

## 甘李药业 603087.SH

审慎增持 (首次)

深耕糖尿病，三代胰岛素国产领军者

2020年07月13日

### 市场数据

市场数据日期	2020-07-10
收盘价(元)	215.01
总股本(百万股)	401.10
流通股本(百万股)	40.20
总市值(百万元)	86240.51
流通市值(百万元)	8643.40
净资产(百万元)	5594.85
总资产(百万元)	6004.08
每股净资产(元)	15.50

### 相关报告

分析师:

孙媛媛

sunyuan@xyzq.com.cn

S0190515090001

徐佳熹

xujiaxi@xyzq.com.cn

S0190513080003

### 主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2895	3405	4097	4864
同比增长	21.3%	17.6%	20.3%	18.7%
净利润(百万元)	1167	1362	1676	1992
同比增长	25.0%	16.7%	23.0%	18.9%
毛利率	91.8%	91.5%	91.1%	90.9%
净利率	40.3%	40.0%	40.9%	41.0%
净资产收益率	21.3%	14.7%	15.3%	15.4%
每股收益(元)	2.91	3.40	4.18	4.97
每股经营现金流(元)	2.89	3.23	2.87	3.40

### 投资要点

- **专注重组胰岛素类似物技术，国内胰岛素行业领先：**公司主要从事重组胰岛素类似物原料药及注射剂的研发、生产和销售。借助技术领先和市场先发优势，公司业务规模增长迅速。作为中国第一家掌握产业化生产重组胰岛素类似物技术的公司，公司在生产研发的生物合成人胰岛素及其类似物方面处于中国糖尿病市场的领先地位，同时使得我国成为世界上少数能进行重组胰岛素类似物产业化生产的国家之一。
- **糖尿病患病率呈逐渐攀升趋势，胰岛素市场增长迅猛：**根据 IDF 公布的数据，2019 年中国糖尿病患者人数约为 1.16 亿人，为全球糖尿病患者人数最多的国家；与此同时，糖尿病患者数量仍在持续快速增长。我国胰岛素市场增长速度也超过了全球平均增速，至 2019 年，我国胰岛素市场规模约为 200 亿人民币。我国胰岛素市场已实现了高速增长，但参照发达国家的市场发展历程，国内市场仍有很大的发展潜力。公司业务规模增长迅速，2017-2019 年营业收入 22.75 亿元、23.57 亿元及 28.69 亿元，年复合增长率达到 12.28%。2019 年公司主营业务收入占比超过 5% 的销售产品有重组甘精胰岛素注射液（74.88%）、重组赖脯胰岛素注射液（7.92%）、精蛋白锌重组赖脯胰岛素混合注射液（25R）（7.37%）、秀霖笔及组件（5.72%）。
- **盈利预测：**公司深耕糖尿病用药领域，拥有全球领先的胰岛素生产技术。作为三代胰岛素的国产领军者，公司先发优势明显，过往市场份额稳步增长。胰岛素作为糖尿病用药中的基石疗法，中国市场空间广阔。随着三代胰岛素渗透率的逐步提升，我们预计公司 2020-2022 年 EPS 为 3.40、4.18、4.97 元，对应 7 月 10 日收盘价 PE 分别为 63.3、51.5、43.3 倍，给予“审慎增持”评级。

**风险提示：**新产品研发注册风险；内控风险；产品单一风险；市场竞争风险；经营风险等

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

## 目 录

1. 甘李药业：专注糖尿病领域，拥有世界前沿胰岛素生产技术.....	3 -
2. 行业概览：糖尿病诊疗理念转变、医保政策推动胰岛素市场规模持续扩大 -	6 -
2.1 糖尿病的流行推动全球糖尿病用药需求及胰岛素产业爆发式增长.....	6 -
2.2 糖尿病治疗理念转变，重组胰岛素类似物关注度日益增加且市场份额显著提升.....	7 -
2.3 胰岛素产品已纳入医保目录，全民医保释放胰岛素消费需求.....	9 -
3. 主要产品：重组胰岛素类似物.....	10 -
3.1 “长秀霖”（重组甘精胰岛素注射液）——长效重组胰岛素类似物，利于全天血糖控制.....	11 -
3.2 “速秀霖”（重组赖脯胰岛素注射液）——超速效胰岛素类似物，快速起效快速消除.....	11 -
3.3 精蛋白锌重组赖脯胰岛素混合注射液（25R）——中效胰岛素.....	11 -
3.4 秀霖笔——国内首支自主研发的胰岛素笔.....	12 -
3.5 公司研发技术与生产工艺.....	12 -
4. 竞争优势：前沿胰岛素生产技术造就公司国内国际竞争力.....	12 -
4.1 构建高难度核心药物胰岛素类药物研发，树立较高的市场竞争壁垒.....	12 -
4.2 凭借在国内企业中的先发优势，取得进口替代的市场先机.....	12 -
4.3 丰富的产品储备和产品线布局优势.....	13 -
4.4 产品价格优势.....	13 -
4.5 学术推广团队及营销网络优势.....	13 -
5. 财务分析.....	14 -
6. 盈利预测与估值.....	18 -
7. 风险提示.....	20 -
图 1：2017-2019 年公司营业总收入及归母净利润.....	5 -
图 2：1993-2015 年胰岛素销售额市场份额.....	8 -
图 3：2010 年 9 月-2015 年 9 月，全球胰岛素产品销量按照功效划分市场占比 -	9 -
图 4：公司药品实物以及药品知识特性的流向.....	13 -
图 5：公司销售、商业渠道网络构架.....	14 -
图 6：公司主营业务（分产品类别）收入结构.....	15 -
图 7：公司主营业务（分产品）收入构成.....	15 -
表 1：甘李药业发展历程.....	3 -
表 2：甘李药业高级管理人员及背景.....	5 -
表 3：重点城市公立医院糖尿病用药通用名前 5 大药物.....	9 -
表 4：主要竞争对手简介.....	10 -
表 5：公司主要产品情况.....	10 -
表 6：公司主要在研产品情况.....	10 -
表 7：报告期内公司主营业务毛利率与同行业上市公司对比情况.....	16 -
表 8：公司主营业务（分产品）收入构成.....	18 -
表 9：公司盈利预测假设.....	19 -
表 10：公司盈利预测结果.....	19 -
表 11：主要 A 股可比公司估值指标.....	19 -

## 报告正文

### 1. 甘李药业：专注糖尿病领域，拥有世界前沿胰岛素生产技术

**甘李药业股份有限公司**（以下简称“甘李药业”或“公司”）主要从事重组胰岛素类似物原料药及注射剂的研发、生产和销售。主要产品包括重组甘精胰岛素注射液（商品名“长秀霖”）、重组赖脯胰岛素注射液（商品名“速秀霖”）、精蛋白锌重组赖脯胰岛素混合注射液（25R）。借助技术领先和市场先发优势，公司业务规模增长迅速。作为中国第一家掌握产业化生产重组胰岛素类似物技术的公司，公司在生产研发的生物合成人胰岛素及其类似物方面处于中国糖尿病市场的领先地位，同时使得我国成为世界上少数能进行重组胰岛素类似物产业化生产的国家之一。在全球与 Sandoz 等知名企业建立密切合作。如今，作为专注人类健康事业的全球性企业，甘李秉承科学、极致的企业文化，致力于为世界范围内的糖尿病患者提供优质的产品和服务。

**表 1：甘李药业发展历程**

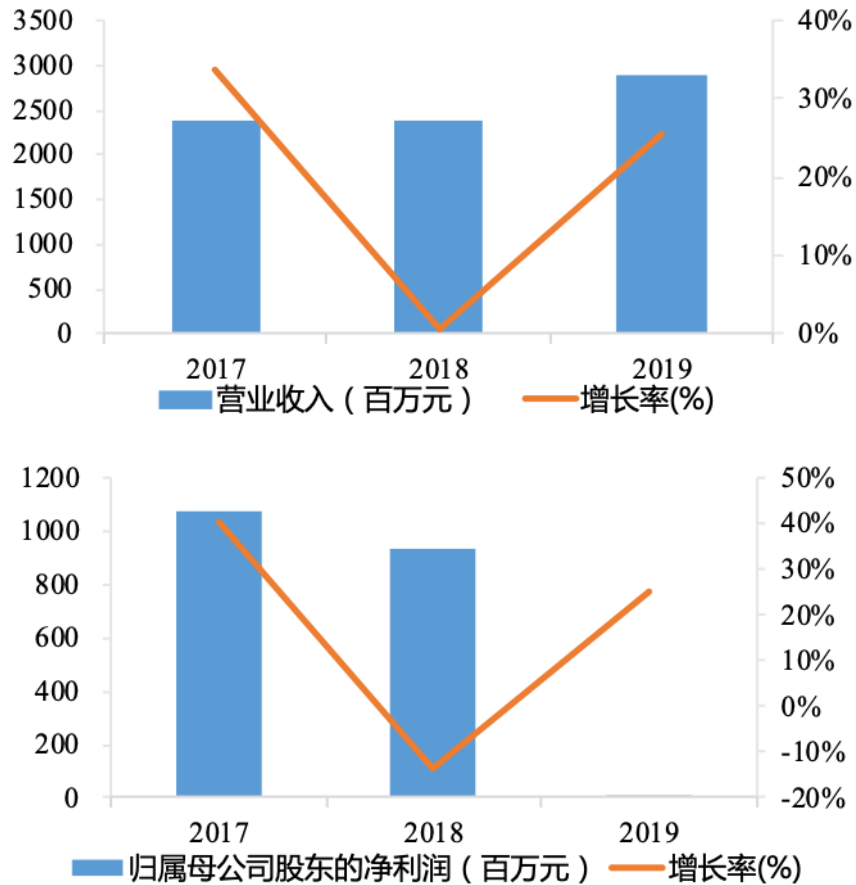
年份	大事件
1995	中外合资通化安泰克生物工程有限公司建立，进行重组人胰岛素的研制
	组建研发中心—北京甘李生物技术有限公司(甘李药业前身);
1998	甘忠如研发团队研制出中国第一支基因重组人胰岛素; 建成全球第三大的重组人胰岛素生产基地
2001	研制出中国第一支速效人胰岛素类似物——速秀霖®（赖胰岛素）
2002	研制出中国第一支长效人胰岛素类似物长秀霖®（甘精胰岛素） 研制出中国第一支预混人胰岛素类似物速秀霖 25®（赖脯胰岛素 25）
2004	现代化的重组人胰岛素类似物生产基地在京落成; 完成了长秀霖®的 III 期临床，在中国递交新药注册
	公司重组并更名为“甘李药业有限公司”; 分子伴侣技术取得中国专利、美国 PCT 专利;
2005	长秀霖®获得中国食品药品监督管理局颁发的生产批件及 GMP 证书; 中国第一支长效人胰岛素类似物——长秀霖®（重组甘精胰岛素注射液）上市; 长秀霖®在国际市场开展商业活动，包括与 LG 生命科学，埃及政府巴基斯坦客户等展开合作
2006	速秀霖®获得国家食品药品监督管理局颁发的生产批件
2007	速秀霖®获得中国食品药品监督管理局颁发的 GMP 证书; 中国第一支速效人胰岛素类似物-速秀霖®（重组赖脯胰岛素注射液）上市
	公司的销售收入首次突破亿元;
2009	荣获中关村高新技术企业证书; 取得北京市高新技术成果转化项目认定证书; 中国第一支自主研发的胰岛素注射笔——秀霖笔问世;
2010	完成首轮融资
2011	成功引入众多知名投资机构; 甘精胰岛素(长秀霖®)成为国家“重大新药创制”科技重大专项“十一五”支持的生物药大品种;

	<p>荣获“2011 中国医疗健康产业最具投资价值企业 TOP10”；</p> <p>入选北京生物医药产业跨越发展工程(G20 工程),荣获规模企业称号；</p> <p>入选 2011 年德勤高科技、高成长中国 50 强</p>
2012	公司完成股份制改造更名为“甘李药业股份有限公司”，荣获“福布斯中国最具潜力非上市公司”称号
2014	<p>中国第一支预混人胰岛素类似物——速秀霖®25 上市；</p> <p>美国子公司成立</p>
2015	<p>9 月 28 日，灤县新的胰岛素类似物车间建设完成，进入调试和验证程序；</p> <p>甘精胰岛素获得美国 FDA 的批准，启动在美国的 I 期临床研究，获得国家重大支持；</p> <p>甘李胰岛素启动美国临床 I 期试验</p>
2017	<p>在研产品门冬胰岛素 30 注射液、精蛋白重组人胰岛素混合注射液(30R)通过国家药监局的临床核查,提交市申请；</p> <p>长秀霖、速秀霖、速秀霖®25 在灤县新厂的场地转移申请获得批准,并通过 GMP 认证正式投入生产；</p> <p>甘李药业副总经理王大梅女士荣获杰出工程师鼓励奖</p>
2018	<p>甘精胰岛素、赖脯胰岛素在灤县新厂的场地转移申请获得批准，并通过 GMP 认证正式投入生产；</p> <p>长秀霖通过欧洲的 QP 检查，获准在欧洲启动 I 期及 III 期临床；</p> <p>甘李药业作为首家国内药企参展第 78 届美国糖尿病年会(ADA)；</p> <p>重组甘精胰岛素注射液获得中国药学会科学技术一等奖；</p> <p>12 月 18 日甘李药业与山德士达成战略合作</p>
2019	<p>重组赖脯胰岛素先后获得美国 FDA 和欧洲药监局的批准；</p> <p>获准在欧美启动 I 期临床和 III 期临床；</p> <p>甘李总部办公地点正式乔迁至通州</p>

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

作为首家掌握产业化生产重组胰岛素类似物技术的中国企业，使得我国成为世界上少数能进行重组胰岛素类似物产业化生产的国家之一。借助技术领先和市场先发优势，报告期内，公司业务规模增长迅速，2017-2019 年营业收入 22.75 亿元、23.57 亿元及 28.69 亿元，年复合增长率达到 12.28%；2017-2019 年归母净利润分别为 10.8 亿元、9.3 亿元和 11.7 亿元，年复合增长率达到 3.96%。公司主营业务成本主要由制剂类产品成本构成，2017 年度至 2019 年度，制剂类产品成本占主营业务比例分别为 76.15%、91.57%及 90.16%，平均达到 85.96%。其中，2019 年公司主营业务收入占比超过 5%的销售产品有重组甘精胰岛素注射液（74.88%）、重组赖脯胰岛素注射液（7.92%）、精蛋白锌重组赖脯胰岛素混合注射液（25R）（7.37%）、秀霖笔及组件（5.72%）。

图 1: 2017-2019 年公司营业总收入及归母净利润



资料来源: 公司招股说明书, Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 2: 甘李药业高级管理人员及背景

姓名	职位	背景简介
甘忠如	董事长、总经理	博士学位。1974 年至 1983 年任职于北京大学; 1983 年至 1987 年, 于美国密歇根州立大学攻读博士研究生学位; 1987 年至 1995 年任职于美国默克制药公司; 1995 年自美国默克制药公司离职后至 2012 年任通化安泰克董事长兼总经理; 1994 年至 2007 年任美国安泰克执行董事; 2006 年至 2012 年任英属安泰克执行董事; 1998 年, 开始在公司任职, 担任公司董事长兼总经理; 2011 年至今, 兼任旭特宏达执行董事、鼎业浩达执行董事、经理; 2012 年至今, 兼任源荷根泽董事长、经理, 兼任恩多杰尼科斯董事长。
王大梅	董事、副总经理	硕士学历。1995 年至 2002 年, 任通化安泰克研究与质量管理经理; 2002 年至 2005 年, 任公司医学注册经理; 2005 年至今, 担任公司董事; 2011 年至今, 兼任弘达兴盛董事长、经理; 2012 年至今, 担任公司副总经理。
宋维强	董事、副总经理	MBA。2005 年至 2010 年, 担任公司商务经理、全国商务经理; 2011 年至 2012 年, 担任公司商务总监; 2013 年至今, 担任公司商务部总经理; 2015 年至今, 担任公司董事; 2015 年至今, 兼任江苏甘李药业董事长; 2015 年至 2017 年 1 月, 兼任江苏甘李药业总经理; 2016 年至今, 担任公司副总经理; 2019 年至今, 担任山东甘李药业董事长。
都凯	董事、副总经理	硕士学历。2000 年至 2002 年, 任职于大连天源工业有限公司, 担任客户主任; 2005 年至 2006 年, 任职于北京吉百利有限公司, 担任客户主任; 2007 年至 2008 年任职于德国 LDD 进出口有限公司, 担任分公司总经理; 2008 年至今, 担任公司国际部总监; 2010 年至 2015 年, 担任公司监事; 2012 年至今, 兼任恩多杰尼科斯董事; 2014 年至今, 兼任美国甘李董事会主席; 2015 年至今, 兼任江苏甘李药业监事;

2016 年至今，担任公司副总经理；2019 年至今，担任公司董事；2020 年至今，担任甘李新泽西控股董事、甘李新泽西生产董事。

资料来源：公司招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2. 行业概览：糖尿病诊疗理念转变、医保政策推动胰岛素市场规模持续扩大

### 2.1 糖尿病的流行推动全球糖尿病用药需求及胰岛素产业爆发式增长

**糖尿病的高发推动用药需求及胰岛素产业持续扩大。**糖尿病已成为 21 世纪人类健康最大的威胁之一。2015 年全球糖尿病用药市场规模约为 600 亿美元，为世界第二大用药。根据国际糖尿病联盟（IDF）估计，2019 年，全球糖尿病患者共 4.63 亿人，平均每 11 位成年人中，就有 1 位是糖尿病患者。预计至 2030 年，全球糖尿病患者共 5.78 亿人。全球范围内糖尿病的流行，特别是 2 型糖尿病的高发推动了糖尿病治疗药物的市场需求以及胰岛素产业的爆发式增长。根据 IDF 统计，目前 50% 糖尿病患者，约 2 亿人，因医疗水平及经济状况等原因未得到合理的诊治或未诊断。未来随着经济水平及医疗水平提升，潜在糖尿病患者需求将逐步释放。2019 年，全球胰岛素市场规模约为 400 亿美元。

**胰岛素类药物主要分类及其优劣势。**从胰岛素药品的研发过程及技术水平角度来看，主要可分为三代胰岛素产品，分别为：动物源胰岛素、重组人胰岛素及重组胰岛素类似物。第一代动物源胰岛素从猪和牛等动物胰脏中提取获得，最早于 1923 年实现了商品化生产。动物源胰岛素在糖尿病治疗史早期曾占据过较大的市场份额，但动物源胰岛素注射入人体后易引起患者发生异源性过敏反应，副作用较大，目前在全球范围内市场份额较小。重组人胰岛素是应用了基因工程等技术的第二代胰岛素，通过基因工程手段将人胰岛素基因在大肠杆菌或酵母粉等工具中表达获得，重组人胰岛素与天然人胰岛素的氨基酸结构完全相同，不会引起患者异源性过敏反应，较动物源胰岛素副作用大大降低，具有更高的安全性和有效性，上市后迅速成为治疗糖尿病的一线用药。但是，重组人胰岛素很难完全模拟人体内胰岛素的释放曲线，从而很难精准地调整血糖。因此，糖尿病患者使用重组人胰岛素血糖浓度难以下降到正常水平，容易发生低血糖。在重组人胰岛素的基础上，重组胰岛素类似物是利用基因重组技术，对天然人胰岛素分子进行改造，例如将个别氨基酸进行变更、互换，或对胰岛素分子进行局部修饰等。经过分子级别的改造，重组胰岛素类似物能够更好地模拟内源人胰岛素的分泌模式以及其与胰岛素受体的结合作用方式，使其更符合人体生理性胰岛素分泌曲线。与重组人胰岛素相比，重组胰岛素类似物具有更高的安全性及有效性，提高了血糖控制达标率并降低了患者发生低血糖事件的风险。

**近年国内糖尿病患病率呈逐渐攀升趋势，胰岛素市场增长迅猛。**根据南方医药经济研究所《糖尿病药物市场研究报告》，一项由中日友好医院内分泌代谢病中心牵头组织的“全国糖尿病流行病学调查（2007-2008）”显示，“在我国 20 岁以上的人群中，男性和女性的糖尿病患病率分别达 10.6% 和 8.8%，总体糖尿病患病率为

9.7%，由此，推算出全国糖尿病总患病人数约为 9,200 万人。”根据 IDF 公布的数据，2019 年中国糖尿病患病人数约为 1.16 亿人，中国已成为全球糖尿病患病人数最多的国家；与此同时，糖尿病患者数量仍在持续快速增长。IDF 预测 2040 年中国糖尿病患病人群数量将达到 1.51 亿人。我国胰岛素市场增长速度也超过了全球平均增速。至 2019 年，我国胰岛素市场规模约为 200 亿人民币。我国胰岛素市场已实现了高速增长，但参照发达国家的市场发展历程，国内市场仍有很大的发展潜力。2019 年，我国胰岛素市场规模约为 200 亿人民币。我国胰岛素市场已实现了高速增长，但参照发达国家的市场发展历程，国内市场仍有很大的发展潜力：（1）我国糖尿病患者整体治疗率偏低，大量糖尿病患者尚未接受有效的治疗。（2）胰岛素治疗普及率低。据 IDF 统计，国内仅有 2% 的糖尿病患者使用胰岛素类药物控制血糖，而这一比例在美国约为 30%。（3）国内糖尿病患者人均医疗费用和胰岛素使用量远低于发达国家水平。IDF 研究统计，2019 年中国糖尿病患者年人均医疗费用约为 936.2 美元；而以美国为例，糖尿病患者人均年医疗支出高达 9,505.6 美元。

## 2.2 糖尿病治疗理念转变，重组胰岛素类似物关注度日益增加且市场份额显著提升

**糖尿病用药趋向于联合用药以及从首选口服降糖药转向早期应用胰岛素。**国际临床医学界经过与糖尿病几十年来的斗争，在治疗理念方面发生了一些显著变化。传统观念中，仅具有胰岛素依赖性的 1 型糖尿病患者或晚期 2 型糖尿病患者才需采用胰岛素，而近年来国际学术界主张对 2 型糖尿病患者的治疗应从单药治疗向早期联合用药治疗转变、从首选口服降糖药向早期应用胰岛素转变。2 型糖尿病患者确诊初期尚有部分胰岛  $\beta$  细胞分泌功能正常，早期应用胰岛素可以纠正内源性胰岛素绝对或相对不足，更好地控制血糖并降低高血糖对胰岛  $\beta$  细胞及其他器官的毒性，改善生理胰岛素分泌功能及周围组织胰岛素敏感性，同时减少或延缓各类糖尿病并发症的发生。根据国家《医药卫生体制改革近期重点实施方案（2009-2011 年）》中，在“公共卫生服务均等化”部分，专门提及了“要为糖尿病人群提供防治指导服务”，这一体系的完善将提高我国居民诊断、治疗糖尿病的意识，带动胰岛素等相关药品的使用与升级。

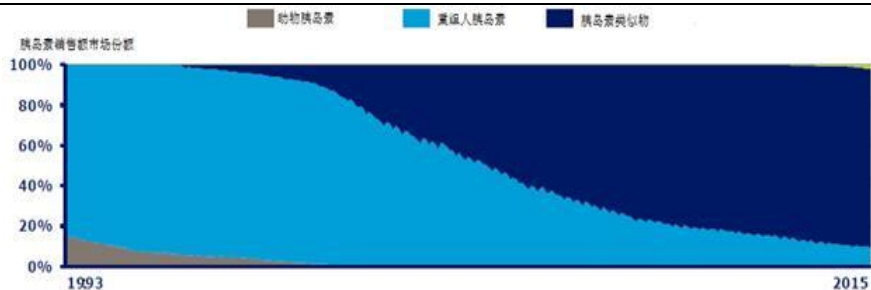
**糖尿病治疗用药市场竞争格局：**胰岛素及其类似物市场规模已接近各类口服降糖药的总和。国际用药分类中，用于糖尿病治疗的药物主要分为口服降糖药、胰岛素及其他新型制剂三大类别；其中，口服降糖药又包括以下几类：促胰岛素分泌剂、双胍类降糖药、 $\alpha$ -糖苷酶抑制剂、胰岛素增敏剂等。近十年来，全球糖尿病用药市场以平均 12.1% 的年复合增长率增长，口服降糖药年复合增长率为 7.1%，占糖尿病用药市场的比例逐年下降；而胰岛素及其类似物市场规模年复合增长率则达到 16.0%，增速大大超过口服降糖药领域，市场规模已接近各类口服降糖药的总和，成为规模最大的一类糖尿病治疗药物。在我国糖尿病治疗用药市场中，胰岛素制剂产品市场份额由 2012 年的 37.01% 略有下降至 2016 年的 35.86%，排在各类药品之首。口服降糖药中，阿卡波糖市场份额位列第一，近五年来市场份

额保持在 17%-20% 左右；其他类别的口服降糖药市场份额较小，均未超过 10%。

**长效重组胰岛素类似物关注度日益增加且市场份额显著提升。**临床诊疗上，糖尿病领域早期更加重视对患者餐后血糖的控制，因此短效及中效胰岛素用量较大。近年来，长效胰岛素市场份额显著提高，增长速度超过其他胰岛素品种，主要原因为医学界对患者空腹血糖的控制日益重视，临床研究表明，患者空腹血糖是心血管并发症发生的重要决定因素。特别是对于 2 型糖尿病患者，其患病初期的 10 至 15 年主要病理表现为胰岛素抵抗及耐受性增加，而不是胰岛  $\beta$  细胞功能的完全丧失，长效胰岛素可以有效控制患者基础血糖水平，降低相关并发症的风险。目前从不同区域市场来看，美国市场长效胰岛素用量比例最高，占胰岛素市场的 51.3%。全球市场中，长效胰岛素销量迅速增长，部分取代了其他胰岛素种类的市场份额。其中，重组甘精胰岛素类似物是同期销量增长速度最快的胰岛素品种，在中国市场中，中效胰岛素仍是用量最大的品种，但近几年来以甘精胰岛素为代表的长效胰岛素销量也快速增长，增速超过了其他胰岛素品种。预计未来国内市场，长效重组胰岛素类似物市场份额将不断提高。

**重组胰岛素类似物产品增速远高于其他品种。**全球胰岛素市场一个显著的发展趋势是重组胰岛素类似物产品增速远高于其他品种，市场份额不断提高。自重组胰岛素类似物上市以来，销量增速大幅超过重组人胰岛素。2005 年，全球重组胰岛素类似物销售额达到 40.5 亿美元，首次超过重组人胰岛素产品。在发达国家市场中，重组胰岛素类似物已成为市场主导产品，占全球胰岛素销量的 60% 左右；若以销售额计算，重组胰岛素类似物占全球胰岛素市场份额已超过 80%。与国际市场中重组胰岛素类似物占据市场主导地位的情况不同，国内胰岛素市场中重组人胰岛素仍占有较大市场份额，动物源胰岛素在低端市场亦有使用，主要原因是重组胰岛素类似物价格较高，且进入市场较晚。但随着我国居民消费能力的不断提高，专业化学术推广帮助医学界和患者对产品有了更为全面的认识，国内重组胰岛素类似物产品销售有望实现快速增长。

图 2：1993-2015 年胰岛素销售额市场份额



资料来源：QuintilesIMS；Novo Nordisk



图 3: 2010 年 9 月-2015 年 9 月, 全球胰岛素产品销量按照功效划分市场占比



资料来源: QuintilesIMS; Novo Nordisk

### 2.3 胰岛素产品已纳入医保目录, 全民医保释放胰岛素消费需求

胰岛素产品纳入医保释放对胰岛素药品的需求。2004 年, 胰岛素首次被列入了《2004 年国家基本医疗保险和工伤保险药品目录》, 纳入医保基金支付的范畴; 2009 年, 重组人胰岛素以及长效和超短效人重组胰岛素类似物被同时收录进《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录(2009 年版)》。2013 年 3 月, 最新发布的《国家基本药物目录》(2012 版) 中收录了动物胰岛素及重组人胰岛素产品。2019 年, 重组甘精胰岛素、赖脯胰岛素均纳入了 2019 年《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》。胰岛素产品, 尤其是重组人胰岛素及重组胰岛素类似物价格较高, 患者长期用药会造成一定的经济负担。糖尿病作为内分泌系统的慢性疾病被列在了医保基金重点保障和优先支付的范围内, 全民医疗保险制度的推出以及《医保目录》对胰岛素产品的收录显著降低了糖尿病患者胰岛素治疗的经济负担, 有效释放了对胰岛素类药品的需求。

表 3: 重点城市公立医院糖尿病用药通用名前 5 大药物

序号	市场份额前 5 位 药品通用名	市场份额				
		2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
1	阿卡波糖	18.80%	17.46%	18.17%	18.78%	19.51%
2	甘精胰岛素	11.93%	11.75%	11.32%	10.34%	9.60%
3	门冬胰岛素	9.88%	9.64%	9.46%	9.49%	9.32%
4	二甲双胍	9.78%	9.66%	8.90%	8.59%	8.25%
5	硫辛酸	6.66%	7.54%	7.39%	6.83%	7.09%

资料来源: 米内网 (样本城市医院数据)

### 3. 主要产品：重组胰岛素类似物

公司主要产品包括重组甘精胰岛素注射液（商品名“长秀霖”）、重组赖脯胰岛素注射液（商品名“速秀霖”）、精蛋白锌重组赖脯胰岛素混合注射液（25R）。“长秀霖”、“速秀霖”及精蛋白锌重组赖脯胰岛素混合注射液（25R）分别于2005年、2007年及2014年上市。2017年至2019年，“长秀霖”制剂在国内分别实现销售收入216,917.40万元、226,179.89万元及254,513.76万元。2019年公司主营业务收入占比超过5%的销售产品有重组甘精胰岛素注射液（74.88%）、重组赖脯胰岛素注射液（7.92%）、精蛋白锌重组赖脯胰岛素混合注射液（25R）（7.37%）、秀霖笔及组件（5.72%）。

表 4：主要竞争对手简介

序号	公司名称	公司简介
1	诺和诺德	全球胰岛素行业领导企业，拥有“口服降糖药物+重组人胰岛素+重组胰岛素类似物”的产品线组合，是最早进入中国市场的跨国胰岛素生产企业。主要胰岛素产品包括重组人胰岛素“诺和灵”、门冬胰岛素类似物“诺和锐”、门冬胰岛素类似物混合制剂“诺和锐 30”、“诺和锐 50”及促胰岛素分泌口服降糖药“诺和龙”。
2	礼来	首个推出动物源胰岛素及重组人胰岛素的跨国制药企业，继诺和诺德之后进入中国胰岛素市场，同样拥有“重组人胰岛素+重组胰岛素类似物”的产品线组合，主要胰岛素产品包括重组人胰岛素“优泌林”及赖脯胰岛素类似物“优泌乐”、赖脯胰岛素类似物混合制剂“优泌乐 25”、“优泌乐 50”。
3	赛诺菲	多元化医药健康企业，在糖尿病治疗领域拥有甘精胰岛素类似物“来得时”和磺脲类口服降糖药“亚莫利”（格列美脲）。
4	通化东宝	我国重组人胰岛素生产企业，其主要产品“甘舒霖”为重组人胰岛素产品。2019年12月，通化东宝甘精胰岛素注射液药品注册批件，为第三家获得重组胰岛素类似物药品注册批件的中国企业。
5	珠海联邦	珠海联邦于2016年12月获得甘精胰岛素注射液药品注册批件，为第二家获得重组胰岛素类似物药品注册批件的中国企业。

资料来源：公司公告，公司招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

表 5：公司主要产品情况

序号	药品商品名	药品通用名	规格/剂型	药品批准文号
1	长秀霖	重组甘精胰岛素注射液	3ml:300 单位/瓶	国药准字 S20050051
2	-	重组甘精胰岛素	原料药	国药准字 S20130005
3	速秀霖	重组赖脯胰岛素注射液	3ml:300 单位/支（笔芯）	国药准字 S20063004
4	速秀霖	重组赖脯胰岛素注射液	10ml:1000 单位/瓶	国药准字 S20063005
5	-	重组赖脯胰岛素	原料药	国药准字 S20063018
6	-	精蛋白锌重组赖脯胰岛素混合注射液（25R）	3ml:300 单位（笔芯）	国药准字 S20140005

资料来源：公司招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

表 6：公司主要在研产品情况

药品名称	适应症	研发进展	拟达到目标	研发方式
门冬胰岛素 30 注射液	糖尿病	注册审评过程中	取得药品注册批件	自主研发

精蛋白重组人胰岛素注射液(预混 30R)	糖尿病	注册审评过程中	取得药品注册批件	自主研发
精蛋白锌重组赖脯胰岛素混合注射液(50R)	糖尿病	一期临床实验	取得药品注册批件	自主研发
门冬胰岛素 50注射液	糖尿病	一期临床实验	取得药品注册批件	自主研发
甘精胰岛素注射液(美国)	糖尿病	三期临床实验	获得 FDA 上市许可	自主研发
赖脯胰岛素注射液(美国)	糖尿病	三期临床实验	获得 FDA 上市许可	自主研发

资料来源：公司招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3.1 “长秀霖”（重组甘精胰岛素注射液）——长效重组胰岛素类似物，利于全天血糖控制

“长秀霖”，通用名为重组甘精胰岛素注射液，系重组胰岛素类似物产品。其化学结构为天然人胰岛素结构作了以下改变：B 链第 30 位增加了 2 个精氨酸，A 链第 21 位天冬酰胺替换为甘氨酸。“长秀霖”属于长效重组胰岛素类似物，又称基础重组胰岛素类似物，注射起效后作用时间可持续 24 小时。其主要特点是注射到皮下（PH 值约为 7.4）后可形成细小的胰岛素微沉淀，这些微沉淀在较长的时间里持续、稳定地释放胰岛素单体。因此，甘精胰岛素注射后作用强度呈一平稳、无峰值的曲线，更符合人体生理性基础胰岛素的分泌和作用模式，能长效、平稳地控制患者的血糖，每日只需注射一次。适应症方面，“长秀霖”已成为 1 型糖尿病患者的基础胰岛素疗法，2 型糖尿病患者口服药失效后的最佳补充疗法。临床对照试验显示，“长秀霖”与口服降糖药联用可使患者全天血糖谱较基线水平明显下降，与中效低精蛋白锌人胰岛素（NPH）相比，能够明显减少低血糖事件，且一天注射一针的治疗方案可大大提高患者用药依从性，有利于全天血糖控制。

### 3.2 “速秀霖”（重组赖脯胰岛素注射液）——超速效胰岛素类似物，快速起效快速消除

“速秀霖”，通用名为重组赖脯胰岛素注射液，同为重组胰岛素类似物产品。其化学结构将人胰岛素 B28 位点的脯氨酸与 B29 位点的赖氨酸位置互换。从药物作用时间角度分类，赖脯胰岛素为超速效胰岛素类似物。其作用特点是各胰岛素单体间相互聚合作用减弱，注射后可迅速解离成为单体，快速起效，1-1.5 小时作用达到峰值，作用时间可持续 4-5 小时。由于“速秀霖”快速起效、快速消除，更符合人体生理性餐时胰岛素的作用模式。

### 3.3 精蛋白锌重组赖脯胰岛素混合注射液（25R）——中效胰岛素

精蛋白锌重组赖脯胰岛素混合注射液（25R）其活性成份的化学结构与“速秀霖”

相同，为赖脯胰岛素。本品含有 25%的可溶性（速效赖脯胰岛素）和 75%的结晶状（中效赖脯胰岛素），皮下注射后起效快，且持续作用长，是一种中效胰岛素。

### 3.4 秀霖笔——国内首支自主研发的胰岛素笔

秀霖笔是中国首支自主研发的胰岛素笔，上市于 2009 年。严格按照 ISO 11608-1:2000 国际标准制造，品质精良，操作简便，打破了外资企业对国内胰岛素笔市场的长期垄断，填补了国内胰岛素笔研发领域的空白。2013 年，全新升级的 2 代秀霖笔问世，延续了甘李在国内胰岛素笔领域的领先地位。2 代秀霖笔采用了 H65 黄铜，喷嘴多元酯粉末，更加牢固耐用，而且外形更加美观。并且，2 代秀霖笔的包装中加入了血糖监测日记，更方便患者实时记录血糖情况。

### 3.5 公司研发技术与生产工艺

公司胰岛素生产车间主要包括原料车间和制剂车间。原料车间根据生产工序又可分为：发酵车间和纯化车间，其中发酵车间包括 2 个工序，纯化车间包括 5 个纯化工序和 1 个干燥工序。以重组甘精胰岛素注射液为例的整个生产过程可分为 3 个主要部分：（1）包涵体生产：将含有重组甘精胰岛素基因的菌体通过高密度发酵培养，使目的蛋白在菌体内得到高效表达后，对发酵液进行离心，收集发酵液中的菌体、并对菌体进行破碎，对破碎液中的重组甘精胰岛素包涵体进行收集。（2）甘精胰岛素纯化：重组甘精胰岛素包涵体经过纯化工序 1 至纯化工序 5 的多步纯化操作后，以结晶沉淀的形式进行干燥，干燥后获得重组甘精胰岛素干粉。（3）制剂生产：将重组甘精胰岛素干粉加入辅料配制成注射液，经过滤除菌转移至中转罐中，之后于灌装车间分装成 3ml/支或 10ml/瓶的注射液，注射液经灯检合格后送至包装车间进行包装、入库。

## 4. 竞争优势：前沿胰岛素生产技术造就公司国内国际竞争力

### 4.1 构建高难度核心药物胰岛素类药物研发，树立较高的市场竞争壁垒

公司自成立以来，一直走在世界胰岛素生产技术前沿。长期以来，公司专注于胰岛素类药物的研发、工艺优化及产业化生产，拥有覆盖胰岛素发酵、复性、纯化、制剂等各个环节的一系列的专利及非专利技术。1998 年，甘李药业的创始人甘忠如博士带领其研发团队研制出中国的第一支基因重组人胰岛素，被中国科学院院士和中国工程院院士评选为“1998 年中国十大科技进展新闻”之一，结束了我国糖尿病病人依赖进口重组人胰岛素的历史。此后，甘忠如博士又带领研发团队完成我国首支速效重组胰岛素类似物“速秀霖”和长效重组胰岛素类似物“长秀霖”的研制。

### 4.2 凭借在国内企业中的先发优势，取得进口替代的市场先机

凭借在国内企业中的先发优势，取得进口替代的市场先机，是首家取得重组胰岛素类似物生产批文并已实现产业化生产的中国企业。自上世纪 90 年代末期重组胰岛素类似物上市以来，其在全球范围内的销售规模迅速增长；重组胰岛素类似物

在发达国家市场已较大程度取代了重组人胰岛素产品，根据诺和诺德公司公开材料，重组胰岛素类似物产品销售额在全球胰岛素市场中占比达到约 80%。我国的重组胰岛素类似物市场正处于快速发展阶段，基本被进口产品垄断；公司重组胰岛素类似物产品的销售已实现快速启动，能够凭借在国内企业中的先发优势，取得进口替代的市场先机。

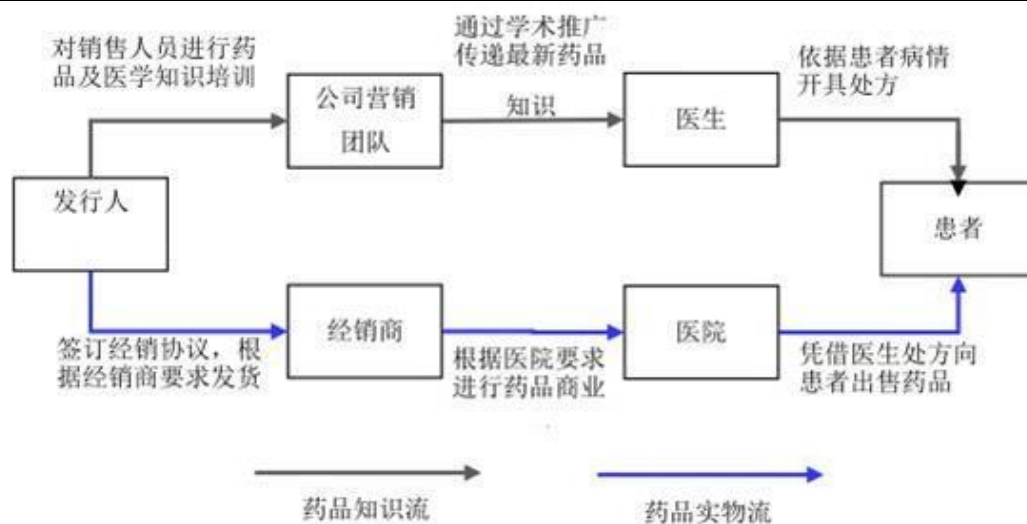
### 4.3 丰富的产品储备和产品线布局优势

公司产品物种覆盖胰岛素长效、速效、中效功能。公司已拥有了长效甘精胰岛素、速效赖脯胰岛素、公司门冬胰岛素及精蛋白锌重组赖脯胰岛素混合注射液（25R）四个重组胰岛素类似物品种，覆盖长效、速效、中效三个胰岛素功能细分市场。未来产品线将进一步丰富，成为拥有重组胰岛素类似物全产品线的生产企业，更好地把握胰岛素市场快速发展的市场机会。

### 4.4 产品价格优势

公司产品与进口重组胰岛素类似物相比具有明显的价格优势。主要产品“长秀霖”价格较同类进口产品低 20% 左右，可显著降低糖尿病患者的医疗负担，并在有效控制医保支出的同时使更多糖尿病患者能够接受高性价比的重组胰岛素类似物治疗。

图 4：公司药品实物以及药品知识特性的流向



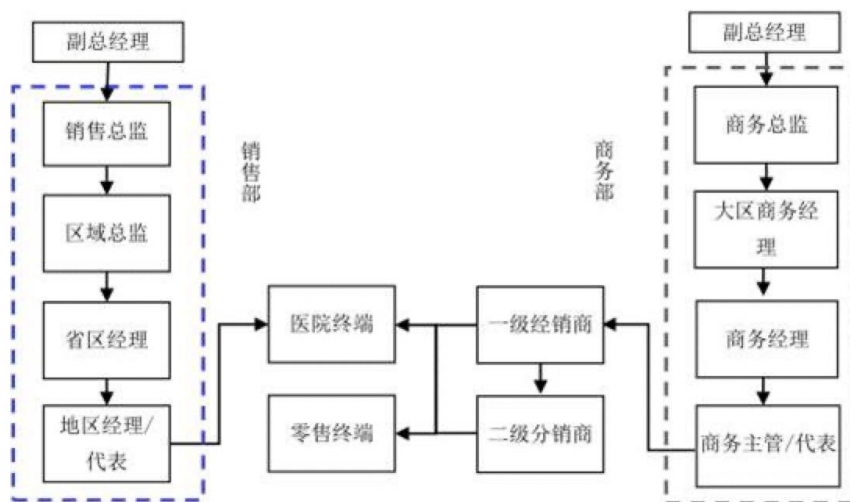
资料来源：公司招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

### 4.5 学术推广团队及营销网络优势

专业化的学术推广及与经销商已建立长期稳定的合作关系。公司拥有 1,000 余人的专业销售团队，覆盖全国各省、直辖市，主要营销人员具备丰富的医药行业从业经验，并专注于糖尿病治疗领域，特别是胰岛素市场，对于糖尿病的预防及治疗、糖尿病治疗用药、胰岛素产品的学术特点、用法及用量有着深入的理解，能够更好地提供学术推广服务。同时，公司每季度对销售人员进行专业化培训，更

新最新的行业动态和疾病相关知识。此外，截至 2019 年末，公司已与 300 余家经销商建立了长期稳定的合作关系，产品在全国近 7,700 家县级以上医院均有销售，其中三级以上医院 2,400 余家。

图 5: 公司销售、商业渠道网络构架

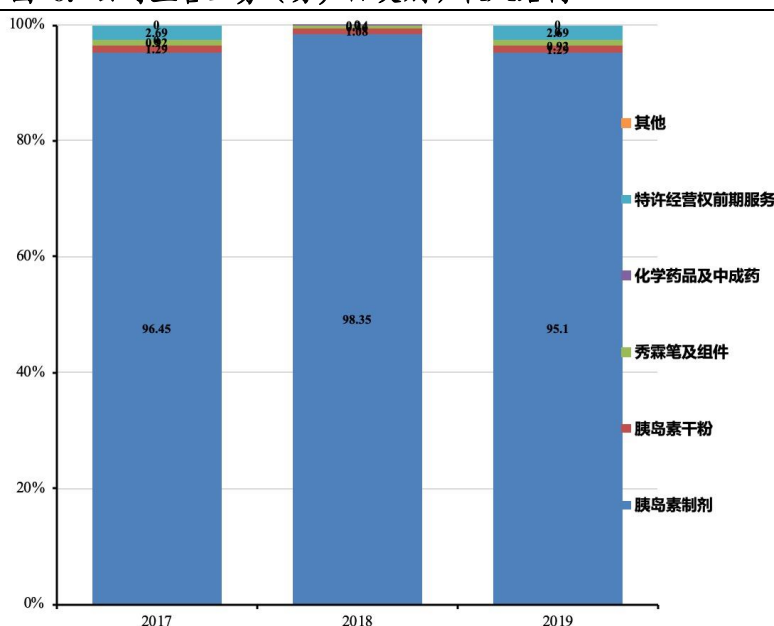


资料来源：公司招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

## 5. 财务分析

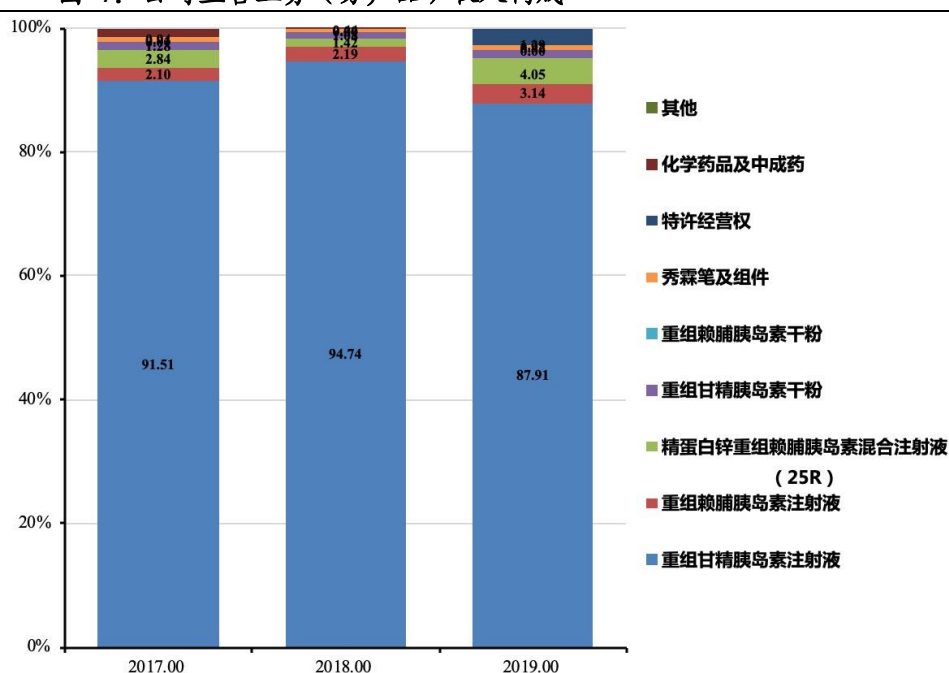
**收入分析:** 2017-2019 年，公司营业收入分别为 23.71 亿元、23.87 亿元、28.95 亿元，逐年稳步增长。公司营业收入主要来自胰岛素制剂及胰岛素干粉的销售收入，其中胰岛素制剂销售收入占主营业务收入比例 2017 年-2019 年分别为 96.45%、98.35% 及 95.10%。根据产品分类，公司主营业务成本主要由重组甘精胰岛素注射液成本构成，2017 年末至 2019 年末该产品成本占主营业务成本比例分别为 67.56%、84.72% 及 74.88%。

图 6: 公司主营业务 (分产品类别) 收入结构



数据来源: 公司招股说明书, Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 7: 公司主营业务 (分产品) 收入构成



数据来源: 公司招股说明书, Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

**毛利率分析:** 2017 - 2019 年度公司主营业务毛利率分别为 91.35%、92.13%和 91.78%，一直保持在较为稳定的高水平。2019 年，其中，胰岛素制剂 (92.21%)、胰岛素干粉 (73.76%)、秀霖笔及其组件 (48.72%) 为公司贡献了绝大部分毛利。在胰岛素制剂产品中，重组甘精胰岛素注射液 (93%)、重组赖脯胰岛素注射液 (79.26%)、精蛋白锌重组赖脯胰岛素混合注射液 (25R) (85.06%) 均显现出很高的毛利率。报告期内，公司主要产品重组甘精胰岛素注射液的毛利率较为稳定，

一直保持在 92% 以上。重组赖脯胰岛素注射液的毛利率出现了波动，主要系该产品产量相对较小，鉴于公司直接人工、制造费用等成本分摊以每月投产数量为计量标准，从而使得各年度的产品成本变化较大。重组赖脯胰岛素干粉报告期内的销售数量很少，因此销售价格及毛利率的波动具有偶然性，秀霖笔毛利率较为稳定，2019 年由于存在组件销售，因此存在一定程度的波动。公司主要产品毛利率略高于同行业上市公司平均水平。主要原因如下：（1）公司产品与上述同行业上市公司（通化东宝）的产品不同，不同产品的市场竞争状况、技术含量水平造成毛利率的差异；（2）公司与通化东宝的主要产品均为胰岛素系列产品，但是公司产品为三代胰岛素，而通化东宝产品为二代胰岛素，公司胰岛素产品的先进性带来了更高的毛利率水平。

**表 7：报告期内公司主营业务毛利率与同行业上市公司对比情况**

公司名称	2019 年度	2018 年度	2017 年度
智飞生物	93.23%	95.42%	95.41%
长春高新	91.33%	92.09%	91.75%
舒泰神	87.77%	90.72%	94.45%
安科生物	88.34%	88.24%	89.20%
通化东宝	84.09%	86.72%	88.61%
平均	88.95%	90.64%	91.88%
甘李药业	91.78%	92.13%	91.35%

资料来源：公司招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

**销售费用率分析：**2017-2019 年，公司销售费用金额分别为 59,271.62 万元、72,600.26 万元及 79,639.58 万元。近年来随着公司业务体系逐步成熟和收入规模快速增长，发行人销售团队效率提升，单位销售费用支出效率提升，使得发行人的销售费用率低于行业平均水平。公司的销售费用主要包括销售人员的职工薪酬、差旅费、业务宣传费、会务费及物料消耗等相关费用，2017 年度、2018 年度及 2019 年度上述费用合计占销售费用的比例分别为 90.34%、89.50% 及 85.25%。公司销售费用的构成与公司的营销模式相适应。根据重组胰岛素类似物技术含量高的特点，公司采用了以自身专业化学术推广团队为主的营销模式。专业化学术推广由公司营销部门负责，通过学术推广向市场介绍公司药品的药理药性、适应症、使用方法、安全性以及相关的学术理论和最新临床研究成果。公司学术推广包括医生教育及患者教育。医生教育主要采用区域会议、省级会议、城市会、院内会及科室会等形式。患者教育以医院、区域糖尿病学会、内分泌学会及防治办公室为依托，向患者普及糖尿病基础知识、胰岛素基础知识、血糖自我管理、糖尿病防治、胰岛素的选择与使用方法等相关知识，帮助患者更好的对糖尿病进行控制与治疗。

**管理费用率分析：**2017-2019 年，公司管理费用金额分别为 17,079.78 万元、21,794.49 万元及 27,875.59 万元。公司管理费用主要由职工薪酬、GMP 认证、办公费、差旅费以及咨询与服务费等构成。报告期内，公司管理费用随收入规



模的扩大有所增长。

**研发费用率分析：**2017-2019年，公司研发费用分别为13,704.73万元、14,299.06万元、23,555.54万元，占营业收入比例分别为7.79%、14.77%及14.11%。公司研发费用增加较多，主要系公司对包括重组甘精胰岛素欧美注册临床研究等在内的研发项目不断加大研发投入所致。2019年度，公司研发费用中职工薪酬增幅较大，主要为公司美国研发团队人员增加，境外研发人员薪酬水平较高引致。同期，咨询与服务费增幅较大，主要为开展药品研发支出的研发外包服务费用增加。

**财务费用分析：**2017年到2019年，公司财务费用金额分别为170.17万元、53万元及752.74万元，分占营业收入的比例分别为0.07%、0.02%和0.26%。财务费用主要包括利息收支、汇兑损失及手续费等，公司财务费用总体占比较低。

**其他可比公司财务状况。**公司主要产品毛利率略高于同行业上市公司平均水平，主要原因如下：（1）公司产品与上述同行业上市公司（通化东宝）的产品不同，不同产品的市场竞争状况、技术含量水平造成毛利率的差异；（2）公司与通化东宝的主要产品均为胰岛素系列产品，但是公司产品为三代胰岛素，而通化东宝产品为二代胰岛素，公司胰岛素产品的先进性带来了更高的毛利率水平。行业可比公司中，舒泰神的销售模式主要为针对具体区域开展精准营销，销售模式的差异导致其销售费用率显著高于同行业其他公司。剔除其影响后，公司销售费用率与通化东宝、长春高新等可比公司差异较小。同时，近年来随着公司业务体系逐步成熟和收入规模快速增长，发行人销售团队效率提升，单位销售费用支出效率提升，使得发行人的销售费用率低于行业平均水平。以上行业可比公司中，通化东宝主要产品为重组人胰岛素，发行人的销售费用率略高于通化东宝。一方面，重组人胰岛素相对价格较低，主要面向的是县级及以下的市场，相应开展销售活动的成本较低，且通化东宝所处地区收入水平较低，销售人员薪酬水平也低于发行人；另一方面，通化东宝自2000年开始销售胰岛素，其胰岛素产品上市时间早，已经具有了较好的管理水平及市场基础，销售费用率低于发行人。公司销售费用率及管理费用率与同行业上市公司平均水平较为接近，不存在重大异常。

表 8: 2017-2019 年可比公司销售费用率(%)及管理费用率(%)

项目	2019 年度 (%)	2018 年度 (%)	2017 年度 (%)	
销售费用率	智飞生物	10.35	14.64	23.41
	长春高新	34.21	38.97	38.16
	舒泰神	60.15	59.97	65.95
	安科生物	40.95	43.83	33.87
	通化东宝	30.56	26.03	24.47
	平均	35.24	36.69	37.17
	甘李药业数据	27.51	30.16	25
管理费用率	智飞生物	1.73	2.55	13.95
	长春高新	11.24	12.64	14.15
	舒泰神	30.34	19.85	9.77
	安科生物	6.49	12.72	14.57
	通化东宝	5.67	9.7	10.25
	平均	11.09	12.04	12.54
	甘李药业数据	17.77	15.12	12.99

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 6. 盈利预测与估值

**收入及成本预测:** 根据公司各类主营产品历史销量、单位售价与单位成本及其变动情况, 兼顾历史境内外产品申报及获批进展, 在充分评估细分领域市场格局与未来发展空间、公司在研产品管线后, 进行预测。预计未来三年内, 重组甘精胰岛素注射液仍为公司收入的主要来源, 2020E-2022E 占主营业务收入的比例分别为 84.23%、79.8%、75.36%, 三年复合增速约为 13.05%。甘精胰岛素制剂在国内糖尿病治疗药物临床用药市场份额不断提升, 在国内样本医院市场份额由 2013 年的 18.43% 上升至 2017 年的 24.16%, 市场占有率逐年上升。重组赖脯胰岛素注射液、精蛋白锌重组赖脯胰岛素混合注射液 (25R) 也将在 2020E-2022E 显示出显著销量增长速度。另外, 门冬胰岛素 30 注射液、精蛋白重组人胰岛素注射液 (预混 30R) 预计于 2021 年获批上市, 根据目前公司产品的市场空间及竞争格局, 预计 2021E-2022E 门冬胰岛素 30 注射液销售收入约为 2000 万元及 6600 万元, 精蛋白重组人胰岛素注射液 (预混 30R) 销售收入约为 800 万元及 2352 万元。

**销售及管理费用率预测:** 公司处于快速成长期, 预计将持续投入资金用于提升销售能力以及经营管理水平, 销售及管理的开支将稳定上涨, 考虑到公司重组胰岛素类似物产品的预期增长, 前期需要投入一定销售费用, 因此假设 2020-2022E 年销售费用率为 27.97%、28.18%、28.00%; 管理费用率为 9.06%、9.26%、9.25%。

**研发费用率预测:** 公司拥有具备前瞻性的研发规划, 研发开支将进一步增加, 考虑到公司当前在研产品管线的未来投入, 假设 2020E-2022E 年研发费用率为 10.47%、10.44%、10.55%。

**实际税率预测:** 公司拥有高新技术企业证书, 名义税率为 15%。假设 2020E-2022E 实际税率为 16.36%、16.38%、16.39%。

表 9: 公司盈利预测假设

收入 (万元)	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
重组甘精胰岛素注射液	216,917.40	226,179.89	254,513.76	286,837.01	326,994.19	366,560.49
同比增长率%		4.27%	12.53%	12.70%	14.00%	12.10%
重组赖脯胰岛素注射液	4,969.11	5,229.12	9,085.22	11,574.57	15,394.18	19,743.03
同比增长率%		5.23%	73.74%	27.40%	33.00%	28.25%
精蛋白锌重组赖脯胰岛素混合注射液 (25R)	6,741.77	3,379.82	11,731.52	26,395.92	46,390.83	70,514.06
同比增长率%		-49.87%	247.10%	125.00%	75.75%	52.00%
产品销售收入					2,000.00	6,600.00
门冬胰岛素 30 注射液 (预计 2021 年获批上市销售)						
同比增长率%						230.00%
精蛋白重组人胰岛素注射液 (预混 30R) (预计 2021 年获批上市销售)					800.00	2,352.00
同比增长率%						194.00%
重组甘精胰岛素干粉	3,032.82	2,574.87	3,735.31	4,108.84	4,725.17	5,292.19
同比增长率%		-15.10%	45.07%	10.00%	15.00%	12.00%
秀霖笔及组件	2,237.67	1,038.70	2,655.40	3,053.71	3,969.82	4,962.28
同比增长率%		-53.58%	155.65%	15.00%	30.00%	25.00%
特许经营收入			7,785.01	8,563.51	9,419.86	10,361.85
同比增长率%				10.00%	10.00%	10.00%
总收入	237,052.95	238,738.65	289,506.21	340,533.56	409,694.05	486,385.89
同比增长率%	0.71%	21.26%	17.63%	20.31%	18.72%	0.71%
毛利率%	91.35%	92.13%	91.78%	91.45%	91.13%	90.90%
销售费用率%	25.00%	30.16%	27.51%	27.97%	28.18%	28.00%
管理费用率%	7.21%	9.13%	9.63%	9.06%	9.26%	9.25%
研发费用率%	5.78%	5.99%	8.14%	10.47%	10.44%	10.55%
实际税率%	14.83%	16.13%	16.47%	16.36%	16.39%	16.38%

数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院

表 10: 公司盈利预测结果

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2895	3405	4097	4864
增长率	21.3%	17.6%	20.3%	18.7%
营业利润(百万元)	1398	1630	2005	2383
增长率	25.5%	16.6%	23.1%	18.9%
净利润(百万元)	1167	1362	1676	1992
增长率	25.0%	16.7%	23.0%	18.9%
最新摊薄每股收益(元)	2.91	3.40	4.18	4.97

数据来源: 兴业证券经济与金融研究院

表 11: 主要 A 股可比公司估值指标

公司名称	代码	市值 (亿元)	稀释 EPS (元)			市盈率 (倍)		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
长春高新	000661.SZ	1761.51	6.88	8.97	11.36	50.96	63.30	48.51
智飞生物	300122.SZ	1602.40	2.08	2.64	3.25	48.09	36.46	29.16
安科生物	300009.SZ	225.40	0.31	0.39	0.49	58.07	45.89	36.54

通化东宝	600867.SH	354.52	0.48	0.59	0.71	36.09	29.53	24.44
舒泰神	002332.SZ	53.13	0.12	0.13	0.13	96.59	88.54	89.26

\*市值数据截至 2020 年 7 月 10 日收盘

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

## 7. 风险提示

- **技术风险：**新产品研发风险、核心技术人员流失风险；
- **内控风险；**
- **产品单一风险；**
- **市场竞争的风险：**跨国企业形成寡头垄断格局，公司市场推广存在难度；
- **经营风险：**业绩波动风险、经营场所到期不能续租的风险；
- **税收优惠和政府补助风险；**
- **财务风险：**存货不能及时变现的风险、税收优惠政策变化风险、整体变更时调减净资产的风险、汇率波动风险、毛利率下降风险、技术收入波动的风险；
- **法律风险：**药品生产资质获取风险、环保风险、诉讼和索赔风险、安全生产风险；
- **募集资金投资的市场风险。**

## 附表

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	3110	7141	8784	10717
货币资金	483	4245	5532	7067
交易性金融资产	1058	1058	1058	1058
应收账款	844	993	1194	1418
其他应收款	5	6	7	8
存货	471	585	727	887
<b>非流动资产</b>	2917	2687	2750	2845
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	1507	1619	1627	1584
在建工程	383	192	96	48
油气资产	0	0	0	0
无形资产	132	132	132	132
<b>资产总计</b>	6027	9828	11534	13562
<b>流动负债</b>	458	481	512	546
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	31	37	47	57
其他	428	444	465	489
<b>非流动负债</b>	98	96	95	96
长期借款	0	0	0	0
其他	98	96	95	96
<b>负债合计</b>	556	577	607	643
股本	361	401	401	401
资本公积	73	2451	2451	2451
未分配利润	4744	6106	7782	9775
少数股东权益	-0	-0	-0	-0
<b>股东权益合计</b>	5471	9251	10927	12919
<b>负债及权益合计</b>	6027	9828	11534	13562

## 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1167	1362	1676	1992
折旧和摊销	0	80	87	91
资产减值准备	0	0	0	0
无形资产摊销	0	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	0	-95	-199	-258
投资损失	0	-46	-46	-46
少数股东损益	-0	0	0	0
营运资金的变动	0	-247	-325	-363
<b>经营活动产生现金流量</b>	1158	1295	1152	1363
<b>投资活动产生现金流量</b>	-1175	-46	-64	-86
<b>融资活动产生现金流量</b>	0	2512	200	258
现金净变动	-13	3761	1288	1535
现金的期初余额	46	483	4245	5532
现金的期末余额	33	4245	5532	7067

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	2895	3405	4097	4864
营业成本	238	291	363	443
营业税金及附加	16	19	23	27
销售费用	796	953	1155	1362
管理费用	279	308	379	450
财务费用	8	-95	-199	-258
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动	22	0	0	0
投资收益	46	46	46	46
<b>营业利润</b>	1398	1630	2005	2383
营业外收入	1	0	0	0
营业外支出	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	1397	1629	2005	2383
所得税	230	266	329	390
净利润	1167	1362	1676	1992
少数股东损益	-0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	1167	1362	1676	1992
<b>EPS(元)</b>	2.91	3.40	4.18	4.97

## 主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	21.3%	17.6%	20.3%	18.7%
营业利润增长率	25.5%	16.6%	23.1%	18.9%
净利润增长率	25.0%	16.7%	23.0%	18.9%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	91.8%	91.5%	91.1%	90.9%
净利率	40.3%	40.0%	40.9%	41.0%
ROE	21.3%	14.7%	15.3%	15.4%

## 偿债能力

资产负债率	9.2%	5.9%	5.3%	4.7%
流动比率	6.79	14.84	17.16	19.62
速动比率	5.76	13.63	15.74	18.00

## 营运能力

资产周转率	54.0%	43.0%	38.4%	38.8%
应收帐款周转率	363.3%	370.8%	374.7%	372.4%

## 每股资料(元)

每股收益	2.91	3.40	4.18	4.97
每股经营现金	2.89	3.23	2.87	3.40
每股净资产	13.64	23.06	27.24	32.21

## 估值比率(倍)

PE	73.9	63.3	51.5	43.3
PB	15.8	9.3	7.9	6.7

## 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](http://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。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：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	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：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn