

审慎增持 (维持)

甘李药业

603087

集采导致业绩下滑，产品国际化持续推进

2022年9月2日

## 市场数据

市场数据日期	2022-9-1
收盘价(元)	36.48
总股本(百万股)	562
流通股本(百万股)	296
总市值(亿元)	205
流通市值(亿元)	108
净资产(百万元)	9815.81
总资产(百万元)	10417.97
每股净资产(元)	17.48

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 年报及 2022 年一季报点评: 业绩增长稳健, 海外业务进展顺利

【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)

分析师:

孙媛媛

sunnyuan@xyzq.com.cn

S0190515090001

## 主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3612	3104	3188	4060
同比增长	7.4%	-14.1%	2.7%	27.4%
归母净利润(百万元)	1453	432	544	735
同比增长	18.0%	-70.3%	25.8%	35.1%
毛利率	89.0%	75.4%	76.8%	78.4%
净利率	40.2%	13.9%	17.1%	18.1%
净资产收益率	14.3%	4.1%	5.0%	6.3%
每股收益(元)	2.59	0.77	0.97	1.31
每股经营现金流(元)	1.92	-0.46	1.20	0.42

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 2022 年中报。2022 年上半年, 公司实现营业收入 8.35 亿元, 同比下降 43.42%; 实现归母净利润-1.98 亿元, 同比下降 153.01%; 实现扣非归母净利润-2.09 亿元, 同比下降 161.45%。
- **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 0.77、0.97、1.31 元, 2022 年 9 月 1 日股价对应 PE 分别为 47.4、37.7、27.9 倍, 维持“审慎增持”评级。

**风险提示:** 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, 公共卫生及国际关系事件风险。

## 报告正文

### 事件

- 近日,甘李药业发布了 2022 年中报。2022 年上半年,公司实现营业收入 8.35 亿元,同比下降 43.42%;实现归母净利润-1.98 亿元,同比下降 153.01%;实现扣非归母净利润-2.09 亿元,同比下降 161.45%。
- 2022 年二季度,公司实现营业收入 1.45 亿元,同比下降 84.38%;实现归母净利润-3.11 亿元。同比下降 270.18%;实现扣非归母净利润-3.68 亿元,同比下降 258.56%。

### 点评

- **集采降价导致业绩大幅下滑,销量提升尚不能对冲价格下降带来的业绩影响。**2022 年上半年,公司实现营业收入 8.35 亿元,同比下降 43.42%;实现归母净利润-1.98 亿元,同比下降 153.01%;实现扣非归母净利润-2.09 亿元,同比下降 161.45%。报告期内,公司旗下制剂销量同比增长 23.20%,其中非长秀霖系列产品销量同比增长 123.01%。虽然公司在本次带量采购中获得了较好的协议采购量,且报告期内产品销量增长,但由于带量采购执行时间较短,公司产品销量的增长尚不能对冲价格下降的影响,产品价格下降依然是公司收入大幅下降的主要影响因素。叠加二季度与商业公司就集采产品价格进行补差、公共卫生和国际关系因素导致国际订单数量下降,公司整体销售收入下滑较大。
- **借助集采政策加速市场渗透,胰岛素产品降价幅度较大。**第六批国家药品集采(胰岛素专项集采)中选结果于 2022 年 5 月开始在全国各省正式执行。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,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,最终获得首年协议采购量 3,533.77 万支(首次报量 1,664.18 万支、获得分量 1,869.59 万支),共计覆盖医疗机构数量 21,000 多家,并获得了近万家新准入医疗机构。

表 1、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

资料来源:公司 2022 年中报,兴业证券经济与金融研究院整理

- 研发进展领先行业,同步开拓全球市场。**公司立足糖尿病治疗领域,报告期内,公司在糖尿病药物方面取得了卓越进展。糖尿病药物方面,公司旗下已进入临床阶段的研发项目包括**胰岛素复方制剂 GZR101**(已于 2022 年 6 月启动 I 期临床试验并完成首例受试者给药)、**第四代胰岛素类似物 GZR4**(已于 2022 年 7 月获得国家药监局批准开展临床试验,并于同年 8 月获得美国 FDA 的 IND 批文)和**长效 GLP-1 受体激动剂类药物 GZR18**(在中国、美国获批 2 型糖尿病适应症临床试验,并展现出治疗肥胖/超重体重管理的潜力)。同时,公司自主研发的首个口服降糖药**磷酸西格列汀片**于 2022 年 6 月在国内获批上市。此外,公司同步开拓全球市场,除了已经在海外获批的胰岛素原料药和医疗器械等产品,公司旗下自主研发的三款三代胰岛素产品:甘精、赖脯和门冬胰岛素注射液,已经分别进入即将向美国 FDA 和欧洲 EMA 提交上市许可申请的最后关键节点,将由诺华集团旗下子公司山德士进行欧美和其他特定地区的商业运作。与此同时,公司持续推进旗下医疗器械产品在新兴市场的注册工作。截至报告期末,公司胰岛素产品已经在 18 个国家累计取得了 39 份药品注册批件。
- 财务指标:**2022 年上半年,公司综合毛利率 81.67%,较上年同期下降 6.67pp,净利率-23.67%,较上年同期下降 48.94pp。期间费用方面,销售费用 5.65 亿元,同比增长 14.89%,销售费用率 67.66%,同比增加 34.34pp;管理费用 1.18 亿元,同比下降 23.10%,管理费用率 14.09%,同比增长 3.72pp;研发费用 2.44 亿元,同比增长 9.49%,研发费用率 29.28%,同比增长 14.15pp。
- 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 0.77、0.97、1.31 元,2022 年 9 月 1 日股价对应 PE 分别为 47.4、37.7、27.9 倍,维持“审慎增持”评级。

- 
- **风险提示:** 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; 公共卫生及国际关系事件风险。

表 1、甘李药业分季度业绩对比(单位:百万元、元、%)

报告期	21-2Q	21-3Q	21-4Q	22-1Q	22-2Q	QOQ	2021-06	2022-06	YOY
营业收入	927	1028	1109	690	145	-84.4%	1475	835	-43.4%
营业成本	117	113	111	60	93	-20.9%	172	153	-11.0%
毛利	810	915	998	630	52	-93.6%	1304	682	-47.7%
销售费用	300	239	272	288	277	-7.8%	492	565	14.9%
管理费用	90	85	61	71	47	-48.1%	153	118	-23.1%
财务费用	-16	-7	-160	-23	-25	-	-10	-47	-
研发费用	136	128	124	98	147	7.7%	223	244	9.5%
资产减值	0	0	-4	0	0	-	0	0	-
公允价值	-102	14	-46	-65	-2	-	-23	-67	-
投资收益	15	70	44	6	66	336.8%	26	72	174.1%
营业利润	235	552	674	137	-338	-244.1%	473	-202	-142.6%
利润总额	232	551	675	137	-341	-246.8%	470	-204	-143.4%
归母净利润	183	499	581	113	-311	-270.2%	373	-198	-153.0%
EPS	0.325	0.888	1.035	0.202	-0.554	-270.2%	0.664	-0.352	-153.0%
销售费用率	32.4%	23.2%	24.6%	41.7%	191.1%	158.8%	33.3%	67.7%	34.3%
管理费用率	9.7%	8.3%	5.5%	10.3%	32.4%	22.6%	10.4%	14.1%	3.7%
财务费用率	-1.8%	-0.7%	-14.4%	-3.3%	-17.0%	-15.2%	-0.7%	-5.7%	-5.0%
研发费用率	14.7%	12.4%	11.2%	14.2%	101.2%	86.5%	15.1%	29.3%	14.1%
所得税率	21.3%	9.5%	13.9%	17.2%	-8.8%	-30.1%	20.7%	-3.1%	-23.7%
毛利率	87.4%	89.0%	90.0%	91.3%	36.0%	-51.3%	88.3%	81.7%	-6.7%
净利率	19.7%	48.5%	52.4%	16.4%	-214.7%	-234.4%	25.3%	-23.7%	-48.9%

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

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	6870	7573	7729	8559	<b>营业收入</b>	3612	3104	3188	4060
货币资金	3306	3306	3607	3943	营业成本	396	765	738	878
交易性金融资产	1624	1624	1624	1624	税金及附加	26	23	23	29
应收票据及应收账款	934	815	830	1062	销售费用	1003	1048	1073	1359
预付款项	62	138	133	155	管理费用	299	350	359	458
存货	651	1292	1226	1464	研发费用	475	612	565	719
其他	293	399	309	311	财务费用	-177	-114	-121	-156
<b>非流动资产</b>	3983	4230	3947	3826	其他收益	46	30	33	35
长期股权投资	0	0	0	0	投资收益	140	140	140	140
固定资产	1704	1989	2025	1938	公允价值变动收	-54	-71	-71	-71
在建工程	875	437	219	109	信用减值损失	-19	-8	-10	-11
无形资产	296	350	409	464	资产减值损失	-4	-4	-4	-4
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	-0	-0	-0	-0
长期待摊费用	12	12	10	9	<b>营业利润</b>	1699	509	639	862
其他	1095	1442	1285	1306	营业外收入	3	1	1	2
<b>资产总计</b>	10853	11803	11676	12385	营业外支出	5	6	6	6
<b>流动负债</b>	486	1113	527	556	<b>利润总额</b>	1696	505	635	858
短期借款	0	583	0	0	所得税	243	72	91	123
应付票据及应付账款	38	103.48	99.87	118.80	净利润	1453	432	544	735
其他	448	426	427	437	少数股东损益	-0	0	0	0
<b>非流动负债</b>	200	258	224	231	<b>归属母公司净利润</b>	1453	432	544	735
长期借款	0	0	0	0	<b>EPS(元)</b>	2.59	0.77	0.97	1.31
其他	200	258	224	231					
<b>负债合计</b>	686	1371	751	787					
股本	562	562	562	562	<b>主要财务比率</b>				
资本公积	2476	2476	2476	2476	<b>会计年度</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
未分配利润	6842	7105	7599	8271	<b>成长性</b>				
少数股东权益	-0	-0	-0	-0	营业收入增长率	7.4%	-14.1%	2.7%	27.4%
<b>股东权益合计</b>	10167	10432	10926	11598	营业利润增长率	16.9%	-70.0%	25.6%	34.8%
<b>负债及权益合计</b>	10853	11803	11676	12385	归母净利润增长	18.0%	-70.3%	25.8%	35.1%
					<b>盈利能力</b>				
					毛利率	89.0%	75.4%	76.8%	78.4%
					净利率	40.2%	13.9%	17.1%	18.1%
					ROE	14.3%	4.1%	5.0%	6.3%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	6.3%	11.6%	6.4%	6.4%
					流动比率	14.15	6.81	14.67	15.40
					速动比率	12.81	5.64	12.34	12.76
					<b>营运能力</b>				
					资产周转率	35.5%	27.4%	27.2%	33.7%
					应收账款周转率	4.06	3.51	3.88	4.29
					存货周转率	68.8%	78.3%	58.3%	64.9%
					<b>每股资料(元)</b>				
					每股收益	2.59	0.77	0.97	1.31
					每股经营现金	1.92	-0.46	1.20	0.42
					每股净资产	18.11	18.58	19.46	20.65
					<b>估值比率(倍)</b>				
					PE	14.1	47.4	37.7	27.9
					PB	2.0	2.0	1.9	1.8

## 现金流量表

单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	1453	432	544	735
折旧和摊销	182	167	194	208
资产减值准备	4	-20	0	1
资产处置损失	0	0	0	0
公允价值变动损失	54	71	71	71
财务费用	-145	-114	-121	-156
投资损失	-140	-140	-140	-140
少数股东损益	-0	0	0	0
营运资金的变动	-344	-578	64	-464
<b>经营活动产生现金流量</b>	1078	-260	673	237
<b>投资活动产生现金流量</b>	-498	-272	143	6
<b>融资活动产生现金流量</b>	-229	532	-515	93
现金净变动	348	0	301	336
现金的期初余额	291	3306	3306	3607
现金的期末余额	640	3306	3607	3943

## 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登记为证券分析师，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