

公司业绩持续向好，产品出海未来可期

2023 年 11 月 02 日

➤ **事件。**2023 年第三季度，公司营业收入为 6.76 亿元，与上年同期相比增长 2.74 亿元，较上年同期增长 68.10%。2023 年前三季度，公司营业收入为 19.06 亿元，与上年同期相比增长 6.69 亿元，较上年同期增长 54.07%。

➤ **胰岛素制剂实现快速放量，产品结构持续优化。**目前国内销售收入的增长主要原因是国内胰岛素制剂产品实现快速放量，2023 年前三季度，公司国内胰岛素制剂产品销量同比增长 70.06%。同时借助胰岛素集采专项落地，公司餐时（速效）和预混胰岛素产品也得到迅速放量，销售量同比增长 115.57%。由此公司的产品结构也得到进一步优化，2022 年 1-9 月餐时（速效）和预混胰岛素产品销量占比为 43%，2023 年 1-9 月餐时（速效）和预混胰岛素产品销量占比为 54%。

➤ **公司注重研发创新，继续深耕糖尿病市场。**2023 年 7 月公司 GLP-1 受体激动剂 GZR18 开展了与司美格鲁肽注射液头对头 II 期试验，旨在评估在 2 型糖尿病的药物有效性，并在 2023 年 8 月完成 GZR18 在中国针对 2 型糖尿病和肥胖、超重适应症的 IIb 期临床试验的首例受试者给药，2023 年 9 月国家药监局受理 GZR18 口服片剂的临床试验。胰岛素周制剂目前开发的公司仅有诺和诺德以及礼来，公司的超长效胰岛素周制剂 GZR4 在 2023 年 9 月完成了适应症为糖尿病的 II 期临床试验首例受试者给药。此外，公司在 2023 年 7 月收到了国家药监局下发的关于治疗符合系统治疗或光疗指征的成年中度至重度斑块状银屑病的《药物临床试验批准通知书》。

➤ **国际收入持续增长，产品出海未来可期。**在产品出海方面，公司的甘精、赖脯和门冬三款胰岛素注射液类似药的上市申请已获得美国食品药品监督管理局（FDA）以及欧洲药品管理局（EMA）的受理。并且公司成功交付首批巴西紧急招标胰岛素。公司与国际仿制药巨头山德士签订商业协议，协议约定，在三款生物类似药获得批准后，山德士将进行药品在美国、欧洲及其他特定区域的商业运作，由甘李药业负责药物开发（包括临床研究）及供货等事宜，期待三款胰岛素在海外的销售表现。

➤ **投资建议：**预计公司 2023-2025 年归母净利润为 3.66/6.77/11.10 亿元，对应 PE 分别为 73/39/24 倍。公司借助胰岛素集采快速扩大市场份额，主营产品胰岛素制剂实现快速放量，此外公司三款胰岛素生物类似物注射液上市申请已获得 FDA 和 EMA 获理，具有出海潜力。因此上调评级，给予公司“推荐”评级。

➤ **风险提示：**产能释放不能与集采降价对冲风险；产品研发不及预期风险；市场竞争加剧风险；集采风险；仿制药风险

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1,712	2,670	3,276	4,132
增长率（%）	-52.6	55.9	22.7	26.1
归属母公司股东净利润（百万元）	-440	366	677	1,110
增长率（%）	-130.3	183.3	84.8	64.0
每股收益（元）	-0.78	0.65	1.20	1.96
PE	/	73	39	24
PB	2.8	2.7	2.5	2.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 11 月 2 日收盘价）

推荐

上调评级

当前价格：

47.14 元


分析师 王班

执业证书：S0100523050002

邮箱：wangban@mszq.com

相关研究

1.GLP-1 系列专题：多肽药物研发演变-2023/07/2

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,712	2,670	3,276	4,132
营业成本	406	610	701	840
营业税金及附加	21	23	26	29
销售费用	1,087	934	950	950
管理费用	247	214	213	227
研发费用	562	454	524	620
EBIT	-630	458	886	1,493
财务费用	-94	-34	-31	-39
资产减值损失	-79	-63	-52	-58
投资收益	88	107	115	124
营业利润	-569	537	980	1,599
营业外收支	-14	-14	-14	-14
利润总额	-582	523	967	1,585
所得税	-143	157	290	476
净利润	-440	366	677	1,110
归属于母公司净利润	-440	366	677	1,110
EBITDA	-428	735	1,267	1,934

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,890	2,609	3,263	4,378
应收账款及票据	176	245	305	391
预付款项	46	69	79	95
存货	649	580	596	621
其他流动资产	1,903	1,868	1,874	1,884
流动资产合计	5,664	5,370	6,118	7,369
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,647	2,088	2,306	2,416
无形资产	293	988	948	941
非流动资产合计	4,943	5,536	5,413	5,214
资产合计	10,607	10,906	11,531	12,583
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	45	42	42	44
其他流动负债	768	691	677	693
流动负债合计	813	733	720	737
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	208	217	217	216
非流动负债合计	208	217	217	216
负债合计	1,021	951	936	953
股本	566	566	566	566
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	9,586	9,956	10,594	11,629
负债和股东权益合计	10,607	10,906	11,531	12,583

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-52.60	55.92	22.73	26.10
EBIT 增长率	-143.84	172.79	93.36	68.45
净利润增长率	-130.25	183.29	84.82	63.99
盈利能力 (%)				
毛利率	76.30	77.15	78.59	79.67
净利率	-25.67	13.71	20.65	26.85
总资产收益率 ROA	-4.14	3.36	5.87	8.82
净资产收益率 ROE	-4.59	3.68	6.39	9.54
偿债能力				
流动比率	6.97	7.32	8.50	10.00
速动比率	5.81	6.16	7.28	8.75
现金比率	3.55	3.56	4.54	5.94
资产负债率 (%)	9.63	8.72	8.12	7.58
经营效率				
应收账款周转天数	37.57	38.00	38.00	38.00
存货周转天数	583.42	360.00	310.00	270.00
总资产周转率	0.16	0.25	0.29	0.34
每股指标 (元)				
每股收益	-0.78	0.65	1.20	1.96
每股净资产	16.95	17.60	18.73	20.56
每股经营现金流	0.52	1.00	1.59	2.44
每股股利	0.00	0.08	0.14	0.23
估值分析				
PE	/	73	39	24
PB	2.8	2.7	2.5	2.3
EV/EBITDA	-57.53	33.45	19.42	12.72
股息收益率 (%)	0.00	0.16	0.29	0.48

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	-440	366	677	1,110
折旧和摊销	202	277	380	441
营运资金变动	662	-123	-143	-158
经营活动现金流	297	564	900	1,378
资本开支	-983	-630	-318	-308
投资	326	-302	0	0
投资活动现金流	-442	-842	-203	-184
股权募资	71	0	0	0
债务募资	0	2	0	0
筹资活动现金流	-101	-7	-48	-84
现金净流量	-242	-281	654	1,114

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026