数说高质量III：
A股实业企业增长观察

金融界上市公司研究院

2019.11

目 录

前 言 I

第一章 A 股实业企业增长观察 1

第一节 A 股实业企业净利润增长整体观察 1

第二节 净利润连续增长的 A 股实业企业观察 8

第二章 推动企业增长的行业因素观察 23

第一节 A 股实业产业企业数量净流入/出情况的整体趋势 23

第二节 行业冷暖度变化分析 26

第三章 推动企业增长的内部要素观察 36

第一节 技术和经营要素：研发创新与品牌营销 36

第二节 ESG 要素：环境责任、社会责任与公司治理责任 39

第三节 风险控制要素：现金流、负债、抵押 41

第四节 资本流动要素：并购重组 42

第四章 化工行业增长观察 46

第一节 化工行业整体发展观察 46

第二节 化工行业典型增长案例分析 52

第三节 化工行业增长动因及启示 56

第五章 医药生物行业增长观察 62

第一节 医药生物行业整体发展观察 62

第二节 医药生物行典型增长案例分析 71

第三节 医药生物行业增长动力及启示 76

关于我们 79

金融界上市公司研究院

前　言

金融界上市公司研究院成立于 2017 年。基于金融界媒体+数据+AI 的要素布局，我们围绕“价值发现、价值传递”的研究+传播模式，为投资者提供对 A 股上市公司的观察与分析。

对于财经信息从业者来说，当下，比以往有更多的机会得到信息，也比以往有更大的难度判断信息。我们的做法是，保持好奇与创新，通过对重要议题的探索来观察市场、企业，传递有价值的发现。A 股上市公司的数据披露相对完善且持续，是很好的观察产业、头部企业、资本相互作用的窗口。因此，在探寻中，我们往往是先选定一个当下重要的议题，然后拆解对应要点与逻辑，进而选择样本范围与数据范围。此后，再以数据池为核心，一一展现其核心、要点、延展，通过归纳、对比等方式，对议题的演变进行论证和分析。

从实际出发，每次报告议题都会交叉很多不同学科的知识与信息，且观察结果可以和现实情况印证、持续丰富——这是一项比较充实的工作。

聚焦高质量发展 聚焦什么?

当前，企业经营发展的内外部环境，都发生了巨大而深刻的变化。国际上，全球经济格局变化、贸易摩擦频发；国内，高质量发展深化，结构调整和动力转换都在攻艰期。

高质量发展对企业来说，是要认识到经济发展进入新常态。在产业层面谈高质量发展，民营企业、科技创新等，都是核心组成要素。从企业角度，则要用实际行动回答：怎样穿越周期，拥有持续竞争力？面向未来，什么是具有优势的关键能力?

我们也给自己出了一道问题：如何站在二级市场的角度，理解和观察高质量发展?

2018 年 5 月，金融界上市公司研究院率先以民营上市公司为观察点，对高质量发展理念进行了探索挖掘、解构延伸：以 A 股民营上市公司为研究标的，通过大数据挖掘、统计、对比、分析，分别从市场、行业、地域等外部角度，经营、扩张、转型等内部角度，揭示与评价民营上市公司在 2017 年全年的运营与变革中，高质量发展维度的实际表现，以及与高质量具有高度相关性的投资人信心、社会责任等发展观察点的发展与变化，推出《数说高质量 I：从民营上市公司年报数据看企业价值变化》；2019 年 5 月，站在高质量发展深化的标志：科创大潮背景下，以战略性新兴产业-中资上市公司为研究核心，构建了由创新、效率、资本规模、成长性四大模块构成的研究模型。以丰富数据和案例，对新一代信息技术、高端装备制造、新材料、新能源、节能环保、生物医药这六大战略性新兴产业，分别利用单独章节进行了深入剖析，推出《数说高质量 II：中资上市公司在战略新兴产业中的比较研究》。

在这个过程中，我们持续与数百家不同行业的上市公司面对面沟通、调研，举办了十多次专题研讨会。达尔文说，能存活下来的物种，既不是那些最强壮的，也不是那些最聪明的，而是那

金融界上市公司研究院

些最能适应变化的。同样的，能实现高质量发展的企业，也必然是能快速应对变化，在市场竞争中真实迎战，把有限的资源效率发挥到极致的。

实体经济是国民经济的基石。近年来，受全球经济增速放缓、成本上升、中美贸易摩擦等导致的外部环境不确定性增加、资金过度进入虚拟经济等因素影响，实业企业的利润空间进一步受到挤压。2017 年十九大报告中提出，中国特色社会主义进入了新时代，我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段；深化供给侧结构性改革，建设现代化经济体系，必须把发展经济的着力点放在实体经济上。这是首次在国家层面为中国经济转型升级明确方向。2018 年国务院政府工作报告指出，深入推进供给侧结构性改革，坚持把发展经济着力点放在实体经济上，提升经济发展质量。在全面强调“脱虚向实”的背景下，在观察过民营上市公司、科创相关企业之后，我们此次把观察高质量发展的视野聚焦在：A 股中的实业企业。

实业企业：复杂变化中寻找主导因素

在商业的世界里，定义总是不断迭代。

实业企业有多个定义。过往更多指的是从事生产制造的生产型企业。随着技术和经济结构的发展，尤其是第三产业的快速扩大，大量企业同时具有第二产业和第三产业结合的特点，实业企业的概念有了广泛的外延。从投资的角度来看，倒是比较简单：金融企业以外的企业都可以称之为“实业企业”。我们在强调“脱虚向实”的同时，也在淘汰落后产能、鼓励技术创新，因此，我们也不拘泥过往设定，为以最大限度的范围来谈实业企业，此次报告所谈实业企业的范围是：A 股所有行业分类中，剔除银行、非银金融、综合后，剩余的所有行业的公司。

同时，企业因受到身处的产业环境加速变化而变化。从中长期观察且希望能对未来有所启发的角度来说，时间因素是很重要的变量。2014 年到 2018 年，是十八届三中全会提出“全面深化改革”之后落实推进的 5 年，这期间，中国经济环境发生了巨大的变化，供给侧结构性改革有力推进了产业结构优化升级，对各行各业产生了深远影响。从这一角度来说，观察这一时间维度行业、企业的经营发展变化更具现实意义。因此，我们将观察的时间范围定在 2014 年~2018 年，对 2018 年 12 月 31 日之前上市且完整披露 5 年财务数据的 3421 家 A 股实业企业（以下简称 A 股实业企业”）5 年间的经营发展进行观察。

观察实业企业 观察什么？

观察企业价值，核心离不开“发展”，而发展最直接的体现便是“增长”。美国管理咨询大师拉姆•查兰以及诺埃尔•M•提切在《持续增长》一书（鲁刚伟译，中国社会科学出版社 2005 年版）中提到：在竞争激烈、技术进步加速和市场管制减弱的环境里，企业只有一种选择，要么增长，要么死亡。从“脱虚向实”、探寻高质量发展的目的来说，衡量企业发展能力时，核心指标也应该优先选择其经营能力的增长率指标，如销售收入规模与增长率、净利润规模与增长率、资产使用效率等；再进一步，则可以通过观察其达成经营能力提升的内在驱动因素：产业周期、管

全景网上市公司研究院

理机制与效率、核心产品能力、研发投入比等；从资本市场角度，亦可以观察企业发展的不同“雷达图”与估值等因素的共振。

从时间维度来看，对于企业来说，保持持续增长是一件非常困难的事情。贝恩咨询公司合伙人兼全球战略实施部总经理克里斯•祖克等的研究发现，在上世纪末的 20 年中，全世界 90%的公司未能取得持续增长。而其对 1996 年年销售收入超过 5 亿美元的 1854 家上市公司 1988 年~1998 年 10 年间的数据研究发现，只有 13%的公司实现持续增长。

通过对“增长”的观察和分析，我们期望挖掘变化背后的主导要素，期待通过资源更有效率的配置，让技术应用、资本力量、产业发展，更有效率地汇聚在更有效率的企业这一载体上，进而带动增量，促进社会经济的整体发展升级，促进实现“跨过中等收入陷阱”这一目标。

围绕“增长”这一主题，报告内容主要分为：A 股实业企业经营增长观察、推动企业增长的行业因素观察、推动企业增长的内部要素观察、化工行业与医药生物行业增长观察。描述复杂是一件很难的事情。基于经验的局限，我们只是围绕公开资料和自己所知进行此次分析。本次分析不构成任何投资建议。本文主要研究员为：于晓宇、周婷、鲁东红、王汉星。实业企业发展是个重要话题，欢迎讨论与交流。

联系我们：jing.huai@jrj.com.cn

金融界上市公司研究院

第一章 A 股实业企业增长观察

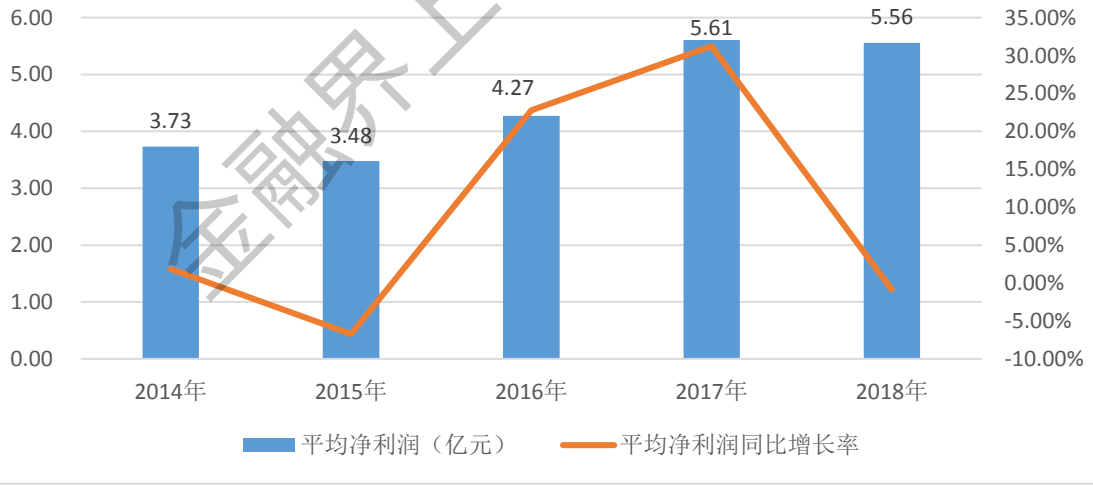
在微观层面，“增长”是企业生存和发展的基本前提。广义上来讲，企业的“增长”涵盖很多方面，包括资产规模增长、员工数量增加、营收增长、利润增长等等。拉姆·查兰曾提到，增长有好坏之分。好的增长是可以盈利的增长，是可以持续的增长，是可靠的增长；坏的增长（即为增长而增长）是没有盈利的增长，是对资金的浪费，甚至是不计后果的增长。对于后者，在实践层面，最常见的即为人所熟知的“盲目扩张”。

因此，本章我们观察 A 股实业企业的“增长”，主要从直接反映企业盈利情况的利润指标着手。在第一节，先整体观察 A 股实业企业 2014 年~2018 年 5 年间的净利润增长变化情况，并分析变化背后的原因；在第二节，引入**“连续增长”**这一概念，综合考虑企业近 5 年和最近 4 个季度的盈利情况，分别筛选出 A 股实业企业中净利润连续增长的企业和扣非净利润连续增长的企业，并进一步对净利润和扣非净利润均连续增长的实业企业基本特征进行观察。

第一节 A 股实业企业净利润增长整体观察

本节以 A 股实业企业为研究对象，观察其 2014 年~2018 年 5 年间净利润的整体增长变化情况，并分析变化原因。

图1-1-1 2014年~2018年A股实业企业平均净利润及其变化情况



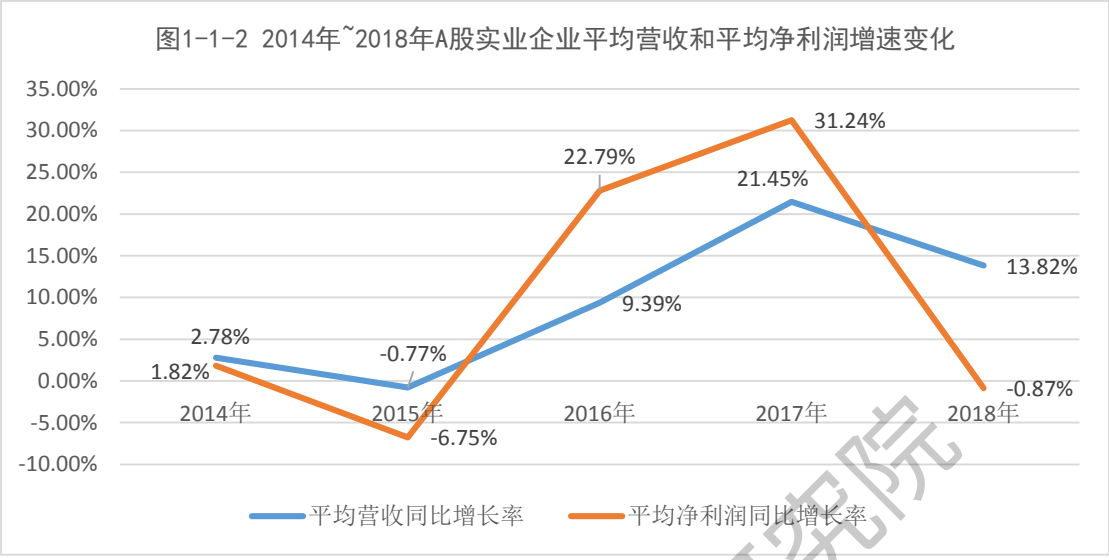
制图：金融界上市公司研究院　数据来源：巨灵财经

如图 1-1-1 所示，2014 年~2018 年，A 股实业企业平均净利润及其增速波动较大。其中，2015 年和 2018 年两年，均出现了下滑。

企业经营发展受多方面因素的影响，净利润的增长变化原因相对复杂。从外部来看，受宏观经济环境、市场变化等多因素影响，从内部来看，与产品质量、品牌知名度、公司治理等多因素

金融界上市公司研究院

有关。表现在财务报表上，直接与营收、成本、费用、资产减值、投资收益、以及营业外收入和支出等相关。

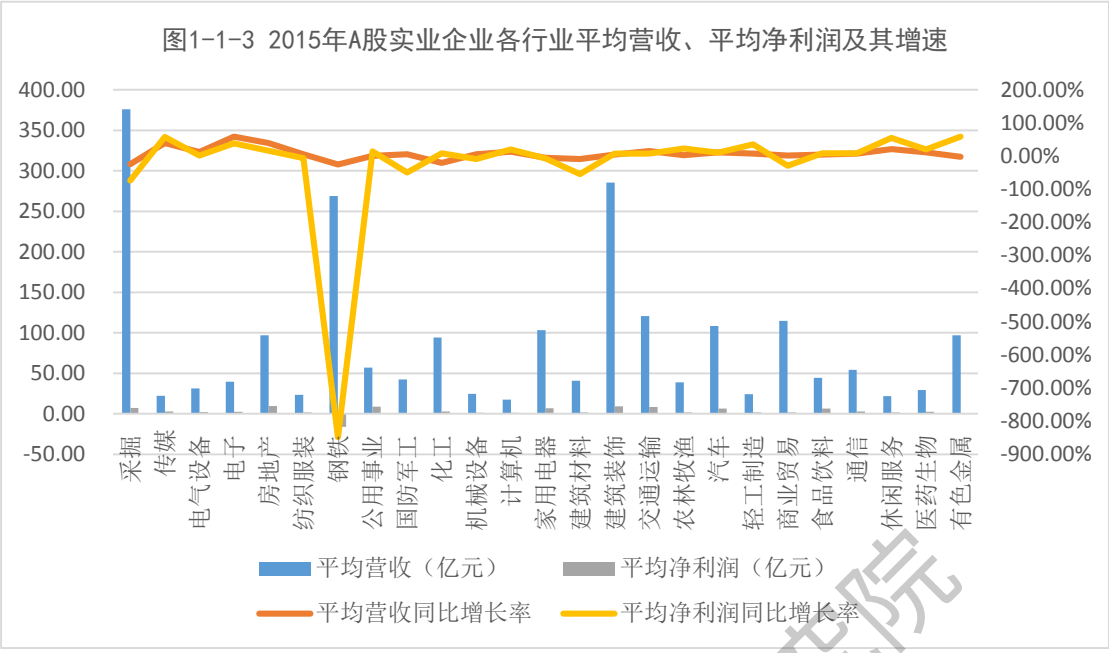


制图：金融界上市公司研究院　数据来源：巨灵财经

对比平均营收增速和平均净利润增速，如图 1-1-2 所示，可以发现，2015 年 A 股实业企业平均营收同比下降 0.77%，平均净利润同比下降 6.75%，平均净利润下滑幅度大于平均营收。而 2018 年，在平均营收同比增长 13.82%的情况下，平均净利润同比下滑 0.87%，二者之间出现倒挂。

分析来看，2015 年，全球经济增速放缓。根据国际货币基金组织数据，2015 年全球 GDP 增长率为 3.1%，较 2014 年下降 0.3 个百分点。与此同时，全球国际贸易负增长，金融市场出现动荡，金融杠杆率居高不下，大宗商品价格持续低迷，尤其是石油价格进一步下降，市场波动加剧。从国内来看，一方面，面对错综复杂的国际经济形势， 2015 年全年实现国内生产总值 67.67 万亿元，同比增长 6.9%，全年货物进出口总额 24.57 万亿元，比上年下降 7.0%；另一方面，杠杆率进一步提高，社科院发布的“中国国家资产负债表 2015”显示，2015 年末非金融企业的杠杆率为 131.2%（不含地方政府融资平台），比 2014 年增加 7 个百分点。整体来说，2015 年，全球市场有效需求不振，经济整体发展动力不足，增长乏力，国内经济下行压力加大，供给侧结构性改革持续推进，部分传统行业、产能过剩行业营收和利润明显承压，经济转型升级和产业结构调整特征明显。

金融界上市公司研究院



制图：金融界上市公司研究院　数据来源：巨灵财经

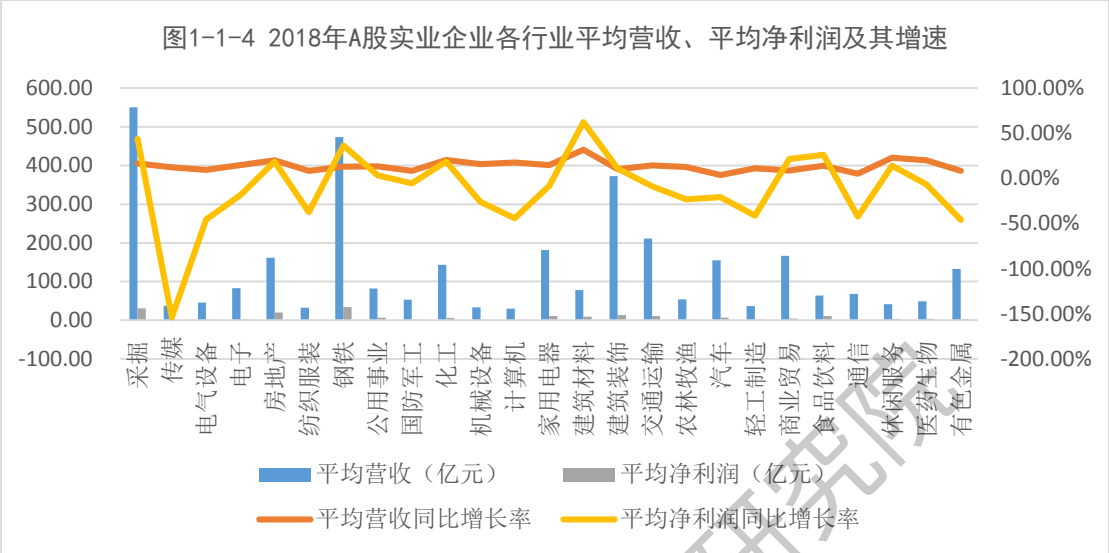
分行业来看，如图 1-1-3 所示，平均净利润下滑的 2015 年，采掘、钢铁、家电等传统行业平均营收和平均净利润双双出现下滑。其中，采掘行业平均营收 376.13 亿元，同比下降 23.91%，平均净利润 7.28 亿元，同比下降 73.58%；钢铁行业受去产能影响，平均营收 268.98 亿元，同比下降 24.84%，平均净利润为-15.96 亿元，相比于上年同期的 2.13 亿元，大幅下降；家用电器行业平均营收 103.17 亿元，同比下降 5.33%，平均净利润 6.93 亿元，同比下降 6.56%。家电作为房地产后周期产业，其营收和净利润下降一定程度上也受到 2014 年房地产市场低迷影响。除了上述营收和净利润均下滑的行业外，单从营收来看，化工、有色金属等行业表现欠佳。其中，化工行业 2015 年平均营收 94.22 亿元，同比下降 20.54%；有色金属行业 2015 年平均营收 96.79 亿元，同比下降 1.62%。单从净利润来看，纺织服装、机械设备、建筑材料、国防军工、商业贸易等行业平均净利润出现下滑。

同样从图 1-1-3 中可以看到，2015 年，电子、计算机等信息产业以及传媒、休闲服务等休闲娱乐行业营收和净利润整体实现较大幅度的增长。其中，电子行业平均营收 39.50 亿元，同比增长 59.34%，平均净利润 2.35 亿元，同比增长 38.51%；计算机行业平均营收 17.50 亿元，同比增长 13.72%，平均净利润 1.31 亿元，同比增长 20.49%；传媒行业平均营收 22.18 亿元，同比增长 39.22%，平均净利润 2.68 亿元，同比增长 57.64%；休闲服务行业平均营收 21.78 亿元，同比增长 21.52%，平均净利润 1.83 亿元，同比增长 55.31%。此外，医药生物行业平均营收和平均净利润分别为 29.22 亿元和 2.65 亿元，同比分别增长 11.62%和 20.04%，增速相对较快。房地产、汽车、食品饮料等与生活相关的基本消费行业营收和净利润均实现不同幅度的增长。

2018 年对实业企业来说，同样是充满挑战的一年。年初以来，美国贸易保护主义加剧，中美贸易摩擦持续升级。从全球来看，主要经济体增长出现分化，欧元区、英国、日本表现欠佳，

金融界上市公司研究院

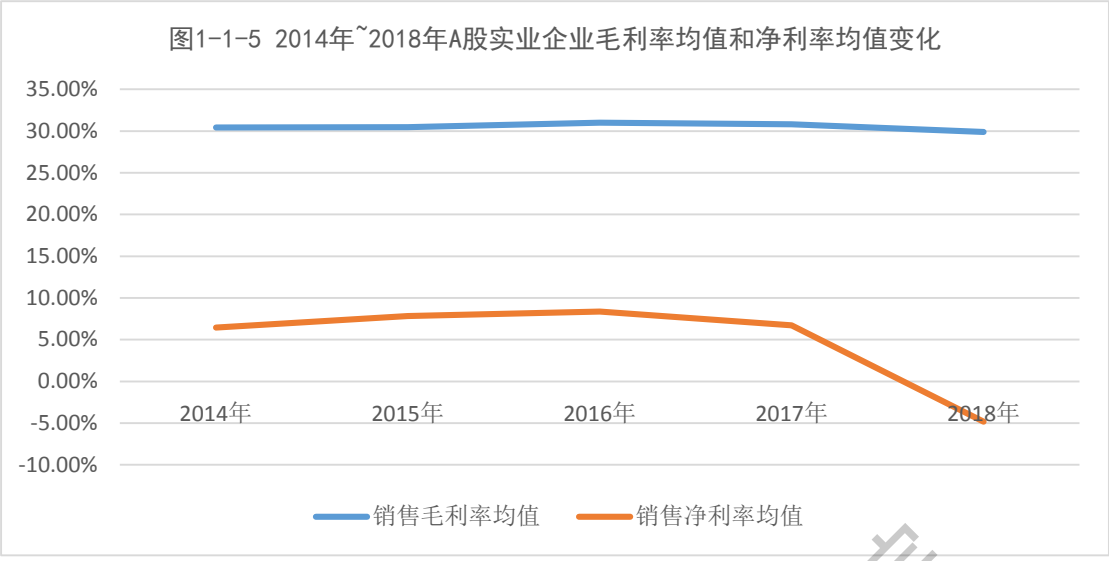
新兴经济体因南美和亚洲部分经济体爆发货币危机和债务危机，增速较预期和2017年有所减弱。从国内来看，供给侧结构性改革深入推进，新旧动能转换加快进行，消费升级态势延续，整体处于转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。



制图：金融界上市公司研究院　数据来源：巨灵财经

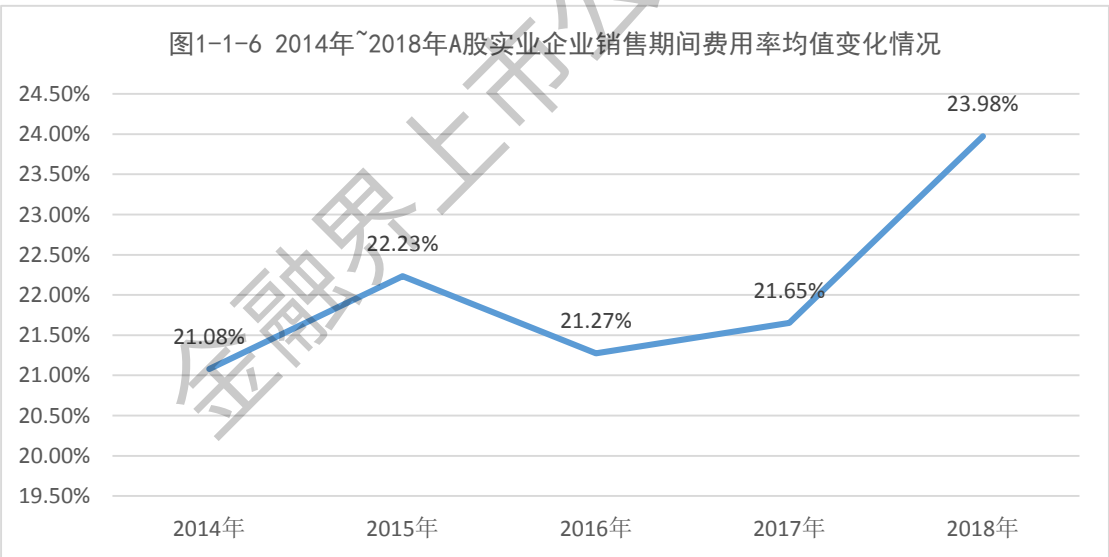
分行业来看，如图 1-1-4 所示，2018 年 A 股实业企业中各行业平均营收均实现不同幅度的增长，增速整体平稳，但包括传媒、电气设、电子、纺织服装、国防军工、机械设备、计算机、家用电器、交通运输、农林牧渔、汽车、轻工制造、通信、医药生物、有色金属在内的 15 个行业平均净利润出现不同程度的下滑。其中，传媒、有色金属、电气设备、计算机、通信、轻工制造等行业平均净利润下滑明显，同比分别下降 153.97%、45.69%、45.39%、44.08%、42.13%和 41.22%；汽车和家用电器平均净利润分别下降 20.69%和 8.36%。采掘、房地产、钢铁、公用事业、化工、建筑材料、建筑装饰、商业贸易、食品饮料、休闲服务行业平均净利润实现不同幅度的增长。其中，全球能源需求稳定，石油和天然气等均价同比上涨，钢铁去产能效果显现，采掘和钢铁行业平均净利润分别同比增长 43.84%和 36.28%；食品饮料和休闲服务行业平均净利润同比分别增长 26.22%和 14.01%。

金融界上市公司研究院



制图：金融界上市公司研究院　数据来源：巨灵财经

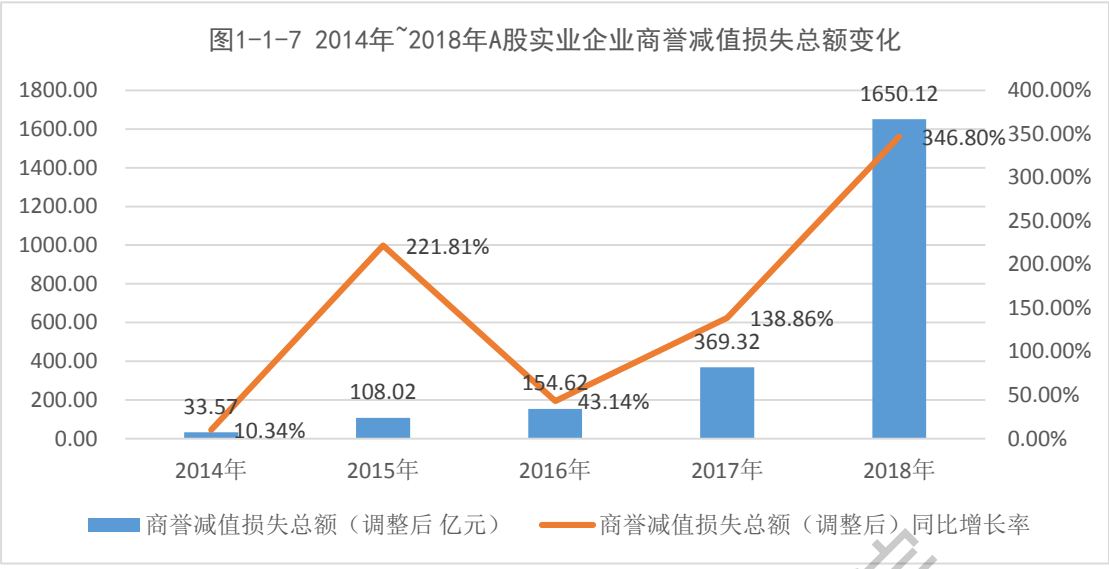
进一步从利润率来看，如图 1-1-5 所示，2014 年~2018 年 A 股实业企业销售毛利率均值整体较为平稳，销售净利率均值在 2014 年~2017 年之间相对较为平稳，但在 2018 年出现了较大幅度的下滑。从财务角度来看，相较于毛利率，净利率不仅受成本影响，还受期间费用、资产减值、公允价值变动等多因素影响。



制图：金融界上市公司研究院　数据来源：巨灵财经

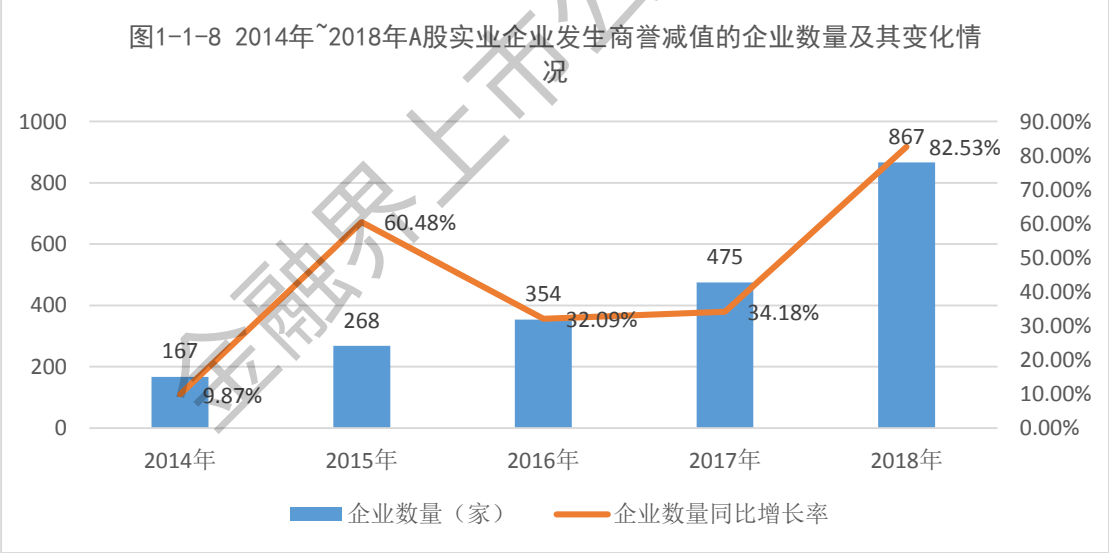
从销售期间费用率来看，如图 1-1-6 所示，2014 年~2018 年，A 股实业企业销售期间费用率均值呈现波动上升的趋势。其中，2018 年较 2017 年增长 2.32 个百分点，是近 5 年中增长最明显的一年。分析来看，除了融资收紧导致的企业融资成本上升外，行业政策变化导致的费用增加也是企业销售期间费用率上涨的原因之一。如部分医药生物企业受“两票制”影响，2018 年销售费用明显增加等。

金融界上市公司研究院



制图：金融界上市公司研究院　数据来源：巨灵财经

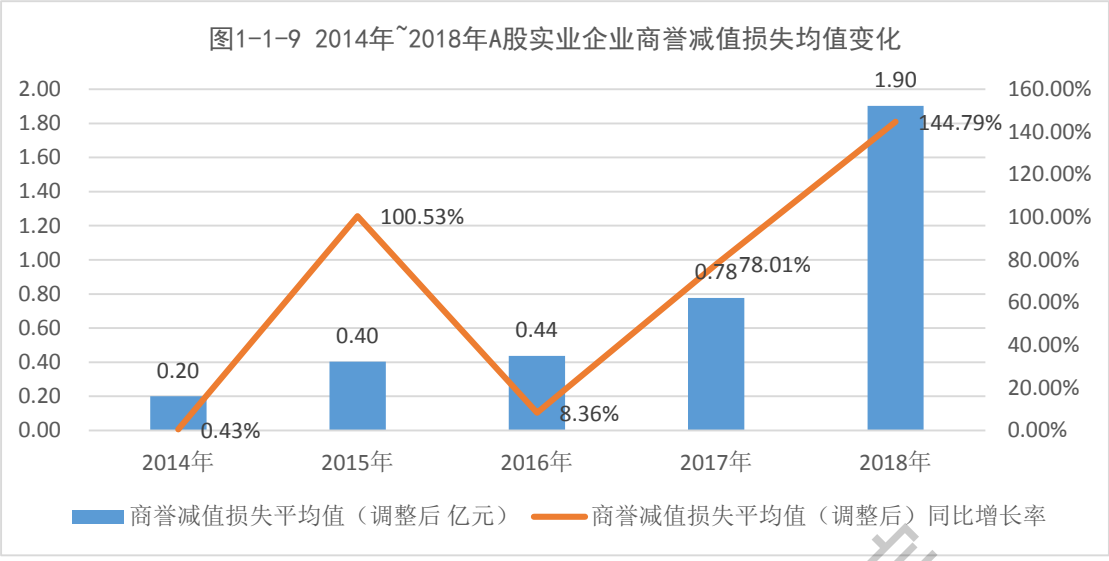
资产减值也是影响 A 股实业企业净利润的一个重要因素。其中，商誉减值变化较为明显。如图 1-1-7 所示，2014 年~2018 年，A 股实业企业商誉减值总额呈现波动上升的趋势。其中，2015 年和 2018 年商誉减值总额分别为 108.02 亿元和 1650.12 亿元，同比分别增长 221.81%和 346.80%，上涨比较明显。



制图：金融界上市公司研究院　数据来源：巨灵财经

考虑到发生商誉减值的实业企业数量变化，如图 1-1-8 所示，2014 年~2018 年，A 股实业企业披露发生商誉减值的企业数量逐年增加，到 2018 年达到 867 家。从企业数量增速来看，同样是 2015 年和 2018 年比较明显，均超过 50%。

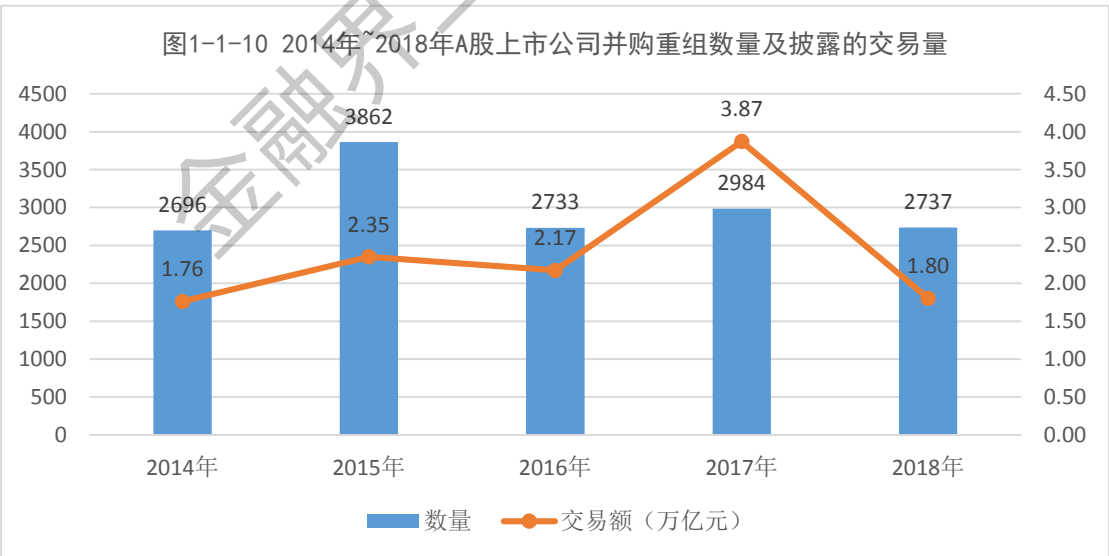
金融界上市公司研究院



制图：金融界上市公司研究院　数据来源：巨灵财经

剔除企业数量增加的影响，从平均值来看，如图 1-1-9 所示，2014 年~2018 年，A 股实业企业（按发生商誉减值损失的企业计）商誉减值平均值逐年增加。其中，2015 年为 0.4 亿元，同比增长 100%，2018 年达到近 2 亿元，较 2017 年增长了近 1.5 倍。

正所谓“无并购，不商誉”。2014 年~2018 年是 A 股上市公司开展并购交易的高峰期。如图 1-1-10 所示，据统计，以买方为 A 股上市公司以及信息的首次披露日计，5 年中 A 股上市公司共发生并购交易 1.5 万起，涉及的交易总额近 12 万亿元人民币。其中，2015 年是并购数量最多的一年。



制图：金融界上市公司研究院　数据来源：上市公司公告

客观来讲，并购是一把双刃剑。一方面，并购重组是企业做大做强的手段，成功的并购可以帮助企业快速扩大规模并提升利润，这从很多跨国企业的发展实践中可见一斑。另一方面，并购

金融界上市公司研究院

不当也会对企业经营造成较大的负面影响，如并购中业绩承诺不能兑现、整合不当造成的管理费用攀升等。在后文中，还将就包括并购在内的其他影响企业增长的因素进行进一步分析。

从上述分析可以发现，2015 年 A 股实业企业净利润下滑主要受需求减弱、费用增加、并购重组导致的商誉减值损失等因素影响。而 2018 年，在营收增长的情况下，净利润下滑，主要受费用增长、并购重组导致的商誉减值损失等因素影响。这其中反映出的内部因素很大程度上是企业成本费用控制和并购“后遗症”的问题。

第二节 净利润连续增长的 A 股实业企业观察

正如本章开头所述，持续增长对企业来说非常困难，从 A 股上市公司的发展实践来看，也是如此。由前文可知，2014 年~2018 年 5 年间，A 股实业企业平均净利润波动较大，其中 2015 年和 2018 年均出现了下滑。可以说，对实业企业而言，这 5 年是利润承压的 5 年。那么，反过来说，如果一家企业在这 5 年中净利润连续增长，一定程度上可以说明其经受住了“考验”。

本节，我们以“2014 年~2018 年 5 年间净利润为正且连续增长，同时最近 4 个季度（2018 年第四季度~2019 年第三季度）净利润和净利润同比增长率均为正”为标准（剔除在 5 年中借壳上市的企业），从上述 A 股实业企业中筛选出 154 家企业（以下简称“**净利润连续增长的 A 股实业企业**”），如下表所示（按证券代码升序排列，排名不分先后）：

表 1-2-1 净利润连续增长的 A 股实业企业

证券代码	证券简称	2014 年净利润（亿元）	2015 年净利润（亿元）	2016 年净利润（亿元）	2017 年净利润（亿元）	2018 年净利润（亿元）
000002.SZ	万科 A	192.88	259.49	283.50	372.08	492.72
000333.SZ	美的集团	116.46	136.25	158.62	186.11	216.50
000498.SZ	山东路桥	3.12	3.78	4.31	5.78	6.77
000538.SZ	云南白药	24.97	27.56	29.31	31.33	32.90
000547.SZ	航天发展	2.29	2.16	2.80	3.09	5.08
000661.SZ	长春高新	4.44	5.39	6.77	9.28	14.63
000682.SZ	东方电子	1.09	1.13	1.48	1.86	2.23
000756.SZ	新华制药	0.68	0.94	1.33	2.21	2.74
000828.SZ	东莞控股	5.99	8.17	8.29	8.89	10.52
000963.SZ	华东医药	9.43	11.52	15.35	18.88	23.95
000967.SZ	盈峰环境	0.69	1.07	2.44	3.53	13.58
002007.SZ	华兰生物	5.39	5.82	7.71	8.04	12.10
002020.SZ	京新药业	1.07	1.66	2.03	2.67	3.71
002025.SZ	航天电器	2.12	2.58	2.92	3.45	4.04
002032.SZ	苏泊尔	7.65	9.87	11.34	13.08	16.69
002060.SZ	粤水电	0.99	1.09	1.36	1.60	2.04
002129.SZ	中环股份	1.32	2.12	4.04	5.91	7.89

金融界上市公司研究院

证券代码	证券简称	2014 年净利润（亿元）	2015 年净利润（亿元）	2016 年净利润（亿元）	2017 年净利润（亿元）	2018 年净利润（亿元）
002179.SZ	中航光电	3.74	6.03	7.76	8.66	10.10
002223.SZ	鱼跃医疗	2.98	3.67	5.02	6.28	7.51
002236.SZ	大华股份	11.44	13.81	18.10	23.77	25.95
002262.SZ	恩华药业	2.21	2.55	3.02	3.75	5.19
002271.SZ	东方雨虹	5.83	7.29	10.26	12.42	15.11
002311.SZ	海大集团	5.51	7.92	8.73	12.26	14.84
002382.SZ	蓝帆医疗	0.62	1.68	1.80	2.02	3.55
002401.SZ	中远海科	0.53	0.58	0.62	0.81	0.90
002402.SZ	和而泰	0.47	0.75	1.21	1.83	2.36
002461.SZ	珠江啤酒	0.70	0.97	1.27	1.98	3.79
002475.SZ	立讯精密	7.39	11.32	11.82	17.48	28.13
002531.SZ	天顺风能	1.75	3.03	4.12	4.77	4.81
002675.SZ	东诚药业	1.08	1.12	2.00	2.65	3.89
002677.SZ	浙江美大	1.38	1.56	2.03	3.05	3.78
002690.SZ	美亚光电	2.51	2.87	3.07	3.63	4.48
002768.SZ	国恩股份	0.63	0.72	1.31	2.06	3.14
002777.SZ	久远银海	0.59	0.63	0.84	1.06	1.32
002788.SZ	鹭燕医药	1.11	1.15	1.17	1.45	1.85
002818.SZ	富森美	3.31	4.53	5.56	6.51	7.35
002821.SZ	凯莱英	1.14	1.70	2.76	3.60	4.06
002831.SZ	裕同科技	5.62	6.59	8.78	9.32	9.79
002832.SZ	比音勒芬	1.08	1.23	1.33	1.80	2.92
002838.SZ	道恩股份	0.49	0.63	0.82	0.96	1.24
002849.SZ	威星智能	0.31	0.35	0.52	0.53	0.78
002851.SZ	麦格米特	0.40	0.65	1.51	1.56	2.58
002853.SZ	皮阿诺	0.64	0.69	0.88	1.03	1.40
002867.SZ	周大生	3.24	3.53	4.27	5.92	8.06
002873.SZ	新天药业	0.33	0.42	0.57	0.66	0.70
002878.SZ	元隆雅图	0.37	0.41	0.48	0.73	0.98
002879.SZ	长缆科技	0.87	1.09	1.15	1.21	1.28
002901.SZ	大博医疗	1.38	1.89	2.22	3.01	3.78
002918.SZ	蒙娜丽莎	0.77	1.16	2.33	3.02	3.62
002923.SZ	润都股份	0.60	0.71	0.87	0.91	1.07
002930.SZ	宏川智慧	0.66	0.81	0.84	0.93	1.03
300015.SZ	爱尔眼科	3.13	4.37	5.67	7.93	10.66
300042.SZ	朗科科技	0.20	0.24	0.44	0.56	0.65
300137.SZ	先河环保	0.72	0.92	1.17	2.00	2.67
300232.SZ	洲明科技	0.80	1.44	1.67	2.88	4.26
300244.SZ	迪安诊断	1.28	1.79	3.38	4.64	5.88
300271.SZ	华宇软件	1.50	2.09	2.74	3.75	4.89

金融界上市公司研究院

证券代码	证券简称	2014 年净利润（亿元）	2015 年净利润（亿元）	2016 年净利润（亿元）	2017 年净利润（亿元）	2018 年净利润（亿元）
300284.SZ	苏交科	2.69	3.39	4.14	5.07	6.44
300294.SZ	博雅生物	1.15	1.67	2.78	3.65	4.85
300326.SZ	凯利泰	0.67	1.50	1.65	1.94	4.60
300357.SZ	我武生物	1.00	1.18	1.29	1.86	2.32
300383.SZ	光环新网	0.95	1.14	3.31	4.44	6.84
300395.SZ	菲利华	0.70	0.84	1.08	1.22	1.62
300396.SZ	迪瑞医疗	1.01	1.20	1.58	2.11	2.40
300406.SZ	九强生物	2.11	2.45	2.72	2.73	3.01
300445.SZ	康斯特	0.35	0.43	0.44	0.53	0.74
300451.SZ	创业慧康	0.48	0.50	0.67	1.69	2.20
300457.SZ	赢合科技	0.51	0.60	1.28	2.26	3.30
300463.SZ	迈克生物	2.26	2.51	3.29	4.08	4.83
300474.SZ	景嘉微	0.82	0.89	1.05	1.19	1.42
300482.SZ	万孚生物	0.98	1.25	1.46	2.25	3.47
300529.SZ	健帆生物	1.60	2.00	2.02	2.84	4.01
300572.SZ	安车检测	0.37	0.42	0.49	0.79	1.25
300577.SZ	开润股份	0.42	0.63	0.81	1.42	1.84
300579.SZ	数字认证	0.44	0.47	0.58	0.83	0.86
300580.SZ	贝斯特	0.76	0.94	1.17	1.40	1.59
300584.SZ	海辰药业	0.34	0.40	0.45	0.66	0.83
300586.SZ	美联新材	0.38	0.41	0.47	0.55	0.63
300587.SZ	天铁股份	0.47	0.67	0.71	0.71	0.83
300595.SZ	欧普康视	0.63	0.88	1.14	1.49	2.10
300596.SZ	利安隆	0.45	0.74	0.91	1.28	1.96
300605.SZ	恒锋信息	0.30	0.35	0.38	0.43	0.54
300607.SZ	拓斯达	0.47	0.62	0.78	1.37	1.70
300623.SZ	捷捷微电	0.77	0.81	1.16	1.44	1.66
300628.SZ	亿联网络	1.51	2.48	4.32	5.91	8.51
300630.SZ	普利制药	0.37	0.51	0.70	0.98	1.81
300638.SZ	广和通	0.25	0.35	0.40	0.44	0.87
300639.SZ	凯普生物	0.63	0.64	0.75	0.92	1.07
300642.SZ	透景生命	0.36	0.66	0.98	1.27	1.42
300692.SZ	中环环保	0.33	0.35	0.50	0.54	0.64
300715.SZ	凯伦股份	0.18	0.29	0.40	0.45	0.65
300723.SZ	一品红	0.39	0.60	1.36	1.55	2.08
300724.SZ	捷佳伟创	0.33	0.40	1.18	2.54	3.06
300735.SZ	光弘科技	0.69	0.95	1.55	1.74	2.74
600009.SH	上海机场	22.50	26.84	29.66	38.57	44.31
600038.SH	中直股份	3.32	4.37	4.40	4.55	5.10
600048.SH	保利地产	142.31	168.28	170.73	196.77	261.49

金融界上市公司研究院

证券代码	证券简称	2014 年净利润（亿元）	2015 年净利润（亿元）	2016 年净利润（亿元）	2017 年净利润（亿元）	2018 年净利润（亿元）
600276.SH	恒瑞医药	15.73	22.24	26.34	32.93	40.61
600325.SH	华发股份	6.29	6.89	14.28	17.78	24.02
600337.SH	美克家居	2.34	3.01	3.31	3.65	4.45
600340.SH	华夏幸福	38.01	49.87	61.68	88.07	118.03
600373.SH	中文传媒	9.03	11.62	12.81	14.52	16.26
600388.SH	龙净环保	4.67	5.61	6.71	7.28	8.05
600436.SH	片仔癀	4.38	4.63	5.07	7.80	11.29
600511.SH	国药股份	4.98	5.32	5.64	13.39	15.93
600519.SH	贵州茅台	162.69	164.55	179.31	290.06	378.30
600529.SH	山东药玻	1.24	1.45	1.89	2.63	3.58
600557.SH	康缘药业	3.23	3.65	3.76	3.78	4.38
600713.SH	南京医药	1.52	1.93	2.39	3.11	3.46
600750.SH	江中药业	2.67	3.68	3.80	4.18	4.70
600763.SH	通策医疗	1.14	1.94	1.33	2.27	3.59
600820.SH	隧道股份	14.15	15.04	16.77	18.33	19.98
600845.SH	宝信软件	3.25	3.31	3.65	4.61	7.13
600887.SH	伊利股份	41.67	46.54	56.69	60.03	64.52
601390.SH	中国中铁	106.76	117.86	127.03	142.04	174.36
601611.SH	中国核建	7.33	9.13	9.31	10.03	11.22
601618.SH	中国中冶	43.41	49.49	59.70	67.12	75.71
601668.SH	中国建筑	331.77	359.43	411.72	466.49	553.50
601677.SH	明泰铝业	1.91	1.93	2.88	3.68	5.28
601811.SH	新华文轩	6.12	6.15	6.30	9.16	9.27
601858.SH	中国科传	2.29	2.56	2.85	3.60	4.26
603019.SH	中科曙光	1.18	1.80	2.40	3.27	4.68
603030.SH	全筑股份	0.77	0.82	0.91	1.71	2.87
603127.SH	昭衍新药	0.49	0.49	0.52	0.76	1.08
603180.SH	金牌厨柜	0.39	0.47	0.96	1.67	2.10
603199.SH	九华旅游	0.66	0.71	0.74	0.83	0.92
603203.SH	快克股份	0.74	0.82	1.03	1.32	1.57
603214.SH	爱婴室	0.48	0.66	0.82	1.05	1.31
603233.SH	大参林	3.08	4.22	4.29	4.75	5.26
603288.SH	海天味业	20.90	25.10	28.43	35.31	43.67
603365.SH	水星家纺	1.19	1.35	1.98	2.57	2.85
603368.SH	柳药股份	1.77	2.26	3.44	4.28	5.68
603416.SH	信捷电气	0.76	0.81	1.00	1.24	1.49
603429.SH	集友股份	0.39	0.47	0.53	0.99	1.17
603466.SH	风语筑	0.65	0.66	1.13	1.66	2.11
603517.SH	绝味食品	2.36	3.01	3.80	4.97	6.31
603519.SH	立霸股份	0.55	0.64	0.73	0.83	0.91

金融界上市公司研究院

证券代码	证券简称	2014 年净利润（亿元）	2015 年净利润（亿元）	2016 年净利润（亿元）	2017 年净利润（亿元）	2018 年净利润（亿元）
603520.SH	司太立	0.67	0.73	0.76	0.81	0.96
603558.SH	健盛集团	0.77	1.01	1.04	1.32	2.06
603568.SH	伟明环保	2.23	2.91	3.29	5.07	7.38
603583.SH	捷昌驱动	0.40	0.99	1.29	1.58	2.54
603607.SH	京华激光	0.62	0.65	0.68	0.83	0.96
603658.SH	安图生物	2.08	2.78	3.50	4.50	5.75
603659.SH	璞泰来	0.45	1.33	3.54	4.52	6.01
603678.SH	火炬电子	1.37	1.53	1.91	2.29	3.36
603708.SH	家家悦	2.28	2.47	2.51	3.11	4.25
603737.SH	三棵树	1.03	1.16	1.34	1.76	2.22
603811.SH	诚意药业	0.54	0.58	0.68	0.69	0.97
603833.SH	欧派家居	3.85	4.83	9.43	12.99	15.72
603871.SH	嘉友国际	0.57	1.02	1.45	2.06	2.70
603883.SH	老百姓	2.38	2.78	3.42	3.97	5.04
603899.SH	晨光文具	3.29	4.07	4.81	6.27	8.08
603939.SH	益丰药房	1.42	1.78	2.28	3.17	4.42
603987.SH	康德莱	0.73	1.11	1.21	1.43	1.80

制表：金融界上市公司研究院 数据来源：巨灵财经

从数量上来看，净利润连续增长的 A 股实业企业仅有 154 家，在 A 股实业企业中所占比例仅为 4.5%。这一方面证实了企业实现连续增长的困难程度，另一方面也为我们观察和研究企业增长提供了一个样本池。

考虑到稳健的经营是企业利润持续增长的动力源泉，我们进一步从扣非净利润的角度，参照上述连续增长的逻辑，以“2014 年~2018 年 5 年间扣非净利润为正且连续增长，同时最近 4 个季度（2018 年第四季度~2019 年第三季度）扣非净利润和及其同比增长率均为正”为标准（剔除在 5 年中借壳上市的企业），在 A 股实业企业中，筛选出 128 家企业（以下简称**“扣非净利润连续增长的 A 股实业企业”**），如下表所示（按证券代码升序排列，排名不分先后）：

表 1-2-2 扣非净利润连续增长的 A 股实业企业

证券代码	证券简称	2014 年扣非净利润（亿元）	2015 年扣非净利润（亿元）	2016 年扣非净利润（亿元）	2017 年扣非净利润（亿元）	2018 年扣非净利润（亿元）
000002.SZ	万科 A	155.77	176.16	209.29	272.80	334.90
000028.SZ	国药一致	6.11	7.15	8.34	10.35	11.76
000333.SZ	美的集团	94.77	109.11	134.93	156.14	200.58
000513.SZ	丽珠集团	4.63	5.38	6.82	8.20	9.47
000661.SZ	长春高新	3.24	3.77	4.66	6.43	10.01
000682.SZ	东方电子	0.31	0.36	0.45	0.54	1.39

金融界上市公司研究院

证券代码	证券简称	2014 年扣非净利润（亿元）	2015 年扣非净利润（亿元）	2016 年扣非净利润（亿元）	2017 年扣非净利润（亿元）	2018 年扣非净利润（亿元）
000963.SZ	华东医药	7.38	10.65	14.11	17.40	22.36
002007.SZ	华兰生物	4.47	5.07	6.79	7.61	10.02
002032.SZ	苏泊尔	6.63	8.30	9.81	11.89	15.13
002060.SZ	粤水电	0.98	1.09	1.22	1.57	1.97
002080.SZ	中材科技	1.39	2.64	2.65	7.44	9.35
002179.SZ	中航光电	3.32	5.56	6.90	7.73	8.85
002223.SZ	鱼跃医疗	2.67	3.51	4.89	5.13	6.42
002262.SZ	恩华药业	2.22	2.53	2.99	3.56	4.98
002271.SZ	东方雨虹	5.53	6.27	9.56	11.41	13.23
002311.SZ	海大集团	5.15	7.30	8.16	11.63	13.95
002402.SZ	和而泰	0.41	0.59	1.05	1.48	2.13
002462.SZ	嘉事堂	1.22	1.72	2.21	2.64	3.24
002475.SZ	立讯精密	6.02	10.10	10.72	14.37	25.54
002677.SZ	浙江美大	1.10	1.29	1.90	2.77	3.69
002690.SZ	美亚光电	2.22	2.48	2.64	3.25	3.83
002727.SZ	一心堂	2.97	3.30	3.37	3.89	5.08
002768.SZ	国恩股份	0.61	0.70	1.14	2.00	2.97
002777.SZ	久远银海	0.52	0.54	0.69	0.86	0.99
002832.SZ	比音勒芬	1.06	1.21	1.29	1.72	2.72
002838.SZ	道恩股份	0.43	0.56	0.75	0.83	1.12
002841.SZ	视源股份	2.18	3.34	6.04	6.91	9.41
002851.SZ	麦格米特	0.22	0.48	0.94	1.01	1.74
002867.SZ	周大生	3.18	3.34	4.14	5.67	7.52
002878.SZ	元隆雅图	0.35	0.39	0.48	0.67	0.83
002901.SZ	大博医疗	1.35	1.78	2.01	2.62	3.25
002907.SZ	华森制药	0.47	0.62	0.79	0.90	1.11
002918.SZ	蒙娜丽莎	0.72	1.26	2.15	2.85	3.26
002930.SZ	宏川智慧	0.43	0.73	0.75	0.90	0.98
300015.SZ	爱尔眼科	3.16	4.60	5.47	7.76	10.79
300137.SZ	先河环保	0.57	0.78	0.94	1.77	2.51
300232.SZ	洲明科技	0.52	0.94	1.56	2.54	4.03
300271.SZ	华宇软件	1.44	2.04	2.65	3.75	4.56
300284.SZ	苏交科	2.44	2.96	3.47	4.29	5.22
300294.SZ	博雅生物	0.99	1.25	2.68	3.37	4.44
300357.SZ	我武生物	0.93	1.13	1.30	1.77	2.25
300396.SZ	迪瑞医疗	0.90	1.00	1.11	1.44	1.85
300406.SZ	九强生物	2.04	2.41	2.67	2.73	2.87
300416.SZ	苏试试验	0.36	0.44	0.50	0.55	0.61
300422.SZ	博世科	0.27	0.36	0.53	1.24	2.36

金融界上市公司研究院

证券代码	证券简称	2014 年扣非净利润（亿元）	2015 年扣非净利润（亿元）	2016 年扣非净利润（亿元）	2017 年扣非净利润（亿元）	2018 年扣非净利润（亿元）
300445.SZ	康斯特	0.32	0.41	0.43	0.51	0.70
300448.SZ	浩云科技	0.55	0.64	0.80	1.06	1.30
300450.SZ	先导智能	0.63	1.38	2.86	5.14	8.21
300451.SZ	创业慧康	0.41	0.47	0.52	1.54	2.00
300463.SZ	迈克生物	2.33	2.43	2.84	3.65	4.36
300474.SZ	景嘉微	0.80	0.86	0.96	1.07	1.37
300482.SZ	万孚生物	0.76	1.02	1.23	1.79	2.68
300529.SZ	健帆生物	1.46	1.94	1.94	2.45	3.52
300572.SZ	安车检测	0.35	0.40	0.47	0.72	1.11
300577.SZ	开润股份	0.34	0.57	0.79	1.10	1.53
300580.SZ	贝斯特	0.73	0.83	1.05	1.19	1.45
300584.SZ	海辰药业	0.34	0.39	0.45	0.61	0.82
300586.SZ	美联新材	0.37	0.39	0.45	0.47	0.60
300595.SZ	欧普康视	0.57	0.80	1.04	1.35	1.90
300596.SZ	利安隆	0.43	0.71	0.87	1.25	1.86
300605.SZ	恒锋信息	0.30	0.34	0.36	0.41	0.51
300607.SZ	拓斯达	0.46	0.59	0.62	1.26	1.56
300609.SZ	汇纳科技	0.30	0.35	0.45	0.55	0.58
300623.SZ	捷捷微电	0.74	0.79	1.13	1.39	1.53
300628.SZ	亿联网络	1.48	2.38	4.20	5.49	7.48
300630.SZ	普利制药	0.31	0.46	0.61	0.87	1.71
300638.SZ	广和通	0.32	0.35	0.36	0.40	0.75
300639.SZ	凯普生物	0.62	0.63	0.72	0.83	0.99
300642.SZ	透景生命	0.34	0.61	0.94	1.17	1.21
300653.SZ	正海生物	0.29	0.37	0.41	0.56	0.83
300662.SZ	科锐国际	0.43	0.44	0.51	0.70	1.08
300667.SZ	必创科技	0.17	0.22	0.32	0.40	0.42
300715.SZ	凯伦股份	0.16	0.25	0.39	0.44	0.60
300723.SZ	一品红	0.39	0.84	1.19	1.46	1.74
300724.SZ	捷佳伟创	0.27	0.37	1.10	2.45	2.82
300725.SZ	药石科技	0.21	0.38	0.47	0.66	1.18
300735.SZ	光弘科技	0.59	0.90	1.64	1.66	2.38
600009.SH	上海机场	20.95	24.90	28.05	36.85	42.35
600048.SH	保利地产	120.13	122.34	122.58	154.39	180.50
600170.SH	上海建工	14.08	14.42	16.60	19.14	24.48
600276.SH	恒瑞医药	14.97	21.71	25.90	31.01	38.03
600285.SH	羚锐制药	0.69	1.21	1.59	2.01	2.43
600305.SH	恒顺醋业	0.67	1.13	1.57	1.81	2.19
600323.SH	瀚蓝环境	2.42	3.74	4.93	5.95	7.22

金融界上市公司研究院

证券代码	证券简称	2014 年扣非净利润（亿元）	2015 年扣非净利润（亿元）	2016 年扣非净利润（亿元）	2017 年扣非净利润（亿元）	2018 年扣非净利润（亿元）
600329.SH	中新药业	3.43	3.44	3.47	4.10	5.45
600340.SH	华夏幸福	34.79	45.40	59.99	82.72	105.86
600388.SH	龙净环保	3.80	5.19	5.27	6.58	7.03
600452.SH	涪陵电力	0.42	0.77	1.49	2.25	3.27
600461.SH	洪城水业	1.31	1.72	1.88	2.42	3.25
600511.SH	国药股份	4.70	4.89	5.39	10.17	12.64
600513.SH	联环药业	0.44	0.49	0.62	0.65	0.73
600519.SH	贵州茅台	155.21	156.17	169.55	272.24	355.85
600529.SH	山东药玻	1.26	1.47	2.02	2.45	3.43
600763.SH	通策医疗	0.99	1.26	1.33	2.13	3.27
600820.SH	隧道股份	11.05	13.18	15.09	16.59	18.49
600887.SH	伊利股份	37.68	40.18	45.27	53.28	58.78
600993.SH	马应龙	1.82	1.93	2.19	2.45	2.84
600998.SH	九州通	4.50	5.77	8.26	10.10	12.28
601000.SH	唐山港	10.74	12.07	13.38	15.39	15.88
601799.SH	星宇股份	2.41	2.53	3.00	4.08	5.44
601858.SH	中国科传	2.06	2.35	2.55	3.47	4.03
603199.SH	九华旅游	0.65	0.72	0.75	0.81	0.85
603203.SH	快克股份	0.65	0.72	0.99	1.16	1.35
603208.SH	江山欧派	0.50	0.87	1.02	1.03	1.23
603233.SH	大参林	2.57	3.92	4.39	4.73	5.09
603288.SH	海天味业	20.08	24.39	27.68	33.84	41.24
603338.SH	浙江鼎力	0.90	1.13	1.66	2.71	4.28
603368.SH	柳药股份	1.74	2.05	3.18	4.02	5.29
603387.SH	基蛋生物	0.81	1.01	1.28	1.73	2.13
603429.SH	集友股份	0.33	0.44	0.51	0.67	1.08
603466.SH	风语筑	0.56	0.71	1.04	1.54	2.01
603517.SH	绝味食品	2.17	2.87	3.72	4.88	6.21
603519.SH	立霸股份	0.54	0.60	0.65	0.82	0.89
603568.SH	伟明环保	2.51	2.84	3.18	4.92	7.30
603583.SH	捷昌驱动	0.38	0.96	1.33	1.53	2.50
603589.SH	口子窖	4.18	6.05	7.63	10.76	14.69
603658.SH	安图生物	1.99	2.66	3.35	4.14	5.35
603659.SH	璞泰来	0.32	1.22	3.11	4.26	4.95
603678.SH	火炬电子	1.28	1.43	1.85	2.06	3.07
603708.SH	家家悦	2.17	2.28	2.36	3.01	3.82
603811.SH	诚意药业	0.52	0.54	0.65	0.65	0.95
603833.SH	欧派家居	3.70	4.55	9.04	11.95	14.97
603866.SH	桃李面包	2.70	3.40	4.21	5.06	6.17

金融界上市公司研究院

证券代码	证券简称	2014 年扣非净利润（亿元）	2015 年扣非净利润（亿元）	2016 年扣非净利润（亿元）	2017 年扣非净利润（亿元）	2018 年扣非净利润（亿元）
603871.SH	嘉友国际	0.58	1.00	1.46	2.03	2.48
603883.SH	老百姓	1.95	2.33	2.85	3.46	4.16
603899.SH	晨光文具	3.09	3.84	4.34	5.45	7.49
603939.SH	益丰药房	1.36	1.71	2.17	3.09	3.82
603987.SH	康德莱	0.52	0.87	0.95	1.07	1.34

制表：金融界上市公司研究院 数据来源：巨灵财经

从上述名单来看，扣非净利润连续增长的 A 股实业企业共 128 家，在 A 股实业企业中占比为 3.74%，相比于净利润连续增长的 A 股实业企业，数量进一步减少，在实业企业中占比进一步降低。

结合表 1-2-1 和表 1-2-2 来看，可以发现，两者并不完全重合。也就是说，净利润连续增长的 A 股实业企业，其扣非净利润不一定连续增长，扣非净利润连续增长的 A 股实业企业，其净利润也不一定连续增长。

客观来讲，经营收益与非经常性损益都是企业的利润。企业正常处理闲置资产或不符合企业战略发展的股权并从中获得收益、部分受政策鼓励发展的行业中企业在培育期接受政府“输血”等实属正常。不过，从 A 股上市公司的实际情况来看，不排除部分企业将非经常性损益作为调节利润的方式，比如有的企业不止一次通过政府补贴、处置资产等方式实现“扭亏”。此外，也有的实业企业本身经营并无问题，却因资本市场短期投资失败等原因导致大幅亏损。

为了排除以上因素的干扰，我们进一步以“2014 年~2018 年 5 年间净利润和扣非净利润均为正且连续增长，并且最近 4 个季度（2018 年第四季度~2019 年第三季度）净利润和扣非净利润及其同比增长率均为正”为标准，筛选出 96 家净利润和扣非净利润均连续增长的 A 股实业企业（以下简称“**连续增长企业**”），并观察其基本特征。

表 1-2-3 连续增长企业及其规模排名（以证券代码升序排列，排名不分先后）

证券代码	证券简称	2018 年末总资产（亿元）	总资产 A 股实业企业排名	2018 年总营收（亿元）	总营收 A 股实业企业排名	2018 年净利润（亿元）	净利润 A 股实业企业排名	截至 2019 年 10 月 31 日总市值（亿元）	总市值 A 股实业企业排名
000002.SZ	万科 A	15286.63	4	2976.79	12	492.72	5	2998.46	12
000333.SZ	美的集团	2637.01	31	2618.20	18	216.50	13	3851.09	7
000661.SZ	长春高新	94.13	890	53.75	864	14.63	258	774.37	78
000682.SZ	东方电子	51.55	1425	30.42	1316	2.23	1249	64.62	1238
000963.SZ	华东医药	192.17	478	306.63	191	23.95	163	456.70	145

金融界上市公司研究院

证券代码	证券简称	2018年末总资产（亿元）	总资产A股实业企业排名	2018年总营收（亿元）	总营收A股实业企业排名	2018年净利润（亿元）	净利润A股实业企业排名	截至2019年10月31日总市值（亿元）	总市值A股实业企业排名
002007.SZ	华兰生物	64.93	1216	32.17	1259	12.10	310	505.80	127
002032.SZ	苏泊尔	106.33	797	178.51	316	16.69	223	612.80	95
002060.SZ	粤水电	202.51	455	83.08	627	2.04	1316	36.19	2097
002179.SZ	中航光电	132.86	659	78.16	660	10.10	378	423.21	155
002223.SZ	鱼跃医疗	69.11	1152	41.83	1032	7.51	518	215.83	357
002262.SZ	恩华药业	40.30	1685	38.58	1093	5.19	698	114.89	690
002271.SZ	东方雨虹	196.52	470	140.46	387	15.11	246	349.89	191
002311.SZ	海大集团	173.66	526	421.57	136	14.84	254	536.86	113
002402.SZ	和而泰	36.19	1805	26.71	1441	2.36	1212	101.20	801
002475.SZ	立讯精密	364.41	252	358.50	167	28.13	136	1701.52	25
002677.SZ	浙江美大	17.81	2579	14.01	2063	3.78	900	85.41	947
002690.SZ	美亚光电	27.12	2143	12.40	2191	4.48	775	246.60	303
002768.SZ	国恩股份	36.57	1791	37.24	1129	3.14	1006	64.80	1234
002777.SZ	久远银海	19.57	2489	8.64	2553	1.32	1654	80.08	1017
002832.SZ	比音勒芬	21.19	2403	14.76	2011	2.92	1055	77.69	1043
002838.SZ	道恩股份	17.32	2604	13.63	2100	1.24	1717	49.19	1602
002851.SZ	麦格米特	31.82	1943	23.94	1545	2.58	1145	91.83	883
002867.SZ	周大生	58.87	1300	48.70	939	8.06	482	131.42	617
002878.SZ	元隆雅图	10.06	3062	10.52	2339	0.98	1928	31.95	2327
002901.SZ	大博医疗	16.65	2638	7.72	2640	3.78	897	221.87	349
002918.SZ	蒙娜丽莎	43.63	1617	32.08	1263	3.62	924	57.55	1379
002930.SZ	宏川智慧	28.80	2059	3.98	3107	1.03	1891	59.29	1340
300015.SZ	爱尔眼科	96.27	878	80.09	644	10.66	356	1225.49	42
300137.SZ	先河环保	24.71	2247	13.74	2088	2.67	1120	41.16	1865
300232.SZ	洲明科技	64.18	1227	45.24	985	4.26	808	81.93	989
300271.SZ	华宇软件	58.31	1311	27.09	1430	4.89	725	178.47	444
300284.SZ	苏交科	122.54	704	70.30	718	6.44	592	80.63	1008
300294.SZ	博雅生物	50.73	1445	24.51	1516	4.85	729	141.13	558
300357.SZ	我武生物	10.58	3021	5.01	2973	2.32	1219	240.85	316
300396.SZ	迪瑞医疗	19.89	2471	9.33	2478	2.40	1201	45.27	1719
300406.SZ	九强生物	18.65	2542	7.74	2639	3.01	1041	82.29	981
300445.SZ	康斯特	5.93	3326	2.41	3285	0.74	2147	23.18	2854
300451.SZ	创业慧康	30.79	1991	12.90	2152	2.20	1261	131.58	616
300463.SZ	迈克生物	45.56	1574	26.85	1438	4.83	733	146.40	537
300474.SZ	景嘉微	24.09	2275	3.97	3110	1.42	1591	165.25	476
300482.SZ	万孚生物	26.91	2150	16.50	1896	3.47	947	169.84	466
300529.SZ	健帆生物	20.52	2440	10.17	2381	4.01	862	293.11	241

金融界上市公司研究院

证券代码	证券简称	2018年末总资产（亿元）	总资产A股实业企业排名	2018年总营收（亿元）	总营收A股实业企业排名	2018年净利润（亿元）	净利润A股实业企业排名	截至2019年10月31日总市值（亿元）	总市值A股实业企业排名
300572.SZ	安车检测	11.20	2976	5.28	2936	1.25	1711	90.63	897
300577.SZ	开润股份	14.10	2787	20.48	1691	1.84	1403	65.89	1210
300580.SZ	贝斯特	16.96	2622	7.45	2684	1.59	1507	28.94	2492
300584.SZ	海辰药业	7.94	3211	7.12	2716	0.83	2064	33.71	2226
300586.SZ	美联新材	9.42	3108	5.84	2861	0.63	2257	32.74	2289
300595.SZ	欧普康视	12.28	2901	4.58	3028	2.10	1290	206.58	379
300596.SZ	利安隆	20.17	2453	14.88	2003	1.96	1353	75.63	1064
300605.SZ	恒锋信息	8.29	3178	5.25	2944	0.54	2357	21.84	2945
300607.SZ	拓斯达	17.08	2615	11.98	2218	1.70	1461	52.88	1505
300623.SZ	捷捷微电	15.61	2697	5.37	2922	1.66	1479	56.72	1400
300628.SZ	亿联网络	37.50	1768	18.15	1806	8.51	457	434.15	149
300630.SZ	普利制药	11.09	2984	6.24	2813	1.81	1413	162.39	488
300638.SZ	广和通	10.03	3063	12.49	2184	0.87	2026	69.30	1164
300639.SZ	凯普生物	11.88	2930	5.80	2866	1.07	1855	50.48	1570
300642.SZ	透景生命	11.03	2986	3.65	3149	1.42	1598	41.60	1853
300715.SZ	凯伦股份	9.10	3130	6.19	2819	0.65	2236	29.66	2457
300723.SZ	一品红	17.81	2578	14.30	2043	2.08	1302	61.33	1298
300724.SZ	捷佳伟创	44.44	1596	14.93	1999	3.06	1029	107.20	747
300735.SZ	光弘科技	21.29	2390	15.98	1935	2.74	1100	118.64	671
600009.SH	上海机场	309.29	301	93.13	567	44.31	73	1469.31	32
600048.SH	保利地产	8464.94	9	1945.55	25	261.49	10	1719.27	24
600167.SH	联美控股	110.02	771	30.37	1318	13.49	281	258.33	288
600276.SH	恒瑞医药	223.61	408	174.18	322	40.61	85	4019.45	5
600340.SH	华夏幸福	4097.12	17	837.99	63	118.03	27	858.80	64
600388.SH	龙净环保	188.54	489	94.02	562	8.05	483	106.91	749
600511.SH	国药股份	215.10	428	387.40	155	15.93	231	189.23	414
600519.SH	贵州茅台	1598.47	61	771.99	72	378.30	7	14823.26	1
600529.SH	山东药玻	46.24	1549	25.85	1468	3.58	929	150.53	526
600763.SH	通策医疗	21.33	2387	15.46	1970	3.59	928	318.72	214
600820.SH	隧道股份	779.70	116	372.66	161	19.98	198	182.99	430
600887.SH	伊利股份	476.06	197	795.53	70	64.52	49	1768.17	21
601858.SH	中国科传	49.50	1474	22.25	1613	4.26	811	88.54	916
603199.SH	九华旅游	13.09	2851	4.85	2996	0.92	1977	26.85	2617
603203.SH	快克股份	10.39	3037	4.32	3051	1.57	1515	33.24	2257
603233.SH	大参林	65.37	1210	88.59	589	5.26	694	287.20	249
603288.SH	海天味业	201.44	458	170.34	330	43.67	76	3015.77	11
603368.SH	柳药股份	97.73	859	117.15	462	5.68	654	91.71	884

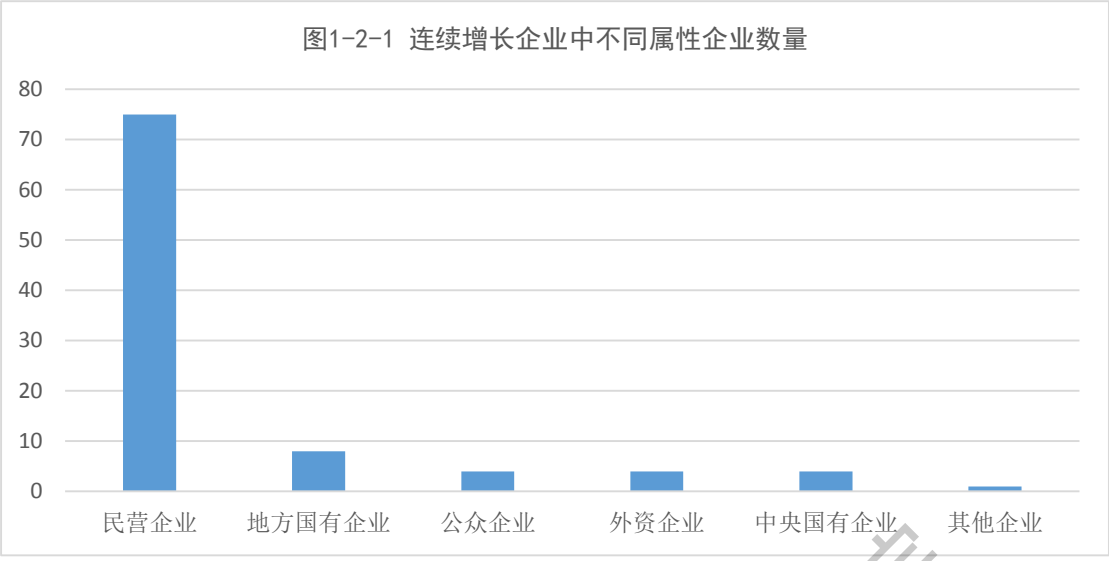
金融界上市公司研究院

证券代码	证券简称	2018 年末总资产（亿元）	总资产 A 股实业企业排名	2018 年总营收（亿元）	总营收 A 股实业企业排名	2018 年净利润（亿元）	净利润 A 股实业企业排名	截至 2019 年 10 月 31 日总市值（亿元）	总市值 A 股实业企业排名
603429.SH	集友股份	10.30	3042	4.58	3029	1.17	1766	89.02	910
603466.SH	风语筑	34.37	1862	17.08	1856	2.11	1286	49.63	1590
603517.SH	绝味食品	38.21	1742	43.68	1007	6.31	599	263.90	278
603519.SH	立霸股份	9.47	3102	12.83	2162	0.91	1987	35.09	2145
603568.SH	伟明环保	57.39	1325	15.47	1968	7.38	530	203.88	387
603583.SH	捷昌驱动	19.17	2508	11.16	2284	2.54	1154	63.21	1260
603658.SH	安图生物	26.57	2161	19.30	1750	5.75	642	424.70	153
603659.SH	璞泰来	66.60	1182	33.11	1232	6.01	624	233.94	327
603678.SH	火炬电子	37.56	1763	20.24	1705	3.36	964	94.11	855
603708.SH	家家悦	71.55	1115	127.31	430	4.25	813	155.69	511
603811.SH	诚意药业	8.16	3195	5.46	2915	0.97	1939	34.01	2202
603833.SH	欧派家居	111.21	762	115.09	472	15.72	235	463.87	139
603871.SH	嘉友国际	21.40	2380	41.01	1049	2.70	1116	47.56	1655
603883.SH	老百姓	84.85	967	94.71	559	5.04	715	195.46	401
603899.SH	晨光文具	56.78	1335	85.35	613	8.08	481	460.00	143
603939.SH	益丰药房	78.68	1038	69.13	723	4.42	784	321.74	210
603987.SH	康德莱	21.74	2360	14.50	2028	1.80	1420	36.57	2082

制表：金融界上市公司研究院 数据来源：巨灵财经

如表 1-2-3 所示，直观地来看，96 家连续增长企业中，包括万科 A、美的集团、恒瑞医药、贵州茅台等行业龙头，其资产规模、营收和净利润规模以及市值规模在整个 A 股实业企业中排名均较为靠前；包括爱尔眼科、通策医疗、美亚光电等细分行业龙头，这些企业资产、营收、利润和市值规模在细分领域具有优势；同时，也包括康斯特、凯伦股份、美联新材等规模相对较小的企业，这些企业规模在 A 股实业企业中相对来说并不大。这也反映出，利润能否保持连续增长与企业规模并无绝对联系。大型企业具有规模优势，而一些“小而美”的企业在细分领域深耕细作，不断提升自身竞争力，从而实现利润持续增长。

金融界上市公司研究院



制图：金融界上市公司研究院 数据来源：巨灵财经

如图 1-2-1 所示，连续增长企业中，民营企业数量最多，占比接近 80%。当然，在 A 股上市公司中，民营企业本身数量就比较多，因此我们进一步将连续增长企业中民营企业数量占比与 A 股实业企业中民营企业数量占比进行比较。

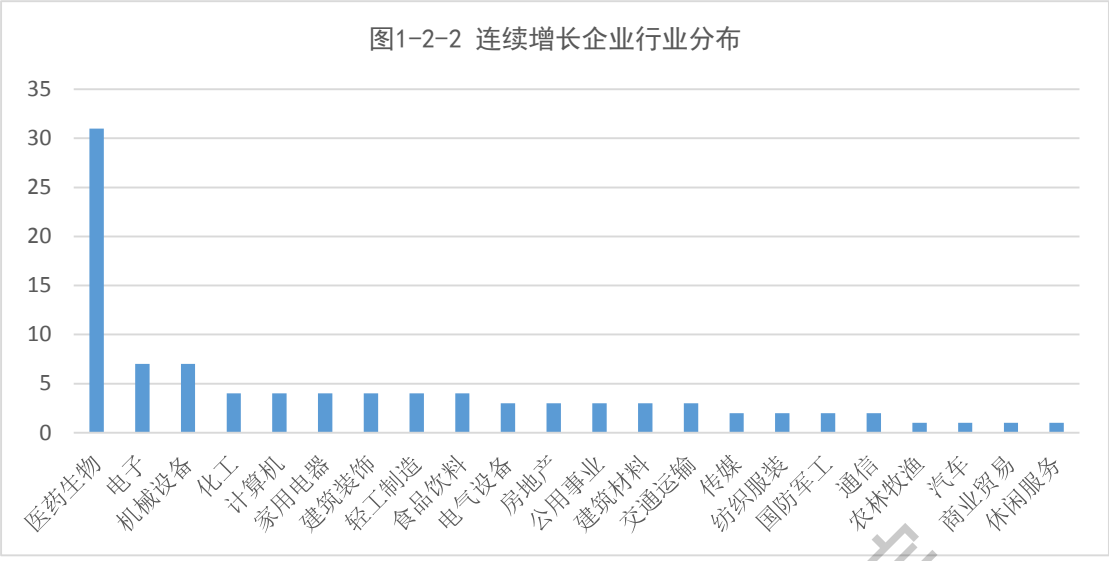
表 1-2-4 连续增长及 A 股实业企业中不同属性企业数量占比

企业属性	在连续增长企业中占比	在 A 股实业企业中占比
民营企业	78.13%	60.95%
地方国有企业	8.33%	19.53%
中央国有企业	4.17%	10.03%
公众企业	4.17%	4.38%
外资企业	4.17%	3.48%
集体企业	0	0.53%
其他企业	1.04%	1.11%

制表：金融界上市公司研究院 数据来源：巨灵财经

如表 1-2-4，在 A 股实业企业中，民营企业所占比例为 60.95%，而连速增长企业中，民营企业占比为 78.13%，高于其在 A 股实业企业中的占比。从这一角度来说，民营企业保持了较好的增长活力和持续性。

金融界上市公司研究院



制图：金融界上市公司研究院　数据来源：巨灵财经

从行业分布来看，如图 1-2-2 所示，连续增长企业中，数量最多的为医药生物行业，共 31 家；其次，为电子和机械设备行业，分别有 7 家；化工、计算机、家用电器、建筑装饰、轻工制造、食品饮料行业分别有 4 家，电气设备、房地产、公用事业、建筑材料、交通运输行业分别有 3 家；传媒、纺织服装、国防军工、通信行业分别有 2 家；农林牧渔、汽车、商业贸易、休闲服务行业分别有 1 家。

表 1-2-5 连续增长及 A 股实业企业中各行业企业数量占比

行业	在连续增长企业中占比	在 A 股实业企业中占比
医药生物	**32.29%**	8.68%
电子	**7.29%**	6.69%
机械设备	7.29%	9.35%
化工	4.17%	9.47%
计算机	4.17%	5.93%
家用电器	**4.17%**	1.70%
建筑装饰	**4.17%**	3.65%
轻工制造	**4.17%**	3.62%
食品饮料	**4.17%**	2.60%
电气设备	3.13%	5.47%
房地产	3.13%	3.83%
公用事业	3.13%	4.65%
建筑材料	**3.13%**	1.93%
交通运输	3.13%	3.27%
传媒	2.08%	4.76%
纺织服装	2.08%	2.43%
国防军工	**2.08%**	1.81%
通信	2.08%	2.95%
农林牧渔	1.04%	2.43%

金融界上市公司研究院

行业	在连续增长企业中占比	在 A 股实业企业中占比
汽车	1.04%	4.94%
商业贸易	1.04%	2.78%
休闲服务	1.04%	0.96%
采掘	0	1.87%
钢铁	0	0.94%
有色金属	0	3.27%

制表：金融界上市公司研究院 数据来源：巨灵财经

进一步从占比来看，如表 1-2-5 所示，在连续增长企业中，医药生物企业占比约为 32.29%，远高于医药生物企业在 A 股实业企业中 8.67%的占比。此外，电子、家用电器、建筑装饰、轻工制造、食品饮料、建筑材料、国防军工、休闲服务行业企业在连续增长企业中的占比也均不同程度地高于其在整个 A 股实业企业中的占比。

从外部来看，医药生物行业在过去 10 年整体保持了相对较高的增速，在行业红利等因素作用下，不少企业实现了较快的增长。从细分行业来看，连续增长企业中，医疗器械领域企业数量最多，占比最高，达到了 41.94%，远高于其在整个医药生物行业中的数量占比（A 股医药生物行业中，医疗器械企业数量占比不到 20%）。这很大程度上是因为我国医疗器械起步较晚，发展严重落后于药品。目前，在政策等支持下，进口替代空间大，行业正处于增长较快的阶段。

与此同时，从表 1-2-5 中也可以看到，采掘、钢铁和有色金属行业在过去 5 年中没有企业实现“连续增长”。以钢铁行业为例，正如前文所述，前期的产能过剩使得钢铁行业受供给侧结构性改革影响，2015 年利润大幅下滑，也成为“阻碍”钢铁企业连续增长的外部因素之一。

影响企业“增长”的因素是复杂的。北京大学国家发展研究院 BiMBA 商学院院长陈春花表示，持续增长对于所有的企业来说还是一个巨大的挑战，是因为企业要面对变化的环境。结合前文的分析，环境的变化可分为宏观经济环境的变化、行业环境的变化（如行业政策和需求空间）等，这些变化直接影响企业增长。正如前文所述，在 2014 年~2018 年 5 年间，2015 年和 2018 年实业企业整体净利润出现下滑，其中不可避免地受宏观经济的影响，同时不同行业有不同表现，而在连续增长企业中，各行业表现也有很大区别。因此，在第二章，我们将站在行业的角度，创新性地从 A 股实业企业行业转换的角度，进一步观察行业因素对企业增长的影响。当然，持续增长与企业本身的经营管理密不可分，尤其是要在众多企业中脱颖而出，成为行业龙头，仅仅依靠行业红利是不够的，还需要企业在战略、技术创新、组织人才、风险控制等多方面实现协同。因此，在第三章，我们从技术、经营、管理等内部视角观察和分析影响企业增长的要素。

金融界上市公司研究院

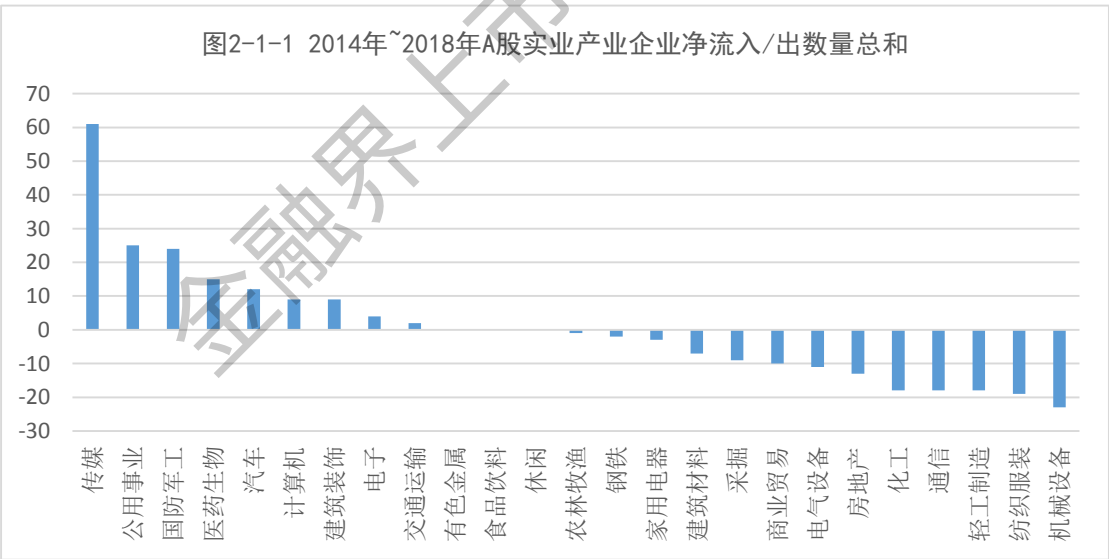
第二章 推动企业增长的行业因素观察

从前文的分析中可以发现，行业发展情况是影响企业“增长”的重要因素。一方面，行业整体增长能够带动企业增长；另一方面行业冷暖变化也是决定企业是否转换赛道以获取持续增长的因素。本章将以 A 股实业企业行业分类的变动情况作为观察企业增长的一个中观视角，通过客观数据对 A 股实业产业企业净流入/出数量进行研究，以反映行业吸引力的变化，进而发现企业转换赛道与增长之间的对应关系和背后的驱动要素。

第一节 A 股实业产业企业数量净流入/出情况的整体趋势

如前所述，本研究以 A 股实业企业为研究对象，这些企业所在的行业即定义为 A 股实业产业。统计从 2014 年 1 月 1 日~2018 年 12 月 31 日，A 股实业产业（以申万一级行业分类为标准）逐年变化的情况，即可以知道存量上市公司之间的调整方向，即哪些行业是净转出、哪些行业是净转入。

如图 2-1-1 所示，5 年内净转出行业包括：机械设备、纺织服装、轻工制造、化工、通信、房地产、电气设备、商业贸易、采掘、建筑材料、家用电器、钢铁、农林牧渔；5 年内净转入行业包括：交通运输、电子、建筑装饰、汽车、医药生物、国防军工、公用事业、传媒。



制图：金融界上市公司研究院　数据来源：巨灵财经

进一步从企业转入转出的数量来看，如表 2-1-1 所示，传媒行业净转入企业数量最多，机械设备净转出的企业数量最多。

金融界上市公司研究院

表 2-1-1 A 股实业企业行业转入转出情况统计（单位：家）

行业	转入	转出	净转入
传媒	65	4	61
公用事业	31	6	25
电子	28	24	4
医药生物	26	11	15
国防军工	24	0	24
汽车	24	12	12
房地产	23	36	-13
化工	21	39	-18
通信	21	39	-18
机械设备	20	43	-23
计算机	17	8	9
建筑装饰	16	7	9
商业贸易	13	23	-10
电气设备	12	23	-11
有色金属	11	11	0
交通运输	10	8	2
农林牧渔	7	8	-1
采掘	7	16	-9
轻工制造	6	24	-18
建筑材料	5	12	-7
食品饮料	4	4	0
休闲	4	4	0
纺织服装	3	22	-19
家用电器	2	5	-3
钢铁	1	3	-2

制表：金融界上市公司研究院　数据来源：巨灵财经

金融界上市公司研究院

此外，从逐年情况看，2014 年转出企业数量最多的行业是轻工制造业，共有 6 家转出，其中有 3 家转向了传媒行业，而传媒行业也是那一年转入企业数量最多的行业；2015 年，房地产、纺织服装、采掘和商业贸易行业分别有 4 家公司转出，而公用事业行业在这一年成为转入企业数量最多的行业；2016 年，房地产行业有 16 家公司转出该行业，为转出最多。而传媒行业则有 23 家公司转入，此外医药生物行业也有 10 家转入；2017 年，有 17 家化工企业转出行业，为转出最多，传媒再次蝉联转入企业数最多的行业；2018 年，机械设备行业和化工行业分别有 13 家和 9 家企业转出，传媒行业则有 12 家转入。

A 股实业产业向下游驱动

为什么 A 股实业产业的企业数量净流入/出会发生明显的分化？由于全球经济一体化程度越来越深，中国企业参与全球产业分工的复杂度也越来越高，A 股实业产业企业净流入/出情况在

一定程度上表明了中国企业在全球产业链地位变化的结果，因此可以用“产业上游度（upstreamness)”理论进行解释。

根据该理论，上游度反映了不同行业离最终产品的距离，用以衡量一个行业在整条产业链（从原材料到最终产品）中的相对位置，即该行业所产出的产品与整条产业链上最终产品间的平均距离。上游度越高，距离终端消费者越远，生产链越长，附加值越低；上游度越小，到终端消费者的距离越近，附加值越大。由此，汽车等最终消费品制造业处于产业链的最下游，上游度低，而能源行业和基础原料生产行业则处于上游，上游度高。根据东北财经大学苏杭等人的研究（《财经问题》研究第 8 期），从 2008 年全球金融危机之后，中国在全球产业链的上游度有所下降，这意味着中国正在改变过去在国际分工中处于产业链附加值低端的弱势地位。而本章根据 5 年间 A 股实业产业企业净流入/出数量所统计出来的行业特点则是：净转出行业趋向集中于上游度偏高、远离消费者的行业，而净转入行业偏向于上游度低、更靠近消费者的行业。实际上，这不仅符合中国在国际分工中产业链上游度下降的大趋势，更是实业企业过去 5 年间受到国家政策的宏观层面、产业周期的中观层面以及企业逐利的微观层面共同互相作用得到的结果。

宏观层面，经济政策“供给侧改革”导向使传统制造业的落后产能逐步出清，体现在具体产业政策方面，对传统耗能型产业制定了更为严格的安全、环保、能耗政策，对战略新兴产业给予税收、科技奖励等多项政策支持，这样导致企业和资本在制造业内部逐步向战略新兴产业转移，甚至索性离开制造业逐步向现代服务业发展方向转移。

中观层面，不同行业呈现出不同的生命周期，特别是采掘、化工等强周期性行业都是上游度较高的行业，其在 2014 年以来的市场供需环境受到大宗产品价格波动的影响，由此导致行业内的企业愿意向着其他上游度低的行业流入，而且即使有新的流入企业（如化工业的企业流入也比较明显）也在原行业的产业链位置发生了显著变化，这一点在后面的具体行业分析层面将深入解析。

微观层面，企业的本质要追求利润的最大化。根据“微笑曲线”理论，产业链中端的价值最低，产业链两端——研发端和营销端则是产业链中利润最高的部分。企业的选择是自由流动的，逐利的本性必然推动企业由微笑曲线的终端向两端——研发端和营销端移动。上海交通大学胡奕明等人的研究（《企业向高“上游度”行业转型 进去或退却？》，《投资研究》2018 年第 9 期）认为，企业向上游度高的产业转型说明其可能正在移向价值链低端，是一种“倒退”，而不是“进击”；研究开发费用较高的公司、营销费用较高的公司，更可能向上游度低的产业转型。

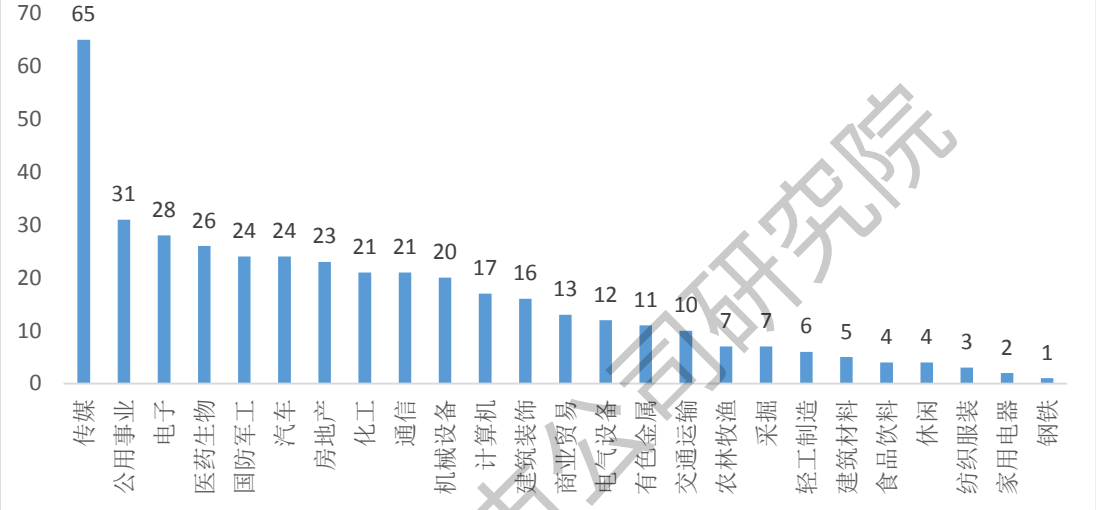
金融界上市公司研究院

第二节 行业冷暖度变化分析

正如前文所述，传媒行业是净流入企业数量最多的行业，机械设备是净流出企业数量最多的行业。本节通过对传媒和机械行业分别进行剖析，详细分析产业政策、产业周期如何共同作用影响行业吸引力。

转入传媒行业的企业数量最多

图2-2-1 2014年~2018年行业转入情况（单位：家）



制图：金融界上市公司研究院　数据来源：巨灵财经

从图 2-2-1 所描绘的转入/出企业数量排名情况看，传媒行业排在首位。具体来看，2014 年、2015 年传媒的转出企业均为 0，2014 年转入 6 家企业，数量为当年所有转入行业之首，2016 年、2017 年转入的数量急剧增加，分别达到 23 家和 21 家，在 2018 年也有 12 家转入。仅在 2016 年有 2 家转出，2017 和 2018 年分别有 1 家转出。故此传媒行业是当仁不让的净转入企业数量最多的实业产业。

如表 2-2-1 所示，按照申万行业分类标准，传媒行业旗下子行业包括文化传媒、营销传播和互联网传媒，此外教育也属于传媒三级行业中的“其他文化传媒”子行业。

表 2-2-1 传媒细分行业分类表

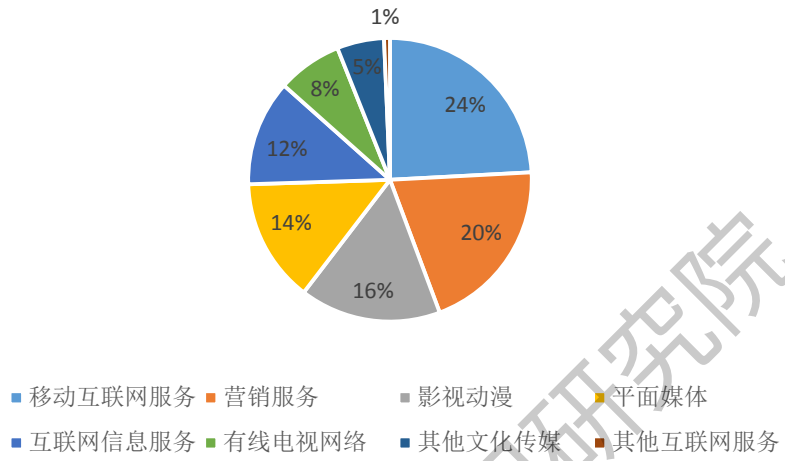
申万二级	申万三级
文化传媒	平面媒体、影视动漫、有线电视网络、其他文化传媒
营销传播	营销服务
互联网传媒	互联网信息服务、移动互联网服务、其他互联网服务

制表：金融界上市公司研究院 数据来源：巨灵财经

金融界上市公司研究院

进一步转入子行业排名来看，如图 2-2-2 所示，转入企业最多的传媒子行业前三名分别是移动互联网服务、营销服务、影视动漫。这三个子行业较为知名的转入案例包括：2016 年完美世界借壳金磊股份回归 A 股、2015 年分众借壳七喜控股完成 A 股上市、北京文化通过并购子公司从而由休闲服务转入影视文化等。

图2-2-2 2014年~2018年传媒新进入企业的子行业分布

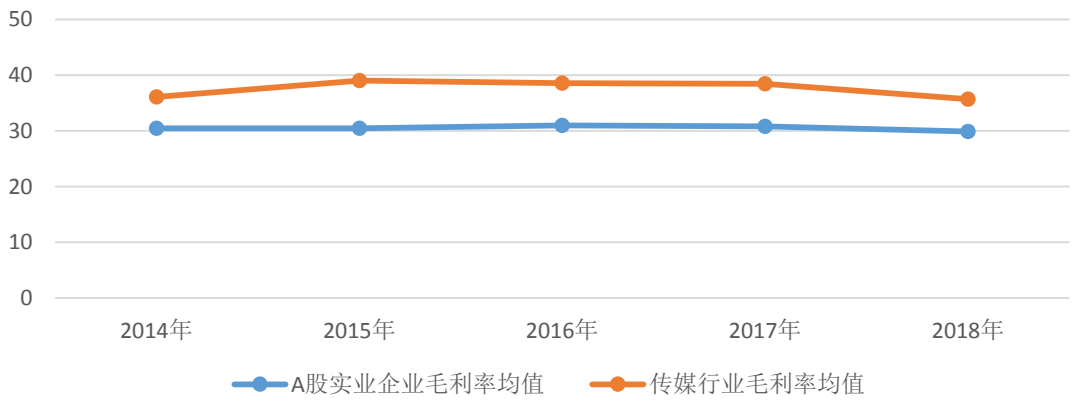


制图：金融界上市公司研究院　数据来源：巨灵财经

传媒业为什么具有如此大的魅力吸引如此多存量上市公司的涌入？

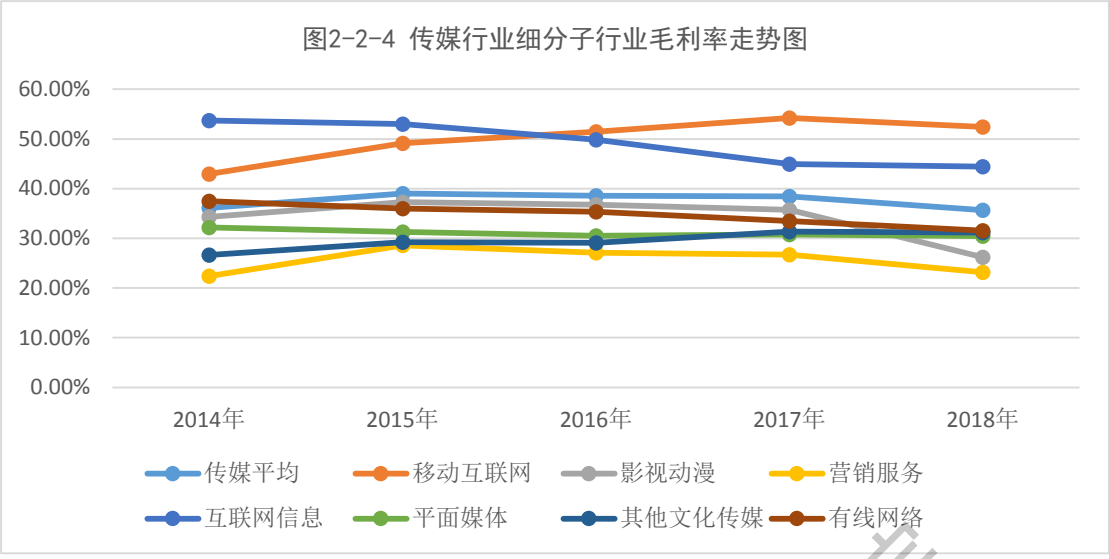
首先，从细分行业的利润率情况来看。如图 2-2-3 和图 2-2-4 所示，从传媒行业及子行业的平均毛利率情况可以看到：(1) 传媒行业的平均毛利率显著高于 A 股实业企业毛利率均值；(2) 在传媒细分子行业中，毛利率最高的为移动互联网和互联网信息两个子行业，其中互联网信息行业毛利率呈现逐年走低的趋势，但到 2018 年仍然高于行业均值；移动互联网行业毛利率则呈现逐年走高态势，到 2017 达到顶峰，为所有细分子行业历史最高值，2018 年略降，但仍为毛利率最高的传媒子行业。

图2-2-3 传媒行业与A股实业企业总体毛利率均值对比图



制图：金融界上市公司研究院　数据来源：巨灵财经

金融界上市公司研究院



制图：金融界上市公司研究院　数据来源：巨灵财经

其次，从国家宏观层面看：十八大提出将文化建设作为“五位一体”的总体战略布局以来，“建设文化强国，推进文化事业改革”成为坚定文化自信道路过程中的重要组成内容。“十三五”规划中提出文化产业的增长比例每年要达到 15%以上，文化产业要逐步成为拉动经济增长的新力量。在这样的时代背景下，国家出台了一系列鼓励和规范文化产业发展的法律法规，许多传媒公司借助政策红利，把握机遇，积极抢占发展先机。

第三，从行业微观层面看，传媒子行业的分化趋势较为明显：平面媒体日渐式微，移动互联网成为接替互联网的“新新媒体”，正在走上巅峰之路。根据中国互联网络信息中心（CNNIC）第 44 次《中国互联网络发展状况统计报告》的数据，移动互联网用户数量达到 8.47 亿人，即每 1.65 个中国人中就有 1 个移动互联网用户。基于“人工智能+移动互联网”的各类应用多种多样，加之 5G 技术推动下面向未来的新应用、新产品、新场景层出不穷，移动互联网行业发展前景极为广阔，成为代表传媒行业发展的最新方向。

营销服务是结合移动互联网、营销服务、电子商务等新技术与新模式的跨界行业。营销服务提供商通过使用不同的媒介资源（包括电视、报纸、杂志、户外广告、互联网、移动互联网等），不同的营销技术和手段（包括广告、公关、体验营销以及社会化营销等），不同的服务机构（包括媒介资源提供商、传播内容提供商、营销传播执行机构等），配合品牌商的目标市场、品牌及渠道终端策略，为品牌商量身定制从品牌认知到产品体验再到销售促进的全方位营销传播服务过程，其内涵包括线下营销、数字营销、公关服务、品牌代理及媒体计划与投放是营销服务四个类别。尽管营销服务的毛利率在传媒所有细分领域中排名较低，但由于近年来该行业正在逐步与大数据、网络营销等技术结合，展现了较为广阔的技术壁垒与发展前景，所以也成为具有吸引力的子行业。

金融界上市公司研究院

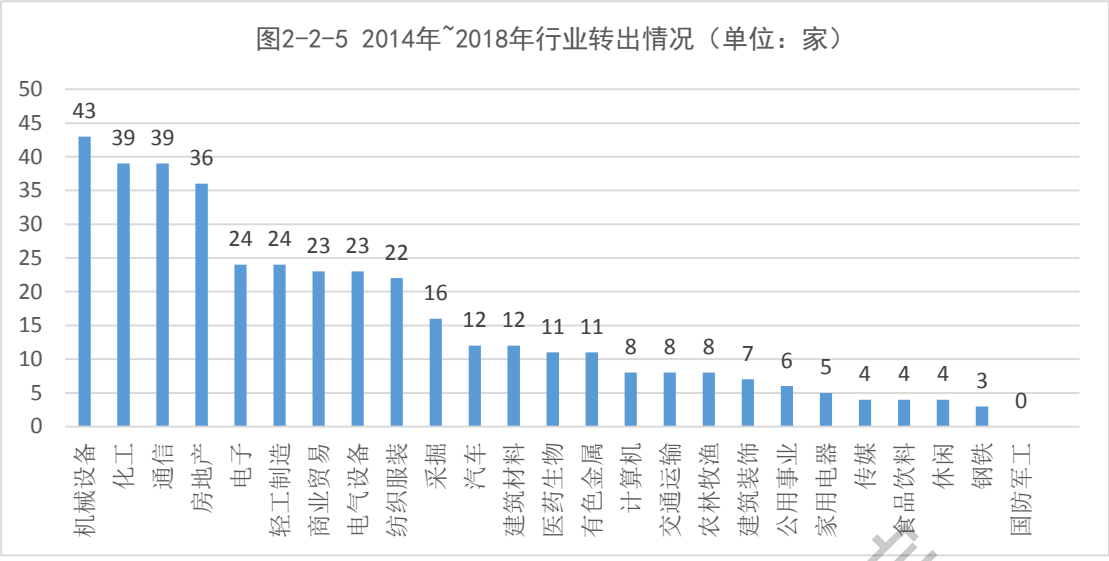
影视动漫行业方面，2014 年以来，由于一些影视剧人气火爆以及票房、广告动辄走高，加之当时行业主管部门的监管并没有那么严格，行业准入门槛不高，许多从传统产业退出的热钱无处撤退，纷纷转入影视产业。这股热钱所裹挟的泡沫越来越大，传导到二级市场上则变成了只要重组沾上影视股票就会连续上涨，“概念式”并购、“忽悠式”重组随处可见，虽然其中不乏有好内容、好制作、好创意的并购对象，但整个行业已经人心躁动，价格虚高，特别是那些跟风炒作、讲故事“忽悠式”的重组案例，其最终目的不过是借助资本市场套现，导致市场上拥有“流量明星+核心 IP”的轻资产公司摇身变为高估值的影视制作公司，为这一轮并购热潮布下了众多“商誉地雷”。

尽管影视行业资金投入大，但票房不一定有保证，也不能保证每部电影、电视剧都能赚钱，偶然因素的扰动要明显高于其他行业，这是影视行业特有的规律。特别是在 2016 年、2017 年达到顶峰之后，监管部门介入，行业政策趋严，接连出台“限薪令”、“限播令”等政策法规，许多思想、格调与主旋律不符合的影视作品在播出时大大受到限制，无法兑现之前的业绩承诺，导致此前高溢价并购的标的业绩不达标，巨额商誉减值终于成为压垮影视行业的最后一根稻草，导致 2018 年影视泡沫的破灭。这一影响不仅连带影视行业 2018 年整体亏损 61.55 亿元，更是导致 2018 年~2019 年资本市场出现暴雷的几个“反面明星”都是影视股，如今年年初收购失败、继而又传出大股东爆仓的长城影视，一直深陷造假传闻、因信批违规被证监会立案调查的欢瑞世纪。

影视泡沫的破灭与千禧年“网络热”退烧一样，其兴也勃焉，亡也忽焉，背后都是行业自我发展与监管政策约束两股力量相互博弈的结果。从行业整体属性来说，传媒行业，特别是影视行业是意识形态塑造的“根据地”，这就要求行业的发展不能完全追求野蛮式的自我生长，必须要自觉地执行社会效益与经济效益相统一、社会效益摆在首位的要求，受到政策的约束也较其他行业更为明显；同时，传媒行业是典型的直接面向终端消费者的行业，因此上游度很低。特别是在新技术、新模式的推动下，传媒行业通过多种互动手段，是最能直接了解与掌握终端消费者所思所想的行业。因此，其在产业价值链的地位非常高，附加值也就尤为显著。由此可以展望，在我国经济发展总体增长趋稳、经济增长结构越发转向消费拉动、以及人民群众对精神文化需求愈发旺盛的背景下，在科技力量推动传媒技术手段变革内容生产的趋势下，传媒行业仍然有望分享经济向消费端转型的红利。

转出机械设备行业的企业数量最多

全景网上市公司研究院

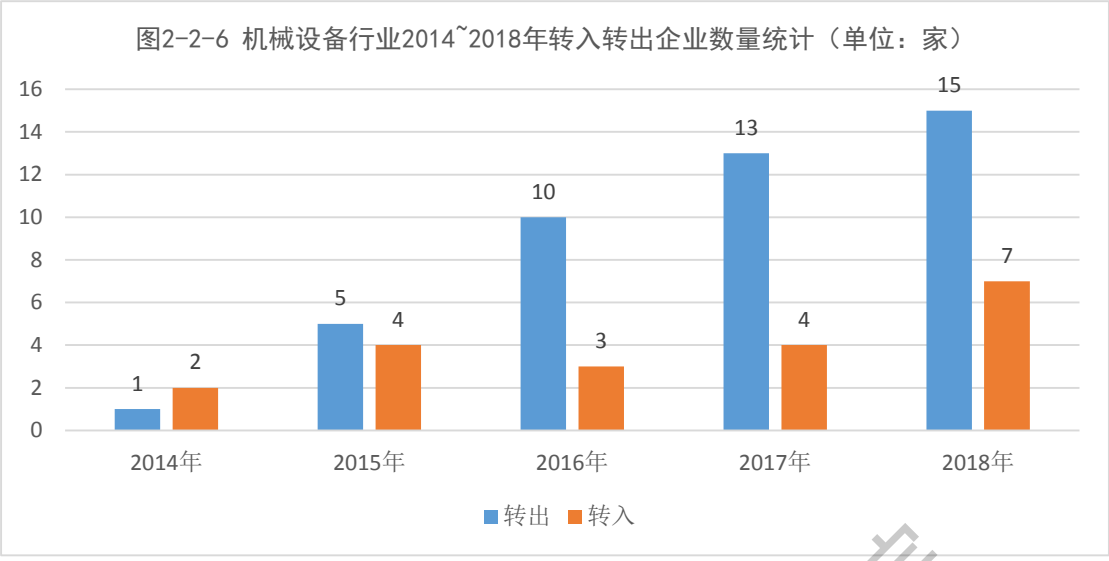


制图：金融界上市公司研究院　数据来源：巨灵财经

从图 2-2-5 所描绘的转出企业数量排名情况看，机械设备行业排在首位，但这一领先情况并不像转入行业代表传媒业那样具有“一骑绝尘”的明显优势，而仅仅比排名在 2~4 位的化工、通信和房地产略多几家。具体来看，2014 年机械设备的转出企业仅为 1 家，2015 年增加到 5 家，从 2016 年之后转出数量突然增加，且连续三年每年转出数量连续增长，均超过 10 家以上，而其他行业年度转出数量超过 10 家的情况仅为 1 次，因而总体数量上机械设备成为这 5 年内转出企业最多的一级行业。

值得注意的是，机械设备行业不仅转出数量度，转入数量也很显著。如图 2-2-6 所示，在 2016~2017 并购重组活跃的“大年”，转入机械设备的公司数量都只有 3、4 家，在当年的转入热门行业中几乎垫底，而到 2018 年，转入机械行业的公司数量却达到了 7 家，成为当年转入数量排名中并列第三位的行业。这一情况变化说明，机械行业在并购重组大年是不被市场看好的“冷门”行业，而到了 2018 年的并购重组低谷期，整体并购重组市场不活跃，特别是传媒等热门行业遇冷，机械设备行业却成为“次热门”行业。

金融界上市公司研究院



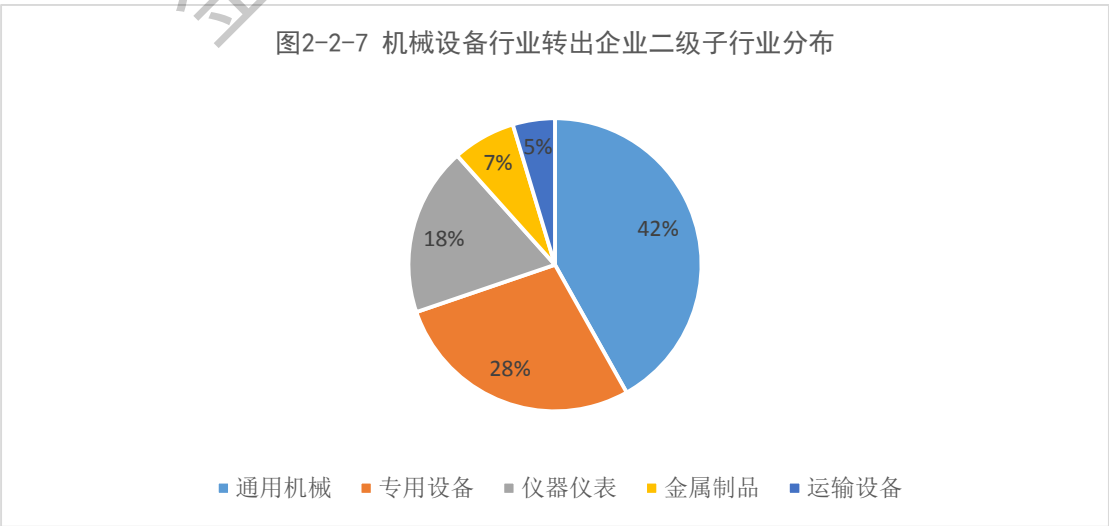
制图：金融界上市公司研究院 数据来源：巨灵财经

如表 2-2-2 所示，按照申万行业分类标准，机械设备行业旗下子行业包括通用机械、专用设备、仪器仪表、金属制品、运输设备。从图 2-2-7 所显示的子行业排名来看，转出企业最多的二级子行业是通用机械。

表 2-2-2 机械设备细分行业分类表

申万二级	申万三级
通用机械	机床工具、机械基础件、磨具磨料、内燃机、制冷空调设备、其他通用机械
专用设备	工程机械、重型机械、冶金矿采化工设备、楼宇设备、环保设备、纺织服装设备、农用机械、印刷包装机械、其他专用机械
仪器仪表	仪器仪表
金属制品	金属制品
运输设备	铁路设备

制表：金融界上市公司研究院 数据来源：巨灵财经

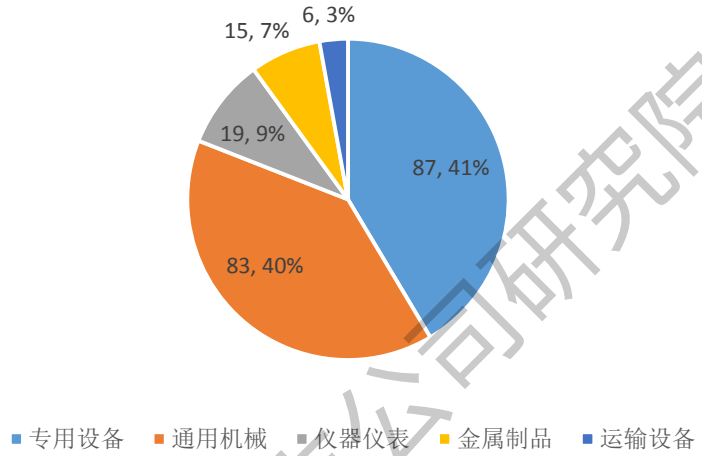


制图：金融界上市公司研究院 数据来源：巨灵财经

金融界上市公司研究院

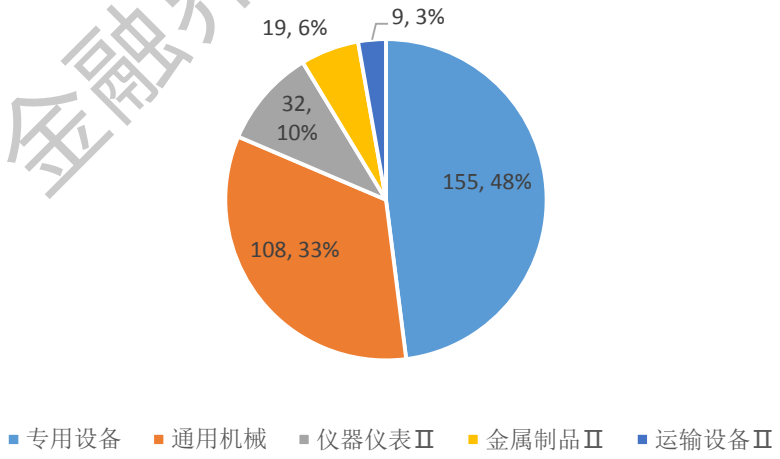
2014 年~2018 年，在 IPO 新增上市公司和企业净流出双重因素的作用下，机械设备行业的上市公司总数量从 211 家（因为当年申万行业分类进行了调整，将原先列为机械设备下二级行业的电气设备升格为一级行业，固将电气设备行业剔除）增长到 323 家。对比图 2-2-8 和图 2-2-9 的二级子行业分布情况来看，专用设备是数量增长最多的子行业，在机械设备行业中的占比从 2014 年 41%增长到 2018 年的 48%，而通用设备所占比例则从 2014 年的 40%下降到 33%，结合之前转出行业数量的情况可以发现，通用机械行业上市公司的数量在下降，而专业机械设备上市公司的数量在增长。

图2-2-8 2014年机械设备二级行业分布



制图：金融界上市公司研究院　数据来源：巨灵财经

图2-2-9 2018年机械设备二级行业分布图

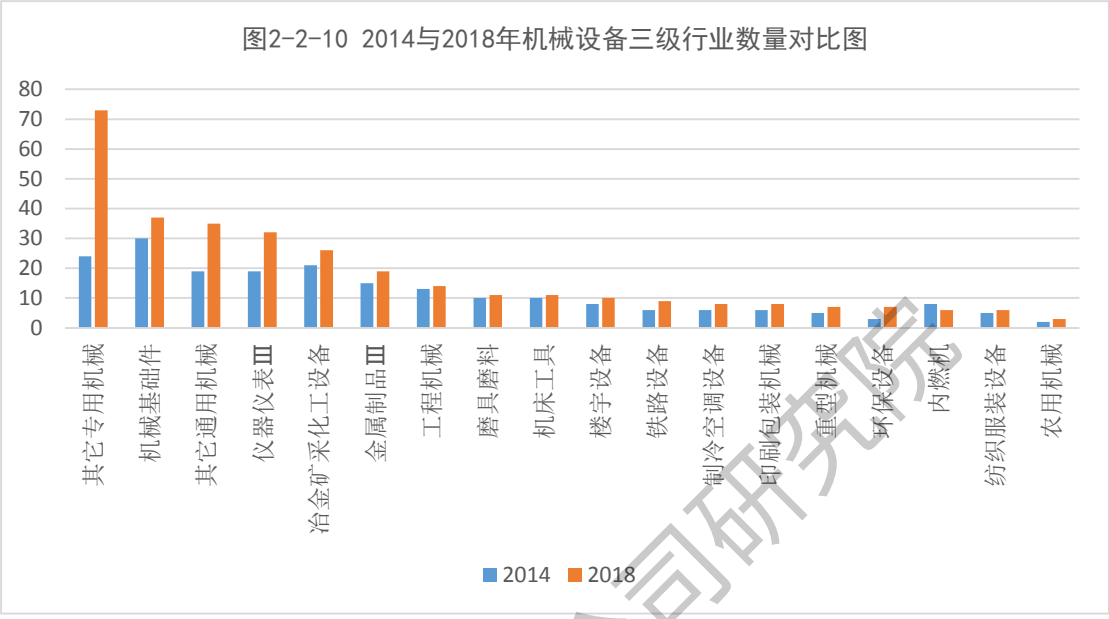


制图：金融界上市公司研究院　数据来源：巨灵财经

下面进一步对三级行业进行分析。图 2-2-10 对比了 2014 年和 2018 年机械设备三级子行业的公司数量，可以发现专用设备中增加数量最多的是“其他专用机械”，增长了 49 家，而在

金融界上市公司研究院

204~2018 年转出的企业中，仅有 2 家从“其他专用机械”转出。值得注意的是，战略新兴产业所鼓励的机器人、半导体设备、电子元器件生产设备等均属于“其他专用机械”；而图 2-2-11 显示，虽然仪器仪表是 5 年间转出企业最多的子行业，但同一时期也增加了 11 家，因此不能认为企业在“逃离”该行业，而是说明该行业在淘汰落后产能的同时也在积极增加新的上市企业。



制图：金融界上市公司研究院　数据来源：巨灵财经

制图：金融界上市公司研究院　数据来源：巨灵财经

通过上述对机械设备二级和三级细分行业的企业数量变化的分析，可以得到以下结论：

1、机械设备行业“吐故纳新”特征明显。机械设备行业不仅有大量企业转出，同时也有大量企业积极地进入。正是通过不断的转出、转入，实现了行业整体结构向上游度降低、劳动力密集减弱和科技含量增加的方向演进。以仪器仪表行业近 5 年转出的企业为例，表 2-2-3 显示，大

金融界上市公司研究院

部分从仪器仪表行业转型后的企业毛利率均是增长的：先河环保和聚光科技原先所在行业是生产用于环境监测的仪器，在“美丽中国”、环境污染防治攻坚战等国家战略的引导下，逐渐转入了公用事业领域中的环保工程服务行业，毛利率均得到逐步提升；开元股份则是在原有煤质检测仪器设备的基础上通过并购进入职业教育领域，“双主业模式”使毛利率显著升高了 20 个百分点；天和防务则顺应军民融合、军队体制改革等国家战略的变化，从 2016 年开始逐渐进行转型升级，进入军工装备、智能安防、综合电子、通信电子、智能海防等行业；*ST 东网、智度股份淘汰了原有仪器测量业务，通过并购等方式向移动互联网、影视转型；两家借壳企业——上海临港和华媒控股，主业由仪器仪表行业转为房地产园区开发和传媒，毛利率得到显著提升。

表 2-2-3 仪器仪表子行业转出企业情况列表

证券简称	转型时间	是否借壳	转型后行业（申万 I 级-II 级-III 级）	转型后毛利率增长（%）
先河环保	2015	否	公用事业-环保工程及服务-环保工程及服务	0.33
聚光科技	2016	否	公用事业-环保工程及服务-环保工程及服务	1.3
***ST 东网**	2016	否	传媒-文化传媒-影视动漫	0.2
天和防务	2016	否	国防军工-航空装备-航空装备	12
智度股份	2017	否	传媒-互联网传媒-移动互联网服务	-7
开元股份	2017	否	传媒-文化传媒-其他文化传媒	22
上海临港	2015	是	房地产-园区开发-园区开发	43
华媒控股	2015	是	传媒-营销传播-营销服务	3.2

制表：金融界上市公司研究院　数据来源：巨灵财经

2、鼓励高端制造业的产业政策决定了机械设备行业的发展方向。机械设备行业是制造业中最重要的构成主体之一。作为具有高技术含量的中游行业，它连接着上游能源行业和下游消费行业，其生产水平往往代表着一个国家先进生产力的发达程度。从全球范围看，美国从二战后以强大的制造业能力奠定了全球经济和政治领域的霸主地位，之后随着制造业产能向全球转移，美国本土的产业重心逐渐向服务业转移。金融危机后，以消费为经济引擎的美国经济受到严重冲击，特朗普当政后，为美国制定了“重返制造业”的国家战略；中国于 2015 年制定了以“制造强国”战略为核心的《中国制造 2025》行动纲领，旨在为中国制造业未来 10 年设计顶层规划和路线图，努力实现“中国制造向中国创造”、“中国速度向中国质量”、“中国产品向中国品牌”三大转变，推动中国到 2025 年基本实现工业化，迈入制造强国行列。

在全球主要经济体都将产业政策重心向高端制造业倾斜的背景下，机械设备行业中正在不断淘汰低技术含量行业，具有高端制造业特征的子行业将格外受到政策支持因而获得更多资本青睐。表 2-2-4 列举了政策鼓励发展的十大高端装备行业，其中多项为机械设备行业。此外，还有部分行业具有交叉属性，如生产 3C 产品的设备、生产锂电池的设备、半导体产业链上生产装备等，这些设备在行业分类上都属于机械设备中的专用机械行业，因此作为新一代技术产业、新能源汽车和新材料行业的产业链衍生环节而同样得到产业政策的重视。这也进一步解释了为什

金融界上市公司研究院

么图 2-2-11 中其他专业机械是净增加数量最多的子行业。特别值得重视的是，这些领域原本为巨头所把持，中国企业由于技术积累到达一定阶段后由明显的追赶地位演进为进口替代地位，因而处于行业景气度的整体上升阶段。

表 2-2-4 《中国制造 2025》重点发展的十大领域与机械设备行业相关性

中国制造 2025	申万行业分类
新一代信息技术产业	电子、计算机、通信
高档数控机床和机器人	机械设备-专业设备-其它专用机械
航空航天装备	国防军工-航天装备/航空装备
海洋工程装备及高技术船舶	国防军工-船舶制造
先进轨道交通装备	机械设备-运输设备-铁路设备
节能与新能源汽车	汽车-汽车整车
电力装备	电气设备
农机装备	机械设备-专用设备-农用机械
新材料	化工-化学制品
生物医药及高性能医疗器械	医药生物

制表：金融界上市公司研究院　数据来源：巨灵财经

3、信息化和工业化两化深度融合的产业政策影响着机械设备行业的景气度和吸引力。自动化、智能化技术潮流正在引领和带动整个制造业的发展，以高端装备制造为主要方向的机械设备业正在向全面信息化迈进，包括研发、设计、采购、制造、管理、营销、服务、维护、保养等各个环节，均与信息技术密切相关，工业物联、柔性制造、网络制造、虚拟制造、绿色制造、数控技术的发展正在推进装备制造发生巨大的变革。以此为标志，越来越多的机械装备制造业打破了信息技术与制造业的传统界限，将信息技术、人工智能和制造业技术广泛融合，进而了催生了新业态，如将制造业与结合涌现出制造服务业；诞生了新产品和新赛道，如工业物联网、无人驾驶汽车产业链等。这些新行业在吸引企业进入的同时，其景气度也正在上涨。

综合上述几点特征，可以就企业为何选择净流入与净流出某行业的现象得出结论：**企业是否选择进入/离开某行业，不仅要考虑行业所在时点以及未来的需求与供给关系，还要充分考虑产业政策是否鼓励/限制这个行业的发展。而产业政策的鼓励方向则通过连接行业的供给端和需求端，进而改变了行业的景气度和吸引力。**产业需求端依靠需求拉动和扩展市场空间，供给端依靠产业升级淘汰落后产能，只有兼顾到双方向的产业政策才能作为中间的沟通桥梁，将供需两端的关系统合起来，才能形成对行业景气度的提升。而企业也只有在这样的中观背景下，才能有效地实现连续增长。

金融界上市公司研究院

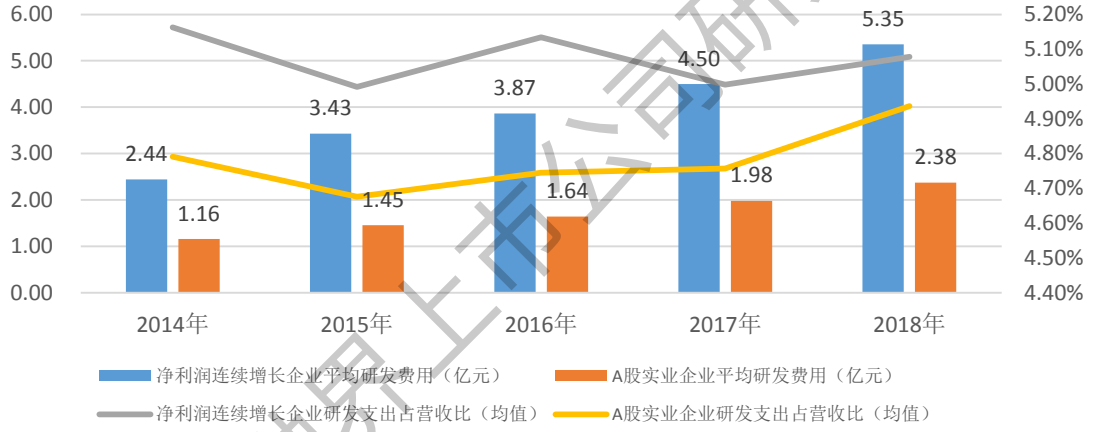
第三章 推动企业增长的内部要素观察

通过前文的分析可知，企业能否实现“增长”，既受外部因素影响，也受内部因素影响。而要实现长期的可持续增长，最重要的是实现内生增长。前文所提到的行业因素，是驱动企业增长的外部因素。本章，我们从技术、经营、ESG、风险控制和资本流动角度进一步观察和分析影响企业“增长”的内部要素。

第一节 技术和经营要素：研发创新与品牌营销

著名的经济学家熊彼特认为，创新是把生产要素用新的方式组合起来，而这样的使命就落在了企业家的身上。企业家孜孜不倦推动创新，以追求超额利润。

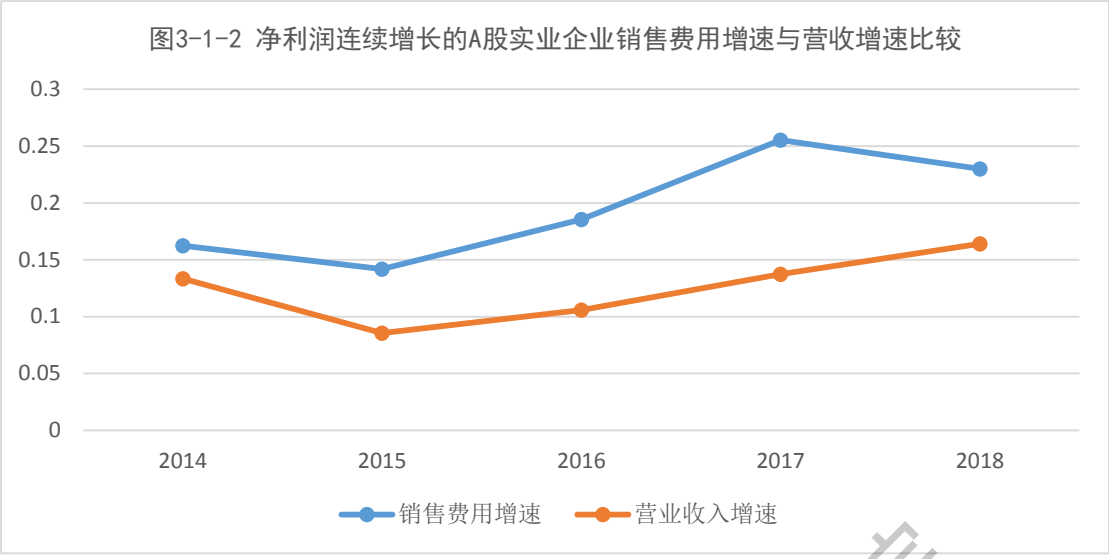
图3-1-1 2014年~2018年净利润连续增长企业平均研发支出及其营收占比与A股实业企业整体对比



制图：金融界上市公司研究院　数据来源：巨灵财经

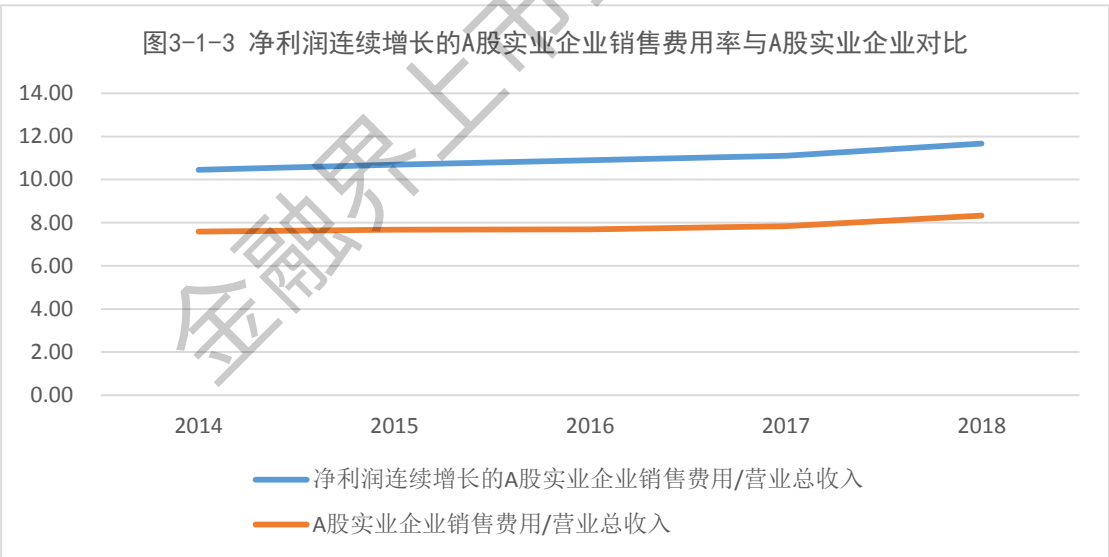
创新是驱动企业发展的重要因素。结合前文的分析从 A 股实业企业来看，如图 3-1-1 所示，2014 年~2018 年，净利润连续增长的 A 股实业企业平均研发支出每年均高于 A 股实业企业整体，且研发支出占营收比均值均高于 A 股实业企业整体。研发支出很大程度上反映了企业技术投入和创新能力。因此，这也在一定程度上可以看出，技术创新是驱动企业利润增长的要素之一。

金融界上市公司研究院



制图：金融界上市公司研究院　数据来源：巨灵财经

销售是推动企业利润增长的手段。如图 3-1-2 所示，净利润连续增长的 A 股实业企业销售费用扩张速度明显高于企业营收的增长速度。从图中可知，在 2014 年~2018 年这 5 年间，销售费用的增幅在 2015 年和 2018 年出现了下降，这与前述经济增长出现的两次跌落期基本吻合。此外的年份里，特别是 2015-2017 年连续三年的增长，则意味着净利润连续增长的 A 股实业企业在销售投入方面采取了扩张的激进态度。



制图：金融界上市公司研究院　数据来源：巨灵财经

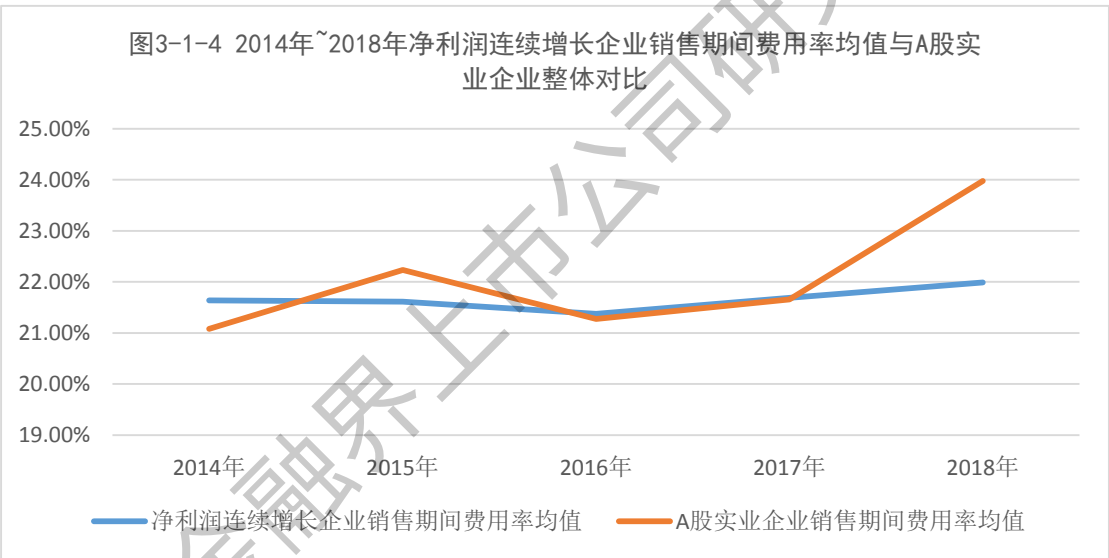
图 3-1-3 显示，净利润连续增长的 A 股实业企业销售费用率明显整体高于 A 股实业企业的平均水平。这意味着中国实业企业在品牌扩张的意识方面有所提升，即在品牌方面更舍得投入的企业整体增长情况更好。

金融界上市公司研究院

净利润连续增长的 A 股实业企业科技研发投入水平和销售投入水平都显著高于 A 股实业企业的一般水平，这反过来也意味着科技研发投入水平和品牌营销水平与企业增长同方向变化。按照“微笑曲线”理论，企业保持增长的目的在于获得产业链高附加值端的更高利润，为此必须向两端——研发和营销提升。

“微笑曲线”理论（Smiling Curve）由台湾科技业企业宏碁集团创办人施振荣于 1992 年为「再造宏碁」所提出，后经过修正，成为多个产业中长期发展策略方向。

“微笑曲线”理论对指导当下中国企业应对转型升级背景下寻求连续增长的路径很有意义。当前中国企业已经走过了一般生产制造组装阶段，正在以“中国智造”战略和“中国品牌”战略，加速走向世界舞台的中央。这一过程中，企业必须更加注重科技研发力量的投入，遵循工艺-技术-研发-设计的产业链逐步走向研发上游，同时遵循渠道-营销-服务-品牌的步骤逐步走向品牌营销上游，才能使国际社会真正摆脱“中国制造”等同于低端商品的刻板印象，才能助力中国企业占据产业链的高附加值，为企业赢得连续增长的利润空间。



制图：金融界上市公司研究院　数据来源：巨灵财经

金融界上市公司研究院

此外，从成本费用角度来看，如图 3-1-4 所示，2014 年~2018 年，净利润连续增长的 A 股实业企业销售期间费用率均值维持在 21%~22%之间，相对来说较为稳定。与此同时，可以看出，在 2015 年和 2018 年 A 股实业企业整体利润下滑的两年，净利润连续增长的 A 股实业企业销售期间费用率均值均相对来说较为明显地优于 A 股实业企业整体。一定程度上说明良好的控费能力也是推动企业净利润连续增长原因之一。

第二节 ESG 要素：环境责任、社会责任与公司治理责任

近年来 ESG 价值体系越来越多地被采纳为衡量上市公司发展质量的重要参考指标。企业不仅要盈利，更要关注自身盈利的可持续性，这就涉及到企业背后的社会、环境与内部的治理因素。并且有研究显示，ESG 与企业绩效具有正相关性。在经济增长放缓、市场红利逐渐消退、经济社会随之发生转型升级的背景下，只有对环境友好、对社会负责任、对投资人负责任，才能够推动上市公司在新形势、新环境下持续健康的增长。特别是盈利的增长不再是实业企业的唯一目的，更加关注环境、社会与人的和谐统一的发展，是企业公民必须承担的义务。

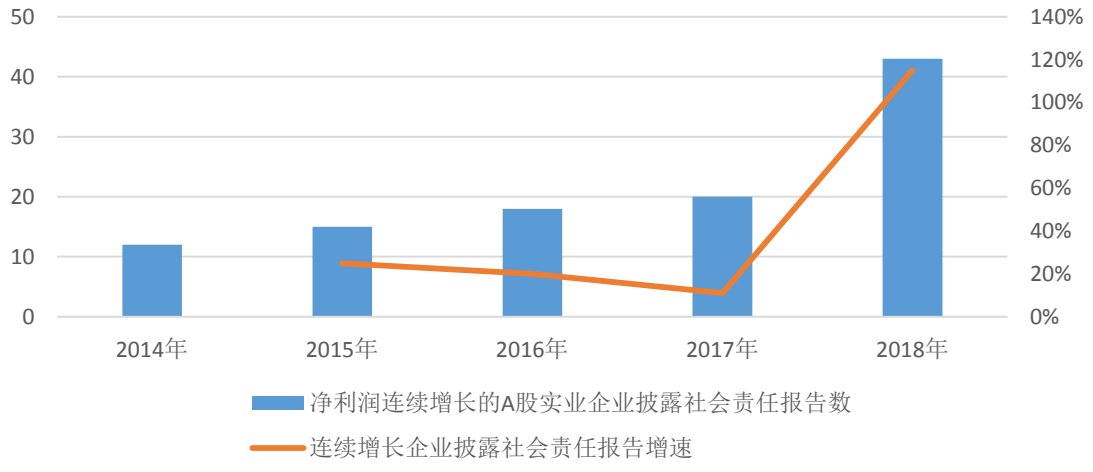
根据中国基金业协会 2018 年发布的《中国上市公司 ESG 评价体系研究报告》，ESG 有三个价值支柱：环境责任、社会责任和公司治理责任。环境责任是指，公司应当提升生产经营中的环境绩效，降低单位产出带来的环境成本；社会责任是指，公司应当坚持更高的商业伦理、社会伦理和法律标准，重视与外部社会之间的内在联系，包括人的权利、相关方利益以及行业生态改进；公司治理责任是指，公司应当完善现代企业制度，围绕受托责任合理分配股东、董事会、管理层权力，形成从发展战略到具体行动的科学管理制度体系。

越来越多的研究表明，ESG 表现与企业的股票收益、财务绩效、市场风险以及融资成本之间具有正相关性。鉴于本研究仅限于探求实业企业增长与 ESG 要素之间的关系，为此不对 ESG 的评估体系开展完整的建模与评估过程，仅通过定量描述，揭示 ESG 要素与企业增长的关系。

图 3-2-1 显示了披露社会责任报告的净利润连续增长的 A 股实业企业数量，从 2015 年至 2017 年披露数量逐年增多，但增长速度却逐年递减，然而在 2018 年披露数量突然出现了跃升，比 2017 年同比增长 115%。这一定程度上受 2018 年 6 月中国 A 股正式被纳入 MSCI 指数影响，即意味着所有被纳入指数的 A 股上市公司必须接受 ESG 评级，所以 ESG 报告数量增长比较明显。

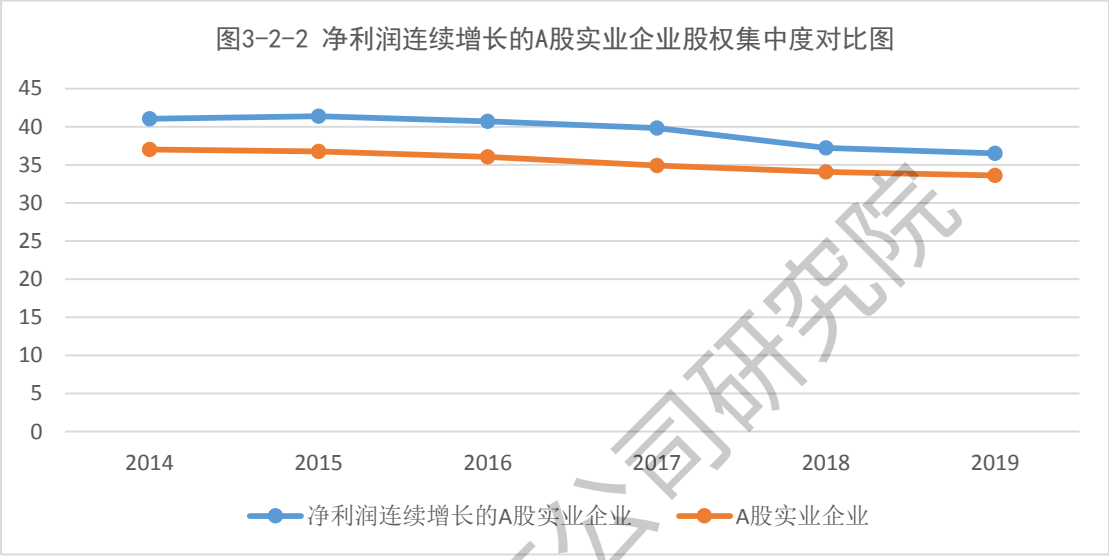
金融界上市公司研究院

图3-2-1 净利润连续增长的A股实业企业社会责任报告披露情况



制图：金融界上市公司研究院　数据来源：巨灵财经

此外，股权集中度指标表征了公司治理中的“一股独大”现象，图 3-2-2 显示 A 股实业企业和净利润连续增长的 A 股实业企业大股东持股比例都在逐年减少，其中净利润连续增长的 A 股实业企业的股权集中度与 A 股实业企业之间的差距收窄，说明净利润连续增长的 A 股实业企业在解决一股独大问题、有效开展高速治理行为方面有着更强动力。反过来也说明，“一股独大”问题的有效解决、公司治理水平的切实提升有助于提升企业的增长效率。



制图：金融界上市公司研究院　数据来源：巨灵财经

从 ESG 理念兴起的过程来看，随着与环境相关的各类法律法规不断充实完善，相关概念也被引入投资领域，投资者逐渐意识到企业环境绩效可能也会影响企业财务绩效。于是，ESG 投资理念充分考虑了传统投资利润最大化之外的环境、社会和治理等非财务因素，满足了资本市场对此有偏好的投资者的需求。中央财经大学绿色金融国际研究院副院长施懿宸的研究表明，针对 ESG 表现优异企业的投资组合更易获得超额收益。因此，将 ESG 理念贯彻于投资实践的资金规模正逐步扩大。投资机构的这一趋势势必会倒逼上市公司更加重视 ESG 表现管理，以吸引更多的“长期价值观”资金成为自己的股东。随着外资加速进入中国市场，ESG 投资在 A 股的影响力会越来越大。

披露 ESG 报告虽然短期增加了企业成本支出，但从长期看，ESG 能够推动企业盈利的连续增长。发布中国第一支社会责任公募基金的兴业团队认为，愈加重视 ESG 的企业，其在对资源的有效利用、人力资本管理方面越具有优势，并更善于制定和完成长期计划，同时良好的公司治理能够使公司拥有更强的抗风险管理能力，这些综合因素使他们相较于同行更具竞争优势。这样的竞争优势会帮助公司取得更高的盈利，更高的盈利会帮助公司支付投资者更高的股息（分红）。

此外，注重 ESG 的企业也会更加重视社会影响力即品牌效应，所以结合“微笑曲线”理论，注重 ESG 的企业也会自然地向产业链下游高附加值方向移动，故此产生更大的盈利空间。

金融界上市公司研究院

第三节 风险控制要素：现金流、负债、抵押

十九大提出“三大攻坚战”，其中将防范化解重大风险摆在首位。对于企业来说也是同理。防患于未然，做好风险管控，不仅是确保企业连续增长的底线，更是企业在转型升级背景下提升自身价值的必要条件。

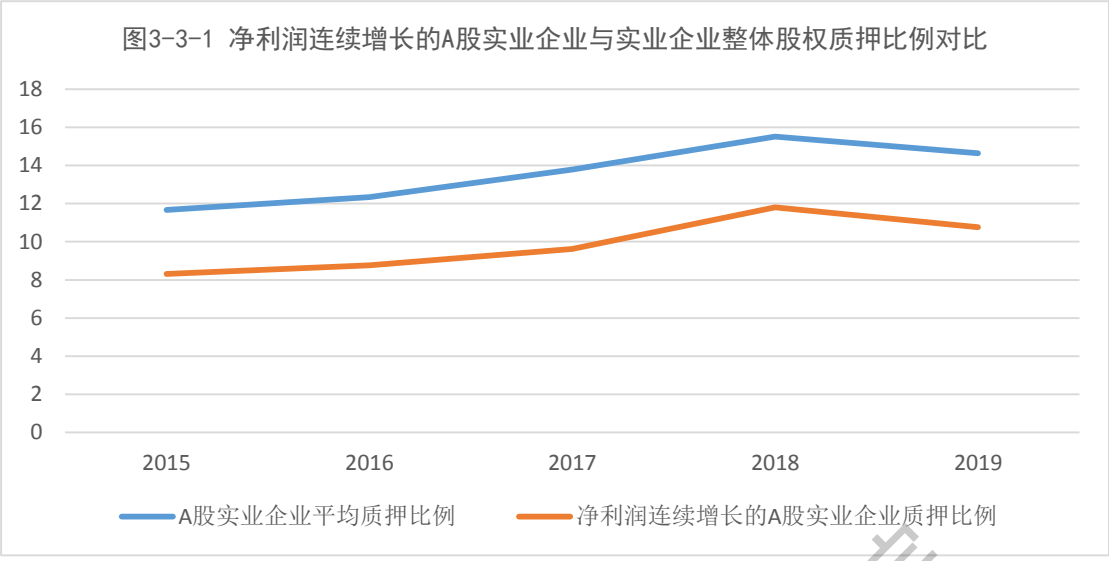
根据国务院国资委《中央企业全面风险管理指引》，企业风险可以分为战略风险、财务风险、市场风险、运营风险和法律风险。此外，按照来源还可分为外部风险和内部风险，前者指来自企业经营的外部环境，包括外部环境本身和外部环境的变化对企业目标的影响，如社会政治风险、供应链风险、市场风险、竞争对手风险、技术革新风险、法律法规风险、自然地理环境风险、灾害风险等，后者则表现为企业的决策和经营活动中的风险。本节重点强调在企业内部的决策和经营活动中的风险。

2018 年~2019 年，资本市场频频出现上市公司的“黑天鹅事件”，其中不乏许多优秀的民营企业家，出现股权质押爆仓、资金链断裂等事件。矽亚投资总经理张兰丁认为， 2014 年实行淘汰落后产能以来，上游原料上涨带来的获利机会突显，民营资本因此加大了投资增速，以至于一些有想法、有魄力的企业家，愿意用高杠杆贷款扩张投资。但是在经济增速放缓的过程中，企业不能只看到行业的高利润，而忽略了由于政策波动导致的短期利润的可能性，特别是在经济下行周期高投资、高利润的基本逻辑已经改变的情况下，“活下去”和“现金为王”才是企业坚持下去的重要逻辑。

在这种情况下，企业要做好自身经营风险的管控，包括控制适当的负债水平，减少股权质押比例，保持稳定的现金流增长。从资产负债率角度来看，尽管不同行业有不同的负债率红线，但由于当前宏观经济形势所处的下行阶段，负债经营的规模应当适度收缩。

从质押率角度来看，图 3-3-1 反映了 A 股实业企业与净利润连续增长的 A 股实业企业股权质押比例的增长情况。2015 年~2018 年，企业的质押比例逐年增长，直到 2019 年有一个明显的回落。但是能够看到，净利润连续增长的 A 股实业企业整体质押率明显低于 A 股企业的平均水平。所以反过来说，净利润连续增长的 A 股实业企业质押率总体可控，这也正是企业进行风险管控的基本内容，包括做好现金管控，要有足够的现金储备来抵抗经济增长的趋缓。

金融界上市公司研究院



制图：金融界上市公司研究院　数据来源：巨灵财经

此外，企业做好 ESG 工作，也有利于控制自身风险。《2018 年 ESG 投资发展报告》提出，ESG 表现优异的企业其发生个别性风险的概率将大大降低。这是因为重视 ESG 表现的企业，要加大对可能发生的环境、安全、社会公共事件的意外风险的监测力度，同时也就加强了防范力度；并且做好公司治理，通过公司治理体系对企业的一系列经营决策进行评估，包括公司决策的合理性与风险性以及团队的执行情况。

第四节 资本流动要素：并购重组

并购重组代表着资本流动的方向，是资本市场快速高效进行转型升级的重要手段，更是企业实现业绩快速增长的“捷径”。从宏观经济角度看，国家鼓励通过并购重组淘汰落后产能，加快产业转型升级，快速将无效资源出清，重新进行市场资源配置，提升配置效率；从产业角度看，通过并购重组整合产业链上下游资源，或者进行行业之间的横向联合，企业能够在短期内找到迅速做大的途径。但是，企业在并购之后的增长能否可持续？哪些因素影响了并购对财务绩效的持续作用？

从并购的目的和并购策略来看，可以将并购分为三种，即纵向并购、横向并购和多元化并购。如表 3-4-1 所示，每种并购策略的目的不一样，导致其采取的并购措施也不一样，不论哪一种，都可以迅速提升企业的收入和盈利规模。此外，从操作层面还可以将并购分为借壳、整体上市和产业并购三类。

金融界上市公司研究院

表 3-4-1 并购策略与目的明细表

并购策略	具体内容
纵向并购	上市公司向产业链上游延伸，可以确保其产品或劳务所需的全部或部分原材料的供应，加强对原材料的质量控制；向产业链下游延伸，可以靠近最终消费者，促进和控制产品的需求，稳定产品销售，有利于理顺产业链关系，减少中间环节，降低交易成本。
横向并购	上市公司通过并购生产同类产品或提供同类劳务的企业而迅速扩大生产规模提高产品销售量及市场占有率，提升规模，获取规模经济效益。
多元化并购	上市公司通过进军产业链以外的行业,开拓新的业务范围,降低对单一产品或者单一市场的依赖程度,减少集中经营风险,寻找新的利润增长点或者促进企业更平稳发展,有利于促进企业向高新科技产业发展,减轻企业原有产品市场上的竞争压力。

制表：金融界上市公司研究院 数据来源：巨灵财经

借壳：拟上市公司将资产注入到已上市的壳公司，并取得原上市公司的控制权。借壳上市是中国资本市场特殊的一种现象，特别是在资本市场成熟度逐渐升级的背景下，借壳上市成为资本市场转型时期的一个标志。从市场和投资者角度来看，借壳上市的企业往往是发展不错的主体，其寻求的市场原有壳资源往往是经营不善、活力低下的企业，一旦注入后将导致现有主营业务与原有业务大相径庭，在资本注入与重组的过程中必然会对公司资本结构、管理与经营带来巨大的变化。

整体上市：整体上市通常是上市公司大股东，将非上市部分的资产，通过关联方之间的交易注入已上市公司，交易完成后，控制权不发生变化。

产业并购：产业并购是上市公司向市场中独立的第三方进行并购，并购市场里的并购案例绝大多数都是这种形式。华泰证券指出这类产业并购的特点：1）主体是上市公司，而不是上市公司股东；2）产业并购是典型的市场化交易行为，定价是市场博弈的结果，而不是关联方交易；3）产业并购具备一定的产业逻辑，即通过前述三种并购策略达到不同目的：横向扩大规模形成市场优势、纵向延伸供应链深度、借助并购实现产业转型。

从上面三种不同的并购形式来看，并购的直接作用是“并表”，会迅速导致上市公司的业绩做大。但是，正所谓“成也萧何败萧何”，市场上绝大多数并购并不成功，原因在于存在侵蚀利润的“黑洞”：

1、并购价格过高。如前述并购市场的定价是双方博弈，往往在某类资产突然成为风口的时候，并购标的坐地起价。例如前文所述传媒行业，某影视上市公司 2014 年并购的业内一线制作公司，其净资产公允价值实际只有 4.92 亿元，但溢出的 20.08 亿元均为上市公司的“商誉包袱”。

2、标的资产业绩不达标，导致商誉地雷“爆炸”。2018 年 A 股实体企业商誉激增，导火索就是子公司业绩不达标，收购时产生的巨额商誉不得不进行减值计提，造成上市公司亏损。

金融界上市公司研究院

3、多元化盲目并购。企业在并购的时候盲目跟风，既没有清晰的并购策略，也没有适合自己的并购项目，往往什么热门跟风什么，最后收购的资产彼此间没有形成协同效应，造成资源的浪费。

4、并购过程中存在不规范行为，如内幕交易、虚假信息等。2018 年证监会处罚的内幕交易案件中有 57 起涉及并购重组事项。此类行为随着监管部门“重拳出击”的过程必将慢慢浮出水面，将受到监管严厉处罚。

实际上，监管部门对并购重组整体坚持开放的鼓励方向。第一章图 1-1-10 也显示了在监管部门鼓励政策下推动并购重组市场节节走高的趋势方向。2014 年《国务院关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见 》出台（俗称 14 号文），鼓励并购重组市场化方向、放松监管，中国并购重组市场迎来了一个明显的增长。2017 年末再融资新规收紧，以增发股份再融资购买资产的方式被抑制，因此，2018 年并购重组总家数明显下降。2019 年 10 月 18 日，中国证监会发布《关于修改〈上市公司重大资产重组管理办法〉的决定》。这是上市公司重大资产重组管理办法》的第四次修订，其中以开放创业板借壳为标志，预计将再度激发并购重组市场的活跃度。

西方发达经济体都经历过多轮“横向纵向交替、海内海外通吃”的产业并购过程。正是在这样的发展进程中，多个跨国“巨无霸”企业诞生。中国企业现在也开始走向海外并购之路，总体战略目标是做强做大，在这一轮全球产业竞争中占据高端价值链，力求推动企业的连续增长，那就必须要努力避免落入利润侵蚀的黑洞。本报告在撰写过程中就此问题与国内多位知名企业战略指导专家进行对话，总结了以下几条建议：

1、做好并购战略，切忌盲目并购。矽亚投资 CEO 张兰丁表示，当前很多企业对并购重组的逻辑并不清晰，这在实际执行过程中，很可能为企业带来不利影响。在当下这个时间点，企业应该冷静、理智、审慎，静下来将自身战略、组织、人员等发展逻辑梳理清楚。企业在真正并购时，首先需要明确自己的并购战略，即为什么要开展并购；其次，要有清晰的并购路径，即不同阶段要选择什么样的并购标的，为什么，以及做好并购扩张的内部准备；第三，应该将整合团队纳入并购体系当中。另外，在整合的过程中，被并购标的核心人员的保留尤为重要。第四，企业在设计并购交易结构的时候就要考虑到剥离策略，即万一并购失败该如何做，以降低并购失败可能对自身产生的不利影响。

2、做好投后的价值观整合。战略财务专家、美国管理会计师协会全球董事邹志英表示，在经济下行周期，要练好「内功」，做好组织建设、文化建设，以培训等方式提高中高层管理人员的职业化认知，确保他们的能力能够跟上企业的发展步骤。同时，要秉承工匠精神，真正做好自己的产品和服务。结合德国默克制药等国外知名企业并购经验，企业在并购前需要建立科学的「协同效应」量化模型，并以此为依据科学衡量并购前后的效应，确保「1+1 大于 2」的协同效应真正落地实施。在并购中，要有标准的并购流程和系统化的对接，包括文化的对接、组织的对

金融界上市公司研究院

接、业务的对接、战略的对接等。在并购后，要注重对并购标的的整合，即以怎样的心态来接纳被并购方，以及如何让被并购方更好地融入到并购方的文化中。

3、强化公司治理。优化上市公司的治理结构有助于企业并购绩效的提升。对外经济贸易大学李艺探等人在《公司治理对企业并购绩效的影响——基于中国 A 股市场的实证研究》中提出，具体而言，降低第一大股东持股比例、扩充董事会人数、董事长和总经理两职分离、加强管理层激励机制(提高管理层薪酬和持股比例)以及积极引进机构投资者等一系列公司治理手段都能够显著提高企业的并购绩效。

最后，总结上述内容，可以发现：企业增长背后的内部要素有四项——技术和经营要素、ESG 要素、风险控制要素和资本流动要素，相互咬合，共同作用，并且在经济宏观大势和行业中观变化趋势下，一起推动企业向着利润可持续增长的方向进发。

金融界上市公司研究院

第四章 化工行业增长观察

化工行业在中国经过 50 多年的发展，早已成为国民经济结构中的支柱产业。根据 2018 年年报数据，A 股实业企业中，化工行业的收入总和为所有行业之榜首。另外，由前文可知，化工行业企业进入和转出的数量都较为显著，产业结构已经发生了大幅改变。因此，本章选择化工行业进行观察。

化工是化学工业的简称。随着人类生活水平的不断提高，地球上天然存在的物质已难以满足人们的需求，运用化学的方法改变原有物质的组成与结构，从而产生的新物质，为其他多种产业提供生产原料。特别是当大规模石油炼制工业和石油化工蓬勃发展之后，化学工业具备了大规模生产能力，为人类增添大量物质财富，加快了人类社会发展的进程。由此可见，化工行业成为现代工业生产的基础，一个国家化工产业是否发达，直接决定了该国工业化水平的高低。

与信息产业、生物产业相比，化工是传统行业，早已度过了行业快速成长期进入平稳发展期，但是化工行业仍然是发达制造业“皇冠上的明珠”。在一百多年的发展历程中，作为全球大工业生产的支柱产业，化工行业经历过若干起伏。是什么推动或制约化工行业的发展？是复杂敏感的国际政治经济局势造成的国际原油价格波动？是各类新技术、新工艺的涌现，对该行业进行着改造和提升？实际上这些因素相互交织，左右着化工行业的发展走势。特别是随着中国部分垄断行业放开、民营资本加速涌入化工行业，中国化工行业规模化效益显著提升，大型炼化一体的化工企业屡屡涌现，在全球化工市场领域所占比重逐步提升，但与“化工强国”还有相当长的距离。中国化工行业怎样能够在这一轮产业全球竞争中脱颖而出？什么是化工企业发展的自身内驱动力？本章通过聚焦化工行业和 A 股化工板块上市公司，从多个视角揭示行业发展的趋势以及背后动因，并通过案例分析，力图展现化工行业内在的发展逻辑。

金融界上市公司研究院

第一节 化工行业整体发展观察

整体而言，化工产业是以石油、天然气以及煤炭等基础能源品为原料进行提炼后再进行精细加工得到的多种产品的组合，产品包括作为燃料的成品油，以及作为工业原料的化工产品，后者可以广泛应用于军用品和民用品的各类细分领域，如纺织、轻工、家电、农药、化肥、医疗设备、汽车零部件等产业。表 4-1-1 列出按照申万行业分类的化工业子行业，三级分类中共有 31 个细分子行业，是所有一级行业下细分子行业数量最多的。正是由于化工业终端产品的种类极其丰富、用途极为广泛，所以化工行业的产品市场需求规模极其庞大。

表 4-1-1 化工细分行业分类表

申万二级	申万三级
石油化工	石油贸易、石油加工

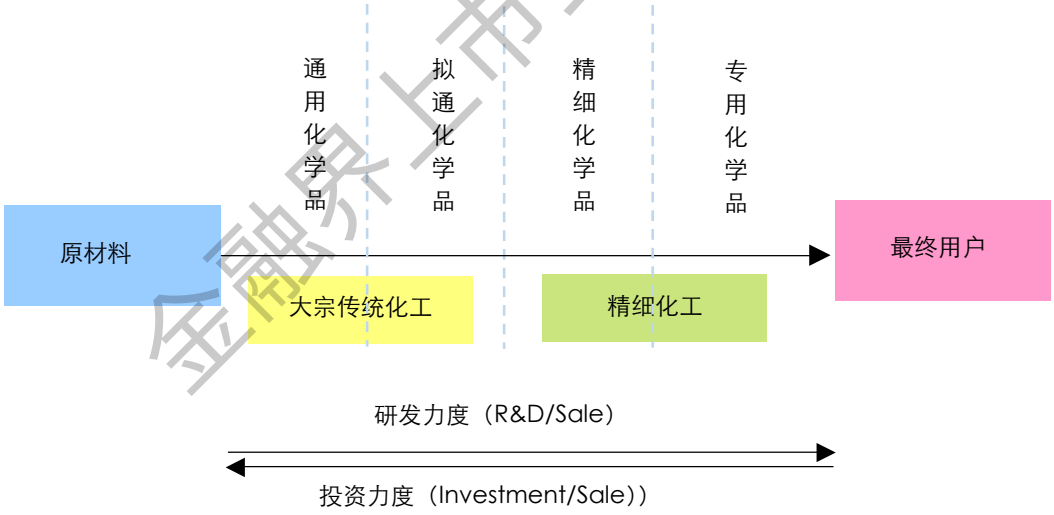
申万二级	申万三级
化学制品	涂料油漆油墨制造、日用化学产品、其他化学制品、农药、民爆用品、磷化工及磷酸盐、磷肥、聚氨酯、钾肥、复合肥、氟化工及制冷剂、纺织化学用品、氮肥、玻纤
化学原料	无机盐、其他化学原料、氯碱、纯碱
化学纤维	粘胶、维纶、其他纤维、涤纶、氨纶
塑料	其他塑料制品、合成革
	改性塑料
橡胶	轮胎
	其他橡胶制品
	炭黑

制表：金融界上市公司研究院 数据来源：巨灵财经

化工行业普遍把产业链上乙烯以上的行业叫做“炼油”，把乙烯以下行业叫做化工。此外根据兴业证券化工行业的研究成果，将化工业分为大宗传统化工和精细化工，后者包括精细化学品和专用化学品。

按照这一分类，越靠近原材料的化工产品越具有大宗传统化工属性，即能源依赖性强、投资比重大，上游度越高；越靠近终端用户的越具有精细化工属性，即上游度越低，其市场需求催生出的新产品层出不穷，产品附加值高，技术创新推动力显著。

图 4-1-1 化工产业链分类示意图



制图：金融界上市公司研究院 数据参考：兴业证券

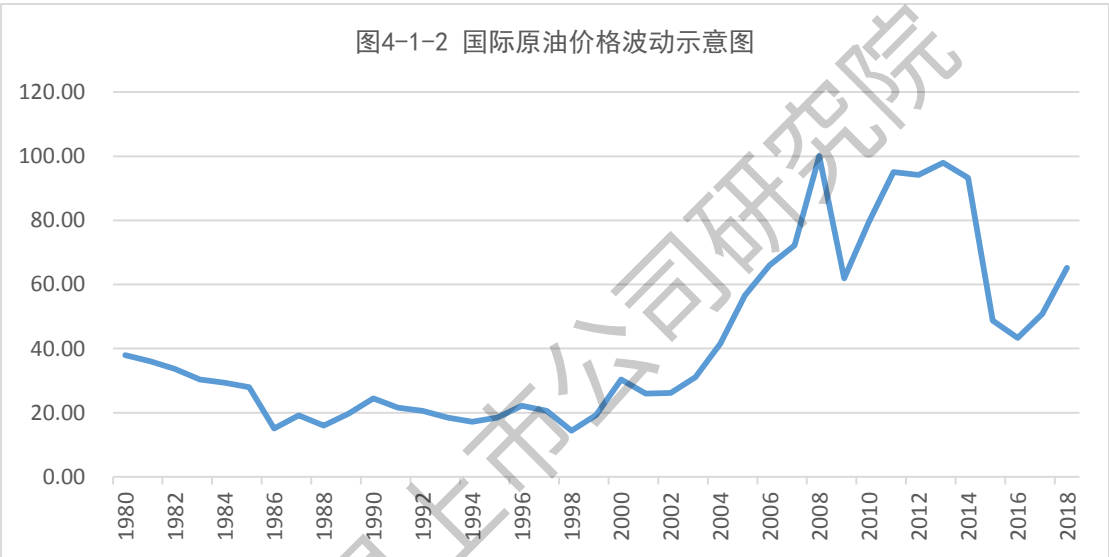
全球化工行业整体处于上升周期

当前全球化工行业正处于上升周期。根据媒体报道，国际知名市场分析机构 IHS Markit 高级副总裁 Dave Witte 在 2018 年 10 月发表研究成果，认为世界化学工业正享受着有记录以来最长的上升周期。基于强劲而稳定的市场需求，预计这一行业还将保持相对强劲的利润率。

金融界上市公司研究院

第一，原油价格低价运行为化工行业整体带来了利润空间。尽管化工业细分子行业众多，但是总体来说原油价格上涨是上游受益下游受累，油价下跌对下游行业的影响则受益者为多数。

影响油价的核心逻辑是以地缘政治影响下的供需基本面为主，尤其是当前全球经济需求不振的影响继续压制油价向上突破。2019 年 10 月 15 日，IMF 对 2019 年全球经济增速展望，再一次下调 0.2 个百分点至 3%，原油需求预计将继续受到压制，油价中枢水平预计同比回落。跟踪 1980 年以来的美国 WTI 原油现货价格可知，国际油价在 20 世纪最后 20 年里一直在 40 美元以下徘徊，进入 21 世纪之后油价突飞猛进，特别是在 2008 年全球经济危机时国际原油突破 100 美元大关，达到了历史上的最高点，此后经历两轮短暂的周期调整，目前正处于刚突破 60 美元的上升周期。



制图：金融界上市公司研究院　数据来源：美国 WTI 原油现货价格

第二，炼化一体化影响产业布局，产业结构更多地向下游调整。从全球来看，能源巨头越来越向下游化工品集中，而有实力的下游企业越来越向上游渗透，原本泾渭分明的产业上下游正在“混业经营”。前者如埃克森美孚把战略重点转向高附加值的化工产品，从而提高公司整体盈利能力，后者如恒盛石化由下游纺织企业向上游发展最终贯穿行业全产业链。

炼化一体化指的不再是传统的炼油乙烯一体化模式，而是指炼油与石油化工物料互供、能量资源和公用工程共享的一种综合紧密的一体化，成为国内外炼油企业优化资源配置、降低投资和生产成本、提升产品附加值、加快转型升级、提高盈利水平的战略选择。对于炼油企业来说，向下游扩张的原因在于全球成品油市场逐渐过剩，炼油业务毛利相对较低，下游精细化工的利润率更高；对化工企业来说，向上游溯源可以更好的控制成本，产品多样化，适应性更强，从资产回报率来看将更具竞争力。

金融界上市公司研究院

中国化工行业发展特点

中国目前已经是全球最大的化工生产国和消费国。当前，中国化工产业的结构调整和升级改造速度在加快，从过去的增量为主进入做优存量、做强增量的深度调整期。从外部环境来看，中国化工行业主要受到国内外经济形势影响供需、国内产业政策影响布局，从内部因素分析，主要包括大规模工业化提升生产效率、技术创新与高端研发能力增厚行业利润和产品竞争力。几方合力共同作用下，勾勒出中国化工行业的整体发展特点。本部分重点分析外部因素，在第三节将结合典型案例重点分析内部因素。

从全球局势看，经济整体走势疲软，国际地缘政治领域里多个干扰因素，如英国退出欧盟、中美贸易争端、伊朗问题等，造成能源供应价格波动；从国内形势看，2016 年以来，环保供给侧改革加快，许多能源消耗产业的落后产能加速退出，与此同时叠加油价底部回升至温和状态，制造业 PMI 指数得以保持较高水平，许多大宗周期品价格暴涨，化工行业营收及盈利水平大幅提升。

而 2018 年下半年以来，PMI 呈下降趋势，内部需求疲软，零售、汽车、空调等消费数据下滑，叠加外部中美贸易摩擦扰动，中国面临经济周期和金融周期双下行挑战，经济增长新动能不足，需求不旺导致的大宗化工品价格处于下跌区间，使得化工行业景气度蒙上阴尘。

外部环境的疲软要求必须采取积极的产业政策。一方面从 2010 年开始向民营资本开放了上游石油化工领域，越来越多具有活力和商业敏感性的民间资本由下游向上游溯源，另一方面国家不断出台严格的环保、安全政策，淘汰落后产能，鼓励大型化工集团走“炼化一体化”道路。从下游向上游追溯的企业，可以通过全产业链模式控制成本，由上游向下游扩张的企业则可以开拓更多元化、精细化、高利润的化工产品。“双管齐下”的产业政策将开放、竞争、技术创新作为了行业转型的主线。

近期山东地炼 9 家企业宣布减少常规产能 2500 万吨/年，就是一次由政府主导自上而下的、由上游向下游扩张的转型。业内人士对此指出，此次转型中，有实力的炼厂将通过改善装置、延伸产业链等方式加速一体化进程，而一些自身实力不够的炼厂，装置规模难以配套下游化工装置，走整合转型路线，而那些加工能力小、甚至没有原油加工能力的小炼厂，产品单一、资质不全、技术落后必将在市场竞争中淘汰或者被收购。这也意味着技术能力、改造能力、产业链延伸能力、规模效应等都将成为化工行业为例的制胜法宝，未来化工行业必将向着产能集中、全产业链的趋势发展。

A 股化工行业增长变化

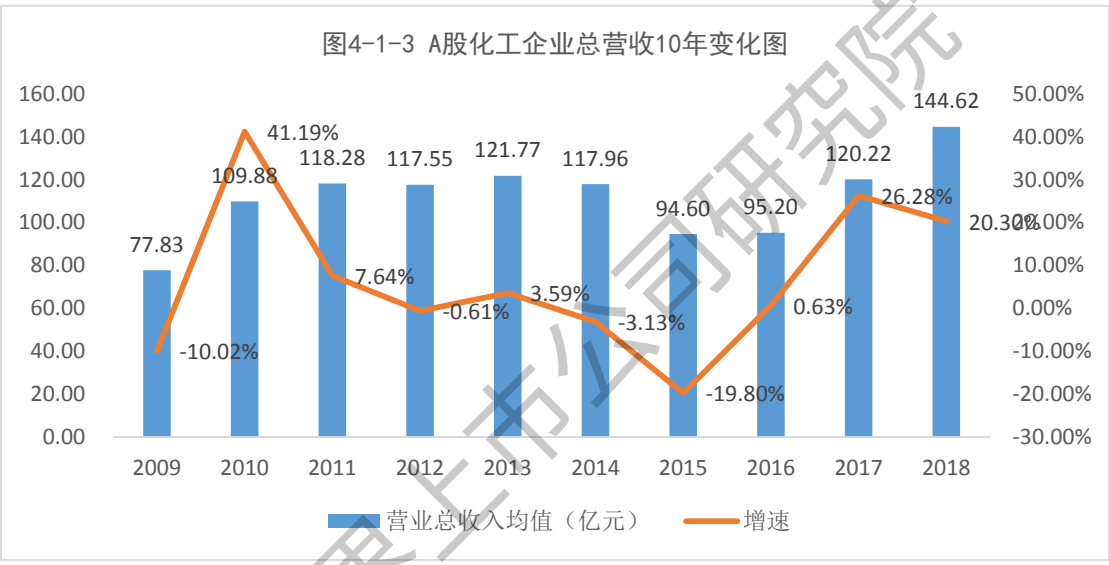
化工板块扩容加快，细分行业差距很大，新增产能上游度下降趋势明显。从对 A 股化工板块 10 年来的化工企业数量追踪分析可知，石油化工企业从 15 家变成 17 家，仅增加 2 家，化学

金融界上市公司研究院

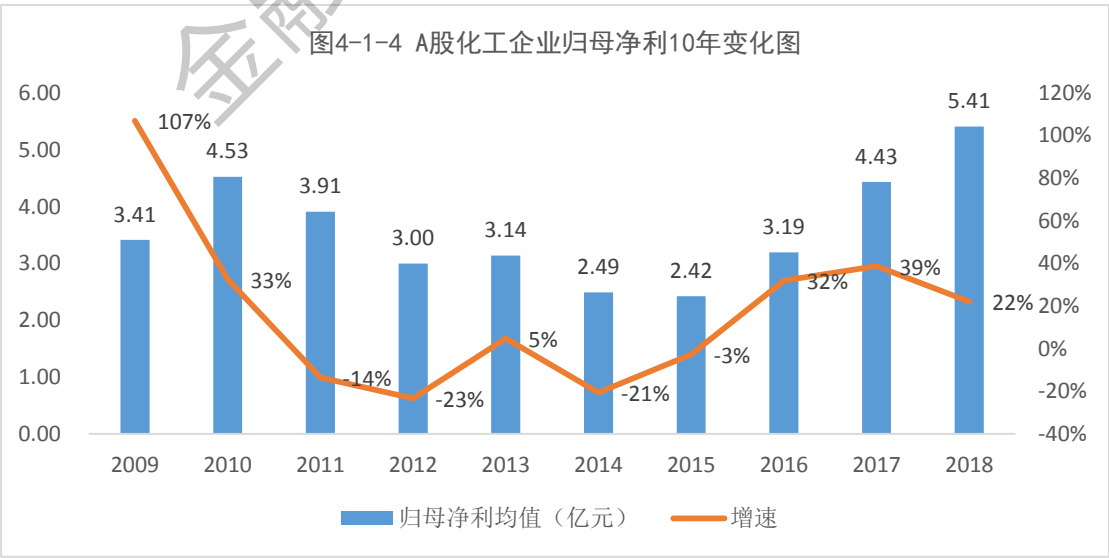
原料企业从 34 家变成 35 家，仅增加 1 家，其他细分市场的企业总数增长也只在 10 家左右，而化学制品则从 57 家增长到 205 家。这一数据有力地证明了化工行业正远离上游，向下游集中。

此外值得注意的是，从 2014 年以来，有 31 家化工企业通过并购、重组多种方式脱离了化工主业，转为营销、传媒、医药等其他行业。这也说明部分化工企业业绩较差，不得不通过资本市场出清原有资产，转换赛道。行业有进入的同时也伴随着淘汰出局，意味着行业的竞争更加激烈。

化工行业规模增长显著。在石化领域向民营资本开放以来的 10 年间，对 A 股化工板块统计显示，营业总收入 10 年复合增长率达到 13%，净利复合增长率达到 15%，资产复合增长率 5%。从子行业来看，营收涨幅和净利涨幅最大的都是化学纤维，10 年复合增长率分别达到 24%和 25%。



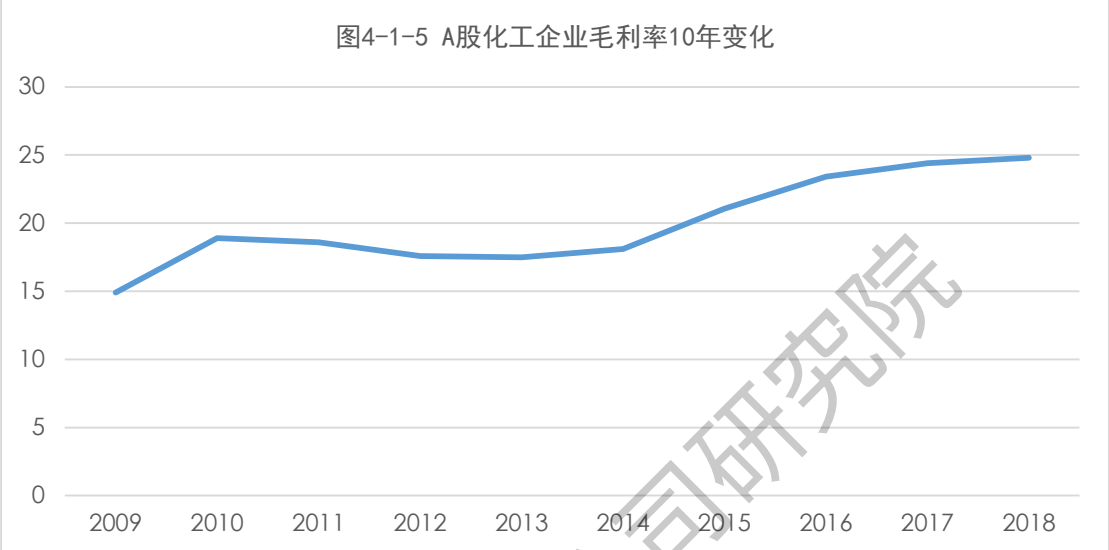
制图：金融界上市公司研究院　数据来源：巨灵财经



制图：金融界上市公司研究院　数据来源：巨灵财经

金融界上市公司研究院

毛利率先抑后扬，逐渐上升。从最近 10 年来看，如图 4-1-5 所示，化工行业毛利率从 15%的行业低点逐渐走高，特别是经过 2010 年-2013 年的盘整期，在 2014 年开始进入上升通道。这一时间点正好契合于国际原油价格在 2014 年位于向下拐点处。此外，新建裂解装置费用的大幅下滑，新建化工产能向下游利润更高的精细化工方向转移，均导致化工板块毛利率呈现逐步走高的态势。



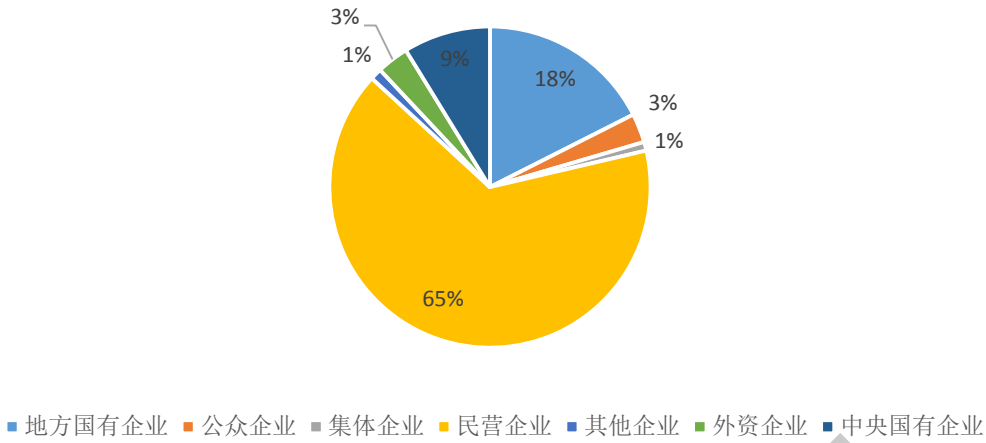
制图：金融界上市公司研究院　数据来源：巨灵财经

化工业产业资本结构发生改变。随着垄断行业越来越被打破，民营企业进入推高行业整体活力。数据显示，2018 年中国炼油市场格局中，中石油、中石化分别占 25.45%、32.25%，民营企业占比则达 33.54%，份额高于中石油、中石化。

通过对比图 4-1-6 和图 4-1-7 也可以看出，2009 年 A 股化工业上市公司的绝对主力是地方国有企业，民营企业占比只有 31%；而到 2019 年，A 股上市公司中民企占比达 65%，远超国有资本的比例。

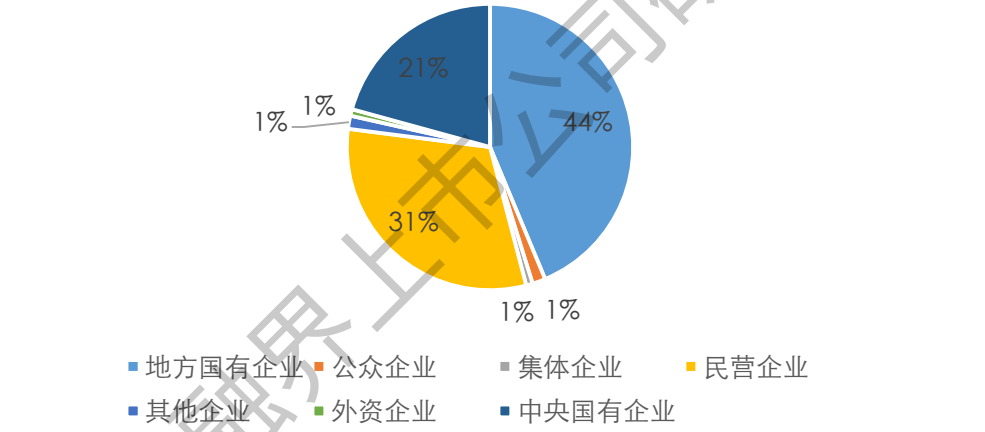
金融界上市公司研究院

图4-1-6 2019年A股化工上市公司属性结构



制图：金融界上市公司研究院　数据来源：巨灵财经

图4-1-7 2009年A股化工行业上市公司属性结构



制图：金融界上市公司研究院　数据来源：巨灵财经

金融界上市公司研究院

第二节 化工行业典型增长案例分析

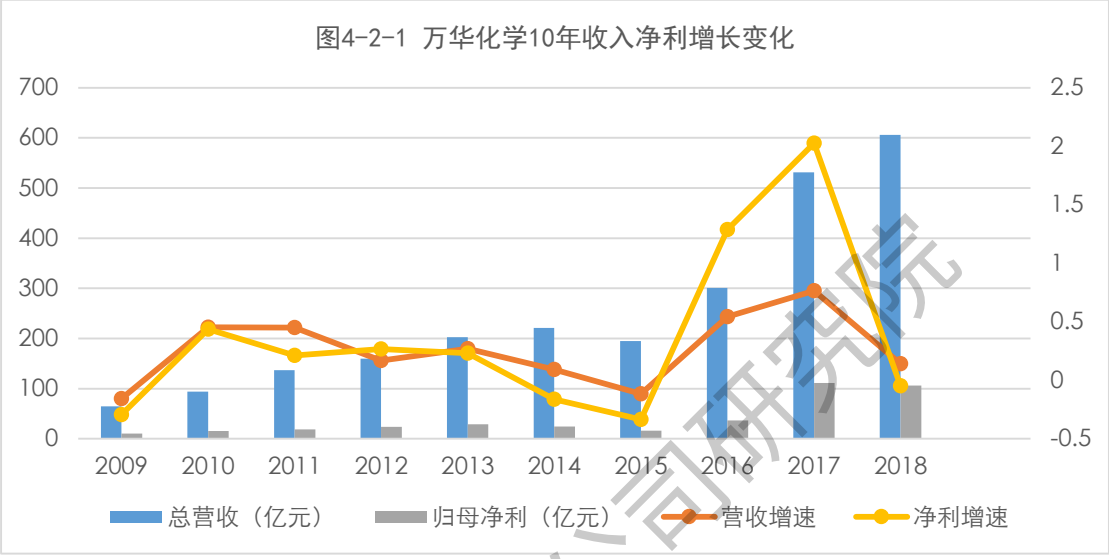
万华化学：“炼化一体化”的科技研发驱动样本

概述：万华化学（600309.SH）是目前国内市值第二大的化工业上市公司（按照申万行业分类），属于化学制品细分领域聚氨酯行业。公司实际控制人是是山东省国资委，是山东地方国有炼化企业中的佼佼者。其发展过程就是地方国有化工企业从下游向上游追溯，反过来又在下游不断扩大产品类别、寻求新产品制高点的过程。

公司成立于 1998 年，2001 年上市。2011 年收购匈牙利博苏化学，迈开全球化战略第一步。2013 年，为实现“中国万华向全球万华转变，万华聚氨酯向万华化学转变”的战略，公司正式

更名为“万华化学集团股份有限公司”。目前，万华化学在全国拥有多个研发和生产基地，在美国、日本等十余个国家和地区均设有法人公司和办事处。产品业务涉及聚氨酯、石化领域，以及水性涂料树脂和 ADI 表面材料、特种化学品等领域。

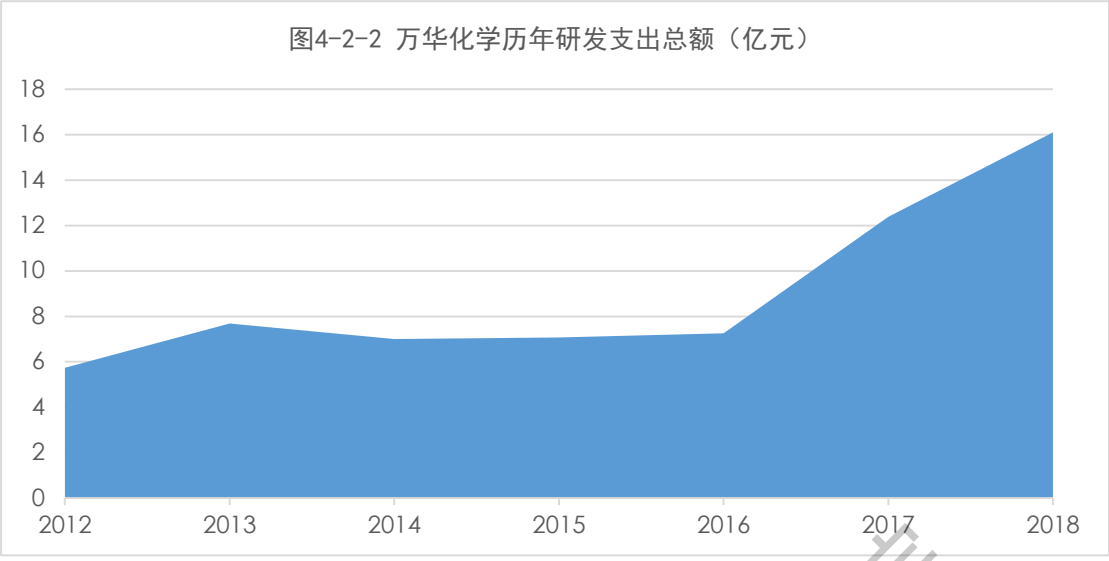
主营业务：公司业务涵盖 MDI、TDI、聚醚多元醇等聚氨酯产业集群，丙烯酸及酯、环氧丙烷等石化产业集群，水性 PUD、PA 乳液、TPU、ADI 系列等功能化学品及材料产业集群。



制图：金融界上市公司研究院　数据来源：巨灵财经

从业务比例来看，聚氨酯系列产品收入比例最高，为 51%，石油化工占比 32%，精细化工和新材料占比 9.4%。从其近 10 年发展过程来看，从 2011 年起，万华化学的收入和净利开始有比较明显的增长，特别是在 2013 年，万华化学向上游石化领域进军结出硕果，实现产业链从下游向上游的扩张；2015 年收入进行结构调整明显，之后从 2016 年开始继续出现较大幅度的增长，特别是 2017 年新材料业务开始大幅贡献利润，高毛利帮助其穿越 2017-2018 年的经济调整期。

金融界上市公司研究院



制图：金融界上市公司研究院 数据来源：巨灵财经

未来趋势：万华化学是中国地方国有石化企业“炼化一体”的典型样本。其秉承以技术创新为核心，以资本运作为辅助手段，围绕高技术、高附加值的化工新材料领域实施一体化、精细化和低成本的发展战略，在当前中国化工上市公司中独树一帜。特别是从未来成长性来看，其业绩动力将来自于正在全力打造的新材料业务。新材料业务一旦发展壮大，将打破空间与资源对万华业绩增长的束缚，并削弱大宗品周期波动对业绩的影响。东方证券化工业首席研究员赵晨认为，万华研发投入增长与新材料毛利涨幅一致，这意味着万华新材料业务有望依靠不断加大的研发投入来持续增长。此外，截至 2018 年，万华的专利申请中材料、涂料胶黏剂、专用化学品的专利申请量占到总量的 40%以上，再加上功能化学品，这四个领域将成为万华未来的发展方向。

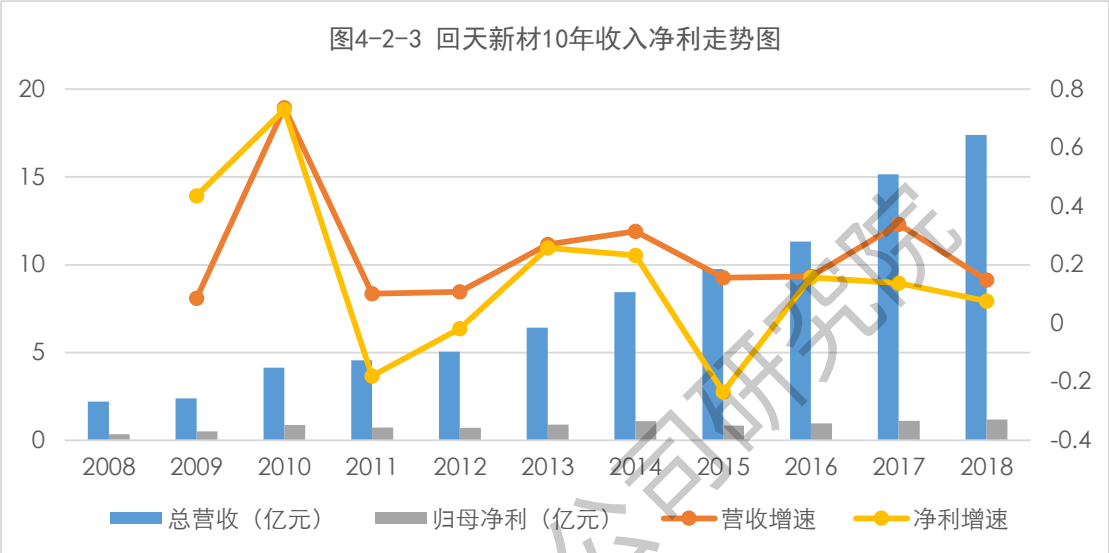
回天新材：打赢“进口替代”这一仗

概述：回天新材（300041.SZ）是一家有着四十余年历史、专门从事胶粘新材料研发与生产的民营高科技企业。它从湖北的一家濒临倒闭的科研院所改制而来，其自身发展壮大的过程，就是与跨国公司巨头的市场竞争中不断研发新品、不断进口替代的过程，目前已经是国内最大的粘胶剂生产与研发企业，也是中国高端专用化学材料领域最具有自主研发能力的企业之一。

公司主营业务为胶粘剂行业。胶粘剂是被称作“工业味精”，被广泛应用于工业生产的诸多领域，且竞争壁垒较高，相对于其他专用化学品，毛利率较高。但是改革开放早期阶段，高附加值的胶粘产品领域，如汽车制造及维修、高铁轻轨、电子电器、新能源等领域一直被国际巨头垄断，中国企业绝大多数只能占据低端产品市场份额。在近年来经济全球化、“中国智造”崛起的背景下，胶粘剂行业的竞争与技术交流促进国内企业不断加大研发投入，提升生产技术水平，胶粘剂产品性能也在持续提升，使得国内企业的竞争力显著增强。在部分中高端产品细分市场上，国内产品的部分指标已接近或达到国际同类产品水平。原先主要依赖国外品牌，现今国产胶粘剂正以其显著的性价比优势在各个应用领域逐步替代进口产品。

金融界上市公司研究院

主营业务：按照产品种类分类来看，回天新材有机硅胶产品收入占比 54%，聚氨酯产品占比 16.7%，其他胶类产品 7.8%。拥有有机硅胶、聚氨酯胶和其他胶类产品的产能分别为 5 万吨、3 万吨、0.5 万吨。从连续 10 年的经营数据来看，回天新材的主营业务持续快速成长。2017 年，回天开始向华为提供电子产品用粘胶。2018 年中美贸易摩擦加剧，华为随之加快了供货商国产替代的节奏。回天专门设立了通信事业部服务华为项目，向华为相关产品配套提供服务，新产品导入加速，PUR、硅胶、环氧胶、UV 胶等 50 余款产品对接，部分产品通过验证测试。



制图：金融界上市公司研究院　数据来源：巨灵财经

除了通信电子领域之外，公司产品在轨道交通、乘用车、新能源等行业也与一系列标杆客户进行更多的合作，客户结构、产品结构持续优化调整，高端胶粘剂占比大幅提升。此外，从海外市场来看，回天新材目前布局主要集中于东南亚、南亚、中东等地区的光伏、软包装、汽车维修、电子等行业，“一带一路”国家的外贸业务高速发展也将助推公司整体盈利能力提高。

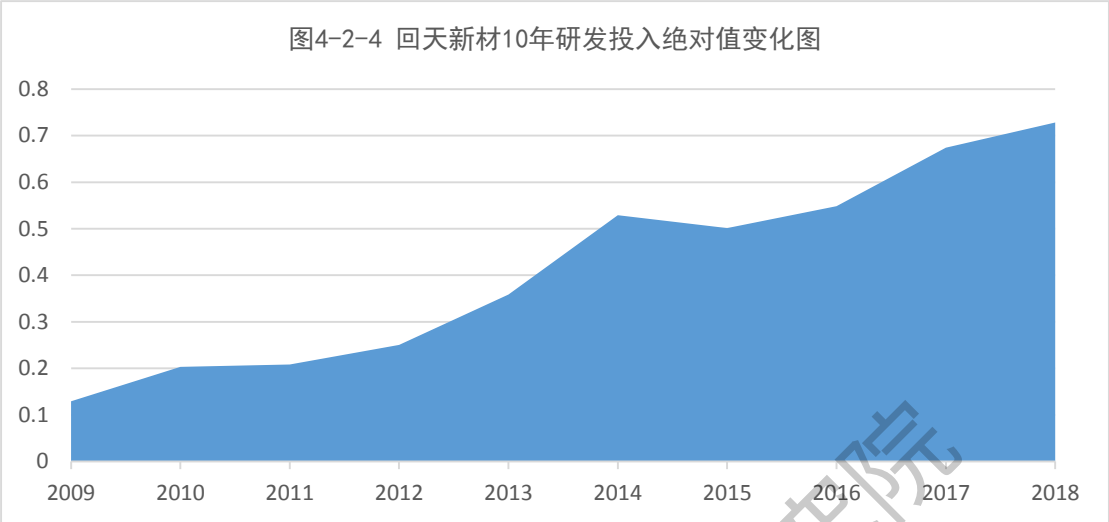
未来趋势：伴随着我国工业产值和工业产品需求的快速增长，以及全球胶粘剂企业的生产与消费中心逐渐向我国转移，中国已跨入世界胶粘剂与密封剂生产和消费大国，约占全球市场的三分之一，约占亚太市场的三分之二。特别值得注意的是，随着当前中美贸易摩擦的升级，部分电子产品生产企业遭到国外巨头断供，则为胶粘剂企业实现“进口替代”提供了绝佳时机。

2019 年三季报，回天新材宣布成为华为手机用胶的供货商，在电子产品用胶市场的份额快速提升，并预计随着与华为后续合作产品的深入供货，回天新材有望扩大供货份额和产品应用范围，促进业绩进一步提升。

回天新材之所以能够在承接高端产品方面做到游刃有余，主要原因在于科研成果转化为工业生产的能力较强。它是国内工程胶粘剂行业中研发品种最丰富的企业，近三年平均研发费用投入占营业收入的比例为 4.45%，研发支出总额 10 年间增长了 6 倍。截至 2019 年上半年，公司

金融界上市公司研究院

及子公司拥有 141 项授权专利权，其中发明专利 63 项、实用新型专利 63 项、外观设计专利 15 项，并已获受理发明专利 61 项。



制图：金融界上市公司研究院　数据来源：巨灵财经

综上所述，回天新材以自有技术创新研发占据了“进口替代”细分行业中的领先优势。进口替代也是技术升级从而带动市场升级的一种典型方式，替代品种不断增加、替代领域从中低端向中高端进行扩散，这一特点在我国化工行业生产成本低、下游市场容量大且升级能力强的产业比较优势中发挥得更为淋漓尽致。加之国家政策越发向战略性、关键性材料的国产替代方面倾斜，越来越多的资本也将由于逐利因素而介入这一领域，最终将加速“进口替代”细分领域里龙头企业集中与发展。

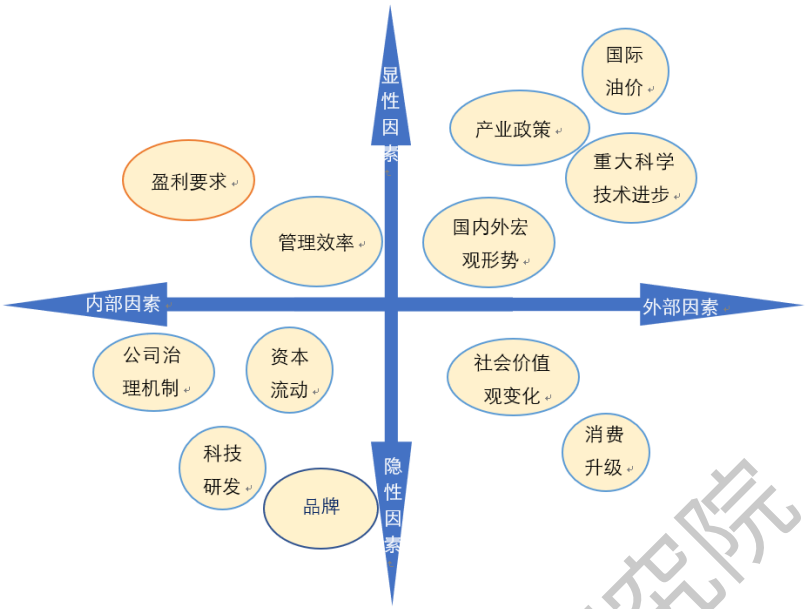
第三节 化工行业增长动因及启示

化工行业增长动因分析

上述两个案例都是化工业中成功转型升级实现增长的企业。结合前面的行业分析、A 股全样本分析，我们可以把影响企业增长的因素抽象出来，按照内部因素与外部因素、显性因素隐形因素的分布，得到下图：

金融界上市公司研究院

4-3-1 化工行业增长影响因素象限图



制图：金融界上市公司研究院　数据来源：巨灵财经

图 4-3-1 中，第 I 象限、第 II 象限的因素我们在前文已经详细讨论过，而不那么显现在外部的，需要深入挖掘的因素则分布在第 III 象限与第 IV 象限，我们在此处重点分析。

从第 IV 象限来看，主要是社会价值观念的变化与消费升级的拉动。这两点体现在化工行业都非常明显，前者是国际社会已达成“气候与环境问题关乎全人类福祉”的共识，社会责任投资成为投资的重要选择，中国作为最大的发展中国家必须减少温室气体排放，成为国内环保与节能减排政策倒逼的源头，这就从供应端钳住了行业发展的方向；而人类对美好生活的向往推动着消费水平不断提升，对新合成物质的不断的需求则拉动着行业向下游不断延长。

中国当前正在执行史上最严格的的环保与安全监管政策，以此倒逼企业淘汰落后装置和工艺，导致化工业增长方式的转变。清洁能源的消费是大势所趋，成品油在传统的能源消费结构中所占比例必然要降低，大宗产品产能将大于需求，因此将向下游精细化工转移产能，由此提升中国化工产业的精细化率，相应地也将大幅提升产业利润空间。

消费升级拉动。随着居民收入增长、消费水平提高，对化学制品的需求逐步升级。此外制造业等级提升，对与工业配套原材料的化学制品提出了更高的品种与性能的要求。因此，需求的多样性导致化工产业必须要加快技术与工艺上的自我革新。而且下游行业技术壁垒高，产品附加值高，需求量和价格波动较小，给行业带来的利润空间更丰厚。

表 4-3-1 化工业部分下游所需产品表

消费领域	升级方向	精细化工相关领域
服装	舒适、美观、耐用	化纤、染料、印染助剂、聚氨酯制品（氨纶、人革浆料、鞋底原液）
汽车	节能、安全、舒适	改性塑料、聚氨酯制品（软泡、弹性体）

金融界上市公司研究院

电子电器	性能提升、耐用	电子化学品（胶粘剂、液晶材料、有机硅材料等）、聚氨酯硬泡等
食品	安全、环保	农药、饲料添加剂
家具	经济、耐用	聚氨酯制品（软泡、弹性体）等
新能源	性能实现或提升	晶硅切割液、六氟磷酸锂等
高铁	安全、性能提升	减水剂聚醚、胶粘剂、涂料
建筑节能	节能、经济、耐用	聚氨酯硬泡、涂料等
其他		水处理剂、造纸化学品、表面活性剂

制表：金融界上市公司研究院　数据来源：巨灵财经

再来看第 III 象限，与企业经营成果与管理效率所表现出来的显性结果相对应的是，技术创新与高端研发能力、品牌效应增厚行业利润和产品竞争力，治理机制确保健康发展的基石，资本自由地逐利和竞争提升了行业活力，这些因素就如同企业内部的血脉，贯通了企业生命的周期。

化工业是技术推动性行业，正在朝着高度细化、高度复合、定制生产的方向迅速发展。当前的最新技术趋势是将传统化工与新材料、生物技术等结合，开辟了化工新材料、高端专用化学品、生物化工、现代煤化工等领域。在这些领域中的某一些细分领域，中国企业正由原先的单一成本优势，逐渐向综合优势转移。特别是一些优秀的中国化工企业经过多年技术积累，已经在某一细分领域实现了技术突破，达到与国际化工巨头相媲美的水平，迅速抢占国外企业在国内高端市场的份额，实现了进口替代。

企业的领先程度取决于其技术优势，即必须对其掌握的先进工艺路线、新产品的开发能力、工艺路线进行持续改进，只有具备了这些技术能力，才能生产出性能独特的、高质量的化工产品，同时还需要采取节能环保和循环利用的生产手段降低成本，以及丰富的新产品储备。杜邦等国际化工巨头都是技术突破型企业的典型，创新是实现其持续成长的主要驱动力之一。

从企业发展的阶段性来说，达到一定规模水平后，企业的业绩增长进入一个稳定的瓶颈期，能否继续向上突破则与管理机制息息相关。特别是公司内部的治理机制，是确保企业战略方向正确、执行正确以及基本理念正确的基石。在这方面，拥有优秀敬业的管理团队，采取了良好的激励和约束机制，才是激发企业不断爆发内驱力的“动力源”。截止 2019 年 10 月 27 日，A 股化工上市公司共有 107 家实行了股权激励，其中有 96 家为民营企业，占全部民营化工企业的 42%。

民营资本的介入，对中国化工行业格局的影响深远。以乙烯为分界线，化工产业链的上游包括从开采原油到提炼加工成品油和乙烯最终再到销售。原有格局是由中国石油、中国石化和中国海油三大石油公司基本垄断了这一链条，民营经济只能在乙烯以下的化工领域，上游的垄断必然导致民营企业的成本高居不下。

实际上，石化行业对民营资本开放是一条漫长而曲折的道路。早在 2005 年，国务院就出台了《关于鼓励支持和引导个体私营经济等非公有制经济发展的若干意见》（通称“非公经济 36 条”），明确石化领域对非公经济开放，但是在关健领域和关健环节，民营企业仍然难以获得油源。

金融界上市公司研究院

2010 年，国务院又发布了《关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》（通称“新 36 条”），其中第八条明确“鼓励民间资本参与石油天然气建设，支持民间资本进入油气勘探开发领域，支持民间资本参股建设原油、天然气、成品油的储运和管道输送设施及网络。”

目前，民营资本进入石化上游各环节，包括勘探、开采、炼化、仓储、销售以及进出口经营。2010 年全部 A 股化工上市公司中，石油化工公司的数量仅为 9 家，民营公司仅有 4 家；而 2018 年，石油化工领域上市公司数量增长至 16 家，民营公司数量达到 8 家。又如恒力石化建成国内首家 2000 万吨级别炼油企业，打破了之前国企主导、民营紧跟的炼油格局。

民营资本介入的最真实力量在于引入了充分竞争，只有竞争才能够提高整个行业资源配置效率和劳动生产率，推动行业转型升级、健康稳定发展。正是资本的开放使恒力石化这样的民营资本，从下游进入石化垄断上游，不仅有利于贯穿产业链条，主动控制成本，更大的意义在于加速培育一批炼化一体的大型化工集团，参与国际竞争。这对转变化工行业增长方式、促进行业健康发展意义重大。从石油化工行业开放垄断所积累的经验，也必将对下一步加快开放步伐，建立更有效率的多元化市场体系和公平竞争的格局带来更多借鉴意义。

中国化工行业发展展望与建议

中国化工业产能过剩

从中长期的国际供需关系来看，乐观的估计认为，全球贸易摩擦短期结束，未来中长期全球化工产品需求年均增长率约为 4%，绝大部分增长来自于发展中国家，其中 2/3 来自亚太地区。王红秋的研究认为（《中国石化》2018 年第 2 期 26 页），增长的主要原因是全球中国产阶级阶层的扩大，预计到 2040 年，印度和中国的中产阶级将分别达到 10 亿人以上。

但是从短期的国内供需关系来看，一方面中国炼油能力持续上升，整体产能过剩。2018 年，我国原油一次加工能力达 8.3 亿吨，但全年原油加工量仅 6 亿吨，产能过剩现象较为严重。此外，表 4-3-2 显示，2019-2020 年行业新增大型产能较多，更加剧了淘汰落后产能任务的艰巨；另一方面，乙烯、对二甲苯等大宗基础化工原料进口量巨大，工程塑料、高性能树脂等高端下游产品仍依赖于进口。实际上，上述情况反映出中国化工业结构性矛盾突出，转型升级迫在眉睫。

表 4-3-2 新增产能一览表

新项目名称	属性	原油	乙烯
中石化海南炼油化工有限公司 100 万吨/年乙烯	央企	1300	100
中国兵器工业集团公司精细化工及 1500 万吨/年原料工程项目	央企	1500	100
中化泉州 100 万吨/年乙烯及炼油改扩建项目	央企	1500	100
中委广东石化 2000 万吨/年重油加工工程	央企	2000	120
北方华锦化学工业集团有限公司现有基地	民营	500	
中石化燕山石化曹妃甸 1200 万吨/年炼化一体化项目	合资	1200	200
中科合资广东 1500 万吨/年炼化一体化项目	合资	1000	80

金融界上市公司研究院

新项目名称	属性	原油	乙烯
中国石油-沙特阿美合资云南 1300 万吨/年炼油项目	合资	1300	150
中国石化洛阳分公司 1800 万吨年炼油扩能改造工程	央企	1800	
唐山旭阳 1500 万吨/年炼化一体化项目	央企	1500	120
河北新华联合石化 2000 万吨/年炼化一体化项目	合资	2000	80
南山裕龙 4000 万吨炼化一体化	合资	4000	120

制表：金融界上市公司研究院 数据来源：巨灵财经

化工业转型的必由之路是提高炼化一体化水平，通过向上游和下游的贯通，以此提升集团整体利润率。但是即使毛利率提高、利润空间拓展，相对国内需求来说仍有大量产能过剩。

为此，中国化工企业必须加快走出去步伐，积极寻找海外产能基地以及市场，主动消化国内过剩的产能。例如恒逸石化、恒源石化等为代表的民营石化企业已经开始在海外实施某些炼化项目，进入国际化发展阶段，参与国际竞争。

“一带一路”将成为中国化工业的重要机遇

“一带一路”沿线 64 个国家（不包括中国，下同）人口约占世界的 44%，但是 GDP 仅占世界的 16%，未来经济发展潜力和市场发展空间巨大，深入分析研究“一带一路”沿线国家炼化产业发展状况及其市场环境，探讨我国与“一带一路”沿线国家炼化产业的合作机会，具有重要的现实意义。

综合来看，“一带一路”沿线国家具有更为明显的资源优势或市场优势，有强烈的意愿将资源优势或市场优势转化为产业优势，积极延伸炼化产业链。特别在“一带一路”所代表中国“外交路线”、中国“朋友圈”之内，“一带一路”国家对中国的做法相对更容易接受和理解，也更愿意走向合作，实现优势互补，有利于打造双赢的利益共同体。

中国工程院曹湘洪院士认为，“一带一路”给中国化工产业带来的机遇在于：

1）互补性较强。中国化工业拥有“中国设计、中国制造、中国建造”的生产优势，拥有“中国储蓄、中国投资、中国储备”的经济优势，能够为千万吨级炼油、百万吨级乙烯 / 芳烃等大型工程提供从技术许可、工艺包设计到开车试运行的全流程服务；而“一带一路”沿线国家具有明显的资源优势或市场优势，希望将资源优势或市场优势转化为产业优势，积极延伸炼化产业链。通过合作，实现优势互补，把中国的炼化技术、装备制造和工程建设等优势与资源国相结合，将中国的金融优势与沿线国家的资源开发、市场培育相结合，打造双赢的利益共同体。

2）部分沿线国家的资源优势明显，市场合作空间较大，未来炼化产能的增长潜力大，我国炼化企业参与该地区炼化工程建设的前景较好。

3）沿线国家发展炼化产业的愿望强烈，或者积极延伸炼化产业链摆脱过于依赖原油开采业的格局，或者发展炼化产业满足国内市场需求。

金融界上市公司研究院

发展建议

得益于完整的产业链与广阔的需求空间，中国化工行业的技术进步和精细化程度得到了大幅提升。但从国际经验来看，目前中国化工业的精细化率仍然存在很大的提升空间。美国、欧盟和日本等国已达 60%-70%，精细和专用化学品是化工行业的核心。而中国仅为 40%，相当于美国 20 世纪 80 年代水平。此外，中国在基础大宗化工品领域具有明显优势，但在中高端专业化工领域的基础却十分薄弱，许多高端材料必须依赖进口，例如半导体产业链中的关键材料光刻胶，必须依赖进口，这成为制约中国半导体行业发展的瓶颈。

中国是化工大国，但距离化工强国的道路依然漫长。在前面的分析中，我们充分论证，打破垄断、鼓励竞争的产业政策，鼓励科技研发投入、品牌营销、资本介入的引导方向，鼓励炼化一体的生产组织方式，都在逐步提升中国化工业的整体水平和全球竞争力。展望未来，中国化工企业将更深度参与全球化工高端领域的竞争，为此我们从企业微观层面参与国际竞争提出以下建议：

建议 1：集中优势兵力，各个突破，而不应急于在发展初期就贪大求全。当前应该将更大的投入集中向精细化工和专业化工下游领域的某些“卡脖子”的新材料研发，比如半导体产业链、新型显示材料等。合适的发展路线为：在细分领域里深耕小型特色公司，持续发展成为领先企业——向产业链上下游延伸或横向发展关联产品群，建立产品多样化的中型公司——在上游、中游、下游分别找到优势定位之后联合成为大型化工集团。

建议 2：在利用“一带一路”机会“走出去”的过程中，中国化工企业要更加注重策略，不要单打独斗，而要报团取暖；不要互相拆台，而要彼此补台。不要重蹈中国高铁、工程机械等行业在早期海外市场开拓时“自己人打价格战”的覆辙，而是要借鉴当年日本企业、韩国企业到中国的经验，形成战略价格同盟，团结一致对外，才能够在国际竞争中处于优势地位。

建议 3：化工企业要更加注重 ESG 要素和品牌营销要素对企业盈利能力的影响。中国企业习惯于“做得多说得少”。但是在全球化阶段，这样的做法难免会“吃亏”。在企业“出海”与“一带一路”项目进行中，中国化工企业一定要旗帜鲜明、积极主动地将自己在自然环境、社会环境、公司治理以及科技研发方面的性的和效果及时宣讲，形成良好口碑和品牌效应。

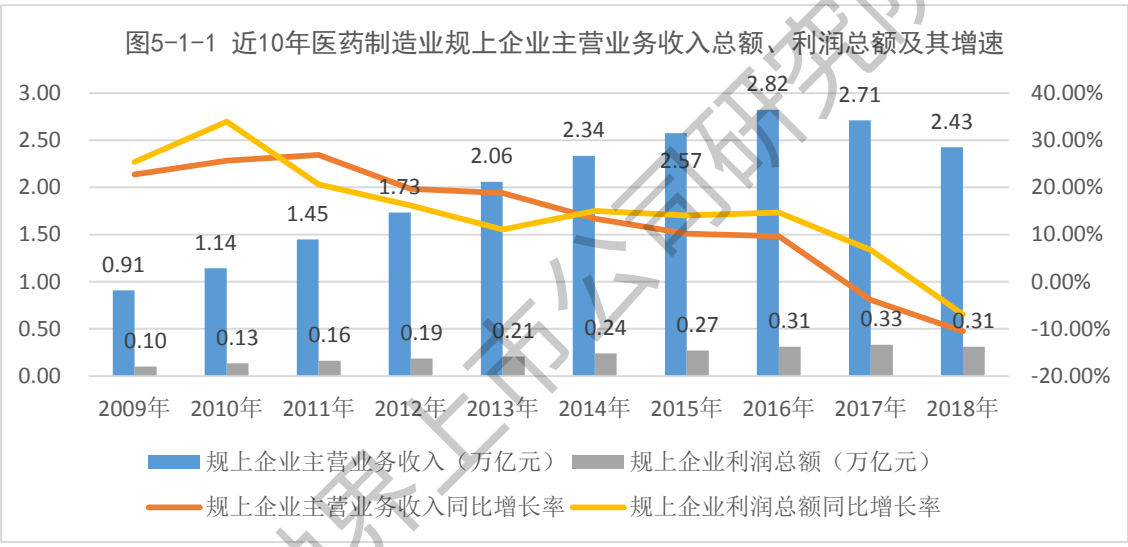
金融界上市公司研究院

第五章 医药生物行业增长观察

正如前文所述，医药生物行业是 A 股实业企业中净利润和扣非净利润连续增长企业数量最多的行业。就行业本身而言，在近 10 年中整体保持了较高的增长速度。因此，本章选取医药生物行业进行观察。医药行业是对政策依赖较强的行业，本章主要从行业政策及影响、行业内企业整体增长情况、典型增长案例以及增长的驱动力和启示等方面进行阐述和分析，希望能够为正处在转型升级中的医药企业以及致力于医药领域投资的投资者提供一些启发与参考。

第一节 医药生物行业整体发展观察

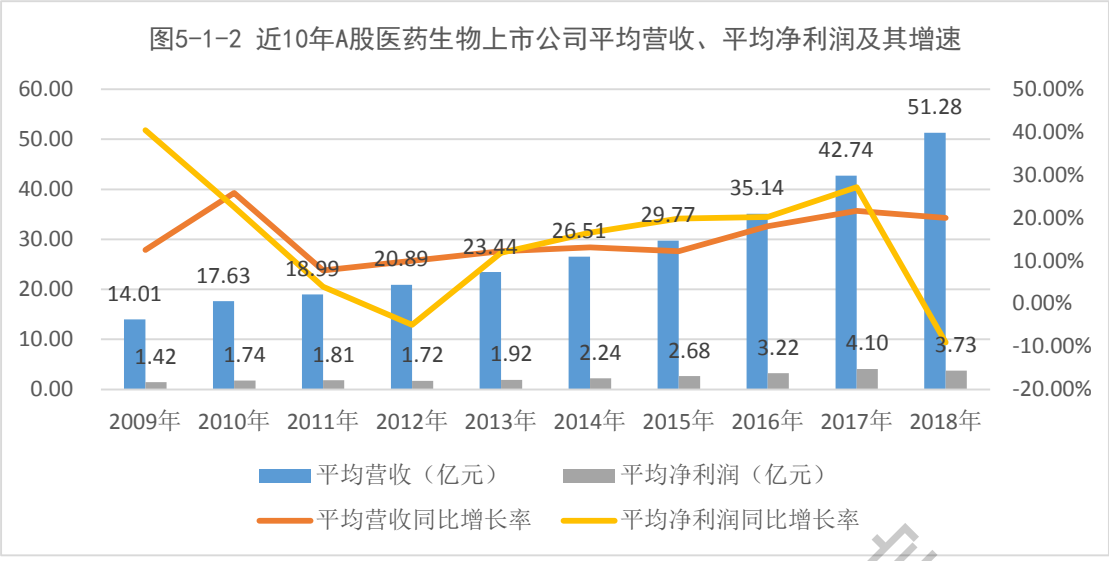
医药生物行业整体增长观察



制图：金融界上市公司研究院　数据来源：国家统计局

如图 5-1-1 所示，根据国家统计局披露的数据，2009 年~2016 年，医药制造业规上企业主营业务收入总额和利润总额持续增长。2017 年，医药制造业规上企业主营业务收入总额出现下滑，到 2018 年主营业务收入总额和利润总额双双出现下滑，同比分别下降 10.52%和 6.94%。

金融界上市公司研究院



制图：金融界上市公司研究院　数据来源：巨灵财经

从上市公司的数据来看，如图 5-1-2 所示，排除因上市企业数量增加带来的影响，2018 年 A 股医药生物上市公司平均营收为 51.28 亿元，同比增长 19.98%，平均净利润为 3.73 亿元，同比下滑 9.08%。

无论是规上企业还是上市公司，都代表着行业的头部力量。通过以上数据可以看出，2018 年两者利润均是近 10 年中首次出现下滑。

高德纳（Gartner）咨询公司提出的技术成熟度曲线（The Hype Cycle），将新科技的成熟演变分为科技诞生的促动期、过高期望的峰值、泡沫化的底谷期、稳步爬升的光明期、实质生产的高峰期 5 个阶段。将该理论对应到行业发展，中国医药行业经过前期的高速增长，已经迎来了规范发展的拐点。

医药行业对政策有很强的依赖性，行业的剧烈变化很大程度上是政策催化的结果。细数“新医改”开始以来这 10 年，会发现政策的力度前所未有。尤其是 2014 年以来，行业政策密集发布，医改逐渐进入“深水区”。

金融界上市公司研究院

图 5-1-3 2009 年至今医药行业主要政策方向

制图：金融界上市公司研究院 信息来源：公开信息

具体来看，近年来的改革举措，一方面在监管机构层面做了很大调整，比如 2018 年撤销国家食药监局单独设立国家药监局，并成立国家医保局；另一方面，围绕“医药、医疗、医保”的改革同步进行，并且力度空前。

分类来看，围绕医药，仿制药一致性评价、“两票制”（指药品从药厂卖到一级经销商开一次发票，经销商卖到医院再开一次发票，以“两票”替代之前常见的七票、八票，减少流通环节）、“4+7”带量采购（2018 年 11 月，北京、上海、天津、重庆 4 个直辖市和广州、深圳、西安、大连、成都、厦门、沈阳 7 个城市共 11 个城市率先开展药品集中采购和使用试点，在药品集中采购过程中开展招投标或谈判议价时，明确采购数量，让企业针对具体的药品数量报价）等贯穿供给端、流通端和需求端的重磅政策相继出台并落地实施，旨在提升药品质量，压缩药品流通环节，控制药品价格，促进行业结构调整和产业升级；围绕医疗，取消药品加成、鼓励处方外流、鼓励医生多点执业、将分级诊疗上升为基本国策等系列举措，旨在推进医疗资源重新配置，促进医疗供需平衡；围绕医保，提高医保目录调整频率、设置以通用名为准的支付标准、组织集中采购和鼓励医疗机构采购二次议价等措施，旨在控制医保费用，减轻医保支付压力。

金融界上市公司研究院

图 5-1-4 “三医联动”改革核心目的及推进举措

制图：金融界上市公司研究院　信息来源：公开信息

之所以说政策力度空前，是因为其对行业产生的影响巨大。其中，仿制药一致性评价要求已经批准上市的仿制药在质量与药效上达到与原研药一致的水平。这意味着以往依靠政策放松上市但实际上药效不达标的仿制药将被淘汰。

国务院办公厅发布的《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》（下称《意见》）提出：“化学药品新注册分类实施前批准上市的仿制药，凡未按照与原研药品质量和疗效一致原则审批的，均须开展一致性评价。国家基本药物目录（2012 年版）中 2007 年 10 月 1 日前批准上市的化学药品仿制药口服固体制剂，应在 2018 年底前完成一致性评价，其中需开展临床有效性试验和存在特殊情形的品种，应在 2021 年底前完成一致性评价；逾期未完成的，不予再注册。”据了解，做单个产品的仿制药一致性评价，成本大约在 500 万元~800 万元之间。因此，仿制药一致性评价产生的最直接的影响便是短期内将增加企业的成本。对于本身规模就比较小的企业来说，将致使其利润承压。

另外，《意见》同时提出：“通过一致性评价的药品品种，在医保支付方面予以适当支持，医疗机构应优先采购并在临床中优先选用。同品种药品通过一致性评价的生产企业达到 3 家以上的，在药品集中采购等方面不再选用未通过一致性评价的品种。”也就是说，通过一致性评价的品种在招标采购方面更有优势。而“4+7”带量采购的落地实施以及全国扩围，更是扩大了这一影响。首先，若同一仿制药有多家企业的产品通过了一致性评价，已通过一致性评价的企业尚有落选的可能，未通过的产品可以说基本与中标无缘；其次，中标产品将瓜分大部分市场份额，

金融界上市公司研究院

未中标产品的市场空间将大幅缩减，若未通过一致性评价，对于产品单一的企业来说生存空间将非常有限。

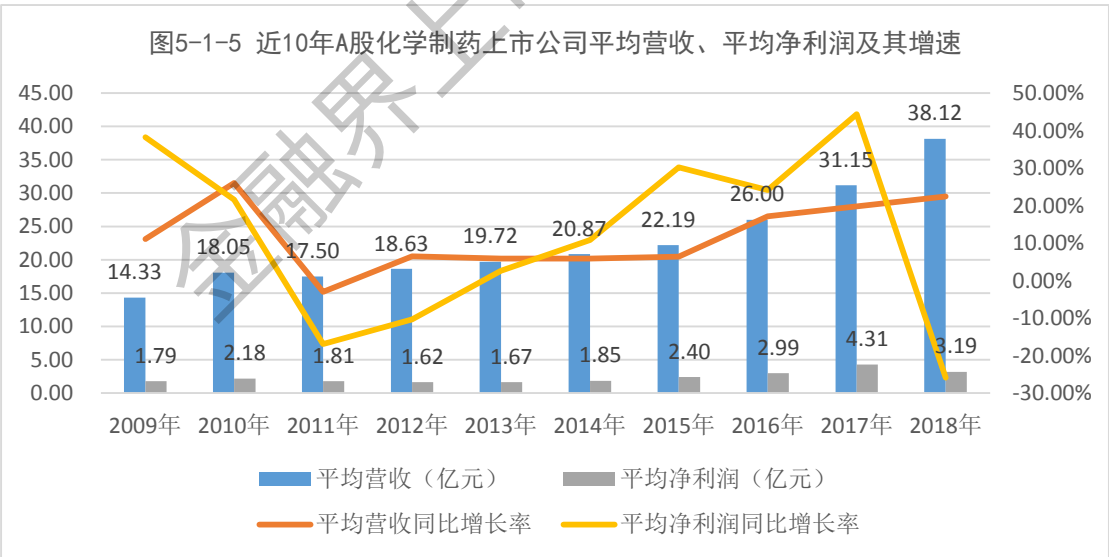
事实上，仿制药一致性评价在美国、日本等医药行业发展领先的国家早有先例。据了解，日本用了十几年的时间推进仿制药一致性评价工作，淘汰了大部分落后产能。同样可以预见，未来一段时期内，国内医药行业也将有一次大洗牌，而现在就是这场残酷淘汰赛的开端。

医药生物行业细分领域增长观察

国内医药生物行业涵盖化学制药、生物制品、中药、医疗器械、医疗服务、医药商业等细分行业。各细分行业产品和业务存在较大差距，盈利模式不同，发展阶段和发展水平不同，受经济、政策等外部环境的影响程度也不尽相同。

化学制药

化学制药包含化学原料药和化学制剂，是国内药品领域发展时间较长且规模较大的细分行业。但长期以来，企业“多、小、散、乱”，药品质量参差不齐，价格战主导市场，仿制药是主流。“新医改”开始以来，尤其是 2014 年以来，随着政策的密集出台，行业逐渐分化。仿制药一致性评价推行，化学制药首当其中。如图 5-1-5 所示，2009 年~2018 年，A 股化学制药上市公司平均营收逐年增长。2017 年及以前，平均净利润波动上升，但 2018 年出现了断崖式的下滑，下滑幅度远高于 A 股医药生物行业整体。



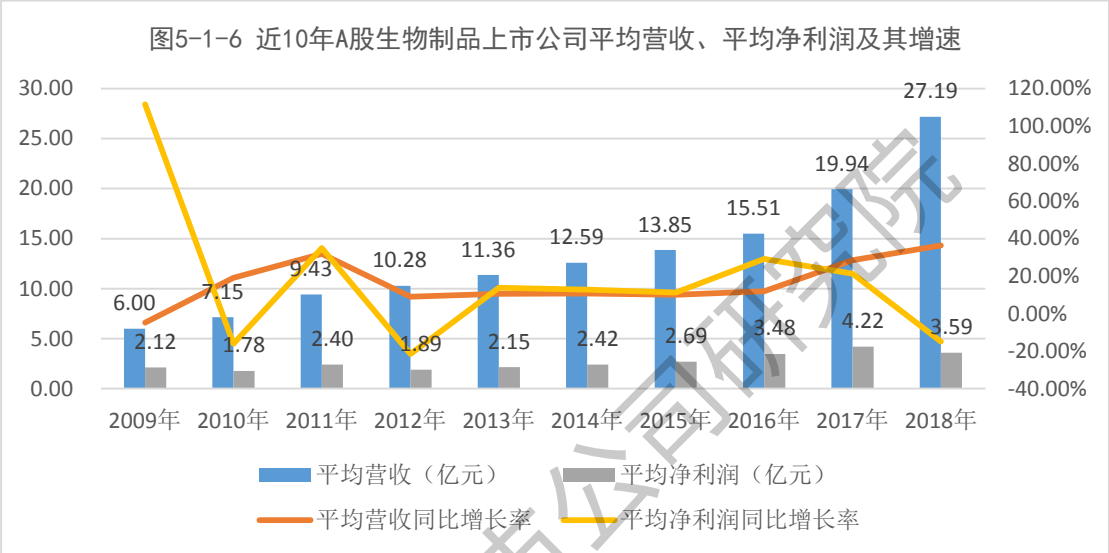
制图：金融界上市公司研究院　数据来源：巨灵财经

生物制品

生物制品指以微生物、寄生虫、动物毒素、生物组织作为起始材料，采用生物学工艺或分离纯化技术制备，并以生物学技术和分析技术控制中间产物和成品质量制成的生物活性制剂，包括

金融界上市公司研究院

菌苗、疫苗、免疫血清、血液制品、抗原、单克隆抗体、DNA 重组产品、体外免疫诊断制品等。如图 5-1-6 所示，2009 年~2018 年，A 股生物制品上市公司平均营收保持较快增长，尤其是近两年，增速保持在 30%左右。从平均净利润来看，2017 年以前波动上升，2018 年出现下滑。分析来看，“两票制”在 2018 年全面铺开，血制品受影响较大是原因之一，疫苗事件对行业影响也较大。疫苗安全关系甚广，2019 年我国首部《疫苗管理法》出台，将进一步规范行业发展。不过在技术和工艺方面，国内企业还需努力。据业内人士介绍，目前我国疫苗工艺与国际先进水平大概相差 20 年。



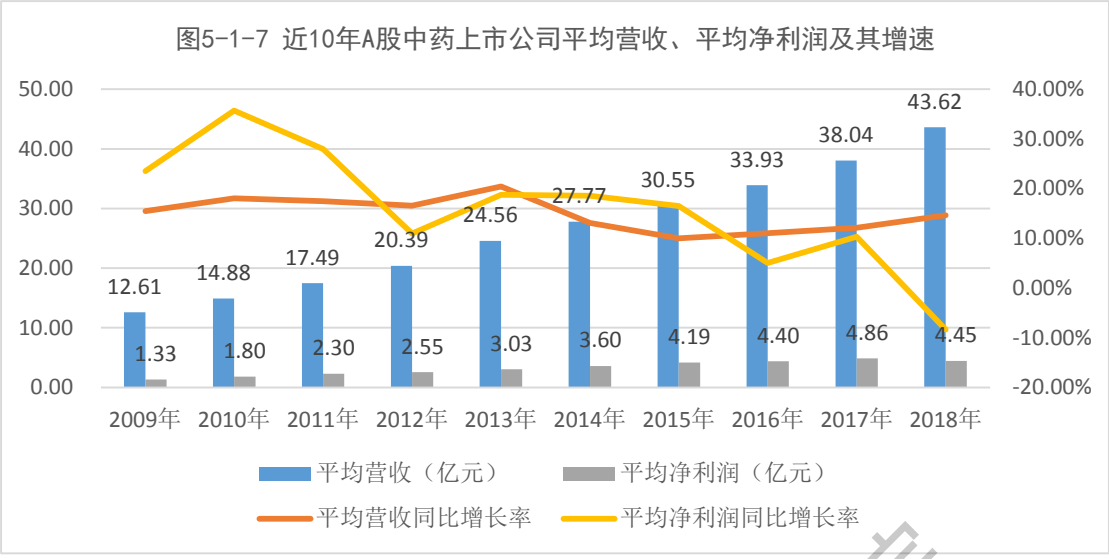
制图：金融界上市公司研究院　数据来源：巨灵财经

另外，我国生物类似药（指在质量、安全性和有效性方面与已获准注册的原研药具有相似性的治疗用生物制品）逐渐发展。目前，包括复宏汉霖、神州细胞工程、信达生物、百泰生物、嘉和生物、百奥泰等在内的企业均有产品进入临床Ⅲ期。其中，复宏汉霖研发生产的国内首个生物类似药——汉利康®已经正式上市。随着港交所上市制度改革和科创板的开板，不少生物科技企业拟借助资本市场实现进一步发展，如康希诺生物、复宏汉霖、泽璟制药、百奥泰等已经或者正准备在港交所或科创板上市。

中药

在我国，中药不仅是医药行业的重要组成部分，也是中华民族几千年的文明传承。近年来，国家曾先后颁布《中医药发展“十三五”规划》、《“健康中国 2030”规划纲要》等纲领性文件，支持中医药产业发展。如图 5-1-7 所示，近 10 年来，A 股中药板块上市公司平均营收一直以相对稳定的速度增长，平均净利润在 2017 年以前逐年增长，受经济增速放缓、医保控费推进等影响，2018 年出现下滑。另外，如何“走出国门”一直是摆在众多中药企业面前的重要课题。

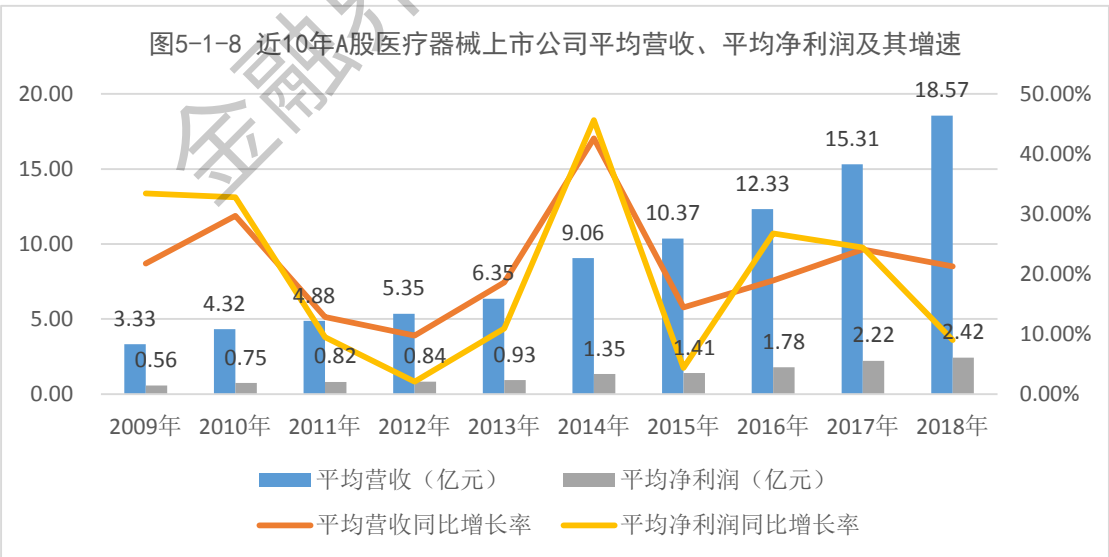
金融界上市公司研究院



制图：金融界上市公司研究院　数据来源：巨灵财经

医疗器械

医疗器械是直接或者间接用于人体的仪器、设备、器具、体外诊断试剂及校准物、材料以及其他类似或者相关的物品，包括医疗影像设备及体外诊断试剂等。我国医疗器械起步较晚，发展严重落后于药品，目前规模在整个行业中占比较低。如图 5-1-8 所示，2009 年~2018 年，A 股医疗器械上市公司平均营收和平均净利润逐年增加，从增速来看，波动均较大。我国高端医疗器械市场长期被国外品牌垄断，近年来在政策等的多方支持下，以迈瑞医疗和联影医疗等为代表的国产品牌，开始逐步渗透高端影像市场，部分高端器械开始或完成进口替代。总体来说，目前我国医疗器械产业仍处于中等偏下水平，行业发展空间很大。

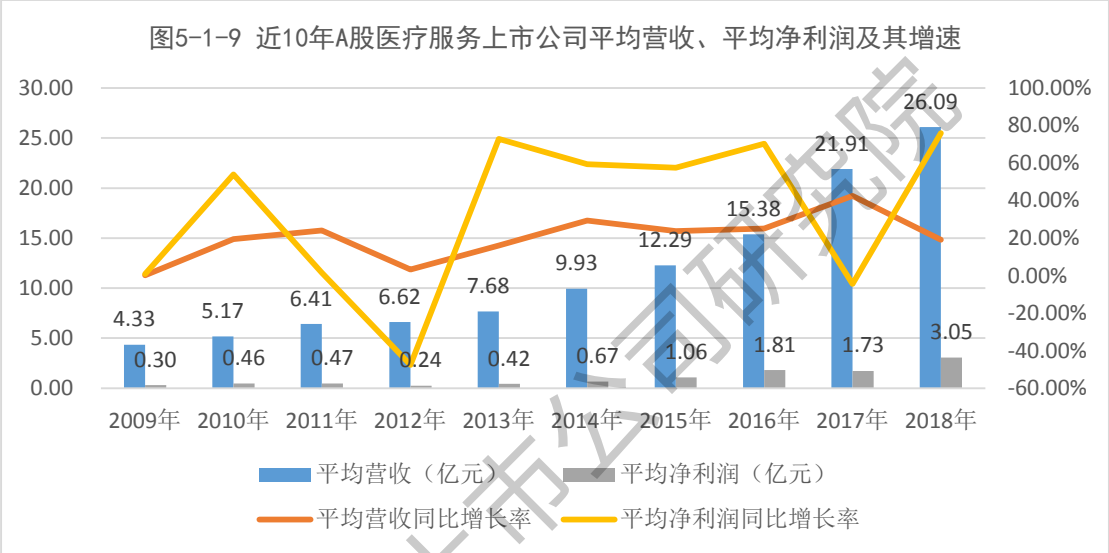


制图：金融界上市公司研究院　数据来源：巨灵财经

金融界上市公司研究院

医疗服务

目前，A 股医疗服务行业上市公司主要有两大类：一类是以爱尔眼科、通策医疗、美年健康等为主的连锁医疗服务机构；另一类是以药明康德、泰格医药、昭衍新药等为主的从事 CRO、药物检测及评价等的医药研发外包服务企业。目前来看，无论是企业数量还是营收规模，医疗服务行业在整个 A 股医药生物行业中占比都是最低的。不过，人口老龄化、居民保健意识的增强等进一步增加了医疗服务需求，鼓励创新的系列政策下创新药的发展促使 CRO、CMO 等创新药服务产业进入黄金期。如图 5-1-9 所示，A 股医疗服务上市公司近 10 年平均营收和平均净利润整体均呈增长态势，利润增速波动较大，但整体增长较快。

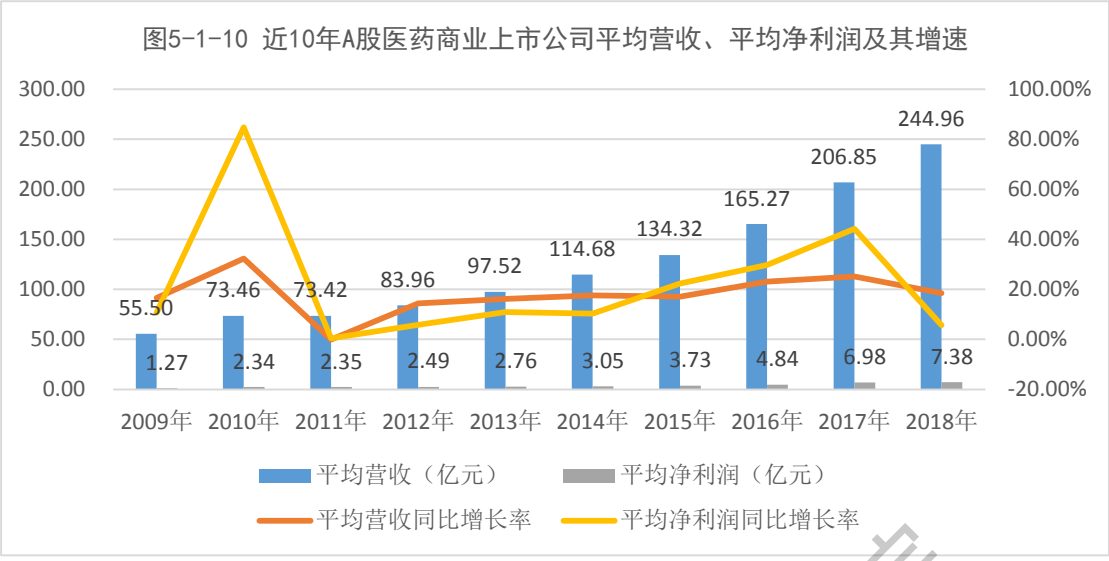


制图：金融界上市公司研究院　数据来源：巨灵财经

医药商业

医药商业主要指医药流通企业，包括医药批发和医药零售。如图 5-1-10 所示，2009 年~2018 年，A 股医药商业企业平均营收和平均净利润大体呈现逐年增长的态势，2018 年受“两票制”全面实施的影响，净利润增速在前两年高速增长之下有所下滑。不过，行业集中度有所上升。

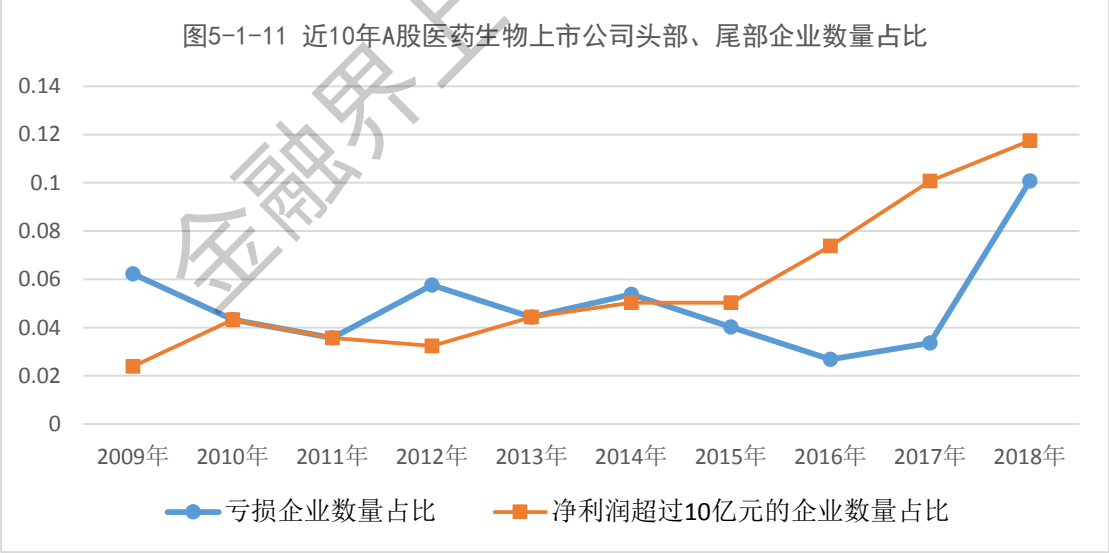
金融界上市公司研究院



制图：金融界上市公司研究院　数据来源：巨灵财经

医药生物行业发展特征

通过对 A 股医药生物行业的观察，还可以发现，在政策等因素的影响下，行业加速分化。一边是头部企业享受“丰收”的成果，一边是不少中小企业在生死边缘挣扎。如图 5-1-11 所示，2018 年，A 股医药生物行业上市公司中，净利润超过 10 亿元的企业数量占比进一步增加。与此同时，亏损企业数量占比亦明显增加，且亏损幅度进一步加大。行业分化更加明显，并且从美、日等“先行者”的经验来看，分化趋势还将延续。



制图：金融界上市公司研究院　数据来源：巨灵财经

此外，新技术新模式正在探索中。医药生物行业对新技术和新模式的探索大体可以分为两个方向：一方面是基于人类个体差异探索发展基因检测、分子诊断、细胞诊疗、基因诊疗等精准诊

金融界上市公司研究院

断和诊疗技术，如靶向药、质子放疗、重离子放疗等；另一方面是传统医药产业和生物技术与互联网、大数据、人工智能等技术的融合，如智能医疗、互联网医疗、远程诊疗等。

在实践方面，丁香医生、平安好医生、春雨医生、好大夫在线等线上诊疗平台纷纷出现，京东等电商平台也加入了线上问诊服务。上市公司如九安医疗等以可穿戴设备及智能硬件为切入口进入移动医疗和健康大数据领域。

2018 年以来，针对互联网医疗的多项政策陆续出台。其中，国务院办公厅发布《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》，要求健全“互联网+医疗健康”服务体系、完善“互联网+医疗健康”支撑体系、加强行业监管和安全保障；国家卫健委、中医药管理局发布《关于深入开展“互联网+医疗健康”便民惠民活动的通知》，明确加快推进智慧医院建设，运用互联网信息技术，改造优化诊疗流程，贯通诊前、诊中、诊后各环节，改善患者就医体验；国家卫健委发布《关于印发国家健康医疗大数据标准、安全和服务管理办法（试行）》，明确健康医疗大数据的定义、内涵和外延等。各项政策的出台，进一步为互联网医疗创造规范发展环境。

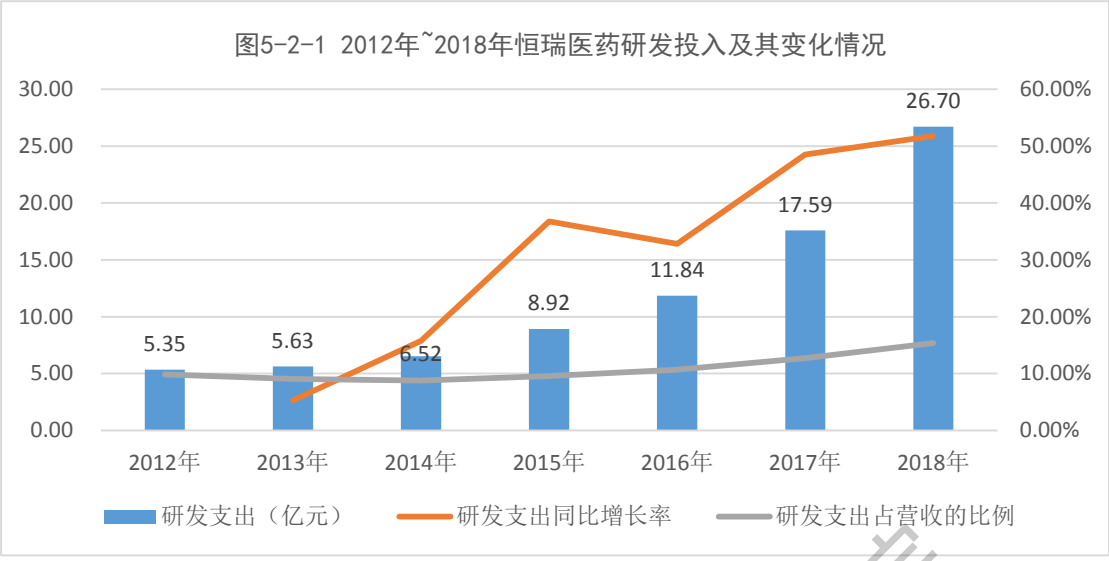
第二节 医药生物行典型增长案例分析

恒瑞医药：创新驱动增长

恒瑞医药（600276.SH），全称为江苏恒瑞医药股份有限公司，创建于 1970 年，2000 年在上海证券交易所上市，主要从事医药产品研发、生产、销售等业务，产品涵盖抗肿瘤药、手术麻醉类用药、特色输液、造影剂、心血管药等多个领域，是医药行业龙头企业。

恒瑞医药多年来专注研发，是典型的研发驱动型企业，2012 年至今累计研发投入近百亿元。如图 5-2-1 所示，根据已披露的数据，2012 年~2018 年，恒瑞医药研发投入持续大幅增长。其中，2015 年以来每年增幅都在 30%以上，到 2018 年已达到 26.7 亿元，同比增长超过 50%，总额在 A 股医药生物上市公司中位列第一。同时，2018 年恒瑞医药研发费用占总营收的比达到 15.33%，超过了全球制药巨头辉瑞 14.92%的研发费用占比。从 2019 年前三季度数据来看，恒瑞医药依旧以 28.99 亿元的研发费用在 A 股医药生物上市公司中遥遥领先，研发费用占总营收的比进一步增长至 17.11%。

金融界上市公司研究院



制图：金融界上市公司研究院 数据来源：巨灵财经

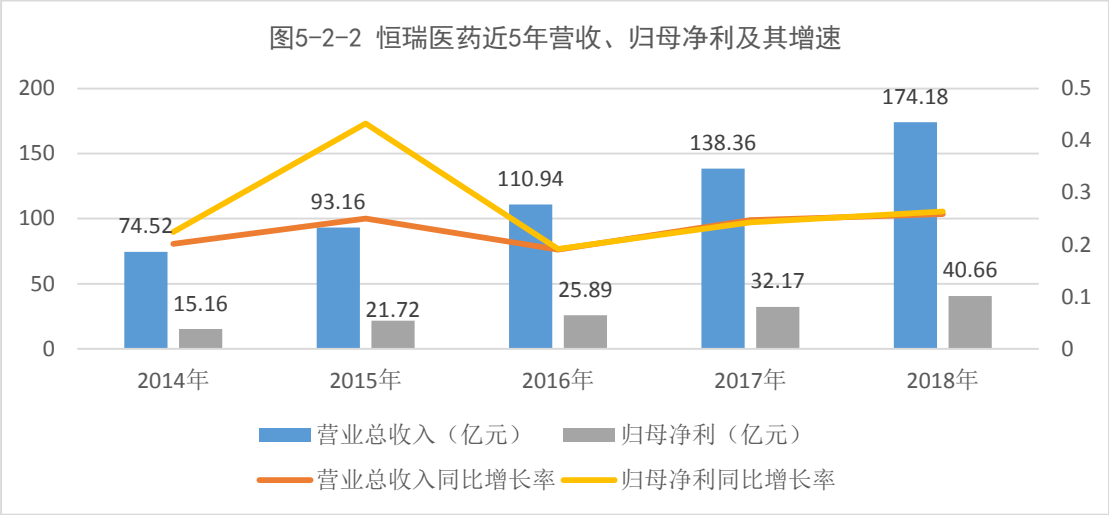
据中报披露，目前恒瑞医药已经在连云港、上海、成都和美国设立了研发中心和临床医学部，并组建起了一支拥有 3000 多人的研发团队，其中包括 2000 多名博士、硕士及 100 多名外籍雇员。

恒瑞医药以仿制药起家，在持续的研发驱动下，很好地完成了由仿制药到创新药的升级过渡，到 2018 年已经有用于缓解骨关节炎疼痛症状的艾瑞昔布、晚期胃腺癌或胃食管结合部腺癌适应症的阿帕替尼、用于治疗化疗药物引起的中性粒细胞减少症的硫培非格司亭（19K）、用于治疗转移性乳腺癌的吡咯替尼，以及重磅抗肿瘤新药 PD-1 抑制剂卡瑞利珠单抗（淋巴瘤适应症）等创新药相继获批上市。此外，另有 50 多个创新药处在临床开发阶段。

在深耕国内市场的同时，恒瑞医药仿制药和创新药国际化进程顺利推进。在仿制药方面，地氟烷、注射用塞替派、磺达肝癸钠注射液等在美国获批，碘克沙醇注射液在英国和荷兰获批，盐酸右美托咪定注射液在日本获批。在创新药方面，2018 年有 SHR0302 片、INS068 注射液、SHR0410 注射液 3 个产品获准在海外开展临床试验。

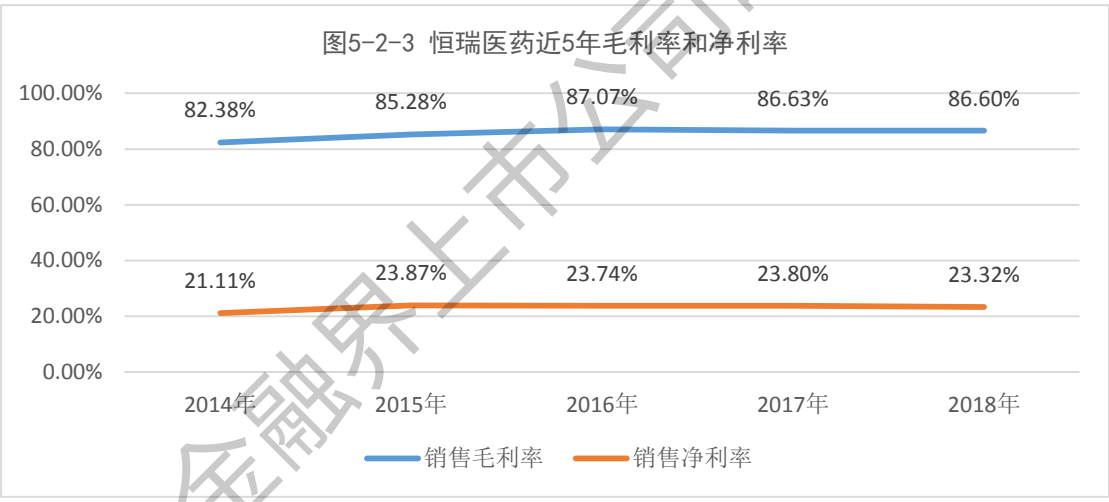
持续高额的研发投入，推动恒瑞医药实现由仿到创、从国内到国外的发展，并逐渐形成自身业绩增长的良性循环。如图 5-2-2 所示，2018 年恒瑞医药实现营业总收入 174.18 亿元，同比增长 25.89%；实现归母净利 40.66 亿元，同比增长 26.39%。另据三季报数据，2019 年前三季度，恒瑞医药实现营业总收入 169.45 亿元，同比增长 36%；实现归母净利 37.35 亿元，同比增长 28.26%，继续维持稳定的增长速度。

金融界上市公司研究院



制图：金融界上市公司研究院　数据来源：巨灵财经

与此同时，如图 5-2-3 所示，恒瑞医药近 5 年毛利率稳定维持在 80%以上，净利率稳定维持在 20%以上，二者整体呈现出稳中略升的态势。根据三季报披露的数据，2019 年前三季度恒瑞医药毛利率为 87.18%，净利率为 22.03%，盈利能力稳定。



制图：金融界上市公司研究院　数据来源：巨灵财经

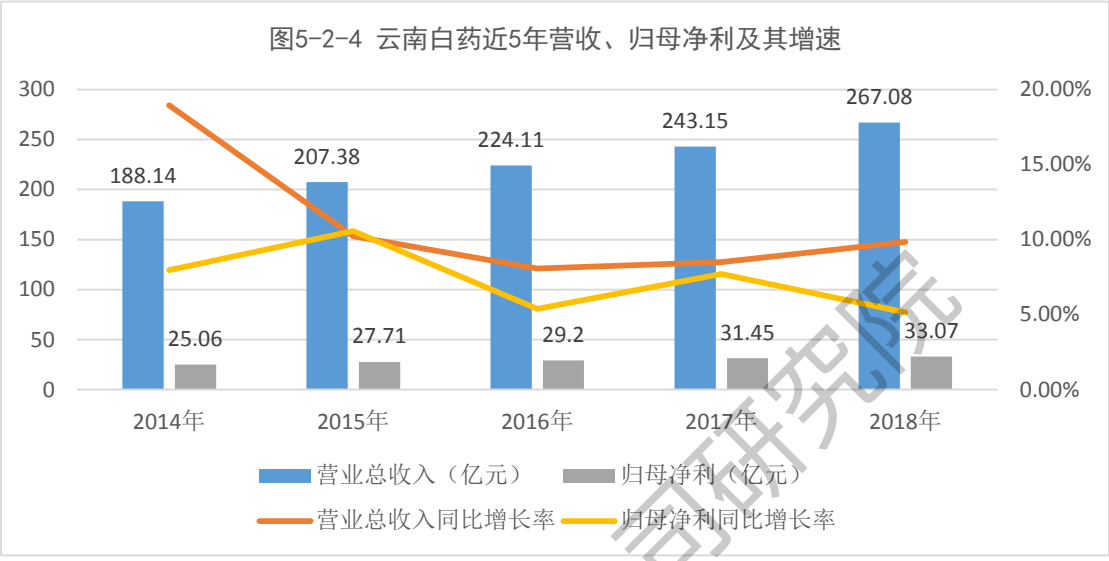
金融界上市公司研究院

云南白药：跨界转型驱动增长

云南白药（000538.SZ），全称云南白药集团股份有限公司，1993 年在深交所挂牌上市。目前业务涵盖药品、健康品、中药资源和医药商业四大板块。

云南白药创制于 1902 年，主要药品包括云南白药气雾剂、云南白药膏、云南白药创可贴等，是中华老字号中药品牌。立足老字号品牌，云南白药公司创新性将云南白药止血、消肿的功效应用到牙膏领域，推出云南白药牙膏，并逐渐占领高端市场。2016 年，云南白药牙膏销售额突破 40 亿元，占全国牙膏市场份额 16.49%，跃居同类产品市场份额第二。在此基础上，云南白药进一步坚定产品功效定位，在包装及概念方面不断升级，并向儿童牙膏等系列洗护产品领域延展，在进一步巩固和扩大品牌影响力的同时，实现了营收和业绩的进一步增长。

如图 5-2-4 所示，2014 年~2018 年，云南白药营收和业绩逐年增长，在“新医改”的冲击下，近几年营收和业绩保持相对平稳的增速。其中，2018 年实现营业总收入 267.08 亿元，同比增长 9.84%，实现归母净利 33.07 亿元，同比增长 5.15%。另据三季报数据，2019 年前三季度，云南白药实现营业总收入 216.46 亿元，同比增长 9.74%，实现归母净利 35.42 亿元，同比增长 29.65%。



制图：金融界上市公司研究院　数据来源：巨灵财经

爱尔眼科：“资本+机制”驱动增长

爱尔眼科（300015.SZ），全称爱尔眼科医院集团股份有限公司，成立于 2003 年，2009 年 10 月在深交所挂牌上市，是目前国内最大的眼科医疗连锁机构。

从爱尔眼科的发展轨迹来看，两大助力支撑其快速发展。其一，是资本运作。爱尔眼科在 2014 年设立并购基金，开始在体外开设医院，加速在全国的投资布局，近年来通过收购等方式实现规模的快速扩张。据不完全统计，2017 年以来，爱尔眼科通过定增、自有资金等收购或新建的医疗机构多达 30 多家。

2017 年以来爱尔眼科主要投资情况

时间	被投资企业名称	投资方式
2017 年	佛山爱尔眼科医院有限公司	收购
2017 年	清远爱尔眼科医院有限公司	收购
2017 年	东莞爱尔眼科医院有限公司	收购
2017 年	滨州沪滨爱尔眼科医院有限公司	收购
2017 年	朝阳眼科医院有限责任公司	收购
2017 年	太原市爱尔康明眼科医院有限公司	收购
2017 年	湖州爱尔眼科医院有限公司	收购
2017 年	泰安爱尔光明医院有限公司	收购
2017 年	九江爱尔中山眼科医院有限公司	收购

金融界上市公司研究院

时间	被投资企业名称	投资方式
2017 年	松原爱尔华明眼科医院有限公司	收购
2017 年	ClínicaBa viera.S.A	收购
2017 年	AWHealth careManag ement,LL C	收购
2017 年	湖南佳兴投资置业有限公司	收购
2017 年	爱尔眼科国际（欧洲）有限公司	新设
2017 年	爱尔（美国）国际控股有限公司	新设
2018 年	陇西爱尔眼科医院有限公司	收购
2018 年	内江爱尔眼科医院有限责任公司	收购
2018 年	宜城爱尔眼科医院有限公司	收购
2018 年	醴陵三三一爱尔眼科医院有限公司	收购
2018 年	宜宾爱尔优视眼科医院有限公司	新设
2018 年	资阳爱尔眼科医院有限公司	新设
2019 年	晋中爱尔眼科医院有限公司	收购
2019 年	上海爱尔睛亮眼科医院有限公司	收购
2019 年	南京爱尔古柏医院有限公司	收购
2019 年	无锡爱尔眼科医院有限公司	收购
2019 年	蚌埠爱尔和平眼科医院有限公司	收购
2019 年	宜春爱尔眼科医院有限公司	收购
2019 年	淄博康明爱尔眼科医院有限公司	收购
2019 年	湘潭市爱尔仁和医院有限公司	收购
2019 年	桂林爱尔眼科医院有限公司	收购
2019 年	贵港爱尔眼科医院有限公司	收购
2019 年	重庆爱尔儿童眼科医院有限公司	收购
2019 年	达州爱尔博视医院有限公司	收购
2019 年	普洱爱尔眼科医院有限公司	收购
2019 年	沈阳爱尔卓越眼科医院有限公司	新设
2019 年	湖南迈欧医疗科技有限公司	新设

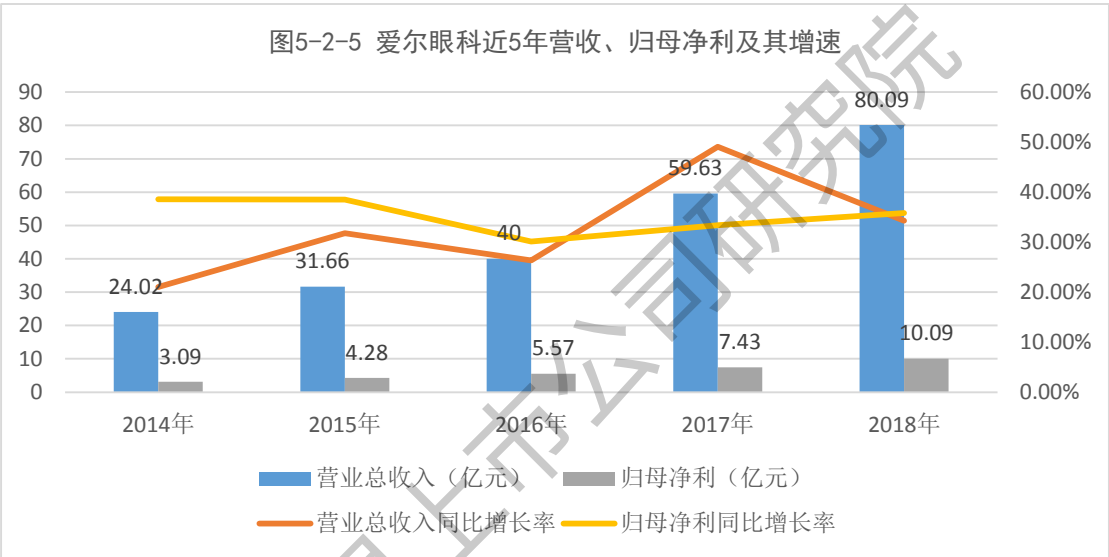
制表：金融界上市公司研究院 信息来源：爱尔眼科定期报告

爱尔眼科快速发展的另一大助力是人才激励机制。为了留住优秀人才，爱尔眼科采取了一系列激励措施。其中，2011 年 5 月推出股票期权计划，授予 194 名激励对象 890.8 万份股票期权。2014 年 4 月推出“合伙人计划”，即在新投资的医院中，允许符合一定条件的核心技术人才与管理人才作为合伙人参股，在新医院达到一定盈利水平后，爱尔眼科通过发行股份、支付现金或两者结合等方式，以公允价格对合伙人持有的医院股权进行回购。2015 年 4 月，在“合伙人计划”的基础上进一步推出“省会医院合伙人计划”。在该计划下，爱尔眼科以公允价值出让体系内 14 家医院 10%~20%的股权给省会医院的核心团队，并承诺在 4~6 年左右的时间里以股权或现金方式对该部分股权进行回购。通过以上激励措施，爱尔眼科吸引了众多人才，其在 2018 年 7 月的投资者调研中表示，中国眼科医生 30000 多名，爱尔眼科有 3000 多名，占比将近 10%。

金融界上市公司研究院

此外，爱尔眼科将旗下医院分为多个等级。临床及科研能力最强的上海爱尔作为一级医院，定位于技术中心和眼科疑难杂症会诊中心；以省会医院为主的二级医院开展全眼科服务，同时担任省级眼科疑难杂症会诊中心；以地市级医院为主的三级医院，侧重于视光业务和常见的眼科疾病诊疗服务。以此通过上级医院给下级医院提供技术支持，下级医院的疑难患者可以得到集团专家会诊或转诊到上级医院，实现分级诊疗和资源共享。

如图 5-2-5 所示，2014 年~2018 年，爱尔眼科营收和业绩快速增长。其中 2018 年实现总营收 80.9 亿元，同比增长 34.31%；实现归母净利 10.09 亿元，同比增长 35.80%。另据三季报披露，2019 年前三季度，爱尔眼科实现总营收 77.32 亿元，同比增长 26.26%；实现归母净利 12.31 亿元，同比增长 37.54%。截至 10 月 30 日收盘，爱尔眼科总市值超过 1200 亿元。

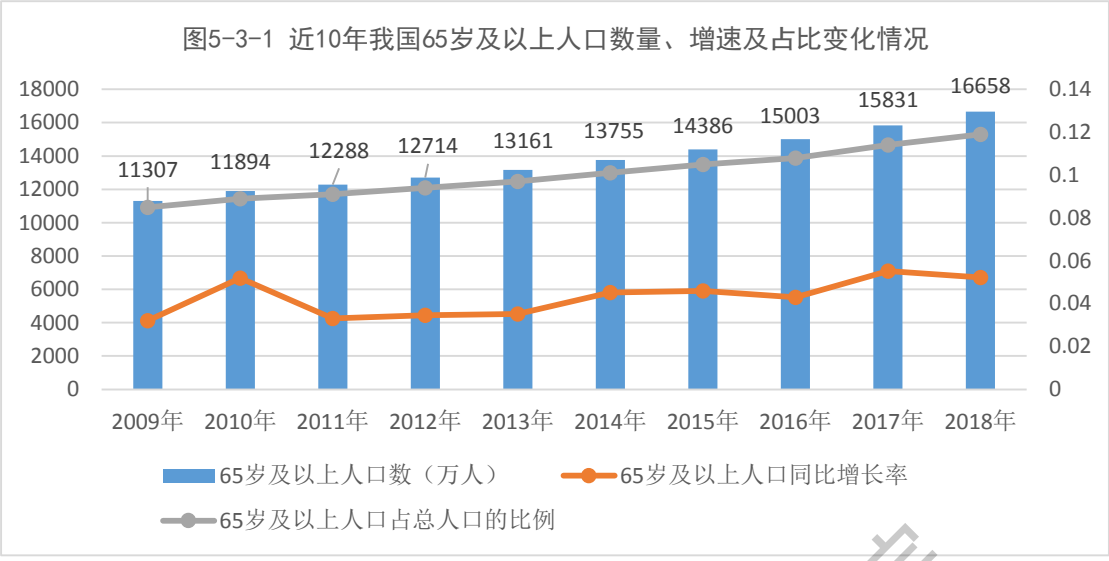


制图：金融界上市公司研究院　数据来源：智飞生物年报

第三节 医药生物行业增长动力及启示

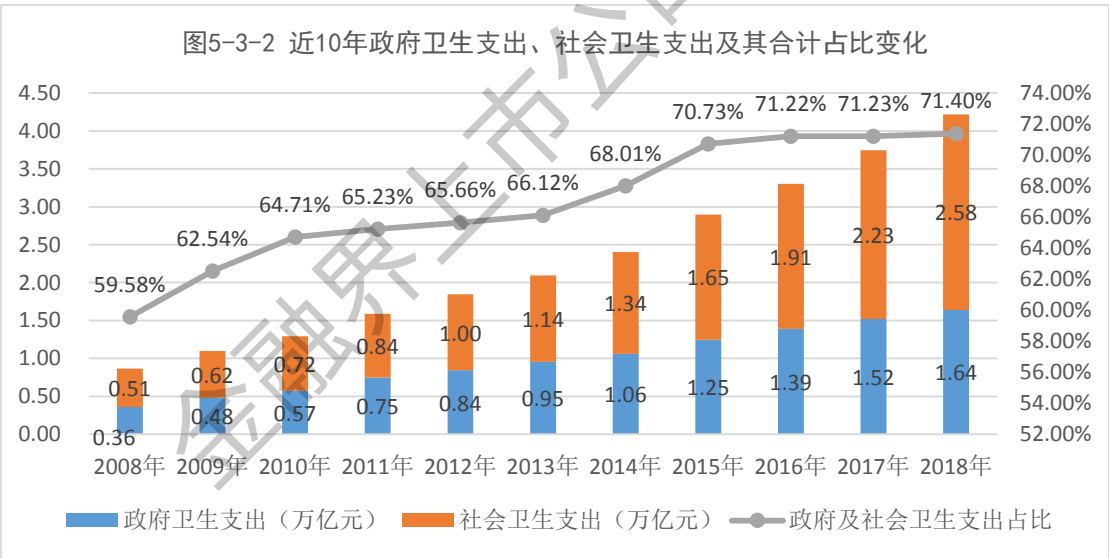
医药产业被称为“永不衰落的朝阳产业”。尽管“分化”是目前医药生物行业的整体趋势，不过并不影响行业整体上升的逻辑。其中，老龄人口的增加、医疗卫生费用支出的增长都将是促进行业发展的重要驱动力。如图 5-3-1 所示，据国家统计局披露的数据，2009 年以来，我国 65 岁及以上人口数量及其占总人口的比重不断增加，到 2018 年底这一数量已经超过 1.6 亿，占总人口的比重达到 11.90%。且从增长趋势来看，未来一段时间内，我国的老龄化人口数量还将不断增加，且增速有可能进一步上升。全国老龄办常务副主任王建军表示，预计到 2050 年前后，我国老年人口数将达到峰值 4.87 亿，占总人口的 34.9%。

金融界上市公司研究院



制图：金融界上市公司研究院　数据来源：国家统计局

从支出端来看，如图 5-3-2 所示，根据国家统计局数据，近 10 年我国政府及社会卫生支出逐年增加，二者合计占卫生总费用的比重整体呈现增长趋势。不过，与美国等发达国家相比，我国医疗卫生支出规模仍比较低，还有较大上涨空间。



制图：金融界上市公司研究院　数据来源：国家统计局

此外，经济的发展、人们生活水平的提高、居民保健意识的增强等，也将进一步带动医药、医疗等产业发展。

毫无疑问，医药行业空间广阔。但通过前文的阐述和分析可以发现，“行业是春天，企业过冬天”的现象正在上演。为此，医药生物企业应该立足自身，提早布局。

顺应政策趋势。医药生物行业是对政策依赖度较高的行业，近几年行业剧烈变革的背后多掺杂着政策的身影。从典型增长企业的发展经验也可以看出，无论是注重创新研发，还是下沉到基

金融界上市公司研究院

层市场，都是顺应政策趋势而为。正如前文所述，目前医药生物各细分领域中，药品领域受政策影响最大，当前正发生剧烈变革。器械、医疗服务等领域受影响虽然还相对较小，但有了药品领域的“前车之鉴”，也要早做准备。例如，2019 年 5 月 29 日，中央全面深化改革委员会第八次会议审议通过《关于治理高值医用耗材的改革方案》，并提出要理顺高值医用耗材价格体系，推动形成高值医用耗材质量可靠、流通快捷、价格合理、使用规范的治理格局。6 月 6 日，国家卫健委下发《医疗机构医用耗材管理办法（试行）》，要求医疗机构从已纳入国家或省市医用耗材集中采购目录中遴选供应目录。这两项政策的出台，可以看作是医用耗材和器械控费大幕拉开的信号。

立足自身实际，找准定位。上一节内容中，以恒瑞医药、云南白药、爱尔眼科为例介绍了医药生物企业的几个典型增长案例及其增长驱动力。当然，上述企业并不是唯一选择该路径的案例，如齐鲁制药、正大天晴等也均以研发见长，天士力、白云山等也尝试向大健康领域扩展，上海医药获取拜耳健康“白加黑”等品牌药在中国的商业运作权，济民可信通过“毛利保底+增量分成”、“虚拟股权”等营销激励机制完善队伍建设，复星医药等也借助资本的力量加速发展，包括辉瑞、强生、礼来等多家跨国药企在内，都将收购并购作为推动企业发展的一种重要手段。不过，同时也可以发现，尽管都是围绕研发、营销、资本、品牌、文化进行转型升级，但各有各的特点和差异。因此，上述企业的发展路径也并不可完全可复制，企业还是要立足自身，选择适合自己的发展之路。比如，从研发创新的角度来看，药品研发通常周期较长，且前期投入较高，药企不能盲目投入，可以考虑 license-in（许可引进）、研发外包等方式。此外，中小企业可以选择与大型跨国企业合作等方式实现自身增长。近年来跨国药企正在剥离非核心业务，对国内企业或许也是一个机会，如南非仿制药企业 Aspen（艾建制药）就通过整合葛兰素史克和阿斯利康的麻醉业务线，大幅提升业务规模。总之，医药生物企业要综合考虑自己的实际情况，在自身能力范围之内做选择，切不可盲从。

金融界上市公司研究院

关于我们

中国金融在线有限公司（“金融界集团”）于 2004 年 10 月在美国 NASDAQ 成功 IPO 上市（股票代码为 JRJC），并于 2010 年荣升至具有全球最高上市标准的纳斯达克全球精选市场交易，是中国唯一一家在美国上市的创新性互联网证券服务集团。

金融界集团秉承“让投资更简单”的核心理念，以“智能科技-智慧观点-智囊护航”的 Z^3战略为指导，始终致力于为机构和个人投资者打造“一站式综合金融服务平台”，不断引领我国互联网证券服务的创新。

旗下拥有创立于 1999 年的互联网财经网站—金融界网站。作为国内同行中影响力最大的财经门户，金融界网站相继获得“中国互联网协会中国互联网 100 强及财经类网站第一名”、“中国主流媒体市场经济地位及商业价值资讯类十强网站”、“德勤亚太区高科技高成长 500 强”等荣誉，是“首都互联网协会”常务理事单位。“智能金融国际论坛”、“领航中国金融行业年度评选”、“走进上市公司”、“民间高手大赛”等高端品牌活动，已经成为金融机构进行品牌展现以及影响力打造的新型平台。

金融界上市公司研究院，是金融界成立于 2017 年的聚焦上市公司研究的智库平台，由学术委员会、产品经理、专职研究员、特约研究员、兼职研究员、行业观察员、秘书处等组成。研究院集合产、学、研、企等各个领域专家和领袖，通过“平台+专家+行业资深从业者”的组织构成，能够高效、最大化地整合各行各业参与者，输出增量价值。

金融界上市公司研究院将用好金融界数据资源、媒体资源、行业资源，将重心放在体系化、实践问题的调研与解决。通过专家维度+海量大数据+算法，围绕价值与问题，打造研究类公共产品。

金融界上市公司研究院