

甘李药业

603087

审慎增持 (维持)

H1 业绩增长稳健，三代胰岛素海外布局进展顺利

2020年09月01日

市场数据

市场数据日期	2020-08-31
收盘价(元)	132.88
总股本(百万股)	561.54
流通股本(百万股)	56.28
总市值(百万元)	74617.44
流通市值(百万元)	7478.49
净资产(百万元)	8220.59
总资产(百万元)	8735.70
每股净资产	20.5

主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2895	3545	3813	4645
同比增长	21.3%	22.5%	7.6%	21.8%
净利润(百万元)	1167	1335	1457	1756
同比增长	25.0%	14.3%	9.2%	20.5%
毛利率	91.8%	91.5%	86.8%	86.8%
净利率	40.3%	37.6%	38.2%	37.8%
净资产收益率(%)	21.3%	14.8%	13.9%	14.3%
每股收益(元)	2.14	2.45	2.67	3.22
每股经营现金流(元)	2.12	2.23	1.46	1.98

相关报告

《甘李药业(603087)新股报告：深耕糖尿病，三代胰岛素国产领军者》2020-07-13

分析师：

徐佳熹

xujiaxi@xyzq.com.cn

S0190513080003

孙媛媛

sunyuanyuan@xyzq.com.cn

S0190515090001

投资要点

- 近日，甘李药业发布了2020年中报。报告期内，公司实现营业收入12.07亿元，同比增长25.93%；实现归母净利润3.08亿元，同比增长14.92%；实现扣非归母净利润2.79亿元，同比增长15.62%。
- **盈利预测与评级：**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2020-2022年EPS分别为2.45、2.67、3.22元，2020年8月31日股价对应PE分别为54X、50X、41X，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。

报告正文

事件

- **事件:** 近日, 甘李药业发布了 2020 年中报。报告期内, 公司实现营业收入 12.07 亿元, 同比增长 25.93%; 实现归母净利润 3.08 亿元, 同比增长 14.92%; 实现扣非归母净利润 2.79 亿元, 同比增长 15.62%。

点评

- **H1 业绩增长稳健, 海外订单大幅增长。**报告期内, 公司实现营业收入 12.07 亿元, 同比增长 25.93%; 实现归母净利润 3.08 亿元, 同比增长 14.92%; 实现扣非归母净利润 2.79 亿元, 同比增长 15.62%。公司上半年总体业务增长稳健, 国内市场未明显受到疫情影响, 体现了胰岛素产品的刚性需求特点。此外, 海外客户因疫情备货增多, 胰岛素原料药及医疗器械订单放量显著。报告期内, 国内主营收入 11.6 亿元, 同比增长 29.55%; 海外主营业务收入 2683.46 万元, 同比增长 279.85%。其他业务收入 2179.16 万元, 主要为特许经营权前期服务收入变动。随着公司国际知名度的不断提升及 Sandoz 等国际合作伙伴的加盟, 公司国外销售客户、销售国家不断增加, 国际化进程不断加速, 我们认为, 公司未来在海外市场仍有较大的增量空间, 将为其业绩提供新的亮点。
- **门冬胰岛素国内获批, 三代胰岛素海外布局进展顺利。**公司在三代胰岛素产品研发方面始终保持国内领先地位。报告期内, 新品门冬胰岛素成功获得上市销售批文。门冬胰岛素是我国目前市场份额最大的速效胰岛素, 公司的门冬胰岛素产品为国内首仿, 将成为公司继甘精胰岛素后的第二个拳头产品。此外, 公司积极推进三代胰岛素的海外上市申请, 其甘精胰岛素在美国三期临床试验处于收尾阶段, 赖脯、门冬胰岛素的关键性一期临床试验均顺利完成。另公司自主研发的抗肿瘤新药 GLR2007 在美一期临床试验已正式启动, 或将为公司逐步开辟抗肿瘤业务版图。
- **财务指标:** 报告期内, 公司毛利率为 90.79% (-1.33pp), 净利率为 25.48% (-2.44pp), 主要系原料药销售收入增长较多, 而原料药毛利率低于制剂水平、以及本期将与销售有关的运输费调整至营业成本核算所致。销售费用为 4.13 亿元 (+21.22%), 销售费用率为 34.21% (-1.32pp); 管理费用为 1.45 亿元 (+5.94%), 管理费用率为 11.98% (-2.26pp); 研发费用为 1.87 亿元 (+105.68%), 研发费用率为 15.52% (+6.02pp), 主要为公司研发项目增加, 随研发进度的推进, 研发费用增长所致; 财务费用为 97.18 万元 (-79.38%), 财务费用率为 0.08% (-0.41pp)。经营性净现金流为 6.20 亿元, 同比增长 64.60%, 主要系本期销售商品、提供劳务收到的现金产生的现金流入增加所致。

- **盈利预测与评级：**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 2020-2022 年 EPS 分别为 2.45、2.67、3.22 元，2020 年 8 月 31 日股价对应 PE 分别为 54X、50X、41X，维持“审慎增持”评级。
- **风险提示：**胰岛素销售不达预期；新产品研发进度慢于预期；海外市场拓展低于预期；集中采购相关风险

表、甘李药业分季度业绩对比(单位:百万元、元、%)

报告期	19-2Q	19-3Q	19-4Q	20-1Q	20-2Q	QOQ	2019-06	2020-06	YOY
营业收入	531	0	0	470	737.5	39.0%	959	1207	25.9%
营业成本	42	0	0	41	70.4	67.5%	76	111	47.2%
毛利	489	0	0	429	667.1	36.6%	883	1096	24.1%
销售费用	168	0	0	145	268.2	59.5%	341	413	21.2%
管理费用	68	0	0	66	78.4	14.6%	137	145	5.9%
财务费用	2	0	0	2	-1.0	-151.0%	5	1	-79.4%
资产减值	0	0	0	0	0.0	-	0	0	-
公允价值	6	0	0	5	1.2	-80.9%	9	6	-31.4%
投资收益	4	0	0	13	7.1	98.9%	30	20	-34.7%
营业利润	224	0	0	154	227.2	1.7%	344	381	10.6%
利润总额	214	0	0	153	227.4	6.5%	334	380	13.8%
净利润	170	0	0	123	184.5	8.5%	268	308	14.9%
EPS	0.303	0.000	0.000	0.219	0.3	8.5%	0.477	0.548	14.9%
销售费用率	31.7%	0.0%	0.0%	30.8%	36.4%	4.7%	35.5%	34.2%	-1.3%
管理费用率	12.9%	0.0%	0.0%	14.1%	10.6%	-2.3%	14.2%	12.0%	-2.3%
财务费用率	0.4%	0.0%	0.0%	0.4%	-0.1%	-0.5%	0.5%	0.1%	-0.4%
所得税率	20.4%	0.0%	0.0%	19.3%	18.9%	-1.5%	19.9%	19.1%	-0.8%
毛利率	92.1%	0.0%	0.0%	91.3%	90.5%	-1.6%	92.1%	90.8%	-1.3%
净利润率	32.1%	0.0%	0.0%	26.2%	25.0%	-7.0%	27.9%	25.5%	-2.4%

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	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	3110	6938	8366	10068
货币资金	483	3978	4893	6111
交易性金融资产	1058	1058	1058	1058
应收账款	844	1033	1111	1354
其他应收款	5	6	6	8
存货	471	607	1010	1232
非流动资产	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
资产总计	6027	9625	11116	12914
流动负债	458	487	521	562
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	31	39	65	79
其他	428	448	456	482
非流动负债	98	96	95	96
长期借款	0	0	0	0
其他	98	96	95	96
负债合计	556	583	617	658
股本	361	545	545	545
资本公积	73	2451	2451	2451
未分配利润	4744	5754	7210	8966
少数股东权益	-0	-0	-0	-0
股东权益合计	5471	9042	10500	12256
负债及权益合计	6027	9625	11116	12914

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1167	1335	1457	1756
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	-89	-181	-225
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	-305	-479	-444
经营活动产生现金流	1158	1214	798	1079
投资活动产生现金流	-1175	-46	-64	-86
融资活动产生现金流	0	2326	181	225
现金净变动	-13	3495	915	1218
现金的期初余额	46	483	3978	4893
现金的期末余额	33	3978	4893	6111

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2895	3545	3813	4645
营业成本	238	302	505	615
营业税金及附加	16	20	21	26
销售费用	796	992	953	1161
管理费用	279	425	400	511
财务费用	8	-89	-181	-225
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
营业利润	1398	1596	1743	2100
营业外收入	1	0	0	0
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	1397	1596	1743	2100
所得税	230	261	286	344
净利润	1167	1335	1457	1756
少数股东损益	-0	0	0	0
归属母公司净利润	1167	1335	1457	1756
EPS(元)	2.14	2.45	2.67	3.22

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长性(%)				
营业收入增长率	21.3%	22.5%	7.6%	21.8%
营业利润增长率	25.5%	14.2%	9.2%	20.5%
净利润增长率	25.0%	14.3%	9.2%	20.5%
盈利能力(%)				
毛利率	91.8%	91.5%	86.8%	86.8%
净利率	40.3%	37.6%	38.2%	37.8%
ROE	21.3%	14.8%	13.9%	14.3%

偿债能力(%)

资产负债率	9.2%	6.1%	5.5%	5.1%
流动比率	6.79	14.25	16.05	17.93
速动比率	5.76	13.01	14.11	15.73

营运能力(次)

资产周转率	54.0%	45.3%	36.8%	38.7%
应收帐款周转率	363.3%	377.7%	355.5%	376.8%

每股资料(元)

每股收益	2.14	2.45	2.67	3.22
每股经营现金	2.12	2.23	1.46	1.98
每股净资产	10.03	16.58	19.25	22.47

估值比率(倍)

PE	62.1	54.3	49.7	41.3
PB	13.2	8.0	6.9	5.9

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。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