

甘李药业 (603087.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

量价齐升业绩高增，国际市场稳步开拓

业绩简评

2024 年公司实现营业收入 30.45 亿元，同比增长 16.77%；实现归母净利润 6.15 亿元，同比增长 80.75%；实现扣非归母净利润 4.30 亿元，同比增长 44.85%。分季度看，2024 年第四季度公司实现营业收入 8.00 亿元，同比增长 13.95%；实现归母净利润 1.07 亿元，同比增长 45.94%；实现扣非归母净利润 1.20 亿元，同比增长 63.92%。2025 年第一季度公司实现营业收入 9.85 亿元，同比增长 75.76%；实现归母净利润 3.12 亿元，同比增长 224.90%；实现扣非归母净利润 2.15 亿元，同比增长 1150.17%。

经营分析

量价齐升协同效应初显，国内制剂业务快速增长。2024 年，公司积极参加了国家组织的全国药品集中采购（胰岛素专项接续）的投标工作，所有产品均成功中选，且本次集采公司中选产品价格适当回调。随着新一轮胰岛素集采政策的逐步执行，量价齐升的协同效应已初步显现，2024 年公司原料药及制剂产品销售收入增加 3.15 亿元，毛利率上涨 2.71 个百分点。2025 年一季度公司国内胰岛素制剂产品 2025 年一季度销售收入 8.64 亿元，同比增长 80.93%。

国际市场开拓稳步推进，出口业务收入持续攀升。公司持续致力于扩大海外市场，海外新兴市场的订单量大幅增加。2024 年公司实现国际销售收入 3.92 亿元，较上年同期增长 20.15%。2025 年第一季度，国际销售订单量持续增加，国际销售收入为 0.95 亿元，较上年同期增长 45.21%。

全产品线布局，研发进度快速推进。公司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，博凡格鲁肽 (GZR18) 注射液仅用 8 个月、18 个月和 36 月顺利进入了 Ib/IIa 期临床试验阶段、II 期临床试验阶段和 III 期临床阶段。截至报告披露日，GZR101、GZR4 和博凡格鲁肽注射液均处于后期临床试验阶段，GZR18 口服片剂已完成 I 期临床研究，GLR1023 注射液正在加速推进 I 期临床试验。

盈利预测、估值与评级

我们维持盈利预期，预计公司 2025-2027 年分别实现归母净利润 11.01 (+44%)、15.13 (+37%)、18.50 (+22%) 亿元，对应当前 EPS 分别为 1.83 元、2.52 元、3.08 元，对应当前 P/E 分别为 25、18、15 倍。维持“买入”评级。

风险提示

研发进度不及预期的风险；商业化进度不及预期的风险；技术成果无法有效转化风险。

医药组

分析师：袁维 (执业 S1130518080002)

yuan_wei@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：45.28 元

相关报告：

1. 《甘李药业公司深度研究：集采续约量价齐升，胰岛素出海进度领跑行...》，2025.2.28



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,608	3,045	4,386	5,312	6,242
营业收入增长率	52.31%	16.77%	44.02%	21.12%	17.51%
归母净利润(百万元)	340	615	1,101	1,513	1,850
归母净利润增长率	-177.37%	80.75%	79.13%	37.44%	22.25%
摊薄每股收益(元)	0.572	1.023	1.832	2.518	3.078
每股经营性现金流净额	0.18	0.89	1.07	2.84	3.43
ROE(归属母公司)(摊薄)	3.17%	5.56%	9.19%	11.47%	12.54%
P/E	91.99	43.12	24.72	17.99	14.71
P/B	2.91	2.40	2.27	2.06	1.85

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	1,712	2,608	3,045	4,386	5,312	6,242
增长率		52.3%	16.8%	44.0%	21.1%	17.5%
主营业务成本	-406	-697	-767	-1,011	-1,267	-1,441
%销售收入	23.7%	26.7%	25.2%	23.0%	23.8%	23.1%
毛利	1,306	1,911	2,279	3,375	4,045	4,801
%销售收入	76.3%	73.3%	74.8%	77.0%	76.2%	76.9%
营业税金及附加	-21	-24	-31	-46	-56	-66
%销售收入	1.2%	0.9%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%
销售费用	-1,087	-946	-1,167	-1,368	-1,339	-1,561
%销售收入	63.5%	36.3%	38.3%	31.2%	25.2%	25.0%
管理费用	-247	-217	-256	-353	-404	-462
%销售收入	14.4%	8.3%	8.4%	8.1%	7.6%	7.4%
研发费用	-562	-501	-541	-618	-648	-743
%销售收入	32.8%	19.2%	17.8%	14.1%	12.2%	11.9%
息税前利润 (EBIT)	-611	223	284	989	1,599	1,970
%销售收入	n.a	8.5%	9.3%	22.6%	30.1%	31.6%
财务费用	94	79	98	78	83	88
%销售收入	-5.5%	-3.0%	-3.2%	-1.8%	-1.6%	-1.4%
资产减值损失	-106	-56	3	-3	0	0
公允价值变动收益	-81	-18	157	168	0	0
投资收益	88	63	61	80	100	120
%税前利润	-15.0%	20.7%	9.7%	6.2%	5.6%	5.5%
营业利润	-569	315	632	1,312	1,782	2,178
营业利润率	n.a	12.1%	20.7%	29.9%	33.6%	34.9%
营业外收支	-14	-9	-1	-17	-2	-2
税前利润	-582	306	630	1,295	1,780	2,176
利润率	n.a	11.7%	20.7%	29.5%	33.5%	34.9%
所得税	143	34	-16	-194	-267	-326
所得税率	n.a	-11.1%	2.5%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	-440	340	615	1,101	1,513	1,850
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	-440	340	615	1,101	1,513	1,850
净利率	n.a	13.0%	20.2%	25.1%	28.5%	29.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	-440	340	615	1,101	1,513	1,850
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	308	283	257	363	425	476
非经营收益	-234	-140	-338	-248	-97	-117
营运资金变动	662	-373	4	-574	-132	-150
经营活动现金净流	297	109	537	642	1,709	2,059
资本开支	-983	-553	-441	-745	-587	-517
投资	326	-744	88	-3	0	0
其他	215	320	91	80	100	120
投资活动现金净流	-442	-977	-262	-668	-487	-397
股权募资	71	760	139	129	0	0
债权募资	0	0	0	-11	0	0
其他	-172	-5	-440	-303	-302	-302
筹资活动现金净流	-101	755	-301	-184	-302	-302
现金净流量	-242	-111	-26	-209	920	1,360

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,890	2,443	903	693	1,612	2,972
应收款项	195	389	249	570	676	777
存货	649	861	1,053	1,329	1,423	1,579
其他流动资产	1,930	2,484	1,587	1,791	1,811	1,825
流动资产	5,664	6,176	3,791	4,383	5,523	7,154
%总资产	53.4%	52.7%	31.5%	33.7%	38.6%	44.7%
长期投资	30	335	516	519	519	519
固定资产	3,649	3,879	3,878	4,278	4,435	4,471
%总资产	34.4%	33.1%	32.2%	32.9%	31.0%	28.0%
无形资产	1,037	1,100	1,198	1,200	1,204	1,207
非流动资产	4,943	5,539	8,252	8,635	8,795	8,835
%总资产	46.6%	47.3%	68.5%	66.3%	61.4%	55.3%
资产总计	10,607	11,715	12,043	13,018	14,318	15,989
短期借款	8	4	10	2	2	2
应付款项	579	560	556	680	747	838
其他流动负债	226	210	235	180	201	232
流动负债	813	773	801	862	950	1,072
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	208	199	187	171	171	170
负债	1,021	973	988	1,033	1,121	1,242
普通股股东权益	9,586	10,743	11,054	11,984	13,197	14,747
其中：股本	566	594	601	601	601	601
未分配利润	6,234	6,568	6,759	7,559	8,772	10,321
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	10,607	11,715	12,043	13,018	14,318	15,989

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	-0.777	0.572	1.023	1.832	2.518	3.078
每股净资产	16.946	18.080	18.391	19.939	21.956	24.534
每股经营现金净流	0.524	0.184	0.894	1.069	2.844	3.426
每股股利	0.000	0.250	0.200	0.500	0.500	0.500
回报率						
净资产收益率	-4.59%	3.17%	5.56%	9.19%	11.47%	12.54%
总资产收益率	-4.14%	2.90%	5.10%	8.46%	10.57%	11.57%
投入资本收益率	-4.81%	2.30%	2.50%	7.01%	10.30%	11.35%
增长率						
主营业务收入增长率	-52.60%	52.31%	16.77%	44.02%	21.12%	17.51%
EBIT 增长率	N/A	-136.44%	27.47%	248.51%	61.68%	23.20%
净利润增长率	-130.25%	-177.37%	80.75%	79.13%	37.44%	22.25%
总资产增长率	-2.27%	10.45%	2.80%	8.09%	9.99%	11.67%
资产管理能力						
应收账款周转天数	118.3	39.2	35.8	45.0	44.0	43.0
存货周转天数	584.6	394.9	455.6	480.0	410.0	400.0
应付账款周转天数	37.1	39.3	55.9	50.0	45.0	40.0
固定资产周转天数	351.0	262.0	313.5	238.5	199.5	166.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-47.14%	-45.14%	-21.65%	-19.68%	-24.84%	-31.45%
EBIT 利息保障倍数	6.5	-2.8	-2.9	-12.7	-19.2	-22.4
资产负债率	9.63%	8.30%	8.21%	7.94%	7.83%	7.77%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	2	3	4	9
增持	0	2	3	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.50	1.50	1.50	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2025-02-28	买入	46.33	54.95~54.95

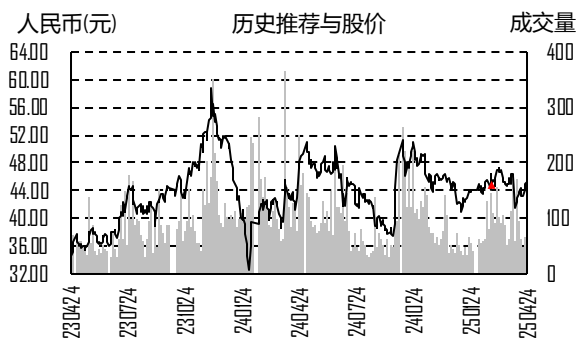
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00=买入；1.01~2.0=增持；2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806