

**投资评级 优于大市 维持**

# 胰岛素收入快速增长, 甘精胰岛素开始放量

**股票数据**

08月31日收盘价(元)	14.23
52周股价波动(元)	10.01-19.35
总股本/流通A股(百万股)	2034/2034
总市值/流通市值(百万元)	28944/28944

**相关研究**

 《胰岛素保持增长, 刚需体现长期价值》  
 2020.04.24

 《胰岛素收入增长 14% 甘精胰岛素可期》  
 2020.04.16

 《甘精胰岛素获批 发展进入新阶段》  
 2019.12.15

**市场表现**


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	3.8	-18.4	-10.2
相对涨幅 (%)	1.2	-34.0	-34.7

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 余文心

Tel: (0755)82780398

Email: ywx9461@htsec.com

证书: S0850513110005

分析师: 贺文斌

Tel: (010)68067998

Email: hwb10850@htsec.com

证书: S0850519030001

联系人: 孟陆

Tel: 86 10 56760096

Email: ml13172@htsec.com

**投资要点:**
**公告**

公司 2020 年 H1 实现收入、归母净利润、扣非归母净利润 14.75、5.41、5.42 亿元, 分别同比增长 2.80%、1.73%、3.14%, 经营性现金流净额 5.99 亿元, 同比增长 3.71%。

其中 2020 年 Q2 实现收入、归母净利润、扣非归母净利润 7.56、2.64、2.63 亿元, 分别同比增长 4.98%、2.08%、2.92%。

**点评**

**胰岛素收入快速增长, 甘精胰岛素开始放量。**2020 年 H1 期重组人胰岛素注射剂产品实现收入 11.6 亿元, 同比增长 5.93%, 重组人胰岛素原料药实现收入 4767.24 万元, 较上年同期下降 32.39%; 甘精胰岛素注射液实现收入 4051.16 万元; 注射用笔实现收入 5346.68 万元, 较上年同期下降 16.94%; 房地产行业实现收入 2266.59 万元, 较上年同期下降 67.34% 所致。

公司甘精胰岛素于 2 月初成功上市销售, 上半年销售团队重点做了各省招标、备案和目标医院的开发工作, 虽然受到疫情影响, 上半年已经实现了 19 省、市的挂网及备案工作, 为后期甘精胰岛素销售奠定了良好的销售基础; 同时依托以往二代胰岛素合作良好的市场, 继续加强甘精胰岛素的市场开发工作, 目前已开发的二级以上医院 1100 多家。

公司销售毛利率 79.05%, 同比上升 4.14pp, 主要因为高毛利率的胰岛素占比提升, 销售费用率 26.84%, 同比上升 3.05pp, 管理费用率 5.75%, 同比上升 0.44pp, 研发费用率 3.50%, 上升 1.04pp, 财务费用 0.35%, 同比下降 0.46pp。

- **公司国际化战略值得期待。**公司重组人胰岛素欧盟注册的三期临床试验已经完成, 目前正在临床数据分析阶段。此次临床试验分别于波兰的 14 个医学中心以及德国 2 个医学中心进行, 共有 304 个病人成功完成所有临床试验。最后一个入组病人已经于 2019 年 12 月完成所有检测, 预计 2020 年 10 月份完成 III 期临床试验报告的编写。2020 年初启动甘精胰岛素及门冬胰岛素在欧盟及发展中国家的注册认证工作。2020 年 1 月启动甘精胰岛素、门冬胰岛素生产基地的欧盟和美国 FDA 符合性项目, 聘请国外公司指导进行, 预计 2022 年生产基地符合 EU/US FDA 认证。

**主要财务数据及预测**

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2693	2777	3038	3477	4014
(+/-)YoY(%)	5.8%	3.1%	9.4%	14.4%	15.4%
净利润(百万元)	839	811	943	1151	1397
(+/-)YoY(%)	0.2%	-3.3%	16.2%	22.1%	21.4%
全面摊薄 EPS(元)	0.41	0.40	0.46	0.57	0.69
毛利率(%)	72.3%	74.0%	78.5%	79.8%	79.9%
净资产收益率(%)	17.8%	16.2%	16.4%	17.3%	17.9%

资料来源: 公司年报 (2018-2019), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

**甘精胰岛素可期，门冬胰岛素申报生产三代胰岛素布局渐全。**公司甘精胰岛素已于 2019 年 12 月获批，2017 年 10 月公告地特胰岛素获批临床，目前门冬胰岛素已经申报生产，门冬胰岛素 50 注射液已进入后期阶段。公司三代胰岛素布局更加完善，打开新的成长空间。

全球来看，据诺和诺德、赛诺菲、礼来年报，赖脯胰岛素、地特胰岛素、甘精胰岛素 2016 年销售额分别为 28、27、64 亿美元左右，据 PDB 数据，2016 年国内三代胰岛素市场达 106 亿元，其中甘精胰岛素约 42.5 亿元，赖脯胰岛素约 20 亿元，地特胰岛素约 4.9 亿元。我们估计未来 10 年胰岛素行业增速接近 15%，高度景气。通化东宝三代胰岛素包括甘精胰岛素、门冬胰岛素、地特胰岛素等品种，管线齐全。

**白金行业叠加国产替代，静待业绩反转。**据国际糖尿病联盟，2018 年全球糖尿病患者达 4.25 亿人，中国占 1.14 亿人，“后备军”糖尿病前期患者 1.5 亿人。据 Evaluate Pharma，2016 年全球糖尿病市场 417 亿美元，胰岛素占 50% 左右。糖尿病发展到后期部分患者会出现“胰岛衰竭”，胰岛素是终极治疗手段，据《中国糖尿病杂志》，2013 年国内糖尿病人开始胰岛素治疗的平均病程为 (4±4) 年，欧美为 4-6 年，美国过去 10 年胰岛素起始治疗时间逐渐缩短，胰岛素地位难以动摇。我们根据 PDB 数据估算，2016 年国内胰岛素市场规模达 168 亿元，同比增长 13%。我们估计国产替代率不断提高，替代率已由 2014 年 15.6% 提升到 2016 年 22.2%。通化东宝作为国产胰岛素行业的龙头，享受行业增长和国产替代，静待业绩反转。

表 1 公司的降糖药管线齐全

类别	产品	目前进展
二代胰岛素	甘舒霖 R、甘舒霖 N、甘舒霖 30R、50R、40R	已上市
	甘精胰岛素	2019 年 12 月获批
	门冬胰岛素	2014 年 12 月获批临床、2019 年 3 月申报注册生产
三代胰岛素	门冬胰岛素 30	2018 年 10 月启动临床入组，公司预计 2020 年 Q2 完成入组
	门冬胰岛素 50	目前已完成全部病例入组
	地特胰岛素	2017 年 10 月获临床试验批件
	赖脯胰岛素	2018 年 9 月获临床试验批件
	超速效型胰岛素类似物	公司计划 2020 年申报临床试验
	胰岛素基础餐时组合	完成处方筛选阶段
GLP-1 激动剂	利拉鲁肽	III 期临床
	度拉糖肽	临床前研究
DDP-4 抑制剂	琥珀酸曲格列汀	2017 年 6 月获批临床，目前正在开展相关的临床试验。
	磷酸西格列汀	2018 年 12 月申报注册生产
	西格列汀二甲双胍	2019 年 3 月申报注册生产
	恩格列净	公司预计 2020 年开展相关的临床试验
其他	瑞格列奈片	公司预计 2020 年完成注册申报

资料来源：公司 2018 年报，公司 2019 年报等，海通证券研究所

**盈利预测及投资建议。**预计 20-22 年 EPS 分别为 0.46、0.57、0.69 元，我们给予公司 2020 年 30-35 倍 PE，对应合理价值区间 13.90-16.22 元，给予“优于大市”评级。

**风险提示。**二代胰岛素竞争激烈，三代胰岛素进度低于预期，招标政策从紧，价格下跌风险，医药政策带来的不确定风险。

表 2 可比公司估值比较

可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
		2019E	2020E	2021E	2022E	2019E	2020E	2021E	2022E
爱尔眼科	51.23	0.33	0.41	0.56	0.73	153	125	92	70
恒瑞医药	95.39	1.00	1.26	1.62	2.03	95	76	59	47
						124	100	75	58

资料来源：wind，海通证券研究所。备注：收盘价日期 20200828，盈利预测均为 Wind 一致预期

表 3 分项预测 (百万元)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
二代胰岛素	1940.84	2214.30	2391.44	2630.58	2893.64
YoY	1.01%	14.09%	8.00%	10.00%	10.00%
毛利率	86.72%	84.09%	87.00%	87.00%	87.00%
三代胰岛素			120.00	300.00	500.00
YoY				150.00%	66.67%
毛利率			89.00%	89.00%	89.00%
器械	326.10	354.50	382.86	440.29	506.34
YoY	20.04%	8.71%	8.00%	15.00%	15.00%
毛利率	30.16%	35.86%	35.86%	35.86%	35.86%
中药	74.18	67.62	67.62	74.38	81.82
YoY	-5.74%	-8.84%	0.00%	10.00%	10.00%
毛利率	52.14%	54.98%	54.98%	54.98%	54.98%
塑钢窗等	9.58	4.86	7.29	7.29	7.29
YoY	-76.25%	-49.24%	50.00%	0.00%	0.00%
毛利率	10.02%	3.55%	0.00%	10.00%	10.00%
商品房	315.46	111.17	44.47	0.00	0.00
YoY	47.23%	-64.76%	-60.00%	-100.00%	0.00%
毛利率	34.20%	9.68%	9.00%	0.00%	0.00%
其他收入	26.76	24.70	24.70	24.70	24.70
YoY	40.84%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	71.01%	74.00%	74.00%	74.00%	74.00%
<b>总收入</b>	<b>2692.92</b>	<b>2777.15</b>	<b>3038.39</b>	<b>3477.25</b>	<b>4013.79</b>
<b>YoY</b>	<b>5.80%</b>	<b>3.13%</b>	<b>9.41%</b>	<b>14.44%</b>	<b>15.43%</b>
<b>毛利率</b>	<b>72.34%</b>	<b>74.02%</b>	<b>78.47%</b>	<b>79.76%</b>	<b>79.93%</b>

资料来源: 公司 2018-19 年报, wind, 海通证券研究所

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>2777</b>	<b>3038</b>	<b>3477</b>	<b>4014</b>
每股收益	0.40	0.46	0.57	0.69	营业成本	722	654	704	806
每股净资产	2.46	2.83	3.28	3.83	毛利率%	74.0%	78.5%	79.8%	79.9%
每股经营现金流	0.57	0.45	0.49	0.58	营业税金及附加	18	18	21	24
每股股利	0.00	0.15	0.18	0.20	营业税金率%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	849	1003	1130	1244
P/E	35.86	30.86	25.28	20.82	营业费用率%	30.6%	33.0%	32.5%	31.0%
P/B	5.82	5.05	4.36	3.74	管理费用	157	172	195	225
P/S	10.47	9.57	8.36	7.25	管理费用率%	5.7%	5.7%	5.6%	5.6%
EV/EBITDA	23.05	26.28	21.31	17.21	EBIT	953	1075	1306	1582
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>1.0%</b>	<b>1.3%</b>	<b>1.4%</b>	财务费用	14	-3	-10	-16
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	0.5%	-0.1%	-0.3%	-0.4%
毛利率	74.0%	78.5%	79.8%	79.9%	资产减值损失	-9	0	0	0
净利润率	29.2%	31.0%	33.1%	34.8%	投资收益	41	36	42	48
净资产收益率	16.2%	16.4%	17.3%	17.9%	<b>营业利润</b>	<b>968</b>	<b>1124</b>	<b>1369</b>	<b>1658</b>
资产回报率	15.2%	15.8%	16.7%	17.3%	营业外收支	-15	-15	-15	-15
投资回报率	15.8%	15.9%	16.6%	17.3%	<b>利润总额</b>	<b>952</b>	<b>1109</b>	<b>1354</b>	<b>1643</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	1106	1075	1306	1582
营业收入增长率	3.1%	9.4%	14.4%	15.4%	所得税	143	166	203	246
EBIT 增长率	-1.3%	12.9%	21.4%	21.2%	有效所得税率%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	-3.3%	16.2%	22.1%	21.4%	少数股东损益	-2	0	0	0
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>811</b>	<b>943</b>	<b>1151</b>	<b>1397</b>
资产负债率	6.4%	3.6%	3.4%	3.3%					
流动比率	6.32	13.41	15.05	16.61	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
速动比率	4.17	10.25	11.98	13.56	货币资金	368	821	1260	1848
现金比率	1.21	4.62	6.39	8.15	应收账款及应收票据	552	645	738	852
<b>经营效率指标</b>					存货	629	538	579	662
应收帐款周转天数	72.51	72.50	72.50	72.50	其它流动资产	378	380	390	404
存货周转天数	318.08	300.00	300.00	300.00	流动资产合计	1927	2383	2967	3766
总资产周转率	0.52	0.51	0.50	0.50	长期股权投资	307	457	607	757
固定资产周转率	2.71	2.66	2.75	2.88	固定资产	1024	1143	1267	1395
					在建工程	1087	1187	1237	1287
					无形资产	256	276	296	316
					非流动资产合计	3423	3596	3939	4288
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>资产总计</b>	<b>5350</b>	<b>5979</b>	<b>6906</b>	<b>8055</b>
净利润	811	943	1151	1397	短期借款	125	0	0	0
少数股东损益	-2	0	0	0	应付票据及应付账款	69	63	67	77
非现金支出	169	0	0	0	预收账款	30	33	38	44
非经营收益	-24	-21	-30	-37	其它流动负债	81	82	91	105
营运资金变动	198	-6	-125	-182	流动负债合计	305	178	197	227
<b>经营活动现金流</b>	<b>1152</b>	<b>915</b>	<b>996</b>	<b>1177</b>	长期借款	0	0	0	0
资产	-293	84	-82	-81	其它长期负债	36	36	36	36
投资	123	-150	-150	-150	非流动负债合计	36	36	36	36
其他	18	36	42	48	<b>负债总计</b>	<b>341</b>	<b>214</b>	<b>233</b>	<b>263</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-152</b>	<b>-29</b>	<b>-190</b>	<b>-183</b>	实收资本	2034	2034	2034	2034
债权募资	525	-125	0	0	归属于母公司所有者权益	5000	5757	6665	7783
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	8	8	8	8
其他	-1479	-308	-366	-407	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>5350</b>	<b>5979</b>	<b>6906</b>	<b>8055</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-954</b>	<b>-433</b>	<b>-366</b>	<b>-407</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>45</b>	<b>453</b>	<b>440</b>	<b>588</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 31 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

# 信息披露

## 分析师声明

余文心 医药行业  
贺文斌 医药行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：人福医药,凯莱英,南微医学,华兰生物,片仔癀,贝达药业,鱼跃医疗,泰格医药,华熙生物,万孚生物,康弘药业,博瑞医药,老百姓,心脉医疗,益丰药房,一心堂,恒瑞医药,通策医疗,吉贝尔,新产业,恩华药业,天坛生物,长春高新,百奥泰-U,爱尔眼科,成都先导,药明康德,国药股份,山东药玻,通化东宝

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准; 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。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

## 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。