

甘李药业 (603087.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

制剂业务持续高增，研发及国际化稳步推进

业绩简评

2025 年 8 月 7 日，公司发布 2025 年半年度报告，上半年公司实现营业总收入 20.67 亿元，同比增长 57.18%，实现归母净利润 6.04 亿元，同比增长 101.96%，实现扣非归母净利润 4.88 亿元，同比增长 284.47%；分季度看，2025 年第二季度公司实现营业总收入 10.82 亿元，同比增长 43.39%，实现归母净利润 2.92 亿元，同比增长 43.80%，实现扣非归母净利润 2.73 亿元，同比增长 149.03%。

经营分析

量价齐升协同效应充分释放，制剂业务积极增长。2025 年上半年公司国内制剂销售收入为 18.02 亿元，同比增长 57.09%；随着新一轮胰岛素集采政策的深度执行，公司借助集采获得的市场覆盖优势，深耕各层级市场，量价齐升的协同效应充分释放，为收入增长提供了有力支撑，销量增长对收入增长的影响和价格增长对收入增长的影响分别为 3.85 亿元、2.70 亿元。公司国内制剂整体销量同比增长 33.55%，各制剂产品均呈现积极增长态势。

全球化战略持续推进，国际收入高速增长。公司持续深化全球市场拓展，强化本土化运营能力。2025 年上半年公司国际销售收入达 2.19 亿元，同比增长 74.68%。报告期内公司签署合作的巴西 PDP 项目进一步稳固了公司在巴西这一重要新兴市场的地位，拓宽了公司长期收入来源。另一方面，公司近两年在海外市场新完成注册的门冬胰岛素 30 注射液等产品，已顺利实现市场放量，为国际业务贡献了新增量。

持续加大研发投入，持续取得突破性进展。2025 年上半年研发投入达 5.52 亿元，占营业收入比例 26.70%。2025 年 3 月公司博凡格鲁肽注射液在美国肥胖/超重受试者中的 II 期临床研究完成首例受试者给药，是全球首款与替尔泊肽头对头评估药物减重疗效的单靶点 GLP-1RA，有望成为全球首款上市的 GLP-1RA 双周制剂。2025 年 2 月，公司 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，是首个进入 III 期研发阶段的国产胰岛素周制剂产品。

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 (+79%)、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 34、25、20 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：甘坛煥 (执业 S1130525060003)

gantanhuan@gjzq.com.cn

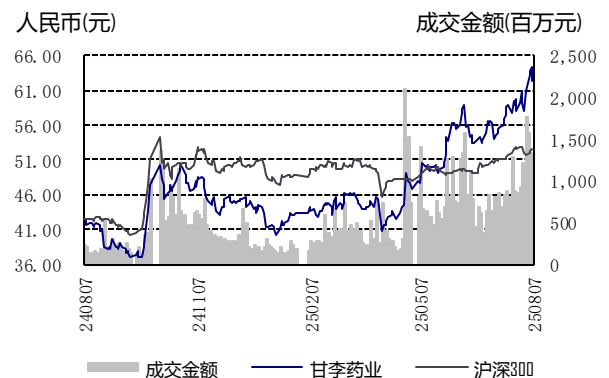
分析师：马居东 (执业 S1130525070004)

majudong@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：62.46 元

相关报告：

- 1.《甘李药业公司点评：量价齐升业绩高增，国际市场稳步开拓》，2025.4.25
- 2.《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...》，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	1.12	2.85	3.44
ROE(归属母公司)(摊薄)	3.17%	5.56%	9.19%	11.47%	12.54%
P/E	91.99	43.12	34.10	24.81	20.29
P/B	2.91	2.40	3.13	2.84	2.55

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		
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	308	283	257	364	425	477
非经营收益	-234	-140	-338	-248	-97	-117
营运资金变动	662	-373	4	-546	-128	-145
经营活动现金净流	297	109	537	672	1,714	2,065
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	-180	926	1,366

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	722	1,647	3,013
应收款项	195	389	249	565	670	770
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	4,407	5,551	7,187
%总资产	53.4%	52.7%	31.5%	33.8%	38.7%	44.9%
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%	32.8%	30.9%	27.9%
无形资产	1,037	1,100	1,198	1,199	1,202	1,205
非流动资产	4,943	5,539	8,252	8,634	8,794	8,832
%总资产	46.6%	47.3%	68.5%	66.2%	61.3%	55.1%
资产总计	10,607	11,715	12,043	13,041	14,344	16,019
短期借款	8	4	10	2	2	2
应付款项	579	560	556	676	743	833
其他流动负债	226	210	235	206	231	267
流动负债	813	773	801	885	977	1,103
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	1,056	1,147	1,273
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	13,041	14,344	16,019

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	1.117	2.852	3.436
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%	8.44%	10.55%	11.55%
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%	8.28%	10.00%	11.68%
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%	-19.92%	-25.10%	-31.73%
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%	8.10%	8.00%	7.95%

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	5	8	14
增持	1	1	2	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.33	1.29	1.38	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
2	2025-04-25	买入	45.28	N/A

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