

# 营收稳健增长，产品管线不断增厚

证券研究报告

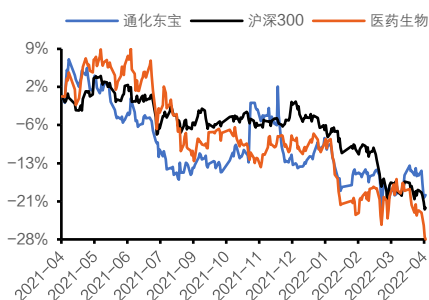
## 核心观点

### 基本数据

2022-04-22

收盘价(元)	9.96
流通股本(亿股)	20.03
每股净资产(元)	3.06
总股本(亿股)	20.10

### 最近 12 月市场表现



### 分析师 张文录

SAC 证书编号: S0160517100001  
 zhangwenlu@ctsec.com

### 联系人 华挺

huating@ctsec.com

### 联系人 赵千

zhaoqian@ctsec.com

### 相关报告

- 《三季度库存调整，预计四季度恢复增长》 2018-10-25
- 《业绩表现稳健，甘精获批在即》 2018-08-15

▶ **事件：**2021 年公司收入 32.68 亿元（+12.99%），实现归母净利润 13.08 亿元（+40.69%），扣非归母净利润 11.05 亿元（+15.68%），归母净利润增速显著高于扣非净利润增速主要是因为减持特宝生物股权，产生非经常性损益较多。

▶ **公司主营业务收入增长稳健，甘精胰岛素放量、二代胰岛素的企稳回暖。**2021 年公司人胰岛素原料药及注射液实现销售收入 24.19 亿元（+6.83%）；胰岛素类似物原料药及注射液实现销售收入 4.01 亿元，同比增长 204.79%。2021 年公司二代胰岛素和三代胰岛素毛利率分别为 87.89% 和 91.21%。2022 年胰岛素集采执行，公司甘精胰岛素以量补价，门冬 30 和门冬 50 已完成生产现场核查，年内获批有望可作为增量补充，预计胰岛素板块 2022 年收入会持平或略有下滑。

▶ **产品管线不断增厚，持续加码创新研发。**公司不断优化在研产品结构，实现了对胰岛素类似物注射液、GLP-1RA、高临床价值口服降糖药品研发的全覆盖。瑞格列奈片 NDA 已获受理，利拉鲁肽注射液处于 Pre-NDA 阶段，赖脯胰岛素注射液 25R III 期试验目前已完成 50% 病例入组，超速效赖脯胰岛素（THDB0206）已启动 III 期临床试验的准备工作

▶ **聚焦创新研发，积极布局前沿靶点及疗法。**公司在扩大产品适应症、拓展治疗领域方面卓有成效，在研项目包含 3 款糖尿病治疗领域一类新药、2 款痛风/高尿酸血症治疗领域一类新药以及痛风治疗领域化学口服药物。

▶ **盈利预测与投资建议：**我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 13.76/14.73/17.38 亿元，EPS 分别为 0.68/0.72/0.85 元，对应 PE 分别为 14.7/13.8/11.7 倍。公司未来创新持续推进，我们看好公司长期发展，首次覆盖给予“增持”评级

▶ **风险提示：**集采影响超预期；产品研发进展不达预期；疫情扰动风险

### 盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	2,892	3,268	3,186	3,664	4,324
收入增长率(%)	4.1	13.0	-2.5	15.0	18.0
归母净利润(百万元)	930	1,308	1,376	1,473	1,738
净利润增长率(%)	14.6	40.7	5.2	7.0	18.0
EPS(元/股)	0.46	0.64	0.68	0.72	0.85
PE	29.1	17.1	14.7	13.8	11.7
ROE(%)	16.7	21.1	18.1	16.3	16.1
PB	4.9	3.6	2.7	2.2	1.9

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

**公司财务报表及指标预测**

利润表						财务指标					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>2,892.17</b>	<b>3,267.90</b>	<b>3,186.20</b>	<b>3,664.13</b>	<b>4,323.67</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	588.38	575.65	732.83	842.75	994.44	营业收入增长率	4.1%	13.0%	-2.5%	15.0%	18.0%
营业税费	11.47	11.27	0.00	0.00	0.00	营业利润增长率	22.0%	31.2%	-11.2%	7.0%	18.0%
销售费用	909.27	1,022.50	669.10	806.11	951.21	净利润增长率	14.6%	40.7%	5.2%	7.0%	18.0%
管理费用	182.01	232.43	254.90	329.77	389.13	EBITDA 增长率	20.3%	7.8%	-1.8%	7.0%	18.0%
研发费用	106.93	166.86	152.94	212.52	250.77	EBIT 增长率	23.5%	9.8%	9.4%	7.0%	18.0%
财务费用	6.08	-8.09	0.00	0.00	0.00	NOPLAT 增长率	21.9%	11.5%	28.2%	7.0%	18.0%
资产减值损失	5.51	-22.86	0.00	0.00	0.00	投资资本增长率	8.3%	11.9%	22.1%	19.4%	19.2%
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>0.37</b>	<b>-0.37</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	净资产增长率	11.0%	11.9%	22.1%	19.4%	19.2%
投资和汇兑收益	39.54	296.88	0.00	0.00	0.00	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>1,180.67</b>	<b>1,549.26</b>	<b>1,376.44</b>	<b>1,472.98</b>	<b>1,738.12</b>	毛利率	79.7%	82.4%	77.0%	77.0%	77.0%
加:营业外净收支	-72.54	-14.81	0.00	0.00	0.00	营业利润率	40.8%	47.4%	43.2%	40.2%	40.2%
<b>利润总额</b>	<b>1,108.13</b>	<b>1,534.45</b>	<b>1,376.44</b>	<b>1,472.98</b>	<b>1,738.12</b>	净利率	32.2%	40.0%	43.2%	40.2%	40.2%
减:所得税	177.81	225.86	0.00	0.00	0.00	EBITDA/营业收入	45.0%	42.9%	43.2%	40.2%	40.2%
<b>净利润</b>	<b>929.92</b>	<b>1,308.25</b>	<b>1,376.44</b>	<b>1,472.98</b>	<b>1,738.12</b>	EBIT/营业收入	39.6%	38.5%	43.2%	40.2%	40.2%
<b>资产负债表</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	593.38	865.04	3,218.43	4,691.41	6,429.52	固定资产周转天数	136	133	136	118	100
交易性金融资产	150.37	37.00	37.00	37.00	37.00	流动营业资本周转天数	141	115	6	5	4
应收帐款	510.45	559.47	0.00	0.00	0.00	流动资产周转天数	243	242	375	473	547
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收帐款周转天数	64	62	0	0	0
预付帐款	34.35	48.76	0.00	0.00	0.00	存货周转天数	333	341	0	0	0
存货	537.58	537.92	0.00	0.00	0.00	总资产周转天数	732	728	874	907	915
其他流动资产	17.43	15.17	15.17	15.17	15.17	投资资本周转天数	702	695	870	903	912
可供出售金融资产						<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资						ROE	16.7%	21.1%	18.1%	16.3%	16.1%
长期股权投资	413.03	421.71	421.71	421.71	421.71	ROA	16.0%	20.1%	18.0%	16.2%	16.0%
投资性房地产	66.33	98.98	98.98	98.98	98.98	ROIC	17.3%	17.3%	18.1%	16.2%	16.1%
固定资产	1,077.29	1,188.71	1,188.71	1,188.71	1,188.71	<b>费用率</b>					
在建工程	1,210.28	1,203.39	1,203.39	1,203.39	1,203.39	销售费用率	31.4%	31.3%	21.0%	22.0%	22.0%
无形资产	256.32	389.07	389.07	389.07	389.07	管理费用率	6.3%	7.1%	8.0%	9.0%	9.0%
其他非流动资产	418.57	569.58	569.58	569.58	569.58	财务费用率	0.2%	-0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>资产总额</b>	<b>5,803.26</b>	<b>6,520.10</b>	<b>7,628.24</b>	<b>9,101.22</b>	<b>10,839.33</b>	三费/营业收入	37.9%	38.2%	29.0%	31.0%	31.0%
短期债务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	68.17	75.00	0.00	0.00	0.00	资产负债率	4.2%	4.6%	0.4%	0.3%	0.3%
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	负权益比	4.4%	4.8%	0.4%	0.3%	0.3%
其他流动负债	0.31	0.25	0.25	0.25	0.25	流动比率	9.23	8.05	13,179.78	19,115.56	26,119.79
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	6.49	5.87	13,179.78	19,115.56	26,119.79
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	120.29	-1,969.51	—	—	—
<b>负债总额</b>	<b>243.80</b>	<b>299.87</b>	<b>31.57</b>	<b>31.57</b>	<b>31.57</b>	<b>分红指标</b>					
<b>少数股东权益</b>	<b>5.47</b>	<b>5.35</b>	<b>5.35</b>	<b>5.35</b>	<b>5.35</b>	DPS(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	2,033.99	2,033.99	2,033.99	2,033.99	2,033.99	分红比率					
留存收益	2,679.23	3,566.56	4,942.99	6,415.97	8,154.09	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>股东权益</b>	<b>5,559.46</b>	<b>6,220.23</b>	<b>7,596.67</b>	<b>9,069.65</b>	<b>10,807.76</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
<b>现金流量表</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	EPS(元)	0.46	0.64	0.68	0.72	0.85
净利润	930.32	1,308.60	1,376.44	1,472.98	1,738.12	BVPS(元)	2.73	3.06	3.73	4.46	5.31
加:折旧和摊销	154.66	143.72	0.00	0.00	0.00	PE(X)	29.1	17.1	14.7	13.8	11.7
资产减值准备	-6.50	24.57	0.00	0.00	0.00	PB(X)	4.9	3.6	2.7	2.2	1.9
公允价值变动损失	-0.37	0.37	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	8.63	-0.88	0.00	0.00	0.00	P/S	9.4	6.8	6.4	5.5	4.7
投资收益	-39.54	-296.88	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	20.5	15.3	12.4	10.6	8.0
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	CAGR(%)					
营运资金的变动	82.49	-43.66	976.95	0.00	0.00	PEG	2.0	0.4	2.8	2.0	0.6
<b>经营活动产生现金流</b>	<b>1,192.29</b>	<b>1,134.55</b>	<b>2,353.39</b>	<b>1,472.98</b>	<b>1,738.12</b>	ROIC/WACC					
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-616.61</b>	<b>34.06</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	REP					
<b>融资活动产生现金流</b>	<b>-480.79</b>	<b>-695.60</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

## 信息披露

### 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

### 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%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

看好：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；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

### 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均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。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。