

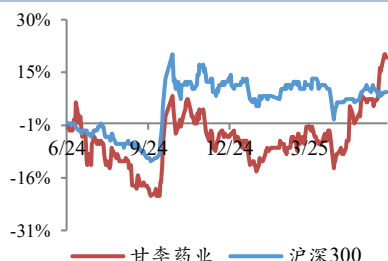
国内胰岛素量价齐升，海外业务持续拓展

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-06-09

收盘价（元） 56.33
近 12 个月最高/最低（元） 57.94/37.63
总股本（百万股） 601
流通股本（百万股） 554
流通股比例（%） 92.16
总市值（亿元） 339
流通市值（亿元） 312

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

分析师：李婵

执业证书号：S0010523120002

邮箱：lichan@hazq.com

相关报告

1.【华安医药】甘李药业（603087.SH）

首次覆盖报告：研发与国际化双轨并进，业务增长可期 2025-03-25

主要观点：

➤ 事件：

公司发布 2024 年年度报告和 2025 年一季报：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%。

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%。

➤ 事件点评

● 2025Q1 业绩亮眼，国内量价齐升，海外市场保持高增长

2025 年第一季度国内收入为 8.89 亿元，同比增长 80.07%。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%。同时，公司 25Q1 海外收入实现为 0.95 亿元，同比增长约为 45%，继续保持高增长。

● 出海进展顺利，公司胰岛素全球布局初见雏形

2024 年，公司海外收入达 5.28 亿元，同比增长 23.89%，销售毛利率约为 55.97%，较 2023 年继续回升。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，并通过向老客户推销新产品以促进老客户增量的方式，进一步扩大市场份额。同时，公司加速国际团队建设，根据不同地区和国家的市场需求，实施精准的市场投资、本土分销策略，全力开拓国际化多元市场。在欧美市场，公司与山德士的合作仍在持续稳步的推进。

● 创新产品管线有序推进，核心产品进入三期临床

2024 年公司多个在研产品取得了重要进展，博凡格鲁肽（GZR18）注射液的中国 IIb 期临床研究结果表明，每两周一次（Q2W）博凡格鲁肽注射液在肥胖/超重受试者中减重效果显著，治疗 30 周最高剂量组平均可减重 17.29%，且药物安全性和耐受性良好。

2024 年博凡格鲁肽注射液已完成了适应症为肥胖/超重和 2 型糖尿

病的中国 III 期临床研究的首例受试者给药。同时，其适应症为肥胖/超重患者的体重管理，包括伴有和不伴有 2 型糖尿病的 II 期临床试验申请（IND）获美国 FDA 批准，并完成首例受试者给药。

公司另一款核心产品 GZR4 注射液在中国开展用于治疗 2 型糖尿病的 3 项 III 期临床研究——SUPER-1（胰岛素初治）、SUPER-2（基础胰岛素经治）及 SUPER-3（基础胰岛素联合餐时胰岛素强化治疗）均完成首例受试者给药。

● 投资建议

我们预计公司 2025-2027 年收入端有望分别实现 43.93 亿元、52.29 亿元、62.47 亿元，同比增长分别为 44.2%、19.0%和 19.5%，2025-2027 年归母净利润有望实现 11.13 亿元、14.32 亿元、17.99 亿元，同比增长分别为 81.0%、28.7%和 25.6%。2025-2027 年对应的 EPS 分别约 1.85 元、2.38 元和 2.99 元，对应的 PE 估值分别为 31 倍、24 倍和 19 倍，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；
国际贸易摩擦风险；
新品研发进度不及预期的风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3045	4393	5229	6247
收入同比（%）	16.8%	44.2%	19.0%	19.5%
归属母公司净利润	615	1113	1432	1799
净利润同比（%）	80.7%	81.0%	28.7%	25.6%
毛利率（%）	74.8%	77.7%	77.1%	76.6%
ROE（%）	5.6%	9.5%	11.3%	13.0%
每股收益（元）	1.04	1.85	2.38	2.99
P/E	42.40	30.87	23.98	19.09
P/B	2.40	2.93	2.72	2.49
EV/EBITDA	44.34	22.36	17.47	13.83

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3791	4787	6175	7875	营业收入	3045	4393	5229	6247
现金	903	1430	2438	3654	营业成本	767	981	1197	1465
应收账款	214	421	456	563	营业税金及附加	31	44	52	62
其他应收款	2	4	4	5	销售费用	1167	1318	1464	1687
预付账款	57	67	84	102	管理费用	256	351	418	500
存货	1053	1302	1607	1959	财务费用	-98	-27	-43	-73
其他流动资产	1563	1563	1586	1592	资产减值损失	-16	0	0	0
非流动资产	8252	8157	7914	7665	公允价值变动收益	157	0	10	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	61	88	105	125
固定资产	2616	2769	2801	2748	营业利润	632	1264	1628	2045
无形资产	273	263	253	243	营业外收入	3	0	0	0
其他非流动资产	5363	5125	4860	4674	营业外支出	4	0	0	0
资产总计	12043	12944	14089	15540	利润总额	630	1264	1628	2045
流动负债	801	1060	1274	1556	所得税	16	152	195	245
短期借款	0	0	0	0	净利润	615	1113	1432	1799
应付账款	129	160	197	240	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	672	900	1077	1315	归属母公司净利润	615	1113	1432	1799
非流动负债	187	179	179	179	EBITDA	578	1473	1828	2221
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.04	1.85	2.38	2.99
其他非流动负债	187	179	179	179					
负债合计	988	1239	1453	1735					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	601	601	601	601					
资本公积	3591	3611	3611	3611					
留存收益	6862	7492	8423	9593					
归属母公司股东权	11054	11705	12636	13805					
负债和股东权益	12043	12944	14089	15540					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	537	1038	1405	1721	成长能力				
净利润	615	1113	1432	1799	营业收入	16.8%	44.2%	19.0%	19.5%
折旧摊销	259	235	243	249	营业利润	100.3%	100.2%	28.7%	25.6%
财务费用	-91	0	0	0	归属于母公司净利	80.7%	81.0%	28.7%	25.6%
投资损失	-61	-88	-105	-125	获利能力				
营运资金变动	4	-208	-156	-202	毛利率(%)	74.8%	77.7%	77.1%	76.6%
其他经营现金流	421	1306	1578	2001	净利率(%)	20.2%	25.3%	27.4%	28.8%
投资活动现金流	-262	-46	105	125	ROE(%)	5.6%	9.5%	11.3%	13.0%
资本支出	-441	-127	0	0	ROIC(%)	2.8%	9.3%	11.0%	12.6%
长期投资	88	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	91	81	105	125	资产负债率(%)	8.2%	9.6%	10.3%	11.2%
筹资活动现金流	-301	-466	-501	-630	净负债比率(%)	8.9%	10.6%	11.5%	12.6%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	4.73	4.52	4.85	5.06
长期借款	0	0	0	0	速动比率	3.31	3.20	3.50	3.72
普通股增加	7	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	240	20	0	0	总资产周转率	0.26	0.35	0.39	0.42
其他筹资现金流	-548	-486	-501	-630	应收账款周转率	10.19	13.84	11.92	12.26
现金净增加额	-26	527	1008	1216	应付账款周转率	6.53	6.79	6.71	6.70

每股指标(元)					估值比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
每股收益	1.04	1.85	2.38	2.99	P/E	42.40	30.87	23.98	19.09
每股经营现金流薄)	0.89	1.73	2.34	2.86	P/B	2.40	2.93	2.72	2.49
每股净资产	18.39	19.47	21.02	22.97	EV/EBITDA	44.34	22.36	17.47	13.83

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药行业首席分析师，医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生医疗（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

分析师：李婵，医疗行业研究员，主要负责医疗器械和 IVD 行业研究。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。