

医药生物行业

创新药研发高景气有望持续，看好 CDMO 业绩加速

——医药行业 2020 年三季报总结之创新药产业链

✍️ : 孙建 执业证书编号: S1230520080006
 ☎️ : 021-80105900
 ✉️ : sunjian@stocke.com.cn

报告导读

2020Q3 创新药、CXO 企业和疫苗等生物药企业业绩加速恢复，我们认为：伴随着我国本土创新力量逐步崛起，后续有望持续为创新药、CXO 和疫苗等生物药行业带来较强业绩确定性。我们强调 CMO/CDMO 赛道景气加速趋势，重申本土更具成本优势的 CMO/CDMO 企业，在全球产业链转移中的话语权愈发强大，而目前本身并不高的市占率带来较大提升空间以及未来全球创新药消费市场对 CDMO 需求的爆发叠加本土 CMO/CDMO 企业产能释放将有望出现多个本土 CMO/CDMO 巨头。

投资要点

□ 创新药：Q3 业绩加速恢复，创新药逐步进入业绩加速期

通过对恒瑞医药、复星医药、贝达药业、康弘药业等重点创新药研发企业 2020Q1-Q3 业绩分析可以看出：受到新冠肺炎疫情的影响，2020 年上半年创新药企业的收入和利润均受到不同程度负面影响，但是单季来看，2020Q1 到 Q3 康弘药业、复星医药和恒瑞医药处于不断加速恢复的阶段。如康弘药业的康柏西普 2020Q3 销售额 3.42 亿元同比增长 6.55%，相比于 2020Q1 和 Q2 增速有显著提高。我们从国产创新药放量情况明显可以看出创新药品种仍然受益于临床需求旺盛，医保有望助力加速：2020Q1-Q3 贝达药业实现收入 15.08 亿（YOY 21%），信达利单抗 2020H1 实现收入 9.21 亿（YOY 177%），2020Q3 收入 6 亿+，君实生物 2020Q1-Q3 实现收入 10.11 亿（YOY 91.78%），主要是特瑞普利单抗贡献。

□ 医药服务（CXO）行业：业绩确定性高，强调 CDMO 赛道业绩加速趋势

我们认为本土化的更具成本优势的 CMO/CDMO 企业，在全球产业链转移中的话语权愈发强大，而目前本身并不高的市占率意味着仍有较大提升空间以及未来全球创新药消费市场对 CDMO 需求的爆发叠加本土 CMO/CDMO 企业产能释放将有望出现多个本土 CMO/CDMO 巨头，强调重视 CDMO 赛道！从数据来看博腾股份 2020Q1-Q3 收入同比增长 38%，归母净利润同比增长 76%；凯莱英 2020Q1-Q3 收入同比增长 20%（其中 Q2 和 Q3 分别同比增长 28% 和 26%），归母净利润同比增长 38%（其中 Q2 和 Q3 分别同比增长 51% 和 40%，Q3 业绩主要受到汇兑损失拖累），合全药业 Q1-Q3 收入同比增长 36.5%（其中 Q3 收入在加速实现 YOY 55%）。

□ 生物药：新冠疫苗研发本土力量有望崛起，关注国产疫苗进入兑现期带来弹性

1) 2020Q1-Q3 生物药板块收入和归母净利润分别增长 9%、16%，相比于 H1 有更为明显的恢复。Q1 国内疫情趋稳之后，Q2 和 Q3 业绩加速恢复：智飞生物 Q2 和 Q3 收入分别同比增长 59% 和 54%。我们认为伴随着国产疫苗产品陆续上市，对疫苗企业业绩弹性贡献有望愈发明显。

2) 今年本土疫苗企业在新冠疫苗研发上的突出表现让我们看到本土疫苗研发企业已经可以在全球疫苗开发中处较前端位置。我们建议从成本（技术平

行业评级

医药生物 看好

相关报告

- 1 《【浙商医药】行业周报：三季度业绩持续修复，CXO 医疗器械步入快车道》
2020.11.02
- 2 《特色原料药板块 2020 三季报综述：API 板块的短、中、长期的成长性之辩》
2020.11.01
- 3 《医药行业周报 20201024：短期调整下，哪些赛道安全边际高、成长属性强？》
2020.10.24
- 4 《医药行业周报 20201018：持续推荐“核心赛道”，关注新冠疫苗研发进展》
2020.10.18
- 5 《医药外包行业周报：节后普涨，一体化整合是外包发展的重要选择》
2020.10.11

联系人：郭双喜

台)、产能(产能越容易扩充后续市占率有望越高)和盈利能力(主要看定价)三个方面筛选在新冠疫苗研发中突围的疫苗企业,建议关注复星医药、智飞生物、康希诺、康泰生物和沃森生物等疫苗企业。

□ 风险提示:

- 1、政策不确定风险。国内医药产业处在过渡期内,产业政策在这个过程中起着明显的调控作用,不排除供给端改革的过程中短期政策过激导致存量业务成长性压力加大的风险;
- 2、产能、新品拓展不确定的风险。医药制造、研发配套企业(CXO、API)以及药企自身的产能拓展、新品开发过程均存在产能利用率提升、新品研发不顺利的风险。

表 1: 盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价	EPS			PE			评级
		11月2日	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
603259.SH	药明康德	114.1	0.76	1.20	1.52	150	95	75	买入
300347.SZ	泰格医药	122.66	0.96	1.73	2.22	127	71	55	买入
300759.SZ	康龙化成	113.71	0.69	1.18	1.41	165	96	81	买入
300363.SZ	博腾股份	38.17	0.34	0.53	0.81	112	72	47	买入
603127.SH	昭衍新药	95.39	0.79	1.05	1.52	121	91	63	买入
688222.SH	成都先导	31.33	0.33	0.3	0.41	104.38	104	76	买入
600196.SH	复星医药	53.05	1.00	1.24	1.58	41	36	31	买入
002773.SZ	康弘药业	42.89	0.82	0.86	1.16	52	50	37	买入

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

正文目录

1. 创新药：Q3 业绩不断加速，创新药逐步进入业绩加速期	4
2. 医药服务（CXO）行业：业绩确定性高，强调 CDMO 赛道业绩加速趋势	5
3. 生物药：新冠疫苗研发本土力量有望崛起，关注国产疫苗进入兑现期带来弹性	7
4. 风险提示：	8

图表目录

表 1：盈利预测与财务指标	2
表 2：研发创新型药企板块重点公司估值比较	5
表 3：研发创新型药企板块重点公司 2020Q1-Q3 财务数据比较	5
表 4：医药服务板块（CXO）重点公司估值比较	6
表 5：医药服务板块（CXO）重点公司 2020Q1-Q3 财务数据比较	6
表 6：生物药板块重点公司估值比较	7
表 7：生物药重点公司 2020Q1-Q3 财务数据比较	8

1. 创新药：Q3 业绩不断加速，创新药逐步进入业绩加速期

疫情趋稳下，Q3 业绩不断加速，创新药逐步进入业绩加速期。通过对恒瑞医药、复星医药、贝达药业、康弘药业等重点创新药研发企业 2020Q1-Q3 业绩分析可以看出：受到新冠肺炎疫情的影响，2020 年上半年创新药企业的收入和利润均受到不同程度负面影响，但是单季来看，2020Q1 到 Q3 康弘药业、复星医药和恒瑞医药处于不断加速恢复的阶段。如康弘药业的康柏西普 2020Q3 销售额 3.42 亿元同比增长 6.55%，相比于 2020Q1 和 Q2 增速有显著恢复。从 Wind 医药库样本医院数据可以看出 7-8 月份康柏西普增速处于加速阶段，显示出康柏西普较强的成长性。恒瑞医药 2020Q1-Q3 收入同比增速分别为 11.28%、14.28%和 17.13%，复星医药收入同比增速分别为：-12.62%、9.47%和 14.45%，季度环比持续加速。复星医药曲妥珠单抗生物类似药、CAR-T 预计最快也有望于 2020Q4 获批，进入创新药业绩释放期。我们从国产创新药放量情况明显可以看出创新药品种仍然受益于临床需求旺盛，医保助力加速：2020Q1-Q3 贝达药业实现收入 15.08 亿（YOY 21%），信迪利单抗 2020H1 实现收入 9.21 亿（YOY 177%），2020Q3 收入 6 亿+，君实生物 2020Q1-Q3 实现收入 10.11 亿（YOY91.78%），主要是特瑞普利单抗贡献。结合本土创新药企业研发管线进度分析，我们认为本土创新药企业逐步进入业绩兑现期。建议关注复星医药、康弘药业、复宏汉霖、恒瑞医药、贝达药业、信达生物、君实生物、中国生物制药等创新药步入兑现期公司。

成长性分析：增量产品是未来 3-5 年重要拉动因素。 1) 收入端增速看：2020Q1-Q3 恒瑞医药收入端（YOY 15%）和利润端（YOY 14%）增速呈现明显放缓，主要还是因为 Q1-Q3 受到疫情影响导致一些仿制药品种销售不佳，但是我们预计卡瑞利珠单抗等创新药品种仍然保持较快增长。复星医药收入增速由 2020H1 的-1%逐步恢复至 2020Q1-Q3 的 4%，康弘药业收入端同比增速由 2020H1 的下滑-8%恢复至 2020Q1-Q3 的-3%，可以看到 Q3 收入端均呈现加速恢复。2) 从归母净利润端看：复星医药同比增长 20%，康弘药业同比增长 9%，恒瑞医药同比增长 14%，贝达药业同比增长 159%（非经影响较大，扣非后归母净利润 YOY48.88%）。可以看到 2020Q1 因为疫情原因导致部分创新药企收入端受到影响，但是 Q2-Q3 均处于加速恢复中，这就使得恒瑞医药、复星医药和康弘药业收入端和利润端持续加速改善。3) 看未来业绩：我们预计在疫情趋稳后，创新药企 Q4 业绩有望延续 Q3 趋势，但是我们更强调我们也更加关注创新增量在未来 3-5 年为创新药企业带来的业绩弹性：贝达药业恩沙替尼有望最快年底上市；复星医药的曲妥珠单抗生物类似药也已于 8 月初获批上市，汉利康产能问题得到解决后有望带来持续放量，阿达木单抗生物类似药和 CAR-T 产品也有望最快于 2020Q4 获批上市，信迪利单抗、特瑞普利单抗、卡瑞利珠单抗等新的重磅适应症有望陆续获批，我们认为这些创新增量上市后为创新药企业带来更为强劲的增长动力，从而为创新药企业未来 3-5 年业绩提供保障。

盈利能力分析：疫情带来短期费用率影响，创新趋势下高研发投入仍将是常态。 2020Q1-Q3 整体毛利率同比下降 1.5 个百分点，期间费用率下滑 2.9 个百分点，净利率同比上升 5.2 个百分点。可以看到受到疫情影响复星医药和康弘药业销售费用率分别同比下降 3.5pct 和 2.0pct，这也是带来整体费用率下降的主要原因。从研发投入角度来看，创新药企业研发投入节奏基本没有受到疫情影响，继续保持高研发投入，如复星医药 2020Q1-Q3 研发投入共计 18.78 亿元（YOY46%），恒瑞医药研发投入 33.44 亿（YOY15%），虽然贝达药业和康弘药业 Q1-Q3 短期研发投入增速不显著，但是创新趋势下长期高研发投入仍是常态。而现在的高研发投入往往意味着后续创新药品种陆续进入兑现阶段后会产生更加明显的业绩弹性和盈利能力。

风险提示： 医保谈判价格风险，竞争更加激烈的风险，研发失败的风险。

表 2：研发创新型药企板块重点公司估值比较

股票	EPS (元)			PE (倍)			ROE	PB	营收同比增速 (%)			归母净利润同比增速 (%)		经营活动产生的现金流同比增速 (%)			
	2019	20E	21E	2019	20E	21E	2019	2019	2019	19Q1-Q3	20Q1-Q3	2019	19Q1-Q3	20Q1-Q3	2019	19Q1-Q3	20Q1-Q3
恒瑞医药	1.00	1.24	1.58	89	72	56	22%	5	34	36	15	31	28	14	38	27	53
复星医药	1.30	1.49	1.70	41	36	31	10%	24	15	17	4	23	-1	20	9	12	5
贝达药业	0.57	1.08	1.09	194	104	102	9%	10	27	34	21	38	34	159	94	71	26
康弘药业	0.82	0.86	1.16	52	50	37	16%	6	12	10	-3	3	9	5	131	162	16
平均值				94	65	57	14%	11	22	24	9	24	18	49	68	68	25

资料来源：Wind，浙商证券研究所 注：股价为 2020 年 11 月 2 日收盘价，下表中无评级标的盈利预测采用 Wind 一致预期

表 3：研发创新型药企板块重点公司 2020Q1-Q3 财务数据比较

股票	代码	投资评级	毛利率 (%)			期间费用率 (%)			净利率 (%)		
			2019	19Q1-Q3	20Q1-Q3	2019	19Q1-Q3	20Q1-Q3	2019	19Q1-Q3	20Q1-Q3
恒瑞医药	600276.SH	未评级	87.5	87.2	87.7	62.4	61.8	61.6	22.9	22.0	21.9
复星医药	600196.SH	推荐	59.6	59.8	55.9	53.7	52.5	48.2	13.1	11.6	12.4
贝达药业	300558.SZ	未评级	93.2	93.5	93.0	76.6	75.0	71.5	14.5	15.6	33.8
康弘药业	002773.SZ	推荐	91.9	92.3	90.2	68.4	66.9	63.2	22.0	22.9	24.7
平均值			83.1	83.2	81.7	65.3	64.0	61.1	18.1	18.0	23.2

资料来源：Wind，浙商证券研究所

2. 医药服务 (CXO) 行业：业绩确定性高，强调 CDMO 赛道业绩加速趋势

再次强调重视本土 CMO/CDMO 优质企业在国际化分工中的市占率巨大向上提升空间。我们认为在中国市场红利、全球产业链分工转移的过程中，该板块的景气度有望持续，推荐泰格医药、药明康德、康龙化成、凯莱英、博腾股份等头部公司的中长期投资价值，我们持续强调该板块存在三个逻辑：行业红利 (β) 的泰格医药、昭衍新药，自身 α 的药明康德、康龙化成，及兼而有之的凯莱英，还有就是处于商业模式拓展及验证阶段的早期药物筛选企业，如维亚生物、药石科技和成都先导等。但是需要强调的是，我们认为本土化的更具成本优势的 CMO/CDMO 企业，在全球产业链转移中的话语权愈发强大，而目前本身并不高的市占率意味着仍有较大提升空间以及未来全球创新药消费市场对 CDMO 需求的爆发叠加本土 CMO/CDMO 企业产能释放将有望出现多个本土 CMO/CDMO 巨头，强调重视 CDMO 赛道！

成长性分析：重视 CDMO 赛道业绩加速趋势。 1) 2020Q1-Q3 典型医药外包企业平均营收同比增速 36%，高于生物医药行业平均增速。值得注意的是，从季度数据来看，像药明康德的中国区实验室服务和 CDMO 业务以及康龙化成收入端均已在 Q2 就摆脱了国内疫情以及海外疫情对业绩的负面影响 (主要是海外疫情导致部分海外订单向国内转移)，其中 Q1-Q3 药明康德实现收入同比增长 27.34% (Q2 和 Q3 收入同比增长 29%、35%)，康龙化成收入同比增长 36.53% (Q2 和 Q3 均实现收入同比增长 41%)，凯莱英 Q2 和 Q3 收入同比增速分别为 28% 和 26%，持续验证医药外包板块处于高景气度阶段。2)

2020Q1-Q3 平均归母净利润同比增速 82%，验证 CXO 企业在行业景气度较高情况下的较强盈利能力。但是 2020Q1-Q3 药明康德和泰格医药的归母净利润大幅上涨主要是得益于投资收益方面的突出表现，康龙化成净利润中也有明显的投资收益贡献，我们可以看到 CXO 企业在不断完善投资生态圈的过程中，也逐步开始实现较大体量的投资收益，未来也有望在行业持续高景气度的情况下实现更大的利润弹性。3) 再看 CDMO 业绩加速趋势：我们强调 CDMO 板块未来业绩确定性，从数据来看博腾股份 2020Q1-Q3 收入同比增长 38%，归母净利润同比增长 76%；凯莱英 2020Q1-Q3 收入同比增长 20%（其中 Q2 和 Q3 分别同比增长 28% 和 26%），归母净利润同比增长 38%（其中 Q2 和 Q3 分别同比增长 51% 和 40%，Q3 业绩主要受到汇兑损失拖累），合全药业 Q1-Q3 收入同比增长 36.5%（其中 Q3 收入在加速实现 YOY55%），验证我们一直强调的处于产业转移初期的小分子 CDMO 均有较强持续性，我们再次重申重视本土化企业话语权持续提升的 CMO/CDMO 赛道。

盈利能力分析：规模效应、杠杆效应拉动盈利能力持续提升。我们注意到 2020Q1-Q3 行业重点公司毛利率、期间费用率、净利率的分别提高 1.6、2.3、7.7 个百分点，净利率的显著提升主要是因为药明康德、康龙化成和泰格医药投资收益较为明显的贡献。费用率提升主要是财务费用率提升比较明显，财务费用率在 2020Q1-Q3 同比提升 2.0pct，主要是因为汇兑损失导致药明康德（财务费用率提升 3.9pct）、凯莱英（财务费用率提升 3.9pct）、泰格医药（财务费用率提升 5.5pct）等财务费用率提升明显。**值得注意的是：CDMO 行业规模化效应提升以及技术突破带来盈利能力提升的现象。**比如凯莱英 2020Q1-Q3 产能利用率持续提升，以及连续反应和酶催化反应投入使用，使得营业成本得到有效控制，带来利润增速明显加快，2020Q1-Q3 毛利率和净利率水平明显提升（毛利率同比提升 3.8pct，净利率提升 3.3pct）。博腾股份盈利能力持续提升主要来自于公司产品结构不断优化，产能利用率和运营效率持续提升，公司 2020Q1-Q3 毛利率为 41.5%，较去年同期提升 4 个百分点。

风险提示：新药研发失败的风险，投融资景气的的不确定性风险，管理挑战带来的流失率风险。

表 4：医药服务板块（CXO）重点公司估值比较

股票	EPS (元)			PE (倍)			ROE	PB	营收同比增速 (%)			归母净利润同比增速 (%)			经营活动产生的现金流同比增速 (%)				
	2019	20E	21E	2019	20E	21E			2019	2019	2019	19Q1-Q3	20Q1-Q3	2019	19Q1-Q3	20Q1-Q3	2019	19Q1-Q3	20Q1-Q3
	药明康德	0.76	1.20	1.52	150	95			75	11%	13	34	34	27	-18	-8	34	78	93
泰格医药	0.96	1.73	2.22	127	71	55	20%	10	22	27	13	78	66	150	1	-1	52		
康龙化成	0.69	1.18	1.41	165	96	81	7%	8	29	29	37	64	46	140	19	10	118		
昭衍新药	0.79	1.05	1.52	121	91	63	22%	7	56	43	81	65	34	53	-16	-20	130		
凯莱英	2.28	3.07	4.07	121	90	68	18%	26	29	45	20	29	40	38	45	29	-1		
博腾股份	0.34	0.53	0.81	112	72	47	6%	15	0	29	38	49	39	76	81	135	103		
平均值				133	86	65	14%	13	28	35	36	45	36	82	35	41	73		

资料来源：Wind，浙商证券研究所 注：股价为 2020 年 11 月 2 日收盘价，下表中无评级标的盈利预测采用 Wind 一致预期

表 5：医药服务板块（CXO）重点公司 2020Q1-Q3 财务数据比较

股票	代码	投资评级	毛利率 (%)			期间费用率 (%)			净利率 (%)		
			2019	19Q1-Q3	20Q1-Q3	2019	19Q1-Q3	20Q1-Q3	2019	19Q1-Q3	20Q1-Q3
药明康德	603259.SH	推荐	39.0	39.5	37.6	19.7	17.8	21.3	14.8	19.6	20.2

泰格医药	300347.SZ	推荐	46.5	46.9	48.5	20.1	19.2	25.7	34.8	28.4	61.0
康龙化成	300759.SZ	推荐	35.5	33.6	37.7	18.7	17.7	16.9	14.1	12.1	21.4
昭衍新药	603127.SH	推荐	52.6	51.6	49.8	22.7	27.8	31.7	27.9	21.8	18.6
凯莱英	002821.SZ	未评级	45.5	44.6	48.4	21.9	21.4	22.1	22.5	21.0	24.3
博腾股份	300363.SZ	推荐	37.8	37.5	41.5	24.0	22.6	22.9	11.6	12.5	16.0
平均值			42.8	42.3	43.9	21.2	21.1	23.4	21.0	19.2	26.9

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

3. 生物药: 新冠疫苗研发本土力量有望崛起, 关注国产疫苗进入兑现期带来弹性

我们认为国内疫苗企业经历过去十几年的研发布局, 目前逐步进入品种收获期。康泰生物、智飞生物、沃森生物、科兴生物、万泰生物等一批企业产品逐步进入收获期, 未来3-5年建议关注的品种包括**康泰生物**(四联苗、23价肺炎大幅增长, 看点: 13价肺炎、人二倍体狂苗研发进展、腺病毒载体新冠疫苗进展)、**智飞生物**(EC+微卡、HPV代理、五价轮状、重组蛋白新冠疫苗进展)、**沃森生物**(13价肺炎、八百破疫苗放量增长, 看点: HPV疫苗、mRNA新冠疫苗进展)、**万泰生物**(2价HPV疫苗放量, 看点: 9价HPV研发推进)、**华兰生物**(四价流感疫苗)、**康华生物**(二倍体狂苗)、**康希诺**(四价流脑、腺病毒载体新冠疫苗进展)、**复星医药**(mRNA疫苗合作)等创新疫苗企业。

成长性分析: 2020Q1-Q3生物药板块收入和归母净利润分别增长9%、16%, 相比于HI有更为明显的恢复。Q1国内疫情趋稳之后, Q2和Q3业绩加速恢复: 智飞生物Q2和Q3收入分别同比增长59%和54%。我们认为伴随着国产疫苗产品陆续上市, 对疫苗企业业绩弹性贡献有望愈发明显。今年本土疫苗企业在新冠疫苗研发上的突出表现让我们看到本土疫苗研发企业已经可以在全球疫苗开发中处于较为前端的位置。我们认为可以从成本(技术平台)、产能(产能越容易扩充后续市占率有望越高)和盈利能力(主要看定价)三个方面去筛选有可能在新冠疫苗研发中突围的疫苗企业, 建议关注复星医药、智飞生物、康希诺、康泰生物和沃森生物等疫苗企业。

盈利能力分析: 2020Q1-Q3行业重点公司平均毛利率、期间费用率、净利率的分别提高0.1、0.0和0.7个百分点, 净利率略有提升主要是由于财务费用率和销售费用率均有所下降, 我们预计Q4整体盈利水平仍有望上行。其中归母净利润增速靠前的企业包括长春高新Q1-Q3同比增长82%、智飞生物Q1-Q3同比增长41%, 我们建议重点关注疫苗板块, 伴随着疫苗产品进入兑现期, 后续盈利有望持续兑现。

风险提示: 新产品研发进度不确定性风险, 新产品审批进度不确定性风险, 价格风险, 安全性生产风险, 临床失败风险。

表 6: 生物药板块重点公司估值比较

股票	EPS (元)			PE (倍)			ROE	PB	营收同比增速 (%)		归母净利润同比增速 (%)		经营活动产生的现金流同比增速 (%)				
	2019	20E	21E	2019	20E	21E	2019	2019	2019	19Q1-Q3	20Q1-Q3	2019	19Q1-Q3	20Q1-Q3	2019	19Q1-Q3	20Q1-Q3
长春高新	4.39	7.18	9.21	83	51	40	22%	26	37	32	18	76	48	82	119	423	7
华兰生物	0.70	0.91	1.06	66	51	43	20%	6	15	30	16	13	27	0	5	6	-26
博雅生物	0.98	1.08	1.30	39	35	29	11%	11	19	25	-5	-9	11	-30	-428	-485	289

天坛生物	0.49	0.54	0.65	70	63	53	16%	4	12	23	5	20	18	6	-5	19	16
智飞生物	1.48	2.09	2.92	108	77	55	41%	10	289	119	44	63	62	41	133	14,751	338
我武生物	0.57	0.61	0.83	110	102	76	23%	3	30	30	-2	28	30	-7	13	19	21
康泰生物	0.85	1.19	1.99	204	144	87	21%	7	-4	-7	2	32	15	1	50	69	90
安科生物	0.09	0.30	0.38	186	56	45	5%	3	17	14	-1	-53	11	16	3	-18	78
西藏药业	1.26	1.59	1.86	64	50	43	13%	34	22	26	6	45	3	36	69	34	-20
平均值				103	70	52	19%	12	49	32	9	24	25	16	-4	1646	88

资料来源：Wind，浙商证券研究所 注：股价为2020年11月2日收盘价，下表中无评级标的盈利预测采用Wind一致预期

表 7：生物药重点公司 2020Q1-Q3 财务数据比较

股票	代码	投资评级	毛利率 (%)			期间费用率 (%)			净利率 (%)		
			2019	19Q1-Q3	20Q1-Q3	2019	19Q1-Q3	20Q1-Q3	2019	19Q1-Q3	20Q1-Q3
长春高新	000661.SZ	未评级	85.2	85.9	86.4	44.8	44.5	39.8	31.9	32.7	38.7
华兰生物	002007.SZ	未评级	65.0	63.4	67.9	23.9	20.8	28.4	37.3	38.5	34.8
博雅生物	300294.SZ	未评级	61.3	60.7	54.8	43.0	41.5	40.2	15.2	15.7	11.8
天坛生物	600161.SH	未评级	49.9	49.1	48.3	17.0	15.7	15.1	27.2	27.2	27.8
智飞生物	300122.SZ	未评级	42.0	41.9	40.0	14.4	12.9	11.7	22.4	23.0	22.4
我武生物	300357.SZ	未评级	96.4	96.5	95.4	42.4	38.8	42.5	45.8	48.6	45.5
康泰生物	300601.SZ	未评级	91.6	91.9	92.9	59.6	56.9	58.0	29.6	30.9	30.5
安科生物	300009.SZ	未评级	78.0	79.8	81.0	54.1	53.4	51.1	6.4	21.9	25.9
西藏药业	600211.SH	未评级	83.5	84.0	85.2	54.2	53.5	51.5	25.3	26.0	33.0
平均值			72.6	72.6	72.4	39.3	37.6	37.6	26.8	29.4	30.0

资料来源：Wind，浙商证券研究所

4. 风险提示

1、政策不确定风险。国内医药产业处在过渡期内，产业政策在这个过程中起着明显的调控作用，不排除供给端改革的过程中短期政策过激导致存量业务成长性压力加大的风险；

2、产能、新品拓展不确定的风险。医药制造、研发配套企业（CXO、API）以及药企自身的产能拓展、新品开发过程均存在产能利用率提升、新品研发不顺利的风险。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>