

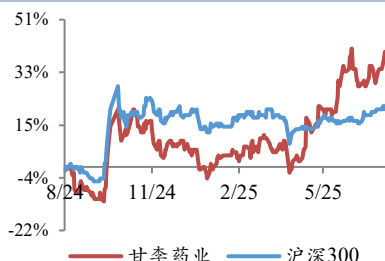
业绩符合预期，海外市场持续高增长

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-08-13

收盘价（元）	61.01
近 12 个月最高/最低（元）	65.90/36.13
总股本（百万股）	601
流通股本（百万股）	561
流通股比例（%）	93.4
总市值（亿元）	367
流通市值（亿元）	343

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】公司点评：甘李药业（603087）：国内胰岛素量价齐升，海外业务持续拓展 2025-06-09
- 2.【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 2025 年中报，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%。

➤ 事件点评

● 2025H1 业绩亮眼，国内量价齐升，海外市场保持高增长

国内市场，通过两轮胰岛素集采，公司成功实现扩大市场份额的战略目标。特别是在 2024 年接续集采中，协议量较上次集采大幅增长 32.6%，同时产品价格合理回升，形成量价齐升的协同效应。2025 年上半年，国内销售收入 18.45 亿元，同比增长 55.28%。

在国际市场，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，国际销售收入达 2.19 亿元，同比增长 74.68%。在新兴市场，公司持续深化与关键市场头部合作伙伴的稳定合作关系，依托客户信任，推广多元产品组合，挖掘合作新潜力，开拓合作新增长点。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。

● 创新产品管线有序推进，核心产品进入三期临床

研发创新方面，公司持续加大投入，2025 年上半年研发投入达 5.52 亿元（其中费用化金额约 2.65 亿元），占营业收入比例 26.70%。截至报告披露日，公司处于临床阶段的主要研发项目包括博凡格鲁肽注射液、GZR4 注射液、GZR101 注射液和 GZR102 注射液。

（1）长效胰高糖素样肽-1 受体激动剂（GLP-1RA）：博凡格鲁肽注射液（肥胖/超重中国 III 期临床阶段、美国 II 期临床阶段；2 型糖尿病中国 III 期临床阶段、美国 I 期临床阶段）。公司在研的 1 类新药博凡格鲁肽注射液是一种长效 GLP-1RA，与人体内源性 GLP-1 同源性高达 94%，该药品获批的适应症为 2 型糖尿病和肥胖/超重体重管理。2025 年 2 月，博凡格鲁肽注射液完成中国 2 型糖尿病 III 期临床研究 OPTIMUM-1（单纯饮食运动控制不佳的 2 型糖尿病人群）及 OPTIMUM-2（口服降糖药治疗不佳的 2 型糖尿病人群）首例受试者给药。2025 年 3 月，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，这也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。目前，全球范围内尚未有一款 GLP-1RA 双周制剂上市，博凡格鲁肽注射液有望成为全球首款上市的

GLP-1RA 双周制剂。

（2）第四代胰岛素：基础胰岛素周制剂 GZR4 注射液（中国：III 期临床试验阶段；欧美：已获批 I 期临床，正在积极推进中）。GZR4 注射液是公司在研的 1 类创新型治疗用生物制品，属于第四代胰岛素周制剂，预期每周一次经皮下注射，实现平稳控制基础血糖。GZR4 注射液有望大幅减少患者的胰岛素注射频率。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，注射频次降低超 80%，助力患者克服治疗惰性，减轻治疗负担，从而提高患者群体的整体依从性和生活质量。

（3）第四代胰岛素：预混双胰岛素复方制剂 GZR101 注射液（中国：II 临床试验阶段）GZR101 注射液是本公司自主研发的预混双胰岛素复方制剂，是公司在研的另一款第四代胰岛素。GZR101 注射液由本公司在研的长效基础胰岛素 GZR33 与速效门冬胰岛素混合制成，拟用于治疗糖尿病。GZR101 注射液在已完成的中国 2 型糖尿病 II 期临床研究中达到主要终点。在 2 型糖尿病患者中治疗 16 周后，与德谷门冬胰岛素（诺和佳）相比，GZR101 注射液降低 HbA1c 和餐后血糖更为优效。公司 GZR101 注射液是唯一进入 II 期临床阶段的国产双胰岛素复方制剂 1 类新药。

（4）基础胰岛素/GLP-1RA 固定比例复方周制剂：GZR102 注射液（中国：I 期临床试验阶段）。2025 年 4 月，公司自主研发的 GZR102 注射液获得国家药品监督管理局默示许可开展适应症为 2 型糖尿病的临床试验。5 月，GZR102 注射液在中国成年超重受试者中开展的一项 I 期临床研究完成首例受试者给药。目前国内仅有两款基础胰岛素与 GLP-1RA 的固定复方制剂，且均为每日注射一次的日制剂，国内外尚无同类周制剂药物获批上市。

● 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、14.25 亿元、17.87 亿元，同比增长分别为 81.0%、28.1%和 25.4%。2025-2027 年对应的 EPS 分别约 1.85 元、2.37 元和 2.97 元，对应的 PE 估值分别为 33 倍、26 倍和 21 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	1425	1787

净利润同比（%）	80.7%	81.0%	28.1%	25.4%
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	2.37	2.97
P/E	42.40	32.96	25.74	20.52
P/B	2.40	3.13	2.90	2.66
EV/EBITDA	44.34	23.67	18.64	14.89

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	4506	5713	7330	营业收入	3045	4393	5229	6247
现金	903	1148	1976	3109	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	-34	-59
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	8438	8371	8198	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	3041	3239	3251	营业利润	632	1264	1619	2031
无形资产	273	273	273	273	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	14084	15527	利润总额	630	1264	1619	2031
流动负债	801	1060	1274	1556	所得税	16	152	194	244
短期借款	0	0	0	0	净利润	615	1113	1425	1787
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	1425	1787
非流动负债	187	179	179	179	EBITDA	578	1501	1862	2255
长期借款	0	0	0	0	EPS（元）	1.04	1.85	2.37	2.97
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	8419	9580					
归属母公司股东权	11054	11705	12631	13792					
负债和股东权益	12043	12944	14084	15527					

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	1066	1431	1744	成长能力				
净利润	615	1113	1425	1787	营业收入	16.8%	44.2%	19.0%	19.5%
折旧摊销	259	264	277	284	营业利润	100.3%	100.2%	28.1%	25.4%
财务费用	-91	0	0	0	归属于母公司净利	80.7%	81.0%	28.1%	25.4%
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	1571	1989	净利率（%）	20.2%	25.3%	27.2%	28.6%
投资活动现金流	-262	-356	-105	15	ROE（%）	5.6%	9.5%	11.3%	13.0%
资本支出	-441	-437	-210	-110	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	-499	-626	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	4.25	4.49	4.71
长期借款	0	0	0	0	速动比率	3.31	2.93	3.13	3.37
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	-499	-626	应收账款周转率	10.19	13.84	11.92	12.26
现金净增加额	-26	246	827	1133	应付账款周转率	6.53	6.79	6.71	6.70

每股指标（元）					估值比率				
每股收益	1.04	1.85	2.37	2.97	P/E	42.40	32.96	25.74	20.52
每股经营现金流薄）	0.89	1.77	2.38	2.90	P/B	2.40	3.13	2.90	2.66
每股净资产	18.39	19.47	21.01	22.95	EV/EBITDA	44.34	23.67	18.64	14.89

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。