

甘李药业：国内外成果亮眼，创新管线大步推进

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股) 5.98/5.58
总市值/流通(亿元) 440.56/411.31
12 个月内最高/最低价 81/37.63 (元)

相关研究报告

<<甘李药业点评报告：国内胰岛素量价齐升，海外业务持续拓展>>—2025-04-30

<<甘李药业：国内业务进入稳健增长期，出海打造第二成长曲线>>—2025-01-24

证券分析师：谭紫媚

电话：0755-83688830

E-MAIL: tanzm@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190520090001

研究助理：李啸岩

电话：0755-83688835

E-MAIL: lixiaoyan@tpyzq.com

一般证券业务登记编号：S1190124070016

事件：公司近期发布 2025 年半年度报告：2025 年上半年，公司实现营业收入 20.67 亿元，同比增长 57.18%；归母净利润 6.04 亿元，同比增长 101.96%；扣非归母净利润 4.88 亿元，同比增长 284.47%，利润增速较快系营收大幅增长下费用端有所改善。其中，公司第二季度实现营业收入 10.82 亿元，同比增长 43.39%；归母净利润 2.92 亿元，同比增长 43.80%；扣非归母净利润 2.73 亿元，同比增长 149.03%。

国内快速放量，海外注册、销售持续推进

(1) 国内市场，公司紧抓政策机遇，充分发挥集采中标优势，持续优化市场策略，推动业务高质量发展。在胰岛素接续集采执行过程中，公司凭借卓越的产品质量和稳定的供应能力，进一步扩大医疗机构覆盖范围，产品市场渗透率持续提升，各产品销量、收入与上年度相比均有显著增长。2025 年上半年，国内销售收入 18.45 亿元，同比增长 55.28%。(2) 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。值得一提的是，在 2023 年巴西因胰岛素供应短缺紧急招标上百万支胰岛素产品时，公司火速供应，有效缓解了当地用药危机。此次合作不仅赢得了客户的高度信任和认可，也为此后双方深化合作奠定了基础，例如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，新产品的成功注册与商业化成为重要增长引擎。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。

研发保持高投入力度，创新管线大步推进

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，占营业收入比例 26.70%。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) 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）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。(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）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) 预混双胰岛素复方制剂 GZR101 注射液（中国：II 期临床试验阶段）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。

毛利率、费用端同比皆改善

2025 年上半年，公司的综合毛利率同比增长 2.80pct 至 76.25%。销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 31.76%、6.48%、12.80%、-2.37%，同比变动幅度分别为-5.58pct、-1.33pct、-7.47pct、+0.80pct。

其中，2025 年第二季度的综合毛利率、销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率、整体净利率分别为 75.79%、30.50%、5.95%、12.39%、-2.19%、26.97%，分别变动+1.88pct、-4.47pct、-1.92pct、-5.28pct、+0.67pct、+0.04pct。

盈利预测及投资评级：我们预计，2025-2027 年公司营业收入分别为 41.92/51.03/61.50 亿元，同比增速为 37.65%/21.73%/20.52%；归母净利润分别为 11.45/14.74/18.34 亿元，同比增速为 86.34%/28.73%/24.37%；EPS 分别为 1.92/2.47/3.07 元，当前股价对应 2025-2027 年 PE 为 38/30/24 倍。维持“买入”评级。

风险提示：集采降价的风险，海外贸易波动的风险，新管线研发不及预期的风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3,045	4,192	5,103	6,150
营业收入增长率(%)	16.77%	37.65%	21.73%	20.52%
归母净利（百万元）	615	1,145	1,474	1,834
净利润增长率(%)	80.75%	86.34%	28.73%	24.37%
摊薄每股收益（元）	1.04	1.92	2.47	3.07
市盈率（PE）	42.40	38.46	29.88	24.02

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表（百万元）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,443	903	1,727	2,484	3,520
应收和预付款项	425	283	361	431	511
存货	861	1,053	1,248	1,352	1,447
其他流动资产	2,448	1,553	1,654	1,777	1,880
流动资产合计	6,176	3,791	4,989	6,045	7,358
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	1,872	2,616	2,621	2,622	2,615
在建工程	2,007	1,262	1,342	1,422	1,502
无形资产开发支出	1,091	1,191	1,475	1,474	1,475
长期待摊费用	9	7	5	4	2
其他非流动资产	6,736	6,967	7,582	8,637	9,949
资产总计	11,715	12,043	13,026	14,159	15,543
短期借款	0	0	0	0	0
应付和预收款项	106	129	139	163	188
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	867	859	1,048	1,199	1,366
负债合计	973	988	1,188	1,362	1,554
股本	594	601	598	598	598
资本公积	3,351	3,591	3,631	3,631	3,631
留存收益	6,865	7,059	7,807	8,765	9,957
归母公司股东权益	10,743	11,054	11,838	12,797	13,989
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	10,743	11,054	11,838	12,797	13,989
负债和股东权益	11,715	12,043	13,026	14,159	15,543

现金流量表（百万元）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	109	537	1,260	1,652	2,056
投资性现金流	-977	-262	-69	-377	-378
融资性现金流	755	-301	-370	-517	-642
现金增加额	-111	-26	824	757	1,036

利润表（百万元）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,608	3,045	4,192	5,103	6,150
营业成本	697	767	1,002	1,170	1,354
营业税金及附加	24	31	42	51	62
销售费用	946	1,167	1,300	1,531	1,784
管理费用	217	256	293	357	431
财务费用	-79	-98	-45	-86	-124
资产减值损失	-40	-16	-13	-16	-15
投资收益	63	61	84	102	123
公允价值变动	-18	157	56	62	41
营业利润	315	632	1,208	1,604	2,040
其他非经营损益	-9	-1	-2	-1	-3
利润总额	306	630	1,206	1,603	2,037
所得税	-34	16	60	128	204
净利润	340	615	1,145	1,474	1,834
少数股东损益	0	-0	0	0	0
归母股东净利润	340	615	1,145	1,474	1,834

预测指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	73.26%	74.83%	76.10%	77.07%	77.98%
销售净利率	13.04%	20.18%	27.32%	28.89%	29.82%
销售收入增长率	52.31%	16.77%	37.65%	21.73%	20.52%
EBIT 增长率	132.30%	56.65%	264.38%	30.65%	26.17%
净利润增长率	177.37%	80.75%	86.34%	28.73%	24.37%
ROE	3.17%	5.56%	9.68%	11.52%	13.11%
ROA	2.90%	5.10%	8.79%	10.41%	11.80%
ROIC	2.10%	2.81%	9.31%	10.89%	12.30%
EPS(X)	0.60	1.04	1.92	2.47	3.07
PE(X)	87.75	42.40	38.46	29.88	24.02
PB(X)	2.91	2.40	3.72	3.44	3.15
PS(X)	11.99	8.70	10.51	8.63	7.16
EV/EBITDA(X)	67.03	44.34	28.58	22.35	17.77

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；
中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；
看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；
增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；
持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。