

胰岛素续约实现量价齐升，在研产品临床表现优异

2024 年 08 月 29 日

➤ **事件。**2024 年 8 月 28 日，甘李药业发布 2024 年半年报，公司上半年实现营业收入 13.15 亿元，同比增长 6.92%；归母净利润 2.99 亿元，同比增长 122.80%。

➤ **胰岛素续约转换产品价格，实现量价齐升。**2024 年 4 月 28 日，国家组织药品集中采购办公室公布了全国药品集中采购（胰岛素专项接续）的中选结果。在本次胰岛素专项接续采购中，公司保持中选类别不变，市场需求的主流产品均有 A 类中选。同时再次获得新准入医疗机构近 2,000 家（不同产品覆盖相同医院计为一家），获得首年协议量 4,686 万支，较上次集采增长 32.6%。其中，公司三代胰岛素产品在本次分量中获得三代胰岛素分量总额的 37%，充分体现公司的三代胰岛素产品在国内的领先地位。

➤ **在研管线品种丰富，有望创造新的利润增长点。**今年上半年，公司研发投入达 27,675.52 万元，占营业收入的 21.05%。公司将持续聚焦糖尿病市场，在降糖领域深耕细作，公司自主研发的 1 类新药 GLP-1 受体激动剂双周制剂 GZR18 取得积极的临床进展，在肥胖成人人群中疗效显著且安全性良好，其 IIb 期临床试验中每两周给药一次可减重 17.29%（治疗 30 周）。相较同类药品相似给药周期的 III 期临床试验结果，GZR18 减重效果超过了司美格鲁肽和替尔泊肽，有望成为同类最优的药物。此外，在临床前研究中，同等剂量下的 GZR4 的降糖效果要优于同类药物诺和期，有望成为更优的第四代胰岛素周制剂。公司自研的双胰岛素复方制剂 GZR101 在糖尿病动物模型中显示出优于德谷门冬胰岛素的降糖效果和安全性。目前 GZR4 与 GZR101 均处于 II 期临床阶段。公司在研 GZR18 注射液、GZR4 注射液、GZR101 注射液，上市后将更加丰富糖尿病患者的用药选择，提升公司的品牌影响力和市场占有率。

➤ **坚持推进国际化发展战略，持续开拓海外市场。**上半年高质量完成了对胰岛素高需求国家的产品供应，促进国际市场收入持续增长，助力合作伙伴成为巴西首个有胰岛素生产能力的本土企业。除此之外，公司收到欧洲药品管理局 EMA 的正式通知，我们生产设施符合欧盟 GMP 法规的要求，已具备甘精胰岛素注射液、赖脯胰岛素注射液、门冬胰岛素注射液及预填充注射笔的商业化生产条件，这也是国产胰岛素类似物注射液首次通过 EMA 的 GMP 检查。

➤ **投资建议：**甘李药业在胰岛素续约中实现量价齐升，在研管线中产品临床数据亮眼，积极开拓海外市场。我们预计 2024-2026 年公司实现营业收入 32.28/42.06/50.79 亿元，归母净利润为 6.67/11.53/15.29 亿元，对应 PE 为 37/21/16 倍，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	3,228	4,206	5,079
增长率 (%)	52.3	23.8	30.3	20.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	340	667	1,153	1,529
增长率 (%)	177.4	96.2	72.9	32.6
每股收益 (元)	0.57	1.11	1.92	2.54
PE	72	37	21	16
PB	2.3	2.1	2.0	1.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 08 月 29 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

40.59 元



分析师 王班

执业证书：S0100523050002

邮箱：wangban@mszq.com

研究助理 张梦鸽

执业证书：S0100123070092

邮箱：zhangmengge@mszq.com

相关研究

- 甘李药业 (603087.SH) 2023 年年报&2024 年一季报点评：集采加速三代胰岛素放量，出海打开成长天花板-2024/04/26
- 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
- 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	3,228	4,206	5,079
营业成本	697	766	903	999
营业税金及附加	24	32	38	46
销售费用	946	1,075	1,253	1,473
管理费用	217	226	252	279
研发费用	501	581	723	863
EBIT	203	584	1,081	1,471
财务费用	-79	-79	-83	-84
资产减值损失	-40	-5	-5	-4
投资收益	63	81	105	127
营业利润	315	740	1,266	1,679
营业外收支	-9	2	2	2
利润总额	306	741	1,267	1,680
所得税	-34	74	114	151
净利润	340	667	1,153	1,529
归属于母公司净利润	340	667	1,153	1,529
EBITDA	430	893	1,492	1,943

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,443	2,813	3,717	5,038
应收账款及票据	384	405	422	494
预付款项	41	45	53	59
存货	861	751	762	735
其他流动资产	2,448	2,487	2,699	2,708
流动资产合计	6,176	6,501	7,653	9,034
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	5,950	5,855	5,688
资产合计	11,715	12,451	13,508	14,722
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	106	115	136	151
其他流动负债	668	706	815	889
流动负债合计	773	822	951	1,040
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	199	211	217	217
非流动负债合计	199	211	217	217
负债合计	973	1,033	1,168	1,257
股本	594	601	601	601
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	10,743	11,418	12,340	13,465
负债和股东权益合计	11,715	12,451	13,508	14,722

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	23.76	30.31	20.75
EBIT 增长率	132.30	187.01	85.18	36.10
净利润增长率	177.37	96.17	72.86	32.59
盈利能力 (%)				
毛利率	73.26	76.26	78.53	80.33
净利润率	13.04	20.67	27.42	30.11
总资产收益率 ROA	2.90	5.36	8.54	10.39
净资产收益率 ROE	3.17	5.84	9.35	11.35
偿债能力				
流动比率	7.98	7.91	8.05	8.69
速动比率	6.78	6.89	6.93	7.69
现金比率	3.16	3.42	3.91	4.84
资产负债率 (%)	8.30	8.30	8.65	8.54
经营效率				
应收账款周转天数	53.70	45.00	36.00	35.00
存货周转天数	450.35	360.00	310.00	270.00
总资产周转率	0.23	0.27	0.32	0.36
每股指标 (元)				
每股收益	0.57	1.11	1.92	2.54
每股净资产	17.87	19.00	20.53	22.40
每股经营现金流	0.18	1.69	2.56	3.16
每股股利	0.20	0.20	0.20	0.20
估值分析				
PE	72	37	21	16
PB	2.3	2.1	2.0	1.8
EV/EBITDA	49.55	23.87	14.30	10.97
股息收益率 (%)	0.49	0.49	0.49	0.49

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	340	667	1,153	1,529
折旧和摊销	227	310	411	472
营运资金变动	-373	92	85	32
经营活动现金流	109	1,015	1,540	1,902
资本开支	-553	-616	-307	-302
投资	-744	-105	0	0
投资活动现金流	-977	-644	-404	-175
股权募资	760	5	0	0
债务募资	0	3	0	0
筹资活动现金流	755	-4	-237	-409
现金净流量	-111	370	903	1,322

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