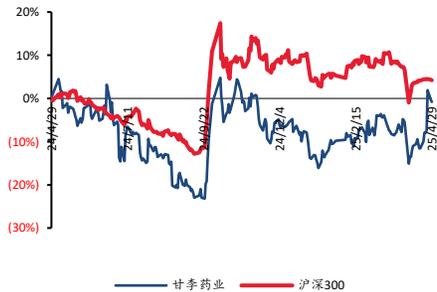


甘李药业点评报告：国内胰岛素量价齐升，海外业务持续拓展

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	6.01/5.54
总市值/流通(亿元)	291.4/268.54
12个月内最高/最低价(元)	53.67/37.63

相关研究报告

<<甘李药业：国内业务进入稳健增长期，出海打造第二成长曲线>>—
2025-01-24

证券分析师：谭紫媚

电话：0755-83688830

E-MAIL: tanzm@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190520090001

研究助理：李啸岩

电话：0755-83683312

E-MAIL: lixiaoyan@tpyzq.com

一般证券业务登记编号：S1190124070016

事件：近日，公司发布2024年年度报告：2024年实现营业收入30.45亿元，同比增长16.77%；归母净利润6.15亿元，同比增长80.75%，主要系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大幅增长影响；扣非归母净利润4.30亿元，同比增长44.85%。其中，2024年第四季度营业收入8.00亿元，同比增长13.95%；归母净利润1.07亿元，同比增长45.94%；扣非归母净利润1.20亿元，同比增长63.92%。

同日，公司发布2025年第一季度报告：2025年一季度实现营业收入9.85亿元，同比增长75.76%；归母净利润3.12亿元，同比增长224.90%；扣非归母净利润2.15亿元，同比增长1150.17%。

2025Q1国内收入快速增长，销量与价格增长效应协同显现

2025年第一季度国内收入为8.89亿元，同比增长80.07%，主要系新一轮集采下国内胰岛素制剂产品销量较上年同期大幅增长。其中，公司基础（长效）胰岛素产品销售收入5.43亿元，同比增长80.97%；公司餐时（速效）和预混胰岛素产品销售收入3.21亿元，同比增长80.86%。国内胰岛素制剂产品销量与价格增长效应协同显现，为收入增长提供了有力支撑，销量、价格影响分别为2.38亿元、1.48亿元，依次贡献增速49.87%、31.06%。

海外业务持续拓展，多地获得积极成果

2024年公司海外收入达5.28亿元（同比增长23.89%），2025年第一季度海外收入0.95亿元（同比增长45.21%），海外业务持续拓展。在新兴市场，公司持续巩固与当地头部制药企业稳定合作关系的同时也在积极开拓新客户，进一步扩大市场份额。公司加速国际团队建设，实施精准的市场投资、本土分销策略。在欧美市场，公司与山德士的合作仍在持续稳步推进。截至2024年末，公司胰岛素产品已收到FDA的初步反馈，将根据FDA意见尽快完成整改。此外，公司通过了EMA上市批准前GMP检查，这也是国产胰岛素类似物注射液首次通过EMA的GMP检查，标志着公司的生产设施符合欧盟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欧盟商业化生产条件。

毛利率回升，净利率上升受金融资产影响

2024年，公司的综合毛利率同比提升1.57pct至74.83%。销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为38.32%、8.40%、17.77%、-3.23%，同比变动幅度分别为+2.05pct、+0.09pct、-1.44pct、-0.21pct。综合影响下，公司整体净利率同比增长7.13pct至20.18%。

2024年第四季度的综合毛利率、销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率、整体净利率分别为73.35%、41.95%、10.73%、17.19%、-4.98%、13.42%，分别变动+4.14pct、+7.45pct、+0.03pct、-1.47pct、-3.52pct、+2.92pct。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 40.08 亿/48.67 亿/58.72 亿元，同比增速分别为 32%/21%/21%；归母净利润分别为 11.23 亿/14.48 亿/18.33 亿元；分别增长 83%/29%/27%；EPS 分别为 1.87/2.41/3.05，按照 2025 年 4 月 29 日收盘价对应 2025 年 26 倍 PE。维持“买入”评级。

风险提示：胰岛素海外注册审批进度不及预期的风险，国际贸易环境波动的风险，新品研发进度不及预期的风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3,045	4,008	4,867	5,872
营业收入增长率(%)	16.77%	31.61%	21.43%	20.65%
归母净利（百万元）	615	1,123	1,448	1,833
净利润增长率(%)	80.75%	82.68%	28.93%	26.64%
摊薄每股收益（元）	1.04	1.87	2.41	3.05
市盈率（PE）	42.40	25.95	20.13	15.89

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,443	903	1,267	2,000	3,025
应收和预付款项	425	283	343	410	489
存货	861	1,053	1,160	1,284	1,414
其他流动资产	2,448	1,553	1,653	1,776	1,879
流动资产合计	6,176	3,791	4,423	5,470	6,807
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	1,872	2,616	2,621	2,622	2,615
在建工程	2,007	1,262	1,342	1,422	1,502
无形资产开发支出	1,091	1,191	1,315	1,314	1,315
长期待摊费用	9	7	5	4	2
其他非流动资产	6,736	6,967	7,611	8,658	9,993
资产总计	11,715	12,043	12,894	14,019	15,427
短期借款	0	0	0	0	0
应付和预收款项	106	129	129	154	184
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	867	859	993	1,152	1,339
负债合计	973	988	1,123	1,306	1,522
股本	594	601	601	601	601
资本公积	3,351	3,591	3,611	3,611	3,611
留存收益	6,865	7,059	7,791	8,732	9,923
归母公司股东权益	10,743	11,054	11,772	12,713	13,904
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	10,743	11,054	11,772	12,713	13,904
负债和股东权益	11,715	12,043	12,894	14,019	15,427

现金流量表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	109	537	1,287	1,623	2,051
投资性现金流	-977	-262	-514	-382	-384
融资性现金流	755	-301	-411	-508	-642
现金增加额	-111	-26	364	733	1,025

利润表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,608	3,045	4,008	4,867	5,872
营业成本	697	767	932	1,112	1,324
营业税金及附加	24	31	40	49	59
销售费用	946	1,167	1,242	1,411	1,585
管理费用	217	256	281	331	388
财务费用	-79	-98	-45	-63	-100
资产减值损失	-40	-16	-13	-16	-15
投资收益	63	61	80	97	117
公允价值变动	-18	157	56	62	41
营业利润	315	632	1,184	1,575	2,040
其他非经营损益	-9	-1	-2	-1	-3
利润总额	306	630	1,182	1,574	2,037
所得税	-34	16	59	126	204
净利润	340	615	1,123	1,448	1,833
少数股东损益	0	-0	0	0	0
归母股东净利润	340	615	1,123	1,448	1,833

预测指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	73.26%	74.83%	76.75%	77.15%	77.45%
销售净利率	13.04%	20.18%	28.02%	29.75%	31.22%
销售收入增长率	52.31%	16.77%	31.61%	21.43%	20.65%
EBIT 增长率	132.30%	56.65%	256.95%	32.83%	28.26%
净利润增长率	177.37%	80.75%	82.68%	28.93%	26.64%
ROE	3.17%	5.56%	9.54%	11.39%	13.19%
ROA	2.90%	5.10%	8.71%	10.33%	11.88%
ROIC	2.10%	2.81%	9.17%	10.92%	12.53%
EPS(X)	0.60	1.04	1.87	2.41	3.05
PE(X)	87.75	42.40	25.95	20.13	15.89
PB(X)	2.91	2.40	2.48	2.29	2.10
PS(X)	11.99	8.70	7.27	5.99	4.96
EV/EBITDA(X)	67.03	44.34	19.13	14.64	11.33

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。