

集采加速三代胰岛素放量，出海打开成长天花板

2024 年 04 月 26 日

产品销量迅速增长，2023 年实现扭亏为盈。2024 年 4 月 24 日，公司发布 2023 年年报，2023 年公司实现营业收入为 26.08 亿元，同比增长 52.31%；归母净利润为 3.40 亿元，较上年同期相比，实现扭亏为盈。同日公司发布 2024 年一季报，2024 年一季度公司实现营业收入 5.60 亿元，较上年同期增长 0.42%；实现归母净利润 9600 万元，同比增长 95.04%。

集采加速国产替代，公司产品实现快速放量。2023 年，公司国内销售收入达 21.82 亿元，同比增长 51.93%。国内制剂产品销量同比增长 66.36%，其中，基础胰岛素产品销售量同比增长 32.47%，餐时和预混胰岛素产品销售量同比增长 112.38%。较集采前，公司产品销量实现翻倍增长，市场占有率大幅提升。

续约加速三代替换二代胰岛素步伐，公司获得采购基础量进一步扩大。本次集采首年采购需求量中，三代胰岛素采购需求量 1.68 亿支，占比整体需求量的 70%，较上次集采的首年采购需求量增长 36%。可见，在首次胰岛素专项集采政策落地执行后，三代胰岛素市场份额得到快速提升。公司本次集采首年采购需求量为 4,177 万支，较上次集采首年采购需求量增加 2,513 万支，增长率达 151%。其中三代胰岛素产品占整体三代胰岛素首年采购需求量 24%，较上次首年采购需求量占比提升 10 个百分点，全品数量已经达到行业第二，仅次于诺和诺德。

加强研发投入，降糖产品线持续发力。GZR18 注射液是一种长效 GLP-1RA，2023 年 6 月，公司完成了肥胖/超重适应症的 IIb 期临床试验首例受试者给药，同年 8 月，公司完成了 GZR18 注射液适应症为 2 型糖尿病的与司美格鲁肽注射液进行头对头 IIb 期临床试验首例受试者给药。GZR18 片剂针对 2 型糖尿病目前处于临床 I 期。超长效周制剂 GZR4 注射液目前处于临床 II 期。自主研发的第四代预混双胰岛素复方制剂 GZR101 注射液目前处于临床 II 期。

加快走出去步伐，稳步推进国际化进展。公司胰岛素制剂产品在新兴市场新获得 6 份药品注册批件，公司三款主要产品甘精、赖脯和门冬胰岛素注射液作为治疗糖尿病的上市申请均已获得 FDA 和 EMA 的正式受理。根据公司与山德士于 2018 年签订商业和供货协议约定，公司三款胰岛素产品获得批准后，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，未来，公司有望凭借在国内糖尿病药物领域多年来的研发、生产、销售经验，通过过硬的产品质量和成本优势抢占欧美市场。

投资建议：公司凭借集采续约有望实现国内胰岛素快速放量，全球市场也同步开拓，我们预测公司 2024/2025/2026 年实现归母净利润 7.15/11.79/16.01 亿元，同比增长 110.2%/64.80%/35.80%，因此维持“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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	2,608	3,636	4,544	5,709
增长率 (%)	52.3	39.4	25.0	25.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	340	715	1,179	1,601
增长率 (%)	177.4	110.2	64.8	35.8
每股收益 (元)	0.57	1.20	1.98	2.69
PE	85	41	25	18
PB	2.7	2.5	2.3	2.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 04 月 26 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

48.77 元


分析师 王班

执业证书：S0100523050002

邮箱：wangban@mszq.com

相关研究

- 1.甘李药业 (603087.SH) 深度研究：胰岛素集采带动销售放量，产品出海逐渐开花结果-2023/12/05
- 2.甘李药业 (603087.SH) 2023 年三季度点评：公司业绩持续向好，产品出海未来可期-2023/11/02

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,608	3,636	4,544	5,709
营业成本	697	942	1,176	1,432
营业税金及附加	24	33	41	51
销售费用	946	1,236	1,363	1,713
管理费用	217	262	273	285
研发费用	501	662	809	1,016
EBIT	203	541	931	1,271
财务费用	-79	-29	-35	-47
资产减值损失	-40	-6	-6	-6
投资收益	63	87	109	137
营业利润	315	653	1,070	1,450
营业外收支	-9	-9	-9	-9
利润总额	306	644	1,061	1,441
所得税	-34	-71	-118	-160
净利润	340	715	1,179	1,601
归属于母公司净利润	340	715	1,179	1,601
EBITDA	430	851	1,342	1,743

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,443	2,907	3,984	5,751
应收账款及票据	384	385	481	603
预付款项	41	56	69	84
存货	861	924	993	1,053
其他流动资产	2,448	2,481	2,692	2,705
流动资产合计	6,176	6,752	8,219	10,196
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,872	2,330	2,576	2,719
无形资产	278	1,050	1,005	997
非流动资产合计	5,539	5,825	5,731	5,563
资产合计	11,715	12,577	13,950	15,760
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	106	65	71	75
其他流动负债	668	857	1,035	1,236
流动负债合计	773	922	1,106	1,311
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	199	194	200	200
非流动负债合计	199	194	200	200
负债合计	973	1,116	1,306	1,511
股本	594	594	594	594
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	10,743	11,461	12,644	14,249
负债和股东权益合计	11,715	12,577	13,950	15,760

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	52.31	39.42	24.97	25.64
EBIT 增长率	132.30	166.06	72.14	36.47
净利润增长率	177.37	110.23	64.84	35.84
盈利能力 (%)				
毛利率	73.26	74.09	74.12	74.92
净利润率	13.04	19.66	25.94	28.04
总资产收益率 ROA	2.90	5.68	8.45	10.16
净资产收益率 ROE	3.17	6.24	9.32	11.23
偿债能力				
流动比率	7.98	7.32	7.43	7.78
速动比率	6.78	6.23	6.26	6.73
现金比率	3.16	3.15	3.60	4.39
资产负债率 (%)	8.30	8.87	9.36	9.59
经营效率				
应收账款周转天数	53.70	38.00	38.00	38.00
存货周转天数	450.35	360.00	310.00	270.00
总资产周转率	0.23	0.30	0.34	0.38
每股指标 (元)				
每股收益	0.57	1.20	1.98	2.69
每股净资产	18.08	19.29	21.28	23.98
每股经营现金流	0.18	1.67	2.50	3.27
每股股利	0.20	0.20	0.20	0.20
估值分析				
PE	85	41	25	18
PB	2.7	2.5	2.3	2.0
EV/EBITDA	61.41	31.07	19.69	15.16
股息收益率 (%)	0.41	0.41	0.41	0.41

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	340	715	1,179	1,601
折旧和摊销	227	310	411	472
营运资金变动	-373	33	-3	-2
经营活动现金流	109	995	1,484	1,941
资本开支	-553	-626	-318	-313
投资	-744	-2	0	0
投资活动现金流	-977	-529	-410	-176
股权募资	760	0	0	0
债务募资	0	3	0	0
筹资活动现金流	755	-6	-1	-2
现金净流量	-111	464	1,077	1,768

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。	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