

基于沃尔评分法的恒瑞医药公司投资价值 分析实例

摘要：医药行业是影响人们生活的重要行业，对于社会经济和人民健康的稳定发展有重要意义。本文基于投资价值相关理论和前人研究结果，以医药上市公司为研究对象，首先分析了医药行业的特点、发展现状及前景，接着通过改进的沃尔评分法基于2016年到2020年的财务报表深入研究了案例公司恒瑞医药的经营财务状况，随后通过FCFF模型预测未来的自由现金流，最后构建出完整的沃尔评分表，结果表明案例公司财务状况良好，具有长期投资价值，且医药市场需求稳步增长，医药行业具有良好的发展和盈利空间。本文的研究为投资者的投资决策提供了参考，有助于企业管理者参考研究结论做出战略决策，提高公司的核心竞争力。

关键词：医药行业；FCFF模型；沃尔评分法；股票估值；投资价值

目录

1 引言.....	1
1.1 研究目的.....	1
1.2 研究意义.....	1
1.3 文献综述.....	2

2 医药行业投资价值分析.....	4
2.1 医药行业特点分析.....	4
2.2 发展状况及前景分析.....	5
2.2.1 我国医药行业发展状况.....	5
2.2.2 我国医药行业前景.....	6
3 沃尔评分法在医药行业的应用.....	7
3.1 传统沃尔评分法.....	7
3.2 改进的沃尔评分法.....	8
3.2.1 指标改进经验借鉴.....	8
3.2.2 评价指标的确定.....	9
4 基于沃尔评分法的投资价值分析.....	11
4.1 盈利能力分析.....	13
4.2 营运能力分析.....	14
4.3 偿债能力分析.....	15
4.4 成长能力分析.....	17
4.5 基于未来现金流的估值分析.....	18
4.5.1 营业收入的分析与预测.....	19
4.5.2 税后净营业利润的分析与预测.....	20
4.5.3 折旧与摊销的分析与预测.....	22
4.5.4 营运资本的分析与预测.....	23
4.5.5 资本支出的分析与预测.....	27
4.5.6 预测自由现金流量.....	29

4.6 评估结果分析	29
5 结论与建议.....	31
5.1 结论	31
5.2 建议	32
参考文献.....	34



1 引言

1.1 研究目的

作为中国经济的重要组成部分，医药行业为中国的经济发展做出了巨大贡献，随着经济水平的提高，医药行业在卫生、医疗、防疫等问题上发挥着重要作用。医疗保健系统和药品价格正逐步合理化，医药市场的潜在需求逐渐增加。在国家政策和人口老龄化等诸多因素的影响下，医药行业在中国 A 股市场上占据了重要地位，且增长速度快，业绩稳定，市场表现力好，得到了投资者的认可。

在 2020 年新冠疫情期间，美股四次熔断，全球股市持续下跌，形势十分严峻。然而，尽管股票市场不景气，医药行业却在疫情冲击下迎来新的发展机会。疫情期间，人们对医疗服务和药品的需求激增，该板块股票整体市盈率不断上涨。医药行业正吸引着越来越多投资者的关注，但并不是所有的股票都值得投资，投资者最关心的是如何进行有效的筛选，找到值得投资的公司。在企业能力参差不齐的情况下，选择一种有效的方法对医药企业的投资价值进行评估，确定具有实际投资价值的企业非常重要。投资者可以根据评估结果做出明智的投资决策，行业内的企业也可以根据评价结果审视自己的管理团队，发现公司的优势和劣势，从而促进公司的将来的成长和发展。

1.2 研究意义

随着新一轮医疗改革的推行，加上 2020 年新冠疫情对全国乃至世界范围

医药

行业的重大影响，国家进一步加大对医药行业资金、技术支持，如今医药行业变成全国发展速度最快的产业之一。本文以新冠肺炎疫情背景下迎来新发展机遇的医药行业为研究对象，对上市公司的股票价格进行详细分析，为投资者和企业管理者提供了一个常规有效的参考样板，帮助医药公司更加明确今后发展方向，进而增加企业竞争力，提高公司综合实力。

1.3 文献综述

在我国，朱思莹（2017）运用基本面分析法对上市医药公司的投资价值进行分析，构建了一个综合评分系统来评估中药和西药企业的投资价值，并将此数据与市净率进行对照，找到具有价值的股票^[1]。祁晓云（2020）以医药行业上市公司作为研究对象进行投资价值分析。通过因子分析法得到 162 家上市公司的综合得分排名，根据 DEA 模型得出的结果对综合排名进行验证，筛选出医药行业具有投资价值的公司^[2]。王婷（2021）以医药板块上市公司为着眼点，以云南白药为例，分析疫情影响下医药企业投资价值^[3]。沈娇丽（2020）选取济川药业为标的，分析济川药业的企业情况并运用绝对估值法等对企业进行估值^[4]。丁景芝（2021）盘点了 2020 年 A 股医药投资价值，为投资者给出相应参考^[5]。耿雅君（2016）选取恒瑞医药为研究对象，进行财务报表分析，然后对恒瑞医药进行相对估值和绝对估值，给投资者带来股票投资价值参考^[10]。吴丹（2020）选择恒瑞医药作为案例公司进行分析，研究了医药制造行业的整体发展状况，计算了该股票的投资价值^[11]。王泉（2019）为了评估创新医药上市公司的投资价值，提出创新药研发产品线估值模型来评估创新药业的投资价值^[12]。熊慧（2019）结合医药行业特点构建了医药行业 EVA 价值评估的模型，分

析了恒瑞医药近五年的财务和经营情况，并对其估值进行比较和检验^[13]。潘玥

(2021) 基于新冠疫情背景下, 利用波特五力模型进行医药行业分析, 并对恒瑞医药财务管理进行了分析, 提出了恒瑞医药现存优缺点和改进措施^[14]。储小霞 (2017) 选取生物医药板块的相关财务数据, 对其在 A 股市场上的市场表现、盈利能力、成长能力以及估值水平等方面进行比较, 探讨医药板块的长期投资价值^[15]。

在国外, Yanqing Dong (2018) 详细介绍了运用自由现金流量法对北信源软件有限公司的企业价值进行评估, 从而判断该公司的价值^[16]。Ying Zhao (2020) 对杜邦分析法、沃尔评分法和经济增加值分析法三种方法的特点和适用性进行了比较和分析, 并结合绩效评价对象的规模、数量和生命周期给出了分析结论^[17]。

国内外上市公司投资价值的研究大多基于财务数据, 大部分是针对特定类型上市公司的综合研究, 而细分行业相对较少。目前中国学者主要是对估值模型进行适用性分析和实证研究。由于每个行业中上市公司的生命周期不同, 因此普遍的估值模型并不完全适用于所有的上市公司, 需要考虑行业和公司本身的特殊性。

2 医药行业投资价值分析

2.1 医药行业特点分析

医药在疾病的预防, 诊断和治疗中起着重要作用, 可以增加人体对疾病的抵抗力, 减轻患者的痛苦甚至挽救他们的生命。医药行业不仅影响着居民的生活质量, 还影响着国防军事, 流行病的预防控制, 对促进社会进步,

经济稳定发展起着重要的作用。从广义上讲，医药行业包含医药商业和工业两个方面，涵盖了生物制药，合成药物，中成药，医药商业，医疗器械等。狭义的医药行业是指生产医药产品的制造业，即合成物，生物制药和中成药。本文所分析的医药行业主要是以狭义定义的。医药行业是一个长期快速增长的行业，其主要特点如下：

(1) 医药行业是市场需求稳定的防守型行业。药品是人们生活中不可或缺的，是人们生活和健康的重要保障。与其他行业相比，医药行业具有特殊的市场地位。扎实的市场需求表明，其发展不受经济发展的影响。所以，中国国民经济的快速发展能在一定程度上刺激药品的需求，但药品价格的波动不会对药品需求产生重大影响。

(2) 医药行业专注于技术发展，是一个高技术行业。在社会发展过程中，科学进步和医疗水平的提高，使药物具有强大的生命力。对于许多治疗困难的疾病，逐渐有了医治方案和对症药物，但同时新疾病也不断涌现并威胁着公众健康。通过将组合技术及现代生物技术应用于医药行业，加快新药物技术的进步和发展，将大大提高药物的有效性，从而展现新药研究的新局面。先进的制药技术已成为医药行业重要的竞争工具，因此，医药行业是高新技术行业。

2.2 发展状况及前景分析

2.2.1 我国医药行业发展状况

(1) 医药行业投资情况

我国对于医药行业的固定资产投资逐年

增加。根据国家统计局医药工业部门的数据，从 2020 年 1 月至 12 月，医药工业的规模可能每年增加 5.9%，医药工业的投资可能每年增加 28.4%。医药行业是中国经济的重要组成部分，在整个消费市场中占据着核心地位。作为全球医药行业最大的新兴市场，2007 年至 2017 年，中国医药主业规模以上企业的营业收入从 5967 亿元人民币增加到 28.2 亿元人民币，远高于同期的 GDP 增长。

（2）我国医药行业经营情况

我国医药行业经营状况整体呈现出稳定发展平稳增长的态势。据国家统计局数据显示，2020 年中国医药制造业营业收入为 24857.3 亿元，同比增长 4%。中国是世界第二大医药市场，市场容量不断扩大。今后随着医药需求和医疗体系的完善，我国将成为世界医药消费增长最快的地区之一，销售收入将继续保持增长态势。

2.2.2 我国医药行业前景

（1）国家政策对医药行业的发展影响很大，近年来，政府有关部门出台了许多相关政策，来促进医药行业的发展，这些政策对医药行业产生了很大影响。自 2018 年以来，中国通过降低或免除进口药品关税，缩短药品审查和批准程序的措施来刺激国内市场。2019 年国家出台的《深化医药卫生体制改革 2019 年重点工作任务》政策作为医药行业的纲领性文件，从各个方面支持了医药行业的发展。

（2）目前，中国的人口老龄化趋势正在加剧，人口老龄化将占中国总人口的 30%，与年轻人相比，老年人是易发病人群，慢性病的发病率为 64.5%，

因此老年人对药物的需求量很高，是年轻人的 3 至 5 倍，并且高血压、心血管

等疾病在老年人群中治疗时间长，医疗费用高昂。如今人们生活水平逐步提高，医疗水平不断发展，大家越来越重视医疗保健，不仅是老年人，年轻人也越来越重视自己的健康，这标志着医药市场的需求迅速增加，为其发展创造了有利条件。

3 沃尔评分法在医药行业的应用

3.1 传统沃尔评分法

早期的沃尔评分法包括七个财务指标：流动比率，产权比率，存货周转率，应收账款周转率，固定资产比率，固定资产周转率和自有资金周转率，分别赋予相应比重，总分为 100 分。标准比率即行业整体数据，实际比率为公司具体数据，将公司的实际得分与该行业的平均数值进行比较，获得公司每个指标的比率，然后相加得到总分，并根据总分评估公司的绩效水平。一般而言，当评分结果小于 100 时，表明公司的财务状况很差，应采取措施补救改进；如果评分结果为 100 左右，则认为公司的财务状况良好，达到了预期财务目标；当评分结果大于 100 时表示公司财务状况良好，盈利能力较高，还本付息风险较低。

沃尔评分法的基本步骤：

- ①评价指标的筛选和指标权重的分配；
- ②根据指标的权重确定标准分数；
- ③规定各评价指标的标准值；
- ④计算各指标的得分和综合得分；
- ⑤形成评估结果。

表 3.1 沃尔比重评分法

财务比率	比重（分值）
流动比率	25
净资产/负债	25
资产/固定资产	15
销售成本/存货	10
销售额/应收账款	10
销售额/固定资产	10
销售额/净资产	5
合计	100

3.2 改进的沃尔评分法

传统的沃尔评分法成为很多公司首选的评估方法，是因为它可以提供全面的信息评估，可操作性强，便于理解实施。但是，传统沃尔评分法存在一些缺点，例如传统的指标选取不包括成长指标和偿债能力指标，不能满足现代企业的财务评价。但是因为它的易操作性和完善性仍被广泛使用。近年来，通过许多学者对沃尔评分法的改进，逐渐形成一种适合现代企业的绩效评估方法。因此，在本文中我们选择遵循传统沃尔评分法原理，弥补上述不足，并使用改进的沃尔评分法创建一个适合医药行业的经营绩效评估系统。

3.2.1 指标改进经验借鉴

通过国内多位学者的研究，比如孟庆盈（2018）

基于修正的沃尔比重评分法进行了万达电影经营绩效评价研究^[6]；刘鑫（2020）运用沃尔评分法，在研究医药公司绩效时，得到了较好的评价效果^[7]；刘小庆（2017）运用沃尔评分法对生物医药上市公司进行了业绩评价^[8]；崔越（2019）通过财务绩效评估研究，证明改进的沃尔评分法能弥补传统方法在指标选取上的局限性^[9]。

3.2.2 评价指标的确定

为了建立适合医药上市公司的绩效指标体系，本文根据上述学者的研究经验，参照恒瑞医药的主要财务指标。综合了医药行业的发展特点进行指标的选择，最终选取了 11 个财务指标进行恒瑞医药的盈利、营运、偿债，发展能力及自由现金流量增长率五项的评价，填补了传统沃尔评分法在偿债能力及发展能力评价方面的不足。

（1）盈利能力指标

盈利能力是公司发展的核心力量，主要反映了公司在市场上获利的能力，盈利能力相关指标根据公司的业务状况发挥不同的作用，所以在评估公司的盈利能力时，有必要根据公司的特点选择适用的指标。在改进的沃尔评分法中，本文赋予盈利能力 40 分的分值。

（2）营运能力指标

营运能力代表了公司使用各项资产获利的能力，体现了公司在业务运营中的管理能力。根据医药行业的特点，本文选定应收账款周转率、存货周转率来进行公司营运能力的分析评价，并在改进的沃尔评分法中，赋予营运能力 20 分的比重。

(3) 偿债能力

偿债能力是公司保持生命力的关键要素,也是公司不受限制发展的重要保证。公司的偿债能力需要根据公司所在行业的特征来评估,并且查看相关指标是否在正常范围内。在本文改进的沃尔评分法中,赋予偿债能力 20 分的分值。

(4) 发展能力

一个公司的发展能力是指它的成长性。它代表了公司在经营过程中的价值和潜力。无论公司是否具有发展潜力,都需要对市场业绩进行评估,预测市场发展前景。销售增长率是衡量公司市场份额的关键指标。公司的发展速度与这个指标成正比。该指标越大,公司的成长潜力就越大。通过计算公司目前的销售增长率,可以清楚地认识到市场对公司经营活动的反应和企业的市场接受程度,从而预测公司未来的市场拓展前景,进行适当的资本扩张,或者发现公司在发展中面临的风险,采取相应措施并及时止损。本文在改进的沃尔评分法中,赋予成长能力 15 分的比重。

(5) 自由现金流量

自由现金流量是一个公司创造价值的来源。为了实现价值的持续增长,获取持续的现金流,公司必须向社会提供比同行更有价值的产品和更高水平的服务,从而提升公司的价值。自由现金流是一个企业在长期发展中的所有现金流量中减去营运资本增加额和资本支出后的净现金流,其充裕程度决定了一个公司的地位和经营是否稳固,并关乎公司的成长情况,反映了公司的真正的盈利能力,是展开生产经营的保证。本文通过预测案例公司未来自由现金流,在改进的沃尔评分法中,赋予自由现金流量预测值 5 分的比重。

4 基于沃尔评分法的投资价值分析

本文从 A 股医药板块中选取恒瑞医药,并使用沃尔评分法分析恒瑞医药的盈利能力,营运能力,偿债能力和发展能力,通过相应的财务指标深入讨论恒瑞医药的投资价值。在改进的沃尔评分表中,标准比率为 2019 年医药制造行业平均数据,实际比率为恒瑞医药 2019 年相关财务数据,结果如表 4.1 所示。

表 4.1 恒瑞医药财务状况评分 (沃尔评分法)

	财务比率	权重	标准比率	实际比率	相对比率 (4) =	评分
		(1)	(2)	(3)	(3) / (2)	(5) = (1) × (4)
	净利润率	15	9.13	22.87	2.50	37.5
盈利	净资产	15	6.66	21.51	3.23	48.45
能力	收益率					
	主营业务利润率	10	22.81	86.56	3.79	30.79
营运	存货周转率	10	1.20	2.21	1.84	18.40
能力	应收账款	10	12.91	5.56	0.43	4.30
	周转率					
偿债	流动比率	10	1.86	9.02	4.85	48.50
能力	速动比率	10	1.40	8.37	5.98	59.80
	净利润	5	-14.08	25.96	-1.84	-9.20
	增长率					
成长	净资产	5	17.97	31.16	1.73	8.65
能力	增长率					
	主营收入	5	23.04	33.70	1.46	7.30

增长率	
自由现金	5
流量增长率	
合计	100

结合沃尔评分结果以及恒瑞医药过去五年的财务指标,下面对公司财务状况进行了详细的分析,并通过杜邦分析法,基于盈利能力和营运水平等多个角度的综合展开研究。

表 4.2 恒瑞医药主要财务指标

报告日期	2020	2019	2018	2017	2016
(单位:万元)					
营业总收入	2773460	2328858	1741790	1382563	1109272
营业成本	334869	291294	233457	184888	143663
研发费用	498896	389634	267048	--	--
营业税金及附加	25696	21634	23678	25362	20266
销售费用	980252	852497	646449	518893	435362
管理费用	306666	224118	162632	295280	226645
财务费用	-18174	-13382	-12364	-3673	-16694
营业利润	700707	614968	459665	380882	31433
所得税费用	58659	72931	43790	46623	36899
净利润	630889	532645	406118	329495	265419
利润总额	689548	605576	449908	375519	301358

资产总计	3472959	2755648	2236123	1803938	1433606
流动负债合计	3771159	247263	249363	205030	136458
非流动负债合计	17099	14631	6986	4477	9075
负债合计	394259	261895	256349	203617	145537
所有者权益合计	3078700	2493753	1979774	1594521	1287459
长期借款	--	--	--	--	--
累计折旧	292366	257353	199581	163555	135409
固定资产净值	328017	254197	232877	199772	147689

(数据来源: 恒瑞医药 2016 年-2020 年年报)

4.1 盈利能力分析

最近五年的财务盈利指标, 具体如下:

表 4.3 2016-2020 年恒瑞医药盈利能力相关指标

指标年份	总资产收益率	净资产收益率	销售毛利率	销售净利率
2016	0.24	0.24	0.85	0.24
2017	0.24	0.24	0.86	0.23
2018	0.22	0.23	0.87	0.23
2019	0.21	0.21	0.87	0.23
2020	0.20	0.21	0.88	0.23
五年行业平均	0.09	0.08	0.33	0.09

(数据来源: 根据恒瑞医药 2016 年-2020 年年报并经整理所得)

以上内容仅为本文档的试下载部分,为可阅读页数的一半内容。

如要下载或阅读全文,请访问:

<https://d.book118.com/498005013011006075>