

雪球专刊 269 期——2021 雪球投资炼金季 (下)

第 269 期

2021/05/15

出品人：方三文

策划：冯冬杰 李帅杰

封面设计：卢宛莹

浙版数媒

目录

关于《雪球专刊》

内容概要

章节介绍

- 1、寻找中国值得持有 20 年的超级成长股
- 2、格力电器年报季报印象：惊艳的分红，先“一鸟在手”
- 3、“明股实债”如何扭曲地产公司的财报？
- 4、解码 CXO 产业的万亿市场
- 5、2.58 万亿的茅台，成绩如何？——2020 年年报简评
- 6、则成陪你读年报之恒瑞医药
- 7、金城医药：尼古丁项目获批，电子烟行业的“赣锋锂业”诞生
- 8、证券行业头部公司 2020 年年报综合评价
- 9、“疑点重重”的南极电商，是万丈深渊，还是“钱”途无量？
- 10、优秀生的答卷——中远海控 2020 年报

关于《雪球专刊》

《雪球专刊》是国内领先的投资交流交易平台“雪球”上的用户讨论集锦。本专刊全部内容均由雪球社区每日产生的大量高质量财经类UGC产生,按照不同专题进行组织、编辑和校对。专门为渴望财务自由,想拓展财经知识却无法长时间使用雪球的朋友,提供最好的阅读体验。

关于雪球：

雪球公司成立于 2010 年，是国内领先的投资交流交易平台。雪球致力于为中国投资者提供跨市场（沪深、港、美），跨品种（股票、基金、债券等）的免费实时行情资讯，专业优质的互动交流和便捷高效的交易服务。雪球集团肩负「连接投资的一切」的使命，旗下拥有雪球股票、雪盈证券、蛋卷基金等三款移动应用和雪球网站。

知识产权：

此电子周刊中内容版权由对应的用户和雪球共同所有。第三方若出于非商业目的，此电子专刊的内容转载，应当在作品正文开头显著位置，注明原作者和来源于雪球。

若需要对作品用于商业目的，第三方需要获得原作者和雪球的单独授权，并按照原作者规定的方式使用该内容。转载授权等相关事宜，请发邮件到 secretary@xueqiu.com。

本刊部分图片和文字来源于网络，如有侵权，请和我们联系。

内容概要

2020 年是突变之年，上半场，资本市场见证了全球市场恐慌性开盘，美股史无前例的 10 天 4 次熔断。随着疫情被控制住，下半场，纳斯达克、道琼斯、沪深 300 等全球各大指数纷纷创下历史新高，金融市场又爆发性的登上历史高点。

2021 年是兴势之年，有人说这将是权益投资的黄金十年，也有人说全球经济市场将迎来新周期，新格局。如何判断未来投资价值焦点？如何从 2-4 月 N 多高质财报解读中寻找点石成金的契机？新经济公司的下一个十倍股在哪里？

首届 #2021 雪球投资炼金季#，以“寻找 2021 非常之年的价值焦点”为题，汇聚百位影响力的顶尖投资机构专家、财经行业意见领袖、以及雪球站内人气用户，组建「雪球首席炼金师」与千万投资者一起，从最基础的投资方法论，深入到投资者最关心的#2021 雪球投资炼金季#，聚焦 2020 年年报季，解读投资机会！

我们从上百篇财报解读文章中再精选出 10 篇优秀好文汇编成本期雪球专刊，希望你分析公司、寻找投资机会有所帮助！

章节介绍

1、寻找中国值得持有 20 年的超级成长股

摘要：如何在中国能够挑选到超级成长股呢？通过阅读大量菲利普·费雪相关资料，我总结了费雪选择超级成长股的五点原则，以及何时买卖的原则，和大家一起分享。同时，文中提到了一些中国上市公司典型企业，仅供参考。

2、格力电器年报季报印象：惊艳的分红，先“一鸟在手”

摘要：长期投资于格力电器，让我认识到，格力是一家有“利润之上追求”的优秀企业。其愿景是“缔造世界一流企业，成就格力百年品牌”，使命是“弘扬工业精神，掌握核心科技，追求完美质量，提供一流服务，让世界爱上中国造”。制造业是国之重器，如果看好中国制造的未來，显然投资格力电器是最好的选择之一。

3、“明股实债”如何扭曲地产公司的财报？

摘要：“明股实债”的不透明让地产公司的财务报表分析变得非常不可靠，因为不确定的东西太多了。而既然是“明股实债”，公司当然不会告诉你这是“债”了，而会告诉你，这就是“股”啊。

随着“三道红线”的实施，我认为未来一段时间，我们将会看到越来越多的看不懂、看不透、看不清的地产公司财报。

4、解码 CXO 产业的万亿市场

摘要：CMO 企业接受药企委托代工生产，涉及到临床用药、中间体制造、原料药生产、制剂生产和包装等服务。CDMO 企业更侧重于高技术附加值的工艺开发步骤，为药企提供创新药生产时所需要的工艺流程研发及优化服务、配方开发及试生产服务等，同时进一步提供从公斤级到吨级的定制生产服务。因此，我们看 CMO/CDMO 企业时，其工艺研发能力和反应釜生产能力是核心要素。

5、2.58 万亿的茅台，成绩如何？——2020 年年报简评

摘要：大家可能都知道大名鼎鼎的茅台，好酒咱买不起，但是我发现自己真的没有认真真读一下他的年报，今天我们就一起阅读一下。

6、则成陪你读年报之恒瑞医药

摘要：虽然恒瑞对 ADC 平台很重视，在调研中也表达了对自身 ADC 产品的信心，但由于现阶段并无临床数据，无法判断恒瑞 ADC 平台的真实水平。恒瑞一贯的风格是 fast follow，之前主要模仿海外较为成熟的靶点，现在研发前移，跟进海外未成熟的靶点，相应的恒瑞研发的失败率可能上升。恒瑞后续的潜力很大程度上取决于临床早期的双抗、ADC 以及各类单抗小分子的研发效率。

7、金城医药：尼古丁项目获批，电子烟行业的“赣锋锂业”诞生

摘要：A 股市场缺少电子烟行业的核心标的，只有亿纬锂能（持有思摩尔国际 33% 股权）是真正意义上的电子烟行业核心标的，金城医药是 A 股市场电子烟行业的稀缺核心标的，所以金城医药尼古丁业务的市值不应低于赣锋锂业。

8、证券行业头部公司 2020 年年报综合评价

摘要：证券行业的主要头部公司目前 2020 年年报已经基本披露完毕，本文尝试对行业内的各家龙头公司的业绩表现加以概述，以帮助对行业感兴趣的投资者理清投资思路。文章将主要覆盖证券行业的十家头部公司。为帮助大家理解各家公司在整个行业周期的业绩表现，在评价各家公司 2020 年的业绩表现时，除了与 2019 年同比外，也会与 2015 年上轮牛市顶峰的业绩表现进行比较。

9、“疑点重重”的南极电商，是万丈深渊，还是“钱”途无量？

摘要：网上我们看到南极人的东西可以发现，很老旧，没有新意。但是，这个世界是年轻人的，所以，南极人如果只是一味的依靠生产商自己去研发，然后自己的营销部门简单挑选一下产品，我认为不会长久，要长久，南极人必须在研发方面有自己的能力，充实自己的大脑，才能够真正指挥生产商和经销商都向自己靠拢。好在南极电商似乎也认识到了这一点。

10、优秀生的答卷——中远海控 2020 年报

摘要：现在这么疯狂的运价谁也想不到，现在能确定就是 2 季度的利润会继续超越 1 季度，全年有望净利润在 500 亿以上。苏伊士运河的堵塞，又如蝴蝶煽动的翅膀，让运价再次飙升，这说明现在运力还是紧平衡状态，有任何风吹草动都会让运价再次上涨。而三大联盟控制运力也会乐见其成。

在疫情复苏的大背景下，航运业或许真的迎来了最美好、最癫狂的时代。

1、寻找中国值得持有 20 年的超级成长股

作者：@优质股权收藏家

发表时间：2021-05-02

今天已经是成长股投资的天下。腾讯控股、阿里巴巴、贵州茅台、五粮液、片仔癀、苹果、可口可乐、亚马逊 这些股票自从上市以来均有几百倍甚至上千倍的回报，20年前，如果你投资了其中一只股票，哪怕金额比较小，长期收益也可使你不再为金钱困扰，实现小的财务自由。这些企业都是自带印钞机属性的企业，

那么，如何在中国能够挑选到这些超级成长股呢？

通过阅读大量菲利普·费雪（Philip A.Fisher）相关资料，我总结了费雪选择超级成长股的十五点原则，以及何时买卖的原则，和大家一起分享。同时，文中提到了一些中国上市公司典型企业，仅供参考。

在学习菲利普·费雪选择超级成长股原则前，我先分享一下我对企业生意模式的理解。所有公司盈利模式，我把它总结为三类：

躺着赚钱：有垄断，有提价权，管理没那么重要，夸张一点说，放头猪当董事长都可以，这种公司赚钱不辛苦。这类公司太少了，中国合计不超过 5 家，贵州茅台、片仔癀算是吧。

跑着赚钱：这个行业基本上家家都赚钱，只是有多有少。管理好的赚多一些，管理差的赚少一些。说到底，这类企业也有护城河和垄断属性，只是区别于上一种完全垄断，属于部分垄断。例如银行、保险、地产等。你告诉我哪家银行亏损？没有的。这类行业，就选管理最好的企业。例如银行选招商银行，保险选中国平安，地产选万科地产。这类企业属于赚辛苦钱。这类企业大概占比所有上市公司 5%不到吧。

拼刺刀赚钱：绝大部分企业属于这一类，无差异化产品，没有定价权。消费者在你家买可以，在别家买也行，对消费者而言没太大差别。今年我中标了，我活你死。来年你会以更低的价格投标，我死你活。犹如来回的拼刺刀肉搏，大部分生存都很有问题，发展更谈不上。这类企业属于辛苦不赚钱。我们是要坚决回避的！

这些选择超级成长股的原则不仅使费雪赚取几百倍、甚至上千倍的回报，并且深深地影响了沃伦·巴菲特。巴菲特常常称其“85%的血液来自格雷厄姆，15%的血液来自菲利普·费雪”。

值得一提的是，费雪于 2004 年以 96 岁高寿辞世，在接近一个世纪的时间里，费雪一共只买过 50 多只股票，但他在大部分时间内通常仅仅持有 5 只股票，并声称“你一生中真正能把握，并且值得投资的股票只有 9 只”。

费雪在投资中的视角总是以十年为一个单位，尽管经历剧烈的波动，但其持有股票的时长最短都有 8-9 年，最长的有 30 年（摩托罗拉），其中不乏上千倍的回报率。

一. 寻找超级成长股的十五点原则

伟大的企业应该具备某些共同的特点，例如垄断的生意、高效的成本管控、持续有效的研发能力、负责且诚实管理层等等。费雪认为，投资者应该关注他提出的这些原则。如果一家企业能够满足大部分原则，就极有可能拥有成为伟大企业的潜质。

原则一：公司是否有具备垄断性质的产品，使得销售额有大幅持续增长的可能？

低成本不是企业的护城河，成本不可能无限降低，这个即使短时间有效，但长时间不可持续。同时，在中国低成本我们号称性价比高，说实话，性价比实质是说产品质量不行，只能以便宜的价格卖。

这种低成本企业，基本不会出现具有垄断性质的产品，往往是无差异化的产品。属于前文提到的第三类企业，拼刺刀赚钱的企业，是我们坚决回避的。它们根本无法保证企业持高速增长，甚至盈利都无法保证。

持续合理的业绩增长比不稳定的高速增长更重要，这一点在大家可以点击参考我的历史文章：《投资的核心是确定性：目前值得建仓收藏的优质公司》

在中国，具备垄断性质的产品，销售额有大幅持续增长确定性的企业不多，大多是行业龙头，例如贵州茅台、五粮液、片仔癀、腾讯控股和海天味业等。

原则二：管理层是否有决心继续开发出进一步增加总销售额的产品或生产方法？

这一点与第一点是不同的。第一点原则是对现有产品潜在的销售增长程度作出评价，而第二点原则是关于管理层的态度问题，即公司管理层是否有进取之心，是否一直在探索新的领域或新的增长点。

原则三：考虑到规模的大小，公司在研发上的努力是否有效？

研发实际是风险很大的行为，成功率很低。关于研发，我觉得应该投资具有研发平台型企业，产品管线很丰富，类似于天使投资，只要有极少数成功，就会弥补其他大部分研发失败的损失，结果获利丰厚。例如恒瑞医药和其他制药企业，最大的不同就是，恒瑞医药是平台型企业，是中国目前创新药龙头。其他制药企业，除了几款在研产品以外，其他药物基本只能参考化工企业估值。况且就那几款药物，大概率会全军覆没，所以这类公司风险很大。

原则四：公司销售团队如何，是否高效？

企业的利润来自销售，销售对于企业至关重要。企业的成功建立在生产、销售和研究的综合基础上，缺一不可。关于这一点，我有一点不同的想法，好的产品其实销售费用很低。大家可以比较一下，中国几款白酒企业销售费用率的差别，贵州茅台销售费用率长期只有 8%左右，

但是洋河股份、泸州老窖和二锅头，长年累月霸占央视标王，销售费用率基本在 20%以上。

销售费用率，其实也是产品核心竞争力的一种体现。大家感兴趣，可以在同一行业比较一下，不同企业间销售费用率的差别，你会发现很多信息。

原则五：公司是否具备有价值的利润率？

销售只有在能带来利润时才有价值，检查利润水平的方法是查看公司的毛利率和净利率指标。10%的净利率意味着，每 100 美元的营业收入将换来 10 美元的利润，不同公司的盈利能力很容易在比较利润率时得以发掘。

需要注意的是，繁荣时期大部分企业都能达到更高的利润率，且小公司利润率上涨的幅度往往更大，但当经济趋势反转时，小公司的利润水平往往也会更快地下降。出于该项原因，费雪认为投资小公司难以获得长期的投资回报。

原则六：公司正在为维持或者增长利润率而做些什么？

对投资者而言，企业过去的利润率并不是重点，关键是未来的利润率水平。

伟大的企业往往拥有潜在的维持或提升利润率的可能，通过的手段大致为两种，一是在成本端依靠高效的成本管控缩减费用，这样的企业以福耀玻璃、美的集团和格力电器为代表；二是依靠产品涨价，这往往要求企业的产品能够适应通货膨胀或者拥有某种稀缺属性，典型的企业是贵州茅台、五粮液、片仔癀、云南白药和喜事糖果。

原则七：公司是否具备出色的劳动和人事关系？

不少投资者没能真正认识到糟糕的劳动和人事关系的影响。最具代表性的案例莫过于通用汽车，该公司曾因工会问题跟劳资关系数次陷入困境，而最近上映的《美国工厂》主角福耀玻璃在处理劳资关系上的表现，对投资者而言显然是优秀的。

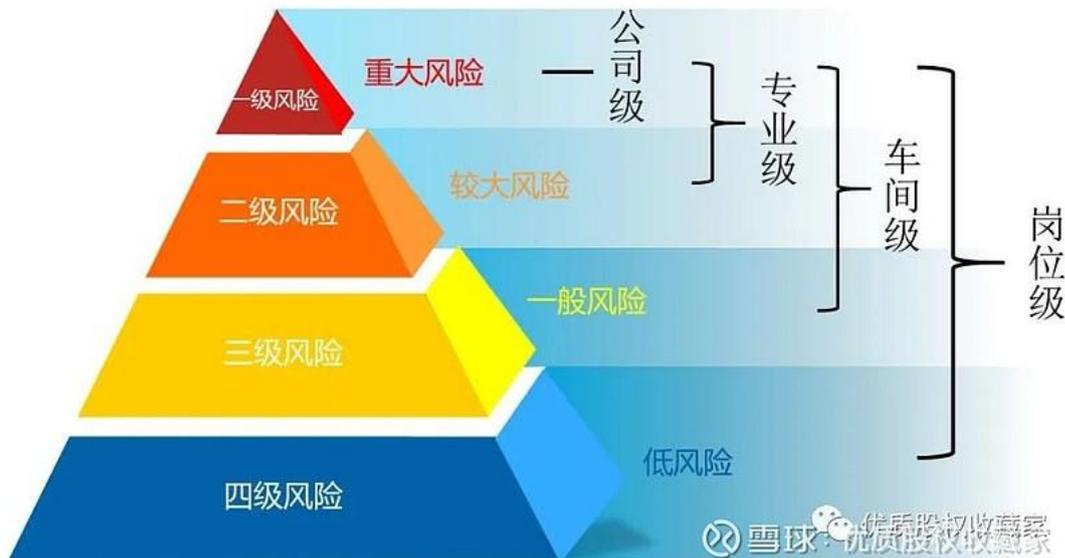
在当今普遍工会化的背景下，部分没有工会的企业往往拥有高于平均水平的劳动和人事关系，这些企业也较少出现长时间罢工以至影响生产的情况。此外，需要了解的是企业的高级管理层对雇员的态度：出色的劳动和人事关系中，管理层和员工是一个互相关注并带有责任感的集体。一家不重视员工尊严、缺乏集团凝聚力的企业，往往不值得投资。

原则八：公司是否具有好的行政体系？

如果普通员工之间良好的人事关系很重要的话，那么高级管理人员之间是否有合适的气氛就是至关重要的。管理氛围和谐的企业具有最佳的投资机会，高管之间过度的派系之争往往导致企业各部门之间协助变得低效。

原则九：公司的管理层是否有层次？

独裁式管理的小公司可以把生意做得相当好，而一旦管理人员的数量达到了一定规模，公司将无法控制即将到来的进一步增长。值得投资者关心的是判断一家企业是否具有合适的管理层次，高级管理层是否欢迎并评估来自员工的建议？



原则十：公司在成本分析和财务控制方面做得有多好？

如果公司不能足够精确和详细地分解总成本，以表明运营中每一个小步骤的成本，那么它就不能在很长一段时期内持续获得显著的成功。

原则十一：关于竞争力的强弱，公司是否在行业内的领域为投资者提供重要线索？

这是一个包罗万象的问题，因为竞争力的判别会因为行业不同而有所不同，一项能力在某些行业可能非常重要，但在其他行业可能根本没有意义。

原则十二：公司是否拥有短期或者长期的利润前景？

公司是更在意短期盈利还是长期盈利？一部分公司有意减少当前的利润来建立品牌信誉，从而在未来一段时间内获得更多利润；但亦有一些企业苛刻地对待供应商或是偷工减料以获取短期的最大利润。长期而言，投资者必须支持那些在利润上真正具有长远眼光的公司。

原则十三：公司的成长是否需要依靠股权融资，以至于在未来稀释股东权益？

如果你在购买股票的数年内，企业有通过增发股票等手段进行股权融资，而普通股东的每股收益只增长了一小部分，那么结论就是管理层在财务判断上做得很差，这样的公司也不值得投资。

原则十四：管理层是否报喜不报忧？

即使管理最好的企业，往往也会出现不可预期的困难。管理层在遭遇麻烦时，是否会像一切顺利时一样坦率地报告？在任何情况下，投资者需要彻底地排除那些试图隐藏不利消息的企业。

原则十五：管理层是否诚实，而且对中小股东和大股东能够一视同仁？

这在财务造假、大股东侵占公司权益的今天尤为重要。一家企业的管理层是否有把中小股东的利益放在心中，还是仅仅考虑大股东利益？无论是财务造假，还是不正当行使股权激励的，最终受损的依然是中小投资者。

二. 什么时候买入

有一种想当然的方法，即在经济繁荣时买入，在经济即将陷入衰退时卖出，从中赚取相当可观的估值和业绩倍数。然而，费雪反对这种做法，并不是因为理论上的缺陷，而是认为人类在经济方面完全不可能准确地预测宏观经济的走向。

费雪认为，买入时不应该猜测整体经济或者股票市场的运动方向，而应该从较低的错误可能性来判断所投资的公司相对整体商业的表现，即应该更多地关注你所准备购买的企业，在商业上与同行以及其他行业的公司相比究竟如何。

“当你认为一家企业值得投资时就放手去做，不要因为猜测带来的恐惧或者希望，或者由于猜测的结论而止步不前。”

三. 什么时候卖出

费雪认为，投资者决定卖出股票的理由很多，或许你要装修新房子，或者为你的儿子筹集留学的学费。从追求幸福生活的立场出发，任何理由都使得卖出普通股合情合理。

然而，如果你是出于盈利的角度考虑卖出，那么费雪认为有且仅有以下三个原因：

1. 原先的买入决定是一个错误

买入的企业真实背景超出你所预期的下限，即超出你的能力圈范围。如果不愿意承担损失，哪怕是很小的损失，本身就是不合逻辑的。有些时候，承认自己的错误可以减少投资上的损失，而任性的成本会超出你的想象。

2. 公司的基本面发生根本性的变化

如果公司随着时间的推移已经不再符合此前 15 点原则的大部分要求，那么你应该卖出，这种情况往往与管理层的堕落有关。

3. 你发现了一个更好的投资机会，不过这并不常见。

投资的机会成本使得你可以将赌注放在更具投资价值的成长股之上，但真正符合 15 点原则的企业少之又少，使得你不可能找到很多符

合条件的公司。费雪总结性的建议是，如果你真的按照 15 点原则挑选企业，并完成了正确的判断，那么卖出的时间几乎永远不会到来。

2、格力电器年报季报印象：惊艳的分红，先“一鸟在手”

作者：@闲来一坐 s 话投资

发表时间：2021-05-06

一、2020 年主要数据

加权 ROE18.88%，同比 25.72%，减少 6.84%。

收入 1681.99 亿，比 19 年的 1981.53 亿，增长-15.12%，或减少 299.54 亿；

净利润 221.75 亿，比 19 年的 246.97 亿，增长-10.21%，或减少 25.22 亿；

扣非净利润 202.86 亿，比 19 年的 241.72 亿，增长-16.08%，或减少 38.86 亿。

经营活动现金净额 192.39 亿，比 19 年的 278.94 亿，增长-31.03%，或减少 86.55 亿。

净利含金 86.76%，这个指标也在合理范围之内。

经营现金净额减少的原因：从现金流报表看，购买商品、接受劳务支付的现金 1217.93 亿，比上年 942.15 亿，多出 275.78 亿，导致现金流出增加。

毛利率 26.14%，同比 27.58%，下降 1.44 个百分点；

净利率 13.25%，同比 12.53%，提升 0.72 个百分点。

销售费用 130.43 亿，同比 183.10 亿，增长-28.76%；

销售费用率 7.75%，同比 9.24%，下降 1.49 个百分点；

管理费用 36.04 亿，同比 37.96 亿，增长-5.05%；

管理费用率 2.14%，同比 1.92%，增长 0.22 个百分点。

研发费用 60.53 亿，同比 58.91 亿，增长 2.74%。

分季度看：

第一季度：收入 203.96 亿，净利润 15.58 亿，经营现金净额 -117.73 亿，净利率 7.64%；

第二季度：收入 491.07 亿，净利润 48.04 亿，经营现金净额 72.55 亿，净利率 9.78%；

第三季度：收入 563.87 亿，净利润 73.37 亿，经营现金净额 75.50 亿，净利率 13.01%；

第四季度：收入 423.10 亿，净利润 84.76 亿，经营现金净额 162.07 亿，净利率 20.03%。

可以看出，去年受疫情影响第一季度收入与净利下滑严重，但是从第二季度开始，经营开始恢复，特别是第三季度、第四季度明显改善，且净利润与现金流呈良性状态。

从净利率的变化看，第三季度恢复至 13.01%，而到第四季度提高至 20.03%，当然，其中不排除有第四季度释放业绩的可能。

特别是，去年董总亲自直播带货，仅此一项销售收入达到 476 亿，相当于一个季度的收入，真够满拼的！

收入构成：

空调 1178.82 亿，占比 70.08%，增长-14.99%；

生活电器 45.22 亿，占比 2.69%，增长-18.91%；

智能装备 7.91 亿，占比 0.47%，增长-63.06%；

其他主营 72.33 亿，占比 4.30%，增长-31.15%；

其他业务 377.71 亿，占比 22.46%，增长-8.46%。

内销主营 1104.07 亿，占比 65.64%，增长-18.86%；

外销主营 200.21 亿，占比 11.905%，增长 -3.82%；

外销其他 377.71 亿，占比 22.46%，增长-8.46%。

从以上可以看出，空调收入占比 70%（上年占比 69.99%，基本持平），仍然占大头，生活电器、智能装备、精密模具、再生资源、半导体、新能源、医疗健康等业务也正在多元化展开。

二、2021 年第一季度数据

收入 331.89 亿，增长 62.73%；

净利润 34.43 亿，增长 120.98%；

扣非净利 32.99 亿，增长 130.80%；

经营现金净额-42.65 亿，增长 63.77%。

经营现金净额为负，主要是本期支付其他与经营活动有关的现金减少及销售商品、提供劳务收到的现金增加所致。

毛利率 24.43%；

净利率 10.40%。

因为去年疫情的影响，同比数据并没有多大意义。

另：货币资金 1465.91 亿，占总资产 3061.81 亿的 47.75%。

换句话说，格力电器总资产中，有 47.75% 的资产是现金，足见格力的资产之“硬”，家底之“厚实”！

三、主要印象

1、惊艳的分红

a、2020 年半年度利润分配方案（已执行）：以 5921546216 股（公司总股本 6015730878 股，扣除截至 2020 年半年度权益分派实施公告披露日已累计回购的公司股份 94,184,662 股）为基数，向全体股东每 10 股派发现金 10 元（含税），共计派发现金 5921546216.00 元。

b、2020 年年度利润分配预案：拟暂以 2021 年 4 月 28 日享有利润分配权的股份总额 5832851217 股（总股本 6015730878 股扣除公司回购账户持有的股份数量 182879661 股）为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 30 元（含税），共计派发现金 17498553651.00 元。

2020 年净利润 221.75 亿，合计分红 234.20 亿，分红率 105.61%。

格力上市以来，给股东的分红回报已经相当丰厚矣（上市以来已分红 850.64 亿），面对如此惊艳的分红，我只能说，格力真良心企业也！

我说过，我是将格力电器作为“价值股”来投资的，这与成长股的投资逻辑是不同的（所谓因股施策是也），对价值股的投资，我需要的就是优厚的分红。

投资就是买入一家企业未来现金流的折现值，从终极思考，我们投资于一家企业，最终的目的便是企业要将赚取的自由现金流分配给股

东，从这个角度讲，当下先“一鸟在手”，所谓守正，再图未来“林中之鸟”，所谓出奇，也是一种不错的选择。

2、格力的未来

读 2019 年年报之时，我曾经提出“英雄迟暮”乎？这也是市场一直关注、讨论的话题。

不能否认，单纯就白电而言，应该说行业内的企业已经进入相对成熟期。但是，格力是这样介绍自己的：“格力电器是一家多元化、科技型的全球工业集团，旗下拥有格力、TOSOT、晶弘三大品牌，**产品覆盖家用消费品和工业装备两大领域**，包括以家用空调、暖通空调、冰箱、洗衣机、热水器、厨房电器、环境电器、通讯产品、智能楼宇、智能家居在内的消费领域；包括高端装备、精密模具、冷冻冷藏设备、电机、压缩机、电容、半导体器件、精密铸造、基础材料、工业储能、再生资源在内的工业领域，产品远销 160 多个国家及地区，为全球超过 4 亿用户提供满意的产品和服务，致力创造美好生活。”换句话说，今天确实已经不能将格力仅仅作为空调制造的代名词儿了。

从年报中，我读出了两点强烈信息：**1、将进一步深化改革线上线下融合的新零售模式；2、近两年正在加大工业装备的布局。**从年报收入构成分析，生活电器、智能装备、精密模具、再生资源、半导体、新能源、医疗健康等业务板块的收入占比还不高，但是从年报露的信息看，各个业务板块均已有布局或正在发力。

未来这些业务板块会对格力的收入拉动究竟有多大？

老实说，自己作为外行人士，是看不清楚的。但是经验告诉自己，一家企业的发展，有时并不是“战略规划”出来的，反而更像生物进化一样，格力的未来向哪个方向不断突变、进化、演化，唯有边走边看。

长期投资于格力电器，让我认识到，格力是一家有“利润之上追求”的优秀企业。其愿景是“缔造世界一流企业，成就格力百年品牌”，使命是“弘扬工业精神，掌握核心技术，追求完美质量，提供一流服务，让世界爱上中国造”。制造业是国之重器，如果看好中国制造的未來，显然投资格力电器是最好的选择之一。

市场还一直关心董明珠总裁的接班人问题。依我长期的观察，在后董明珠时代，后人不可能不有所改变，但是格力多年来打造“高品质”产品的文化，不管谁接班，这种文化基因仍然是大概率能够得到传承的。

当然，投资的确定性更为重要，关键是看商业模式，并加之对其企业文化的体察与认同。就我个人而言，当前的长期投资组合为“茅台+”，格力电器目前仅是“+”中一员了。这里也披露一下，考虑到未来

的确定性，我的主账户持仓对格力已作了些许减持（进一步加仓茅台，女儿账户的仓位仍然保持），但也保留了自己感觉十分“舒服”的仓位，并让这些仓位继续年年吃股息。

我多次说过，投资有时并不仅仅是单纯为赚钱，毕竟与格力电器近 13 年风风雨雨的陪伴，不仅让自己有了丰厚的回报，更让自己十分喜欢格力那种**干净干事、踏实做事、专注做事、有骨气做事的企业文化**，如果让自己全部清仓，那种心灵上的伤害是多少钱也难以弥补的。

投资不能全靠情怀，但有时必须还要有些情怀，否则，是很难在企业遭遇发展瓶颈，或者一时遇到经营困难之时长期坚持持有下去的。

3、“明股实债”如何扭曲地产公司的财报？

作者：@摇滚熊

发表时间：2021-04-16

我先提出一个简单的问题：如果 A 公司以 8 亿元收购 B 公司 60% 的股权（假设 B 公司于收购日的净资产的公允价值是 10 亿元），获得了 B 公司的控制权，那么 A 公司的合并报表上会如何反映？

我估计这个问题很多人都能够立刻算出来：商誉等于 $8-10*60%=2$ 亿元，即 A 公司需要在财报上确认 2 亿元的商誉。这 2 亿元就是收购 B 公司 60% 的股权而付出的溢价。商誉能够清楚的提醒投资人：这家公司曾经做过收购，而收购的溢价是 2 亿元。

我接着以上的问题，还可以再提出一个稍微有点难度的问题：如果 A 公司继续以 5 亿元收购 B 公司剩余的 40% 的股权（假设 B 公司于收购日开始持续计算的净资产的公允价值仍然是 10 亿元），那么 A 公司的合并报表上会如何反映？

我估计这个问题很多人都会答错：如果认为新增商誉等于 $5-10*40%=1$ 亿元，那么就错了，因为这种情况下不会再进一步确认商誉了，而是将这 1 亿元的收购溢价直接冲减股东权益，会在股东权益变动表里有所体现。如果用会计准则的原话，即：母公司购买子公司少数股东拥有的子公司股权，在合并财务报表中，因购买少数股权新取得的长期股权投资与按照新增持股比例计算应享有子公司自购买日或合并日开始持续计算的净资产份额之间的差额，应当调整资本公积，资本公积不足冲减的，调整留存收益。

为什么第二次收购时不会产生新的商誉呢？按照企业会计准则的思维方式，第二次收购是在第一次收购并获得了控制权的情况下发生的，所以是股东之间的权益性交易，所以不需再确认新增商誉了，而是直接调整资本公积或留存收益。

其实这样的会计处理，我认为是个 **bug**。在地产界，“明股实债”是个非常普遍的情况，如果这样的会计处理结合上“明股实债”，那就会严重地扭曲地产公司的财报。我举个例子：

假设一家地产公司，C 公司，计划拍一块地，预计 10 亿元。C 公司苦于囊中羞涩，只能凑够 6 亿元，于是找到一家信托公司，提议以“明股实债”的方式共同投资。双方一拍即合，于是成立了 D 公司作为拿地和运营的实体，其中 C 公司占 D 公司的 60% 股权，出资 6 亿元，信托公司占 40% 股权，出资 4 亿元。信托公司要求 C 公司需在 3 年后以 15% 的年利率（单利）回购信托公司持有的 40% 的股权。3 年后，C 公司的“明股实债”的财务费用是 $4 \times 15\% \times 3 = 1.8$ 亿元，加上原始投资 4 亿元，C 公司需要以 $1.8 + 4 = 5.8$ 亿元回购信托公司的 40% 的股权。

问题就出在这里了，1.8 亿元的财务费用原本应该计入利润表，在“明股实债”的安排下，5.8 亿元的回购款构成了“股东之间的权益性交易”，所以既不会确认商誉，也不影响利润表，而是直接调整资本公积或留存收益。

我先拿时代地产的 2020 年报作为案例，以下是利润表的截图：

		附註 Notes	二零二零年 2020 人民幣千元 RMB'000	二零一九年 2019 人民幣千元 RMB'000
收入	REVENUE	5	38,576,694	42,433,383
銷售成本	Cost of sales		(27,474,248)	(29,997,748)
毛利	Gross profit		11,102,446	12,435,637
其他收入及收益	Other income and gains	5	1,935,114	1,033,777
銷售及市場推廣成本	Selling and marketing costs		(1,119,973)	(1,212,434)
行政開支	Administrative expenses		(1,574,063)	(1,554,296)
其他開支	Other expenses		(484,936)	(561,624)
融資成本	Finance costs	7	(1,181,169)	(1,010,850)
應佔合營企業及 聯營公司損益	Share of profits and losses of joint ventures and associates		445,059	1,208,769
除稅前利潤	PROFIT BEFORE TAX	6	9,122,478	10,338,979
所得稅開支	Income tax expense	10	(3,756,468)	(4,778,518)
年度利潤	PROFIT FOR THE YEAR		5,366,010	5,560,461
下列各項應佔：	Attributable to:			
本公司擁有人	Owners of the Company		4,941,190	5,212,623
非控股權益	Non-controlling interests		424,820	347,838
			5,366,010	5,560,461

可以看出，2020 年度的收入为 385 亿元，净利润为 53 亿元，归属于母公司的净利润为 49 亿元。如果按照 2021/4/15 的收盘价，时代地产的市值 225 亿港元，市盈率仅 $225 \times 0.84 / 49 = 3.8$ ，看似是非常低估了。但是我们还需要看以下的股东权益变动表（我估计很多人都不看这张表）：

		assets at fair value				法定盈餘				非控股權益		
		股本 Share capital	撥入盈餘 Contributed surplus	資本盈餘 Capital reserve	through other comprehensive income	對沖盈餘 Hedging reserve	公積金 Statutory funds	匯兌儲備 Exchange translation reserve	留存利潤 Retained profits	總計 Total	Non-controlling interests	權益總額 Total equity
		人民幣千元 RMB'000	人民幣千元 RMB'000	人民幣千元 RMB'000	人民幣千元 RMB'000	人民幣千元 RMB'000	人民幣千元 RMB'000	人民幣千元 RMB'000	人民幣千元 RMB'000	人民幣千元 RMB'000	人民幣千元 RMB'000	
於二零二零年一月一日	At 1 January 2020	454,528	8,113	2,139,883	1,797	-	1,024,856	(1,082,007)	16,240,064	19,087,234	16,617,121	35,704,355
年度利潤	Profit for the year	-	-	-	-	-	-	-	4,941,190	4,941,190	424,820	5,366,010
年度其他全面收入	Other comprehensive income for the year	-	-	-	380	(53,409)	-	1,816,485	-	1,283,456	-	1,283,456
年度全面收入/(虧損)總額	Total comprehensive income/(loss) for the year	-	-	-	380	(53,409)	-	1,816,485	4,941,190	6,204,646	424,820	6,629,466
轉撥至儲備公積金(附註33(d))	Transfer to reserve funds (note 33 (d))	-	-	-	-	-	306,479	-	(306,479)	-	-	-
非控股股東注資	Capital injection by non-controlling shareholders	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3,189,967	3,189,967
部分出售附屬公司權益 (並無失去控制權)	Partial disposal of interests in subsidiaries without loss of control	-	-	-	-	-	-	-	-	-	8,146,292	8,146,292
出售指定以公允價值計量且其變動計入其他全面收入的權益工具時 轉讓公允價值儲備	Transfer of fair value reserve upon the disposal of equity instruments designated at fair value through other comprehensive income	-	-	-	1,246	-	-	-	(1,246)	-	-	-
出售一間附屬公司(附註37)	Disposal of a subsidiary (note 37)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(575,897)	(575,897)
收購附屬公司(附註36)	Acquisition of subsidiaries (note 36)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	636,589	636,589
收購非控股權益(附註35)	Acquisition of non-controlling interests (note 35)	-	-	(1,008,426)	-	-	-	-	(3,065,853)	(4,074,279)	(1,282,622)	(16,136,901)
已向非控股股東宣派股息	Dividends declared to non-controlling shareholders	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(70,592)	(70,592)
宣派二零一九年末撥款息(附註11)	Final 2019 dividend declared (note 11)	-	-	-	-	-	-	-	(1,639,865)	(1,639,865)	-	(1,639,865)
於二零二零年十二月三十一日	At 31 December 2020	454,528	8,113*	331,457*	3,423*	(53,409)*	1,931,335*	234,478*	45,147,111*	47,367,727*	17,457,717*	64,825,444*

右上角的圈是归属于母公司的净利润，49 亿元，跟利润表对得上。左下角的“收购非控股權益”是什么意思呢？这里面有多少是“明股实债”的少数股东权益（即“非控股權益”）呢？我比较惊讶，因为 2020 年没有披露，我们只能看到-48 亿元的差额直接冲减了资本公积和留存收益。如果这-48 亿元全部是“明股实债”的利息，那么原本应计入利润表的 48 亿元的财务费用就这样被悄悄塞到股东权益变动表里面了。如果 48 亿元的财务费用计入了利润表，那么 2020 年度的归属于母公司的净利润基本上就没了。所以，3.8 倍 PE 是表明现象而已。

时代地产 2019 年报披露得好一点，因为它披露了 2019 年“收购非控股權益”的明细。以下是时代地产 2019 年度的股东权益变动表：

	股份溢價		Financial assets at fair value		法定盈餘	匯兌儲備	留存利潤	非控股權益				
	股本	Share premium	繳入盈餘	資本儲備	through other comprehensive income	公積金	Exchange translation	Retained profits	總計	Non-controlling interests	權益總額	
	Share capital	account	Contributed surplus	Capital reserve	income	Statutory funds	reserve	profits	Total	interests	Total equity	
	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元	
	RMB'000	RMB'000	RMB'000	RMB'000	RMB'000	RMB'000	RMB'000	RMB'000	RMB'000	RMB'000	RMB'000	
	(附註31)	(附註31)	(附註31)	(附註31)	(附註31)	(附註31)	(附註31)	(附註31)	(附註31)	(附註31)	(附註31)	
	(note 31)	(note 31)	(note 31)	(note 31)	(note 31)	(note 31)	(note 31)	(note 31)	(note 31)	(note 31)	(note 31)	
於二零一九年一月一日	At 1 January 2019	145,280	-	8,113	4,233,342	203	1,275,560	(831,547)	12,130,496	16,070,427	15,344,089	32,314,516
年度利潤	Profit for the year	-	-	-	-	-	-	5,212,623	5,212,623	347,838	5,580,461	
年度其他全面收入/(虧損)	Other comprehensive income/(loss) for the year	-	-	-	-	4,103	-	(250,460)	(246,357)	-	(246,357)	
年度全面收入/(虧損)總額	Total comprehensive income/(loss) for the year	-	-	-	-	4,103	-	(250,460)	4,966,266	347,838	5,314,104	
發行股份	Issue of shares	9,288	1,323,301	-	-	-	-	-	1,332,589	-	1,332,589	
轉撥至儲備公積金	Transfer to reserve funds	-	-	-	-	-	405,429	(405,429)	-	-	-	
非控股股東注資	Capital injection by non-controlling shareholders	-	-	-	-	-	-	-	-	4,872,410	4,872,410	
視作出售附屬公司	Deemed disposals of subsidiaries	-	-	-	-	-	(58,133)	-	(58,133)	-	(58,133)	
部分出售附屬公司權益 (並無失去控制權)	Partial disposal of interests in subsidiaries without loss of control	-	-	-	(148,880)	-	-	(19,536)	(168,416)	1,747,361	1,578,945	
出售指定以公允價值計量且其變動計入其他全面收入的權益工具時轉撥公允價值儲備	Transfer of fair value reserve upon the disposal of equity instruments designated at fair value through other comprehensive income	-	-	-	-	(2,500)	-	2,500	-	-	-	
收購附屬公司	Acquisition of subsidiaries	-	-	-	-	-	-	-	-	31,702	31,702	
收購非控股權益	Acquisition of non-controlling interests	-	-	(1,944,570)	-	-	-	(594,306)	(2,538,876)	(5,312,359)	(7,851,244)	
向非控股股東宣派的股息	Dividends declared to non-controlling shareholders	-	-	-	-	-	-	-	-	(447,703)	(447,703)	
宣派二零一八年末期股息	Final 2018 dividend declared	-	(1,323,301)	-	-	-	-	(12,087)	(1,335,388)	-	(1,335,388)	
實物分派	Distribution in specie	-	-	-	-	-	-	(130,333)	(130,333)	60,957	(69,376)	
於二零一九年十二月三十一日	At 31 December 2019	154,528	-	8,113	2,130,883	1,797	1,824,656	(1,082,007)	15,241,241	16,617,121	33,773,655	

右上角的圈的归属于母公司的净利润是 52 亿元，但是下面的“收购非控股權益”的差额是-25 亿元。如果这-25 亿元计入了利润表，那么 2019 年度的利润直接就少了一半。如果我们打开 2019 年报，第 342 页附注 36 披露了-25 亿元的构成，我选其中一个明细作为例子：

(4) 於二零一九年七月三十日，本集團以現金代價人民幣2,044,029,000元向非控股股東收購佛山德暉餘下40%權益。年內，於佛山德暉的所有權權益變動對本集團擁有人應佔權益的影響概述如下：

(4) On 30 July 2019, the Group acquired the remaining 40% interest in Foshan Dehui at a cash consideration of RMB2,044,029,000 from the non-controlling shareholder. The effect of change in ownership of interest of Foshan Dehui on the equity attributable to owners of the Group during this year is summarised as follows:

		人民幣千元 RMB'000
所收購非控股權益的賬面值	Carrying amount of non-controlling interest acquired	1,731,726
支付予非控股權益的代價	Consideration paid to non-controlling interest	(1,696,458)
以非控股股東其他應收款項結算的代價	Consideration settled with other receivables from non-controlling shareholder	(347,571)
於資本儲備確認的已付代價虧絀	Deficit of consideration paid recognised in capital reserve	(65,868)
於留存利潤確認的已付代價虧絀	Deficit of consideration paid recognised in retained profits	

在以上的例子中，时代地产以 20 亿元的对价收购了佛山德暉的 40%的权益，产生了共计 $-0.65-2.46=-3.11$ 亿元的差额（即收购溢价），而这 -3.11 亿元就是以上 -25 亿元的组成部分，它被直接计入了资本公积和留存收益。其实，这 -3.11 亿元是否应该以财务费用的形式计入利润表呢？我们被会计准则的 bug 玩坏了。

那么如何判断这 40%就是“明股实债”呢？其实上天眼查看看就大概知道了，以下是截图：



我们可以看到，佛山德暉（即佛山市时代德暉房地产开发有限公司）在 2017 年的时候，平安信托有限公司持有 40%的股权，而到了 2019 年，平安信托有限公司就退出了，与年报的披露是一致的。

其实只要看到“信托”、“股权投资”、“私募”等字眼的少数股东，大概率就是“明股实债”的资金方了。我虽然没有证据，但这是我的经验。

我虽然只是拿了时代地产作为案例，其实看看中国奥园，中国金茂等公司的年报，会发现“明股实债”真的很普遍。如果仅凭 3 倍 PE 就做出了“哇塞，好低估”的判断，那是不够的。

这是一个很大的问题，因为“明股实债”非常不透明。第一，“明股实债”的年利率到底是多少？是 8% 还是 15%？投资人需要知道；第二，股东权益变动表中的“收购非控股权益”的金额，到底有多少是本应计入利润表的财务费用？公司真实的年度利润是多少？投资人需要知道；第三，资产负债表的净资产中，有一部分是非控股权益，其中有多少是“明股实债”？公司真实的负债率是多少？投资人也需要知道。

以下是时代地产 2020 年度的资产负债表的部分截图：

權益	EQUITY			
本公司擁有人應佔權益	Equity attributable to owners of the Company			
股本	Share capital	31	154,528	154,528
儲備	Reserves	33	18,623,208	18,932,706
			18,777,736	19,087,234
非控股權益	Non-controlling interests		17,105,678	16,617,121
權益總額	Total equity		35,883,414	35,704,355

我们可以看到，截至 2020.12.31 的净资产是 358 亿元，其中非控股权益占 171 亿元，几乎占净资产的一半。那么这 171 亿元的非控股权益，有多少是本应计入负债的“明股实债”呢？

“明股实债”的不透明让地产公司的财务报表分析变得非常不可靠，因为不确定的东西太多了。而既然是“明股实债”，公司当然不会告诉你这是“债”了，而会告诉你，这就是“股”啊。

随着“三道红线”的实施，我认为未来一段时间，我们将会看到越来越多的看不懂、看不透、看不清的地产公司财报。

买地产公司的股票，需要非常谨慎。利润表是一张明牌，告诉你公司本年度赚了多少钱；股东权益变动表是一张暗牌，大多数人不会去看，但是里面藏了很多东西；明牌和暗牌一起放在台面上，就好像打德州扑克一样，赌博的成分太多。

不会打牌的话，最好先看看再说。我目前还不会打地产的牌，若能够借雪球平台认识一些会打牌的球友，希望能够多多学习和交流。

4、解码 CXO 产业的万亿市场

作者：@小柴研究

发表时间：2021-03-18

春节过后，小柴进行了一系列 CXO 行业及部分重点公司的深入研究，过程中形成的文章也已陆续发出。今天，就把这段时间关于行业的研究整理成文，以飨读者。全文 8500+ 字，可以收藏起来再读，当个

了解该行业的工具贴。文章根据公开信息撰写，仅供交流之用，不构成任何投资建议。

十八世纪末，美国西进运动，人们在萨克拉门托河发现了金沙。一时间，工人、农民、海员和传教士前仆后继。多数人直接淘金，也有少部分人独辟蹊径，贩马、撑船、卖酒、卖水，在淘金者身上淘金。这群人后来被称为“卖水人”。他们虽不像“淘金者”一夜暴富，但却也能在淘金热中稳赚不赔，活得滋润。

今天就给大家系统解码这个医药工业的“卖水人”——CXO。

一、到底啥是 CXO？

简单说，CXO 就是个接外包的，跟芯片行业的台积电、软件外包产业的印度三哥没啥两样。但相比芯片代工、软件开发外包，CXO 又有其独特性。

CXO 按照产业链条上下游逻辑，依次细分为：CRO、CDMO/CMO 和 CSO。

其中，CRO（Contract Research Organization）主要是承接医药产业研究开发、药品注册过程等工作；CMO/CDMO

（Contract Development and Manufacturing Organization）主要负责药品生产以及生产工艺的研发升级，CDMO 与 CMO 两者的区别在于“D”，CMO 是纯生产代工，没有工艺研发的事儿，技术含量低一些；CSO（Contract Sales Organization）是为客户在销售和市场营销角度提供外包服务，这一细分行业门槛相对较低，本文不做研究。

CRO 的出现时间并不长，是医药产业精细化分工的产物。从雏形至今，经历了 4 个阶段，快速成为医药研发不可或缺的一环。



二、CXO 的行业地位

医药产业有一个颇为无奈的“双十定律”：一款新药从研发到上市，平均需要“10年+10亿”的投入，单位是美元。更为沮丧的是，伴随医药工业监管法规越来越严格、可用靶点不断被前人开发，新药研发难度正逐年推高，目前一款新药的研发时间已经快要逼近15年了、研发投入更是接近20亿美元（2019年）。

根据德勤《2019年医药创新回报评价》，2019年一款新药的平均研发成本19.81亿美元，2018年这个数更是高达21.68亿美元。再往回看10年，这个数字也不低，高达11.88亿美元（2010年）。伴随而来的是药企投资回报率的逐年走低，从2010年的10.1%下滑到2019年的1.8%。



以全球医药研发最发达的美国为例，一款新药的专利保护期一般20年，也就是说，过了这个期限，仿制药厂将大面积跟进，药品价格极速下降。而这个专利保护期是从新药专利申请开始的，也就是涵盖了整个医药研发的周期，从发现一款新药，到做出来，到动物试验、人体试验，最后到批准上市。这是一个漫长的过程，一般都需要10~15年的时间。这样算，也就剩下6~7年时间让你原研药厂独家卖，那这段时间你不得收回成本啊？你不得给金主爸爸多赚点儿啊？所以说，原研

药企越来越难，也难怪现在 Biotech（创业型生物制药企业）如雨后春笋般出现，这点后面展开。

此外，药企面临的第三大难题也非常痛心——研发成功率低得可怜。



一款新药，研发人员会从 5000~10000 个候选化合物中筛选出 250 个左右进行临床前研究，这里面只有 5 个能够进入临床试验阶段，而最后被 FDA 批准上市的也就 1 个。

然而，事情还没有结束。研发难度已经如此之高了，药企们的头上还悬着一个达摩克斯之剑——专利悬崖。哈佛商业评论曾经采访诺华集团 CEO，他表示：“专利悬崖是我们这个行业最大的难题之一。具体而言，根据艾美仕(IMS Health)预测，从 2011~2016 年，品牌药品因专利到期导致的销售收入损失将达到 1,060 亿美元，其中 2012 和 2013 年最为严重。举个最明显的例子：历史上最畅销的处方药——辉瑞制药的立普妥（降血脂药）专利于 2011 年到期，分析师预测到 2015 年，其年销售额将从 2009、2010 年的 110 亿美元下降至 30 亿美元。大多数制药企业最终都会面临同样的挑战。”

咨询公司 Misfit 盘点了 2012 年几大重磅药情况，这 8 款专利到期重磅炸弹药物年销售收入占全球所有药物销售总额的 10% 还多，我们透过下图来感受一下专利悬崖的酸爽。



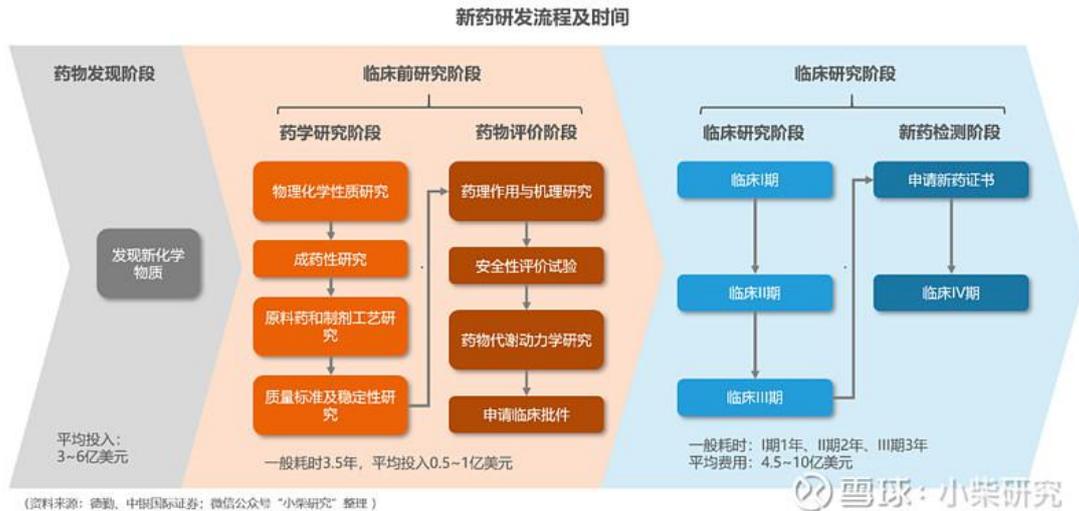
讲到这里，CXO的“人设”也就呼之欲出了。对，它就是带着天使的翅膀来拯救制药企业的。它天生赋有三重使命：降低研发成本、缩短研发周期、分担药企风险。

根据 Frost & Sullivan 数据，CRO 服务介入的临床 I~III 期试验总计时间为 244 周，相比没有采用 CRO 服务的传统药企来说（总计 368 周）可以节省近 34%的用时。

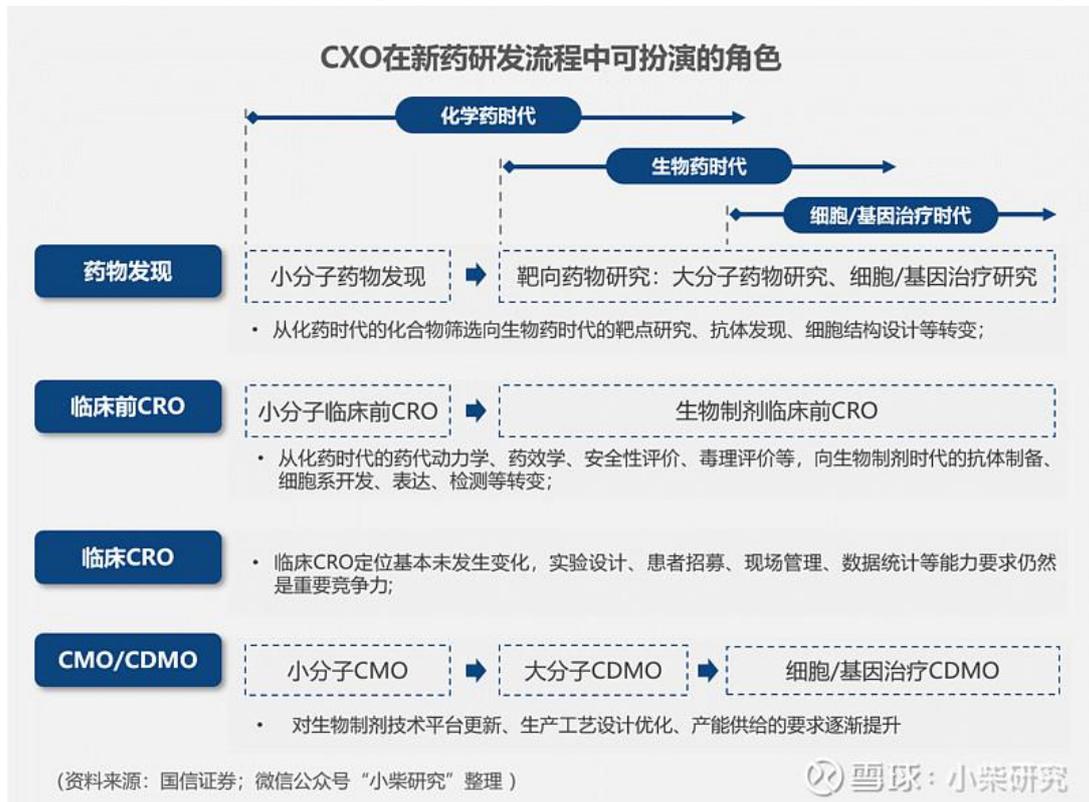


三、万亿市场的底气

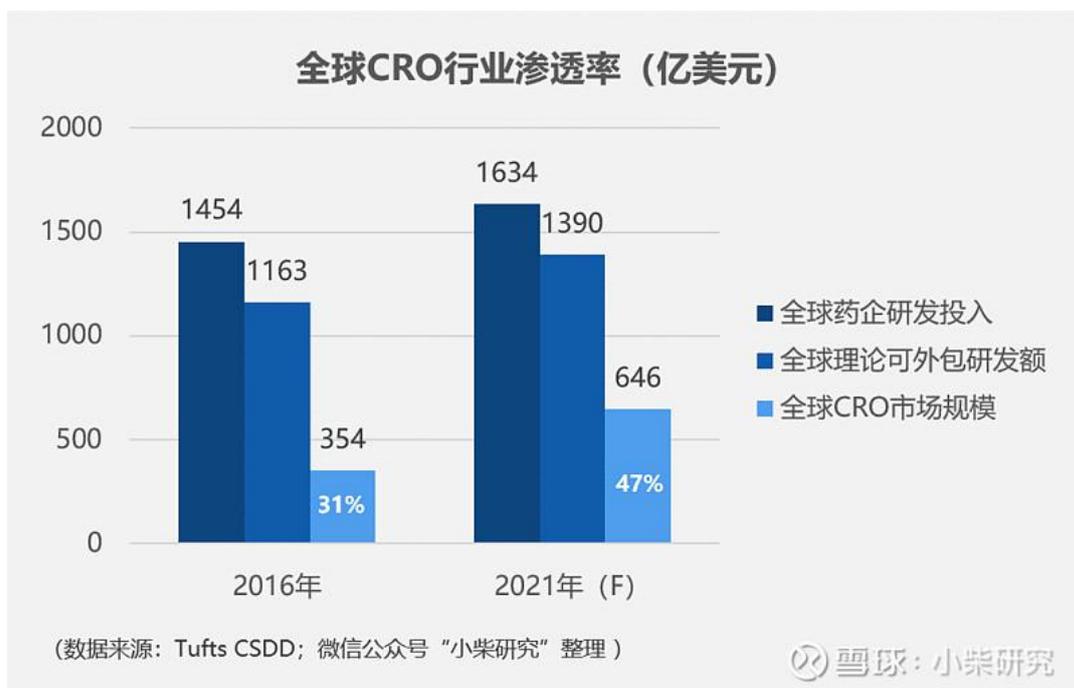
创新研发是药企构建核心竞争力和持续发展的关键，而药物研发是一项高投入、高技术、高风险、长周期的精细化系统工程。一款新药的平均研发成本已经从 2010 年的 11.9 亿美元增长到 2018 年的 21.7 亿美元，而研发周期更是需要 10~15 年的时间。



CXO 企业所提供的专业研发服务能够有效降低药企的研发成本和风险，缩短研发时间，提高研发效率，形成非常有针对性的专业化优势。

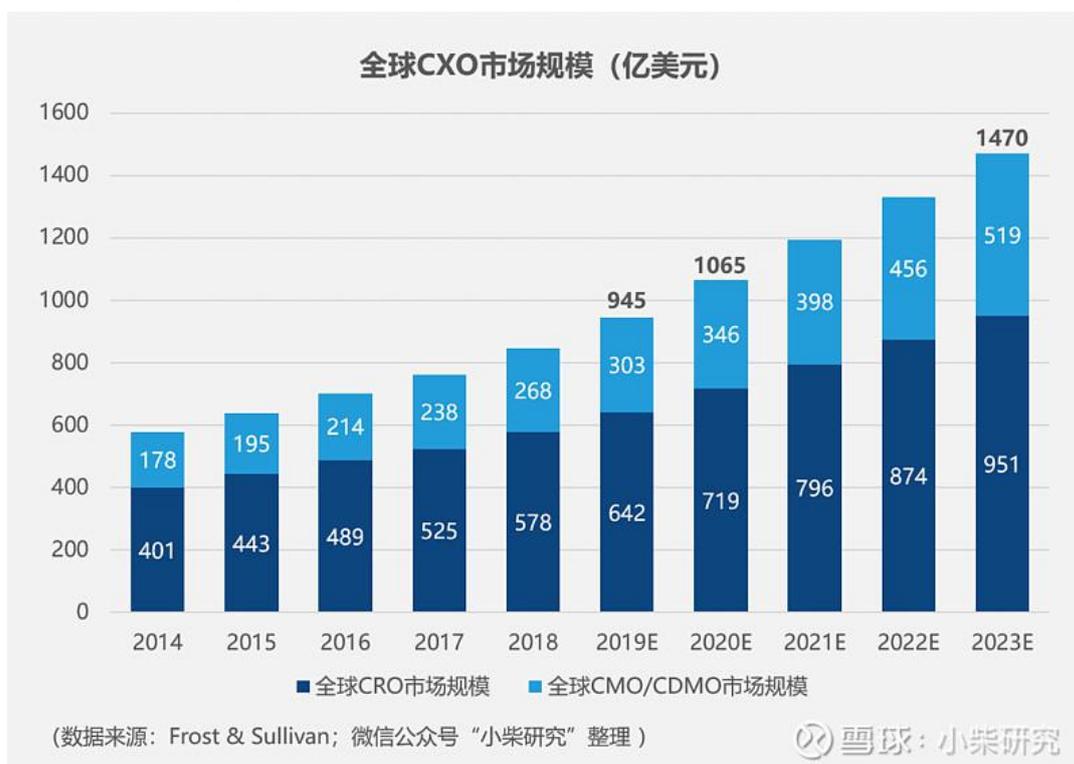


全球 CRO 行业从 90 年代开始步入快速发展期，经过 30 几年的积累，目前在全球医药研发领域的渗透率已经超过 30%。根据 Tufts CSDD 数据，2016 年全球药企研发支出 1,454 亿美元，理论可外包研发额为 1,163 亿美元，实际外包额为 354 亿美元，渗透率接近 31%；预计到 2021 年，全球药企研发投入将达 1,634 亿美元，理论可外包研发额为 1,390 亿元，CRO 渗透率有望达到 47%，实现 646 亿美元的市场规模。



从全球市场来看,这是一个千亿美元市场,而且市场集中度还不高,特别是留给中国企业的成长空间还很大!

根据 Frost & Sullivan 于 2019 年发表的行业研究数据,预计 2020 年,整个 CXO 行业 (CRO 和 CMO/CDMO) 市场规模将突破 1,000 亿美元大关,其中 CRO 市场规模预计将达到 719 亿美元,CMO/CDMO 将达到 346 亿美元。



四、中国 CXO 市场

我国 CXO 行业目前所处阶段很像美国 CXO 爆发式增长的前夕。

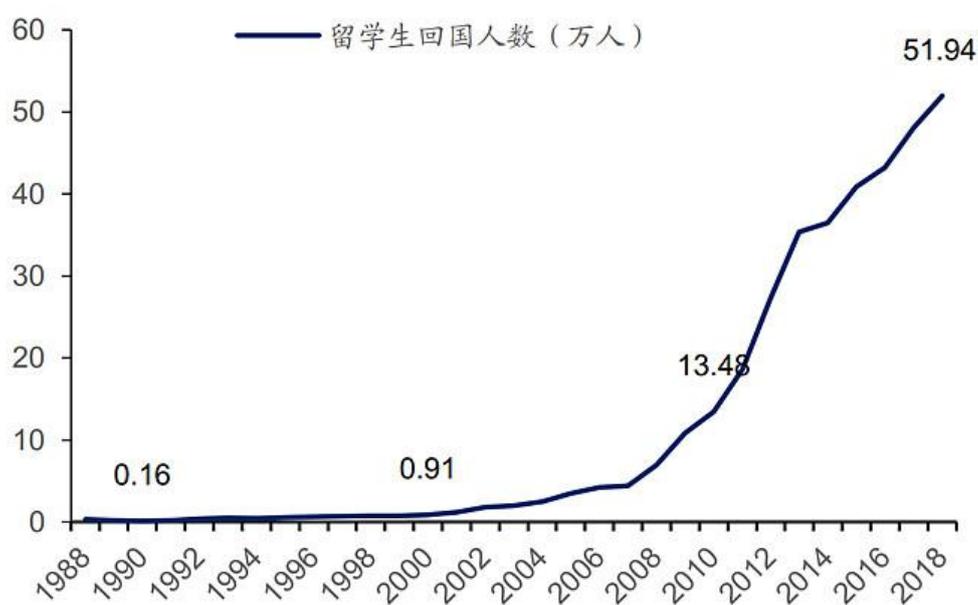
从美国同行发展历程来看，这个行业于 1970 年代产生，90 年代初美国仿制药竞争加剧叠加美国整体控制医疗费用支出，催生出了 CXO 在美国长达 10 年的超长景气周期，成就了数量众多的国际巨头。而我国药企原有的“仿制药创新药”营销模式正走向终结，我国医药产业正处于大破大立之时，其现状也很像国际药企在 90 年代面临的专利悬崖。

除此之外，中国的 CXO 企业除了本土药企天然的需求外，它还面对着全球订单这个大蛋糕。90 年代末，我国 CXO 产业随着外资药企向低成本地区离岸研发外包而建立，到了 2018 年，我国 CXO 行业规模已经达到 58 亿美元。回顾处于类似阶段的美国同行，它们的股价都走出了一波“持续 5 年以上、年化 35% 以上收益”的行情。

我国 CRO 行业经过 30 多年发展，已成为国际药企外包首选。底层逻辑无外乎以下几点：

1) 中国的工程师红利带来领先的成本优势。CRO 行业属于人才密集型行业，需要化学、医学、药学、生物统计学等各领域的专业人员提供服务。受我国高等教育招生规模扩招、研究生毕业人数增长、海外高素质人才归国数量提升等因素影响，医药研发领域人才资源储备丰富，且人力成本相比发达国家有显著优势，使国内 CRO 企业的竞争力提升。在化合物筛选、临床前与临床试验各阶段，国内试验成本仅有发达国家试验成本的 30%~60%，能够大幅节约研发支出。

我国历年研究生毕业及留学生回国人数



(数据来源: CEIC; 微信公众号“小柴研究”整理) 雪球: 小柴研究

新药研发不同阶段中国与发达国家试验成本对比

研发阶段	试验内容	中国vs发达国家试验成本（占比）
化合物筛选		30~60%
临床前研究	毒理试验	30%
	动物实验	30%
临床试验	I期临床	30~60%
	II~III期临床	30~60%

（数据来源：上海医药研究临床中心、国信证券；微信公众号“小柴研究”整理） 雪球：小柴研究

2) 包括中国在内的亚太地区，患者基数大，招募难度较低，从而大幅降低临床 CRO 成本。CRO 产业链中，外包率最高、市场最大的无疑是临床阶段。即便是海外啥啥都有的超级大药厂，在临床阶段，也会有近一半的外包率。原因就在于患者招募太难。然而，亚太地区的中国、印度等国家人口众多，较高的人口基数导致各类药物适应症的患者基数大，为临床试验的患者招募工作提供更大的便利，有利于降低招募成本，加快临床试验进度，缩短药物研发周期。以 PD-1/PD-L1 为例，国内患者招募的入组速度中位数是美国的 5~7 倍。

目前，中国 CXO 龙头承接海外收入占比在 60~90%之间，但伴随国内医药企业在政策引导下由仿制药向创新药过渡，本土医药研发需求爆发，尤其是创新药的研发热度持续升高。

2013~2018 年 A 股上市公司研发支出大幅提升，五年复合增长率达 31.75%。恒瑞医药、复星医药等龙头企业的研发支出也大幅提升，而随着新药进入收获期，相信中国医药产业将逐步走向提高创新药占比的正循环。

药审中心（CDE）数据显示，2018 年 CDE 受理的 1 类化药创新药注册申请共有 157 个品种，其中受理创新药 NDA 有 16 个品种，较 2017 年增长了一倍。治疗用生物制品的临床申请与上市申请受理数量也大幅提升。

总体而言，随着我国医药行业政策引导向创新方向转变，内资创新药研发将成为 CXO 行业需求的另一大重要来源。

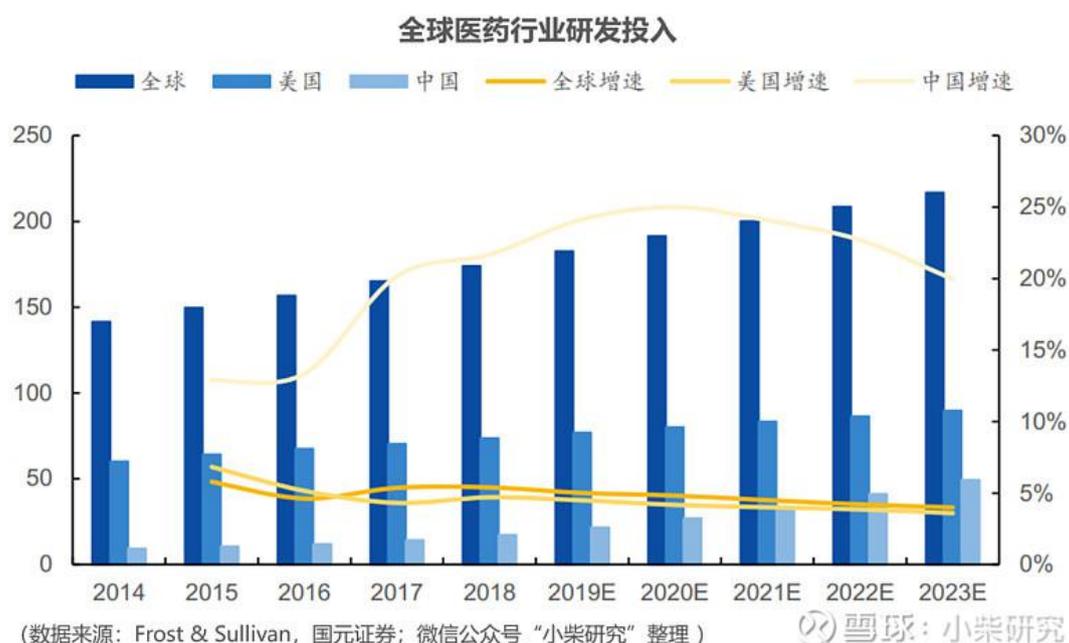
五、行业动能

长期来看，CXO 行业景气度有充足保障，无论是全球还是中国市场。其增长动力主要来自四个方面：大型药企不断增长的研发投入、

Biotech 研发活跃程度进一步提升、不断推高的行业渗透率和有利的政策支持。

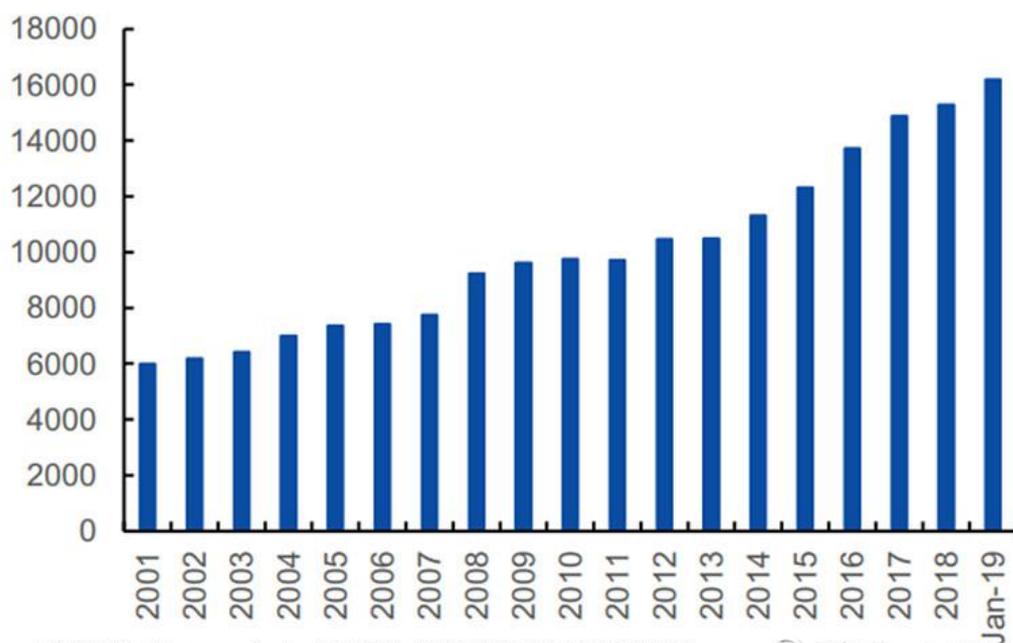
1、大型药企研发投入进一步增长

CXO 行业与医药产业的成长性和药企研发投入息息相关，无论全球市场还是中国市场，药企的研发投入始终保持较快的增长速度。根据 Frost & Sullivan 统计，2018 年全球医药行业研发投入 1,740 亿美元，从 2014 年起，五年复合增长率 5.3%；其中，美国药企占比最高，达到 736 亿美元；中国药企增速最高，达到 174 亿美元，五年复合增长率达 16.9%。



2019 年全球在研药物数量再创新高。根据 Pharmaprojects 统计，截止 2019 年 1 月，全球在研新药数量 16,181，在老药竞争加剧的行业格局之下，新药的研发仍是药企的唯一出路。

全球在研药物数量

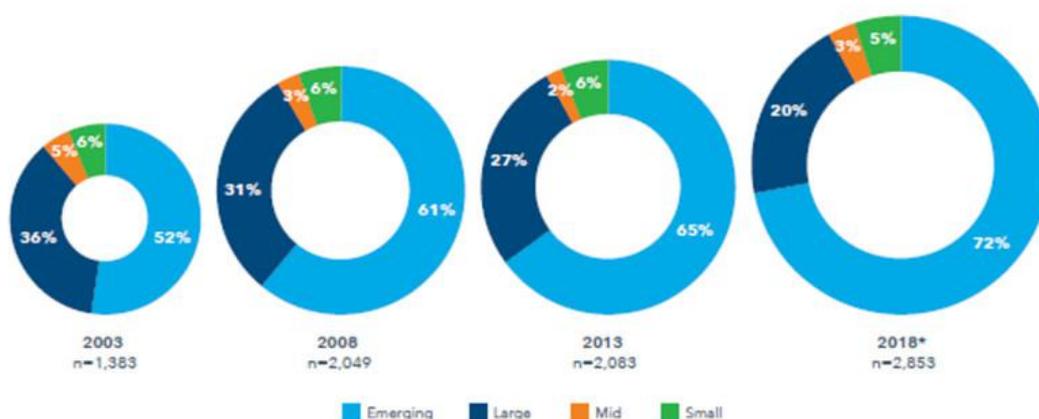


(数据来源: Pharmaprojects, 国元证券; 微信公众号“小柴研究”整理) 雪球: 小柴研究

2、活跃的 Biotech，为 CXO 提供源源不断的订单

随着药物研发方向从传统的小分子化学药转向以肿瘤治疗为目的的生物药与细胞治疗，目前全球医药行业呈现较为明显的分工趋势，新药研发由于风险高、收益高，逐步由创业型生物医药企业（Biotech）担当主力，大型跨国药企再根据新药早期临床数据选择是否收购。根据 IQVIA 统计，全球 Biotech 管线占比已从 2003 年的 52% 增长至 2018 年的 72%。然而，由于 Biotech 公司一般都规模较小，导致他们对 CXO 企业的依赖程度更高。

全球新药管线构成



(数据来源: IQVIA, 国元证券; 微信公众号“小柴研究”整理) 雪球: 小柴研究

从全球视角来看，生物医药行业一级市场投资一直是一个风口，2018 年全球医药健康领域融资事件达到 1,410 起，融资额超过 338 亿美元，同比增长 57%，其中投资于生物医药行业金额最高，达到 138 亿美元；次之医药研发，达到 69 亿美元。国内市场，Biotech 公司如雨后春笋般涌现，2018 年一级市场融资额再创新高，达 826 亿元，同比增幅 79%。2018 年，内资 Biotech 公司在国内开展的 I~III 期临床试验约 284 例，占内资药企比例为 38%，这一数字也在逐年上升。



3、不断推高的行业渗透率

无需赘言，前文已有分析。

4、有利的政策支持

近些年，我国连续出台各项政策，大力促进和支持中国医药产业由仿制药主导向创新药方向演进，这里仅举例几个对 CXO 行业影响更为重大、更为直接的政策。

1) 2003 年 GCP (Good Clinical Practice, 药品临床试验规范) 和 GLP (Good Laboratory Practice, 药品非临床安全性试验规范) 的确立为 CXO 行业制定了基本规范、奠定了发展基础。

2) 2015 年之后，药品审评效率提高，创新药上市进度显著提高，激发中国创新药研发热情。

3) 2017 年中国 CFDA 加入了 ICH (国际人用药品注册技术协调会), 这是于 1990 年由欧共体、美国和日本三方政府药品注册部门和制药工业协会共同发起成立, 旨在药品注册技术领域协调建立关于药品质量、安全性和有效性等的共同国际技术标准和规范, 从而减少药品研发和上市成本, 推动创新药品及早用于治疗患者的一个组织。经过二十多年的发展, ICH 发布的技术指南已经为全球主要国家药品监管机构接受和转化, 成为药品注册领域的核心国际规则制订机制。

加入 ICH 后, 中国临床试验的理念、规则、制度、技术, 全面与国际接轨, 国家也不断颁布相关政策和法规, 加强临床试验监管, 对行业运行的真实性、规范性提出更高要求。在改革临床试验管理方面, 提出临床试验机构资格认定实行备案管理, 同时鼓励社会力量投资设立临床试验机构, 探索临床研究整体解决方案。与之前采用的认证制相比, 临床试验机构备案制流程大大简化, 时间周期也能很好缩短, 其真正落地执行, 将为很多新药临床试验机构带来更多的参与新药临床研究的机会。

4) 2019 年 MAH 制度落地, 成为 CXO 行业高速发展的有力支撑, 对 CXO 企业意义重大。MAH 全称 Marketing Authorization Holder 药品上市许可人制度, 指拥有药品生产技术的主体在获得药品上市许可后, 对药品质量在其整个生命周期内承担主要责任, 持有人可选择自行生产药物或委托其他主体生产, 在这一制度框架下, 药品上市许可与药品生产许可可以分离, 药品产业链上的生产要素可以更加灵活地配置。也就是说, 一方面小型药企可以轻资产运营, 激发他们的研发活力; 另一方面, 如果 CRO 企业自研能力很强的话, 也可以自行开发新药, 然后依托下游的 CMO/CDMO 进行生产、CSO 进行销售, 整个过程无需自建工厂即可实现药品的上市销售。厉不厉害! 这个制度 2019 年 12 月 1 日开始实行的, 正好 A 股 CXO 板块也是从 12 月初开始, 被“机构抱团行情”青睐。

六、中国 CXO 市场竞争格局

国内 CXO 行业竞争格局可以简单总结为“一超多强”, “一超”就是药明康德, 啥啥都牛; 但是“多强”的成长潜力和市场机会也不容小觑。

暂不考虑市场各主要竞争对手的独门秘籍, 我们单纯从简单的商业逻辑上来讲, **CXO 可是当前最潮的“流量经济”**。上游 CRO 能为下游 CMO/CDMO 引流; CRO 赛道内部各个细分领域中, 药物发现 CRO、临床前 CRO 又能为临床 CRO 引流。这么看, 一个龙头应具备的关键

素质就是“全产业链的一站式服务”能力，这是目前国际巨头已经形成的局面，也是奠定 CRO 企业在行业内竞争地位的基础。而国内呢，最典型的一站式服务平台，当属药明康德。

1、CRO 市场格局

据火石研究院统计，目前国内 CRO 和 CMO/CDMO 企业合计多达 1500 多家。500 多家 CRO 企业中，临床阶段 240 多家，临床前 260 多家，综合服务外包 15 家；国内 CRO 企业规模基本都不大，总体业务还比较分散。

另外，新药研发环节相当多，不同阶段对 CRO 企业的核心能力要求也各不相同，因此我们有必要把 CRO 赛道拆碎，再就每个细分领域一一看看其核心技术门槛、市场实际需求。

先看一下 CRO 全景。



中国 CRO 市场自 2014 年起，一直保持年均 30% 以上的高速增长，预计 2018~2023 年，中国 CRO 市场复合增长率将达到 30%，矿在生长。

1) 药物发现

药物发现是一个多学科协作的系统性工程，对研发人员的技术要求较高。其核心竞争力主要体现在化合物库的大小和针对相应靶点可设计

相应先导化合物的能力上，2018 年全球 CRO 市场中药物发现阶段占比 20%。



药物发现是 **CXO** 产业链的最前端，这个行业既可以成为产业链其他环节的流量入口，也可以成为“全球药企研发活跃程度的晴雨表”。

对于国内 CRO 企业来说，中国药企研发能力仍在起步阶段，市场上仿制药的占比较高，所以这个阶段的市场渗透率实际高于国际水平，且这个环境也有利于增强药企与 CRO 企业的合作黏性。而国际药企的研发能力很强，药物发现阶段多为企业核心机密，因此外包研发占比也就相对较低。

国内几个提供药物发现服务的重点公司有药明康德、药明生物、睿智医药、康龙化成、成都先导等。

从技术平台角度来看，药明康德相对服务内容最为广泛，涵盖从传统的 FBDD、SBDD 到 HTS、DEL 库等服务。第二梯队的睿智医药、维亚生物等涵盖传统新药研发相关服务，药明生物专注大分子药物开发，康龙化成、药石科技和成都先导则比较专注提供部分特色服务。

那我们应该怎么看这个细分领域呢？

以下三个指标是我们需要关注的：一是大型药企的研发费用支出，因其与药物发现 CRO 联系最为紧密；二是一级市场投融资情况，别忘了 2018 年全球 72% 的研发管线由中小型 Biotech 公司贡献；第三就相当宏观了，基础生命科学的研究成果，看看就好。

药物发现技术手段多种多样，主体思路分三类：

第一、最简单的是对已知化合物进行改造，但要想得到 **Me-Better** 药物也不容易。

第二、根据靶点特征进行有选择性的筛选和设计，总体耗时较长，需要靶点具有明显的三维结构，以 **FBDD**

（**Fragment-based drug discovery**，基于片段的药物发现）和 **SBDD**（**Structure-based drug design**，基于结构的药物设计）为代表。

第三、大海捞针式的海量化合物筛选，以 **HTS**（**High-throughput screening**，高通量药物筛选）、**DEL** 库（**DNA Encoded Library**，**DNA** 编码化合物库）为代表，**HTS** 成本较高而 **DEL** 库的合成技术难度大。

据可考数据，从已知化合物中筛选、**HTS** 和 **SBDD** 是药企最主要的临床候选药物来源。此外，随着 **AI** 技术发展，计算机辅助药物设计（**CADD**）也进入药企视野，能否发挥所长值得期待。

2) 临床前 **CRO**

药物发现后，我们就得到了候选药物，药企接下来就需要开始一系列碎片化研究，涵盖三大学科：药学（研究评估药物的结构、分子式、理化性质等等）、药理学（研究评判药物与机体之间互相作用的原理，这里又能进一步细分成一般药理研究、药效研究、药代动力研究三种）、毒理学（研究药物的长期毒性、生殖毒性、致癌性等等）。

2018 年全球临床前研发费用 196 亿美元，其中 **CRO** 外包 84 亿美元，渗透率 43%；中国市场临床前研发费用 33 亿美元，其中 **CRO** 外包 15 亿美元，渗透率 45%，基本与全球水平相当。



临床前 **CRO** 的主要工作是各类实验室项目，所以它的核心资源就是具备一定素质的生物化学工程师。药学研究重点在于原料药和制剂的工艺开发，属于精细化工业；药理学研究在于实验室人员的熟练程度和动物模型的丰富程度；毒理学研究重点则在于实验动物的管理以及 **GLP** 实验室的资质认证。

国内主要临床前 **CRO** 公司业务布局如：

主要临床前CRO公司业务布局

公司	药学研究		药理学			毒理学	
	原料药	制剂	药效学	药代动力学	生物分析	早期 (非GLP)	安全性评估 (GLP)
药明康德	√	√	√	√	√	√	√
昭衍新药			√	√		√	√
康龙化成	√	√	√	√		√	√
睿智化学	√	√	√	√		√	
美迪西	√	√	√	√	√	√	√
方达医药	√	√		√	√	√	√
博济医药	√	√	√	√		√	√

(资料来源: Wind, 国元证券; 公号“小柴研究”整理)

三大板块中，药理学涉及较多实验室服务，对技术要求较高，中国的工程师红利赋能中国企业具备领先优势。而药学涉及原料药和制剂工艺开发、毒理学涉及动物产能和实验室 **GLP** 资质

(**Good Laboratory Practice** 药物非临床研究质量管理规范，是国际通行的药物临床前研究必须遵循的基本准则，行业规范)，对技术要求一般，更多依仗企业的资本支出。

3) 临床 CRO

整个 CRO 产业链中，外包率最高、市场规模最大莫过于临床阶段了。

中国临床 CRO 市场规模占比全球没有前两项（药物发现和临床前）高，这主要归咎于中国创新药研发起步较晚等原因，算是中国 CRO 产业链的一个短板。但是，中国临床 CRO 市场增速堪称无敌。



临床试验环节很多，导致临床 CRO 业务也较为碎片化，因而决定临床 CRO 壁垒的核心竞争力也众多。

从技术角度来说，临床 CRO 的核心竞争力体现在：一站式服务能力、数据统计和分析能力、PI（Principal Investigator，主要研究者）和研究中心资源、SOP（Standard Operating Procedure，标准作业程序）流程等方面。而这些核心竞争力的诞生和演进是伴随整个医药产业发展而来的，国内创新药发展较为落后，这导致药企和 CRO 企业临床干预方案设计、临床数据管理系统、数据统计和分析系统等都不够完善，造成了与海外巨头的较大差距。

从市场角度来说，临床 CRO 需要企业具备全球化能力。毕竟它要做的是帮助不同药企在不同国家又快、又好的招募患者入组、完成临床试验。

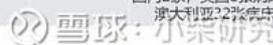
上述两点叠加，就导致了这个细分行业非常容易形成马太效应，规模越大，越容易招到人才，越能在信息化上进行投入，从而越能积累数

据，越能较快实现全球化布局。总的来说，从业公司的人员数量、人员结构、人员质量（项目经理、临床监察员、试验协调员、主要研究者等等），以及这些人员指标的增量、增速，是较能侧面体现该业务板块竞争力的指标，毕竟，这些都是临床 CRO 的“供给侧”。

主要临床CRO公司业务布局

公司	临床I~IV期	SMO	药物警戒	注册事务	一致性评价	医疗器械	国际多中心	合作医院
药明康德	• 津石医药：患者招募、中心启动、稽查质控； • 康德弘翼：I期临床、临床运营、数据管理与分析、医学事务；	√		国内&国际	√	√	√	国内900+
泰格医药	患者招募、I期临床、医学撰写、临床检查、数据管理与分析、质量保证、医学监查、EDC系统、医学影像、中心实验室、物流冷链、三方稽查；	√		国内&国际	√	√	√	730+临床 试验机构
博济医药	患者招募、数据管理与分析、三方稽查	√		中美		√		800+
方思医药	项目管理、临床监查、数据管理与分析、质量保证、中心可行性分析	√	√	国内&国际		√	√	国内300+GCP中心； 1500+研究中心
康龙化成	I/II期临床（美国）				√			
昭衍新药	I期临床		√		√			国内2家；美国8张病床； 澳大利亚22张病床

(资料来源: Wind, 国元证券; 公号“小柴研究”整理)

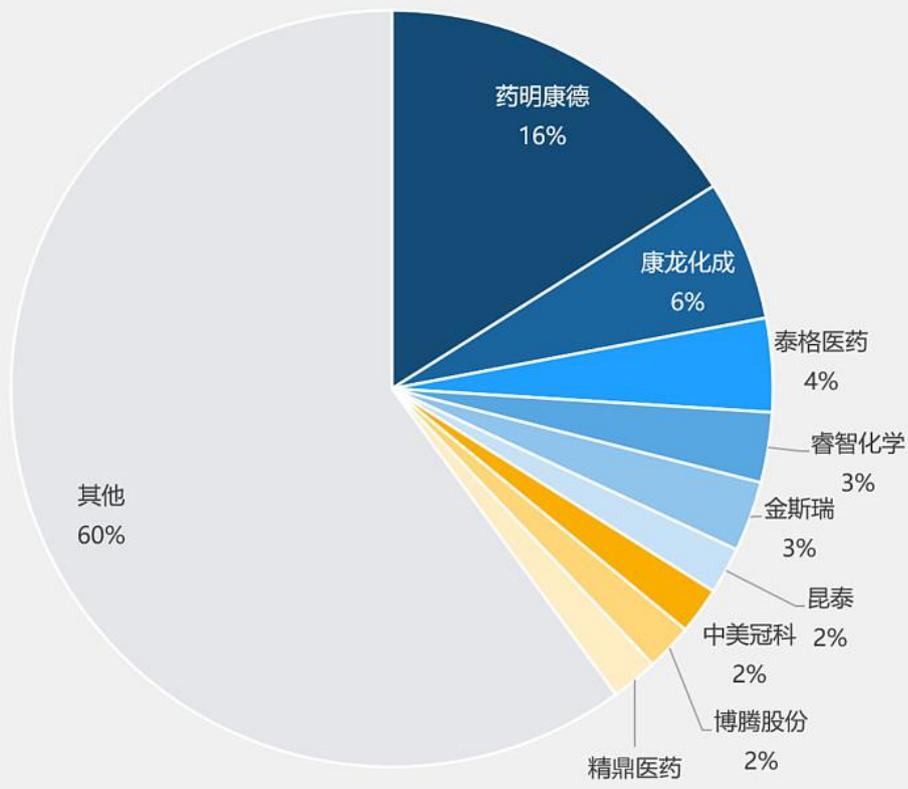


从这几个主要公司的业务布局来看，国内临床 CRO 确实需要补课了。但事有两面，中国这么大的人口基数（患者招募相对容易）、这么强势的工程师资源、这么广阔的市场空间，这个行业没理由不与国家一同成长。

4) 小结

中国 CRO，三大细分都处在高速增长阶段，特别是临床阶段这一最大市场的空间尤为广阔，也短板明显，值得关注。

2018年国内CRO行业竞争格局



(数据来源: 医药魔方、国信证券; 公号“小柴研究”整理)

雪球: 小柴研究

2、CMO/CDMO 市场格局

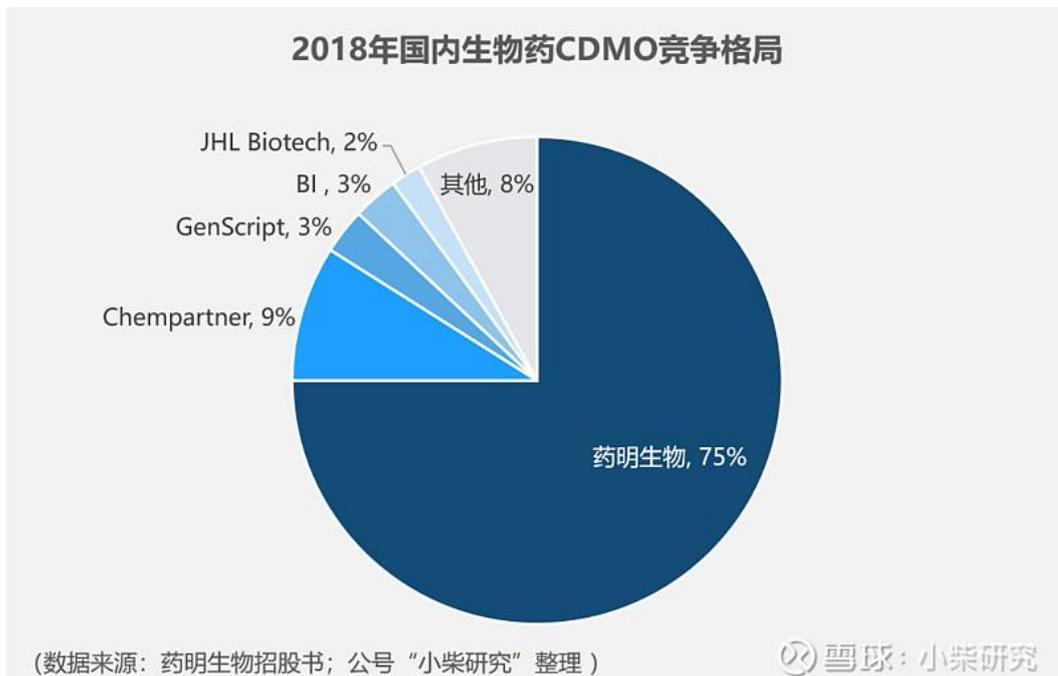
中国 CMO/CDMO 近年来也一直处于高速发展趋势, 在每一个细分领域都保持着年均 20~30% 的增速。



CMO 企业接受药企委托代工生产，涉及到临床用药、中间体制造、原料药生产、制剂生产和包装等服务。CDMO 企业更侧重于高技术附加值的工艺开发步骤，为药企提供创新药生产时所需要的工艺流程研发及优化服务、配方开发及试生产服务等，同时进一步提供从公斤级到吨级的定制生产服务。因此，我们看 CMO/CDMO 企业时，其工艺研发能力和反应釜生产能力是核心要素。

国内小分子细分领域受 MAH 制度的带动，将进一步高速发展，在这个领域较有竞争优势的公司有药明康德（合全药业）、凯莱英、博腾股份、九洲药业、普洛药业和药石科技。

国内生物制剂领域，药明生物是绝对龙头，2018年国内市场份额占比75.6%。



5、2.58 万亿的茅台，成绩如何？——2020 年年报简评

作者: @吉普赛 007

发表时间: 2021-04-16

大家可能都知道大名鼎鼎的茅台，好酒咱买不起，但是我发现自己真的没有认认真真读一下他的年报，今天我们就一起阅读一下。

\$敏行阿杏一号基金(P000815)\$ 高位的时候我真有些担心，现在大幅调整后，有平台整理的意思，对于中长期资金是相对不错的时机。正好和自己买入股票的三个时机相吻合：

1.熊市。熊市遍地黄金，投资者的朋友。比如 2008 年年底 2019 年初，2018 年底 2019 年初

2.黑天鹅。甄别是王子，还是青蛙，是短时间的落难，还是长时间的衰落。

3.阶段性的回调。与基本面无关的回调，细分行业下跌 20-30%，个股下跌 40-50%，其中一般也会蕴藏中不错的投资机会。

回到正题，那么对于茅台个人觉得关心的几个问题：

Q1：经营情况究竟如何了，收入和净利润情况？

Q2：量价齐升，还是量平价升，价升是调结构（年份酒等高货值卖得更多），还是直销比例增加了？

Q3：公司未来增长的动力在哪？多久没提价了，今年会不会提价？量的方面，产能建设机会如何？

一、茅台主要财务数据

不得不说茅台的年报简单、易懂，确实适合投资小白入手。

单位：元 币种：人民币

主要会计数据	2020年	2019年	本期比上年同期增减 (%)	2018年
营业收入	94,915,380,916.72	85,429,573,467.25	11.10	73,638,872,388.03
归属于上市公司股东的净利润	46,697,285,429.81	41,206,471,014.43	13.33	35,203,625,263.22
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润	47,016,420,742.73	41,406,909,012.08	13.55	35,585,443,648.60
经营活动产生的现金流量净额	51,669,068,693.03	45,210,612,632.56	14.29	41,385,234,406.72
	2020年末	2019年末	本期末比上年同期末增减 (%)	2018年末
归属于上市公司股东的净资产	161,322,735,087.56	136,010,349,875.11	18.61	112,838,564,332.05
总资产	213,395,810,527.46	183,042,372,042.50	16.58	159,846,674,736.01
期末总股本	1,256,197,800.00	1,256,197,800.00		1,256,197,800.00

这是我们最先看到一个标，上面是利润表和现金流量表重要数据，下面是资产负债表的部分，都是三年的数据。

利润表/现金流量表：收入 2018 年 736.4 亿，2019 年 854.3 亿，2020 年 949.2 亿，年复合增长 13.5%。归母净利 2018 年 352 亿（净利率 47.8%），2019 年 412 亿，2020 年 467 亿（净利率 49.2%）。经营连续三年都是大于净利润，含金量十足。

资产负债表：净资产 2018 年 1128 亿，2019 年 1360 亿，2020 年 1613 亿，年复合增长 19.6%，干得还是蛮漂亮的。根据总资产可以算出资产负债率（未考虑少数股东权益的影响），2020 年为 24.4%，比例不大。

（二）主要财务指标

主要财务指标	2020年	2019年	本期比上年同期增减(%)	2018年
基本每股收益（元/股）	37.17	32.80	13.33	28.02
稀释每股收益（元/股）	37.17	32.80	13.33	28.02
扣除非经常性损益后的基本每股收益（元/股）	37.43	32.96	13.55	28.33
加权平均净资产收益率（%）	31.41	33.09	减少1.68个百分点	34.46
扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率（%）	31.63	33.25	减少1.62个百分点	34.84

巴菲特非常喜欢关注的一个指标 ROE，也就是净资产收益率，2018 年 34.46%，2019 年 33.09%，2020 年 31.41%，高于 30% 的 ROE 是一个非常优秀的数值了，大 A 能维持的没有多少家。

分季度情况

单位：元 币种：人民币

	第一季度 (1-3 月份)	第二季度 (4-6 月份)	第三季度 (7-9 月份)	第四季度 (10-12 月份)
营业收入	24,405,394,535.33	19,547,410,128.17	23,262,139,974.98	27,700,436,278.24
归属于上市公司股东的净利润	13,093,770,211.16	9,507,884,874.35	11,225,448,875.71	12,870,181,468.59
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润	13,155,216,731.00	9,517,509,578.64	11,229,374,451.37	13,114,319,981.72
经营活动产生的现金流量净额	2,303,109,387.50	10,317,854,052.53	12,490,039,379.96	26,558,065,873.04

收入端看，四季度居然销售得最好，按照我的理解一般都是一季度会最好，单季收入是不是创出了历史新高。

利润端，一季度还是最高的，二季度最低。

看了这些我们会有一些基本的印象，那么更多的直观的信息，我们再往下看，比如想知道茅台一瓶卖了多少钱，卖了多少吨，系列酒呢，情况如何，这样数值会更没有违和感。

二、茅台经营情况分析

对于毛利率分析，个人总感觉没有什么感觉，喜欢换算成为自己更容易接受的单位，500g 也就是 1 斤卖多少钱，里面成本构成如何。然后我整理一下这张表格：

年份	销售金额 元	销售吨数	净利润 元	单价 元 /500g	单瓶净利 元 /500g	提价幅度	折合瓶数
2020年	94,821,999,102	64,056	46,697,285,430	740.2	364.5	12.0%	128,111,760
茅台酒	84,830,936,002	34,313		1236.2		12.7%	68,625,060
系列酒	9,991,063,100	29,743		168.0		5.9%	59,486,700
2019年	85,429,573,467	64,645	41,206,471,014	660.8	318.7	11.8%	129,290,600
茅台酒	75,802,304,800	34,562		1096.6		8.7%	69,124,920
系列酒	9,542,263,500	30,083		158.6		16.9%	60,165,680
2018年	73,564,669,948	62,238	35,203,625,263	591.0	282.8	22.1%	124,476,820
茅台酒	65,487,368,882	32,464		1008.6		16.3%	64,927,900
系列酒	8,077,301,066	29,774		135.6		40.5%	59,548,920
2017年	58,168,590,292	60,108	27,079,360,256	483.9	225.3	-8.0%	120,216,720
茅台酒	52,394,294,490	30,206		867.3		8.3%	60,411,040
系列酒	5,774,295,803	29,903		96.6		27.4%	59,805,680
2016年	38,840,974,606	36,944	16,718,362,734	525.7	226.3	-11.4%	73,888,720
茅台酒	36,714,413,337	22,918		801.0			45,835,320
系列酒	2,126,561,269	14,027		75.8			28,053,400
2015年	32,654,046,823	27,517	15,503,090,276	593.3	281.7		55,034,660
茅台酒	31,545,655,241						
系列酒	1,108,391,582						

2015 年公司系列酒和茅台酒的销售吨数未单列，所以表格中有缺损。

我们一起来看看这个密密麻麻的表格

1.整体单价。

2015 年售价比较高，均价为 593.3 元，单瓶净利也比较高位 281.7 元，后面的 2016 年、2017 年单价都出现回落，单瓶净利下滑到了 225 左右。2018 年开始提价，单瓶净利开始恢复，2020 年达到了 364.5 元。值得注意的是，这里面的单价里面是含有系列酒和茅台酒 2 种，从已有的数据来看，其实系列酒和茅台酒价格都是逐年上升的，表中显示的价格下滑，是因为系列酒占比增加。

2.销售量。

茅台酒销售瓶数从 2016 年的 4583.5 万瓶增长到 2020 年的 6862.5 万瓶，年复合为 10.6%。系列酒从 2016 年的 2805 万瓶增长到 2020 年的 5949 万瓶，年复合 20.7%。系列酒的销售量增速明显高于茅台酒，是不是因为搭售的原因？

3.提价幅度。

茅台酒单价从 2016 年的 801 元提升至 2020 年的 1236.6，年复合提价幅度为 11.45%。

系列酒单价从 2016 年的 75.8 提升至 2020 年的 168, 年复合提价幅度为 22.0%。

这么来看系列酒无论是销售数量增速, 还是提价幅度都明显比茅台酒要快, 2 个一叠加那么差距就更大了。当然我同事也要想到, 系列酒很大程度沾了茅台的光, 茅台系列酒, 怎么也比杂牌有面子吧, 还有随茅台的搭售。

三、茅台酒产量、销量产能

2015 年及以前披露的数据不全, 所以只能从 2016 年开始入手, 见下图

年份	分类	产量 吨	增长	销量 吨	增长	产能 吨	增长	产能释放说明
2020年	茅台酒	50,235	0.6%	34,313	-0.7%	42,560	10.5%	20年10月增4032吨
	系列酒	24,925	-0.8%	29,743	-1.1%	25,260	18.9%	20年11月增4015吨
2019年	茅台酒	49,923	0.5%	34,562	6.5%	38,528	3.0%	19年10月增1120吨
	系列酒	25,122	22.3%	30,083	1.0%	21,245	0.0%	
2018年	茅台酒	49,672	16.0%	32,464	7.5%	37,408	4.0%	18年10月增4032吨
	系列酒	20,545	-2.0%	29,774	-0.4%	21,245	19.9%	18年11月增3520吨
2017年	茅台酒	42,829	8.9%	30,206	31.8%	35,952	10.3%	17年10月增3360吨
	系列酒	20,959	1.9%	29,903	113.2%	17,725	0.3%	
2016年	茅台酒	39,313		22,918		32,592		16年10月增1232吨
	系列酒	20,575		14,027		17,665		

看完之后, 这个表其实挺有意思的, 茅台酒的产能, 年年都是固定在 10 月释放产能, 是不是和茅台的工艺息息相关, 2016 年释放了 1232 吨, 2017 年释放了 3360 吨, 2018 年释放了 4032 吨, 2019 年释放了 1120 吨, 2020 年释放了 4032 吨。

系列酒释放好像都是 11 月份, 这个产能释放更容易, 主要是担心终端消化的问题。

来看下在建工程情况

项目名称	预算数	期初余额	本期增加金额	本期转入固定资产金额	期末余额	累计投入占比	工程进度	资金来源
待摊费用		491,878,607		294,478,324	197,400,282			自筹
酱香型系列酒制酒技改工程及配套设施项目(6400吨)	3,454,160,000	123,730,273	29,566,792	114,639,178	38,657,887	52	90%	自筹
茅台环山酒库区工程项目	1,602,000,000	133,605,346	5,000,000	75,000,000	63,605,346	78	93%	自筹
中华片区第一期茅台酒技改工程及配套设施项目	3,797,000,000	8,487,112		5,000,000	3,487,112	104	99%	自筹
"十二五"扩建技改项目中华片区第二期茅台酒制酒工程技改项目	2,667,325,000	161,324,358	41,484,417	93,253,196	109,555,580	98	99%	自筹
7号地块年产4000吨茅台酒制曲生产房及配套设施技改项目	289,000,000					93	100%	自筹
茅台国际大酒店建设项目	1,458,790,000		145,992,330	145,992,330		97	100%	自筹
多功能会议中心	488,120,000		88,725,684	88,725,684		93	100%	自筹
南勋停车场综合项目	513,000,000		18,399,328	18,399,328		84	100%	自筹
中华横一路至横二路制酒片区滑坡治理、边坡防护、抗滑支挡工程	450,000,000	108,061,624		10,000,000	98,061,624	58	70%	自筹
中华片区横四路(坛茅快线至中华片区连接道)道路工程	356,320,000	246,738,070			246,738,070	69	85%	自筹
"十三五"中华片区第一批酒库建设项目工程	189,000,000	72,085,663	216,171	72,301,834		41	100%	自筹
厂区河堤加固改造项目	218,210,000	112,305,408	1,780,918	114,086,326		48	100%	自筹
老厂区清污分管网升级改造工程	199,000,000		572,232	572,232		63	100%	自筹
坛厂园区成品库房改造工程	111,460,000		11,397,526	11,397,526		82	100%	自筹
制酒四车间维修改造工程	39,590,000		84,906	84,906		40	100%	自筹
茅台文体中心	261,000,000	120,652,025	10,891,443		131,543,468	62	95%	自筹
七号地块与坛茅快线道路连接通道	28,830,000	10,400,142	433,962	10,834,104		40	95%	自筹
"十三五"中华片区茅台酒技改工程及其配套设施项目	3,559,000,000	658,748,595	689,424,550	683,080,000	665,093,144	41	80%	自筹
茅台厂区供水管网改造工程	60,100,000	9,823,840	19,664,099		29,487,939	54	70%	自筹
3万吨酱香系列酒技改及配套设施	8,384,000,000	149,279,743	824,449,240	298,891,000	674,837,982	19	32%	自筹
坛厂片区消防站及其配套设施	84,590,000	14,628,130	11,215,899	25,844,029		33	100%	自筹
制酒车间冷却水循环利用项目	430,000,000		83,082,358		83,082,358	19	90%	自筹
其他		97,189,337	215,973,944	207,269,230	105,894,051			自筹
合计	28,640,495,000	2,518,938,272	2,198,355,799	2,269,849,228	2,447,444,843	/	/	/

在建工程预算 286 亿，其中我们来看几个大项目：

——一个是 3 万吨酱香型系列酒改造项目，预算 83.8 亿进度 32%，投入占比 19%。

——中华片区一期 38 亿，进度 99%基本已经完成投入 104%，十三五中华片区 35.6 亿，这个是二期吗？进度 80%，投入占比 41%。十二五中华片区 26.7 亿进度已经完成。

——6400 吨酱香型系列酒改造 34.5 亿进度 90%，投入占比 92%，产能应该快释放了。

——茅台环山酒库工程预算 16 亿，进度 93%，投入 78%，这个也算正事。

——4000 吨茅台制曲工程规模不大，也快完成。

——茅台国际大酒店 14.6 亿，已经完成，是不是树立茅台高大上的形象？

四、销售渠道的变革

终端售价和出厂价差距一倍以上，一直被大家所诟病，我们再来看看这方面的数据

贵州茅台的渠道变革						
年份	渠道类型	销售收入	本期销售量 (吨)	单价元 /500g	收入占 比	收入增 速
2020年	直销	1,324,036	3,932	1,684	14.0%	82.7%
	批发代理	8,158,164	60,124	678	86.0%	4.5%
2019年	直销	724,866	2,652	1,367	8.5%	65.7%
	批发代理	7,809,591	61,993	630	91.5%	12.9%
2018年	直销	437,585	2,372	923	5.9%	-30.0%
	批发代理	6,918,882	59,867	578	94.1%	33.3%
2017年	直销	624,706	3,673	850	10.7%	79.3%
	批发代理	5,192,153	56,435	460	89.3%	46.9%
2016年	直销	348,490	1,983	879	9.0%	77.1%
	批发代理	3,535,608	34,961	506	91.0%	15.2%
2015年	直销	196,803	961	1,024	6.0%	
	批发代理	3,068,602	26,556	578	94.0%	

1.销售收入。收入占比，2015年直销占比6%，2020年直销占比14%，市占率提高一倍多一点。可以看出除了2018年外，其余年份直销的销售收入都是超高速的在增长。

2.销售单价。经销商的最低价的年份为2017年460元，直销价最低也是2017年为850元。2020年直销价1684元，经销商678元。经销商这日子过得真心不错。

3.销售量。经销商2015年是26556吨，直销是961吨，经销商是直销的27.6倍。到了2020年经销商是60124吨，直销是3932吨，经销商是直销的15.3倍。

直销渠道逐步铺开是公司未来发展的方向。

五、估值及其他

正在写的时候价格2019元，2.54万元市值，2020年净利润467亿，2020年估值约为54.倍市盈率。

公司经营计划“一是营业总收入较上年度增长10.5%左右;二是完成基本建设投资68.21亿元”。假如今年净利润增长15%(纯拍脑袋)，对应47倍。

6、则成陪你读年报之恒瑞医药

作者：@余则成同志

发表时间：2021-04-16

恒瑞医药 2020 年的业绩基本符合预期，2020 年营业收入 277.35 亿元，同比增长 19.09%，净利润 63.28 亿元，同比增长 18.78%，扣非净利润 59.61 亿元，同比增加 19.73%。其中，抗肿瘤业务实现 152.68 亿元收入，同比增长 44.37%，保持快速增长，高于预期，原因可能是 PD-1 单抗放量、吡咯替尼新进医保、19K 新进医保、白蛋白紫杉醇集采放量等。麻醉业务实现 45.91 亿元收入，同比减少 16.63%，虽然下半年业务有所恢复，但还是略低于预期，原因可能是择期手术延后及右美托咪定集采收入损失等。造影剂业务实现 36.3 亿元收入，同比增长 12.4%，略低于预期，由于约占造影剂业务 70% 收入的碘克沙醇被列入第五批药品集采，预计 2022 年后造影剂收入会迅速滑坡。综合业务（艾瑞昔布、非布司他等）实现 41.23 亿元收入，同比增长 4.78%，符合预期。

一、抗肿瘤

2020 年，抗肿瘤业务实现 152.68 亿元收入，同比增长 44.37%（预期 140 亿元），毛利率 93.35%。之前调研的 2021 年收入指引为 190 亿元。

卡瑞利珠（PD-1 单抗）。2020 年销量为 30.69 万瓶，同比增长 326.42%，实现约 45 亿元收入（调研数据），2021 年拟实现 90-100 亿元收入。国内肿瘤每年新发病人约 450 万人，略高于 20% 的患者对 PD-1 单抗有应答，即约 100 万 PD-1 单抗目标患者。2020 年卡瑞利珠医保谈判价格为 2928 元/支（200mg），按 3 周/支（即每年 17 支），则年用药费用为 49776 元。假设恒瑞抢下 45% 的目标人群，即 45 万患者，按 5 万元年用药费用，平均用药 6 个月（再用耐药），即理论销售收入 112.5 亿元，之后继续拓展天花板需要更长的用药时间，更高的渗透率，但也面临更低的医保谈判价格。恒瑞 2021 年 1-2 月销售收入

约为 7 亿元，3 月约为 7 亿元，一季度合计约为 14 亿元。3 月新患者已达到 2.5 万+，年化 2.5 万+*12=30 万+，趋近恒瑞 45 万新患者的目标。

恒瑞对卡瑞利珠（200mg）的心理价位为 2000 元+/支，按 17 支/年计算，即 3.4 万元+年用药费用。后续医保谈判如果继续降价，但保持在 3.4 万元+，都在恒瑞的预期之内。根据信达生物的 2020 业绩公告，在 PD-1 单抗 2019 年医保谈判降价至 9.67 万元/年后，信达生物 2020 年上半年的销售毛利率降至 79.9%，在使用大型不锈钢生物反应器替代规模较小的一次性生物反应器后，下半年毛利率回升至 86.09%（全面替代后预计进一步提升）。这侧面说明 PD-1 单抗生产成本较高，如果按 5 万/年，毛利率难以保持在高位。

适应症的市场规模需要考虑患者人数、疗效、用药时间等，一二线也有很大差异。一线适应症的目标患者远高于二线适应症（肺癌一线二线约是 2: 1，肝癌一线二线约是 10: 1）。目前卡瑞利珠的处方中，肺癌占 40%、肝癌占 15%-20%、胃癌占 15%-20%、食管癌占 20%，其他癌种的占比很小。恒瑞已获批的适应症包括一线非鳞非小细胞肺癌、二线肝癌、二线食管癌、二线经典型霍奇金淋巴瘤。恒瑞一线鳞状非小细胞肺癌、一线食管癌、一线肝癌等各类联合疗法处于申报上市或临床 3 期，预期增量将在未来 2 年左右陆续释放，之后适应症偏小叠加医保降价压力，PD-1 单抗会成为存量产品。

阿帕替尼。2020 年销量 113.40 万盒，同比减少 2.74%，销售收入预计约 15 亿元。作为抗新生血管小分子靶向药，阿帕替尼具有广谱的特性，主要用于治疗三线胃癌（mOS 6.5vs4.7），也可用于 EGFR 阳性的非小细胞肺癌、卵巢癌、结直肠癌、广泛期小细胞肺癌等，并可与 PD-1 单抗、氟唑帕利等组成联合疗法。与主要竞争产品安罗替尼相比，阿帕替尼目前的适应症目标患者较少，用药时间较短，适应症拓展是阿帕替尼的重点。此外，恒瑞的 PD-1 单抗联合阿帕替尼治疗肝癌目前处于国际多中心 3 期临床，可能于 2021 年提交上市申请，肝癌适应症在美国属于孤儿药，主要竞争对手预计为 K 药+仑伐替尼。

吡咯替尼。晚期乳腺癌主要分为激素阳性/HR+（约 9.9 万人，一般用 CDK4/6 抑制剂），人表皮生长因子受体-2 阳性/HER2+（约 3.5 万人，一线用曲妥珠，二线用拉帕替尼或 T-DM1），三阴乳腺癌（约

3.5 万人)。吡咯替尼主要用于二线治疗 HER2 阳性的晚期乳腺癌，即取代拉帕替尼或 T-DM1。吡咯替尼与拉帕替尼的头对头二期临床试验中，吡咯替尼总体的 mPFS（中位无进展生存期）为 18.1 月，明显优于拉帕替尼的 7.0 月，ORR（客观缓解率）为 78.5% 优于拉帕替尼的 57.1%。吡咯替尼于 2018 年上市，2019 年进入国家医保目录，2020 年开始放量。调研口径，吡咯替尼 2020 年的销售收入约为 16 亿元（可能包括增值税及配送费，体现在恒瑞报表的收入预计小于 16 亿元），2021 年的销售目标为 25 亿元。吡咯替尼未来的方向之一是完成 HER2 阳性非小细胞肺癌国际多中心 3 期临床（此前国内单臂 2 期临床试验 ORR 为 31.7%，mPFS 为 6.8 个月，疗效不错），实现创新药出海，另一方向是以吡咯替尼+曲妥珠+多西他赛由 HER2 阳性乳腺癌二线治疗挺进新辅助治疗/辅助治疗/一线治疗，扩大目标患者数量。

氟唑帕利。恒瑞的氟唑帕利于 2020 年 12 月获批上市，用于治疗既往经过二线及以上化疗的伴有 BRCA1/2 致病性或疑似致病性突变的复发性卵巢癌。国内目前仅奥拉帕利（2018 年）、尼拉帕利（2019 年）上市，非头对头临床试验中，氟唑帕利、奥拉帕利、尼拉帕利的 ORR 分别为 70.6%、46%、39%，可以推测氟唑帕利的疗效不错。氟唑帕利目前仅获批卵巢癌的二线疗法，再鼎医药的尼拉帕利是国内唯一获批的无论患者是否有 BRCA 突变（目标患者更广）用于一线和复发卵巢癌维持治疗的 PARP 抑制剂，尼拉帕利也是 2020 年医保谈判价格最贵的药品之一（22 万年用药费用）。除了拓展卵巢癌适应症，氟唑帕利作为广谱抗肿瘤药物，还可用于治疗前列腺癌、HER2 阴性乳腺癌、胰腺癌、小细胞肺癌等适应症，并有出海潜力。恒瑞已启动氟唑帕利联合阿比特龙的前列腺癌国际多中心 3 期临床，前列腺癌在美国是大适应症。

19K（硫培非格司亭）。19K 用于成人降低化疗时中性粒细胞减少症发生的预防治疗，临床效果优于惠尔血，主要竞争对手包括齐鲁制药的新瑞白及石药集团的津优力，2019 年首次进入医保。调研口径，19K 2020 年的销售收入约为 16 亿元（可能包括增值税及配送费，体现在恒瑞报表的收入预计小于 16 亿元），2021 年的销售目标为 22 亿元。

恒瑞的化疗药物包括多西他赛、奥沙利铂，紫杉醇、白蛋白紫杉醇等。

多西他赛。2020年PDB样本医院销售收入11.13亿元，进口及过评企业包括赛诺菲制药、正大天晴、扬子江药业、四川汇宇制药、恒瑞医药、齐鲁制药。目前竞争格局Aventis Pharma(46%)、恒瑞医药(34%)、深圳万乐药业(4%)。恒瑞的多西他赛2020年的收入约为 $11.13 \times 3 \times 0.34 = 11.35$ 亿元(全国销售收入按PDB样本医院销售收入的3倍估算)。多西他赛被列入第五批药品集采。由于有多家药企过评，预计集采后，恒瑞的收入将显著下降。

奥沙利铂。2020年PDB样本医院销售收入11.65亿元，进口及过评企业包括赛诺菲制药、汇宇制药、齐鲁制药。目前竞争格局赛诺菲(76%)、恒瑞医药(14%)、深圳海王药业(3%)。恒瑞2020年的收入约为 $11.65 \times 3 \times 0.14 = 4.89$ 亿元。奥沙利铂被列入第五批药品集采。由于恒瑞的奥沙利铂未通过一致性评价，恒瑞的年收入损失预计约为4.89亿元。

紫杉醇。2020年PDB样本医院销售收入24.84亿元，进口及过评企业包括百时美施贵宝制药、扬子江药业、四川汇宇制药。目前竞争格局南京绿叶制药(41%)、石药欧意药业(28%)、恒瑞医药(14%)。恒瑞2020年的收入约为 $24.84 \times 3 \times 0.14 = 10.43$ 亿元。紫杉醇被列入第五批药品集采。由于恒瑞的紫杉醇未通过一致性评价，恒瑞的年收入损失预计约为10.43亿元，未来预计依靠新品种白蛋白紫杉醇弥补集采收入损失。

白蛋白紫杉醇。白蛋白紫杉醇具有疗效好毒性小，对普通紫杉醇形成替代。恒瑞的白蛋白紫杉醇2020年销量180.25万支，同比增长174.11%。白蛋白紫杉醇是第二批集采品种，集采数量为13.7万瓶，其中恒瑞医药的中标价为780元/支，石药集团的中标价为747元/支，新基的中标价为1150元/支(后因质量问题整改)。如果按780元/支的中标价，恒瑞的白蛋白紫杉醇2020年销售收入14.06亿元(包括增值税及配送费，报表收入小于14.06亿元)。已上市或正在申请的药企还包括齐鲁制药、浙江海正、正大天晴、扬子江等。长远来看，竞争格局会恶化，恒瑞的白蛋白紫杉醇的利润也难以保持在高位。

二、麻醉

2020年，麻醉业务实现45.91亿元收入，同比减少16.63%，毛利率90.34%。之前调研的2021年收入指引为60亿元。恒瑞的主要产品包括布托啡诺、瑞马唑仑、艾思氯胺酮等。

右美托咪定。右美托咪定用于全身麻醉的手术插管和机械通气时的镇静。2009年6月恒瑞国内首家上市，目前为止已有约10家药企上市。在首次4+7集采中，恒瑞因未通过一致性评价而丢标。后续价格不断下降，科伦药业曾在集采试点扩围（湖北）中报出8.5元/支，与恒瑞集采前价格136.56元/支相去甚远。由于竞争格局恶化，右美托咪定后续的利润空间有限。

苯磺顺阿曲库铵。2020年PDB样本医院销售收入6.99亿元，目前竞争格局恒瑞医药(75%)、上海东英药业(15%)、浙江仙琚制药(10%)。进口及过评企业包括爱施健制药、健友生化主要、泰德制药、恒瑞医药。恒瑞苯磺顺阿曲库铵2020年收入约为 $6.99 \times 3 \times 0.75 = 15.73$ 亿元。由于集采后竞争有恶化趋势，恒瑞的收入预计将有明显下降。

布托啡诺。2020年销售量3409.11万支，同比减少9.41%。恒瑞2019年布托啡诺销售收入16.59亿元，如果同比例减少，则2020年销售收入约为15.03亿元。

瑞马唑仑。注射用麻醉药品的代表包括丙泊酚和咪达唑仑，丙泊酚已列入集采，而瑞马唑仑是咪达唑仑的me-better，兼具丙泊酚与咪达唑仑优点，目前维持较高价格（250-260元/支），国内唯一的直接竞争对手为人福药业的瑞马唑仑。恒瑞瑞马唑仑目前的适应症仅有胃镜与肠镜，待全身麻醉适应症获批之后，恒瑞将积极争取进入医保。麻醉产品是自费，而瑞马唑仑的价格较高，进入医院较难，放量有一定难度。

艾思氯胺酮。艾思氯胺酮是具有镇痛和增加剂量引起麻醉作用的手性环己酮衍生物，2019年末获批，恒瑞的仿制药是国内唯一获批的艾思氯胺酮，但由于疫情，推广及放量不及预期。

三、造影剂

2020年，造影剂业务实现36.3亿元收入，同比增长12.4%，毛利率72.41%。之前调研的2021年收入指引为50亿元。恒瑞的主要产品包括碘克沙醇、碘佛醇和钆特酸葡胺。

碘克沙醇。碘克沙醇2020年销量420.76万瓶，同比增长13.92%。2020年PDB样本医院销售收入14.89亿元，进口及过评企业包括通用电气药业、正大天晴、扬子江药业、上海司太立制药，目前竞争格局为

恒瑞医药(58%)、通用电气药业(25%)、扬子江药业(15%)。恒瑞 2020 年的收入约为 $13.89 \times 3 \times 0.58 = 24.17$ 亿元，占造影剂收入约 70%。另一种算法，碘克沙醇 2020 年销量 420.76 万瓶，平均中标价格 645 元，收入约为 27.16 亿元(包括增值税及配送费，报表收入低于 27.16 亿元)。碘克沙醇被列入第五批药品集采。由于恒瑞的碘克沙醇尚未通过一致性评价，如果集采前仍未通过一致性评价，集采生效后的年收入损失约为 24.17 亿元。即使恒瑞过评，长远来看，竞争对手可能有 6 家(通用电气药业、上海司太立制药、正大天晴、扬子江药业、南京天晴、北陆药业)，利润预计也比较稀薄。

四、综合

2020 年，综合业务实现 41.23 亿元收入，同比增长 4.78%，毛利率 78.49%。之前调研的 2021 年收入指引为 50 亿元。恒瑞的主要产品包括镇痛的艾瑞昔布、痛风的非布司他、OTC 药品等。

艾瑞昔布。艾瑞昔布于 2011 年上市，是公司首个获批的创新药，属于选择性环氧化物水解酶-2(COX-2)抑制剂，主要用于骨关节炎疼痛的治疗。估计艾瑞昔布 2020 年收入约为 8 亿元，为恒瑞 2020 年综合业务的业绩提供一定支撑。

非布司他。2020 年 8 月的第三批药品集采，江苏万邦(复星医药)、杭州朱养心、恒瑞的非布司他中标，其中恒瑞的中标价为 1.52 元/粒，降幅为 77.80%，预计集采效果 2021 年开始体现。考虑到恒瑞综合业务的毛利率为 78.49%，非布司他未来的净利润贡献预计有限。

五、重点研发管线

海曲泊帕、瑞格列汀、恒格列净。恒瑞 2020 年提交促血小板生成素受体激动剂海曲泊帕及糖尿病药品瑞格列汀、恒格列净上市申请，预计 2021 年获批。这三个药均属于 me-too 创新药，与同类产品在市场上无明显优势，恒瑞希望上市之后依靠恒瑞强大的商业化团队争取新的患者。

CD4/6 抑制剂。辉瑞的哌柏西利与礼来的阿贝西利已在国内上市，齐鲁制药的哌柏西利仿制药已于 2020 年末获批，诺华的 Ribociclib 处于临床 3 期，二线治疗的 PFS 为 11.2-16.9 个月(礼来最好)，主要副作用之一是血液毒性，恒瑞的 CDK4/6 抑制剂二线治疗已申请上市，预

计 2022 年获批。国内其他研发 CDK4/6 抑制剂的药企较多，包括复星医药、中国生物制药、翰森制药等，但基本处于临床 1 期。恒瑞研发 CDK4/6 抑制剂时比较耐心，除了有效性外很重视安全性，剂量反复尝试，整个临床试验都是在中国人群，有效性安全性预计比竞争产品好（竞争产品绝大多数是海外样本）。另外，为了由二线治疗向前移，扩大目标患者数量，恒瑞拟开展 CDK4/6 辅助治疗三期临床，临床人数约为 4500 人，时间预计为 8 年。

PD-L1 单抗。恒瑞的 PD-L1 单抗与 PD-1 单抗在适应症布局上有不同，PD-L1 单抗的适应症为联合化疗一线治疗广泛期小细胞肺癌及联合化疗作为可切除非小细胞肺癌围手术期治疗。虽然恒瑞精心规划了适应症，但预计 PD-L1 单抗的净利润贡献不会很高，一是国内 PD-1/PD-L1 单抗年用药费用已经趋近 5 万元/年，恒瑞的 PD-L1 单抗很难保持较好价格，二是 PD-L1 单抗的临床剂量一般较 PD-1 单抗高，相应的生产成本也较高。

法米替尼。法米替尼是恒瑞新一代的广谱抗肿瘤小分子靶向药。法米替尼的疾病谱与阿帕替尼有所不同，并且除了抑制血管生成，还会影响肿瘤微环境，有联合治疗及出海的潜力。PD-1 单抗+法米替尼宫颈癌适应症已纳入突破性治疗，并计划开展国际多中心临床 3 期。

PD-L1/TGF- β 双抗。在默克雪兰诺的 1 期临床试验失败的背景下，恒瑞希望 PD-L1/TGF- β 双抗可以解决 PD-1 耐药的问题，取得比 PD-1 单药更好的效果。目前的数据表明，在 PD-L1 高表达人群中无法实现，但不排除在其他人群中可以实现。

ADC 平台。恒瑞已建立了具有自主知识产权的抗体毒素融合物（ADC）技术平台，处于临床 1 期的项目包括 SHR-A1811（HER2 ADC）、SHR-A1403（c-Met ADC）、SHR-A1201（HER2 ADC）、SHR-A1904（ADC）。虽然恒瑞对 ADC 平台很重视，在调研中也表达了对自身 ADC 产品的信心，但由于现阶段并无临床数据，无法判断恒瑞 ADC 平台的真实水平。

六、结论

本周的恒瑞年报雪球访谈，球友们问得最多的问题是后 PD-1 时代恒瑞医药的业绩走向。

短期来看，恒瑞 PD-1 单抗 2021 年的销售目标为 90-100 亿元，而前文测算的峰值销售收入可能介于 100-150 亿元，所以未来的成长空间不会很大，主要原因是年用药费用下降到约 5 万元/年，勉强对冲集采负面影响。恒瑞的碘克沙醇（约 25 亿元品种）、奥沙利铂（约 5 亿元品种）、紫杉醇（约 10 亿元品种）目前尚未通过一致性评价（但不排除第五批集采前过评），多西它赛（约 10 亿元品种）及苯磺顺阿曲库铵（约 15 亿元品种）通过一致性评价但市场份额预计将下降。不能认为恒瑞损失的收入对应 15% 的净利润率，因为无论恒瑞是否丢标，恒瑞收入占比 18% 的研发费用是必须支出的，恒瑞收入占比 11% 的管理费用的压缩空间有限。正确的算法，对于抗肿瘤及麻醉药品，约 90% 的毛利率，约 35% 的销售费用率，如果丢标 1 亿元，损失约 5500 万元扣除销售费用的毛利润；对于造影剂及综合药品，约 75% 的毛利率，约 35% 的销售费用率，如果丢标 1 亿元，损失约 4000 万元扣除销售费用的毛利润。假设本次集采损失 60 亿元收入（未过评收入按 0%，过评收入按 20%），对恒瑞归母净利润的影响可能高达 20-25 亿元（恒瑞在调研中表示，目前未过评的药品可能在集采前过评，所以实际损失的净利润未必有测算的这么多）。

中期来看，2014 年获批的阿帕替尼、2018 年获批的吡咯替尼、2020 年获批的氟唑帕利、可能 2022 年获批的 CD4/6 抑制剂预计将是 30-50 亿元的大品种，2019 年获批的瑞马唑仑预计将是 20 亿元的大品种。这些创新药随着新适应症获批，业绩不断释放，可在 PD-1 单抗逐渐增长乏力后为恒瑞的业绩提供一定支撑。此外，恒瑞 2020 年提交促血小板生成素受体激动剂海曲泊帕及糖尿病药品瑞格列汀、恒格列净（与后续的 GLP-1 及胰岛素等组成产品矩阵）的上市申请，预计 2021 年获批。这三个药均属于 me-too 创新药，与同类产品在市场上并无竞争优势，但依靠恒瑞强大的商业化团队，可以争取一些新的患者，这也将为恒瑞的业绩提供一定的支撑。

长期来看，恒瑞这种规模的企业（2020 年净利润近 65 亿元，2021 年净利润可能约 80 亿元）业绩要靠后续的 first-in-class、best-in-class 或很好的 me-better 创新药来拉动，并实现创新药出海。例如刚进入临床 3 期的 PD-L1/TGF- β 双抗，恒瑞希望 PD-L1/TGF- β 双抗可以解决

PD-1 单抗耐药的问题，取得比 PD-1 单药更好的效果。此外，恒瑞已建立了具有自主知识产权的抗体毒素融合物（ADC）技术平台，处于临床 1 期的项目包括 SHR-A1811（HER2 ADC）、SHR-A1403

（c-Met ADC）、SHR-A1201（HER2 ADC）、SHR-A1904（ADC）。虽然恒瑞对 ADC 平台很重视，在调研中也表达了对自身 ADC 产品的信心，但由于现阶段并无临床数据，无法判断恒瑞 ADC 平台的真实水平。恒瑞一贯的风格是 fast follow，之前主要模仿海外较为成熟的靶点，现在研发前移，跟进海外未成熟的靶点，相应的恒瑞研发的失败率可能上升。恒瑞后续潜力很大程度上取决于临床早期的双抗、ADC 以及各类单抗小分子的研发效率。

学无止境，对于恒瑞这种重点产品超过 20 个的大药企，不可能面面俱到。以后争取挑选一些重点产品再继续深入研究。

5、金城医药：尼古丁项目获批，电子烟行业的“赣锋锂业”诞生

作者：@keler111

发表时间：2021-04-16

要点：

一、金城医药在电子烟用尼古丁领域取得重大技术突破，有望成为行业全球龙一

1.金城医药是医用精细化工领域的隐形冠军，公司依托原有产品的技术优势延伸研发出电子烟用尼古丁产品，其技术工艺壁垒很高，攻克了化学合成法尼古丁低成本、大规模生产的世界性技术难题，公司已申请专利保护，公司未来有望成为电子烟用尼古丁行业全球第一。生态环境局今年 2 月 18 日批复了公司 200 吨/年尼古丁项目环评，该项目最后一项行政审批手续通过，预计将于今年四季度投产，投产后每年将贡献约 11 亿元净利润，未来公司还将持续扩产尼古丁产能，提升市占率。

2.电子烟行业与新能源电动汽车行业的成长逻辑一样，均为国内外投资者高度认同的最优赛道，竞争格局较好的龙头公司估值水平基本都在 100PE 以上，市值都在千亿元以上。如果说美股雾芯科技（市值 1820

亿人民币)是电子烟行业的比亚迪,港股思摩尔国际(市值 4039 亿港币)是电子烟行业的宁德时代,那么金城医药(市值 92 亿人民币)将会是电子烟行业的赣锋锂业(市值 1383 亿人民币),金城医药将会成为电子烟行业下一个千亿市值上市公司。锂行业上一轮高景气期间 2017 年和 2018 年赣锋锂业扣非净利润为 11.94 亿元和 12.56 亿元,相比赣锋锂业,金城医药拥有技术壁垒高、政策壁垒高、无强周期性波动和能实现轻资产扩张等优势,是 A 股市场电子烟行业的稀缺核心标的,所以金城医药尼古丁业务的市值不应低于赣锋锂业。

二、金城医药原业务业绩今年将出现重大拐点和实现大幅增长,董事长大额增持彰显信心

1.医化业务:今年有大项目投产,带来业绩大幅增长。

2.谷胱甘肽业务:将继续保持快速增长,谷胱甘肽在保健食品、化妆品、农业等领域应用快速增长,未来市场空间不逊于医美爆品“透明质酸”,公司全球市占率超过 90%,一家独大的垄断式竞争格局明显优于透明质酸行业,公司谷胱甘肽业务未来持续高增长的确性很强。

3.医药制剂业务:2021 年将实现扭亏为盈,显著减少对公司业绩拖累。

4.公司 2020 年计提医药制剂业务商誉减值后商誉为 0,未来公司将没有商誉减值风险,拖累公司股价表现的重要风险因素彻底解除。剔除商誉减值因素影响,预计 2020 年金城医药净利润约为 2.74 亿元,2021 年金城医药净利润约为 7.24 亿元,同比增长 164%,2022 年金城医药净利润约为 19.08 亿元,同比增长 163%。公司实控人、董事长赵叶青先生基于对公司未来发展前景的信心,以及对公司价值的认可,在今年 1 月 28 日-2 月 8 日期间累计增持公司股票 4903 万元。

正文:

一、金城医药在电子烟用尼古丁领域取得重大技术突破,有望成为行业全球龙一

(一)金城医药是医用精细化工领域的隐形冠军

公司凭借研发、技术、工艺、低成本优势成为谷胱甘肽和头孢中间体行业全球第一,全球市占率分别为 90%以上和 60%以上。公司每做一个产品都尽可能做深做精,做到行业垄断式第一,体现出公司强大的技术实力。如谷胱甘肽行业,金城医药的谷胱甘肽销售价格比全球行业第二名日本协和公司的生产成本还低,同时谷胱甘肽业务毛利率还能维

持在 50%以上的较高水平，日本协和公司被迫放弃生产，改为从金城医药进货和成为金城医药的贸易商。金城医药在头孢中间体和谷胱甘肽两个行业已做到绝对领先，竞争格局很好，毛利率较高，产品价格无明显周期性波动，公司业绩呈现强 α 的稳定、持续增长。头孢中间体和其他医化业务(金城医化、汇海和柯瑞三家子公司)营收从 2012 年的 7.95 亿增长到 2019 年的 15.66 亿，7 年营收复合增速 10.17%；净利润从 0.34 亿增长到 2.80 亿，7 年净利润复合增速 35.15%。谷胱甘肽业务（子公司金城生物）营收从 2012 年的 0.42 亿增长到 2019 年的 3.23 亿，7 年营收复合增速 33.83%；净利润从 0.08 亿到 0.95 亿，7 年净利润复合增速 42.40%。公司非常重视研发投入，公司第三代头孢抗菌素中间体活性酯关键技术及产业化项目获得国家科技进步奖二等奖，这是制药技术的最高荣誉殿堂，公司近几年研发支出占收入比例逐年提升。

之前多家券商分析师发布过金城医药深度研究报告，这里不对公司原有业务做详细分析。

- 1.《财通证券-金城医药：被市场忽略的全球双料龙头》
- 2.《天风证券-金城医药：头孢&谷胱甘肽双料龙头，集团作战布局亿级蓝海市场》
- 3.《开源证券-金城医药：头孢侧链中间体和谷胱甘肽龙头，注射剂集采潜在受益者》

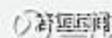
（二）尼古丁项目取得重大技术突破，今年将投产贡献利润

金城医药依托原有产品的技术优势延伸研发出化学合成法生产电子烟用尼古丁（烟碱）产品，该技术工艺壁垒很高，不仅应用化学合成技术，还应用了子公司金城生物的工业发酵技术，是该领域全球领先的技术工艺，其攻克了化学合成法尼古丁大规模生产的世界性技术难题，将使金城医药尼古丁项目具备显著的产能规模优势和低成本优势，公司已申请专利保护，未来有望成为电子烟用尼古丁行业全球第一，并且很可能还将是垄断式第一，竞争格局很好。公司通过互动易平台披露：

 请问贵司的烟碱及其生产工艺有没有申请专利？

 金城医药：

投资者，您好，目前公司已经申请的专利有《一种高光学纯度S-去甲基烟碱的制备方法》、《一种高光学纯度烟碱的制备方法》。感谢您对公司的关心，谢谢！

（来自 互动易）  2020-12-15 15:19:00

公司通过互动易平台披露：合成尼古丁（烟碱）项目由金城生物和金城医化两个子公司共同负责，公司设有药物研究院及各子公司技术研

发中心，现有一支由药学、分子生物学、生物化工、基础医学和生物学专业硕博士等组成的研发队伍。主要研发人员具有多年行业研发从业经历，拥有较丰富的产品研发经验。公司具有多年的医药领域生产经验，在化学合成技术、发酵技术、酶催化技术、大容量反应器技术、三废处理技术以及安全过程控制方面积累了丰富的经验，同时公司也拥有一支技能操作熟练的员工队伍，能够保障尼古丁产品生产的正常进行。

问 您好，请问贵公司化学合成烟碱的技术是什么时候开发的？负责该产品的研发团队情况请介绍一下？另外，除了四季度将要申请的两个专利外，公司是否还有其他相关技术储备能够确保该化学合成烟碱产品的批量生产？谢谢。

答 金城医药：

投资者，您好，感谢您对公司的关注。该项目由公司子公司金城生物和金城医化两个子公司共同负责。公司设有药物研究院及各子公司技术研发中心，现有一支由药学、分子生物学、生物化工、基础医学和生物学专业硕博士等组成的研发队伍。主要研发人员具有多年行业研发从业经历，拥有较丰富的产品研发经验。公司具有多年的医药领域生产经验，在化学合成技术、发酵技术、酶催化技术、大容量反应器技术、三废处理技术以及安全过程控制方面，积累了丰富的经验，同时，公司也拥有一支技能操作熟练的员工队伍，能够保障产品生产的正常进行。

(来自 互动易) 2021-01-13 14:15:52

去年上半年就有媒体和淄博市政府网站新闻报道透露出金城医药即将开展尼古丁业务的信息，如淄博市政府官网在 2020 年 6 月 5 日《服务无小事，用心才是真》链接网页链接报道：“我们有一个新项目，经济效益非常好，如果能抢占市场先机，就能使公司发展进入新台阶。但是这个项目是国内首次使用化工工艺技术，难度很大。”山东金城医药化工有限公司张总闲聊时的一句话，却引起了市政务服务中心应急窗口工作人员的注意。经了解，该项目是年产 200 吨烟碱（尼古丁）项目，国内同类项目少，市场前景非常可观，但因涉及新工艺，需要到省应急厅进行国内首次使用化工工艺安全可靠性论证。为此，工作人员先后两次帮助企业与省应急厅协调对接，详细了解首次工作安全论证要求，帮助企业开展新工艺小试、中试、编制安全论证报告等工作。经过半年多的努力，该项目终于在 5 月底一次性通过省厅组织的视频审查，成为今年全市唯一一个通过国内首次使用化工工艺安全可靠性论证的项目。项目通过后，张总激动地说：“这个项目难度太大，本来我们都没抱希望，没想到我无心的一句话却让市应急窗口的工作人员记在心里，并帮助我们通过了审查，谢谢你们！”

去年下半年由于公司尼古丁项目环评审批时间较长、迟迟未有结果，并且尼古丁是剧毒危险化学品，环评审批难度较大，导致投资者对项目能否顺利实施持悲观态度。淄博市环境生态局今年 2 月 18 日发布

公告批复了公司 200 吨/年尼古丁项目环评，该项目最后一项行政审批手续通过。

该项目是全球首个大规模生产合成法尼古丁项目，具有显著的规模优势和低成本优势。根据项目环评报告披露的信息：该项目名称为 2350t/a 医药系列中间体项目（一期），项目具体包括：200 吨/年烟碱（尼古丁）、1000 吨/年头孢他啶侧链酸活性酯（TAEM）和 150 吨/年其他头孢中间体，项目建成后现有 700 吨/年头孢他啶侧链酸活性酯（TAEM）和 100 吨/年其他头孢中间体停运，不再生产。项目拟投资金额 24955.08 万元，其中建设资金 18035 万元，流动资金 6919 万元，尼古丁和头孢两个项目合计资本开支只有 1.8 亿元左右，属于轻资产项目，未来的折旧成本较低。尼古丁项目环评报告链接：[网页链接](#)。公司近期通过互动易平台披露：“公司烟碱项目在获得环评批复后即可开工建设，初步预计项目土建及设备安装需要 6-7 个月左右时间。目前国内有合成尼古丁技术，但市场未见有相关使用合成尼古丁技术的产品销售；公司在产品品质、技术工艺和生产技术等方面具有独家优势。”

 请问公司的烟碱项目安评和环评是否已经审批通过？

 金城医药：

投资者，您好，公司2350t/a医药系列中间体项目（一期）建设项目安全条件审查和环境影响报告书均已获批准。感谢您的关注，谢谢！

（来自 互动易）  2021-02-19 13:13:13

 请问这个月28号环评审批通过后，作为2350t/a医药系列中间体的子项目，烟碱生产车间计划何时开工？该车间建设周期多长？今年是先规划1000吨吗？烟碱产成品销路是否有把握？首先出口还是出口、国内并举呢？

 金城医药：

投资者，您好，公司烟碱项目在获得环评批复后即可开工建设，初步预计项目土建及设备安装需要6-7个月左右时间；该项目设计产能200吨/年，公司已对市场需求进行了前期调研，待项目正式建成投产后，公司将依照市场需求合理安排生产，市场销售将同步开拓国际国内市场。感谢您对公告的关注，谢谢！

（来自 互动易）  2021-02-19 16:43:13

问 国内中国波顿声称已经将子公司自产的合成尼古丁应用于烟油产品，金城对此是否了解？对国内其他掌握合成烟碱技术的潜在竞争对手调研是否充分？销路如何？产品具有哪方面优势？锦圣完全退出后，是否考虑引入新的战投或者其他股东，以促进公司发展？

答 金城医药：

投资者，您好，感谢您对公司的关注。尼古丁可以应用于医药、化工、农药和电子烟等领域；公司前期对市场进行了初步调研，据了解，目前国内有合成尼古丁技术，但市场未见有相关使用合成尼古丁技术的产品销售；公司在产品品质、技术工艺和生产技术等方面具有独家优势；公司该项目正处于建设期，尚未进行销售。公司欢迎有志于共同致力于产业发展的战略投资者共同推进公司发展。再次感谢您的关注！谢谢！

(来自 互动易) 答复时间: 2021-02-19 16:45:36

预计公司尼古丁项目将在今年 3 月份开工建设，9 月左右即可投产和贡献利润。公司通过互动易平台披露：“悦刻等知名电子烟厂商已和公司洽谈尼古丁情况，其有意愿未来和公司合作，公司烟碱项目产品小样已得到下游核心客户的确认，目前项目正在加紧推进的过程当中。”据了解金城医药从 2019 年 10 月份就开始与悦刻公司接触，反复验证样品的口感、质量，到 2020 年 6 月份最后确定。电子烟尼古丁的纯度要求是不低于 99.5%，也就是杂质含量不超过 0.5%，公司的尼古丁纯度能做到 99.6%，完全符合电子烟尼古丁产品要求。

问 前段时间听说悦刻等知名电子烟厂商和公司洽谈尼古丁情况，其有意愿未来和贵公司合作的事宜是否属实？

答 金城医药：

你好：感谢对公司的关注，情况属实。谢谢！

(来自 全景·路演天下) 答复时间: 2020-03-23 17:46:20

问 请问公司的烟碱产品现在有没有下游客户在试用？

答 金城医药：

你好：感谢对公司的关注，烟碱项目产品小样已得到下游核心客户的确认，目前项目正在加紧推进的过程当中。谢谢！

(来自 全景·路演天下) 答复时间: 2020-03-19 16:31:13

(三) 电子烟用尼古丁市场前景广阔，金城医药将凭独家工艺和低成本优势持续扩张

2020 年全球尼古丁总需求 700 吨左右，电子烟全球渗透率约 6%，未来五年全球电子烟行业复合增速预计在 20% 以上，中国电子烟行业渗透率在 1% 左右，中国电子烟行业迎来爆发式增长。分析师预测假设未来全球电子烟行业渗透率达到 20%，有约 2 亿人使用电子烟（现在

全球烟民数量约 11 亿），每人全年 200 个烟弹，按照一个烟弹 50mg 尼古丁，仅电子烟行业未来对尼古丁需求就在 2000 吨以上，不包括医用和其他化工需求。电子烟用尼古丁现主要通过烟叶提取尼古丁方式满足需求，但是烟叶提取法存在致癌物杂质残留、原材料供应不稳定供给受限、调香难度大等问题，影响电子烟行业快速健康发展，各国已加强对电子烟行业监管，对电子烟减害要求明显提升，如美国 FDA 的 PMTA 法案实施，将带来化学合成法尼古丁需求的爆发式增长，未来美国任何新型烟草产品的合法上市都需要经过 FDA 审批，FDA 对烟油的审批主要集中在烟油的有害物质测试和烟油质量稳定性测试，电子烟行业迫切需要化学合成法尼古丁大量稳定供应。相比较于烟叶提取的尼古丁，化学合成法尼古丁具有许多优点：

1、减害作用明显。烟叶里除了含有烟碱，还含有一些其他对人体有害的生物碱，从烟叶中提取烟碱时，除了把烟碱提取出来，也不可避免的把其他有害生物碱同时提取出来，根据美国、英国、欧洲三大药典所述，从烟草提取出来的尼古丁中含七个对人体有危害的杂质，分别是新烟草碱、二烯烟碱、可替宁、麦斯明、尼古丁-N-氧化物、去甲烟碱和假木贼碱，而合成尼古丁盐不使用烟叶，是采用高科技的合成工艺进行定向合成和先进的萃取净化技术，制备出来的合成尼古丁盐全部清除了烟草提取尼古丁中的七个有害杂质，是一种纯度很高的物质。

2、口感更舒适感受愉悦。烟草提取尼古丁的电子烟抽吸起来有击喉感击肺感，同时也有很强的刺激性，是因为烟草提取烟碱时带来的有害杂质。而合成尼古丁电子烟抽吸起来没有刺激性，而是一种很柔和、很舒适、很顺滑且后劲足的愉悦感受，使消费者更容易获得尼古丁的满足感，成为替烟的最佳产品。

3、合成法尼古丁不使用烟叶，不存在原材料“卡脖子”问题。因合成尼古丁盐是人工合成物，不属于烟草提取物，不属于烟草监管的范围和对象，合成尼古丁的原材料获取方面不受制于中烟系统。

4、易保存不易挥发。烟草提取尼古丁烟油是一种液体，易挥发和易氧化变色，而合成尼古丁盐是一种白色晶体（固体），不挥发和不易氧化变色，是一种稳定性好的物质，添加于电子烟油中同样具有稳定性好不易氧化变色的特征。

当前国外主要有一家化学合成电子烟尼古丁生产厂商-美国的精细化工公司 NextGenerationLabs(NGL)公司，但是供应能力有限，2018 年 NGL 公司宣布其在全球首次研发出合成尼古丁产品，相关资讯链接：

《Next Generation Labs 获首次合成尼古丁专利，电子烟与香烟或将

完全分家》网页链接。金城医药的合成尼古丁技术工艺与 NGL 公司完全不同，传统全化学合成法生产的是消旋体尼古丁产品（含有左旋尼古丁和右旋尼古丁），需要进一步拆分、提纯左旋尼古丁，因为左旋尼古丁是令人产生愉悦感的物质，天然提取的尼古丁基本上都是左旋尼古丁，所以传统全化学合成法生产成本很高，大规模生产难度大；金城医药采用的是半发酵半化学合成法生产工艺，可以直接生产出高纯度左旋尼古丁，金城医药通过互动易平台披露：公司“定向还原制备高纯度左旋烟碱（尼古丁）新工艺”已通过相关科技成果评审。金城医药采用的新工艺解决了低成本、大规模生产左旋尼古丁的技术性难题，所以成本远低于 NGL 公司，该技术工艺为金城医药独家拥有，并已申请专利保护，现在国内有一些企业（如润都股份）也在尝试通过传统全化学合成法生产尼古丁，但是还处在研发阶段，没有实质性的研发成果，也没有申请专利，即使未来能通过化学合成法生产出尼古丁，也面临成本很高的问题。金城医药未来将凭借新工艺和低成本优势持续扩产尼古丁产能满足市场需求，尼古丁有望成为公司第三个全球市占率第一的产品。

公司申请发明尼古丁（烟碱）专利的注解：

(54)发明名称

一种高光学纯度烟碱的制备方法

(57) 摘要

本发明提供一种高光学纯度烟碱的制备方法，采用一种具有改变手性功能的还原酶体系，创新性的使用了生物酶催化技术，实现了中间产物麦斯明的定向还原，可以将中间体麦斯明还原加氢并转化成单一手性，然后经过甲基反应得到高收率、高光学纯度的左旋烟碱，创新的开发了人工合成手性烟碱天然产物的新技术，手性纯度达 99%，可直接用于下游产品的制备，所用酶催化技术中的酶，可以高效率的循环使用，大大降低成本。截图：

(19) 中华人民共和国国家知识产权局



(12) 发明专利申请

(10) 申请公布号 CN 112409327 A

(43) 申请公布日 2021.02.26

(21) 申请号 202011295456.7

(22) 申请日 2020.11.18

(71) 申请人 山东金城医药化工有限公司
地址 255100 山东省淄博市淄川区昆仑镇
晟地路288号

申请人 恒信永基科技(深圳)有限公司

(72) 发明人 李家全 魏庚辉 孟宪强

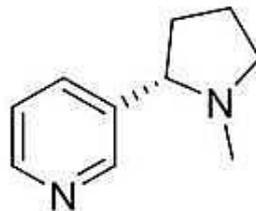
(74) 专利代理机构 广东卓建律师事务所 44305
代理人 叶新建

(51) Int. Cl.
C07D 401/04 (2006.01)
C12P 17/16 (2006.01)

权利要求书1页 说明书6页 附图1页

(54) 发明名称
一种高光学纯度烟碱的制备方法

(57) 摘要
本发明提供一种高光学纯度烟碱的制备方法,采用一种具有改变手性功能性的还原酶体系,创新性的使用了生物酶催化技术,实现了中间产物麦斯明的定向还原,可以将中间体麦斯明还原加氢并转化成单一手性,然后经过甲基化反应得到高收率、高光学纯度的左旋烟碱,创新性的开发了人工合成手性烟碱天然产物的新技术,手性纯度达到99%,可直接用于下游产品的制备,所用酶催化技术中的酶,可以高效率的循环使用,大大降低成本。



CN 112409327 A



本发明制备的 S-尼古丁相比传统植物提取工艺制备的同类产品,不含其他杂质生物碱,色谱纯度达到 99.7%以上,手性纯度高达 99.3%以上。截图:

(19) 中华人民共和国国家知识产权局



(12) 发明专利申请



(10) 申请公布号 CN 112409329 A

(43) 申请公布日 2021.02.25

(21) 申请号 202011441514.2

(22) 申请日 2020.12.11

(71) 申请人 山东金城医药化工有限公司
地址 255100 山东省淄博市淄川区昆仑镇
晟地路288号

(72) 发明人 赵奇 李凯 刘文

(74) 专利代理机构 淄博自智达知识产权代理事
务所(特殊普通合伙) 37280
代理人 任永哲

(51) Int. Cl.

G07D 401/04 (2006.01)

G07D 207/06 (2006.01)

权利要求书1页 说明书6页 附图4页

(54) 发明名称

S-尼古丁的制备方法

(57) 摘要

本发明属于有机合成技术领域,具体涉及一种S-尼古丁的制备方法。将(R,S)-尼古丁溶于有机溶剂后加入反向拆剂,搅拌后降温,过滤,得到滤液;滤液升温后加入正向拆剂,搅拌后降温,过滤,得到滤饼;将滤饼加入到纯化水中,调节pH,萃取,得到S-尼古丁粗品;将S-尼古丁粗品蒸馏后,得到S-尼古丁纯品。本发明制备的S-尼古丁相比传统植物提取工艺制备的同类产品,不含其它杂质生物碱,色谱纯度达到99.7%以上,手性纯度高达99.3%以上。

CN 112409329 A



NGL 公司销售的尼古丁商品名为 TFN, NGL 公司网站显示公司 TFN 尼古丁报价为 4500 美元/千克(450 万美元/吨),相当于 2925 万人民币/吨,据了解其给电子烟大客户长协价格在 1400 万人民币/吨左右。

PRICING

NGL only sells TFN in undiluted pure form by the kilo (1000 mg per ml). There are one million milligrams of nicotine in a kilo. To place an order NGL will need your full company information to set you up as a customer.

CONTACT US

PRICING PER KILO

MOQ 6 kg: **US \$4,500/kilo**

FOB: USA

TERMS: Prepay

NGL is the only company in the world that is a producer of fine chemicals comprising bulk synthetic nicotine in R-S and S form. TFN nicotine contains no tobacco-derived ingredients or components. TFN nicotine is made to a standard that exceeds the USP and EP requirements for pharmaceutical grade nicotine.

通过国内某品牌电子烟公司的工作人员了解到：现在市场上烟叶提取法生产的尼古丁是尼古丁粗产品（含有其他酸根等无用物质），两吨尼古丁粗产品能还原生产一吨电子烟用尼古丁产品，尼古丁粗产品每吨价格 300-400 万元，还原过程的生产成本比较高，为加工成本的 20% 左右，综合成本计算下来提取法生产的电子烟尼古丁采购成本为每吨 700-900 万元，这个采购成本是采购量比较大的下游客户能拿到的价格，采购量小的客户购买价格更高。合成法生产的尼古丁直接就是电子烟用的纯品尼古丁，无后续还原加工的生产流程，提取法尼古丁价格近两年一直在上涨，主要与中烟系统对烟叶的管制有关，但尼古丁采购成本占电子烟企业营收比重很低，电子烟企业对尼古丁价格变动不是很敏感。预计金城医药电子烟尼古丁产品上市后销售价格为 700-900 万元/吨，与提取法价格基本相当，明显低于美国 NGL 公司合成法尼古丁价格。

（四）尼古丁项目投产后将为金城医药贡献巨额新增利润

本次公司尼古丁和头孢中间体两个项目合计资本开支只有 1.8 亿元左右，属于轻资产项目，落实到尼古丁项目的资本开支预计不超过 1 亿元，按照 10 年折旧计算，每年折旧成本不超过 1000 万元，本次项目在原来厂区南侧扩建，项目环评报告第 168 页披露：“本项目需劳动定员 138 人，全部从现有职工中调剂。”说明尼古丁项目不会新增人员和人工成本，另外金城医药的管理费用、财务费用、研发费用都已被原来业务承担，尼古丁项目的毛利减去其销售费用就是税前利润，尼古丁项目是 2B 端的生意，销售费用很低，净利润会很高。

金城医药 2019 年年报显示公司头孢中间体收入 8.74 亿元，销量 4195 吨，毛利率 32.89%，由此计算出公司头孢中间体产品的销售价格为 20.8 万元/吨，吨毛利 6.8 万元/吨，吨成本 14 万元/吨，公司环评报告第 529 页披露的拟建项目主要经济指标：该项目投产后总成本费用为 4.66 亿元，本次项目包括 200 吨/年烟碱（尼古丁）和 1150 吨/年头孢中间体两个业务，1150 吨/年头孢中间体业务按照吨成本 14 万元/吨计算，该项业务成本大约为 1.61 亿元，总成本费用应该会小幅超过这个额度，因为还有少量的销售费用，200 吨/年尼古丁业务每年的总成本费用将不超过 3.05 亿元，单吨完全成本约为 152.5 万元，假设公司尼古丁产品销售价格每吨 800 万元，毛利率超过 80%，对应年收入 16 亿元，税前利润 12.95 亿元，公司是高新技术企业，所得税率 15%，净利润约 11 亿元。公司尼古丁项目今年 3 月份开工建设，今年 9 月左右即可投产，全球电子烟用尼古丁的存量市场很大，市场迫切需要合成法尼古丁大量供应替代提取法尼古丁产品，预计公司的尼古丁项目投产后很快就会实现满产，尼古丁项目将为金城医药贡献巨额新增利润！

	营业收入	营业成本	毛利率
分行业			
医药制造业	2,794,819,332.70	1,160,690,401.21	58.47%
分产品			
头孢侧链活性酯系列产品	874,339,528.52	586,764,860.42	32.89%

（五）金城医药尼古丁业务估值分析

1.金城医药尼古丁业务的可比公司是华宝股份，华宝股份主业是传统香烟用香精，也是高技术壁垒的精细化工公司，公司的香烟用（食用）香精业务毛利率高达 81.3%，但是公司没有其他体量较大的业务承担管理费用、研发费用，所以净利率水平会明显低于金城医药的尼古丁业务。由于传统香烟的香精业务已遇到成长天花板，公司近几年扣非净利润基本稳定在 10.5 亿元左右（与金城医药尼古丁业务利润水平基本相当），基本没有增长，同时电子烟行业快速发展逐步替代传统香烟，也给公司长期发展带来隐忧，所以华宝股份估值水平不高。电子烟用尼古丁市场增长空间巨大，行业天花板很高，金城医药的尼古丁业务未来产能还将持续增长，未来的利润水平、估值和市值规模都将远超华宝股份，华宝股份当前市值 287 亿元。

16:35 华宝股份 46.82 -6.41%

股吧 盘口 资讯 公告 研报 财务 资料

操盘必读 公司概况 财务分析 股本股东

核心题材 分红融资 交易数据 公司大事

收入构成

按行业分类

主营行业	收入(元)	收入占比	毛利率
香精	21.85亿	100.00%	76.75%

按产品分类

主营产品	收入(元)	收入占比	毛利率
食用香精	19.79亿	90.58%	81.36%
食品配料	9763万	4.47%	22.25%
日用香精	7878万	3.60%	43.91%
其他	2951万	1.35%	34.82%

按地区分类

主营地区	收入(元)	收入占比	毛利率
境内	21.75亿	99.55%	76.87%
境外	990.5万	0.45%	49.84%

2020年中报 2020年一季报 2019年年报 2019年中报 2019年一季报

2672.12 创业 -1.06% 交易 发帖 功能 加自选

2. 电子烟行业与新能源电动汽车行业的成长逻辑一样，均为国内外投资者高度认同的最优赛道，竞争格局较好的龙头公司估值水平基本都在 100PE 以上，市值都在千亿元以上。如果说美股**雾芯科技**（市值 1820 亿人民币）是电子烟行业的**比亚迪**，港股**思摩尔国际**（市值 4039 亿港元）是电子烟行业的**宁德时代**，那么**金城医药**（市值 92 亿人民币）将会是电子烟行业的**赣锋锂业**（市值 1383 亿人民币），金城医药将会成为电子烟行业下一个千亿市值的上市公司。锂行业上一轮高景气期间 2017 年和 2018 年赣锋锂业扣非净利润为 11.94 亿元和 12.56 亿元，略高于金城医药的尼古丁业务利润，但是赣锋锂业的利润周期性波动很大，2019 年扣非净利润同比大幅下降 44%至 6.94 亿元。尼古丁行业技术壁垒很高，没有强周期性波动，能实现轻资产扩张（避免频繁再融资导致股本被稀释风险），另外尼古丁是具有成瘾属性的专用化学品，未来政策监管会明显提升，类似于人福医药的麻药业务，政策审批壁垒

很高，公司具有先发优势，护城河很深。A股市场缺少电子烟行业的核心标的，只有**亿纬锂能**（持有思摩尔国际**33%**股权）是真正意义上的电子烟行业核心标的，金城医药是A股市场电子烟行业的稀缺核心标的，所以金城医药尼古丁业务的市值不应低于赣锋锂业。

另外还有一家相同逻辑的可比公司：光伏行业港股上市公司保利协鑫能源，光伏行业快速发展，带来产业链上游硅料行业供应紧张，保利协鑫能源**2020年9月**在颗粒硅技术工艺上实现突破，解决了颗粒硅质量和规模化量产的技术性问题，公司拥有相关技术专利，并且开始扩产颗粒硅产能，颗粒硅技术具有低耗能、生产流程短、投资强度低等低成本优势，未来将抢占硅料行业巨大存量和增量市场。相关资讯：《保利协鑫**47亿元**扩产颗粒硅项目，多晶将迎来独家专利技术！》网页链接。保利协鑫能源股价从**2020年9月**开始出现上涨，在**11月**出现快速上涨，股价从**9月**最低**0.26港币**上涨至**2021年2月**最高**3.88港币**，**6个月**时间股价最大涨幅高达**13.9倍**！保利协鑫能源当前市值**594亿元**，**2月**最高市值达到**972亿港币**，保利协鑫能源**2018年至2020年上半年**都处于亏损状态。**金城医药**的尼古丁业务相比保利协鑫能源的颗粒硅业务具有轻资产扩张、无强周期性波动、政策壁垒高等优势，所以金城医药尼古丁业务市值应该高于保利协鑫能源市值。

二、**金城医药**原业务业绩今年将出现重大拐点和实现大幅增长

（一）医化业务今年有大项目投产，带来业绩大幅增长

公司医化业务三家子公司（包括头孢中间体和其他医药化工产品）收入和利润**2020年**受疫情影响小幅下滑，预计净利润**2.6亿元**同比下降**7.1%**，去年四季度以来正在逐步恢复。今年除了尼古丁项目下半年投产外，另外一个大项目**500吨/年**头孢呋辛原料药项目也将在上半年（一季度末）投产。今年**2月19日**金城医药董事长赵叶青接受山东省媒体采访《决胜攻坚 政协在行动 | 专访省政协委员赵叶青》链接网页链接的信息：加快省市重大项目建设，推动企业加快“高质量发展”。**2020年**公司围绕新三年中期战略规划部署，加快省优选项目（**500吨/年**头孢呋辛酸项目）、市重点项目（**2350吨/年**医药系列中间体项目）建设，大力推动传统医药化工产业动能转换，目前**500吨/年**头孢呋辛酸项目进展顺利，呋辛酸车间、配套配电室主体已施工完成，开始设备安装。**2350吨/年**医药系列中间体项目已启动立项，进入图纸设计阶段。

金城医药依托在头孢中间体行业的龙头地位，向下游延伸开展头孢原料药业务，公司拥有一体化优势和显著的低成本优势，据了解已有下

游客户约定全部采购金城的头孢呋辛原料药产品，与公司深度绑定，公司项目投产后很快将实现满产。头孢呋辛原料药业务毛利率预计 40% 以上，高于头孢中间体业务毛利率 32.89%，与其他医药化工产品业务毛利率 46.23% 接近。头孢呋辛原料药价格在 100 万元/吨左右，产能 500 吨/年，满产后将实现年收入 5 亿元左右，并且与上文分析的尼古丁项目有同样逻辑，管理费用、财务费用、研发费用都已被原来业务承担，头孢呋辛原料药业务毛利减去其销售费用即是该业务的税前利润，预计头孢呋辛原料药业务每年将贡献超过 1.5 亿元净利润。

	营业收入	营业成本	毛利率
分行业			
医药制造业	2,794,819,332.70	1,160,690,401.21	58.47%
分产品			
头孢侧链活性酯系列产品	874,339,528.52	586,764,860.42	32.89%
其他医药化工产品	607,771,083.16	326,783,959.33	46.23%

公司还储备了泊沙康唑原料药、培南类高级中间体等众多潜力医化产品，未来将陆续建设，贡献新增利润。金城医药 2020 年 6 月 24 日发布调研活动信息公告披露：问：公司新增原料药平台，请对其进行介绍？

答：现有可销售产品有匹多莫德、硝呋太尔、富马酸比索洛尔，即可内用也可外销；普罗雌烯、氯喹那多、氯诺昔康等二期已开工建设；计划对外合作有甲芬那酸、苯溴马隆 2 个原料药和索拉非尼 2 个中间体。抗真菌类泊沙康唑原料已完成申报，为了未来把泊沙康唑打造成公司的主力产品，已开始谋划利用公司全产业链的研发生产能力（泊沙康唑两个起始物料产业公司技术中心已经立项）降低成本，增强市场竞争力，迅速抢占市场。同时规划在金城昆仑药业厂区建设一个符合 FDA 认证要求的高标准、规模化原料药车间，初期设计充分考虑未来国内国外两大市场的领先优势和行业竞争力。另有阿考替安、托法替布及舒更葡糖钠等一系列品种在研中。

预计公司医化业务（不含尼古丁业务）2021 年净利润 3.75 亿元，比 2020 年的 2.6 亿增加 1.15 亿元，主要考虑头孢呋辛原料药业务 2021 年贡献三个季度净利润，其他小体量增量产品未计算；预计 2022 年净

利润 4.93 亿元，主要增量为头孢呋辛原料药业务贡献四个季度净利润和大项目 500 吨泊沙康唑原料药业务 22 年投产贡献利润。

（二）谷胱甘肽业务将继续保持快速增长

公司的谷胱甘肽业务（生物制药及特色原料药系列产品）营收从 2012 年的 0.42 亿增长到 2019 年的 3.23 亿，营收 7 年复合增 33.83%；净利润从 0.08 亿到 0.95 亿，净利润 7 年复合增速 42.40%，2020 年受疫情影响收入依然增长 10-20%，非常不易，预计净利润约为 1.14 亿元增长 20%左右。谷胱甘肽在药品领域应用进入稳定增长期，在保健、化妆品领域应用 2020 年实现 90%左右的大幅增长，谷胱甘肽与医美爆品“透明质酸”一样都是人体内源性物质，谷胱甘肽不仅能消除人体自由基，还具有排毒护肝、美白、抗氧化、抗衰老、提高人体免疫力等作用，谷胱甘肽是“美白针”里的主要成分，现在已有很多以谷胱甘肽成分为主的抗衰、美白、淡斑、护肝等护肤品和保健品。

当前谷胱甘肽在保健、化妆品领域应用的市场规模和大众认知度与爆品“透明质酸”相比差距较大，主要市场在欧美和日韩等发达国家，国内市场刚起步，但是大众对谷胱甘肽认知度正在逐步提升，相关资讯《美容界新宠儿——谷胱甘肽》链接：[网页链接](#)。公司谷胱甘肽下游保健品、化妆品 B 端客户近几年快速增长，最初只有 10-20 家客户，前年达到 70-80 家，现在已经有几百家，下游客户数量快速增长有利于谷胱甘肽产品宣传、推广，提升大众对谷胱甘肽产品认知度，谷胱甘肽未来在保健、化妆品领域应用的市场空间很大，金城医药也推出自有品牌谷胱甘肽保健品和面膜产品，尝试向 2C 端发展，这与华熙生物的发展思路相似。

谷胱甘肽在动物、植物等农业领域应用正处在发展初期，将受益于 2020 年 7 月开始实施的饲料行业“限抗令”，未来增长空间巨大。据财通证券发布的金城医药深度研究报告分析：谷胱甘肽及衍生产品在农业领域的应用将是爆发点，长期有望达到万吨级产业（公司 2019 年销量只有 200 吨左右）。在农业中主要用作生物肥，促进光合作用。首先在马铃薯上实现商业化生产，对马铃薯的增产等有很高的性价比；其次在水稻、蔬菜等应用也在逐渐进入商业化阶段。第二个应用领域在动物保健领域，谷胱甘肽在动物生产中的研究主要集中在提高动物的抗氧化性能、生长性能、抗应激能力和繁育能力，近年来在水产动物、猪、鸡、羊和牛等动物中得到广泛应用。目前销售量最大的是日本，其次是中国和巴西等，已经被十三个国家农业部门批准使用。金城医药 2020 年 6 月 24 日发布调研活动信息公告披露：

问：请介绍一下谷胱甘肽在新领域的应用推广？

答：（1）猪营养领域拓广

自 2018 年下半年开始，按照新饲料添加剂申报流程，先后委托广东省农科院和四川农业大学进行有效性评估，主要进行谷胱甘肽在断奶仔猪促进生长、提高免疫、抗氧化及替代抗生素(金霉素)中的研究，总体功能为保肝护肠，诱食促长，降低腹泻率，有效替代抗生素，相关数据显示：谷胱甘肽能够促进断奶仔猪生长、改善断奶仔猪皮毛颜色、改善断奶仔猪肝脏细胞状态、改善断奶仔猪肠道结构降低腹泻率。

（2）水产营养领域拓广

自 2016 年初，进行纯品谷胱甘肽在冷水鱼和黄颡鱼中的效果验证研究，表现出较好的促进生长、抗应激和提高存活率的效果，相关数据显示：谷胱甘肽能够改善大西洋鲑生长性能、改善大西洋鲑免疫能力和抗氧化性能、降低养殖水体蓝藻毒素对黄颡鱼肝脏损伤、缓解氧化鱼油对黄颡鱼肠道损伤。2016 年同时进行纯品谷胱甘肽在南美白对虾养殖中的效果验证研究，表现出较好的促进生长、抗细菌和提高存活率的效果，相关数据显示：谷胱甘肽能够提高南美白对虾生长性能、降低南美白对虾死亡率。随着“饲料禁抗”的实施，市场体量将会逐渐放大。

另外，含有谷胱甘肽成份的肥料在农业领域已有应用，如：日本株式会社钟化的“有机水溶肥料-肽丰收™”。肽丰收™能够促进光合作用，提高植物抗性，起到增产、提高品质等效果，其主要有效成分即为氧化型谷胱甘肽。

图 7：谷胱甘肽生物肥的实验成果

		试验地	增产率	备注
GGS	马铃薯	中国	5%~28%	有种子与地区差异，整体效果较好
	玉米	美国	17%	
	黄瓜	日本	45%	

数据来源：财通证券研究所

雪球: ketert111

图 8：还原性谷胱甘肽在饲料添加中应用

类型	物种	饲料组成	平均日增重	增重1kg 耗料量	结论	性价比
GSH	猪	基础饲料	773.4 ± 42.6	3.49	能显著提高饲料利用率，降低脂肪率，节约饲料、改善育肥猪品质	仅需加0.02元，性价比高。
		基础饲料+20mg/kg	871.4 ± 25.7	3.14		
	鸡	基础饲料	差异不明显	/	对增重有一定促进作用	较低
		基础饲料+80mg/kg				
	肉羊	基础饲料	80.4 ± 20.0	/	促进肉羊的增长，提高饲料转化率，提高了羊肉的嫩度和系水力	仅需加0.5元，性价比较高。
		基础饲料+500mg/kg	92.1 ± 22.3	/		
水产生物					?	

数据来源：财通证券研究所

雪球: ketan111

谷胱甘肽 2019 年全球销量超过 200 吨，下游需求结构：医药用占比 65%，保健食品和化妆品领域占比 30%，农业用占比 5%。透明质酸 2019 年全球销量约 580 吨，下游需求结构：医药用占比 4%，化妆品用占比 48%，食品用占比 48%。2020 年受疫情影响透明质酸行业销量明显下降至 450 吨，但谷胱甘肽行业销量却逆势增长，增幅近 20%，主要原因是谷胱甘肽在保健食品、化妆品、农业等领域快速增长。谷胱甘肽应用领域比透明质酸应用领域更广阔，谷胱甘肽未来的增长空间不逊于医美爆品“透明质酸”。

图 7：2015-2024E 全球透明质酸原料销量变化（吨）



图 8: 2015-2024E 全球透明质酸原料销量结构

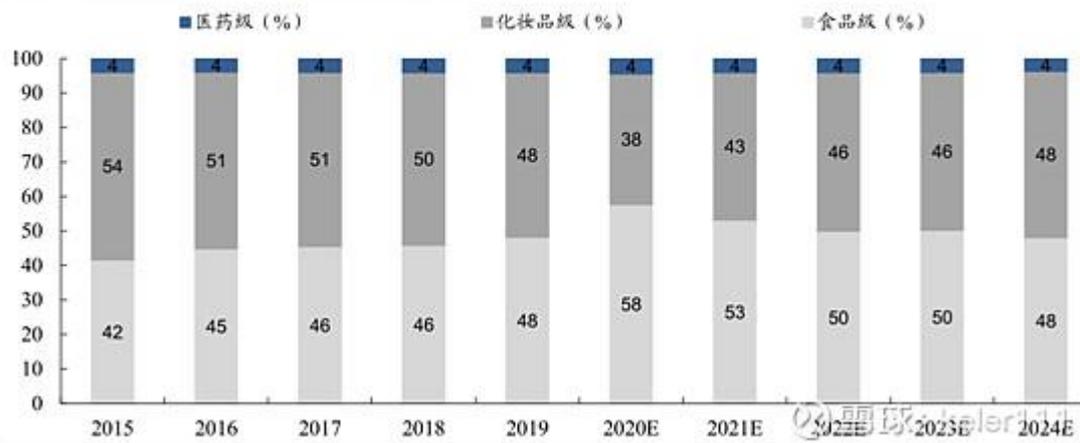
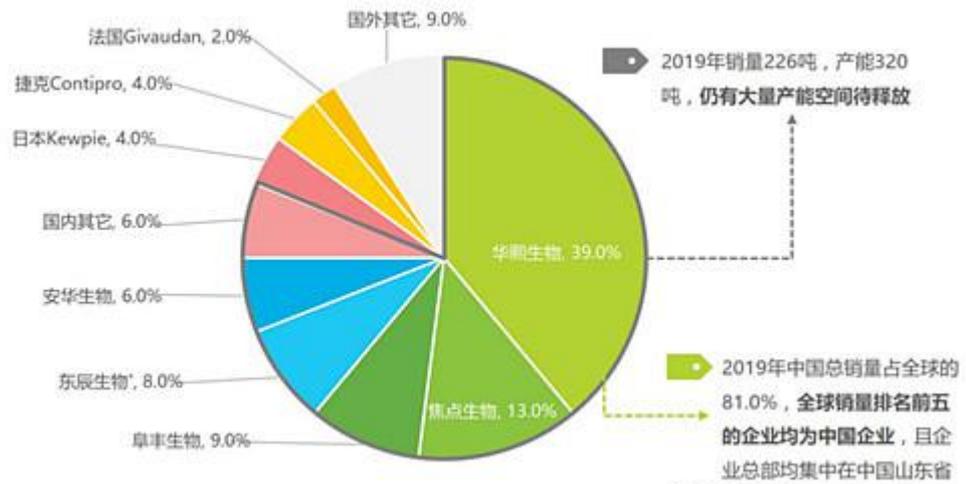


图 9: 2019 年全球透明质酸原料竞争格局 (按销量)



数据来源: 艾瑞咨询, 东吴证券研究所

在竞争格局方面, 透明质酸原料行业国内外有多家企业生产, 华熙生物是龙头企业, 全球市占率 39%, 2019 年销量 226 吨, 产能 320 吨, 华熙生物近几年在 2C 端品牌市场运作比较成功, 所以估值水平很高, 华熙生物当前市值 710 亿元, 2020 年扣非净利润 5.7 亿元, 估值高达 124 倍 PE, 但公司主要利润贡献还是来自 2B 端的原料业务 (约 70%左右), 因为原料业务销售费用很低, 净利率远高于 2C 端业务。

12:45 华熙生物 147.05 -0.55%

股吧 盘口 资讯 公告 研报 财务 资料

操盘必读 公司概况 财务分析 股本股东

核心题材 分红融资 交易数据 公司大事

公司介绍 经营分析 高管简介 参股控股

收入构成

按行业分类

主营行业	收入(元)	收入占比	毛利率
医药制造	18.85亿	99.95%	79.66%
其他(补充)	100.3万	0.05%	67.09%

按产品分类

主营产品	收入(元)	收入占比	毛利率
原料产品	7.608亿	40.35%	76.12%
功能性护肤品	6.344亿	33.64%	78.54%
医疗终端产品	4.889亿	25.93%	86.67%
其他(补充)	100.3万	0.05%	67.09%
其他	44.98万	0.02%	36.17%

按地区分类

2020年 2019年 2019年 2019年 2018年
中报 年报 中报 一季报 年报

2756.81 创业 0.27% 交易 发帖 功能 加自选

金城医药现在主要在 2B 端谷胱甘肽原料行业发展，公司全球市场占有率超过 90%，一家独大的垄断式竞争格局明显优于透明质酸行业，公司谷胱甘肽业务未来持续高增长的确性更强，长期增长空间也不逊于华熙生物，并且毛利率也很高，盈利能力很强，所以金城医药谷胱甘肽业务的估值水平应该与华熙生物接近。公司谷胱甘肽原产能 200 吨 2019 年已实现满产，2020 年产能提升至 500 吨，公司预计三年左右可实现满产，谷胱甘肽业务未来几年业绩增速预计 40%左右。

开展谷胱甘肽业务的子公司金城生物是拥有较强研发实力的生物发酵平台型公司，生物发酵工程技术壁垒高，工业化生产难度较大，所以公司毛利率保持在 55%以上的较高水平。金城生物公司除生产谷胱甘肽产品，还生产腺苷蛋氨酸产品，保健品级别腺苷蛋氨酸产品 2019 年销量 20 吨左右，比 2018 年销量 12 吨增长 66%，去年底药品级别腺苷蛋氨酸产品在俄罗斯注册上市，预计今年腺苷蛋氨酸产品还将继续快速增长。公司储备的重磅产品还有 PQQ、缬氨酸、虾青素等生物发酵产品。预计金城生物公司 2021 年净利润 1.65 亿元，同比增长 45%，

2022 年净利润 2.31 亿元，同比增长 40%，如果按照接近华熙生物的估值水平，给予 20 年净利润 100PE 估值，金城医药仅此一个子公司市值将达到 114 亿元。

问 咱们的生物发酵领域具备相当优势，除了现有的谷胱甘肽，腺苷蛋氨酸还有可能生产出那些重磅性的药品和保健品，单抗和胰岛素生产是不是也是生物发酵？

答 金城医药：

生物公司正在开展PQQ、缬氨酸、虾青素等生物发酵产品，未来将会成为金城生物的重磅产品。公司目前尚未涉及单抗和胰岛素的生产。

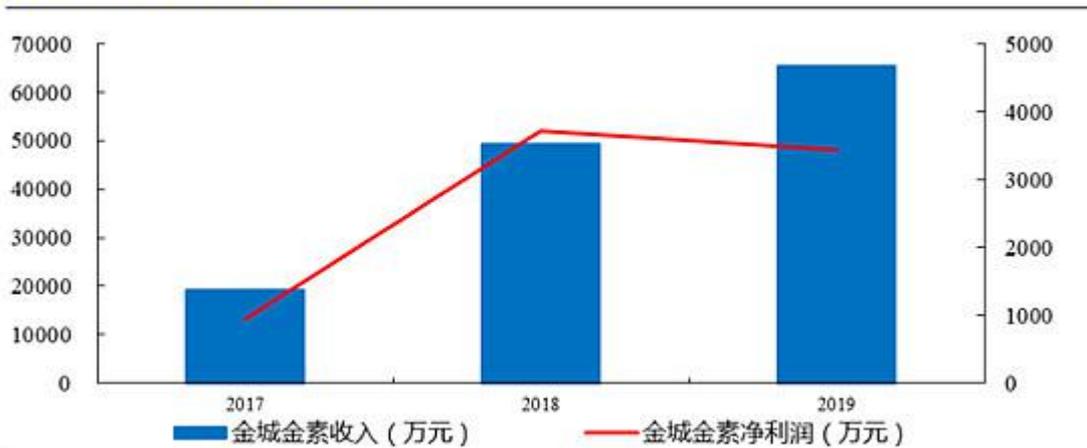
(来自 全景·路演天下) 2020-04-28 16:43:53

(三) 医药制剂业务今年将实现扭亏为盈，显著减少对公司业绩拖累

金城医药通过收购金城金素和金城泰尔两家公司向产业链下游延伸进入医药制剂行业，在这两次收购整合过程中金城金素很成功，金城泰尔不成功（未来会有明显改善）：

1.金城医药主要的头孢中间体品种竞争格局稳定后，公司开始着手向下游头孢制剂业务布局，公司 2015 年和 2019 年两次合计收购金城金素公司 84% 股权，金城金素主营头孢制剂业务，与公司头孢中间体业务产生协同效益，2016 年金城医药作为甲方、意大利高端原料药企业 DOBFAR 作为乙方、金城金素作为丙方开展战略合作，金城金素获得 DOBFAR 公司在中国独家供应原研品质高端头孢类原料药资格，实现原研品质头孢制剂地产业化，使金城金素的头孢制剂产品达到与原研药一样品质，形成差异化竞争优势，金城金素头孢制剂产品不良反应低，疗效确切，受到终端客户高度认同，另外公司还拥有头孢曲松钠独家新适用症和头孢唑啉独家儿童剂量，进一步提升公司差异化竞争优势，2017 年至 2019 年金城金素营业收入从 1.92 亿元迅速增长至 6.55 亿元，净利润从 1000 多万元增长至 3400 多万元。2020 年上半年在疫情非常严重的背景下金城金素净利润 2300 多万元，同比增长 53%，依然保持高速增长。

图10: 金城金素收入快速增长



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

雪球: keler111

中国头孢制剂市场空间高达 800 亿左右,公司多数产品当前市占率不到 5%, 是头孢制剂行业的“光脚者”身份, 未来将显著受益于医药集采政策, 有望快速提升市占率, 因为公司拥有一体化和成本优势, 同时还是头孢制剂行业通过一致性评价的领先企业, 已有三个重磅品种开展一致性评价工作, 分别为注射用头孢唑林、头孢曲松钠和头孢他啶, 其中头孢唑林和头孢曲松钠已于今年 1 月和 3 月率先通过一致性评价, 后续仍有十余个头孢品种注射剂进行一致性评价或改良型、创新药等进行申报。医药产品的注射剂相比口服制剂一致性评价工作难度高很多, 率先通过一致性评价将使公司获得很大竞争优势。相关资讯:

《重磅来袭: 四十亿头孢唑林注射剂首家过评!》链接: 网页链接

《重磅: 30 亿+规模注射用头孢曲松钠首家新增适应症过评, 金城金素强势来袭!》链接: 网页链接

预计公司头孢制剂业务未来还将继续保持快速增长, 金城金素 2020 年净利润预计 6000 万元, 同比增长 76%, 2021 年净利润预计将达到 1 亿元, 同比增长 66.7%, 2022 年净利润预计将达到 1.6 亿元, 同比增长 60%。

表3: 金城金素头孢制剂在样本医院销售额快速提升

年份	注射用头孢唑林钠	注射用头孢他啶	注射用头孢噻肟钠	注射用头孢曲松钠	注射用头孢吡肟钠	注射用头孢拉定
2017	1831 万元	82 万元	2 万元	314 万元	15 万元	5 万元
2018	4206 万元	266 万元	3 万元	964 万元	92 万元	6 万元
2019	4425 万元	2007 万元	461 万元	1529 万元	603 万元	70 万元
2019 年整体规模	81330 万元	95503 万元	21461 万元	72590 万元	62956 万元	297 万元
市占率	5.44%	2.10%	2.15%	2.11%	0.96%	23.56%

数据来源: Wind、开源证券研究所

雪球: keler111

2.金城医药 2016 年收购金城泰尔公司（原名朗依制药）100%股权，主营妇科、儿科制剂药品，金城泰尔 2017 年净利润 1.88 亿元，2018 年金城泰尔主要产品匹多莫德被列为辅助用药，相关资讯：《刚刚！匹多莫德被降辅助药，三岁以下禁用！》网页链接。匹多莫德市场规模快速下降对公司经营产生较大负面影响，并且公司两个在研独家重磅产品普罗雌烯阴道片和卡贝缩宫素常温剂型产品还未上市销售，金城泰尔 2018 年和 2019 年净利润大幅下滑至 1.08 亿元和 0.28 亿元，公司 2018 年和 2019 年对金城泰尔计提商誉减值损失 1.22 亿元、2.9 亿元，2020 年疫情对金城泰尔销售带来很大负面影响，因为金城泰尔产品以妇、儿科处方药为主，疫情期间物流不畅、医疗机构妇、儿科接诊量下降，患者用药量减少，金城泰尔 2020 年上半年收入大幅下降 25%，下半年公司两个独家重磅产品普罗雌烯阴道片和卡贝缩宫素常温剂型产品获批上市，公司投入大量销售费用做学术推广和新招聘很多营销人员，金城医药 2020 年前三季度销售费用 5.22 亿元，同比大幅增长 1.7 亿元，两个独家新产品刚上市，叠加 2020 年四季度疫情反弹影响，销售放量不明显，以上因素导致金城泰尔 2020 年出现大幅亏损，预计亏损额度 0.7 亿元左右，同时公司对金城泰尔计提商誉减值损失 7.33 亿元，减值后金城医药账面商誉为 0，通过这次“洗大澡”后未来公司将没有商誉减值风险，拖累公司股价表现的重要风险因素彻底解除。展望 2021 年和未来几年，金城泰尔两个新上市的独家重磅产品非常值得期待：普罗雌烯阴道片是类新药，因为性激素类原料药壁垒极高，现在只有金城医药具备生产能力，普罗雌烯阴道片适应症是阴道炎，阴道炎病原体种类繁多，感染类型各有不同，传统治疗用药以单纯“杀菌”为重点，没有修复受损的阴道微生态环境，因此感染易长期反复发作，普罗雌烯阴道片既能广谱杀灭各种病原体，又同时能促进阴道内乳杆菌生长，降低阴道 pH 值，恢复紊乱的阴道微生态环境，市场空间很大，分析师预测普罗雌烯阴道片将是 10 亿元以上重磅产品。金城泰尔的卡贝缩宫素常温剂型产品是独家剂型，是目前上市的唯一无需冷藏的卡贝缩宫素，大大降低质量风险与储运成本，解决了临床使用中产房备药出现的药物浪费，其定价将会明显高于卡贝缩宫素原剂型，分析师预测金城泰尔的卡贝缩宫素未来销售峰值可能会超过 5 亿元。

预计今年疫情将得到有效控制，疫情对公司负面影响基本结束，新上市的两个独家品种开始全面销售，今年金城泰尔收入会有明显增长，据了解金城泰尔今年将控制销售费用，销售费用不会大幅增长并有下降

可能，预计金城泰尔 2021 年净利润-0.2 亿左右，大幅减亏，2022 年净利润 0.3 亿元，2021 年和 2022 年业绩有超预期可能，预计未来几年金城泰尔净利润将持续增长。

(四)金城医药各子公司和新业务盈利预测总结

1.预计 2020 年金城医药医化业务三家子公司净利润约为 2.6 亿元同比下降 7.1%；金城生物净利润约为 1.14 亿元同比增长 20%；金城金素净利润约为 0.6 亿元（84%权益净利润 0.5 亿元）同比增长 76%；金城泰尔亏损额度约 0.7 亿元（不含商誉减值）同比减少 0.98 亿元。金城医药集团总部费用约 0.8 亿元，其中 0.5 亿为实际发生的费用支出，0.3 亿元是收购金城泰尔带来无形资产摊销费用。综上预计 2020 年金城医药净利润约为 2.74 亿元，公司公告：剔除商誉减值因素影响，2020 年公司实现归属于上市公司股东的净利润预计为 2.26 亿-2.86 亿元，剔除商誉减值及业绩补偿款影响，同比 2019 年主营业务利润 35,498 万元下降 19%-36%。公司前三季度经营现金流 4.39 亿元，明显高于前三季度净利润 2.07 亿元，盈利质量较高。

2.预计 2021 年金城医药医化业务三家子公司（不含尼古丁业务）净利润约为 3.75 亿元同比增长 44%；尼古丁业务净利润约为 2 亿元（仅四季度贡献利润）；金城生物净利润 1.65 亿元同比增长 45%；金城金素净利润约为 1 亿元（84%权益净利润 0.84 亿元）同比增长 66.7%；金城泰尔亏损额度约 0.2 亿元。金城医药集团总部费用约 0.8 亿元，综上预计 2021 年金城医药净利润约为 7.24 亿元，同比增长 164%。

3.预计 2022 年金城医药医化业务三家子公司（不含尼古丁业务）净利润约为 4.93 亿元同比增长 31%；尼古丁业务净利润约为 11 亿元（全年贡献利润）同比增长 450%；金城生物净利润 2.31 亿元同比增长 40%；金城金素净利润约为 1.6 亿元（84%权益净利润 1.34 亿元）同比增长 60%；金城泰尔净利润 0.3 亿元。金城医药集团总部费用约 0.8 亿元，综上预计 2022 年金城医药净利润约为 19.08 亿元，同比增长 163%。

	2020E		2021E		2022E	
	净利润	同比	净利润	同比	净利润	同比
医化业务	2.6亿	-7.1%	3.75亿	+44%	4.93亿	+31%
尼古丁			2亿	+2亿	11亿	+450%
金城生物	1.14亿	+20%	1.65亿	+45%	2.31亿	+40%
金城金素(84%权益)	0.5亿	+76%	0.84亿	+66.7%	1.34亿	+60%
金城泰尔	(0.7亿)	-0.98亿	(0.2亿)	+0.5亿	0.3亿	+0.5亿
减：总部费用	0.8亿		0.8亿		0.8亿	
合计净利润	2.74亿	-23%	7.24亿	+164%	11.95亿	+163%

今年1月12日财通证券分析师发布金城医药跟踪分析报告《轻装上阵，三大板块均将迎来三年高增长》链接：[网页链接](#)，预测金城医药21年和22年净利润分别为5.25亿元和7.33亿元，由于1月份公司的尼古丁项目还没有通过环评，何时投产存在巨大不确定性，所以盈利预测没有充分考虑尼古丁项目巨大的利润贡献，预计下一步分析师将会深入调研分析金城医药的尼古丁项目，并将持续大幅上调公司的盈利预测。金城医药的电子烟用尼古丁业务和谷胱甘肽业务均处国内外投资者高度认同的最优赛道，未来增长空间巨大，公司拥有技术壁垒高、轻资产扩张等显著竞争优势，竞争格局很好，可比公司估值水平基本都在100PE以上，金城医药是A股市场最优赛道的稀缺核心标的，将很大可能成为下一个千亿市值上市公司。2021年1月28日金城医药发布公告：公司实际控制人、董事长赵叶青先生基于对公司未来发展前景的信心，以及对公司价值的认可，计划增持金城医药股票金额人民币3,000-5,000万元，公告后赵叶青先生在2021年1月28日-2021年2月8日期间累计增持金额为人民币4,903万元。

最后借用财通证券分析师最新报告的要点评述作为本文的结尾：我们与市场观点截然不同，我们认为金城医药是典型的医药化工和生物发酵平台型公司，内生性增长良好；制剂板块持续高速增长，详见报告《被市场忽略的全球双料龙头》。已经发生的历史和可预见的未来，公司已经站在下一轮高速增长的路上，未来三年是医药行业中可见的产生戴维斯双击的公司。

8、证券行业头部公司2020年年报综合评价

作者：@两只老虎的传说

发表时间：2021-04-16

证券行业的主要头部公司目前2020年年报已经基本披露完毕，本文尝试对行业内的各家龙头公司的业绩表现加以概述，以帮助对行业感

兴趣的投资者理清投资思路。文章将主要覆盖证券行业的十家头部公司，包括中信证券、国泰君安、海通证券、华泰证券、招商证券、中信建投、广发证券、申万宏源、中国银河和中金公司。为帮助大家理解各家公司在整个行业周期的业绩表现，在评价各家公司 2020 年的业绩表现时，除了与 2019 年同比外，也会与 2015 年上轮牛市顶峰的业绩表现进行比较。

一、行业整体表现

根据中国证券业协会统计，证券行业 2020 年度实现营业收入 4485 亿元，同比增长 24.41%；实现净利润 1575 亿元，同比增长 27.98%。报告期末，证券行业总资产规模 8.90 万亿元，同比增长 22.50%；净资产规模 2.31 万亿元，同比增长 14.10%。

（一）经纪业务受益于交易量大增，但交易佣金费率下滑趋势继续
2020 年，A 股市场在连续第二年结构性牛市的助推下，主要股指均大幅上涨（沪深 300 指数涨幅 27.21%，创业板指数涨幅高达 64.96%），股票基金交易量同比增长 63.03%。2020 年，证券行业实现代理买卖证券业务净收入（含交易单元席位租赁）1161 亿元，同比增长 47.42%。经纪业务收入增幅低于交易量增幅的部分主要源自佣金净费率同比下滑 9.21%，2020 年行业平均佣金净费率万分之 2.7，券商的传统经纪业务持续承受较大的价格压力。

（二）投资银行业务受益于 IPO 大放水，但 2021 年有收紧审核标准 IPO 减速的苗头

2020 年，疫情压力下监管层对股权融资尤其是 IPO 融资大放水，境内一级市场股票 IPO 融资 4726 亿元，同比暴增 86.55%；权益类再融资 9119 亿元，同比增长 34.75%；债券发行总规模达 37.64 万亿元，同比增长 39.58%。证券行业实现投资银行业务净收入 672.11 亿元，同比大幅增加 39.26%。在 IPO 融资规模大增的情况下，证券行业的投行业务收入增幅显著低于融资规模的增速，说明股权和债权融资的承销费价格战也非常激烈。另外，2021 年初至今，监管层频频释放 IPO 审核标准从严的信息，大量 IPO 申请企业因现场检查的压力被迫撤材料，IPO 减速的信号明显并将最终放缓未来投资银行业务的增速。

（三）资产管理业务继续调整结构，未来得资管者得天下

受资管新规的影响，证券行业的传统资管业务在 2020 年继续去通道化，资产管理规模连续第二年下滑，主动管理规模占比持续增加，业务结构持续改善。2020 年，证券行业实现资产管理业务净收入 299.60 亿元，同比增长 8.88%。

值得注意的是，在传统的资管业务连续两年增速缓慢调结构的情况下，部分头部证券公司的基金管理业务、私募股权管理业务和另类资产管理业务取得了非常长足的进步，业务收入和利润占比显著提升。例如，基金管理业务中，中信证券控股的华夏基金、广发证券控股的广发基金及参股的易方达基金，各自贡献的净利润均超过 10 亿元。私募股权管理业务中，华泰证券的华泰紫金及华泰创新投在 2020 年贡献的净利润超过 25 亿元，利润占比非常可观。

（四）自营业务加杠杆，部分头部券商去方向化特征明显

多数头部券商的自营业务 2020 年收入同比增速在 10% 左右，收入占比约三分之一。在行业普遍加杠杆的大趋势下，部分头部券商自营业务去方向化的特点非常明显。例如，从中信证券和华泰证券的衍生金融工具和交易性金融负债公允价值变动的金额看，两家公司均对交易性金融资产价格变动约 70% 的利润影响金额进行了对冲。自营投资组合的去方向化有助于证券公司减少指数大幅波动对业绩带来的冲击，同时交易的复杂性增加也对风控提出了更高的要求。

二、分层依据

（一）关键盈利指标和比较基准说明

1、净资产收益率

本文采用的净资产收益率为扣除非经常性损益的加权平均净资产收益率，行业内个别公司政府补助等非经常性损益占比较高，因此扣非和不扣非的净资产收益率水平会有一定差异。净资产收益率是综合判断一家公司盈利能力的最重要指标。

2、主营业务收入

本文的收入指标选取的是主营业务收入，与通常采用的营业收入指标主要的差异是其他业务收入。部分头部券商近年来期货仓单收入（一般归入其他业务收入）在营业收入中的占比显著提升，但这类收入与传统的证券行业主营业务收入差异显著。最重要的是，这类收入基本不贡献任何的利润但人为的放大营业收入的规模，容易误导投资者对公司业务规模和增速的判断。

这里顺便多说一句，有经验的投资者其实可以通过这类明显具有操纵报表嫌疑的迹象观察公司的基本面状况。从这个角度出发，投资者不应应对行业内基本面表现最差的三家公司申万宏源、中国银河和海通证

券，同时在其他业务收入占比上也遥遥领先感到意外（申万宏源的其他业务收入占比高达 35%）。

3、净利润

本文采用的净利润指归属于母公司股东的扣除非经常性损益的净利润。行业内部分公司少数股东权益占比较高，则归母净利润水平会低于公司整体净利润水平。此外，非经常性损益对净利润的影响同净资产收益率部分相同。从投资角度看，投资者应该更多关注主营业务收入和净利润的增速而不是绝对水平。

4、扣非利润恢复度

为便于比较头部券商在整个行业周期的业绩表现，引入扣非利润恢复度的角度，比较 2020 年净利润与 2015 年行业在牛市峰值时的净利润水平。这一指标可以帮助投资者更好的考察各家公司在整个行业周期的表现，对考察公司的长期投资价值变动趋势非常重要。

（二）H 股估值与业绩表现的关系

由于十家头部券商均在香港发行了 H 股，因此也为分析提供了一个极佳的观察角度。与 A 股存在大量散户投资者无效交易的情况不同（A 股短期股价波动往往是技术面或消息面驱动为主），香港股市作为成熟的国际市场投资者结构机构化特征明显，股票的定价更多的是基本面驱动。

在反复认真阅读完各家公司的年报并准备撰写本报告时，我发现自己对行业内公司的基本面看法与 H 股的估值水平几乎完美契合。具体而言，行业内基本面最优的三家公司中金公司、中信建投和中信证券，在 H 股的估值均超过各自的净资产，也是行业内仅有的三家市净率高于 1 倍的证券公司。相对而言，基本面最差的三家公司海通证券、中国银河和申万宏源，在 H 股的估值集中在 0.5-0.53 倍市净率这样一个极窄的范围内，接近于净资产打对折的极低估值水平。其余四家公司 H 股的估值根据各自基本面差异，分布在 0.65-0.9 倍市净率之间。

三、行业优等生（中金公司、中信建投、中信证券）

（一）中金公司（H 股市净率 1.16 倍，扣非后的加权平均净资产收益率 13%，扣非利润恢复度 369%）

2020 年，中金公司主营业务收入 236.44 亿元，同比增长 50.3%，归母扣非净利润 69.15 亿元，同比增长 66.37%。

业务亮点：

1、中金公司的收入和利润增速均显著超越行业平均水平，净资产收益率在头部券商中仅次于中信建投达到**13%**，远远高于绝大多数公司**8%-10%**的水平。**更重要的是，放在一个较长的周期看，中金公司是证券行业头部公司中唯一收入和利润水平大幅超越2015年牛市顶峰的公司。**与2015年相比，中金公司的营业收入超过牛市峰值的**300%**，净利润水平约为当年的**369%**。在明显具有周期性的证券行业中，中金公司的营业收入和净利润除2016年同比小幅下滑外，2015年之后每年的收入和净利润同比均有较大幅度的增幅。中金公司在整个周期业绩大增虽然有2017年并购中投证券增厚业绩的因素，但自身业务的高速成长是主要推动因素。

2、中金公司的竞争策略在传统券商中具有明显的差异化。熟悉中国证券市场历史的投资者都清楚，中金公司是证券行业第一家合资券商，是含着金钥匙出生的“投行贵族”。中金公司长期重点服务机构客户以及高净值个人的复杂业务需求，业务和人才结构专注于高毛利的非通道业务，**客户机构化、高端化和国际化，是行业内少数真正具有品牌的公司。**

3、中金公司业务结构中轻资产业务占比显著高于同业，2020年包括经纪业务、投行业务和资管业务在内的手续费及佣金收入占比近六成。2020年，除传统优势的投行业务继续强势增长**55.63%**外，中金公司的资产管理业务同比增幅超过**100%**，私募股权基金管理业务规模迅速扩大，将持续推动公司业务的高速成长和结构优化。

4、中金公司在传统的弱势领域证券经纪业务和股票自营业务方面高速成长，迅速弥补自身短板。2020年，中金公司财富管理业务实现营业收入**56.18**亿元，同比增长**70.94%**；在2020年7月成立证券投资部后，中金公司开始逐步开展股票自营业务，2020年股票业务实现营业收入**55.29**亿元，同比增长**71.23%**。

存在的问题：

1、本地化布局

由于历史上业务结构的原因，中金公司虽然在业务线上有非常深度的人才储备，但在本地化布局方面显著落后于同业。在2017年并购中投证券后，中金公司在经纪业务方面的短板很大程度上得到了弥补，但公司的业务结构不落地的问题还是长期存在。例如，在传统的优势领域投行业务中，历史上中金公司曾由于过于偏重大项目，在创业板刚推出

时面临项目储备严重不足的问题。管理层在最近的表态中已经明显注意到上述问题，未来中金公司的业务随本地化逐步渗透和下沉将是推动业绩成长的动力。

2、资本规模相对较低

在头部券商中，中金公司虽然业务结构和盈利能力突出，但业务规模尤其是资本规模相比其他头部券商尚存明显差距。中金公司主营业务收入不及中信证券的一半，净资产规模在中信证券 2021 年配股后将只有约三分之一。在全行业各项业务去通道化的大趋势下，以融资融券和股权质押为代表的重资本业务是未来满足客户需求和增加客户黏性的主要抓手，资本规模不足将明显制约中金公司的竞争力。因此，若 2021 年底前中金公司不推出大规模股权融资方案，我会感到非常意外。届时若市场仍处于较弱的态势，不排除中金公司因大规模融资导致股价出现较大幅度的下跌，而此时很可能将是布局行业内优质企业的良好时机。

（二）中信建投（H 股市净率 1.16 倍，扣非后的加权平均净资产收益率 18.16%，扣非利润恢复度 110.3%）

2020 年，中信建投主营业务收入 221.07 亿元，同比增长 62.2%，归母扣非净利润 94.99 亿元，同比增长 73.1%。中信建投营业收入和净利润增速在头部券商中位居首位，净资产收益率甚至大约是头部券商平均水平的两倍左右，公司的盈利能力和成长性在传统券商中独占鳌头。

业务亮点：

1、中信建投的投行业务是公司的传统优势领域，2020 年在 IPO 领域更是再进一步，发行项目家数和主承销金额均位居行业第一名，A 股融资额前十大 IPO 中中信建投保荐承销项目占 5 家。2020 年，公司投资银行业务手续费净收入 58.57 亿元，投行业务规模仅略低于中信证券，与中金公司非常接近，但业务增速更高。中信建投历史上在大项目的承揽上明显弱于中信证券和中金公司，最近两年公司在这方面进步很快。

2、中信建投的自营业务规模不大但收益率惊人，2020 年公司投资收益与公允价值变动收益合计 86.85 亿元，同比增长 97.43%，自营业务收益的高速增长是推动业绩增长的最主要因素之一。为方便比较，中信建投的净资产只有国泰君安的一半左右，投资总规模约为后者的 60%，而投资收益的总额只略低于国泰君安。

3、中信建投的费用控制能力一流

与中金公司营业收入与费用同步快速增长不同，中信建投连续两年主营业务收入同比增长 62.2%和 25.3%的情况下，业务及管理费增速分别为 30.5%和 14.8%，显著低于营业收入的增速。2020 年，中信建投的业务及管理费占主营业务收入的比重仅为 38.1%，在所有头部券商中占比最低。以投资银行业务为例，2020 年中信建投的投资银行业务营业收入 58.43 亿元，与中金公司的 56.28 亿元非常接近，但中信建投的投资银行业务支出仅为 20.71 亿元，比中金公司的业务支出 37.66 亿元相比低了惊人的 17 亿元。因此，在投资银行业务规模相当的情况下，中信建投该业务的营业利润率高达 64.55%，显著高于中金公司的 33.07%，营业利润率高达接近一倍的差距可以说是令人震惊的。

两只老虎刚出道的时候就是从事投资银行的工作，原则上我并不认可长期投资行业内员工工资低的公司，因为高水平的员工一定在行业内选择高薪的公司就业。我认为中信建投的投资者应该对中信建投的投行人员脱帽致敬，雷锋如果还在这个世界的话，估计也很难超过中信建投投行人员的奉献精神。

存在的问题：

1、业务结构不够均衡

与投行业务和自营业务的强势相比，中信建投的经纪业务和资产管理业务在头部券商中明显处于劣势。2020 年，公司代理买卖证券业务净收入市场占比 3.32%，同比增幅 6.68%，位居行业第 10 名。公司的融资融券业务和股权质押业务规模也徘徊在行业的第十名左右，在头部券商中基本垫底。与中金公司定位高端客户差异化经营不同，中信建投的证券经纪业务与其他头部券商相比并无明显特色，未来提升市场份额的难度也更大。

2、自营业务的高收益可持续性还有待观察

与大多数投资者只关注中信建投的投行业务不同，考察中信建投业绩增长的持续性还应重点关注自营业务的高收益是否会持续。2020 年，在绝大多数头部券商投资收益增幅在 10-20%的情况下，中信建投投资收益增速接近 100%，而且是在杠杆提升的幅度与行业基本同步的情况下。此外，中信建投的股票自营业务规模与净资产的比值显著低于中信证券等头部券商，且明显是较为传统的单边做多的方式，去方向化的特性不明显。

（三）中信证券（H 股市净率 1.09 倍，扣非后的加权平均净资产收益率 8.43%，扣非利润恢复度 74.2%）

2020年，中信证券主营业务收入476.85亿元，同比增长28.04%，归母扣非净利润149亿元，同比增长22.7%。2020年末，公司总资产10529.62亿元，同比增长33%，中信证券成为国内首家总资产突破万亿的证券公司。中信证券收入增速略高于行业平均增速，但净利润增速显著低于行业增速，业绩整体表现不算优秀。因此，把中信证券放在行业优等生的行列，并不是因为公司2020年的业绩表现出众，而主要是因为公司的行业地位和规模优势的潜力得到市场的认可。

业务亮点：

1、中信证券是行业内唯一在几乎所有主要业务线均位居前两名的公司，公司的营业收入、总资产和净资产规模也遥遥领先于竞争对手。与中金公司和中信建投不同，在净资产收益率和业绩增速并不占优的情况下，公司在AH股均相对于同行获得估值溢价的主要原因就是公司的行业地位和规模优势。

在行业未来竞争对规模和综合实力要求越来越高的背景下，中信证券的规模优势和各业务线全面领先使自身处于非常有利的竞争地位，各项业务没有短板成为中信证券最大的长板，投资者给予公司较高的估值具有充分的合理性。

2、资管业务持续发力

2020年，中信证券的各项业务基本都能够跟上或跑赢行业平均水平，尤其是资产管理业务表现更为优异。资产管理业务实现营业收入95.61亿元，较2019年73.75亿元同比增长29.64%，业绩增速显著高于行业平均水平。主动管理规模人民币10,526.45亿元，资管新规下公司私募资产管理业务市场份额高达13.50%，排名行业第一。中信证券控股60.2%的子公司华夏基金的公募基金管理规模在业内居于前列，2020年实现营业收入55.39亿元，净利润人民币15.98亿元。

2021年2月22日，公司公告计划出资不超过人民币30亿元，设立全资子公司中信证券资产管理有限公司，公司未来将在资管业务持续发力。

3、自营业务去方向化

历史上，证券行业的周期性波动很大一部分来自于证券公司自营业务跟随市场指数的大幅度波动，也因此影响了投资者对行业估值的判断。自营业务的去方向化是最近两年头部券商的最重要的趋势之一，在中信证券和华泰证券的报表中显示的最为明显（衍生金融工具和交易性金融负债的损失金额合计占到交易性金融资产的公允价值变动的约

70%)。去方向化与加杠杆亦步亦趋，对证券公司的风控提出了新的挑战，但业绩周期的波动弱化也会为未来头部券商提升估值提供潜在的基础。

存在的问题：

1、重资本业务的信用风险控制

中信证券 2020 年业绩表现低于预期的主要原因，是信用资产风险暴露，其中股权质押导致的损失是最近两年券商股暴雷的重灾区。公司年内计提信用资产减值准备高达 65.81 亿元，减少净利润 49.32 亿元，其中股权质押损失 48.8 亿元和融资业务信用损失 7.1 亿元是绝对的大头。应该说，如此大规模的计提信用减值损失，即使对于中信证券的体量而言也是触目惊心的，事实上也严重影响了公司的业绩增速。预计 2020 年信用损失仍然将继续影响中信证券，只是程度上应有所缓解，未来进一步加强重资本业务的风控是当务之急。

2、规模与效益的平衡

2021 年 2 月 27 日，中信证券公告，拟按照每 10 股配售不超过 1.5 股的比例向全体 A 股和 A 股股东实施配售股份，募集资金总额不超过 280 亿元，主要投入发展资本中介业务 190 亿元和增加对子公司投入不超过 50 亿元。在证券行业逐步摆脱通道业务，加大力度投入以融资融券、证券投资和股权质押为主的资本中介业务的趋势下，配股的顺利实施对中信证券保持在业内的资本和业务规模优势至关重要。

在中信证券推出配股方案后股价大跌，反映了市场对公司过度追求规模的抵触情绪。客观地说，目前的中信证券在行业内虽然具有明显的规模优势，但各项业务大而不优，并未与竞争对手体现出明显的差异化。反映在财务指标上，中信证券的净资产收益率和利润率水平在头部公司中处于中游甚至偏下的水平，这与公司的行业地位并不相符。公司未来面对的最大挑战就是把规模优势转化为效益优势，在各项业务上实现与行业竞争对手的差异化，并拉开与对手的差距。

四、中规中矩（招商证券、广发证券、华泰证券、国泰君安）

（四）招商证券（H 股市净率 0.87 倍，扣非后的加权平均净资产收益率 10.84%，扣非利润恢复度 87.3%）

2020 年，招商证券主营业务收入 211.82 亿元，同比增长 28.5%，归母扣非净利润 94.88 亿元，同比增长 29.89%。招商证券 2020 年增速相对不算高的部分原因是 2019 年的基数较高，2019 年公司同比营业收入和净利润增速高达 45.9%和 65.3%。实际上，招商证券的净资

产收益率在头部券商中仅次于中信建投和中金公司，是行业内盈利能力最强的公司之一。

1、业务特点鲜明，风控水平在头部券商中鹤立鸡群

招商证券的业务特点鲜明，财富管理和机构业务在主营业务收入中的占比高达近五成，毛利率高达**48.49%**。公司围绕传统的证券经纪业务充分开展增加零售客户黏性的资本中介业务，截至**2020**年末，公司融资融券余额**831.36**亿元，同比增长**61.56%**。股票质押式回购业务**201.15**亿元，同比降幅也小于行业平均水平。

公司的风控水平代表业内最高水准，连续**13**年在证券公司监管分类评级中被评为最高的**A类AA级**。**2020**年和**2019**年，公司计提的信用资产损失分别仅为**1.56**亿元和**0.92**亿元，几乎可以忽略不计，在最近两年众多竞争对手动辄计提几十亿信用损失的背景下显得非常难能可贵。许多普通投资者无法理解风控对于一家从事金融行业的公司的重要意义，只有当投资的公司行业周期下行时暴雷后才悔之晚矣。风控水平是证券公司的核心竞争力，而招商证券则是行业风控水平的标杆。

2、公司的资产管理和投资银行业务短板明显

招商证券的业务几乎主要围绕财富管理业务展开，公司的资产管理（除了持有两家基金公司股权外）和投资银行业务在头部券商中基本处于垫底的位置。招商证券同时持有博时基金**49%**的股权以及招商基金**45%**的股权，两家公司的股权投资**2020**年合计贡献投资收益约**10**亿元。截至**2020**年末，博时基金非货币公募基金规模排名行业第**8**，债券型公募基金规模排名行业第**1**；招商基金非货币公募基金规模排名行业第**9**，债券型公募基金和股票型公募基金规模均排名行业第**5**。

（五）广发证券（H 股市净率**0.77**倍，扣非后的加权平均净资产收益率**9.79%**，扣非利润恢复度**70.4%**）

2020年，广发证券主营业务收入**273.83**亿元，同比增长**31.1%**，归母扣非净利润**92.74**亿元，同比增长**30.53%**。

1、公募基金业务是皇冠上的明珠

广发证券控股广发基金（持有**54.53%**的股权）并参股易方达基金（持有**22.65%**的股权，是三个并列第一大股东之一），主要通过广发基金和易方达基金开展公募基金管理业务，两家基金公司在**2020**年均

有极佳表现。截至 2020 年末，广发基金管理的公募基金规模合计 7,634.25 亿元，较 2019 年末上升 51.91%，行业排名第 4。广发基金 2020 年实现营业收入 62.51 亿元，净利润 18.24 亿元，同比大幅增加 53.76%。截至 2020 年末，易方达基金管理的公募基金规模合计 12,251.67 亿元，较 2019 年末上升 67.63%，行业排名第 1。易方达基金 2020 年实现营业收入 92.05 亿元，净利润 27.5 亿元，同比大幅增加 59.33%。近年来，公募基金管理行业高速成长且市场份额加速向头部基金公司集中，而易方达和广发基金均很好地把握住了行业的机遇，在竞争中脱颖而出。易方达和广发基金的管理规模和盈利能力，在头部基金公司中均处于领先的地位，广发证券在两家头部基金公司的股权投资价值巨大。

2、康美事件影响逐步淡化

2020 年 7 月，受康美事件影响，证监会对广发证券痛下杀手，暂停其股票保荐资格 6 个月，并暂停债券承销业务资格 12 个月。投资银行业务（尤其是 IPO 业务）原本是广发证券的传统优势业务，但康美事件的严厉处罚导致广发证券在 2020 年几乎完全错过了 A 股的 IPO 盛宴。实际上，早在 2019 年初广发证券因康美事件投资银行业务将受处罚的事情就在业内传得沸沸扬扬，客户和投行人员流失严重。2021 年内，广发证券的股票和债券承销资格陆续恢复，投行业务自下半年开始将会重新启动。

广发证券的股价过去一年多因康美事件受到压制，在板块内估值偏低，未来随着投行业务重启广发证券的业绩和股价表现应有所改善。

（六）华泰证券（H 股市净率 0.68 倍，扣非后的加权平均净资产收益率 8.45%。扣非利润恢复度 99.1%）

2020 年，华泰证券主营业务收入 300 亿元，同比增长 26.7%，归母扣非净利润 106.19 亿元，同比增长 20.23%，整体业务表现一般。

1、证券经纪业务仍然强势，资本中介业务结构优化且占比提升

华泰证券是传统头部券商中最早成功采用低佣金模式吸引客户的，代理股票基金交易量 2020 年继续保持市场第一的排名。更重要的是，华泰证券利用自身证券经纪业务零售客户基础好的优势，重点发力融资融券业务并持续提升市场份额。2020 年末，华泰证券的融资融券业务余额为 1241.23 亿元，同比增长 84.91%，市场份额达 7.67%（市场占

有率连续第二年提升约 1 个百分点)。公司持续压缩高风险的股票质押回购业务余额，表内业务待购回余额仅为人民币 64.76 亿元，在综合类券商中处于一个非常低的水平。

2、投行业务仍高速增长但有一定的隐忧

投资银行业务实现手续费净收入 36.44 亿元，同比 2019 年的 19.47 亿元增长高达 87.16%，业务表现优秀。推动投资银行业务高速增长的主要驱动因素是公司在 IPO 市场的良好表现，2020 年 IPO 主承销 21 家，增发 35 家，配股 1 家，股权承销金额 1475.48 亿元，同比承销金额增长虽只有 11.7%，但由于费率高的 IPO 业务占比显著提升，所以投资银行业务整体的收入和利润表现极佳。

华泰证券的投行业务目前处于一个比较微妙的位置。一方面，具有传统优势的并购领域在刘晓丹离职后又面临近两年的整体业务需求下滑。另一方面，股权和债券的整体承销业务规模和收入与第一集团的中信证券、中金公司和中信建投已经拉开了一定的差距，甚至与第二集团的领头羊海通证券相比也处于一定的劣势。

3、传统的资产管理业务增速缓慢，但私募股权投资业务异军突起

华泰证券传统的资管业务受资管新规的影响，连续两年资管规模快速下滑，由 2018 年末的 8124 亿元下降到 2020 年末的 4849 亿元，降幅高达 40.31%。然而，华泰紫金投资管理的私募基金规模行业排名第二，2020 年实现营业收入 32.15 亿元，净利润 23.5 亿元。若进一步考虑自有资金投资为主的另类投资子公司华泰创新投资净利润 3.51 亿元，私募股权投资业务在 2020 年至少为华泰证券贡献了 27 亿元的净利润，占比超过 25%，已成为公司重要的利润增长点。

(七) 国泰君安 (H 股市净率 0.65 倍，扣非后的加权平均净资产收益率 8.22%，扣非利润恢复度 69.3%)

2020 年，国泰君安主营业务收入 297.53 亿元，同比增长 18.4%，归母扣非净利润 107.24 亿元，同比增长 31.37%。国泰君安连续两年主营业务收入增速基本在行业的头部公司中垫底，在行业景气度明显回升的大背景下被大部分竞争对手落在身后，侧面反映了公司的业务开拓方面极度保守。

1、资本实力和业务规模仍具有优势

瘦死的骆驼比马大，用在国泰君安身上再合适不过。国泰君安的净资本规模 885 亿元，力压中信证券高居行业第一位，营业收入 352 亿

元（这里包含其他业务收入）仅次于中信证券位居行业第二位，净利润排名行业第四。上述指标反映国泰君安在行业的地位仍处于第一集团，尤其是对券商拓展重资本业务最重要的资本规模高居行业首位。然而，公司的净资产收益率仅高于垫底的海通证券排在倒数第二，如何将规模的优势转化为盈利能力和业绩增速的胜势，国泰君安显然任重道远。

2、业务开拓的动力亟待加强

老兵不死，只会慢慢凋零。五星上将麦克阿瑟的这句话本意是英雄们都会老去，但他们的精神却永远活在人们的心中。然而，我感觉这句话用在国泰君安身上非常合适，但却是另外一番味道。纵观国泰君安的业务线，似乎除了资产管理业务不在第一梯队，其余各项业务至少在规模上均处于前五名。同时，公司的风控也比频繁出问题的海通证券要好很多，信用资产减值损失也在可控的范围内。

然而，公司目前的业务结构还是明显倚重传统的经纪业务，公司在投行业务、自营业务和融资融券等重资本业务上表现均不温不火，在资产管理业务上更是乏善可陈。

与同样规模取胜的中信证券相比，国泰君安的保守就一览无余。中信证券在所有业务上均力争第一，至少也要保持前两位的优势，业务上敢于尝试创新，在资产管理和投行业务方面均冲劲十足。反观国泰君安，公司管理层似乎完全安于现状，感觉就是做做上门生意的心态。作为上海本地券商的领头羊，国泰君安的现状也是海通证券、申万宏源以及东方证券的通病，上海本地券商在证券行业的头部竞争中近年来有全面陷落的趋势（上海本地三家头部券商 2020 年相比 2015 年的净利润水平全部低于 70%，而非上海的七家头部券商均高于 70%，还是很能说明问题的）。

五、行业差等生（海通证券、中国银河、申万宏源）

（八）海通证券（H 股市净率 0.5 倍，扣非后的加权平均净资产收益率 7.74%，扣非利润恢复度 67.8%）

2020 年，海通证券主营业务收入 311.81 亿元，同比增长 19.9%，归母扣非净利润 106.78 亿元，同比增长 18%。海通证券的主营业务收入和净利润增速，以及净资产收益率水平，在头部券商中基本都是垫底。此外，放在较长周期考虑，海通证券的扣非利润恢复度也仅有 67.8%，在所有头部公司中仅好于申万宏源排名倒数第二。综合考察公司的近年业绩表现，投资者不应该对公司 AH 股估值在所有头部公司中垫底感到意外。

1、投资银行业务和海外业务相对而言是亮点

与基本面更为艰难的中国银河和申万宏源相比，海通证券虽然净资产收益率和增速并不占优，但公司至少在部分业务的表现还是可圈可点的。海通证券的投资银行业务收入虽然增速和规模与第一梯队的中信证券、中金公司和中信建投相比有一定的差距，但在行业中还是保持了相当的竞争力。受益于已过会存量 IPO 项目较多，最新出台的 2021 年一季度 IPO 承销业务收入数据，海通证券排名行业第一。

此外，海通证券的海外业务占比在头部券商中也位居前列，与中金公司、中信证券和华泰证券位于第一梯队。2020 年，海通国际实现收入 115.61 亿港元，净利润 25.5 亿港元，对海通证券合并报表的净利润贡献占比约 20%。海通国际的股权承销业务和资产管理业务在香港市场均处于行业领先地位。

2、公司的风控比较薄弱

海通证券连续第三年大幅计提信用资产减值准备，最近三年信用资产减值损失分别为 45.97 亿元、28.47 亿元和 16.22 亿元，计提金额巨大且逐年大幅上升。公司计提大额减值的范围覆盖几乎所有信用资产类别，包括融出资金、股权质押、融资租赁、应收款项、其他债权投资等等。海通证券在所有业务线的主要信用资产类别每年均大幅计提减值损失，说明公司的风控存在比较严重的问题，市场对海通证券资产质量的担心也是造成海通证券低 PB 估值的主要因素之一。

海通证券风控存在问题的另一个明显信号是年初因结构性债券融资业务，尤其是永煤债问题被监管部门处罚，暂停债券投顾业务资格 12 个月。事实上，海通证券在之前违约的方正集团和华晨集团的结构发债中也是主要的操盘方。有趣的是，公司董事长在回应海通证券债券投顾业务被处罚时，强调是员工个人行为，并且海通是为行业的惯例买单。

（九）中国银河（H 股市净率 0.53 倍，扣非后的加权平均净资产收益率 9.86%，扣非利润恢复度 73.9%）

2020 年，中国银河主营业务收入 176.13 亿元，同比增长 23.6%，归母扣非净利润 72.59 亿元，同比增长 38.37%。中国银河的净资产收益率水平仍然在头部公司中处于中位数以上，但公司的估值显然不理想，主要原因就是公司的业务结构过于偏重高度同质化竞争的证券经纪业务。

中国银河是前十名券商中对传统的证券经纪业务依赖性最强的，2020 年经纪业务手续费净收入占主营业务收入的比重高达 40%，投资银行业务和资产管理业务的收入合计仅 15.42 亿元，占比低于 10%。

基于经纪业务的相对优势，中国银河在融资融券和股权质押业务等资本中介业务方面表现中规中矩。由于公司的经营理念非常保守，这两年困扰部分头部券商的信用减值风险对中国银河的冲击较小。

传统的证券经纪业务面临的挑战是个人客户向移动端快速转移，机构客户和高净值个人需求呈现高度复杂化的趋势，未来经纪业务的获客方式和需求结构对证券公司的差异化经营和应变能力提出了很高的要求。中国银河一方面需要为自身保持经纪业务行业地位努力，另一方面也需要为自己寻找另一项优势业务平衡业务结构过于单一的问题，目前公司对此好像没有什么理想的对策。

（十）申万宏源（H 股市净率 0.53 倍，扣非后的加权平均净资产收益率 8.88%，扣非利润恢复度 62.9%）

2020 年，申万宏源主营业务收入 190.21 亿元，同比增长 21.7%，归母扣非净利润 76.23 亿元，同比增长 35.73%。

放在一个较长的周期看，申万宏源是证券行业前十名公司中最失落的一个。公司 2020 年的主营业务收入只恢复到 2015 年牛市顶峰的 62.7%，净利润恢复到 62.9%，是头部券商中表现最差的。申万宏源在行业内的不佳表现，主要根源就在于 2015 年 1 月的并购后遗症的不良影响至今未能完全解除。

申万宏源系原申银万国证券吸收合并宏源证券后设立的，是只有并购没有整合的典型并购失败案例。查看申万宏源的年报，在并购完成五年后，原来的申万和宏源几乎还是两套独立的机构和人马在平行运行。例如，资产管理业务通过申万宏源证券、申万菱信、申万期货和宏源期货四个主体开展，而私募基金管理业务通过宏源汇富和申万直投分别开展。在公司内部各自为战，资源无法有效整合的情况下，申万宏源的业绩表现五年内在证券行业头部公司中垫底就不足为奇了。

除投资收益因资本规模扩张表现相对稳定外，申万宏源的每一项主要业务均低于 2015 年的水平，证券经纪业务收入仅有顶峰的约三分之一，资产管理业务仅二分之一，投资银行业务在近年股权融资跨越式发展的大背景下也低于 2015 年的水平。申万宏源如果未来不能解决并购后内部资源整合的难题，申万和宏源的人马继续各自为战，很难想象公司未来的业绩表现如何改善。

六、基本面与股价的关系

与普通投资者的看法相反，未来证券行业头部公司的股价走势必然会分化，业务增速高、具有差异化竞争优势和风控能力强的公司将长期持续胜出。

1、头部券商的二级市场定价整体是非常公允的，尤其是 H 股市场的定价可以作为普通投资者了解行业内公司基本面的重要起点。与行业内的中小券商股票经常炒作概念不同（尤其是并购概念），头部券商市值庞大，长期走势几乎完全围绕基本面展开。

历史上，A 股市场牛短熊长，券商股包括头部券商基本上在牛市快速大涨后，然后就展开漫长的下跌过程。由于 A 股市场近几年结构性牛市特点逐步形成，个股开始逐步摆脱齐涨共跌的局面，证券行业的周期性波动未来有缓解的趋势。此外，导致券商股周期波动的重要因素之一是自营业务跟随市场的大幅波动，而以中信证券为代表的头部券商最近两年自营业务去方向化的特征已经非常明显，有利于减小未来业绩的波动性。

笔者在雪球上经常发现有一些散户投资者根据自己对个别证券公司的片面理解，就认为某一家公司股价严重低估云云。这些投资者应该想想，证券公司有大量的股票自营交易，难道一家市值千亿的头部券商明显低估，同行业券商的自营业务不会大量买入从而推高该公司的股价吗？券商的自营业务连自己所处行业的头部公司基本面都搞不清楚（他们不理解东方财富是可以理解的，毕竟业务模式与传统券商存在显著的差异），这种事情发生的概率有多大？

2、A 股市场的估值存在一定的不合理性

与 H 股市场由机构主导为主不同，A 股市场由于存在大量散户投资者频繁交易，股价波动经常围绕无效信息展开。虽然整体上头部券商在 A 股的定价也非常合理，但结构性的明显偏差还是存在的。例如，由于 A 股投资者有炒作次新股的习惯，中金公司和中信建投在上市之初由于基本面比较优秀均被爆炒。即使在目前两家公司从高位均大幅下跌之后，中金公司与中信建投的 A 股估值仍数倍于 H 股，是 A 股相对 H 股溢价幅度最高的两家头部公司。此外，申万宏源由于基本面原因在 H 股估值垫底，但 A 股估值由于绝对股价低的优势受到散户投资者的青睐，市净率估值显著高于广发证券、华泰证券、国泰君安等基本面更优秀的公司。长期来看，次新股在限售股大规模解禁后或者低价股在市场风格变化后，偏离基本面的不合理估值就会逐步得到修正。

七、结论

证券行业体量庞大且发展空间巨大，在金融行业中相比银行和保险行业市场化程度更高，资产的风险定价更透明。2021 年初因市场牛市预期不再，整个板块股价大跌。在褪去炒作的浮躁之后，证券行业的头部公司估值已经全面回到历史估值的中位线水平以下，意味着行业的整体估值开始重新回到合理区间。

投资者未来如果想在证券行业掘金，需要对各家公司的基本面深入研究，因为未来板块内个股的分化是大势所趋。在理解行业的投资逻辑和各家公司基本面特点后，耐心等待公司的估值进入合理区间，在低谷时买入并利用证券公司业绩和股价的高弹性在高估时卖出。

9、“疑点重重”的南极电商，是万丈深渊，还是“钱途无量”？

作者：@最食事

发表时间：2021-03-20

2020年的南极电商，在股价方面表现的颇具戏剧性，从2月3日（2020年）的9.17元涨到7月10日的23.81，一时间乐坏了一大帮的投资者，可是以七月份为起点，股价开始“跌跌不休”，一直跌到2021年初的8.66元的最低点。

这一奇怪现象的根源就是网上又一次翻出了2019年某家证券公司对南极电商的研报，分别从商业模式、竞争对手、应收账款等几方面展开质疑，短短半年时间股价腰斩有余，那么南极电商到底有没有问题呢？如果有问题是研报中所指出的问题吗？如果没有，那股价又该如何解释呢？

我想从几个方面来谈一下。

一、安全性

1.资产负债表的**健康程度**；

打开2020年季报的资产负债表，呈现以下内容（单位：亿元）：

资产		负债及所有者权益	
固定资产	0.08	有息负债	1
权益类投资	0.073	经营负债	应付 0.72
类现金	26.3		合同负债 1.7
存货	0.03		其他 2.44
应收预付	17.2	负债合计	5.8
无形资产	5.6		
商誉	8.9		
其他	0.71	所有者权益	53
合计	58.8	合计	58.8

资产负债表中，有喜有忧，喜的是这家企业的资产结构相对还是健康的，近 59 亿资产中，类现金资产达到 45%，资产质量很高，同时，有息负债仅仅只有 1 亿元。忧的是，公司的应收账款依然很高，达到了 17 亿，可见公司在产业链条上的位置并不强势（尤其是时间互联）。

通过对比之前我分析过的康美药业，基本可以判断这家企业的资产状况还是很健康的，因为如果作假，企业资产没有来源，必然要从负债入手，但是可以看到的是，有息负债仅仅 1 亿元（后面会试述），说明公司并不缺钱。这与康美药业极高的现金资产与极高的负债形成对比。

所以，网络上所谓作假，从资产负债表表示看不出来的。

2. 回购

同样是拿康美药业对比，可以看到康美药业在发展过程中，发行了很多企业债券，从另外一个角度证明康美药业的货币资金的真实性存疑。

而反观南极电商，在出现股价异常波动之后，公司在短短的一个月之内启动了两次股票回购（第二次已经开始实施），总共费用支出大约 10-12 亿。这种回购规模在 A 股市场恐怕也是很少的，我比较熟悉的洋河股份在市值达到 3000 亿时也不过实施了 10 亿元，而市值不到 300 亿元的南极电商，几乎要赶上洋河的回购规模，没有雄厚的资金背景，这种回购是不可能实现的。

这再次证明这家单位的资金基础还是非常健康的。

3. 应收账款

南极电商的应收账款一直是颇受诟病的内容，特别是 2020 年，适逢疫情，应收账款出现大幅上涨，前三季度应收占收入的比例达到 45%，不过如果仅从三季度看，应收占收入的比例则降为 16%。可见，在疫情好转之后，南极电商加大了对应收账款的清缴力度。以此来推断，结合公司在 1 月 10 日发布的澄清公告中应收账款逐渐下降的趋势，2020 年四季度的应收账款不会很高，当然一定会好于 2018 年和 2019 年。

南极电商近几年应收账款占营收比例及周转率

项目	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年度前三季度
应收账款占营业收入比例	58.75%	51.50%	21.61%	20.21%	44.95%
一年以内应收账款占比	89.69%	84.51%	86.66%	89.94%	91.31%
应收账款周转率	1.56	2.42	5.44	5.16	4.02

4. 有息负债

上文说了，公司的有息负债就是短期借款的利息，在三季报财报上看不到，但在半年报当中可以看到，借款是有利息的，通过计算，利息只有不到 3‰，真不知道这种借款是怎么找的，如果真是这样，我倒是希望南极电商借的越多越好，因为利息太低了，通过差价就可以挣钱。

项目	期末余额	期初余额
抵押借款	20,000,000.00	
保证借款	100,000,000.00	100,000,000.00
应付利息	175,833.29	105,694.45
合计	120,175,833.29	100,105,694.45

不过，在发布的 1 月 5 号的《投资者关系活动记录表》当中以及澄清公告当中，都谈到公司本部无有息负债。看半年报就知道是时间互联的子公司借款。也就是说公司本部的现金赚取能力足以支撑公司不需要借款，同时也证明公司本部在经营过程中，和时间互联之间几乎是完全分开的。

9、公司目前的现金流情况？

公司自上市以来累计募集资金 6.63 亿元，其中上市募集资金 2.71 亿元，收购时间互联募集资金 3.91 亿元。公司自上市以来累计分红金额 5.55 亿元（包含现金分红及回购股份），其中回购金额 1.52 亿元，主要对外投资金额 16.44 亿元，包括收购精典泰迪、卡帝乐鳄鱼、时间互联及参股投资喜恩恩，现金分红、回购股份及对外投资三项合计金额为 21.99 亿元。目前公司本部无外部有息负债，货币资金及理财余额合计超过

30 亿。

雪球：最食事

三、补充声明

南极电商上市五年以来，已累计实现超过 1,100 亿元销售额，2020 年阿里平台销售近 3.37 亿件商品、覆盖 2.93 亿消费人次。公司本部近三年净利率保持在 70%以上，净资产回报率保持在 20%以上，无外部有息负债，经营性现金流持续为正。抱着对公司股东及长期

5. 经营现金流与净利润

经营活动产生的现金流量净额/经营活动净收益



	2019 年	2018 年		本年比上年 增减	2017 年	
		调整前	调整后	调整后	调整前	调整后
营业收入（元）	3,906,848,236.41	3,352,859,972.47	3,352,859,972.47	16.52%	985,786,831.11	985,786,831.11
归属于上市公司股东的 净利润（元）	1,206,136,918.38	886,472,236.97	886,472,236.97	36.06%	534,291,649.78	534,291,649.78
归属于上市公司股东的 扣除非经常性损益的净 利润（元）	1,147,929,618.05	841,191,770.57	841,191,770.57	36.46%	501,301,653.39	501,301,653.39
经营活动产生的现金流 量净额（元）	1,254,911,826.62	551,386,932.66	551,386,932.66	127.59%	537,793,308.69	537,793,308.69

两张图当中可以很清晰的看到，南极电商在 2016、2017 年及 2019 年的经营现金流几乎都大于净利润，说明这个利润非常真实，且可靠。在时间互联应收账款很高的情况下，能取得这样的成绩，只能说明南极电商一定有自己的优势。

总结：通过以上情况，初步可以断定，在财务上，南极电商是没有做过太大手脚的，也就是财务数据比较安全，财务暴雷的可能性很小。

二、商业模式

投资者对南极电商的爱恨均来源于此。

喜欢的人说这种商业模式属于无本买卖，不喜欢的人说这个商业模式谁都可以干，凭啥你南极电商干成了？所以，一定在造假。

谈谈我的理解。

1. 真的谁都可以干吗？

所谓万物皆可“南极人”，这话还真有些道理。不过，这不是一天两天的事情。“南极人”从保暖内衣开始，一步步发展到现在，已经超过 20 年，掌舵人张玉祥从纺织服装做起，看到电商的趋势，果断融入趋势，并成功把南极人打成一个电商品牌。同时不断挖掘和深化“南极人”与日常生活的关联度，因此出现了“南极人”剃须刀、洗衣机之类的产品，但丝毫不违和。因为这个边界是逐渐打通的，并不是一两天的事情。强调再强调：南极人是日常生活品牌，而不是一个保暖内衣品牌。这是目前南极人的定位，拿南极人财报原话说就是：以家庭为场景，向消费者提供高性价比、穿透消费层级和消费周期的消费品品牌。

（一）消费端概况

1. 报告期内，公司主要品牌南极人以家庭为场景，向阿里、京东、社交电商、唯品会等各电商渠道上的消费者提供高性价比、穿透消费层级和消费周期的有个性的基础款产品，公司品牌在各电商渠道合计约有 10 万个产品链接。公司在各电商渠道可统计的 GMV 达 305.59 亿元，同比增长 48.92%。其中南极人品牌 GMV 为 271.38 亿元，同比增长 52.86%。

南极人品牌是以电商渠道为主的、领先的消费品品牌。



“恒源祥”、“北极绒”可以吗？

当然可以，只不过，这个过程很漫长，也很艰难。特别是“北极绒”，天然带有纺织的名称特点，转换成日常用品，很难。所以即便是“南极人”，一样要购买卡帝乐、精典泰迪的品牌。品牌是有属性的，因此说万物皆可“南极人”也对，也不对，因为有些产品不能“南极人”，比如高档服装。知道边界在哪里，就知道自己的市场在哪里。张玉祥给广大投资者上了一课。

因此，说南极人就是简单卖吊牌，一定是低估了“南极人”从服装品牌向消费品品牌转换过程的艰辛。

2. 品质管控

如果简单说“南极人”是卖吊牌的，那一定不会发展到如今这个水平。很多人也对南极人的品质管控感到担忧，这是非常正常的现象，就像茅台也去委托某些酒企 OEM 的话，恐怕股价不会走到现在这个样子。

但我要说的品质管控并不是很多人理解的品质管控。

（1）常规的品质管控

常规理解品质，对南极人的品质并不认可，为啥呢？

因为很多人拿更高层级、更高品质的产品同南极人的产品对比，也就是说“锚”定错了。

因为南极人可以说是一个低端品牌，所以在产品原料上并不能有过高的要求，这也是很多投资者对南极人不满意的地方。那么，南极人的品质管控到底是哪些方面？

（2）与品牌定位相一致的品质

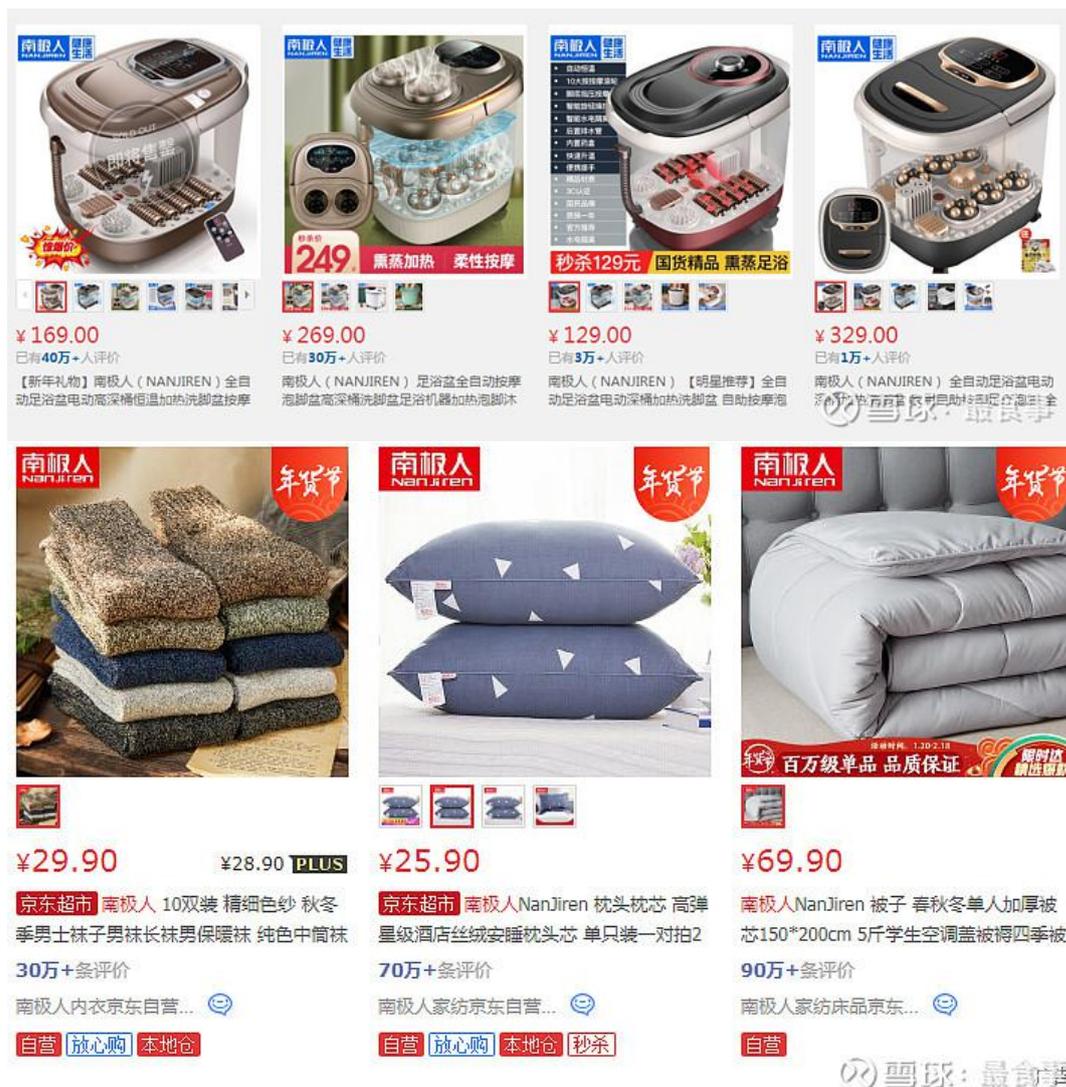
到拼多多或者京东、淘宝等平台上看，南极人大部分产品都是很便宜的。

这样的产品价格，是有其特殊的消费群体的，不是哪个消费群体都会买南极人的产品的。

我是做餐饮的，经过对 2020 年的疫情的分析，结合餐饮消费的特征，以及近些年拼多多的崛起，忽然发现，人们消费呈现哑铃型的趋势。就是低端消费存在大量的群体，高端消费的群体少，但是呈现聚集效应，反而是处于中部的呈现减少的趋势。

南极人抓的就是低端消费这一头。且这部分群体的数量巨大，一个南极人根本满足不了。一个拼多多也满足不了。

但是这个群体对南极人产品有自己的认知。我们看看京东上足浴盆的销量截图。



169 的足浴盆，评价 40 万，打个对折 20 万的销售量，但是这么低价格，消费者会对他提出哪些要求呢？69.9 元的被子，评价 90 万条。学生或者家长会对它提出哪些要求呢？所以南极电商在财报中也说到了要打造“高性价比”的消费品牌。我们外出打工的话，买个 69.9 元的南极人被子会提出什么样的要求呢？可以确定的是，一定不会按照水星家纺的水准来要求。但你能说，南极人的被子就是不好吗？

再看看南极人的袜子，10 双 29.9 元，一双不到 3 元，购买的人会对这双袜子提出哪些要求呢？

3、标牌

消费者在购买“南极人”商品时，都会发现商品内有一个进行真伪识别的标牌，通过扫描二维码都可以对产品进行查询，是否是授权产品。生产标牌的企业和商品生产企业不是同一家企业，南极电商是把二者完全分开的。目的就是为杜绝企业冒用企业品牌。以至于造成企业损失。

通过这种吊牌发放，南极电商在一定程度上实现了顾客认知推广以及产品生产数量管控，这就不能简单说是卖吊牌了。需要的是系统支持，以及南极电商在末端的细微观察和控制，包括日常对生产企业的监控。

其实，不怕产品质量低，就怕产品质量不稳定，一会儿好，一会儿差，这才是真正致命的。所以，南极电商也在报告中谈到会逐步提高产品品质，关键是保持品质的稳定。

3) 公司在全面控价、提高服务费，因为好货、好的内容、品质提高了，消费者对价格的敏感性会下降，预计 2021 年公司 GMV、收入、利润指标都会回归正常。

雪球：最食事

3) 公司将在 2021 年 7/8 月份进行品牌升级，同时推出南极人研发和监制的基础款、经典款和明星款产品，并通过这些

产品体现出公司的质量管理水平、研发管理水平。为此，南极人进行了大量的商品企划人才储备。公司希望这次升级可以使南极电商向国际品牌靠拢。

雪球：最食事

4、平台玩法的深入掌握

无论是淘宝、天猫、还是拼多多等平台，都有一套自己的算法，不同的算法会导致一个品牌商品在有的平台销量好，有的平台则销量一般，甚至很差。但是南极人在各个平台的销售数量可以印证，南极电商在各个平台的运作还是成功的，起码能够对得起自己名称当中“电商”两个字。

通过张玉祥回答投资者问题也可以看到这位实业家对电商玩法的掌握程度：

1、2021 年公司在阿里渠道的打法会如何适应电商行业新的竞争趋势？

答：

行业趋势：信息流兴起，爆款效率下降：1) 电商的人口红利达到天花板，爆款商品的多样性不足；2) 随着用户的数据沉淀和用户标签越来越多，从“人找货”模式转变为“货和内容找人”模式；3) 信息流兴起后，对数据化能力要求提高，长尾词商品可以被快速搜索，爆款效率下降。信息流兴起后，公司在拼多多、淘宝上开始小型试点，但未大规模推广，因此 2020 年整体上，虽然公司零售业绩稳定，但收入和利润增长未达到预期。

 雪球：最食事

“爆款”、“信息流”、“长尾词”、“千人千面”等，并不是说，能说出一些时尚的新名词就可以保证企业胜出，但起码证明这个公司的领导很关注市场动向，也能够电商平台的变化做出自己快速的反映和对策。所谓“人找货”不就是搜索吗，比如我们上百度的搜索。用户标签越来越多，用户习惯是稳定的，所以开始“货找人”，也就是通过信息流来找到需要这个货品的人，比如在百度上，我喜欢看做饭的，百度就会给我推荐更多做饭，比如喜欢看美女，自然就会给推荐更多的美女。就是这个意思。也就是变被动为主动，当然了产生的费用是如何的，需要进一步看财报。

2020 年年报就是我们观察的好时机，不用着急买入，我们可以看看在整个疫情年，张玉祥是如何带领团队应对的。

5、竞争劣势

南极电商有其优势，其最大的优势是把自己打成一个生活类的品牌，摆脱了自己之前保暖内衣这样一个单一的品牌形象，给自己拓展产品提供了丰富的空间。

且很多产品出来之后，并不违和。这是很多品牌一下子很难达到的。其劣势有哪些呢？

(1) 品牌边界

所谓成也萧何，败也萧何。“南极人”品牌包罗万象，确实给南极电商打开了一扇门，但同时也给南极电商提出了更多的要求，就是如何保证这个品牌不失控，适合的不适合的全部用“南极人”，这一点目前看，公司还是很理性的，比如针对年轻群体的中端品牌卡帝乐，还有针对儿童的精典泰迪，说明南极电商在自己的品牌边界方面还是有考虑的。

（2）存货处理

海澜之家为啥股价持续低迷，很大原因就是因为它大量的存货成为投资者担心的内容。南极电商也一样，自己没有存货不代表经销商没有存货，如果不能很好的帮助经销商处理掉存货，将会有很多的经销商离开南极电商，所以，南极电商也在多次的沟通当中谈到建议生产商可以一件代发。包括在谈到 2021 年的销量增长时，也谈到会利用 6-9 个月时间帮助经销商处理库存。无论怎么处理，总是是要保证经销商的利益，否则，这个商业逻辑不会成立。

就比如海澜之家上游可退货，下游又收钱的形式为啥越来越不好做了？因为上下游都不赚钱的时候，这个游戏也就结束了。

（3）产品研发

网上我们看到南极人的东西可以发现，很老旧，没有新意。但是，这个世界是年轻人的，所以，南极人如果只是一味的依靠生产商自己去研发，然后自己的营销部门简单挑选一下产品，我认为不会长久，要长久，南极人必须在研发方面有自己的能力，充实自己的大脑，才能够真正指挥生产商和经销商都向自己靠拢。好在南极电商似乎也认识到了这一点。

三、创始人分析

创始人张玉祥的资料非常不好找，网上也不多，但可以确定的是这个人在 20 年前就是在做纺织服装，34 岁创建了“南极人”品牌，属于大龄创业青年。如今近 60 岁的张玉祥，带领南极人进入一个新的阶段。从目前的情况看，这个人低调，务实，且能够跟上时代步伐。我经常跟朋友们说，在国内的民营企业，企业换谁都行，但是一换创始人，这个民营企业十有八九要倒霉（不能说全部）。比如我之前的工作单位金钱豹，当时估值近 20 亿，卖给基金公司之后，一蹶不振直至倒闭。比如上海家化，被平安收购之后的境况，比如俏江南被基金收购之后等等。所以，只要张玉祥在，这个企业的发展应该是可以期待的。

同时，通过其高管介绍可以看到，南极电商是有很多“老人”的，就是跟随张玉祥老板长期工作在“南极人”的老员工，大量的老员工说明老板的为人，以及企业带给其的收益。在人的方面，我想还是比较放心。

当然，对于收购时间互联之后，刘睿这些人，还需要时间继续跟踪。但刘睿给出的成绩还是可以。

四、估值

看过以上内容，结合近期投资者活动记录表，我想可以给南极电商一个保守的估值。

在1月5日的投资者关系活动表上，张玉祥讲到，2020年的增长没有达到预期。那么2020年的目标是多少呢？看下表：

(三) 公司层面业绩考核要求

本激励计划授予的股票期权，在行权期的各个考核会计年度中，分年度进行业绩考核并行权，以达到绩效考核目标作为激励对象的行权条件。

首次授予的股票期权各年度业绩考核目标如下表所示：

行权期	业绩考核目标
第一个行权期	以2018年为基数，2019年度公司净利润增长率不低于36%；
第二个行权期	以2019年为基数，2020年度公司净利润增长率不低于28%；
第三个行权期	以2020年为基数，2021年度公司净利润增长率不低于28%。

预留授予的股票期权各年度业绩考核目标如下表所示：

行权期	业绩考核目标
第一个行权期	以2019年为基数，2020年度公司净利润增长率不低于28%；
第二个行权期	以2020年为基数，2021年度公司净利润增长率不低于28%；

(四) 个人层面绩效考核要求

实现上述净利润目标的关键因素之一是公司授权及综合服务收入2019年、2020年和2021年分别同比增长40%、30%和30%，公司制定的个人绩效考核方案将这一内部考核指标与其他相关考核指标根据部门职能分解到激励对象。

	本报告期	本报告期比上年同期增减	年初至报告期末	年初至报告期末比上年同期增减
营业收入(元)	1,145,864,799.04	13.14%	2,772,255,304.06	4.73%
归属于上市公司股东的净利润(元)	291,213,732.73	34.90%	721,895,573.39	19.90%
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润(元)	260,935,886.63	27.78%	662,006,802.48	17.01%
经营活动产生的现金流量净额(元)	98,670,383.16	-30.41%	72,848,040.60	-75.05%
基本每股收益(元/股)	0.12	33.33%	0.30	20.00%
稀释每股收益(元/股)	0.12	33.33%	0.30	20.00%
加权平均净资产收益率	5.66%	0.45%	13.23%	2.22%

综合以上两图，截至2020年三季报同比收入增长4.7%，扣非净利润同比为17%。当时公司定的目标是净利润增长28%。那么全年我们保守算同比增长15%吧。2021年、2022年是多少呢？

张玉祥也说过：

3) 公司在全面控价、提高服务费，因为好货、好的内容、品质提高了，消费者对价格的敏感性会下降，预计2021年公司GMV、收入、利润指标都会回归正常。

也就是说张总认为后两年达到28%，应该不成问题。那我保守估算，按照同比25%计算，以2019年为业绩基点计算。

2019 年归属于少数股东的利润为 11.5 亿，三年后（2022 年）利润为： $11.5 \times 1.15 \times 1.25 \times 1.25 = 20.6$ 亿。由于现金流不算太好，所以，按照 20-25 倍估值，2022 年合理市值在 413 亿-516 亿。

目前（2021 年）的市值为 235 亿，增长幅度两年可以达到 75%-119%。我认为现在是很好的下手机会。

10、优秀生的答卷——中远海控 2020 年报

作者：@赛艇队长

发表时间：2021-04-05

北京时间 2021 年 3 月 30 日晚，翘首以盼多时的中远海控年报终于出了。作为持有时间超过 8 个月的第一大重仓股，自然是要好好看看年报，并对重点地方做记录。

首先在看研报前有几个数据需要大家先明白，单位别搞混：

标准箱 TEU：国际标准化的二十尺的集装箱；

FEU：国际标准化的四十尺的集装箱；

换算标准：2TEU=1FEU。

一、中远海控现状

中远海控前身是中国远洋，后在 2016 年进行了重大资产重组，剥离了亏损严重，运营不善的干散货业务，现在公司主营业务一共有两个：集装箱运输业务和码头业务。

集装箱运输：

中远海控主要通过中远海控集运和间接控股子公司 \$ 东方海国际(00316)\$ 来经营国际和国内的集装箱运输业务。目前，海控共经营 278 条国际航线(含国际支线)、54 条中国沿海航线及 80 条珠江三角洲和长江支线。

截至 2020 年底，公司经营的集装箱船队规模为 536 艘、3,073,684 标准箱。

世界第三。

码头业务：

中远海运港口在全球 36 个港口营运及管理 357 个泊位，其中 210 个为集装箱泊位，总年处理量达约 1.18 亿标准箱。

在海控的年报中有这么一句话：具有船公司背景的码头运营商致力于发挥协同效应，在货源竞争中占得先机。

具有码头优势的海控，在成本控制，协同工作，货源竞争中有着非常大的优势。海控的集装箱码头在世界上蝉联第一！

1.公司业绩：

(一) 主要会计数据

单位：元 币种：人民币

主要会计数据	2020年	2019年	本期比上年同期增减(%)	2018年
营业收入	171,258,833,813.71	151,056,682,119.72	13.37	120,829,528,787.97
归属于上市公司股东的净利润	9,927,098,239.01	6,764,104,771.48	46.76	1,230,026,418.28
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润	9,593,418,830.78	1,585,437,943.57	505.10	190,381,878.46

	第一季度 (1-3 月份)	第二季度 (4-6 月份)	第三季度 (7-9 月份)	第四季度 (10-12 月份)
营业收入	36,108,895,427.03	37,944,034,603.55	43,655,806,796.65	53,550,096,986.48
归属于上市公司股东的净利润	291,519,466.59	845,644,460.63	2,722,995,631.48	6,066,938,680.31
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润	75,758,739.44	806,427,286.76	2,701,101,861.72	6,010,130,942.86
经营活动产生的现金流量净额	1,534,076,758.73	9,903,614,346.24	11,295,881,499.03	22,296,982,736.04

2020 年海控净利润 99 亿，2019 年是 67 亿，同比增加了 46%。但是 2019 年主要的利润来源于出售了长滩码头，这里说一下背景，在 2018 年中远海控收购东方海外的时候签了一个协议，因为长滩码头是美国最安全、最高效和最节能的码头，所以当年海控和东方海外与美国国土安全部和司法部签订了《国家安全协议》。想要收购东方海外，就得向第三方出售长滩码头。

所以在 2019 年就把长滩码头出售给了 MIP，标价 120 亿。

如果只看扣非的净利润，2019 年只有 15 亿，同比增长了 505%。

分季度来看，第一季度扣非 7500 万，二季度 8 亿，三季度 27 亿，四季度 60 亿。

按照目前运价来算，2020 年第一季度净利润不会低于 130 亿，也就是扣非同比增加 17000%。

2.非经常性损益

十、非经常性损益项目和金额

√适用 □不适用

单位:元 币种:人民币

非经常性损益项目	2020 年金额	附注 (如适用)	2019 年金额	2018 年金额
非流动资产处置损益	648,843,540.83		7,644,559,867.27	163,751,202.65
计入当期损益的政府补助, 但与公司正常经营业务密切相关, 符合国家政策规定、按照一定标准定额或定量持续享受的政府补助除外	150,849,684.71		207,504,975.38	1,086,847,440.22
企业取得子公司、联营企业及合营企业的投资成本小于取得投资时应享有被投资单位可辨认净资产公允价值产生的收益	2,600,746.06			
债务重组损益				-678,310.99
除同公司正常经营业务相关的有效套期保值业务外, 持有交易性金融资产、衍生金融资产、交易性金融负债、衍生金融负债产生的公允价值变动损益, 以及处置交易性金融资产、衍生金融资产、交易性金融负债、衍生金融负债和其他债权投资取得的投资收益	-38,150,434.55		337,597,314.30	-39,026,267.11
除上述各项之外的其他营业外收入和支出	-21,208,874.41		-107,245,081.54	-8,136,124.02
少数股东权益影响额	-308,850,892.33		-1,877,907,794.95	-71,856,337.61
所得税影响额	-100,404,362.08		-1,025,842,452.55	-91,257,063.32
合计	333,679,408.23		5,178,666,827.91	1,039,644,539.82

从非经常性损益表里我们可以看出海控这几年的艰辛,如果大家有心去翻看海控历史的扣非净利润可以发现,自从 2011 年到重组前到 2016 年,扣非都是负的,每年都亏几十个亿。

真的是很艰辛,重组之后每年扣非基本都转正了。上图我标了几个重点,2018 年主要是政府补助 10 个亿,2019 年是出售长滩码头 50 亿。

2020 年是最少的,总共非经常性损益只有 3 个亿,也就是海控开始真正靠自己站起来了,不再靠政府补助和出售资产支撑了。

这非常重要,也是海控真正腾飞的标志!

3.现金流

1. 利润表及现金流量表相关科目变动分析表

单位:元 币种:人民币

科目	本期数	上年同期数	变动比例(%)
营业收入	171,258,833,813.71	151,056,682,119.72	13.37
营业成本	146,925,023,150.16	134,829,661,271.29	8.97
销售费用	57,636,364.49	67,606,784.48	-14.75
管理费用	9,588,431,382.02	9,765,897,229.38	-1.82

14 / 212

2020 年年度报告

研发费用	260,382,019.73	277,414,775.76	-6.14
财务费用	4,131,769,251.86	5,014,525,845.47	-17.60
经营活动产生的现金流量净额	45,030,555,340.04	21,202,371,528.39	112.38
投资活动产生的现金流量净额	-3,287,313,167.86	4,397,490,229.21	-174.75
筹资活动产生的现金流量净额	-36,238,290,979.32	-9,537,864,510.48	279.94

海控这一年现金流增加到 450 亿，同比增加了 238 亿，大家可能对这个没什么概念。

A 股 4000 多只股票里，海控经营性现金流排名第 24 名，前面除了比亚迪，全都是银行、保险、券商、房地产。

对了还有一个叫贵州茅台的是 516 亿，比海控多几十亿。

庞大的现金流是公司稳健经营的基础，在行业发展的高峰期可以降低负债，优化债务结构。在行业发展的低谷，可以并购优质资产，扩大市场占有率。

4. 负债

1. 资产及负债状况

单位：元

项目名称	本期期末数	本期期末数占总资产的比例 (%)	上期期末数	上期期末数占总资产的比例 (%)	本期期末金额较上期期末变动比例 (%)	情况说明
交易性金融资产	656,142,939.56	0.24	1,066,819,036.76	0.41	-38.50	

17 / 212

2020 年年度报告

项目名称	本期期末数	本期期末数占总资产的比例 (%)	上期期末数	上期期末数占总资产的比例 (%)	本期期末金额较上期期末变动比例 (%)	情况说明
预付款项	1,320,821,348.78	0.49	2,265,945,112.33	0.86	-41.71	
合同资产	254,797,565.66	0.09	179,273,286.21	0.07	42.13	
持有待售资产	0.00	0.00	1,896,903,609.60	0.72	-100.00	
一年内到期的非流动资产	534,569,128.74	0.20	0.00	0.00	-	
债权投资	739,240,053.27	0.27	1,334,589,252.34	0.51	-44.61	
使用权资产	46,314,593,231.38	17.03	33,160,124,132.30	12.65	39.67	
长期待摊费用	146,798,471.20	0.05	66,719,849.18	0.03	120.02	
其他非流动资产	125,384,612.41	0.05	471,898,489.15	0.18	-73.43	
短期借款	4,130,490,000.00	1.52	14,752,031,130.74	5.63	-72.00	
应付票据	13,900,000.00	0.01	167,900,000.00	0.06	-91.72	
应付账款	33,538,373,086.61	12.33	21,634,298,491.56	8.25	55.02	
合同负债	1,162,616,535.94	0.43	472,766,101.74	0.18	145.92	
其他应付款	5,957,384,514.20	2.19	8,786,591,262.37	3.35	-32.20	
持有待售负债	0.00	0.00	159,258,996.46	0.06	-100.00	
其他流动负债	2,000,000,000.00	0.74	1,500,000,000.00	0.57	33.33	
租赁负债	39,657,148,413.65	14.58	25,411,032,290.43	9.69	56.06	
预计负债	2,333,384,317.09	0.86	78,258,786.65	0.03	2,881.63	
递延收益	359,277,268.07	0.13	267,896,272.77	0.10	34.11	

负债表也很有意思，我把三项重点标出来了。

第一个是短期借款，从 147 亿到了 41 亿，一年偿还了 100 多亿的短期借款，结合上面的现金流，海控的财务状况前所未有的好，就像一个 200 多斤的胖子，通过不断健身锻炼，现在 130 斤一样。

第二个是应付账款从 216 亿增加到了 335 亿，集团解释是因为疫情影响，其实就是话语权的提升，你先给我干活，我后给你钱。参考茅台。

第三个是预计负债，这个科目很有意思，预计有可能发生的负债，一般在用于调节财务时候才会用，中远是这么解释的：主要是受新冠疫情影响，东方海外国际对于长滩集装箱码头长期服务协议计提了拨备。

从原来的 7000 万一下增加到了 23 亿，疫情对码头能有什么影响，直接计提了 22 亿，如果 2020 年净利润增加 22 亿，那么将达到 121 亿，就要发年报预告了。

当然平滑利润很常见，就是雨季储水预防旱季。同时说明，海控的盈利能力远超年报披露的水平，这个行业真的太赚钱了！

5. 货运量和收入

(1) 货运量

本集团货运量（标准箱）

航线	本期	上年同期	同比增减 (%)
跨太平洋	4,981,838	4,636,818	7.44
亚欧（包括地中海）	4,917,841	4,907,352	0.21
亚洲区内（包括澳洲）	8,346,979	7,985,493	4.53
其他国际（包括大西洋）	2,460,510	2,473,322	-0.52
中国大陆	5,637,295	5,736,118	-1.72
合计	26,344,463	25,739,003	2.35

(2) 分航线收入

本集团航线收入（人民币千元）

航线	本期	上年同期	同比增减 (%)
跨太平洋	48,709,934	40,758,236	19.51
亚欧（包括地中海）	34,500,757	28,953,172	19.16

20 / 212

2020 年年度报告

航线	本期	上年同期	同比增减 (%)
亚洲区内（包括澳洲）	40,972,961	34,076,924	20.24
其他国际（包括大西洋）	20,263,618	18,867,048	7.40
中国大陆	12,166,044	12,314,994	-1.21
合计	156,613,314	134,970,374	16.04

整体货运量增幅不大，但是收入同比增加了 16% 左右。

收入增加了 16%，利润增加了 500%，这才是海控核心的价值。

简单说，就是海控成本是基本不变的，只要货价每 TEU 提高，提高的部分都是利润。

按照表中的数据，收入增加了 120 亿，利润增加了 80 亿，这其中还有之前说的计提 22 亿的亏损，实际收入增加的部分和净利润差不多。

这和茅台有什么区别？涨价部分就是利润，成本基本恒定，为什么茅台就可以给到 80 倍 pe，海控就只给几倍的 pe。可能有人会说定价权的问题，茅台的定价权在自己手里，海控的不是。

但是，茅台可以随意涨价吗？现在出厂价直接涨到 5000，可能吗？明显不可能，只不过是市场允许的范围内可以自主涨价而已。集装箱运输行业通过了多年的重组兼并，现在就是三大联盟的寡头垄断，最差的 2018 年，也没见到海控出现亏损，随着船东的议价能力增强，海控乃至整个行业的定价权都会重新洗牌。

以公允价值计量的金融资产少了 7 个亿，不知道是什么地方亏损了，也像是隐藏的利润。

6. 股东情况

(二) 截止报告期末前十名股东、前十名流通股东（或无限售条件股东）持股情况表

单位:股

前十名股东持股情况							
股东名称 (全称)	报告期内增减	期末持股数量	比例 (%)	持有有限售条 件股份数量	质押或冻结 情况		股东 性质
					股份 状态	数 量	
中国远洋运输 有限公司	0	4,557,594,644	37.18	0	无		国有法 人
HKSCC NOMINEES LIMITED	0	2,580,600,000	21.05	0	无		其他
中国远洋海运 集团有限公司	0	1,021,627,435	8.33	1,021,627,435	无		国有法 人
中国证券金融 股份有限公司	0	305,990,519	2.50	0	无		国有法 人
香港中央结算 有限公司	230,926,226	296,468,225	2.42	0	无		其他
武钢集团有限 公司	0	250,000,000	2.04	0	无		国有法 人
东方航空产业 投资有限公司	-112,433,817	112,433,907	0.92	0	无		国有法 人
宁波梅山保税 港区信达盈新 投资合伙企业 (有限合伙)	-66,137,533	66,137,599	0.54	0	无		境内非 国有法 人
中国国有企业 结构调整基金 股份有限公司	-59,523,785	59,523,834	0.49	0	无		国有法 人
中船投资发展 有限公司	-56,060,396	57,696,217	0.47	0			国有法 人

小非们能减都减了，1、2 月份，2 个月经历了 7 个跌停，现在看看也不冤。他们成本都低，减持很正常，没有什么格局不格局的，有多少人在一个十倍股中能从头吃到尾？

这些只会影响短期走势，不影响长期，我们换个角度思考，如果是其他家企业面临这么大的减持，股价会什么样子呢？我想创历史新低也不为过，但是海控依旧坚挺，说明有出还有进。

二、海控的未来

1. 利润分配

2021年3月30日，经公司第六届董事会第四次会议审议通过，公司2020年度利润分配及资本公积金转增股本预案为：2020年度不进行利润分配，拟以公司实施权益分派的股权登记日总股本为基数，向全体股东以资本公积金每10股转增3股。截至2021年3月30日，公司总股本为12,259,529,227股，以此计算合计拟转增3,677,858,768股。在实施权益分派的股权登记日前公司总股本如发生变动，将维持每股转增比例不变，同时相应调整转增总股数，并将另行公告具体调整情况。本次利润分配及公积金转增股本预案需经公司2020年年度股东大会审议通过后方可实施。

雪球：赛艇队长

今年每10股转增3股，海控从2011年开始就没有过任何分红和转、送股了，不是它不想做，而是真的经营状况达不到啊。这十年每一年都走的不容易，这期间经历了st，靠着母公司救济才不至于退市，后面进行重组，把上市公司的血液重新换了一遍。之后继续做大做强，收购运营能力强劲的东方海外，也就是香港特首董先森的家族企业。完成了历史上无与伦比的飞跃。

还有很多人说海控赚了这么多钱为什么不分红，这点我下面来说一下。

2. 未分配利润

60、未分配利润

适用 不适用

单位：元 币种：人民币

项目	本期	上期
调整前上期末未分配利润	-10,274,560,520.79	-15,275,978,842.52
调整期初未分配利润合计数（调增+，调减-）		-1,745,335,164.76
调整后期初未分配利润	-10,274,560,520.79	-17,021,314,007.28
加：本期归属于母公司所有者的净利润	9,927,098,239.01	6,764,104,771.48
减：提取法定盈余公积		
提取任意盈余公积		
提取一般风险准备		
应付普通股股利		
转作股本的普通股股利		
其他减少	529,904,542.99	17,351,284.99
期末未分配利润	-877,366,824.77	-10,274,560,520.79

(1) 因子公司中远海运港口下属上海中远海运港口投资有限公司以未分配利润转增资本600,000,000.00元，中海码头有限公司以未分配利润转增资本400,000,000.00元，本公司按享有的份额减少未分配利润502,286,899.00元；(2) 秘鲁 Terminales Portuarios Chancay S.A. 码头购股选择权摊销减少未分配利润27,617,643.99元。

雪球：赛艇队长

因为历史遗留原因，中远海控负债极高，2018年底公司未分配利润是-170亿，2019年底是-100亿，到了2020年底是-8亿。

也就是海控 3 年时间把未分配利润从-170 亿降低到了-8 亿，当未分配利润为正的时候，就是海控可以开始分红的时候。

按照 2021 年净利润 500 亿估算，2021 年的分红将不少于 150 亿，甚至有可能在年中进行一次分红来回馈股东们。

3.未来的价值



CCFI 综合运价指数依旧在高位震荡，之前说过海控的赚钱逻辑了，超过成本线上的都是利润。

2020 年 CCFI 均值是 984，2020 年 Q4 均值是 1250，2021 年第一季度均值是 1960，同比 2020 年均值增长 100%。

海控在 2020 年执行的还是旧的长协价，也就是 50%欧线+52%美线的长协赚钱不多，马上从 3 月份欧线，5 月美线都开始用新的长协价格。

甚至有巨头，沃尔玛，三星等要签更长时间的长协价格。

我来按一个最简单的计算器，CCFIQ4 是 1250，海控净利润是 60 亿，一季度 CCFI 是 1960，同比增加 56.8%，那么这么算一季度净利润是 94 亿，但是这么算是错的，因为 CCFI 和海控的净利润并非直接线性相关。

因为 2020Q4 的 CCFI 相比 Q3 只增加 26%，但是利润增加了 200%，从 20 亿到了 60 亿，如果这么算 2021 年 Q1 应该是 Q4 基础上最少翻倍，也就是 120 亿以上。

现在这么疯狂的运价谁也想不到，现在能确定就是 2 季度的利润会继续超越 1 季度，全年有望净利润在 500 亿以上。

苏伊士运河的堵塞，又如蝴蝶煽动的翅膀，让运价再次飙升，这说明现在运力还是紧平衡状态，有任何风吹草动都会让运价再次上涨。

而三大联盟控制运力也会乐见其成。

在疫情复苏的大背景下，航运业或许真的迎来了最美好、最癫狂的时代。

最后想说：投资要有股东精神，一个一天能给你赚 1 个多亿的公司，如果你是他的股东，你会卖出吗？

风险提示：上述文章所涉及个股仅供参考，不构成投资建议，据此买入风险自负。

更多优质内容可以登录雪球免费查看。