

甘李药业(603087.SH)

国内胰岛素续约量价齐升，创新出海加速推进

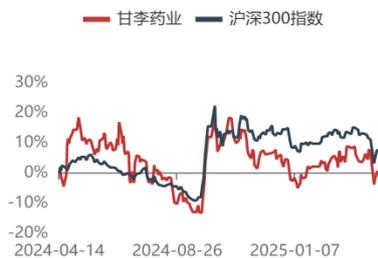
推荐（首次）

股价：43.46元

主要数据

行业	医药
公司网址	www.ganlee.com.cn
大股东/持股	甘忠如/34.21%
实际控制人	甘忠如
总股本(百万股)	601
流通A股(百万股)	554
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	261
流通A股市值(亿元)	241
每股净资产(元)	18.65
资产负债率(%)	8.3

行情走势图



证券分析师

叶寅	投资咨询资格编号 S1060514100001 BOT335 YEYIN757@pingan.com.cn
韩盟盟	投资咨询资格编号 S1060519060002 hanmengmeng005@pingan.com.cn

研究助理

张梦鸽	一般证券从业资格编号 S1060124120037 ZHANGMENGGE752@pingan.com.cn
-----	--

平安观点：

- **主营业务增长稳健，胰岛素续约量价齐升。**公司是多款三代胰岛素类似物的首家国产企业，2024年前三季度公司实现营收22.45亿元（+17.81%），实现归母净利润5.07亿元（+90.36%）。在胰岛素续约中实现量价齐升，价格方面，公司六款胰岛素产品较上一次集采中选价格相比均有提升，平均价格涨幅为30.9%。公司在胰岛素集采续约的首年采购需求量为4177万支，较上次集采首年采购需求量增加2513万支，增长率达151%。公司全品数量已经达到行业第二，仅次于诺和诺德，在两次胰岛素集采后，公司采购组需求量占比从8%上升到17%，而诺和诺德的全部采购组需求量占比从49%下降到35%，可见国产替代进一步加速。
- **创新研发快速推进，在研产品数据亮眼。**公司持续聚焦内分泌市场，具备完整胰岛素研发管线，除已上市的胰岛素产品外，公司积极布局口服降糖药物和长效胰岛素，在不断突破糖尿病治疗天花板的同时，还积极布局减肥等相关领域的药物研发。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，在肥胖成人群体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。此外公司的胰岛素周制剂GZR4研发进度已进入临床III期，该进度处于国产第一，全球第三。注射次数减少将大幅改善胰岛素患者依从性，开启降糖新篇章。
- **积极布局全球胰岛素板块，出海有望打开成长天花板。**公司海外收入持续提升，出海产品结构进一步优化。2024H1公司产品在海外新兴市场的订单量增加，国际销售收入同比增长15.90%，门冬胰岛素30注射液出口量实现零突破。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。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,712	2,608	3,285	4,289	5,386
YOY(%)	-52.6	52.3	26.0	30.6	25.6
净利润(百万元)	-440	340	652	1,150	1,497
YOY(%)	-130.3	177.4	91.8	76.3	30.2
毛利率(%)	76.3	73.3	76.0	78.4	79.1
净利率(%)	-25.7	13.0	19.9	26.8	27.8
ROE(%)	-4.6	3.2	5.8	9.4	11.1
EPS(摊薄/元)	-0.73	0.57	1.09	1.91	2.49
P/E(倍)	-59.4	76.8	40.1	22.7	17.4
P/B(倍)	2.7	2.4	2.3	2.1	1.9

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

- **甘李药业国内胰岛素市场增长稳健，创新出海有望打开成长天花板，首次覆盖给予“推荐”评级。**公司作为国内胰岛素的头部企业，核心产品为各类胰岛素产品，具备完整胰岛素研发管线，实现了对各类胰岛素全面覆盖。因此我们选取在 A 股上市的主营胰岛素的企业通化东宝、以其他生物制品为主要产品的公司，包括凯因科技、特宝生物、科兴制药、康辰药业作为甘李药业的可比公司对公司进行估值，以上四家公司核心产品均是其他生物制品，与公司核心产品胰岛素属于同类型产品。2025 年可比公司 PE 均值为 32 倍，甘李药业 2025 年 PE 估值为 23 倍，低于可比公司均值。我们预计公司 2024-2026 年分别实现归母净利润 6.52/11.50/14.97 亿元、对应 PE 分别为 40/23/17 倍。考虑公司在胰岛素续约中实现量价齐升，国内胰岛素有望抢占更多市场份额，国产替代步伐加速，主营业务增长稳健。此外公司的在研管线快速推进，GLP-1 产品 GZR8 具有 BIC 潜力。海外市场进行积极布局，欧美市场和新兴市共同发力，有望为公司带来新的利润增长点。首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示。**1.集采风险。2.行业政策风险。3. 产品研发不及预期风险。4. 市场竞争加剧风险。5. 产能释放销量增长不能与集采降价对冲风险等。

正文目录

一、 借助集采快速准入医院，量价齐升扩大市场份额	5
1.1 胰岛素龙头研发实力深厚，处于中国糖尿病市场领先地位	5
1.2 公司积极参与集采，国内收入持续增长	5
二、 聚力创新强化研发实力，研发管线加速推进	10
2.1 GZR18 数据亮眼，具有 BIC 潜力	10
2.2 GZR4 长效胰岛素制剂，每周注射改善依从性	11
三、 布局全球胰岛素版图，积极拓展国际市场	11
3.1 全球胰岛素市场广阔，公司发展潜力大	11
3.2 海外商业化进度行业领先，出海打开成长天花板	12
四、 盈利预测和估值评级	13
4.1 盈利预测假设与业务拆分	13
4.2 相对估值和评级	14
五、 风险提示	15

图表目录

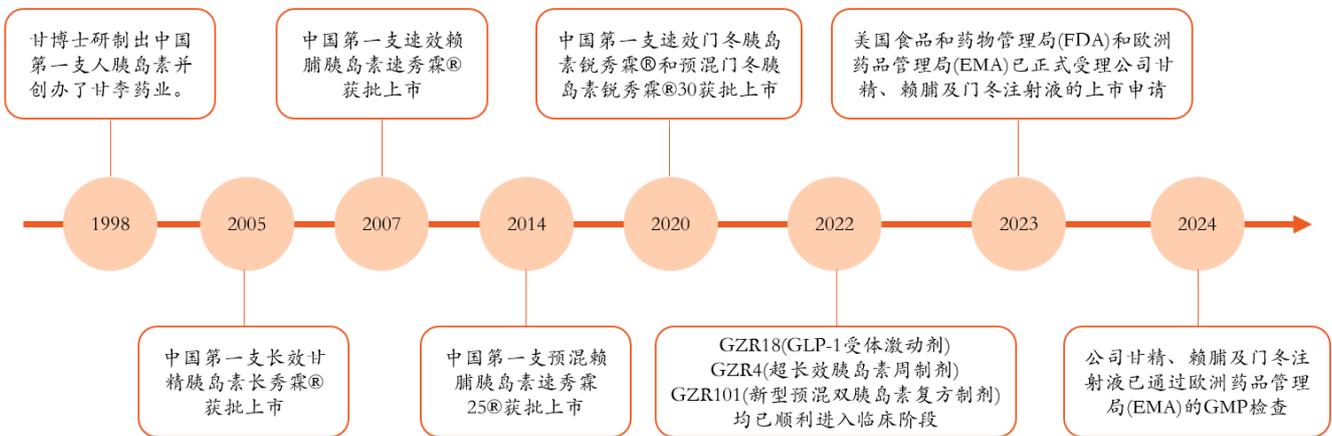
图表 1 公司发展历程	5
图表 2 公司 2019-2024 前三季度营业收入（亿元）及增速	6
图表 3 公司 2019-2024 前三季度归母净利润（亿元）及增速	6
图表 4 2020-2024 年前三季度公司费用率情况（%）	6
图表 5 2020-2024 年前三季度公司净利率和毛利率（%）	6
图表 6 2020-2023 年公司营收构成（亿元）	7
图表 7 2020-2023 年公司分业务毛利率（%）	7
图表 8 股权激励业绩考核目标（亿元）	7
图表 9 两次集采中胰岛素采需求量	8
图表 10 两次集采中二代和三代胰岛素的需求量占比	8
图表 11 主要企业两次集采采购组需求量占比	9
图表 12 公司两次集采中标价格对比	9
图表 13 两次集采甘李三代胰岛素新准入医疗机构家数	9
图表 14 公司在研管线	10
图表 15 全球重点 GLP-1 药物临床数据比对	10
图表 16 胰岛素周制剂竞争格局	11
图表 17 全球胰岛素市场规模（亿美元）	12
图表 18 全球胰岛素市场规模增速（%）	12
图表 19 2020-2023 年公司海外收入（百万元）	13
图表 20 公司收入拆分	14
图表 21 各项费用率预测	14
图表 22 可比公司估值比较	15

一、 借助集采快速准入医院， 量价齐升扩大市场份额

1.1 胰岛素龙头研发实力深厚， 处于中国糖尿病市场领先地位

公司深耕糖尿病领域，具备完整胰岛素产品管线。公司是一家主要从事胰岛素类似物原料药及注射剂研发、生产和销售的高新技术企业，具备完整胰岛素研发管线。公司作为国内领先掌握产业化生产胰岛素类似物技术的高科技生物制药企业，公司是多款三代胰岛素类似物的首家国产企业，使我国成为世界上少数能进行胰岛素类似物产业化生产的国家之一。公司主要产品包括甘精胰岛素注射液（长秀霖®）、赖脯胰岛素注射液（速秀霖®）、精蛋白锌重组赖脯胰岛素混合注射液（25R）（速秀霖®25）、门冬胰岛素注射液（锐秀霖®）、门冬胰岛素 30 注射液（锐秀霖®30）多款胰岛素类似物产品和精蛋白人胰岛素混合注射液（30R）（普秀霖®30），产品覆盖长效、速效、预混三个胰岛素功能细分市场。同时，公司产品覆盖相关医疗器械领域，包括可重复使用的笔式胰岛素注射器、不可重复使用的笔式注射器、一次性使用注射笔用针头及一次性胰岛素笔用针头等，方便患者配套使用。

图表1 公司发展历程

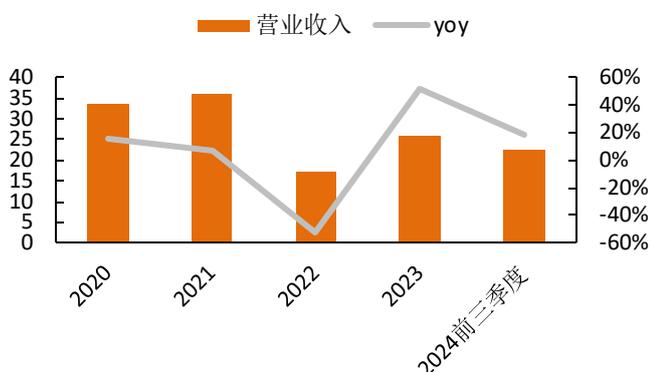


资料来源：公司官网、平安证券研究所

1.2 公司积极参与集采，国内收入持续增长

国产替代进口加速，国内收入增长稳健。2020-2021年，公司业绩稳中有升，2021年，公司实现营业收入36.12亿元，同比增长7.44%，实现归母净利润14.53亿元，同比增长18.04%。2022年公司业绩由于胰岛素首轮集采短期承压，利润一度转亏，2022年实现营收17.12亿元，同比减少52.60%，实现归母净利润-4.4亿元，同比减少130.25%。2023年借助集采东风，公司准入更多医疗机构，2023年成功实现了业绩上的扭亏为盈，归母净利润3.40亿元，营业收入26.08亿元，同比增长52.31%。2024年前三季度，营业收入为22.45亿元，同比增加17.81%，实现归母净利润5.07亿元，同比增长90.36%，主要归因于公司在胰岛素集采专项接续中制剂产品价格的上涨，新一轮胰岛素集采在2024年二、三季度陆续由各省开始执行，公司产品价格上涨带来的收入增长效应在2025年初步体现。

图表2 公司 2019-2024 前三季度营业收入 (亿元) 及增速



资料来源: wind, 平安证券研究所

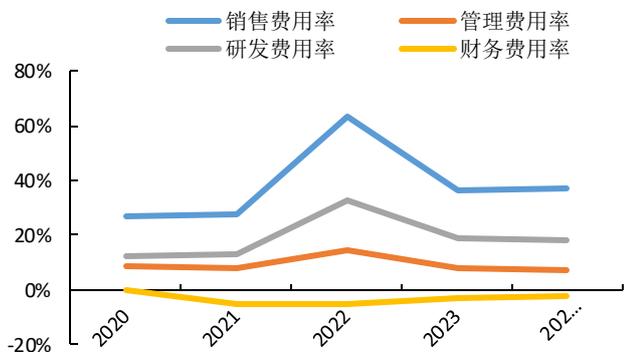
图表3 公司 2019-2024 前三季度归母净利润 (亿元) 及增速



资料来源: wind, 平安证券研究所

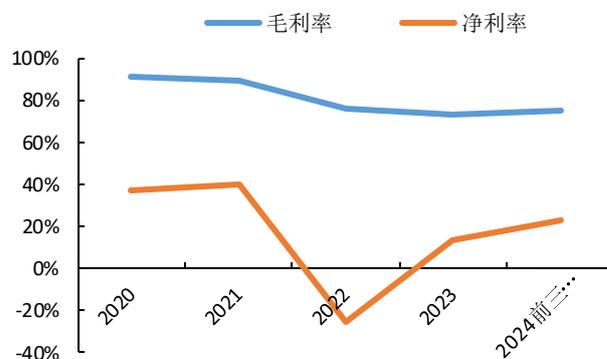
公司迎接集采落地, 持续扩增学术团队。2020-2021 年, 公司的费用率均保持在稳定水平。2022 年公司面对集采后胰岛素市场的新态势, 深化开展专业学术推广活动, 销售费用率达到了 63.46%, 较上年同期提升 35.70 个百分点。2021 年销售人员数量为 1170 人, 2022 年销售人员扩展到 2067 人。2023-2024 前三季度, 公司三费保持稳定, 销售费用率平均水平为 36.65%, 管理费用率平均值保持在 7.94%, 研发费用率平均水平为 18.59%, 财务费用率平均值为 -2.81%。毛利率方面, 公司在 2022 年受到集采降价影响毛利率下降, 2024 年前三季度公司毛利率为 75.36%; 净利率方面, 公司在 2022 年由于集采大幅降价导致净利率为 -25.67%, 2024 年胰岛素集采专项接续工作中, 公司产品全线提价, 2024 前三季度净利率为 22.60%。

图表4 2020-2024 年前三季度公司费用率情况 (%)



资料来源: wind, 平安证券研究所

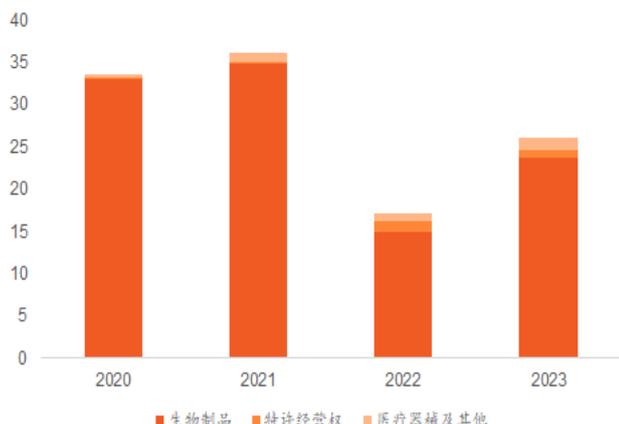
图表5 2020-2024 年前三季度公司净利率和毛利率 (%)



资料来源: wind, 平安证券研究所

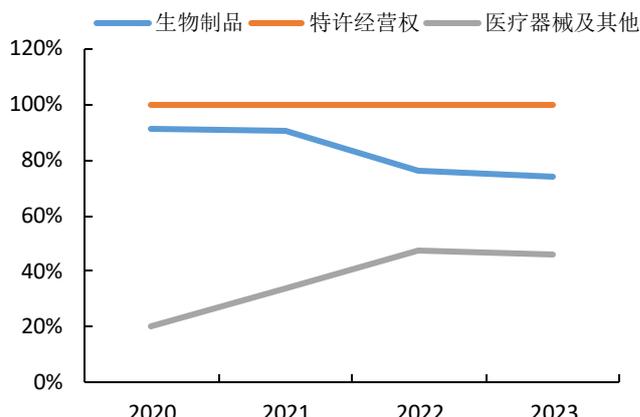
专注糖尿病领域, 持续开拓海外市场。公司主要营业收入来自生物制品板块, 近 4 年来该业务板块平均占比为 92.88%, 2022 年特许经营权板块收入达到 1.35 亿元, 占比达到为 7.88%, 主要系按照 2018 年公司与山德士签订的商业和供货协议约定的特许经营权服务收入, 金额为 769.88 万元; 以及按照协议内容, 公司达成三款生物类似药临床研究里程碑, 于 2022 年第三季度收到山德士支付的 1850 万美元 (折合人民币 1.27 亿元) 里程碑款。2022 年生物制品板块毛利率为 75.95%, 较上年同期下降 14.76 个百分点, 主要原因为胰岛素集采降价所致。

图表6 2020-2023年公司营收构成(亿元)



资料来源: wind, 平安证券研究所

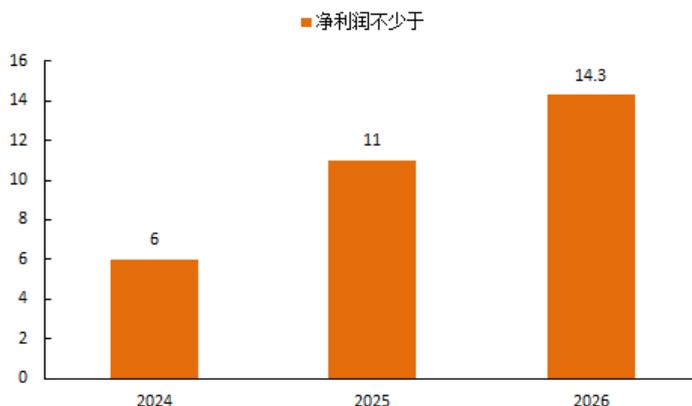
图表7 2020-2023年公司分业务毛利率(%)



资料来源: wind, 平安证券研究所

股权激励目标明确, 彰显未来发展信心。2024年2月19日, 公司发布《2024年限制性股票激励计划(草案)》, 本激励计划的激励对象为公司(含子公司)董事、高级管理人员及核心技术(业务)骨干。本激励计划拟向激励对象授予的限制性股票数量为713万股, 约占本激励计划草案公告日公司股本总额5.94亿股的1.20%。本激励计划在2024年至2026年的三个会计年度中, 分年度对公司的业绩指标进行考核, 以达到公司业绩考核目标作为激励对象当年度的解除限售条件之一。其中业绩考核目标分别为2024年度公司净利润不少于6亿元; 2025年度公司净利润不少于11亿元; 2026年度公司净利润不少于14.3亿元(以上净利润计算时将剔除股权激励当期成本摊销的影响)。

图表8 股权激励业绩考核目标(亿元)

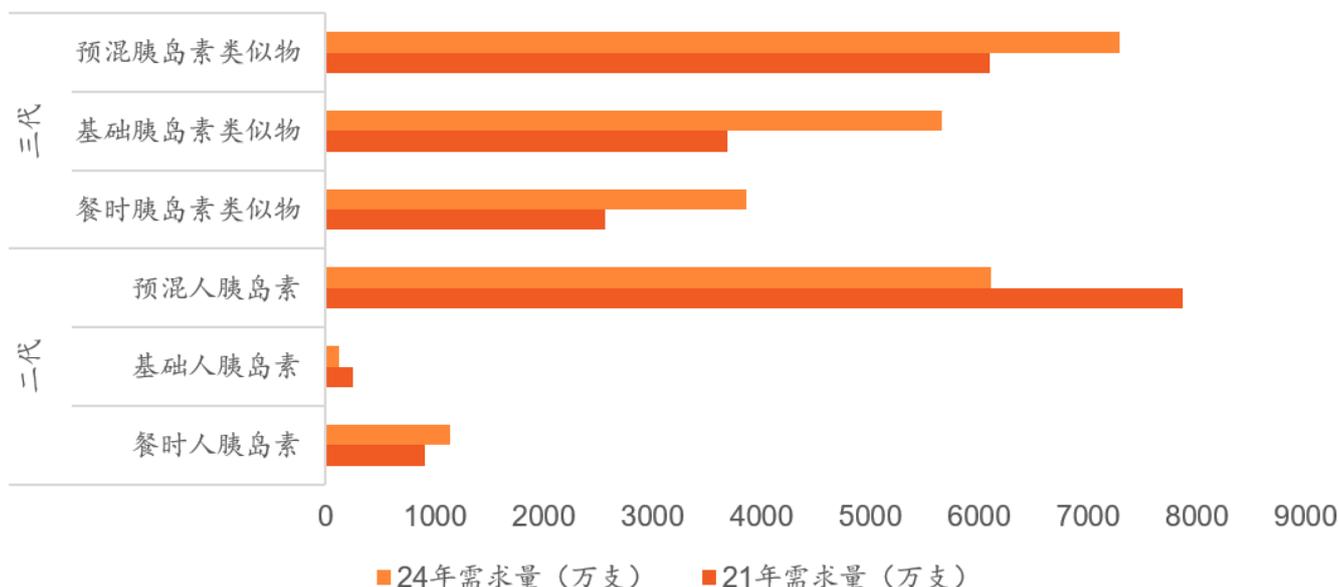


资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

1.3 接续集采价格陆续执行, 胰岛素签约实现量价齐升

国产替代步伐加速, 公司市场份额逐渐提升。公司在胰岛素集采续约的首年(从2022年5月开始实施)采购需求量为4177万支, 较上次集采首年(从2024年5月开始实施)采购需求量增加2513万支, 增长率达151%。其中三代胰岛素增长尤为明显, 餐时胰岛素类似物2024年需求量为3869万支, 较首次集采需求量增长50.7%; 基础胰岛素类似物2024年需求量为5663万支, 较首次集采需求量增长53.6%; 预混胰岛素类似物2024年需求量为7295万支, 较首次集采需求量增长19.6%, 可以看到公司的市场份额逐步提升。

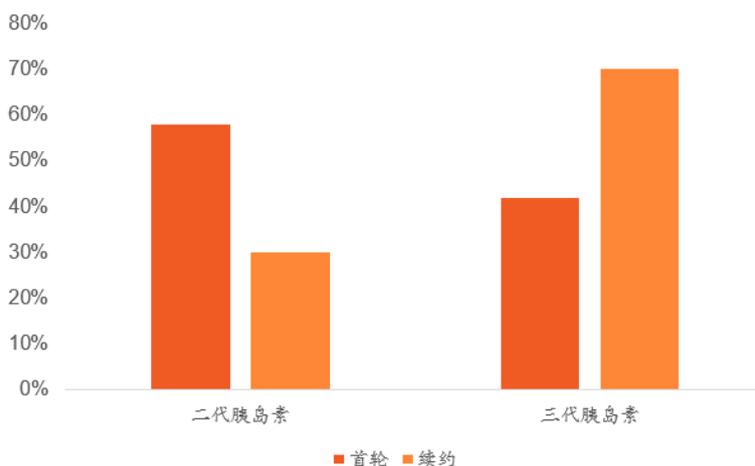
图表9 两次集采中胰岛素需求量



资料来源：公司公告，平安证券研究所

三代替换二代成为未来胰岛素用药主旋律，公司是三代胰岛素的领跑者。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，占整体需求量的 70%，较上次集采的首年采购需求量增长 36%。二代胰岛素本次首年采购需求量占比 30%，较上次占比减少 12%。可见，在上次集采政策落地执行后，胰岛素药品的可及性显著提升，推动了糖尿病患者用药结构的升级，三代胰岛素市场份额得到快速提升，胰岛素代际升级加速。

图表10 两次集采中二代和三代胰岛素的需求量占比 (%)

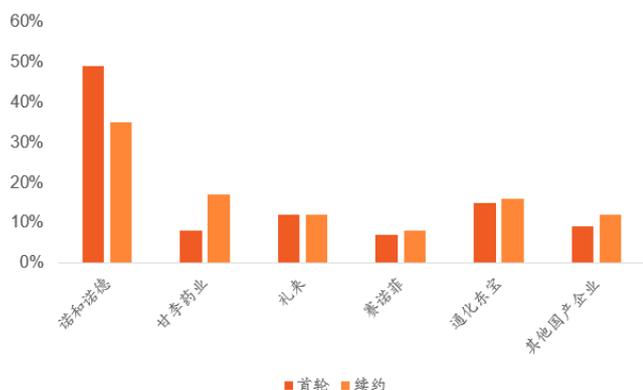


资料来源：公司公告，平安证券研究所

接续集采中量价齐升，国内销售未来可期。在本次胰岛素接续集采中，公司积极参与集采，产品价格合理回归，多款产品保持 A 类中选。价格方面，公司六款胰岛素产品较上一次集采中选价格相比均有提升，平均价格涨幅为 30.9%。其中人胰岛素价格涨幅 44.8%，门冬胰岛素价格涨幅 29.6%，赖脯胰岛素价格涨幅 48.2%，甘精胰岛素价格涨幅 34.1%，门冬 30 预混

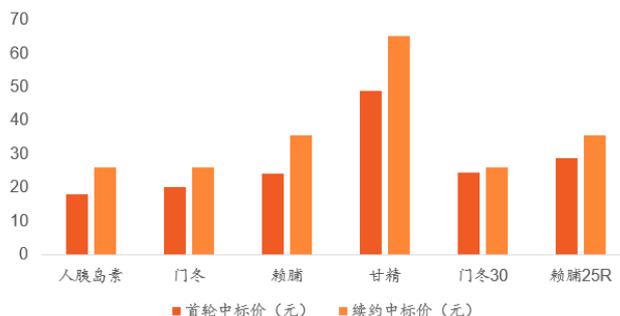
胰岛素价格涨幅 5.5%，赖脯 25R 预混胰岛素价格涨幅 23.1%。在需求量方面，公司各产品的需求量数据明显上涨，公司本次集采首年采购需求量为 4177 万支，较上次集采首年采购需求量增加 2513 万支，增长率达 151%。此外公司全品数量已经达到行业第二，仅次于诺和诺德，在两次胰岛素集采后，公司采购组需求量占比从 8% 上升到 17%，而诺和诺德的全部采购组需求量占比从 49% 下降到 35%，可见国产替代进一步加速。

图表 11 主要企业两次集采采购组需求量占比 (%)



资料来源：公司公告，平安证券研究所

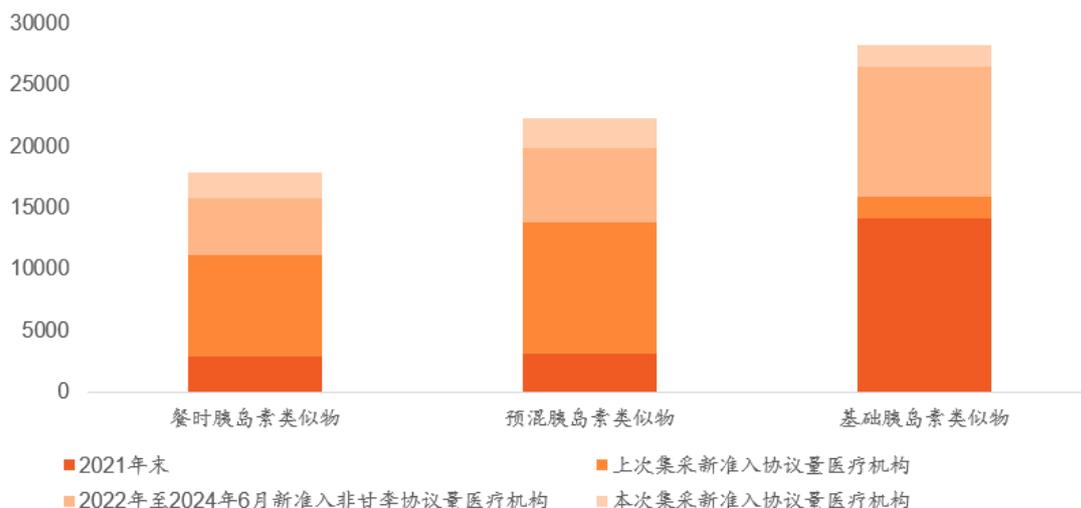
图表 12 公司两次集采中标价格对比



资料来源：上海阳光采购网，平安证券研究所

公司借助集采实现快速入院，为产品销量增长打下基础。公司在上次集采中，以全产品高顺位中标，获得新准入医疗机构近万家（不同产品覆盖相同医院计为一家）。借助上次集采获得的各项优势，公司快速扩增学术推广团队，快速推进胰岛素集采落地执行。截至 2023 年末，公司已覆盖医疗机构 3.7 万家。集采续约后公司再次新准入近 2000 家医疗机构（不同产品覆盖相同医院计为一家），市场覆盖进一步扩增。分产品来看，公司各产品在两次集采中均获得较为可观的新准入的医疗机构，提升公司产品的可及性。

图表 13 两次集采甘李三代胰岛素新准入医疗机构家数 (个)



资料来源：公司公告，平安证券研究所

二、聚力创新强化研发实力，研发管线加速推进

胰岛素品种覆盖各细分市场，积极推进糖尿病相关其他疗法。公司具备完整胰岛素研发管线，拥有五款胰岛素类似物产品以及一款人胰岛素产品，产品覆盖长效、速效、预混三个胰岛素功能细分市场，除已上市、市场成熟的第二、三代胰岛素，也在积极地布局和推进第四代胰岛素以及更前沿的糖尿病治疗相关的药物和疗法。公司同时布局了口服降糖药，如靶点为口服 GLP-1RA、DPP-4i、SGLT-2i 等药物，公司首款口服降糖药 DPP-4i 甘唐维（磷酸西格列汀片）在 2022 年 6 月获批上市。公司在不断突破糖尿病治疗天花板的同时，还积极布局相关代谢领域的药物研发。GZR18 为公司自主研发的 GLP-1 单靶点药物，除了 2 型糖尿病以外，公司积极布局肥胖领域。

图表14 公司在研管线

	分类	产品	研发进展	适应症
注射制剂	二代预混	普秀霖®30	已上市	糖尿病
	三代基础（长效）	长秀霖®	已上市	糖尿病
	三代速效（门冬）	锐秀霖®	已上市	糖尿病
	三代速效（赖脯）	速秀霖®	已上市	糖尿病
	三代预混（门冬 30）	锐秀霖®30	已上市	糖尿病
	三代预混（赖脯 25）	速秀霖®25	已上市	糖尿病
	四代基础（超长效）	GZR4 注射液	II 期临床	糖尿病
	四代预混（双胰岛素复方制剂）	GZR101 注射液	II 期临床	糖尿病
口服制剂	GLP-1RA	GZR18 注射液	II 期临床	2 型糖尿病、肥胖/超重
	GLP-1RA	GZR18 片	II 期临床	2 型糖尿病
	DPP-4i	磷酸西格列汀	已上市	2 型糖尿病
	DPP-4i	利格列汀	NDA	2 型糖尿病
	SGLT-2i	恩格列净	NDA	2 型糖尿病

资料来源：公司公告，平安证券研究所

2.1 GZR18 数据亮眼，具有 BIC 潜力

减重数据表现优异，具有 BIC 潜力。GZR18 注射液是公司自研 1 类创新药，是一种长效 GLP-1RA（胰高糖素样肽-1 受体激动剂），与人体内源性 GLP-1（胰高糖素样肽-1）同源性高达 94%，该药品适应症为 2 型糖尿病和肥胖/超重。其中适应症为肥胖/超重的 Ib/IIa 期研究结果已于 2024 年 6 月在第 84 届 ADA 科学会议上展示。该研究为 GZR18 注射液在中国肥胖/超重患者中开展的随机、双盲、安慰剂对照的多次剂量递增研究，研究结果表明 GZR18 注射液每周一次(QW)和每两周一次给药(Q2W)治疗 35 周，受试者平均体重减轻 17.8%(QW)与 12.8%(Q2W)，相较安慰剂组(体重增加 0.7%)分别减轻了 18.6% 与 13.5%，具有 BIC 潜力。

图表15 全球重点 GLP-1 药物临床数据对比

公司	靶点	药物	中国临床进展	最高进展时间	2 型糖尿病	肥胖	糖尿病临床数据	肥胖临床数据
礼来	GLP-1R	艾塞那肽	已上市	2009/4/8	已上市	III 期	HbA1c: +0.11% vs +0.38%	weight change at week 24: -6.16 vs -3.97 kg
诺和诺德	GLP-1R	利拉鲁肽	已上市	2011/1/17	已上市	NA	HbA1c: -0.64% vs +0.42%	weight change at week 56: -5.8% vs -1.5%
仁会生物	GLP-1R	贝那鲁肽	已上市	2016/12/13	已上市	已上市	≥50% reduction in IHTG: 47.8% vs 17.4%	weight change at week 12: -9.5% vs -5.1%
阿斯利康	GLP-1R	艾塞那肽微球	已上市	2017/12/28	已上市	NA	HbA1c: -0.36% vs +0.49%	weight change at week 24: -4.47% vs -0.27%
赛诺菲	GLP-1R	利司那肽	已上市	2017/9/8	已上市	NA	HbA1c: -0.62% vs -0.11%	NA
礼来	GLP-1R	度拉糖肽	已上市	2019/1/25	已上市	NA	HbA1c: -0.9% vs +0.6%	NA
翰森制药	GLP-1R	聚乙二醇洛塞那肽	已上市	2019/4/3	已上市	NA	HbA1c: -1.34% vs -0.17%	NA
诺和诺德	GLP-1R	司美格鲁肽	已上市	2021/4/27	已上市	已上市	HbA1c: -1.5% vs -1.2%	weight change at week

								44: -12.1% vs -3.6% weight change at week 68: -13.2% vs -2.1% weight change at week 72: -20.7% vs -2.4%
诺和诺德	GLP-1R	司美格鲁肽 (口服)	已上市	2024/1/23	已上市	NA	HbA1c: -1.5% vs -1.4% vs -0.1%	weight change at week 64: -13.6% vs -2.2%
礼来	GLP-1R;GIPR	替尔泊肽	已上市	2024/5/15	已上市	临床 III 期	HbA1c: -2.49% vs -0.95%	weight change at week 52: -17.5% vs -2.3% weight change at week 72: -18.4% vs +2.5%
信达生物	GLP-1R;GCGR	玛仕度肽	申请上市	2024/2/7	NDA	NDA	HbA1c at week 24: -2.15% vs -0.14%	weight change at week 32: -13.38% vs -0.24%
先为达生物; 凯因科技	GLP-1R	伊诺格鲁肽	申请上市	2024/11/23	NDA	NDA	HbA1c: -2.43% vs -0.87%	weight change at week 26: -14.7% vs -8.8%
礼来	GLP-1R	orforglipron	III 期	2023/5/22	III 期	III 期	HbA1c: -2.10% vs -1.10% vs -0.43%	weight change at week 36: -14.7% vs -2.3%
BI	GLP-1R;GCGR	survodutide	III 期	2023/10/4	III 期	III 期	HbA1c: -1.71% vs -1.47% vs -0.15%	weight change at week 46: -14.9% vs -2.8%
恒瑞医药	GLP-1R;GIPR	HRS9531	III 期	2024/5/2	III 期	III 期	HbA1C: -2.7% vs -0.3%	body weight at week 36 (difference): -21.1%
恒瑞医药	GLP-1R	HRS-7535 (口服)	III 期	2024/7/31	III 期	II 期		weight change at day 29: -6.63% vs -1.18%
甘李药业	GLP-1R	GZR18	III 期	2024/8/13	III 期	III 期	HbA1c at week 24: -2.32% vs -1.60%	body weight at 35 week: -17.8% vs +0.7%
博瑞医药	GLP-1R;GIPR	BGM0504	III 期	2024/10/29	III 期	III 期	HbA1c (difference): -2.76% vs -1.71%	body weight at 24 week (difference): -18.5%
众生睿创	GLP-1R;GIPR	RAY1225	II 期	2024/1/17	II 期	II 期	HbA1c at week 24: -2.07% vs -0.23%	body weight at 24 week: -12.97% vs -3.62%
礼来	GLP-1R; GCGR;GIPR	retatrutide	I 期	2022/9/21	NA	I 期	HbA1c: -2.02% vs -1.41% vs -0.01%	weight change at week 24: -17.5% vs -1.6%

资料来源: 医药魔方, 平安证券研究所

2.2 GZR4 长效胰岛素制剂, 每周注射改善依从性

胰岛素周制剂减少注射次数, 提高患者依从性。传统的长效胰岛素(如甘精胰岛素、德谷胰岛素)需要每天注射一次或多次。每周一次的胰岛素通过改进药物分子结构或使用新型递送系统, 延长药物的半衰期, 从而实现更长的作用时间。这类胰岛素旨在减少患者的注射频率, 提高用药依从性, 同时保持稳定的血糖控制。与日制剂相比, 胰岛素周制剂预计每年可减少胰岛素注射 300 余次, 大幅降低注射频次, 助力克服注射障碍, 有望提高患者群体的整体依从性。目前, GZR4 的全球开发已进入 III 期临床研究阶段, 这是首个进入 III 期阶段的国产超长效胰岛素。全球范围内仅一款注射频率达到每周 1 次的超长效胰岛素获批上市, 即诺和诺德开发的依柯胰岛素(icodec), 该药物已在中国上市。除此之外, 礼来也开发了超长效胰岛素 Insulin Efsitora Alfa (LY3209590), 该药物开展临床 III 期研究。

图表16 胰岛素周制剂竞争格局

	诺和诺德	礼来	甘李药业
药品	icodec 胰岛素	Insulin Efsitora Alfa	GZR4
中国最高阶段	已上市	临床 III 期	临床 III 期
最高进展时间	2024-06-18	2022-06-29	2024-10-2

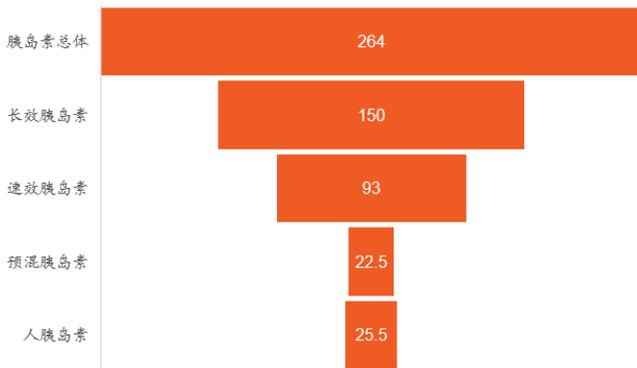
资料来源: 医药魔方, 平安证券研究所

三、 布局全球胰岛素版图, 积极拓展国际市场

3.1 全球胰岛素市场广阔, 公司发展潜力大

全球胰岛素市场持续增长，长效胰岛素占据了最大的收入份额。由于生活方式的改变、肥胖率的上升以及遗传因素，全球糖尿病患病率不断上升，这种激增刺激了胰岛素的需求，胰岛素市场经历了显著增长。根据诺和诺德年报统计，2024 年全球胰岛素市场规模为 264 亿美元（不包括人胰岛素），其中长效胰岛素市场规模 150 亿美元，速效胰岛素市场规模为 93 亿美元，预混胰岛素市场规模为 22.5 亿美元，人胰岛素市场规模为 25.5 亿美元。此外，2021 年 11 月-2024 年 11 月全球胰岛素市场规模增速为 3%。

图表17 全球胰岛素市场规模（亿美元）



图表18 全球胰岛素市场规模增速（%）



资料来源：诺和诺德 2024 年年报，平安证券研究所

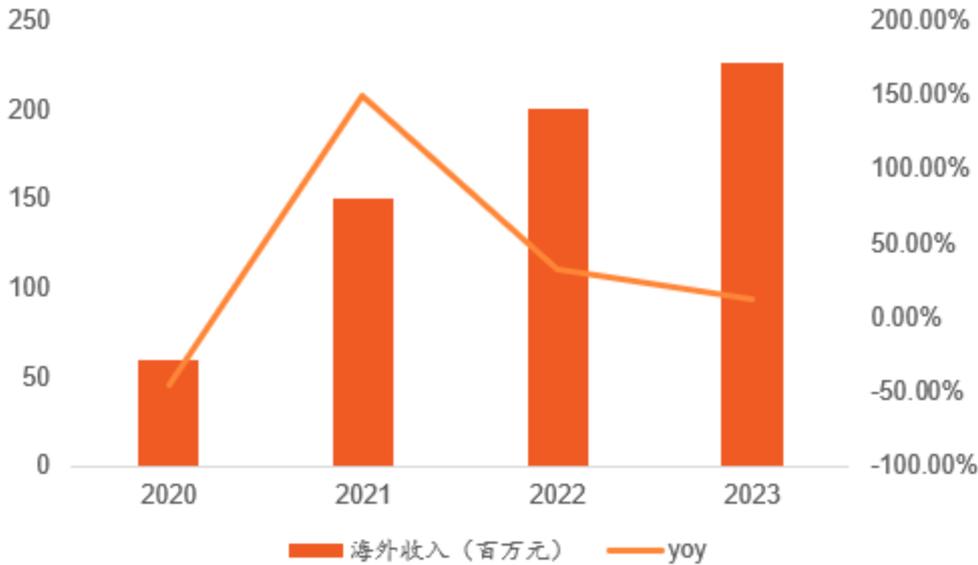
资料来源：诺和诺德 2024 年年报，平安证券研究所

3.2 海外商业化进度行业领先，出海打开成长天花板

布局欧美发达国家市场，欧洲通过 EMA 审查以及 GMP 检查，美国 FDA 查厂后进行整改。在欧美市场，公司与山德士于 2018 年签订商业和供货协议。协议约定，在三款生物类似药获得批准后，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，由公司负责药物开发（包括临床研究）及供货等事宜。2023 年，公司甘精胰岛素注射液、赖脯胰岛素注射液和门冬胰岛素注射液的上市许可申请陆续获得 EMA 正式受理。2024 年 5 月，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。2023 年，公司甘精、赖脯和门冬胰岛素注射液三款生物类似药的上市申请已获得美国 FDA 正式受理，并且公司迎接了 FDA 针对甘精、赖脯和门冬胰岛素注射液三款生物类似药的批准前检查。截至 2024 年中报，公司已收到 FDA 的初步反馈，公司尚有相关事项需要完善，公司将根据 FDA 意见尽快完成整改。

布局新兴市场，推动国际化业务快速发展。公司在 2023 年海外收入达到 2.27 亿元，同比增长 13.31%。在拉美地区的玻利维亚、墨西哥，公司先后以 MAH 的身份进入市场，标志着公司自主销售能力进一步提升，也意味着甘李在海外本土化水平得到了进一步深化；在亚太地区，公司首个门冬胰岛素 30 注射液产品在孟加拉的上市，意味着门冬胰岛素 30 海外本土化项目的成功落地；在中东北非地区，实现了多个国家签约，启动了产品注册准入工作，意味着公司主要新兴市场重点区域完成覆盖。

图表19 2020-2023 年公司海外收入（百万元）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

四、盈利预测和估值评级

4.1 盈利预测假设与业务拆分

我们将公司的营业收入按照主营业务板块进行拆分，主要按照生物制品、医疗器械以及特许经营权业务板块进行拆分。核心假设如下：

1) 生物制品：公司核心产品生物制剂主要是胰岛素制剂的销售，在胰岛素专项集采接续采购中，公司产品实现量价齐升，价格方面，公司六款胰岛素产品较上一次集采中选价格相比均有提升，平均价格涨幅为 30.9%。在需求量方面，公司各产品的需求量数据明显上涨，公司本次集采首年采购需求量为 4177 万支，较上次集采首年采购需求量增加 2513 万支，增长率达 151%，有利于公司胰岛素市场份额进一步提升。因此假设胰岛素制剂板块 2024/2025/2026 年营业收入增速为 26%/31%/25%。

2) 医疗器械：公司销售糖尿病相关的医疗器械，包括注射用笔、血糖试纸、胰岛素笔注射针头等，随着胰岛素制剂在新兴市场的销售，相关医疗器械预计逐渐放量，因此假设医疗器械板块 2024/2025/2026 年营业收入增速为 30%/32%/34%。

3) 特许经营权：公司与山德士于 2018 年签订商业和供货协议。协议约定，在三款生物类似药获得批准后，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，由公司负责药物开发（包括临床研究）及供货等事宜。特许经营权收入是公司在履行了合同中的履约义务，客户按照分摊至该项履约义务的交易价格确认收入。2024 年公司收到欧洲药品管理局 EMA 的正式通知，公司的生产设施符合欧盟 GMP 法规的要求，后续美国地区的三款胰岛素产品在通过 FDA 整改后也会陆续获批。因此假设特许经营权板块 2024/2025/2026 年营业收入增速为 20%/23%/26%。

综上所述，预计 2024-2026 年公司实现营业收入 32.85/42.89/53.86 亿元，同比增长 25.96%/30.56%/25.57%。

图表20 公司收入拆分

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
生物制品 收入（百万元）	1484.57	2360.20	2972.92	3887.54	4859.42
增速	-54.88%	58.98%	25.96%	30.76%	25.00%
医疗器械 收入（百万元）	92.53	148.46	193.00	254.76	341.38
增速	-16.61%	60.45%	30.00%	32.00%	34.00%
特许经营权 收入（百万元）	135.17	99.37	119.25	146.68	184.81
增速	439.15%	-26.48%	20.00%	23.00%	26.00%
总收入（百万元）	1712.27	2608.04	3285.17	4288.97	5385.61
增速	-52.60%	52.31%	25.96%	30.56%	25.57%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

期间费用率假设：

1) 销售费用率：2022-2023 年，公司销售费用率分别为 63.46%、36.27%，凭借公司产品在胰岛素续约中中标情况，公司有望借助胰岛素集采政策实现快速入院，销售人员进行院内推广的力度降低，公司借助集采政策导致医院实现自主采购，因此销售费用率呈下降趋势，我们预计 2024-2026 年公司的销售费用率分别为 32.00%、26.00%与 25.00%。

2) 管理费用率：2022-2023 年，公司管理费用率分别 14.45%、8.31%，公司后续伴随规模效应管理费用将呈现下降趋势，我们预计 2024-2026 年管理费用率分别为 6.80%、6.00%与 5.50%。

3) 研发费用率：2022-2023 年，公司研发费用率分别为 32.85%、19.12%，伴随管线中产品逐渐进入临床 III 期，预计研发投入增加，研发费用率增加。2024 年由于营业收入大幅增加，导致研发费用率下降，但研发费用持续增加。我们预计 2024-2026 年研发费用率分别为 17.60%、17.70%与 17.80%。

图表21 各项费用率预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
销售费用率	63.46%	36.27%	32.00%	26.00%	25.00%
管理费用率	14.45%	8.31%	6.80%	6.00%	5.50%
研发费用率	32.85%	19.21%	17.60%	17.70%	17.80%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

归母净利润：我们预计公司营业收入保持稳健增长，在费用率控制良好预期下，预计 2024-2026 年公司的归母净利润分别为 6.52、11.50、14.97 亿元，分别同比+91.79%、+76.29%、+30.20%。

4.2 相对估值和评级

甘李药业国内胰岛素市场增长稳健，创新出海有望打开成长天花板，首次覆盖给予“推荐”评级。公司作为国内胰岛素的头部企业，核心产品为各类胰岛素产品，具备完整胰岛素研发管线，实现了对各类胰岛素全面覆盖。因此我们选取在 A 股上市的主营胰岛素的企业通化东宝、以其他生物制品为主要产品的公司，包括凯因科技、特宝生物、科兴制药、康辰药业作为甘李药业的可比公司对公司进行估值，以上四家公司核心产品均是其他生物制品，与公司核心产品胰岛素属于同类型产品。2025 年可比公司 PE 均值为 32 倍，甘李药业 2025 年 PE 估值为 23 倍，低于可比公司均值。

我们预计公司 2024-2026 年分别实现归母净利润 6.52/11.50/14.97 亿元、对应 PE 分别为 40/23/17 倍。考虑公司在胰岛素续约中实现量价齐升，国内胰岛素有望抢占更多市场份额，国产替代步伐加速，主营业务增长稳健。此外公司的在研管线快

速推进，GLP-1 产品 GZR8 具有 BIC 潜力。海外市场进行积极布局，欧美市场和新兴市共同发力，有望为公司带来新的利润增长点。首次覆盖给予“推荐”评级。

图表22 可比公司估值比较

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	EPS (元)				PE(倍)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
688278.SH	特宝生物	312	1.37	2.03	2.74	3.71	38	36	28	20
600867.SH	通化东宝	143	0.59	0.04	0.45	0.56	18	196	16	13
603590.SH	康辰药业	44	0.94	0.49	0.98	1.22	41	56	28	23
688687.SH	凯因科技	46	0.68	0.84	1.08	1.44	51	26	25	19
688136.SH	科兴制药	60	-0.96	0.16	0.48	1.01	/	139	62	30
	平均值						37	91	32	21
603087.SH	甘李药业	261	0.57	1.09	1.91	2.49	77	40	23	17

资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 除甘李药业外, 可比公司2024-2026年EPS/PE预测均为wind一致预测

五、风险提示

1. 集采风险。

胰岛素专项集采第三轮将在 2027 年开展，参与集采，存在价格大幅下降，集采约定量不及预期风险，若不参与集采同样存在销售量大幅下降的风险。已集采产品存在集采续约中，价格再度下降，或者集采续约中竞争加剧而失去原有市场份额的风险。

2. 行业政策风险。

国内医药行业受政策严格监管，生物类似药的研发、上市、销售等环节均受政策影响，药品审评审批政策、医保政策、准入政策等存在变化的风险。

3. 产品研发不及预期风险。

管线内产品研发存在临床试验数据不及预期风险。国内外的临床试验患者招募存在不及预期风险，试验进展及随访存在不及预期风险，试验数据分析进度存在不及预期风险。

4. 市场竞争加剧风险。

GLP-1 以及痛风领域市场潜力大，国内外药企有多项在研产品布局，随着研发及上市申报的推进，存在市场竞争加剧的风险，进而导致销售不及预期风险。

5. 产能释放销量增长不能与集采降价对冲风险。

公司所有胰岛素产品均在 2024 年胰岛素专项续约 A 类中标，中标价相对较低，存在产能释放销量增长不能与集采降价对冲风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6176	7497	9162	11278
现金	2443	3010	4199	5717
应收票据及应收账款	385	566	739	929
其他应收款	3	7	9	12
预付账款	41	65	85	107
存货	861	1179	1380	1679
其他流动资产	2443	2669	2748	2835
非流动资产	5539	5119	4626	4065
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1879	1866	1802	1685
无形资产	278	345	389	411
其他非流动资产	3383	2908	2436	1969
资产总计	11715	12616	13788	15343
流动负债	773	1126	1329	1621
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	106	94	110	134
其他流动负债	668	1032	1219	1487
非流动负债	199	197	195	193
长期借款	5	4	2	-0
其他非流动负债	194	194	194	194
负债合计	973	1324	1524	1814
少数股东权益	0	0	0	1
股本	594	601	601	601
资本公积	3351	3344	3345	3347
留存收益	6798	7348	8318	9580
归属母公司股东权益	10743	11293	12263	13528
负债和股东权益	11715	12616	13788	15343

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	105	507	1210	1597
净利润	340	652	1150	1497
折旧摊销	223	420	496	567
财务费用	-79	-79	-76	-74
投资损失	-63	-97	-97	-97
营运资金变动	-423	-401	-273	-307
其他经营现金流	108	12	11	10
投资活动现金流	-977	85	84	83
资本支出	559	0	3	6
长期投资	-744	0	0	0
其他投资现金流	-792	85	81	77
筹资活动现金流	755	-25	-106	-162
短期借款	0	0	0	0
长期借款	-3	-2	-2	-2
其他筹资现金流	758	-23	-104	-160
现金净增加额	-115	567	1189	1518

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2608	3285	4289	5386
营业成本	697	790	925	1125
税金及附加	24	32	41	52
营业费用	946	1051	1115	1346
管理费用	217	223	257	296
研发费用	501	578	759	959
财务费用	-79	-79	-76	-74
资产减值损失	-40	-68	-89	-112
信用减值损失	-16	-30	-39	-49
其他收益	24	39	39	39
公允价值变动收益	-18	0	1	2
投资净收益	63	97	97	97
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	315	727	1276	1658
营业外收入	4	3	3	3
营业外支出	13	12	12	12
利润总额	306	719	1267	1650
所得税	-34	66	117	153
净利润	340	652	1150	1497
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	340	652	1150	1497
EBITDA	450	1060	1687	2143
EPS (元)	0.57	1.09	1.91	2.49

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入(%)	52.3	26.0	30.6	25.6
营业利润(%)	155.4	130.7	75.4	30.0
归属于母公司净利润(%)	177.4	91.8	76.3	30.2
获利能力				
毛利率(%)	73.3	76.0	78.4	79.1
净利率(%)	13.0	19.9	26.8	27.8
ROE(%)	3.2	5.8	9.4	11.1
ROIC(%)	5.4	10.1	18.5	25.0
偿债能力				
资产负债率(%)	8.3	10.5	11.1	11.8
净负债比率(%)	-22.7	-26.6	-34.2	-42.3
流动比率	8.0	6.7	6.9	7.0
速动比率	6.8	5.3	5.5	5.6
营运能力				
总资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.4
应收账款周转率	6.8	5.8	5.8	5.8
应付账款周转率	6.61	8.41	8.41	8.41
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.57	1.09	1.91	2.49
每股经营现金流(最新摊薄)	0.17	0.84	2.01	2.66
每股净资产(最新摊薄)	17.87	18.79	20.40	22.51
估值比率				
P/E	76.8	40.1	22.7	17.4
P/B	2.4	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	59	20	12	8

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2025 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层