

依托传统优势产业，孵化创新医药升级



——四川上市公司巡礼之医药篇

核心观点

❖ 四川地区医药行业的发展概况

医药健康产业作为具有巨大市场潜力的新兴产业，辐射面广、吸纳就业人数多、拉动消费作用大。加快医药健康产业发展，不仅是保障和改善民生、不断满足人民群众多元化健康需求的客观要求，也是优化产业结构，助推经济高质量发展的重要举措。医药产业是四川省七大战略性新兴产业之一。根据《四川省“十三五”医药产业发展指南》，提出“到 2020 年全省医药产业全口径实现销售收入 5000 亿元”目标，并明确了“转型升级、提质增效、创新模式以及推进优势中药材生产、发展医药贸易与健康服务业”等五大重点任务，为全省医药产业发展指明了方向。四川医药行业上市企业数量在 2015-2020 年由 5 家增至 7 家。

❖ 重点细分产业发展规划

四川省出台了“鼓励创新研发、奖励研发成果、激励成果转化、支持队伍建设、优先公共采购”等一揽子支持政策，提出抓医药行业重点产业发展。一是发展中医药产业，支持麦冬、附子、川芎、白芷、川贝母、姜黄、天麻等道地药材种植，推动中药配方颗粒和曲类、小包装中药饮片等产品做大做强，推进中药大品种建设；二是发展生物药产业，重点推动康柏西普等优势产品加快二次开发，指导其申请进入国家医保目录；三是发展化学药产业，指导企业完成一致性评价药物品种 3 个，重点推动信特首仿药替诺福韦酯走向市场；四是发展医疗器械产业，重点支持奥泰超导磁共振成像设备、利尼科智能机器人放射治疗系统、博奥生物芯片、美敦力透析再生模块等新兴项目建设；五是发展大健康产业，结合老少边区、返乡创业、精准扶贫工作，编制《四川省医药大健康重点品种培育工作推进方案》。六是发展牙科产业，依托华西口腔优势打造龙头企业“华西牙科”，并启动资阳牙科产业园建设。

❖ 重点公司：

迈克生物 (300463)：公司是国内领先的体外诊断产品提供商，主营业务为体外诊断产品的研发、生产、销售和服务，现阶段通过代理国外如雅培、生物梅里埃等体外诊断品牌等方式，自主产品和代理产品互为补充，可以满足医学实验室 90% 以上的需求。

科伦药业 (002422)：公司实施“三发驱动、创新增长”的发展战略：(1) 保持在输液领域的绝对领先地位；(2) 构建从中间体、原料药到制剂的抗生素全产业链竞争优势；(3) 通过研发体系的建设和多元化的技术创新驱动增长。

康弘药业 (002773)：公司主营业务为药品（包括生物制品、中成药、化学药）和医疗器械（主要是眼科医疗器械）的研发、生产与销售。

成都先导 (688222)：公司一直围绕着 DNA 编码化合物库 (DEL) 技术潜心研究与创造，专注于原创新药的早期链段研发——苗头化合物和先导化合物的发现。

❖ 风险提示：宏观经济增速不及预期、行业竞争加剧、市场监管及政策风险

④ 证券研究报告

所属部门 | 行业公司部

报告类别 | 行业深度

报告时间 | 2020/7/4

④ 分析师

方科

证书编号：S1100518070002
fangke@cczq.com

④ 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000

成都 中国(四川)自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、 四川上市公司医药行业	6
1.1. 四川医药行业发展概况	6
1.2. 四川医药行业上市公司	7
二、 四川上市公司（已发布报告）基本情况	9
2.1. 迈克生物（300463.SZ）	9
2.1.1. 公司基本情况	9
2.1.2. 业绩表现与收入构成	9
2.1.3. 财务分析	10
2.1.4. 投资逻辑	11
2.1.5. 盈利预测	12
2.2. 科伦药业（002422.SZ）	12
2.2.1. 公司基本情况	12
2.2.2. 业绩表现与收入构成	13
2.2.3. 财务分析	14
2.2.4. 投资逻辑	15
2.2.5. 盈利预测	15
2.3. 康弘药业（002773.SZ）	16
2.3.1. 公司基本情况	16
2.3.2. 业绩表现与收入构成	16
2.3.3. 财务分析	17
2.3.4. 投资逻辑	18
2.3.5. 盈利预测	18
三、 四川其他医药上市公司基本情况	19
3.1. 成都先导（688222.SH）	19
3.1.1. 公司基本情况	19
3.1.2. 业绩表现与收入构成	19
3.1.3. 财务分析	20
3.2. 贝瑞基因（000710.SZ）	21
3.2.1. 公司基本情况	21

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

3.2.2. 业绩表现与收入构成	21
3.2.3. 财务分析	22
3.3. 华神科技 (000790.SZ)	23
3.3.1. 公司基本情况	23
3.3.2. 业绩表现与收入构成	24
3.3.3. 财务分析	25
3.4. 金石亚药 (300434.SZ)	26
3.4.1. 公司基本情况	26
3.4.2. 业绩表现与收入构成	26
3.4.3. 财务分析	27

图表目录

图 1:	2015-2019 年覆盖医药企业营业收入	8
图 2:	2015-2019 覆盖医药企业归母净利润	8
图 3:	迈克生物 2015-2020Q1 营业收入.....	9
图 4:	迈克生物 2015-2020Q1 归母净利润.....	9
图 5:	迈克生物自产产品及代理产品营收.....	10
图 6:	迈克生物毛利率和净利率情况.....	10
图 7:	迈克生物资产负债率.....	11
图 8:	迈克生物期间费用.....	11
图 9:	迈克生物 ROE 和 ROA.....	11
图 10:	科伦药业 2015-2020Q1 营业收入.....	13
图 11:	科伦药业 2015-2020Q1 归母净利润.....	13
图 12:	科伦药业主营业务构成.....	14
图 13:	科伦药业毛利率、净利率情况.....	14
图 14:	科伦药业资产负债率.....	14
图 15:	科伦药业期间费用率.....	15
图 16:	科伦药业 ROE 水平	15
图 17:	康弘药业 2015-2020Q1 营业收入.....	16
图 18:	康弘药业 2015-2020Q1 归母净利润.....	16
图 19:	康弘药业主营业务构成.....	17
图 20:	康弘药业毛利率净利率情况.....	17
图 21:	康弘药业资产负债率.....	17
图 22:	康弘药业期间费用率.....	18
图 23:	康弘药业 ROE 和 ROA.....	18
图 24:	成都先导 2016-2020Q1 营业收入.....	19
图 25:	成都先导 2016-2020Q1 归母公司净利润.....	19
图 26:	成都先导业务构成	20
图 27:	成都先导毛利率、净利率情况.....	20
图 28:	成都先导资产负债率.....	20
图 29:	成都先导期间费用率.....	21
图 30:	成都先导 ROE 水平	21
图 31:	贝瑞基因 2015-2020Q1 营业收入.....	22
图 32:	贝瑞基因 2015-2020Q1 归母公司净利润.....	22
图 33:	贝瑞基因主营业务构成.....	22
图 34:	贝瑞基因毛利率、净利率情况.....	22
图 35:	贝瑞基因资产负债率.....	23
图 36:	贝瑞基因期间费用率.....	23
图 37:	贝瑞基因 ROE 水平	23
图 38:	华神科技 2015-2020Q1 营业收入.....	24
图 39:	华神科技 2015-2020Q1 归母公司净利润.....	24
图 40:	华神科技主营业务构成.....	25
图 41:	华神科技毛利率、净利率情况.....	25
图 42:	华神科技资产负债率.....	25

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 43:	华神科技期间费用率.....	26
图 44:	华神科技 ROE 水平	26
图 45:	金石亚药 2015-2020Q1 营业收入.....	27
图 46:	金石亚药 2015-2020Q1 归母公司净利润.....	27
图 47:	金石亚药主营业务构成.....	27
图 48:	金石亚药毛利率、净利率情况.....	27
图 49:	金石亚药资产负债率.....	28
图 50:	金石亚药期间费用率.....	28
图 51:	金石亚药 ROE 水平	28
表格 1.	关于推进四川省中药产业的高质量转型升级的培育方案	6
表格 2.	川财证券医药组所辖四川上市公司一览	7

一、四川上市公司医药行业

1.1. 四川医药行业发展概况

医药健康产业作为具有巨大市场潜力的新兴产业，辐射面广、吸纳就业人数多、拉动消费作用大。加快医药健康产业发展，不仅是保障和改善民生、不断满足人民群众多元化健康需求的客观要求，也是优化产业结构，助推经济高质量发展的重要举措。

医药产业是四川省七大战略性新兴产业之一。《四川省“十三五”医药产业发展指南》提出“到 2020 年全省医药产业全口径实现销售收入 5000 亿元”目标，并明确了“转型升级、提质增效、创新模式以及推进优势中药材生产、发展医药贸易与健康服务业”等五大重点任务，为全省医药产业发展指明了方向。

中药是四川省传统优势产业，中药资源品种数和道地药材数均居全国第一，中药饮片产值居全国第二，中成药产值居全国第四。因此，2019 年 4 月四川省医药健康产业机制办公室印发的《医药健康产业培育方案》将中药产业作为重点关注对象。四川省医药资源与产业关联度低，川产道地药材大多为国内外药企提供原料。中药产业发展现状是四川医药产业的一个缩影，抓好中药产业的高质量转型，对全省医药产业提质有着示范意义。《医药健康产业培育方案》提出“产业质量明显提升”的目标：到 2022 年，中药产业优势地位进一步提升，全省基本实现中药材标准化种植，确立全国中药产业第一方阵地位。

表格 1. 关于推进四川省中药产业的高质量转型升级的培育方案

方向	内容
产品	做大康复新液系列、地奥心血康胶囊等重点产品；重点发展中药曲类、小包装等产品；推动基于古方、名方、验方和秘方的中（藏）药新药（院内制剂）以及中（藏）药独家、保护品种的研发；发展中药提取物产业，重点发展药食同源植物提取物及其产品和植物提取粉剂、液体等剂型；重点推动川芎、川贝母等道地中药材及珍稀濒危药材人工培育和林下仿野生种植等。
技术	重点开发现代中药提取纯化技术，研发符合中药特点的制剂技术，推广质量控制、自动化和在线监测等技术在中药生产中的应用。
平台	争创国家中医药产业发展综合试验区；打造省级中医药健康产业平台；结合精准扶贫和乡村振兴计划，推动一批“定制药园”建设；在优势治疗领域推动一批经典名方二次开发及应用；试点推进道地和大宗中药材期货交易市场的建立和运营。
其它	《方案》鼓励企业做大抗氧化、降“三高”、防痴呆、辅助肿瘤治疗的中药保健养生食品（药膳）、功能型化妆品、中医保健器材以及药、酒、果、茶等相关联的中医药衍生品。“中药产

业的发展不能只靠‘医’和‘药’，更需要把‘养’结合起来，推动中药产业全产业链发展

资料来源：四川省人民政府官网，《医药健康产业培育方案》，川财证券研究所

在生物医药产业发展方面，四川省生物医药产业起步晚，产业基础弱，还存在国际竞争力不强、新产品研制开发和成果转化能力较弱等突出问题。建议四川借鉴欧洲国家政府与企业开发生物制药风险共担的成功经验，出台一系列包括资金、技术、土地、税收、人才、研发、融资等方面的优势政策措施，为四川新兴生物制药产业的发展提供政策支持。计划到2025年，四川示范基地聚集企业达到800家，培育年销售收入超过100亿元企业2家，50亿元—100亿元企业3家，10亿元—50亿元企业5家，生物医药关联行业产值超过500亿元。将示范基地建设成为我国具有影响力、竞争力的重大新药创制创新基地。

根据《关于促进医药产业健康发展的实施意见》、《四川省中医药大健康产业“十三五”发展规划》等文件，出台了“鼓励创新研发、奖励研发成果、激励成果转化、支持队伍建设、优先公共采购”等一揽子支持政策，提出抓医药行业重点产业发展。一是发展中医药产业，支持麦冬、附子、川芎、白芷、川贝母、姜黄、天麻等道地药材种植，推动中药配方颗粒和曲类、小包装中药饮片等产品做大做强，推进中药大品种建设；二是发展生物药产业，重点推动康柏西普等优势产品加快二次开发，指导其申请进入国家医保目录；三是发展化学药产业，指导企业完成一致性评价药物品种3个，重点推动倍特首仿药替诺福韦酯走向市场；四是发展医疗器械产业，重点支持奥泰超导磁共振成像设备、利尼科智能机器人放射治疗系统、博奥生物芯片、美敦力透析再生模块等新兴项目建设；五是发展大健康产业，结合老少边区、返乡创业、精准扶贫工作，编制《四川省医药大健康重点品种培育工作推进方案》。六是发展牙科产业，依托华西口腔优势打造龙头企业“华西牙科”，并启动资阳牙科产业园建设。

1.2. 四川医药行业上市公司

川财证券医药组的覆盖领域包含医疗器械、化学制剂、医疗服务、中药、生物制品、化学原料药等，截止2020年涵盖的企业信息如下：

表格 2. 川财证券医药组所辖四川上市公司一览

代码	名称	所属行业	总市值（亿元）	上市日期
300463	迈克生物	医疗器械	332.93	2015-05-28
002422	科伦药业	化学制剂	318.19	2010-06-03

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

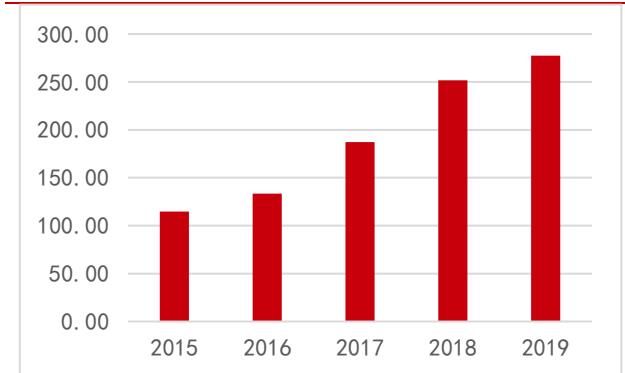
002773	康弘药业	化学制剂	407.59	2015-06-26
688222	成都先导	医疗服务	201.30	2020-04-16
000710	贝瑞基因	医疗器械	202.83	2017-08-10
000790	华神科技	中药	30.76	1998-03-27
300434	金石亚药	化学制剂	32.82	2015-04-24

资料来源：Wind，川财证券研究所，截止日期 20200619

四川制造业上市企业数量在 2015 年至 2020 年有大幅上升，从 17 家增至 24 家。在 2020 年 ST 国重装再次上市交易之前，随之近年来多家创业板小市值企业的挂牌，四川制造业企业的总市值连续数年呈现下降趋势。

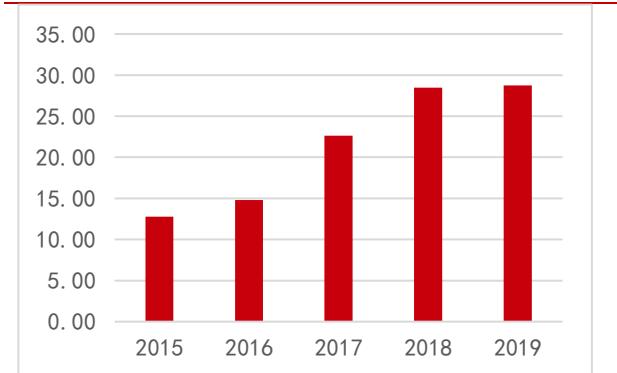
在盈利能力方面，营业收入逐年上涨，自《中国制造 2025 四川行动计划》颁布以来，上述 24 家企业的营业收入总和逐年上涨，并且增长率有持续扩大的趋势，2019 年同比增幅达到 18.13%；归母净利润则是出现较大波动，尽管如此，2019 年依旧获得了 134.70% 的增幅，未来可期。

图 1：2015-2019 年覆盖医药企业营业收入



资料来源：Wind，川财证券研究所 单位：亿元

图 2：2015-2019 覆盖医药企业归母净利润



资料来源：Wind，川财证券研究所 单位：亿元

二、四川上市公司（已发布报告）基本情况

2.1. 迈克生物（300463.SZ）

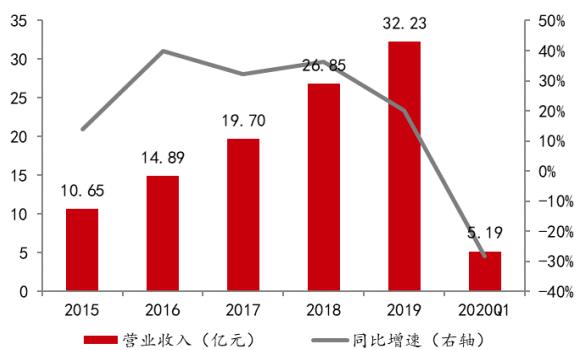
2.1.1. 公司基本情况

公司 1994 年在四川成立，是国内领先的体外诊断产品提供商，主营业务为体外诊断产品的研发、生产、销售和服务，现阶段通过代理国外如日立、希森美康、碧迪、雅培、生物梅里埃等知名体外诊断品牌优势产品或与之开展战略合作等方式，自主产品和代理产品互为补充，可以满足医学实验室 90% 以上的需求。目前，公司自主产品销往全国六千余家各级医院，二级和三级医院产品覆盖率分别达到 35% 和 50%。

2.1.2. 业绩表现与收入构成

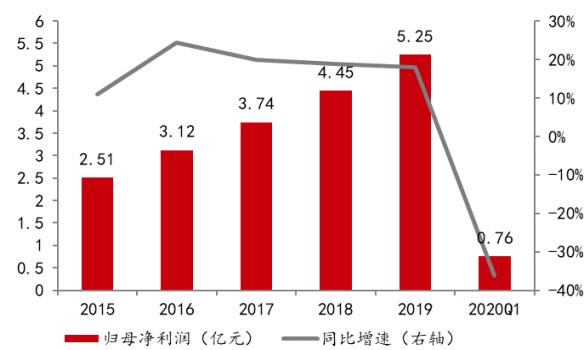
公司自 2015 年以来，营业收入和归属母公司净利润都有着较高速的增长。公司 2019 年实现营业收入 32.23 亿元，同比增长 20.02%，归母净利润 5.25 亿元，同比增长 18.06%。2015 至 2019 年间，公司营业收入和归母净利润复合增长率分别达到了 31.89%、20.27%，增长迅速。2020Q1 公司实现营收 5.19 亿元，同比降低 28.18%，归母净利润 0.76 亿元，同比下降 36.21%。

图 3：迈克生物 2015-2020Q1 营业收入



资料来源：Wind，川财证券研究所 单位：亿元

图 4：迈克生物 2015-2020Q1 归母净利润



资料来源：Wind，川财证券研究所 单位：亿元

公司成立最初从事“日立”等品牌的进口诊断产品的代理销售，同时开始尝试诊断试剂的自主研发与生产。2019 年前三季度公司营业收入 23.48 亿元，同比增长 20.1%，归属母公司净利润 4.14 亿元，同比增长 16.5%，其中代理产品营业收入 9.52 亿元，同比增长 22%，占营业收入比重达 63%，贡献主要营业收入；自产产品营业收入 5.50 亿元，同比增长 21%，营收占比为 36%，毛利率方面，自产产品毛利率达 81%，代理产品为 37%，自产产品在利润贡献上超过代理产品。

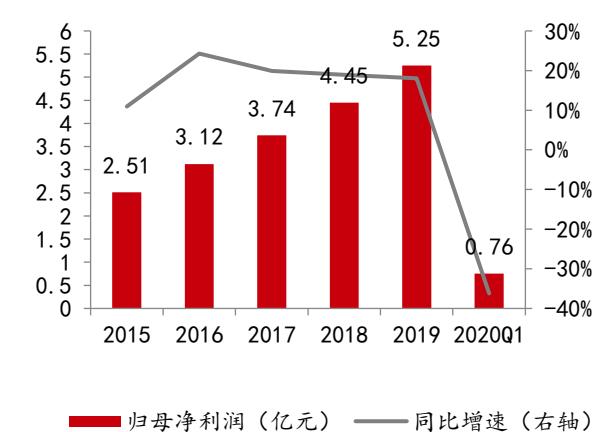
现阶段通过代理国外如日立、希森美康、碧迪、雅培、生物梅里埃等知名体外诊断品牌优势产品或与之开展战略合作等方式，自产产品和代理产品互为补充，可以满足医学实验室 90%以上的需求，并为客户提供更多产品选择和综合服务。报告期内，自产生化试剂收入同比增长 23.94%、自产免疫试剂同比增长 32.55%、自产血球试剂同比增长 52.48%。自产试剂毛利率逐年稳中有升、自产仪器按计划实现装机，市场拓展和盈利能力的提升是公司业绩持续增长的重要驱动因素。

图 5：迈克生物自产产品及代理产品营收



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 6：迈克生物毛利率和净利率情况

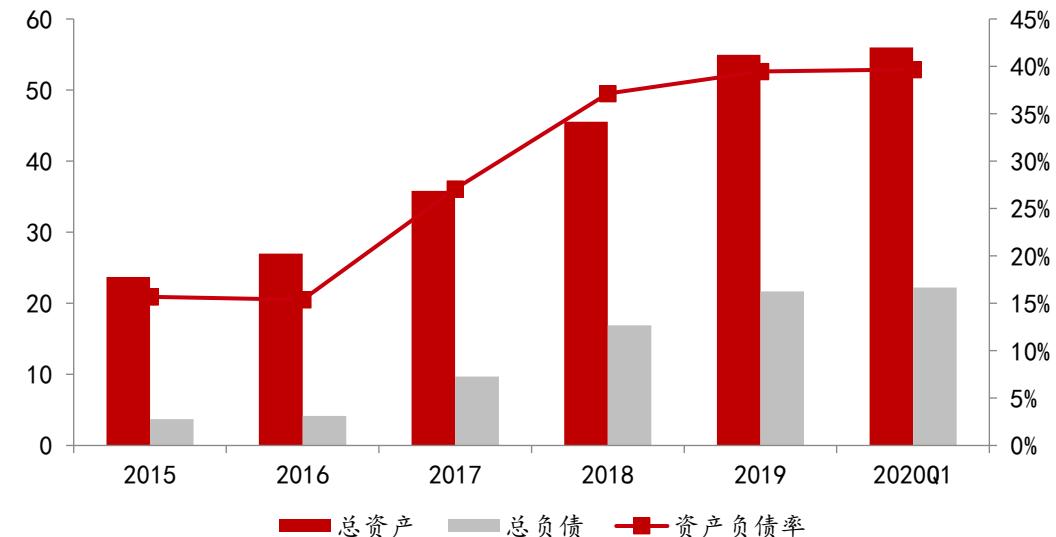


资料来源：Wind，川财证券研究所

2.1.3. 财务分析

公司资产负债率于 2016 年开始有所上升，由 2016 年的 15.38% 上升至 2018 年的 37.12%。为优化公司债务结构，公司于 2018 年开始尝试调整债务结构，通过申请银行长期贷款、公司债等方式对长期债务结构进行调整，以匹配公司短中长期的资金需求。虽在融资渠道和融资方式上有所变化，但整体融资规模将严格按照公司营运资金需求匹配，并对整体资产负债率进行有效控制。公司 2019 年总资产达到 54.97 亿元人民币，总负债为 21.69 亿元，资产负债率为 39.46%。

图 7：迈克生物资产负债率

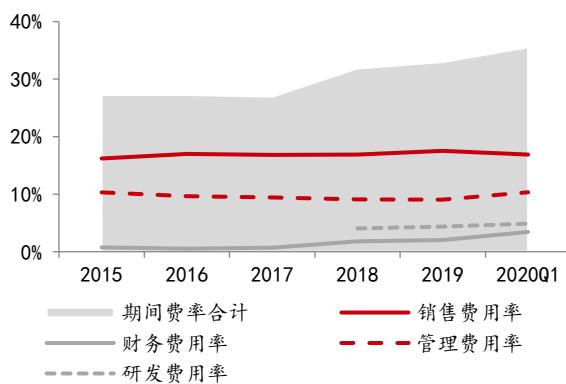


资料来源：Wind，川财证券研究所

期间费用率保持稳定。自 2015 年以来，公司期间费用率水平整体保持稳定，2015 至 2019 年分别为 27.25%、27.22%、26.93%、31.87% 和 32.95%。

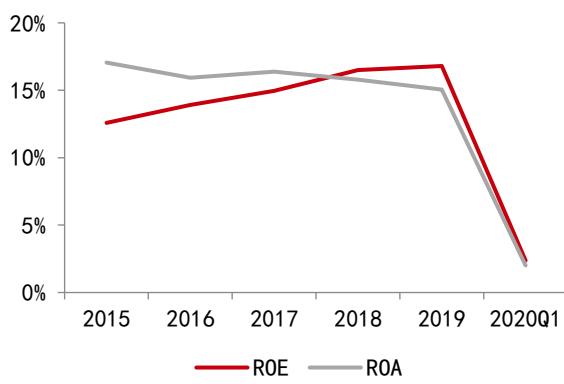
公司 ROE 自 2015 年开始呈现上升趋势，从 12.58% 上升至 2019 年的 16.80%。2020Q1 受疫情影响，从而导致 ROE 水平下降。

图 8：迈克生物期间费用



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 9：迈克生物 ROE 和 ROA



资料来源：Wind，川财证券研究所

2.1.4. 投资逻辑

研发加码生化试剂抗干扰、分子诊断及上游原料，新冠病毒核酸检测产品获批贡献业绩增量。2019 年研发投入 1.89 亿元，同比增长 25%，其中生化及分子诊断业务研发投入分别同比增长 13% 及 75%，用于生化试剂的抗干扰以及开展多项荧光 PCR 和数字 PCR 研发项目。公司加强上游配套，报告期内化学原料方面共开展 23 个项目，同时新建了荧光微球、核酸提取磁珠及色谱柱填

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

料平台。子公司迈克新材料主要用于自产试剂产品上游原料的开发，报告期内营业收入 1.69 亿元，彰显较强的上游配套能力。2020 年 4 月 15 日，公司新冠病毒核酸检测产品成为国内第三家获得 FDA 批准的试剂生产厂商，此前产品已获批国内注册证，在疫情检测需求下有望为公司贡献收入和业绩增量。

体外诊断市场蓬勃发展，渠道下沉推动渗透率提升。2018 年我国体外诊断市场规模约为 604 亿元，预计未来三年仍将保持 15%-20% 的增速发展，到 2021 年将达到 1000 亿元左右。其中生化诊断发展较为成熟，行业增速在 6%-7%，免疫诊断市场增速约 20%。免疫诊断从技术上分为酶促化学发光、直接化学发光、电化学发光。直接化学发光和电化学发光由于避免了酶的催化发光从而有效提高了反应速度。出于提高检验效率的需求，化学发光向高通量、流水线化发展，检测项目不断丰富。

2.1.5. 盈利预测

我们预计 2020-2022 年营业收入分别为 40.72、51.20、63.19 亿元，归属于上市公司股东的净利润分别为 6.72、8.67、11.01 亿元，EPS 分别为 1.21、1.55、1.97 元/股，PE 分别为 28、22、17 倍，维持“增持”评级。

2.2. 科伦药业（002422.SZ）

2.2.1. 公司基本情况

四川科伦药业股份有限公司于 2010 年 6 月在深圳证券交易所成功上市。甫一上市，科伦立即启动百亿产业投资计划，开始实施“三发驱动、创新增长”的发展战略。第一台发动机是通过持续的产业升级和品种结构调整，保持科伦在输液领域的绝对领先地位；第二台发动机是通过对优质自然资源的创新性开发利用，构建从中间体、原料药到制剂的抗生素全产业链竞争优势；第三台发动机是通过研发体系的建设和多元化的技术创新，积累企业基业长青的终极驱动力量。

公司主要从事大容量注射剂（输液）、小容量注射剂（水针）、注射用无菌粉针（含分装粉针及冻干粉针）、片剂、胶囊剂、颗粒剂、口服液、腹膜透析液等 25 种剂型药品及抗生素中间体、原料药、医药包材等产品的研发、生产和销售。主要产品涵盖镇痛麻醉类、精神类、抗病原微生物类、营养输液、呼吸类、心脑血管类、抗肿瘤类、抗骨质疏松类、水电解质平衡类等。

截止 2019 年 12 月 31 日，公司拥有 578 个品种共 993 种规格的医药产品，其本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

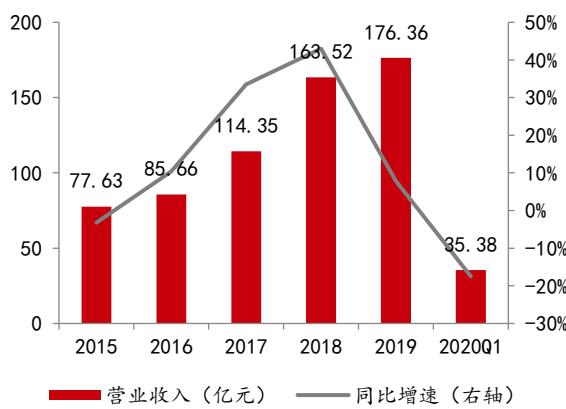
中有 127 个品种共 297 种规格的输液产品、399 个品种共 642 种规格的其它剂型医药产品、52 个品种共 54 种规格的原料药。10 个品种的抗生素中间体，4 个品种共 7 个规格的医用器械。

公司生产的药品按临床应用范围分类，共有 25 个剂型 578 种药品。其中，进入《国家基本药物目录（2018 年版）》的药品为 124 种，被列入 OTC 品种目录的药品为 82 种，被列入《国家医保目录（2019 年版）》的药品为 256 种。

2.2.2. 业绩表现与收入构成

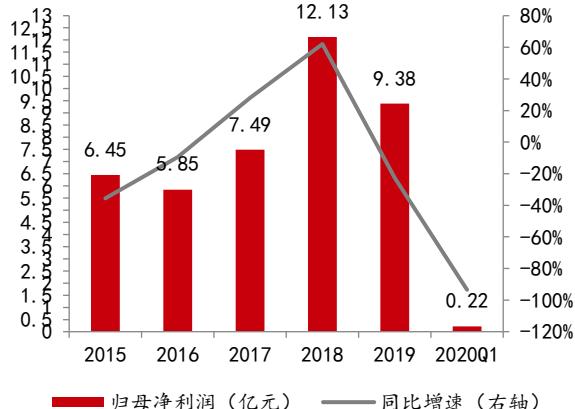
公司 2019 年实现营业收入 176.36 亿元，同比增长 7.86%，归母净利润 9.38 亿元，同比下滑 22.68%。2020Q1 公司实现营收 35.38 亿元，同比下滑 17.50%，归母净利润 0.22 亿元，同比下滑 93.48%。

图 10：科伦药业 2015-2020Q1 营业收入



资料来源：wind，川财证券研究所 单位：亿元

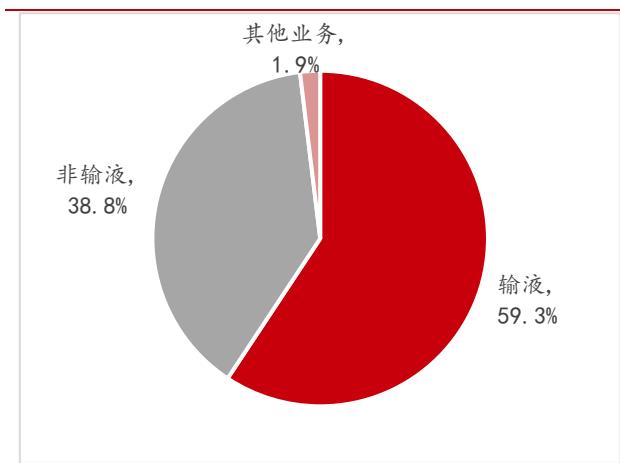
图 11：科伦药业 2015-2020Q1 归母净利润



资料来源：wind，川财证券研究所 单位：亿元

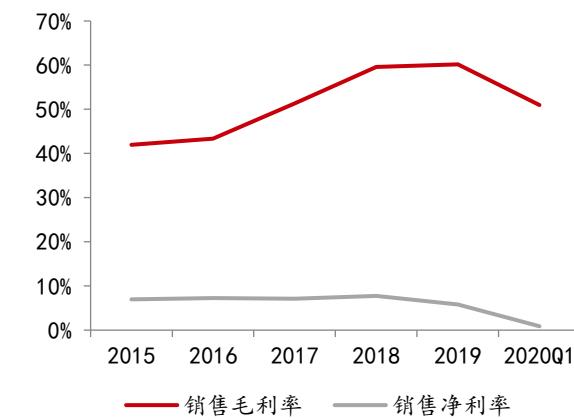
大输液仍占较大比重，制剂和原料药齐头并进。2019 年，公司在输液领域产品销售 45.17 亿袋/瓶，实现营业收入 104.60 亿元，同比增长 5.86%。非输液领域实现销售收入 68.36 亿元，同比增长 9.51%，其中抗生素中间体、原料药实现销售收入 31.08 亿元，同比下降 5.64%，非输液制剂全年销售收入 36.78 亿元，同比增长 28.73%。

图 12：科伦药业主营业务构成



资料来源：wind, 川财证券研究所

图 13：科伦药业毛利率、净利率情况

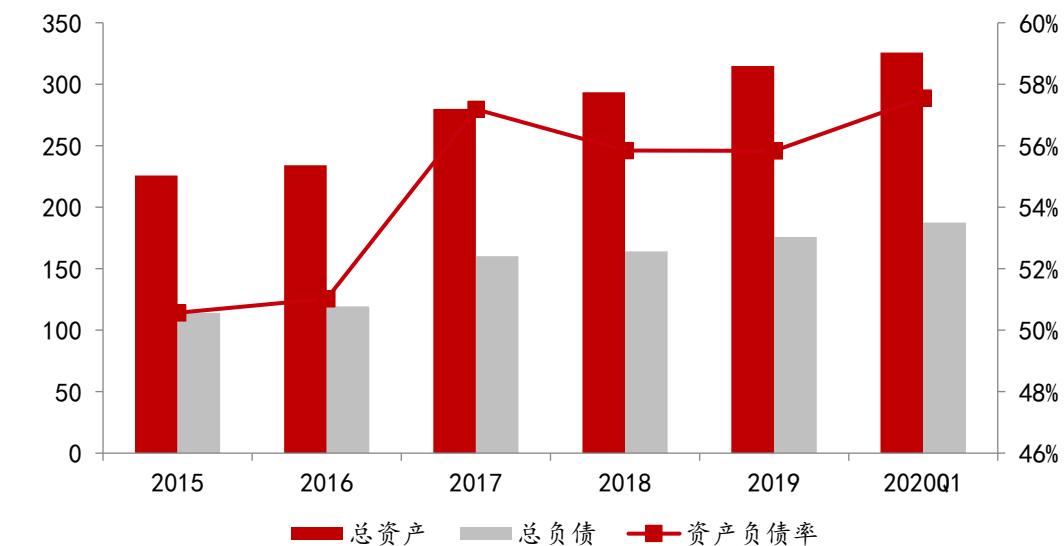


资料来源：wind, 川财证券研究所

2.2.3. 财务分析

公司资产负债率近三年稳中有降，2019 年公司总资产 314.85 亿元人民币，总负债为 175.79 亿元人民币，2017-2019 年的资产负债率分别为 57.19%、55.85% 和 55.83%。

图 14：科伦药业资产负债率



资料来源：wind, 川财证券研究所

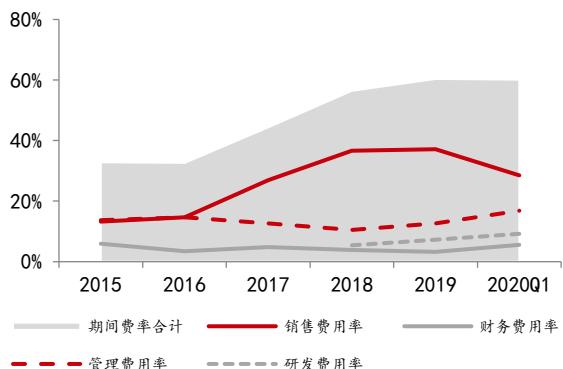
期间费用率有所上升，由 2015 年的 32.85% 上升至 2019 年的 60.36%，主要是销售费用率的快速提升所致。随着 2017 年制剂新品种陆续推出以及两票制的推行，公司销售推广费用提升较快，2019 年较 2018 年较为稳定，保持在 37% 左右。

ROE 呈波动态势。2013-2016 年公司的 ROE 由 11.63% 下降至 5.16%，2017 年开

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

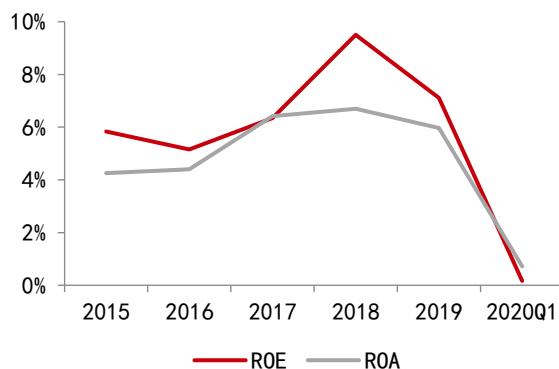
始 ROE 持续回升，2018 年达到 9.5%，2019 年又降至 7.11%。

图 15：科伦药业期间费用率



资料来源：wind, 川财证券研究所

图 16：科伦药业 ROE 水平



资料来源：wind, 川财证券研究所

2.2.4. 投资逻辑

“三发驱动”战略聚焦，研发管线前景广阔。公司从 2012 年开始全面启动创新转型，持续专注于解决中国未满足的临床需求和临床用药可及性，不断推动创新药物研究。截止 2020 年 4 月 15 日，41 项优秀仿制药物连续获批上市，并首次进入肿瘤、心脑血管 2 个重大疾病领域，其中 16 项通过仿制药一致性评价；31 个品种进入临床阶段（其中创新药 11 个，仿制药 16 个，NDDS4 个），2 个品种已启动国际临床研究，KL-A167 其中一项关键临床 II 期研究进入 NDA 准备阶段，注射用 A166 获得优于同类上市药物研究结果。

大输液和原料药持续贡献稳定现金流。公司继续推进可立袋科技成果转化，销售体系重点推进密闭式安全输液产品进入基层医疗机构，提升基层用药安全性，使得可立袋销量同比稳定增长，密闭式安全输液产品的销售结构占比进一步提升。治疗性输液部分产品增速提升，新批重点产品加快准入和市场覆盖。肠外营养输液产品的快速放量，实现饱和生产，全年销售收入 3.91 亿元，同比增长 180.67%，增加了公司利润贡献。肠外营养输液产品新生产线投产，新增产能将在 2020 年释放，有助于公司进一步提升市场占有率。

2.2.5. 盈利预测

我们预计 2020-2022 年，公司可实现营业收入 182.53、209.85 和 232.89 亿元，归属母公司净利润 9.83、12.77 和 13.90 亿元。公司总股本 14.40 亿股，对应 EPS 0.68、0.89 和 0.97 元，PE 分别为 32、25、23 倍，维持“增持”评级。

2.3. 康弘药业 (002773.SZ)

2.3.1. 公司基本情况

公司成立于 1996 年，是一家致力于生物制品、中成药、化学药及医疗器械研发、生产、销售及售后服务的医药集团，拥有先进的研发中心和标准的产业化生产基地，营销网络遍布全国。2015 年 6 月 26 日，康弘药业正式在深圳证券交易所挂牌上市。

公司主营业务为药品（包括生物制品、中成药、化学药）和医疗器械（主要是眼科医疗器械）的研发、生产与销售。公司目前上市产品主要为：康柏西普眼用注射液、松龄血脉康胶囊、舒肝解郁胶囊、渴络欣胶囊、胆舒胶囊、一清胶囊、盐酸文拉法辛缓释片、阿立哌唑口崩片、阿立哌唑口服溶液、枸橼酸莫沙必利分散片、右佐匹克隆片等十六个药品和两个医疗器械。

2.3.2. 业绩表现与收入构成

2019 年全年，公司实现营业收入 32.57 亿元，同比增加 11.65%；实现归属母公司净利润 7.18 亿元，同比上升 3.35%。2015-2019 年公司的营收和净利润持续增长，主要得益于大品种康柏西普的上市并进入医保后的放量。

图 17：康弘药业 2015-2020Q1 营业收入

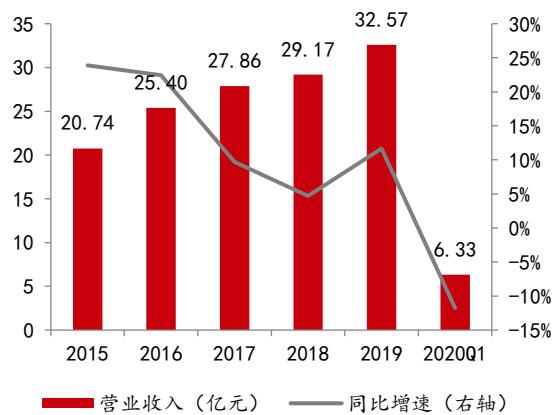
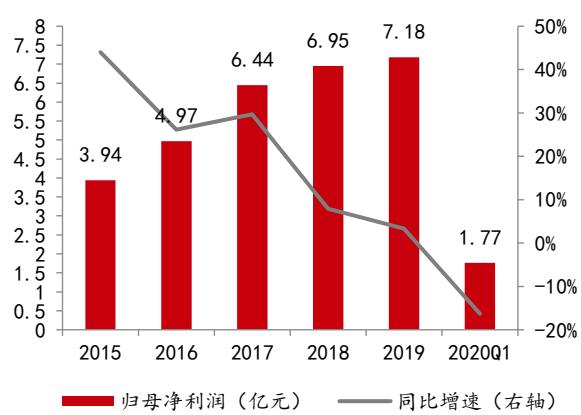


图 18：康弘药业 2015-2020Q1 归母净利润

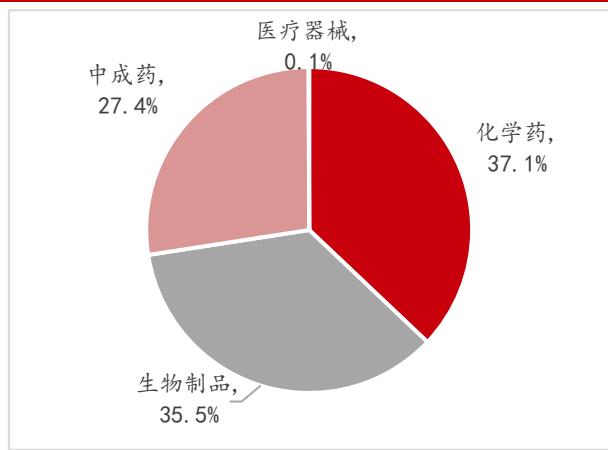


资料来源：wind，川财证券研究所 单位：亿元

资料来源：wind，川财证券研究所 单位：亿元

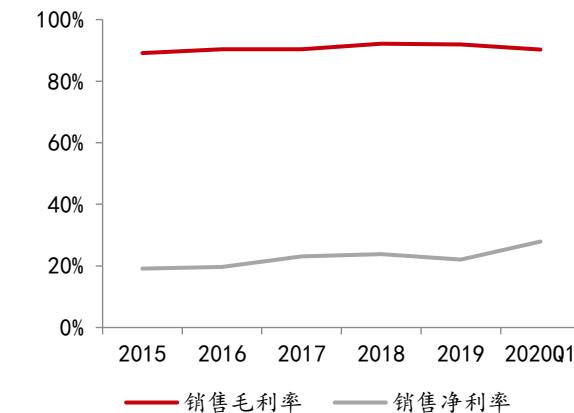
2019 年，公司的化药、生物药和中成药分别实现收入 12.07 (+3.16%)、11.55 (+30.95%) 和 8.92 (+3.36%) 亿元。2019 年，公司生物药板块收入占比为 35.46%，占比持续扩大，我们预计随着康柏西普 2019 年新增两个适应症进入医保，公司生物药板块收入增速仍有望保持快速增长。

图 19：康弘药业主营业务构成



资料来源：wind，川财证券研究所

图 20：康弘药业毛利率净利率情况

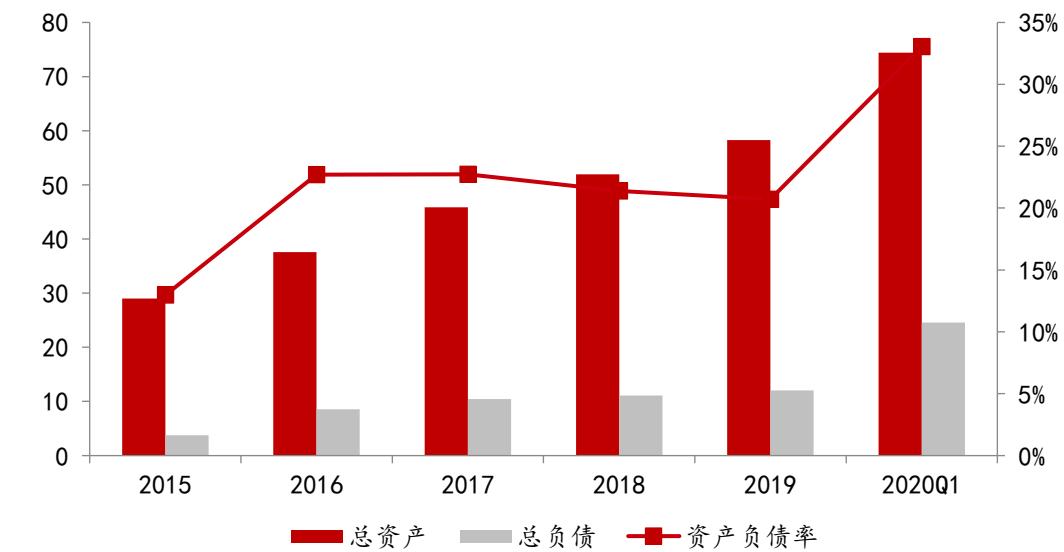


资料来源：wind，川财证券研究所

2.3.3. 财务分析

公司的资产负债率较低，且 2016-2019 年稳定下降，2019 年公司总资产为 58.27 亿元，总负债为 12.06 亿元，资产负债率为 20.70%。

图 21：康弘药业资产负债率

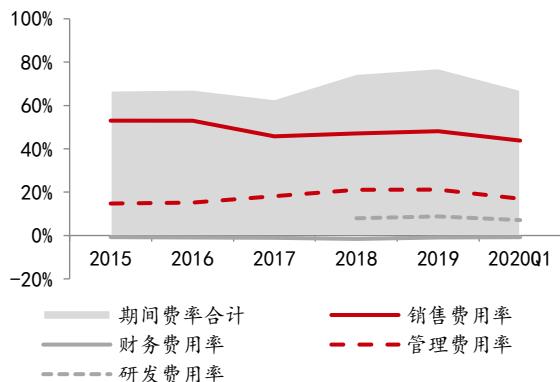


资料来源：wind，川财证券研究所

公司的期间费用率 2018 年提升明显，2019 年小幅提升。主要是由于销售费用率和研发费用率提升导致整体费用率提升明显。

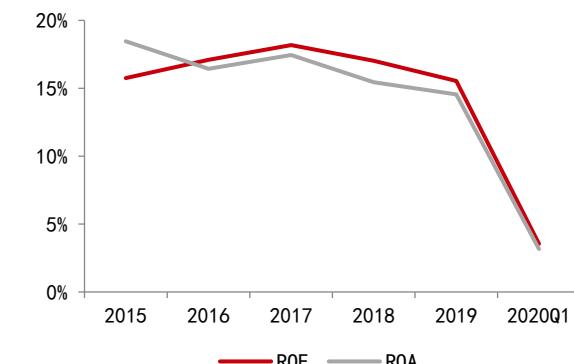
公司 ROE 在 2015-2017 年保持上升，三年分别为 15.74%、17.10% 和 18.18%，2018、2019 年的 ROE 分别为 17.02%、15.54%。

图 22：康弘药业期间费用率



资料来源：wind, 川财证券研究所

图 23：康弘药业 ROE 和 ROA



资料来源：wind, 川财证券研究所

2.3.4. 投资逻辑

康柏西普新适应症带动广阔需求，生物药板块持续增长。生物药方面，康柏西普眼用注射液正在开展启动国际多中心Ⅲ期临床研究。2019年5月，康柏西普眼用注射液获批第三个适应症“治疗糖尿病性黄斑水肿(DME)引起的视力损害”，此前国内已获批用于治疗湿性年龄相关性黄斑变性(nAMD)以及继发于病理性近视的脉络膜新生血管引起的视力损伤(pmCNV)两项适应症。视网膜静脉阻塞(RVO)目前处于中国临床Ⅲ期阶段，相关研究正按计划推进。此外，治疗外伤、化学烧伤、角膜移植术后诱发的新生血管的KH906滴眼液，是公司自主研发的具有自主知识产权的1类生物创新药物，目前正进行Ⅰ期临床。治疗结直肠及其他器官肿瘤且拥有国际发明专利的1类生物新药KH903已进入临床Ⅱ期。还有拥有国际专利的治疗性肿瘤疫苗1类生物新药KH901也处于临床Ⅱ期。

2.3.5. 盈利预测

我们预计公司2020-2022年，可实现营业收入36.00、42.88和50.28亿元，归属母公司净利润8.43、10.46和12.97亿元，对应EPS0.96、1.19和1.48元，对应PE分别约为48、39和32倍，我们维持“增持”评级。

三、四川其他医药上市公司基本情况

3.1. 成都先导 (688222.SH)

3.1.1. 公司基本情况

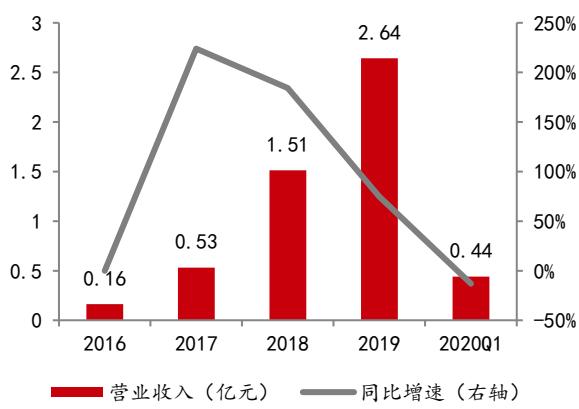
公司成立于 2012 年，由英国皇家化学学会会士李进博士归国后携国内外多位生物、化学等领域专家共同创建，公司设立至今一直围绕着 DNA 编码化合物库（DEL）技术潜心研究与创造，专注于原创新药的早期链段研发——苗头化合物和先导化合物的发现。公司坐落于四川成都天府国际生物城，拥有近 2 万平米的研发基地，目前已建成分子结构超过 4,000 亿种的 DNA 编码小分子化合物库。

公司实际控制人为 JIN LI（李进），直接持有公司 22.744% 的股权，并通过员工持股平台聚智科创控制公司 10.737% 的股权，合计控制公司 33.481% 的股权。

3.1.2. 业绩表现与收入构成

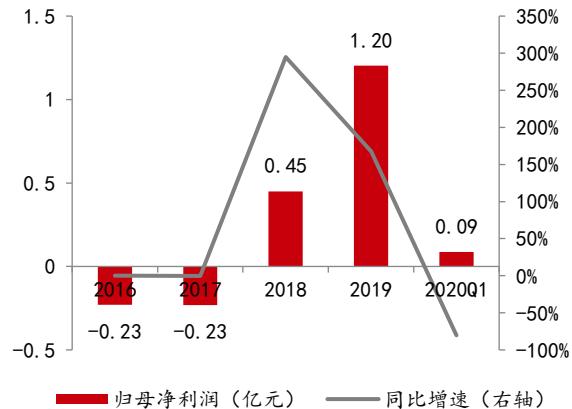
2016-2019 年公司营业收入快速增长，分别实现营业收入 0.16、0.53、1.51、2.64 亿元，2018-2019 年分别同比增长 294.80% 和 167.49%。2016-2019 年分别实现归属母公司股东的净利润 -0.23、-0.23、0.45、1.20 亿元。

图 24：成都先导 2016-2020Q1 营业收入



资料来源：wind, 川财证券研究所 单位：亿元

图 25：成都先导 2016-2020Q1 归母公司净利润



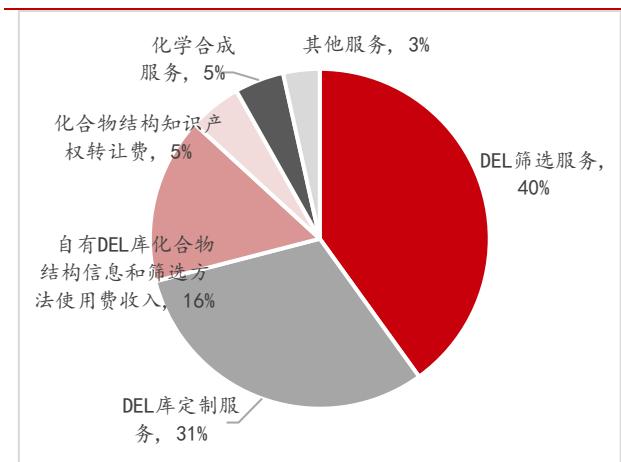
资料来源：wind, 川财证券研究所 单位：亿元

公司主营业务为利用其核心技术——DEL 技术提供药物早期发现阶段的研发服务以及新药研发项目转让。具体业务包括：DEL 筛选服务、DEL 库定制服务、化学合成服务、新药研发项目转让等。2019 年公司 DEL 筛选服务收入占比 40%，

DEL 库定制服务占比 31%，自有 DEL 库化合物结构信息和筛选方法使用费收入占比 16%、化合物结构知识产权转让费占比 5%，化学合成服务占比 5%，其他服务 3%。

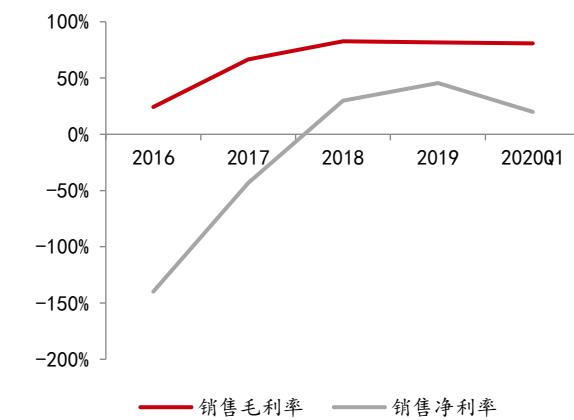
公司毛利率较高，2019 年，成都先导毛利率为 81.55%。

图 26：成都先导业务构成



资料来源：wind, 川财证券研究所

图 27：成都先导毛利率、净利率情况

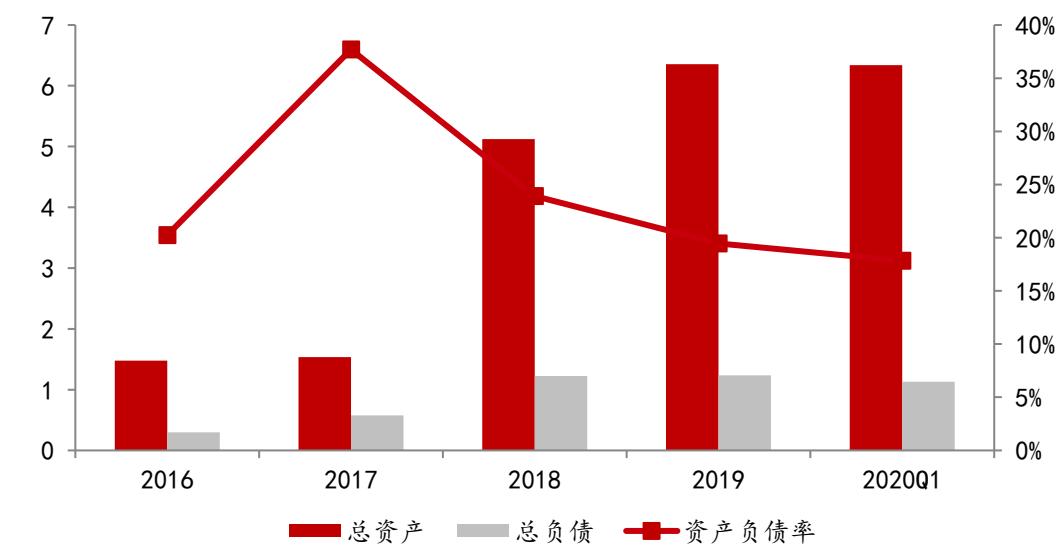


资料来源：wind, 川财证券研究所

3.1.3. 财务分析

公司资产负债率处在较低水平，且近两年有所下降。2019 年公司总资产 6.35 亿元人民币，总负债为 1.24 亿元人民币，资产负债率相比于 2018 年度的 23.90% 有所下降，2019 年为 19.45%。

图 28：成都先导资产负债率



资料来源：wind, 川财证券研究所

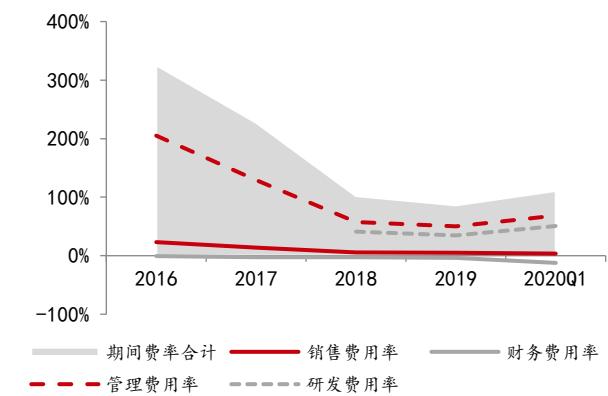
公司期间费用率近两年得到控制。由于公司处于快速成长期，研发投入较大

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

大，研发费用率较高，近年研发费用率降速明显，2019年公司的研发费用率为34.62%，同比下降6.30个百分点。

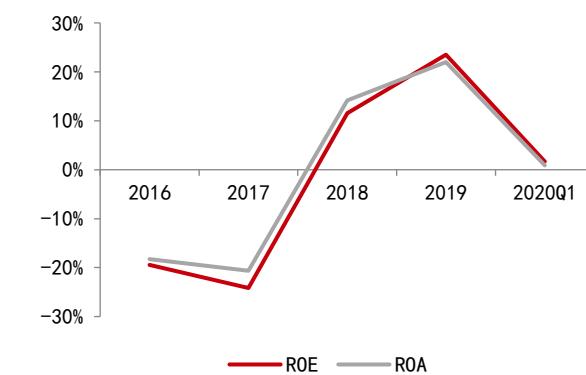
ROE呈现快速上升趋势。公司2016年ROE仅为-19.47%，2017年为-24.16%，2018、2019年分别为11.54%和23.50%，提升明显。

图 29：成都先导期间费用率



资料来源：wind, 川财证券研究所

图 30：成都先导 ROE 水平



资料来源：wind, 川财证券研究所

3.2. 贝瑞基因 (000710.SZ)

3.2.1. 公司基本情况

北京贝瑞和康生物技术有限公司成立于2010年5月，是致力于应用高通量基因测序技术，为临床医学疾病筛查和诊断提供“无创式”整体解决方案的研发型生物科技公司。公司的主营业务包括产前检测、孕前检测、遗传病检测以及肿瘤检测。贝瑞基因在这些领域累积的数据，已构建为具有中国人群特色的基因组大数据库。通过与贝勒医学院、阿里云等国际领先的医学科技机构合作，贝瑞和康未来将借助云平台，实现基因组数据最简化的终端应用和实时共享。

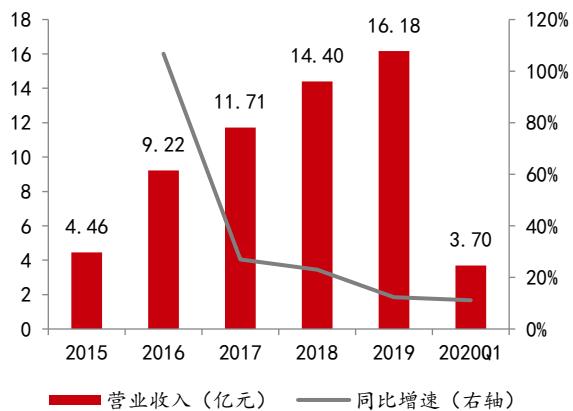
目前贝瑞基因前十大股东中，个人股东3名，其中董事长兼副总经理高扬持股13.89%，董事侯颖持股7.38%，为高扬的一致行动人，因此高扬以21.27%的控制权比例成为公司的实际控制人。周大岳持股4.24%，为公司董事兼总经理周代星之兄，未在公司担任任何职务。

3.2.2. 业绩表现与收入构成

公司的营业收入在2016-2019年间迅速增长，分别同比增长106.73%、27.03%、22.93%和12.35%，在2019年达到16.18亿元。2015-2019年分别归属母公司本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

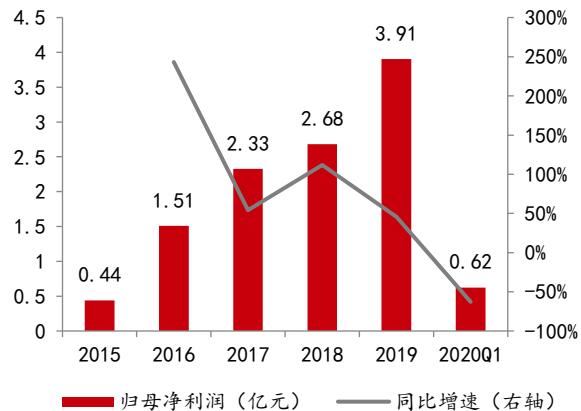
股东的净利润 0.44、1.51、2.33、2.68 和 3.91 亿元。

图 31：贝瑞基因 2015-2020Q1 营业收入



资料来源：wind, 川财证券研究所 单位：亿元

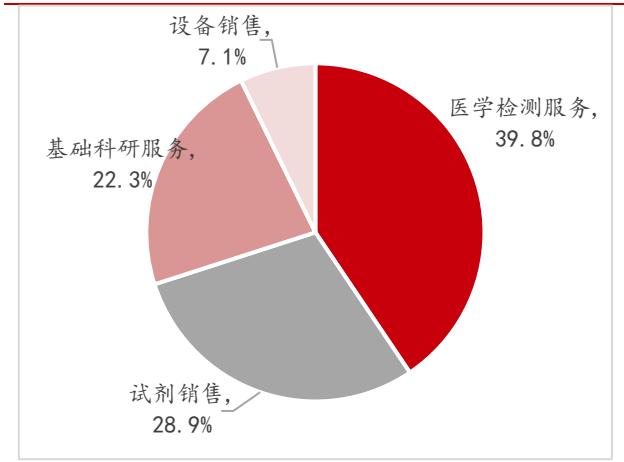
图 32：贝瑞基因 2015-2020Q1 归母公司净利润



资料来源：wind, 川财证券研究所 单位：亿元

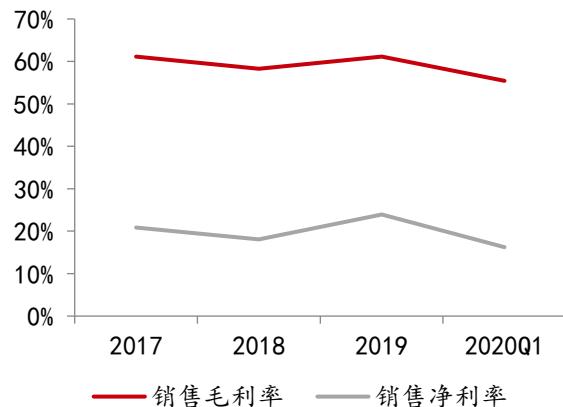
公司的主营业务为以测序为基础的基因检测服务与设备和试剂销售，依托高通量测序分子诊断平台和自主研发的核心技术，产品和服务覆盖生育健康、遗传病检测、肿瘤分子检测与诊断的多层次。2019 年，公司医学检测服务、试剂销售、基础科研服务以及设备销售的收入占比分别为 39.8%、28.9%、22.3% 和 7.1%。

图 33：贝瑞基因主营业务构成



资料来源：wind, 川财证券研究所

图 34：贝瑞基因毛利率、净利率情况

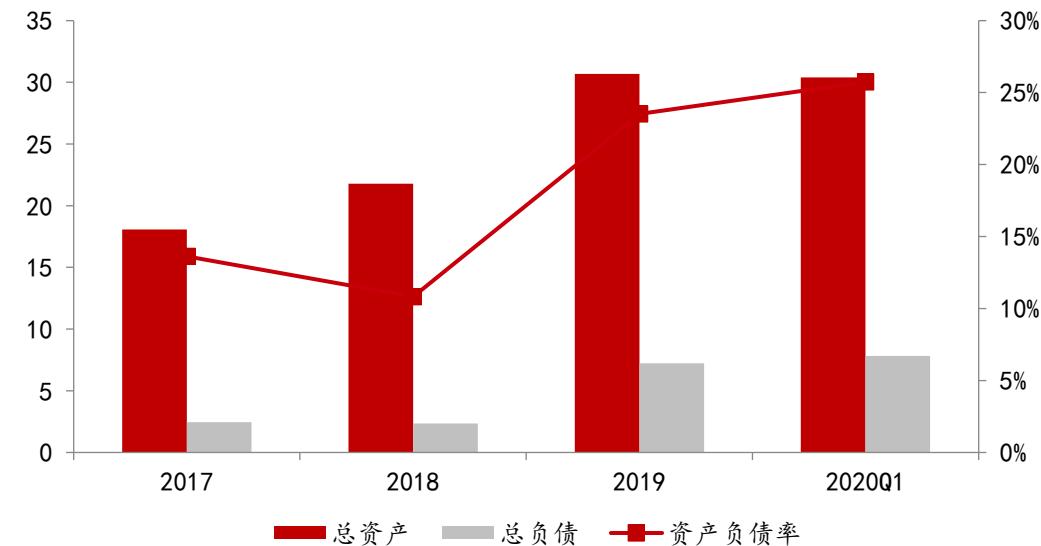


资料来源：wind, 川财证券研究所

3.2.3. 财务分析

公司资产负债率 2019 年有所上升，2019 年公司总资产 30.69 亿元人民币，总负债为 7.22 亿元人民币，资产负债率为 23.52%，相比于 2018 年上升 12.70 个百分点。

图 35：贝瑞基因资产负债率

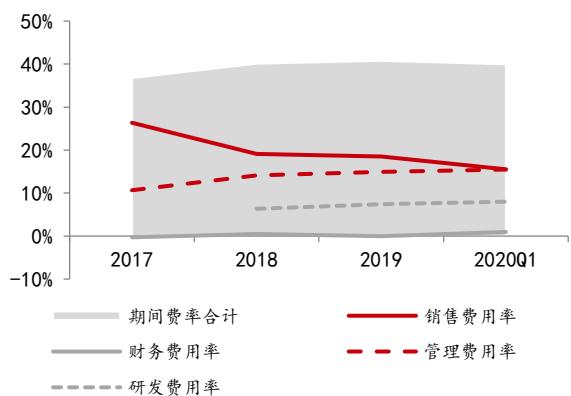


资料来源：wind, 川财证券研究所

公司期间费用率整体保持平稳。公司 2017 年至 2019 年期间费用率分别为 36.72%、40.10% 和 40.75%。

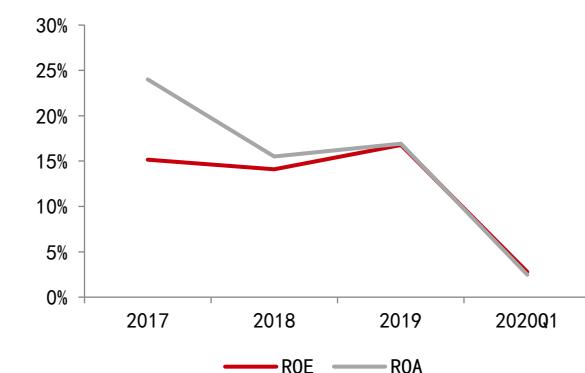
ROE 近三年保持稳定。公司 2017 年至 2019 年的 ROE 分别为 15.15%、14.08% 和 16.78%。

图 36：贝瑞基因期间费用率



资料来源：wind, 川财证券研究所

图 37：贝瑞基因 ROE 水平



资料来源：wind, 川财证券研究所

3.3. 华神科技 (000790.SZ)

3.3.1. 公司基本情况

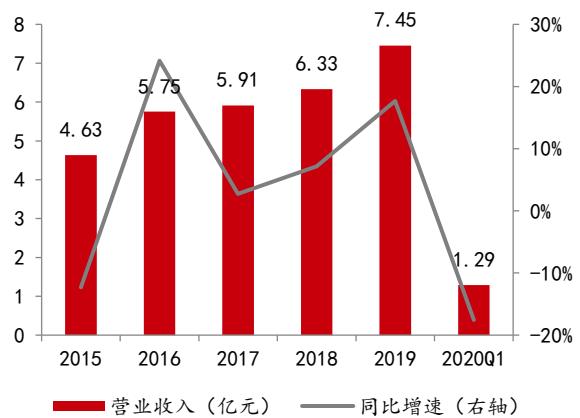
公司始创于 1988 年，起源于成都中医药大学附属制药厂，于 1998 年在深圳证券交易所挂牌上市，是一家以现代中药、生物制药、智能智造为主营业务的国本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

家重点高新技术企业。华神科技由华神科技集团制药厂、成都华神艾草科技有限公司、成都中医药大学华神药业有限责任公司、成都华神生物技术有限责任公司以及四川华神钢构有限责任公司等全资或控股子公司组成，员工近 1000 人。

3.3.2. 业绩表现与收入构成

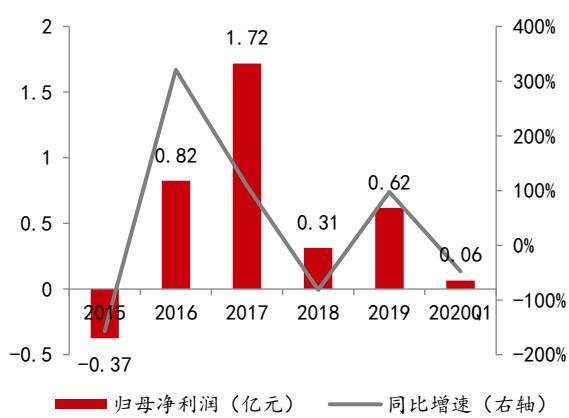
公司营业收入 2015–2019 年稳健增长，2015 年至 2019 年分别实现营业收入 4.63、5.75、5.91、6.33 和 7.45 亿元，2016–2019 年分别同比增长 24.15%、2.74%、7.19% 和 17.67%。2015–2019 年分别归属母公司股东的净利润 -0.37、0.82、1.72、0.31 和 0.62 亿元。

图 38：华神科技 2015–2020Q1 营业收入



资料来源：wind，川财证券研究所 单位：亿元

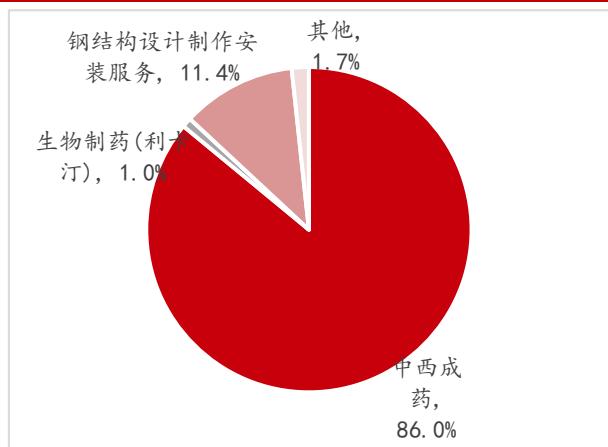
图 39：华神科技 2015–2020Q1 归母公司净利润



资料来源：wind，川财证券研究所 单位：亿元

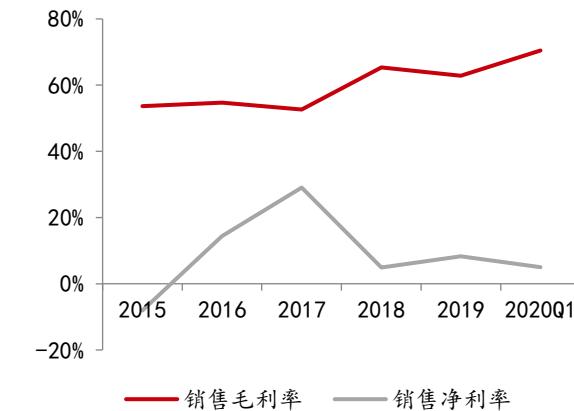
主营中西成药，占业务比重约 86%。华神科技集团制药厂现拥有合剂、片剂、颗粒剂、灸剂、原料药等多个剂型，多样化的品种、品规，具有较强的市场占有力。拥有 27 个注册品种，其中 5 个产品入选《国家基本药物目录》，13 个产品入选《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》，14 个品种被《中国药典》2015 版收录，部分产品远销港澳台、东南亚、欧美等地区和国家。生物制药占营收比重约 1%。

图 40：华神科技主营业务构成



资料来源：wind, 川财证券研究所

图 41：华神科技毛利率、净利率情况

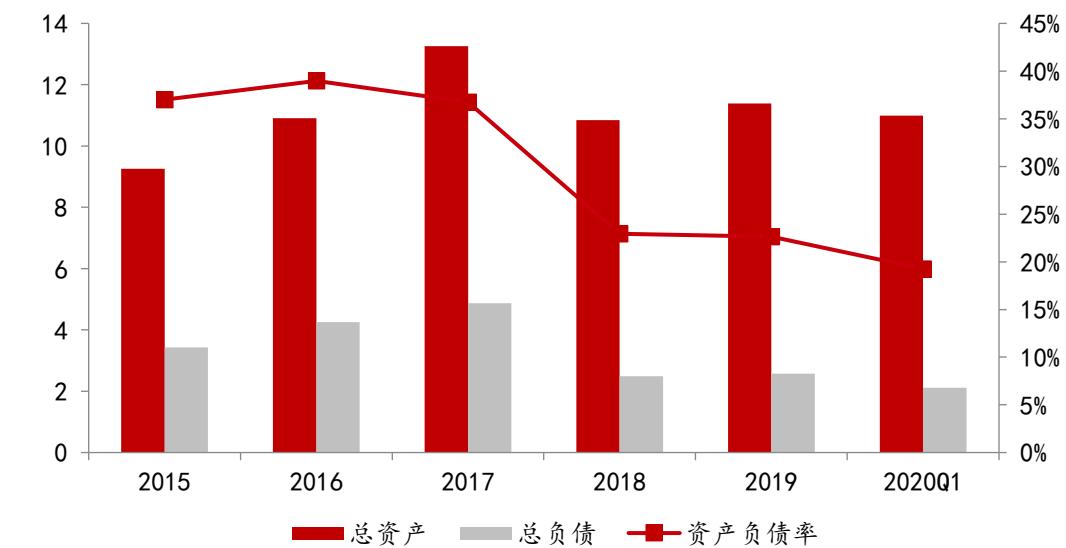


资料来源：wind, 川财证券研究所

3.3.3. 财务分析

公司资产负债率整体呈下降趋势，2019 年公司总资产 11.38 亿元人民币，总负债为 2.58 亿元人民币，资产负债率相比于 2018 年度的 22.64% 同比下滑 0.28 个百分点。

图 42：华神科技资产负债率

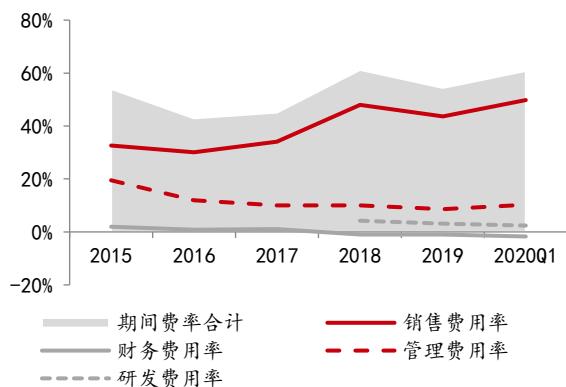


资料来源：wind, 川财证券研究所

公司期间费用率整体保持平稳上升。自 2016 年期间费用率控制在 12.82% 以后，该数据持续上升，2017 年为 14.73%，而 2019 年则大幅增加至 18.99%。

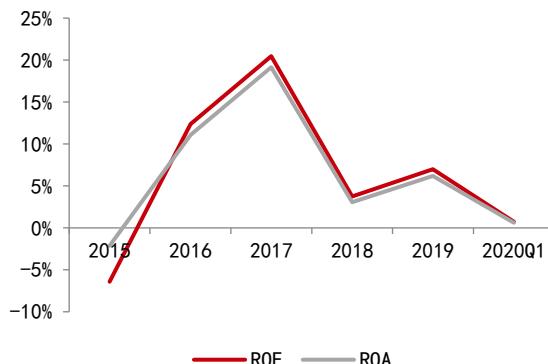
ROE 整体呈现波动态势。公司 2017 年 ROE 为近年高峰，达到了 20.46%。2018 年、2019 年两年分别为 3.73% 和 7.00%。

图 43：华神科技期间费用率



资料来源：wind, 川财证券研究所

图 44：华神科技 ROE 水平



资料来源：wind, 川财证券研究所

3.4. 金石亚药（300434.SZ）

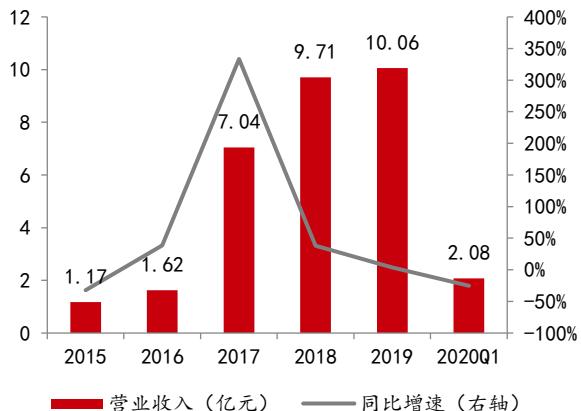
3.4.1. 公司基本情况

四川金石亚洲医药股份有限公司成立于 2004 年 7 月，自成立之初，即专注于钢增强塑料复合管道技术的研发和应用。2015 年 4 月，公司首次公开发行股票并在创业板上市。2017 年 8 月，公司发行股份及支付现金购买海南亚洲制药股份有限公司 100% 股权并募集配套资金项目发行股份正式上市。至此，公司正式进入医药健康行业，开启机械制造和医药健康共同发展的新业务模式。2019 年 10 月，公司完成工商变更登记手续，将名称由“四川金石东方新材料设备股份有限公司”变更为“四川金石亚洲医药股份有限公司”。

3.4.2. 业绩表现与收入构成

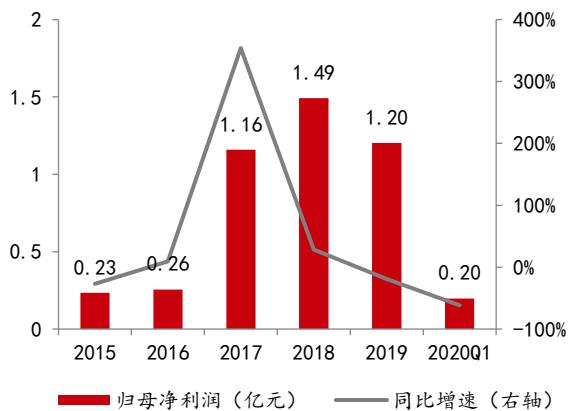
公司 2015 年至 2019 年分别实现营业收入 1.17、1.62、7.04、9.71 和 10.06 亿元，2016—2019 年分别同比增长 38.68%、333.47%、37.88% 和 3.59%。2015—2019 年分别归属母公司股东的净利润 0.23、0.26、1.16、1.49 和 1.20 亿元，2016 年至 2019 年分别同比增长 9.18%、353.91%、28.46% 和 -19.32%。

图 45：金石亚药 2015–2020Q1 营业收入



资料来源：wind, 川财证券研究所 单位：亿元

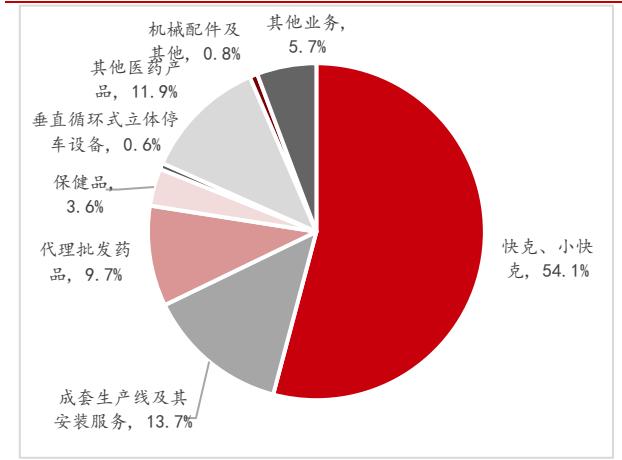
图 46：金石亚药 2015–2020Q1 归母公司净利润



资料来源：wind, 川财证券研究所 单位：亿元

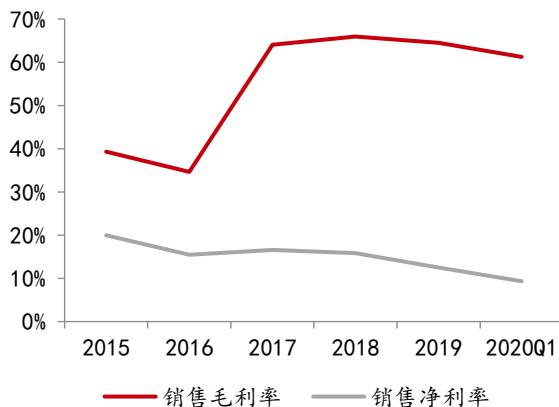
海南亚洲制药股份有限公司是以药品及保健品研发、生产、销售为核心业务的医药企业，是国内感冒药一线品牌“快克”和“小快克”的品牌缔造者和拥有者。“快克”和“小快克”作为公司的核心品种，2019 年收入占公司总营收比重约为 54%。代理批发药品占比 9.7%，保健品占 3.6%，其它医药产品占比 11.9%。

图 47：金石亚药主营业务构成



资料来源：wind, 川财证券研究所

图 48：金石亚药毛利率、净利率情况

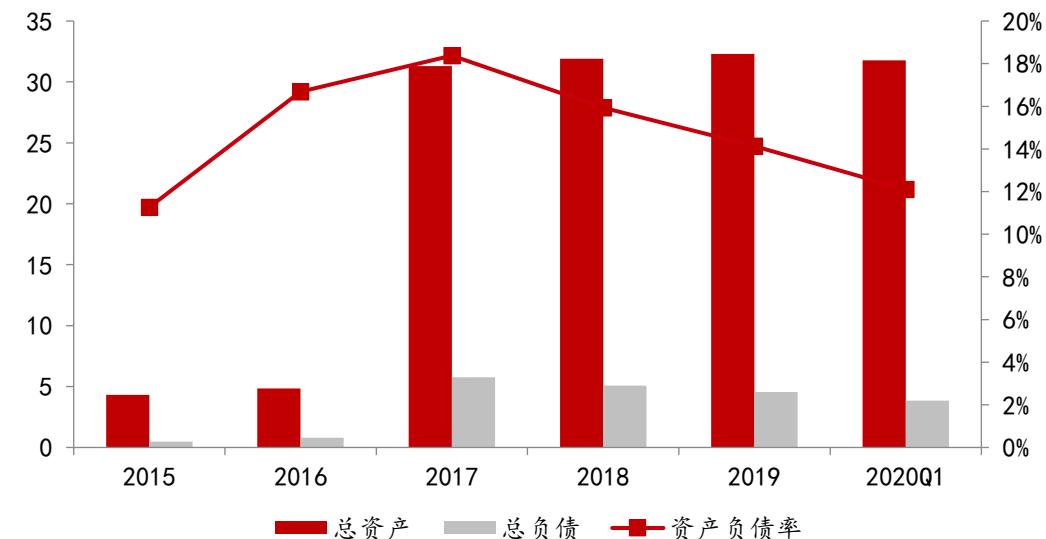


资料来源：wind, 川财证券研究所

3. 4. 3. 财务分析

公司资产负债率自 2017 年开始稳定下降，2019 年公司总资产 32.30 亿元人民币，总负债为 4.56 亿元人民币，资产负债率 14.14%，相比于 2018 年度同比下滑 1.80 个百分点。

图 49：金石亚药资产负债率

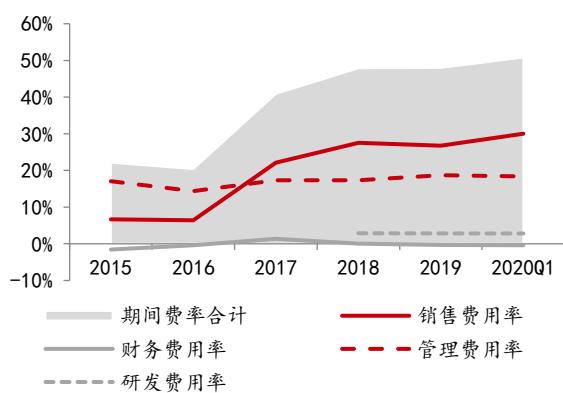


资料来源：wind, 川财证券研究所

公司期间费用率整体保持上升。公司期间费用率在2016年为20.41%，之后三年连续上涨，2019年涨至47.96%，主要由于销售费用率在2017年大幅上升。

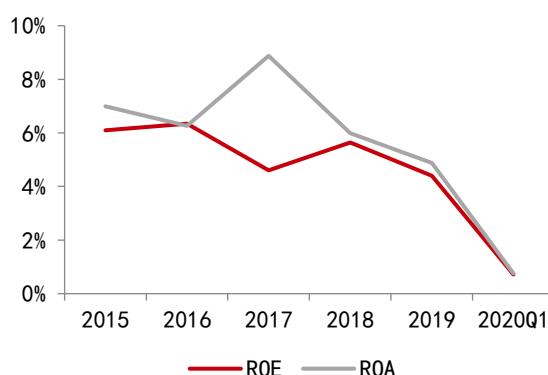
ROE 近年呈现波动态势。公司2016年至2019年的ROE分别为6.34%、4.60%、5.64和4.40%。

图 50：金石亚药期间费用率



资料来源：wind, 川财证券研究所

图 51：金石亚药 ROE 水平



资料来源：wind, 川财证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资资金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：0000000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0004