

业绩高增，创新产品线迎来突破

核心观点

- 上半年业绩高增长。**公司 2024 年上半年实现营业收入 13.15 亿元，同比增长 6.9%；归母净利润 2.99 亿元，同比增长 123%；扣非归母净利润 1.27 亿元，同比增长 24%。上半年，公司收入实现稳步增长，主要系国内胰岛素制剂产品销量保持稳定增长，利润端大幅增长主要为上半年公司持有的交易性金融资产公允价值变动收益，以及处置交易性金融资产取得的投资收益较上年同期大幅增长，非经常性损益对净利润的影响显著增加。
- 盈利能力稳步提升，费用端不断优化。**公司 2024 年上半年实现毛利率 73.5%，扣非后净利率 9.7%，分别较去年同期变动-0.3, +1.3pct。从费用端看，公司上半年各项费用率均有所优化，2024 年上半年销售/管理/研发费用率分别为 37.3%，7.8%和 20.3%，较去年同期分别下降 0.5, 0.4, 1.0pct。
- 胰岛素续标主流产品均 A 类中选，公司品牌力有望进一步增强。**上半年，在胰岛素专项接续采购中，公司共计获得集采协议量 4,686 万支，较上次集采协议量增长 32.6%。其中，公司三代胰岛素类似物协议量为 4,355 万支，占本次集采三代整体协议量的 30%。同时公司主要产品价格也有所合理回归，多款产品均保持 A 类中选，同时再次获得新准入医疗机构近 2,000 家。
- 创新管线迎来突破，GZR18 注射液 Ib/IIa 期疗效数据优异。**上半年，公司 GZR18 注射液的肥胖/超重适应症的 Ib/IIa 期研究结果发布。GZR18 注射液每周一次(QW)和每两周一次给药(Q2W)治疗 35 周，在中国肥胖症受试者中平均体重减轻 17.8%(QW)与 12.8%(Q2W)。在相似给药周期中的减重效果优于单靶点的司美格鲁肽和双靶点的替尔泊肽，并且在试验中探索了 GZR18 两周给药一次的可行性，且两周给药一次的 GZR18 可以实现优异的减重效果且安全性良好。

盈利预测与投资建议

- 我们维持盈利预测，预测公司 2024-2026 年每股收益分别为 1.07/1.91/2.40 元，根据可比公司，我们认为目前公司的合理估值水平为 2025 年的 30 倍市盈率，对应目标价为 57.3 元，维持买入评级。

风险提示

出海进度不达预期风险；新品上市不达预期风险；行业政策变动风险；新兴疗法冲击风险；地缘政治变化风险等。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,712	2,608	3,594	4,644	5,710
同比增长(%)	-52.6%	52.3%	37.8%	29.2%	23.0%
营业利润(百万元)	(569)	315	767	1,361	1,709
同比增长(%)	-133.5%	155.4%	143.3%	77.5%	25.5%
归属母公司净利润(百万元)	(440)	340	644	1,150	1,445
同比增长(%)	-130.3%	177.4%	89.5%	78.4%	25.7%
每股收益(元)	(0.73)	0.57	1.07	1.91	2.40
毛利率(%)	76.3%	73.3%	77.5%	80.0%	76.4%
净利率(%)	-25.7%	13.0%	17.9%	24.8%	25.3%
净资产收益率(%)	-4.5%	3.3%	5.8%	9.7%	10.9%
市盈率	(55.5)	71.7	37.9	21.2	16.9
市净率	2.5	2.3	2.2	2.0	1.8

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入 (维持)
股价 (2024年08月29日)	40.59 元
目标价格	57.3 元
52 周最高价/最低价	62.63/31.96 元
总股本/流通 A 股 (万股)	60,107/53,226
A 股市值 (百万元)	24,397
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2024 年 08 月 30 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-3.72	-3.33	-13.82	-5.09
相对表现%	-2.65	0	-4.53	8.43
沪深 300%	-1.07	-3.33	-9.29	-13.52



证券分析师

伍云飞	wuyunfei1@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860524020001 香港证监会牌照: BRX199
赵博宇	zhaoboyu@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860524020003

相关报告

基本盘量价齐升，出海与创新迎来突破 2024-06-17

图 1：可比公司估值（截止 2024.8.29）

公司	代码	最新价格(元) 2024/8/29	每股收益（元）				市盈率			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
通化东宝	600867	7.92	0.59	0.64	0.72	0.83	13.44	12.46	10.93	9.60
特宝生物	688278	56.17	1.37	1.88	2.56	3.39	41.14	29.84	21.90	16.57
科兴制药	688136	14.83	-0.96	0.14	0.55	1.05	-15.52	106.54	26.82	14.19
恒瑞医药	600276	44.32	0.67	0.92	1.05	1.26	65.71	48.14	42.06	35.15
信立泰	2294	30.38	0.52	0.57	0.66	0.79	58.39	53.46	45.75	38.38
	最大值						65.71	106.54	45.75	38.38
	最小值						(15.52)	12.46	10.93	9.60
	平均数						32.63	50.09	29.49	22.78
	调整后平均						37.66	43.81	30.26	21.97

数据来源：wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,890	2,443	3,234	4,179	5,139	营业收入	1,712	2,608	3,594	4,644	5,710
应收票据、账款及款项融资	190	385	359	464	571	营业成本	406	697	808	927	1,350
预付账款	46	41	72	93	114	销售费用	1,087	946	1,254	1,411	1,626
存货	649	861	970	1,066	1,484	管理费用	247	217	303	251	273
其他	1,890	2,446	2,437	2,439	2,441	研发费用	562	501	653	718	790
流动资产合计	5,664	6,176	7,072	8,242	9,750	财务费用	(94)	(79)	(23)	(25)	(30)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	106	56	40	30	10
固定资产	1,647	1,872	1,767	1,608	1,449	公允价值变动收益	(81)	(18)	154	(10)	(10)
在建工程	2,000	2,005	2,407	2,686	2,965	投资净收益	88	63	50	50	50
无形资产	293	278	268	259	249	其他	26	0	3	(10)	(24)
其他	1,002	1,384	1,026	1,024	1,022	营业利润	(569)	315	767	1,361	1,709
非流动资产合计	4,943	5,539	5,468	5,577	5,685	营业外收入	3	4	3	3	3
资产总计	10,607	11,715	12,540	13,818	15,435	营业外支出	17	13	12	12	12
短期借款	0	0	246	365	472	利润总额	(582)	306	758	1,352	1,700
应付票据及应付账款	45	106	121	139	202	所得税	(143)	(34)	114	203	255
其他	768	668	680	673	673	净利润	(440)	340	644	1,150	1,445
流动负债合计	813	773	1,048	1,176	1,348	少数股东损益	(0)	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	(440)	340	644	1,150	1,445
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益 (元)	-0.73	0.57	1.07	1.91	2.40
其他	208	199	155	155	155						
非流动负债合计	208	199	155	155	155	主要财务比率					
负债合计	1,021	973	1,203	1,332	1,503		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	(0)	0	0	0	0	成长能力					
实收资本 (或股本)	566	594	601	601	601	营业收入	-52.6%	52.3%	37.8%	29.2%	23.0%
资本公积	2,492	3,279	3,341	3,341	3,341	营业利润	-133.5%	155.4%	143.3%	77.5%	25.5%
留存收益	6,525	6,865	7,391	8,540	9,985	归属于母公司净利润	-130.3%	177.4%	89.5%	78.4%	25.7%
其他	3	4	4	4	4	获利能力					
股东权益合计	9,586	10,743	11,337	12,487	13,932	毛利率	76.3%	73.3%	77.5%	80.0%	76.4%
负债和股东权益总计	10,607	11,715	12,540	13,818	15,435	净利率	-25.7%	13.0%	17.9%	24.8%	25.3%
						ROE	-4.5%	3.3%	5.8%	9.7%	10.9%
						ROIC	-5.1%	2.6%	5.7%	9.3%	10.5%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	9.6%	8.3%	9.6%	9.6%	9.7%
净利润	(440)	340	644	1,150	1,445	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	127	219	174	174	174	流动比率	6.97	7.98	6.75	7.01	7.23
财务费用	(94)	(79)	(23)	(25)	(30)	速动比率	6.12	6.83	5.79	6.07	6.09
投资损失	(88)	(63)	(50)	(50)	(50)	营运能力					
营运资金变动	1,019	(412)	(91)	(218)	(499)	应收账款周转率	3.1	9.3	9.7	11.3	11.0
其它	(228)	104	(194)	13	24	存货周转率	0.6	0.9	0.9	0.9	1.0
经营活动现金流	297	109	459	1,044	1,064	总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4
资本支出	(1,214)	(426)	(406)	(283)	(283)	每股指标 (元)					
长期投资	201	(305)	305	0	0	每股收益	-0.73	0.57	1.07	1.91	2.40
其他	570	(247)	228	40	40	每股经营现金流	0.52	0.18	0.76	1.74	1.77
投资活动现金流	(442)	(977)	127	(243)	(243)	每股净资产	15.95	17.87	18.86	20.77	23.18
债权融资	2	(2)	(14)	0	0	估值比率					
股权融资	20	816	69	0	0	市盈率	-55.5	71.7	37.9	21.2	16.9
其他	(122)	(60)	151	144	138	市净率	2.5	2.3	2.2	2.0	1.8
筹资活动现金流	(101)	755	206	144	138	EV/EBITDA	-36.4	42.8	21.3	12.9	10.5
汇率变动影响	4	2	-0	-0	-0	EV/EBIT	-29.4	82.4	26.2	14.6	11.6
现金净增加额	(242)	(111)	792	945	960						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。