

2024年业绩符合预期, 25Q1业绩高增长

投资要点

- 事件:** 公司发布 2024 年报&2025 年一季报。2024 年实现收入 30.5 亿元(+16.8%), 归母净利润为 6.1 亿元(+80.8%), 扣非归母净利润 4.3 亿元(+44.9%)。2025Q1 公司实现收入 9.8 亿元(+75.8%), 归母净利润 3.1 亿元(+224.9%), 扣非归母净利润 2.1 亿元(+1150.2%)。
- 25Q1 利润增长强劲, 全年业绩可期。** 2024 年分季度来看, Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现收入 5.6/7.5/9.3/8 亿元, 同比+0.4%/+12.3%/+37.6%/+14%, 下半年收入高于上半年, 主要系胰岛素接续集采价格于 2024 年下半年执行。全年公司胰岛素制剂销量 7477 万支(+2%)。2025Q1 公司业绩大幅增长, 预计主要系胰岛素制剂量价齐升。2025 年公司股权激励考核净利润目标为 11 亿元, 我们看好公司全年业绩增长。
- 接续集采受益, 利润率提升。** 2024 年毛利率 74.8%, 同比+1.6pp, 毛利率提升预计主要系集采执行价格变化和收入结构变化。费用端, 全年研发费用/销售费用/管理费用分别为 5.4/11.7/2.6 亿元, 对应收入占比分别为 17.8%/38.3%/8.4%, 分别同比-1.4pp/+2pp/+0.1pp。公司核心在研产品 GZR18、GZR4 陆续进入三期临床阶段, 研发投入稳中有增, 资本化占比提升, 研发费用率稳中略降。销售费用率提升主要系扩增销售人员及加大学术推广力度。2024 年公司覆盖医院提升至 4.1 万家, 胰岛素国内市场份额持续提升。24 年公允价值变动收益 1.6 亿元, 主要系处置交易性金融资产。综合以上因素, 公司全年扣非归母净利率为 14.1%, 同比+2.7pp。
- 发布 2024 年限制性股票激励计划修订稿, 业绩目标彰显公司经营信心。** 公司近日发布 2024 年限制性股票激励计划(草案修订稿), 本次激励计划对 2026 年设置考核目标为净利润不少于 14.3 亿元。激励目标设置彰显管理层对公司业绩增长信心。
- 盈利预测与投资建议。** 预计 2025-2027 年归母净利润分别为 11 亿元、14.7 亿元、17 亿元, 我们看好公司胰岛素国内集采后放量+出海欧美的增长潜力, 维持“持有”评级。
- 风险提示:** 产品价格下降风险、在研管线进展不及市场预期风险、市场竞争风险、产品海外审评审批不及预期风险、关税风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3045.35	4284.86	5267.64	6163.57
增长率	16.77%	40.70%	22.94%	17.01%
归属母公司净利润(百万元)	614.66	1099.86	1472.10	1699.10
增长率	80.75%	78.94%	33.84%	15.42%
每股收益 EPS(元)	1.02	1.83	2.45	2.83
净资产收益率 ROE	5.56%	9.14%	11.09%	11.57%
PE	50	28	21	18
PB	2.79	2.56	2.32	2.10

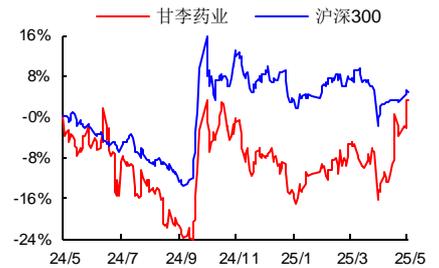
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn

分析师: 王彦迪
执业证号: S1250524040001
电话: 021-68416017
邮箱: wydi@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	6.01
流通 A 股(亿股)	5.54
52 周内股价区间(元)	37.93-51.75
总市值(亿元)	308.35
总资产(亿元)	122.84
每股净资产(元)	18.82

相关研究

- 甘李药业(603087): 接续集采价格逐步执行, 未来增长可期 (2024-10-31)

关键假设：

假设 1：2024 年胰岛素接续集采中标；根据集采报量数据测算，公司产品中标价加权平均涨幅约在 20%-30%。据此我们假设，公司 2025 年国内胰岛素出厂价平均涨幅分别为 16%，2026-2027 年价格保持稳定，销量分别同比增长 24%、11%、12%。

假设 2：公司三款三代胰岛素已于 2023 年向美国 FDA 递交上市申请并获得受理，预计公司将积极推动上述产品的获批；假设上述产品于 2026 年在美国、欧洲上市，并于 2026 年上述产品合计实现销量 1900 万支，2027 年总销量增速为 85%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
生物制品	2694	3942	4383	4963
yoy	14.1%	46.3%	11.2%	13.2%
毛利率	76.5%	78.3%	77.9%	77.4%
欧美胰岛素净利润分成	0	0	336	639
yoy	-	-	-	90.2%
毛利率	-	-	63.2%	64.2%
特许经营权	135	75	200	150.00
yoy	36.2%	-44.6%	166.7%	-25.0%
毛利率	95.1%	100%	100%	100%
医疗器械及其他	216	268	349	412
yoy	45.5%	24.2%	30.0%	18.3%
毛利率	41.4%	52%	53%	54%
合计	3045	4285	5268	6164
yoy	16.8%	40.7%	22.9%	17.%
毛利率	74.8%	77.1%	76.1%	75%

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3045.35	4284.86	5267.64	6163.57	净利润	614.66	1099.86	1472.10	1699.10
营业成本	766.51	983.19	1257.72	1539.85	折旧与摊销	257.80	302.36	312.19	325.04
营业税金及附加	31.10	45.35	52.85	63.34	财务费用	-98.28	-38.56	-52.68	-6.16
销售费用	1167.04	1285.46	1527.61	1664.16	资产减值损失	-15.66	0.00	0.00	0.00
管理费用	255.86	856.97	895.50	1016.99	经营营运资本变动	25.44	-25.73	-778.63	-463.14
财务费用	-98.28	-38.56	-52.68	-6.16	其他	-246.65	-56.75	-83.71	-56.48
资产减值损失	-15.66	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	537.31	1281.18	869.28	1498.35
投资收益	61.25	66.33	64.14	64.39	资本支出	-97.39	-200.00	-200.00	-200.00
公允价值变动损益	156.61	0.00	0.00	0.00	其他	-164.64	571.92	764.14	334.39
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-262.03	371.92	564.14	134.39
营业利润	631.54	1218.78	1650.77	1949.78	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-1.16	3.29	3.28	3.21	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	630.39	1222.07	1654.05	1952.99	股权融资	247.11	0.00	0.00	0.00
所得税	15.72	122.21	181.95	253.89	支付股利	-82.90	-122.93	-219.97	-294.42
净利润	614.66	1099.86	1472.10	1699.10	其他	-464.93	19.50	45.94	-0.46
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-300.71	-103.43	-174.03	-294.89
归属母公司股东净利润	614.66	1099.86	1472.10	1699.10	现金流量净额	-26.38	1549.66	1259.38	1337.86
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	902.78	2452.44	3711.82	5049.68	成长能力				
应收和预付款项	284.37	568.55	583.83	757.03	销售收入增长率	16.77%	40.70%	22.94%	17.01%
存货	1052.91	1287.57	1707.60	2061.82	营业利润增长率	100.31%	92.99%	35.44%	18.11%
其他流动资产	1550.80	1000.00	300.00	30.00	净利润增长率	80.66%	78.94%	33.84%	15.42%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	72.31%	87.42%	28.85%	18.76%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	3877.70	3600.53	3313.53	3013.69	毛利率	74.83%	77.05%	76.12%	75.02%
无形资产和开发支出	1190.87	1366.39	1541.91	1717.43	三费率	43.50%	49.10%	45.00%	43.40%
其他非流动资产	3183.49	3182.78	3182.07	3181.36	净利率	20.18%	25.67%	27.95%	27.57%
资产总计	12042.92	13458.26	14340.76	15811.00	ROE	5.56%	9.14%	11.09%	11.57%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	5.10%	8.17%	10.27%	10.75%
应付和预收款项	291.00	462.00	458.04	434.30	ROIC	9.14%	18.29%	22.85%	24.75%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	25.98%	34.60%	36.26%	36.81%
其他负债	697.44	968.89	603.23	692.53	营运能力				
负债合计	988.45	1430.89	1061.27	1126.82	总资产周转率	0.26	0.34	0.38	0.41
股本	601.07	601.07	601.07	601.07	固定资产周转率	1.36	1.71	2.26	2.84
资本公积	3590.96	3590.96	3590.96	3590.96	应收账款周转率	9.46	11.92	10.54	10.74
留存收益	7059.25	8036.18	9288.31	10692.99	存货周转率	0.78	0.83	0.83	0.81
归属母公司股东权益	11054.47	12027.36	13279.49	14684.17	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.97%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	11054.47	12027.36	13279.49	14684.17	资产负债率	8.21%	10.63%	7.40%	7.13%
负债和股东权益合计	12042.92	13458.26	14340.76	15811.00	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.73	4.25	7.12	8.25
					速动比率	3.42	3.22	5.19	6.09
					股利支付率	13.49%	11.18%	14.94%	17.33%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标				
EBITDA	791.06	1482.58	1910.28	2268.65	每股收益	1.02	1.83	2.45	2.83
PE	50.17	28.03	20.95	18.15	每股净资产	18.39	20.01	22.09	24.43
PB	2.79	2.56	2.32	2.10	每股经营现金	0.89	2.13	1.45	2.49
PS	10.13	7.20	5.85	5.00	每股股利	0.14	0.20	0.37	0.49
EV/EBITDA	31.94	16.33	12.38	9.95					
股息率	0.27%	0.40%	0.71%	0.95%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn