

甘李药业

603087

审慎增持 (维持)

业绩增长稳健，海外业务进展顺利

2022年4月30日

市场数据

市场数据日期	2022-4-28
收盘价(元)	40.05
总股本(百万股)	561.54
流通股本(百万股)	292.41
总市值(百万元)	22489.68
流通市值(百万元)	22489.68
净资产(百万元)	10167.14
总资产(百万元)	10853.16
每股净资产(元)	18.32

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

【兴证医药】甘李药业(603087) 2021年三季报点评: Q3业绩增长稳健, 股权激励明确增长目标 (2021.11.1)

【兴证医药】甘李药业(603087) 2021年中报点评: H1业绩快速增长, 国际化布局持续推进 (2021.9.1)

【兴证医药】甘李药业(603087) 2020年年报点评: 研发投入致利润增速放缓, 国际化布局初见成效 (2021.4.19)

分析师:

孙媛媛

sunyuanyuan@xyzq.com.cn

S0190515090001

主要财务指标

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3612	4002	4846	5828
同比增长	7.4%	17.2%	21.1%	20.3%
归母净利润(百万元)	1453	1533	1785	2186
同比增长	18.0%	5.5%	16.5%	22.4%
毛利率	89.0%	86.1%	86.3%	86.6%
净利率	40.2%	36.2%	35.6%	36.6%
净资产收益率	14.3%	13.1%	13.2%	13.9%
每股收益(元)	2.59	2.73	3.18	3.89
每股经营现金流(元)	1.92	1.66	2.42	2.87

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

- **事件:** 近日, 甘李药业发布了2021年年报和2022年一季报。2021年全年, 公司实现营业收入36.12亿元, 同比增长7.44%; 实现归母净利润14.53亿元, 同比增长18.04%; 实现扣非归母净利润13.43亿元, 同比增长11.51%。2021年Q1, 公司实现营业收入6.90亿元, 同比增长25.77%; 实现归母净利润1.13亿元, 同比减少40.39%; 实现扣非归母净利润1.59亿元, 同比增长47.57%。
- **盈利预测与估值:** 公司作为国内首个成功研发、生产重组胰岛素类似物并实现产业化的中国企业, 长期处于国产三代胰岛素行业领先地位。随着近年来公司在海外市场的积极布局, 其国际市场竞争力不断提升, 有望迎来新的业绩增长点。与此同时, 国内糖尿病用药格局竞争加剧, 生物类似物面临集采降价风险。我们调整对于公司的盈利预测, 预计公司2022-2024年EPS分别为2.73、3.18、3.89元, 2022年4月28日股价对应PE分别为14.7、12.6、10.3倍, 维持“审慎增持”评级。

风险提示: 胰岛素集采降价风险; 胰岛素销售不达预期; 新产品研发进展慢于预期; 海外市场开拓低于预期; 集中采购相关风险; 公共卫生事件影响。

报告正文

事件

- 近日,甘李药业发布了2021年年报和2022年一季报。2021年全年,公司实现营业收入36.12亿元,同比增长7.44%;实现归母净利润14.53亿元,同比增长18.04%;实现扣非归母净利润13.43亿元,同比增长11.51%。2021年Q1,公司实现营业收入6.90亿元,同比增长25.77%;实现归母净利润1.13亿元,同比减少40.39%;实现扣非归母净利润1.59亿元,同比增长47.57%。

点评

- **2021年公司业绩增长稳定,国际业务进展亮眼。**2021年全年,公司实现营业收入36.12亿元,同比增长7.44%;实现归母净利润14.53亿元,同比增长18.04%;实现扣非归母净利润13.43亿元,同比增长11.51%。报告期内,生物制品板块收入占比96.23%,板块收入同比增长5.54%;医疗器械及其他产品收入占比3.07%,板块收入同比增长197.27%。与此同时,公司国际业务进展顺利,国际销售收入2.31亿元,较2020年同期提升254.44%,占整体销售收入的6.45%,较2020年同期提升4.49pp。
- **加码研发创新,临床进展顺利。**公司立足糖尿病治疗领域,在糖尿病药物方面取得卓越进展的同时,公司通过布局其他领域的创新药、肿瘤药物的研发,积极丰富自身产品线。糖尿病药物方面,公司旗下的**门冬胰岛素30注射液**已于2021年年内通过GMP检查,是国内首家在该产品上通过GMP检查的国产企业;**精蛋白人胰岛素混合注射液(30R)**已于2021年年内通过GMP检查、获批上市;I类创新药方面,GLP-1受体激动剂产品**GZR18**在中国获批包括2型糖尿病和肥胖/超重在内的多项适应症的临床试验默示许可,并于2021年12月在中国启动了I期临床试验并完成首例受试者给药;与此同时,GZR18于2021年12月获得美国FDA在美国进行I期临床试验的默示许可,并于2022年3月在美国开启I期临床试验并完成首例受试者给药;**GZR4**(第四代胰岛素类似物)于2021年11月收到国家药监局下发的临床试验申请《受理通知书》;肿瘤药物方面,GLR2007(CDK4/6抑制剂)在2021年1月获得美国FDA快速通道审评资格认定(FTD),用于治疗胶质母细胞瘤(GBM);于2021年3月获得中国NMPA受理,2021年9月在首都医科大学附属北京天坛医院伦理(IRB)获批;于2021年4月获得欧洲EMA孤儿药资格认定(ODD),用于治疗神经胶质瘤。
- **深耕国内市场,拓展国际市场。**国内方面,公司在传统销售渠道的基础上积极布局新兴领域,通过与23家头部连锁合作开展公益患者教育布局零售市场、为内分泌医生搭建学习交流平台涉足基层市场、与头部互联网公司进行战略合作布局“互联网+”,目前已经上线了专业第三方运营的甘李药业京东自营旗舰店、与京东大药房开展了合作,多款产品均以上线互联网销售渠道。

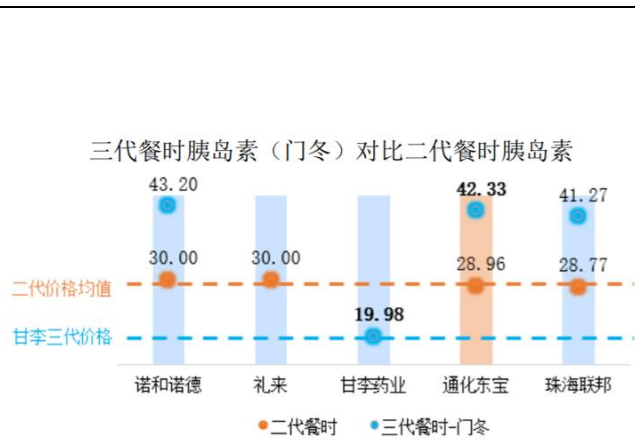
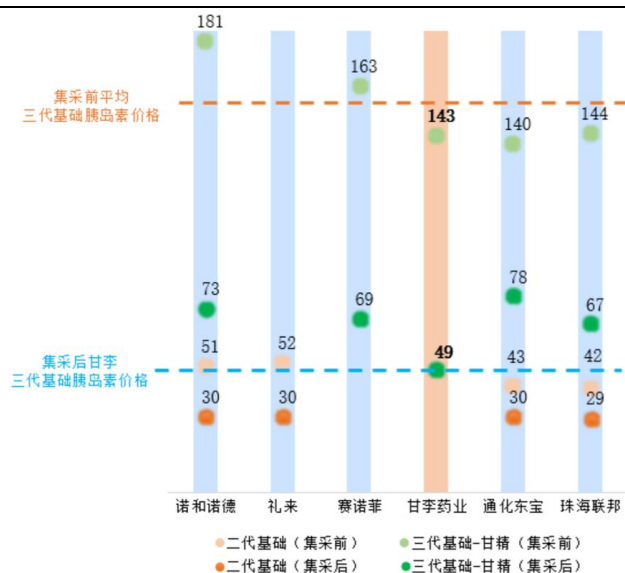
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

国际方面，公司持续拓展海外市场，截至 2021 年年末，公司产品已经在 18 个国家累计取得了 33 份药品注册批件，在 14 个国家正式形成商业销售。

- **借助集采政策加速市场渗透，胰岛素产品降价幅度较大，毛利率稳定。**公司借助集中采购政策“以量换价”加速胰岛素产品市场渗透，2021 年公司旗下 6 款胰岛素产品全部中标，其中甘精胰岛素、门冬胰岛素中选类别均为 A1 类，甘精集采价格为 48.71 元/支，降价幅度高达 66%，是同类产品中的最低价；门冬集采价格为 19.98 元/支，是三代餐时胰岛素产品中的最低价；门冬 30 中选类别为 A2 类，集采价格为 24.56 元，是三代预混胰岛素产品中的最低价。凭借 A 类产品优势，公司获得了原本市占率较高的外资企业分出的大部分量，并获得了进万家新准入医疗机构。与此同时，公司胰岛素制剂产品毛利率稳定，自公司上市以来该产品毛利率一直维持在 90%以上。

图 1、2021 年三代基础胰岛素集采前后价格对比图 (单位: 元/支)

图 2、2021 年三代餐时胰岛素集采后价格对比图 (单位: 元/支)

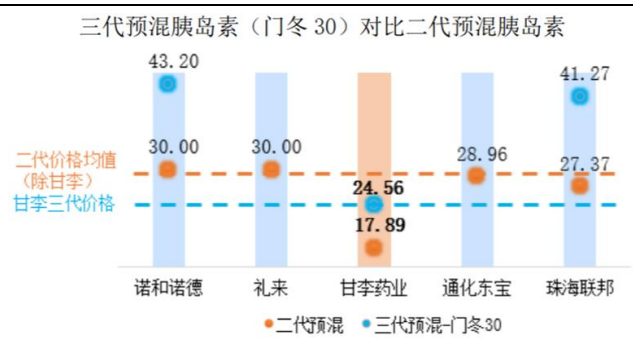


数据来源: 公司 2021 年报, 兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源: 公司 2021 年报, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、2021 年三代预混胰岛素集采后价格对比图 (单位: 元/支)

图 4、2021 年公司主要药品集中招标采购中标情况 (单位: 元/支)



主要药品名称	中标价格区间
甘精胰岛素注射液	48.71 元/支
门冬胰岛素 30 注射液	24.56 元/支
精蛋白锌重组赖脯胰岛素混合注射液 (25R)	28.88 元/支
门冬胰岛素注射液	19.98 元/支
赖脯胰岛素注射液	23.98 元/支
精蛋白人胰岛素混合注射液 (30R)	17.89 元/支

数据来源: 公司 2021 年报, 兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源: 公司 2021 年报, 兴业证券经济与金融研究院整理

- 2022年Q1, 公司实现营业收入6.90亿元(同比+25.77%), 主要系公司制剂类胰岛素产品销售增长所致; 实现归母净利润1.13亿元(同比-40.39%), 主要系公司持有的证券投资公允价值变动损失及销售费用同期增加所致; 实现扣非归母净利润1.59亿元(同比+47.57%), 主要系报告期营业收入增长所致。2021年Q4, 公司实现营业收入11.09亿元(同比-5.23%), 实现归母净利润5.81亿元(同比+6.76%), 实现扣非归母净利润5.88亿元(同比+14.60%)。2021年Q4+2022年Q1两个季度, 公司合计营业收入同比增长4.67%, 合计归母净利润同比减少5.44%。
- **财务指标:** 2021年全年, 公司综合毛利率89.03%, 较2020年同期下降1.84pp, 生物制品毛利率90.71%, 较2020年同期下降0.89pp; 销售费用10.03亿元, 较2020年同期增长9.62%, 销售费用率27.76%, 较2020年同期增加0.55pp; 管理费用2.99亿元, 较2020年同期增长4.39%, 管理费用率8.28%, 较2020年同期增长0.24pp; 研发费用4.75亿元, 较2020年同期增长13.00%, 研发费用率13.14%, 较2020年同期增长0.65pp。2022年Q1, 公司综合毛利率91.25%, 同比增长1.24pp; 销售费用2.88亿元, 同比增长50.42%, 销售费用率41.75%, 同比增长6.84pp; 管理费用7073.56万元, 同比增长13.02%, 管理费用率10.25%, 同比减少1.16pp; 研发费用9788.81万元, 同比增长12.30%, 研发费用率14.19%, 同比减少1.70pp。
- **盈利预测与估值:** 公司作为国内首个成功研发、生产重组胰岛素类似物并实现产业化的中国企业, 长期处于国产三代胰岛素行业领先地位。随着近年来公司在海外市场的积极布局, 其国际市场竞争力不断提升, 有望迎来新的业绩增长点。与此同时, 国内糖尿病用药格局竞争加剧, 生物类似物面临集采降价风险。我们调整对于公司的盈利预测, 预计公司2022-2024年EPS分别为2.73、3.18、3.89元, 2022年4月28日股价对应PE分别为14.7、12.6、10.3倍, 维持“审慎增持”评级。
- **风险提示:** 胰岛素集采降价风险; 胰岛素销售不达预期; 新产品研发进展慢于预期; 海外市场开拓低于预期; 集中采购相关风险; 公共卫生事件影响。

表 1、甘李药业分季度业绩对比(单位:百万元、元、%)

报告期	21-1Q	21-2Q	21-3Q	21-4Q	22-1Q	QOQ	2020-12	2021-12	YOY
营业收入	549	927	1028	1109	690	25.8%	3362	3612	7.4%
营业成本	55	117	113	111	60	10.1%	307	396	29.2%
毛利	494	810	915	998	630	27.5%	3055	3216	5.3%
销售费用	192	300	239	272	288	50.4%	915	1003	9.6%
管理费用	63	90	85	61	71	13.0%	286	299	4.4%
财务费用	6	-16	-7	-160	-23	-484.1%	-1	-177	-
研发费用	87	136	128	124	98	12.3%	420	475	13.0%
资产减值	0	0	0	-4	0	-	-3	-4	-
公允价值	80	-102	14	-46	-65	-181.3%	-43	-54	-
投资收益	11	15	70	44	6	-48.9%	63	140	121.5%
营业利润	238	235	552	674	137	-42.5%	1453	1699	16.9%
利润总额	238	232	551	675	137	-42.4%	1445	1696	17.3%
归母净利润	190	183	499	581	113	-40.4%	1231	1453	18.0%
EPS	0.339	0.325	0.888	1.035	0.202	-40.4%	2.192	2.587	18.0%
销售费用率	34.9%	32.4%	23.2%	24.6%	41.8%	6.8%	27.2%	27.8%	0.6%
管理费用率	11.4%	9.8%	8.3%	5.5%	10.3%	-1.2%	8.5%	8.3%	-0.2%
财务费用率	1.1%	-1.8%	-0.7%	-14.4%	-3.3%	-4.4%	0.0%	-4.9%	-4.9%
研发费用率	15.9%	14.7%	12.4%	11.2%	14.2%	-1.7%	12.5%	13.1%	0.7%
所得税率	20.1%	21.3%	9.5%	13.9%	17.2%	-2.8%	14.9%	14.3%	-0.5%
毛利率	90.0%	87.4%	89.0%	90.0%	91.3%	1.2%	90.9%	89.0%	-1.8%
净利率	34.7%	19.7%	48.5%	52.4%	16.4%	-18.2%	36.6%	40.2%	3.6%

资料来源:天软投资系统,兴业证券经济与金融研究院整理

附表

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	6870	8431	10347	12690
货币资金	3306	4316	5863	7748
交易性金融资产	1624	1624	1624	1624
应收票据及应收账款	934	1094	1296	1544
预付款项	62	106	126	144
存货	651	996	1143	1335
其他	293	294	294	295
非流动资产	3983	3987	3865	3718
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1704	1986	2022	1936
在建工程	875	437	219	109
无形资产	296	340	402	453
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	12	12	10	9
其他	1095	1211	1211	1211
资产总计	10853	12417	14212	16408
流动负债	486	504	513	524
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	38	56.09	65.46	76.14
其他	448	448	448	448
非流动负债	200	214	214	214
长期借款	0	0	0	0
其他	200	214	214	214
负债合计	686	717	727	738
股本	562	562	562	562
资本公积	2476	2476	2476	2476
未分配利润	6842	8374	10159	12345
少数股东权益	-0	-0	-0	-0
股东权益合计	10167	11700	13485	15670
负债及权益合计	10853	12417	14212	16408

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	1453	1533	1785	2186
折旧和摊销	182	167	194	208
资产减值准备	4	0	0	0
资产处置损失	0	0	0	0
公允价值变动损失	54	65	54	54
财务费用	-145	-157	-210	-281
投资损失	-140	-99	-107	-110
少数股东损益	-0	0	0	0
营运资金的变动	-344	-532	-357	-446
经营活动产生现金流	1078	933	1360	1611
投资活动产生现金流	-498	-80	-22	-8
融资活动产生现金流	-229	157	210	281
现金净变动	348	1010	1548	1884
现金的期初余额	291	3306	4316	5863
现金的期末余额	640	4316	5863	7748

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	3612	4002	4846	5828
营业成本	396	589	696	814
税金及附加	26	29	35	42
销售费用	1003	1131	1365	1612
管理费用	299	339	406	482
研发费用	475	488	678	816
财务费用	-177	-157	-210	-281
其他收益	46	30	33	35
投资收益	140	99	107	110
公允价值变动收	-54	-65	-54	-54
信用减值损失	-19	5	5	5
资产减值损失	-4	-4	-4	-4
资产处置收益	-0	-0	-0	-0
营业利润	1699	1794	2088	2556
营业外收入	3	2	2	2
营业外支出	5	6	6	6
利润总额	1696	1789	2084	2551
所得税	243	257	299	366
净利润	1453	1533	1785	2186
少数股东损益	-0	0	0	0
归属母公司净利润	1453	1533	1785	2186
EPS(元)	2.59	2.73	3.18	3.89

主要财务比率

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	7.4%	17.2%	21.1%	20.3%
营业利润增长率	16.9%	5.6%	16.4%	22.4%
归母净利润增长	18.0%	5.5%	16.5%	22.4%
盈利能力				
毛利率	89.0%	86.1%	86.3%	86.6%
净利率	40.2%	36.2%	35.6%	36.6%
ROE	14.3%	13.1%	13.2%	13.9%
偿债能力				
资产负债率	6.3%	5.8%	5.1%	4.5%
流动比率	14.15	16.73	20.16	24.22
速动比率	12.81	14.76	17.93	21.67
营运能力				
资产周转率	0.35	0.36	0.38	0.39
应收账款周转率	4.10	4.17	4.19	4.21
存货周转率	0.69	0.71	0.64	0.64
每股资料(元)				
每股收益	2.59	2.73	3.18	3.89
每股经营现金	1.92	1.66	2.42	2.87
每股净资产	18.11	20.84	24.01	27.91
估值比率(倍)				
PE	15.5	14.7	12.6	10.3
PB	2.2	1.9	1.7	1.4

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn