期借款，财务杠杆较低。企业融资有内部融资、股权融资、债权融资等多种方式，内源融资数量有限，往往不能满足重大事件的需求，股权融资的成本则比较高。运用债权融资，一方面可以进行税款抵扣，降低资本成本。另一方面可以发挥财务杠杆效益，扩大企业盈利规模，加速企业发展。恒瑞医药在同行业中竞争力较强，盈利能力较强，价值创造能力提升的同时也存在资金短缺的风险。因此应当适度转变融资理念，在以内源融资为主的基础上，拓展债权融资为辅的筹资方式，并合理分配长期短期负债的比例，将所筹措的低成本资金继续用于药品研发。对单一融资方式加以改进，拓展多元化的融资渠道，可以发挥财务杠杆的优势，提升企业发展速度，从而增加企业的自身价值。

3 结语

综上所述，恒瑞医药作为创新药物的龙头企业，在研发创新方面具有强大的竞争力，并且秉持国际化战略，是率先拓展海外医药市场的制药企业之一。2018—2022 年，企业不断加大研发投入，实施轻资产运营策略，在稳定盈利的基础上不断发展。但企业在经营中也出现了盈利能力下降、存货周转率较低、融资结构不均衡等财务状况。这些问题以

及影响因素相互关联、相互影响，制约了恒瑞医药的发展。因此，恒瑞医药需要针对性地对公司战略和经营策略做出调整：继续加大创新投入，研发市场需求广阔的创新药，同时推进国际化战略，提升市场竞争力以增强盈利能力；合理计划采购，适度降低存货量，提升存货管理水平以改善营运能力；适度增加债权融资，保持合理融资结构，增强财务杠杆效应。通过调整公司的战略和经营策略优化财务状况，实现更高质量的发展。

参考文献：

- [1] 霍远,王惠.关于上市公司财务状况的聚类分析[J].统计与决策,2007(17):156-157.
- [2] 刘宇腾.厚积薄发,与日俱新——恒瑞医药深度报告系列一[R].吉林:东北证券股份有限公司,2023.
- [3] 朱国广.黎明将至,“创新+国际化”引领新征程[R].苏州:东吴证券研究所,2022.
- [4] 刘恩阳.始终走在创新前沿,变革中期待突破[R].上海:东方证券研究所,2022.
- [5] 陈铁林,陈进.王者归来,拥抱全面创新新周期[R].上海:德邦证券研究所,2023.
- [6] 马忠.公司财务管理[M].北京:机械工业出版社,2015.

作者简介：祝韻（1973-），女，中国贵州贵阳人，本科，高级会计师，从事财务管理和绩效管理研究。