

国内外协同发力，新兴市场出海取得突破

——甘李药业 2025 年三季度点评

核心观点

- 业绩维持高增长，盈利能力持续提升。**公司业绩持续保持快速增长势头，国内外业务协同发力均保持快速增长。公司前三季度实现营收 30.5 亿元，同比增长 35.7%；归母净利润 8.2 亿元，同比增长 61.3%；扣非归母净利润 6.9 亿元，同比增长 122.8%。公司三代胰岛素集采续约后价格回升效应持续显现，盈利能力改善明显。公司 2025 年前三季度毛利率为 76.2%，同比增加 0.8pp，净利率为 26.9%，同比增加 4.3pp。
- 国内外业务双轮驱动，协同发力。**公司国内胰岛素制剂前三季度销售 26.2 亿元，同比增长 45.6%，国内业务快速增长主要由于胰岛素集采续约后量价齐升效应的释放，其中销量对增速的贡献为 27.3%，价格贡献为 18.3%；国际业务销售 3.5 亿元，同比增长 45.5%；国际业务主要得益于公司持续推进全球化战略，在新兴市场国家不断取得突破。
- 新兴市场国家出海突破，巴西市场取得重大合同。**公司在新兴市场出海业务潜力不断释放。三季度，公司与巴西相关方就生产开发伙伴关系计划项目（PDP 项目）签订了《技术转移与供应协议》和供应框架协议》，10 年累计订单金额不低于人民币 30 亿元。PDP 项目是巴西国家公共卫生体系的重要工程，公司与合作伙伴联合提交的方案确立为该项目的唯一获批方案。未来该合同若顺利实施，有望对公司后续年度业绩产生增量贡献。

盈利预测与投资建议

- 我们维持盈利预期，预测公司 2025-2027 年每股收益分别为 1.91、2.40 和 2.84 元，参考可比公司平均市盈率，我们给予公司 2026 年 28 倍 PE 估值，对应目标价 67.2 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 出海进度不达预期风险；新品上市不达预期风险；行业政策变动风险；新兴疗法冲击风险；地缘政治变化风险等。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,608	3,045	4,202	5,181	6,115
同比增长(%)	52.3%	16.8%	38.0%	23.3%	18.0%
营业利润(百万元)	315	632	1,351	1,697	2,005
同比增长(%)	155.4%	100.3%	113.9%	25.6%	18.2%
归属母公司净利润(百万元)	340	615	1,141	1,434	1,697
同比增长(%)	177.4%	80.7%	85.6%	25.8%	18.3%
每股收益(元)	0.57	1.03	1.91	2.40	2.84
毛利率(%)	73.3%	74.8%	78.7%	77.2%	75.8%
净利率(%)	13.0%	20.2%	27.1%	27.7%	27.7%
净资产收益率(%)	3.3%	5.6%	10.0%	11.5%	12.1%
市盈率	122.8	67.9	36.6	29.1	24.6
市净率	3.9	3.8	3.5	3.2	2.8

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级

买入

股价（2025 年 11 月 04 日）	64.38 元
目标价格	67.2 元
52 周最高价/最低价	82.25/39.72 元
总股本/流通 A 股（万股）	59,730/55,786
A 股市值（百万元）	38,454
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2025 年 11 月 05 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-8.87	-15.18	1.74	37.19
相对表现%	-7.31	-14.71	-11.72	20.11
沪深 300%	-1.56	-0.47	13.46	17.08



证券分析师

伍云飞 执业证书编号：S0860524020001
香港证监会牌照：BRX199
wuyunfei1@orientsec.com.cn
021-63326320

赵博宇 执业证书编号：S0860524020003
zhaoboyu@orientsec.com.cn
021-63326320

相关报告

中报符合预期，积极推进 BD 进程：甘李药 2025-08-12
业 2025 年中报点评

创新药数据频出，GZR18 降糖效果亮眼 2025-07-30

国内外双轮驱动，创新管线有序推进：一 2025-05-14
—甘李药业 2024 年报&2025 年一季报点评

图 1：可比公司估值（截止 2025.11.4）

公司	代码	最新价格(元) 2025/11/4	每股收益（元）				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
通化东宝	600867	9.12	-0.02	0.42	0.36	0.42	-418.35	21.79	25.17	21.79
特宝生物	688278	73.35	2.03	2.61	3.55	4.71	36.18	28.07	20.68	15.59
科兴制药	688136	38.51	0.16	0.62	0.97	1.39	246.23	62.18	39.50	27.65
恒瑞医药	600276	61.92	0.95	1.31	1.49	1.74	64.86	47.43	41.60	35.50
长春高新	000661	106.75	6.33	5.46	5.86	6.40	16.86	19.57	18.22	16.69
	最大值						246.23	62.18	41.60	35.50
	最小值						(418.35)	19.57	18.22	15.59
	平均数						(10.85)	35.81	29.03	23.44
	调整后平均						39.30	32.43	28.45	22.04

数据来源：wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,443	903	3,782	4,663	5,504
应收票据、账款及款项融资	385	247	437	539	636
预付账款	41	57	84	104	122
存货	861	1,053	1,074	1,357	1,627
其他	2,446	1,532	2,438	2,440	2,442
流动资产合计	6,176	3,791	7,815	9,103	10,332
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,872	2,616	2,439	2,219	1,998
在建工程	2,005	1,262	1,541	1,722	1,903
无形资产	278	273	272	270	267
其他	1,384	4,101	1,541	1,539	1,537
非流动资产合计	5,539	8,252	5,793	5,750	5,706
资产总计	11,715	12,043	13,609	14,853	16,038
短期借款	0	0	817	593	36
应付票据及应付账款	106	129	134	177	222
其他	668	672	698	688	688
流动负债合计	773	801	1,649	1,458	946
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他	199	187	165	165	165
非流动负债合计	199	187	165	165	165
负债合计	973	988	1,814	1,623	1,111
少数股东权益	0	0	0	0	0
实收资本（或股本）	594	601	597	597	597
资本公积	3,279	3,390	3,595	3,595	3,595
留存收益	6,865	7,059	7,599	9,033	10,730
其他	4	4	4	4	4
股东权益合计	10,743	11,054	11,795	13,229	14,926
负债和股东权益总计	11,715	12,043	13,609	14,853	16,038

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	340	615	1,141	1,434	1,697
折旧摊销	219	224	235	236	236
财务费用	(79)	(98)	(7)	(15)	(39)
投资损失	(63)	(61)	(50)	(50)	(50)
营运资金变动	(412)	(9)	(214)	(373)	(343)
其它	104	(133)	2,333	(47)	(47)
经营活动现金流	109	537	3,438	1,185	1,455
资本支出	(426)	(189)	(291)	(192)	(192)
长期投资	(305)	(192)	(3)	0	0
其他	(247)	120	(680)	97	97
投资活动现金流	(977)	(262)	(973)	(95)	(95)
债权融资	(2)	(5)	(9)	0	0
股权融资	816	118	201	0	0
其他	(60)	(413)	223	(209)	(519)
筹资活动现金流	755	(301)	415	(209)	(519)
汇率变动影响	2	(1)	- 0	- 0	- 0
现金净增加额	(111)	(26)	2,879	881	841

利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,608	3,045	4,202	5,181	6,115
营业成本	697	767	895	1,180	1,479
销售费用	946	1,167	1,184	1,446	1,687
管理费用	217	256	275	296	319
研发费用	501	541	568	621	698
财务费用	(79)	(98)	(7)	(15)	(39)
资产、信用减值损失	56	(3)	25	30	30
公允价值变动收益	(18)	157	47	47	47
投资净收益	63	61	50	50	50
其他	0	(2)	(9)	(24)	(32)
营业利润	315	632	1,351	1,697	2,005
营业外收入	4	3	3	3	3
营业外支出	13	4	12	12	12
利润总额	306	630	1,342	1,688	1,996
所得税	(34)	16	201	253	299
净利润	340	615	1,141	1,434	1,697
少数股东损益	0	(0)	0	0	0
归属于母公司净利润	340	615	1,141	1,434	1,697
每股收益（元）	0.57	1.03	1.91	2.40	2.84

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	52.3%	16.8%	38.0%	23.3%	18.0%
营业利润	155.4%	100.3%	113.9%	25.6%	18.2%
归属于母公司净利润	177.4%	80.7%	85.6%	25.8%	18.3%
获利能力					
毛利率	73.3%	74.8%	78.7%	77.2%	75.8%
净利率	13.0%	20.2%	27.1%	27.7%	27.7%
ROE	3.3%	5.6%	10.0%	11.5%	12.1%
ROIC	2.6%	4.8%	9.6%	10.8%	11.6%
偿债能力					
资产负债率	8.3%	8.2%	13.3%	10.9%	6.9%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	7.98	4.73	4.74	6.24	10.92
速动比率	6.83	3.42	4.09	5.31	9.20
营运能力					
应收账款周转率	9.3	10.2	13.3	11.0	10.8
存货周转率	0.9	0.8	0.8	1.0	1.0
总资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4
每股指标（元）					
每股收益	0.57	1.03	1.91	2.40	2.84
每股经营现金流	0.18	0.89	5.76	1.98	2.44
每股净资产	17.98	18.51	19.75	22.15	24.99
估值比率					
市盈率	122.8	67.9	36.6	29.1	24.6
市净率	3.9	3.8	3.5	3.2	2.8
EV/EBITDA	84.6	50.9	24.4	20.1	17.5
EV/EBIT	162.8	72.2	28.7	22.9	19.6

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。