



甘李药业

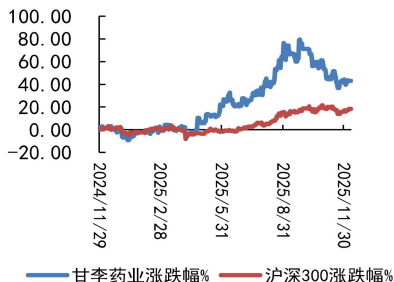
603087.SH

基础数据：

截至 2025 年 12 月 11 日

当前股价	65.27 元
投资评级	买入
评级变动	首次覆盖
总股本	5.97 亿股
流通股本	5.58 亿股
总市值	390 亿元
流动市值	364 亿元

相对市场表现：



分析师：

分析师 胡晨曦

huchenxi@gwgsc.com

执业证书编号：S0200518090001

联系电话：010-68085205

公司地址：

北京市丰台区凤凰嘴街2号院1号楼中国长城资产大厦16层

两轮集采实现蜕变，创新+国际化驱动第二增长曲线

主要观点：

◆**胰岛素龙头企业，创新赋能成长。**公司是国内率先实现胰岛素类似物产业化的高新技术生物制药企业，以胰岛素类产品为核心构建了完整的糖尿病治疗产品线，并配套胰岛素注射器械，同时正拓展代谢性疾病、心血管等多领域药物研发。公司创新管线成果显著，其 GLP-1RA 双周制剂博凡格鲁肽、国产首款进入 III 期的超长效胰岛素周制剂 GZR4 等核心创新药临床数据优异，多款仿制药上市申请已获受理或取得批件。依托“技术自主、临床驱动、全球协同、人才密集”的高效研发体系，公司持续加大研发投入、扩充研发团队，研发强度逐年提升。

◆**两次集采中标，业绩触底反弹。**近年来，公司的核心收入来自胰岛素产品，业绩经历了“稳步增长—集采承压—修复回升—高速跃升”的完整周期，且利润弹性显著高于营收。2017-2021 年公司营收持续增长并触及阶段高点，利润也长期保持高位；2022 年受胰岛素专项集采冲击，营收跌至近十年低点，利润更是首现年度亏损；2023 年依托集采产品放量与医疗机构覆盖扩容，公司开启业绩修复并实现利润反转；2024 年接续集采核心产品实现量价齐升，公司实质走出集采低谷；2025 年前三季度，集采红利全面释放叠加海外市场放量，公司营收、利润及核心盈利指标均大幅增长，经营质量与盈利能力同步实现跃升。

◆**集采续约加持，公司胰岛素业务量价齐升。**两轮胰岛素集采中，甘李药业实现从降价换量到量价齐升的转变。2021 年首采其产品均价降超 50%，2024 年续采六款产品均价涨 30.9%，首年采购量增 151%，三代胰岛素份额提升至 24%。依托集采，公司医疗机构覆盖数四年净增超 2.3 万家，2024 年末达 4.1 万家。量价与渠道双升下，其行业领先地位持续巩固，业绩与盈利能力稳步修复。

◆**博凡格鲁肽注射液剑指全球首款双周制剂。**公司自主研发的 1 类长



效 GLP-1RA 博凡格鲁肽注射液核心覆盖 2 型糖尿病与肥胖/超重两大适应症，目前中美临床均已进入关键阶段，且有望成为全球首款上市的双周给药 GLP-1RA 制剂。其在肥胖/超重领域的中国 IIb 期数据展现出优于主流周制剂的减重潜力，糖尿病领域头对头研究也实现降糖减重双优效；同时产品凭借双周给药+三重代谢调控的差异化特性，叠加公司的规模化产能与成熟商业化体系，有望在快速扩容的全球 GLP-1RA 市场中脱颖而出，抢占国内外市场先机。

投资建议：

我们预计公司 2025-2027 年的营业总收入分别为 42.78/50.98/60.79 亿元，归母净利润分别为 10.96/14.06/16.82 亿元，对应 EPS 分别为 1.84/2.35/2.82 元，当前股价对应 P/E 为 36/28/23 倍。考虑公司核心胰岛素产品 2024 年集采续约量价齐升，业绩增长确定性强；创新管线的差异化竞争力强：博凡格鲁肽减重、降糖数据优于主流周制剂，中美临床同步推进；首款国产胰岛素周制剂 GZR4 已进入 III 期，有望抢占超长效胰岛素国产先机；叠加公司成熟商业化团队、规模化产能形成支撑，我们首次给予其“买入”评级。

风险提示：

医保降价/药品集中招标采购风险、新药研发及商业化过程漫长且成本高昂风险、研发人员流失风险

主要财务数据及预测：

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,045.35	4,277.92	5,097.54	6,079.35
增长率(%)	16.77	40.47	19.16	19.26
归母净利润(百万元)	614.66	1,096.32	1,405.58	1,681.89
增长率(%)	80.75	78.36%	28.21%	19.66%
EPS(元/股)	1.03	1.84	2.35	2.82
市盈率(P/E)	63.43	35.56	27.74	23.18
市净率(P/B)	3.53	3.29	3.10	2.91

资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所



目录

一、集采后业绩修复，创新管线打开长期空间	6
1. 胰岛素龙头企业，管线专注代谢性疾病领域	6
2. 股权集中度高，控制权稳固	8
3. 业绩触底反弹，盈利能力持续提升	10
二、胰岛素产品触底回升，在研产品进度靠前	14
1. 集采驱动下国内胰岛素市场“双替代”趋势凸显	14
2. 集采续约加持，公司胰岛素业务量价齐升	15
3. 国产胰岛素周制剂领跑者，GZR4 及差异化创新管线进展顺利	17
4. 国际化布局：高端市场突破与新兴市场深耕双轮驱动	19
三、博凡格鲁肽：自主研发 GLP-1RA，剑指全球首款双周制剂	20
1. 全球 GLP-1RA 市场规模高速扩容，国内外竞争格局呈现差异化演变	20
2. 博凡格鲁肽差异化特质凸显核心竞争力	23
四、风险提示	27
五、盈利预测（单位：百万元）	28

图目录

图 1 : 公司胰岛素产品发展历程	6
图 2 : 公司在研管线进展	7
图 3 : 2021-2024 公司研发人员数量 (左轴) 及研发人员数量占比 (右轴)	8
图 4 : 2021-2025H1 研发支出 (左轴) 和研发强度 (右轴) 情况	8
图 5 : 公司发展历程	9
图 6 : 公司股权结构 (截至 2025Q3)	10
图 7 : 2017-2025Q3 公司营业收入及增速	11
图 8 : 2017-2025Q3 公司扣非归母净利润及增速	11
图 9 : 2017-2025H1 公司主营业务结构	11
图 10 : 2017-2025Q3 公司四项费用率	12
图 11 : 2017-2025Q3 公司销售净利率和销售毛利率	12
图 12 : 2021 年首次胰岛素集采首年需求量情况	14
图 13 : 2024 年胰岛素集采续约首年需求量情况	14
图 14 : 两轮集采中主要企业全部采购组需求量占比情况	14
图 15 : 两轮集采中主要企业三代胰岛素类似物需求量占比情况	15
图 16 : 公司胰岛素产品两次集采中标价格对比及涨跌幅情况	16
图 17 : 公司三代胰岛素类似物 2024 年续采和 2021 年首次集采需求量对比情况 (万支)	16
图 18 : 公司医疗机构覆盖数量变化 (万家)	17
图 19 : 治疗 16 周后 GZR4 组与德谷胰岛素组受试者 HbA1c 较基线的变化 (胰岛素初治人群)	18
图 20 : 治疗 16 周后 GZR4 组与德谷胰岛素组受试者 HbA1c 较基线的变化 (胰岛素经治人群)	18
图 21 : 公司海外业务收入情况 (亿元)	20
图 22 : 全球 GLP-1RA 市场结构 (按适应症销售额)	21
图 23 : 全球 GLP-1RA 产品竞争格局 (按销售额)	21
图 24 : 全球 GLP-1 市场规模及增速	21
图 25 : 全球糖尿病 GLP-1RA 竞争格局 (%)	22
图 26 : 全球减重 GLP-1RA 竞争格局 (%)	22
图 27 : 中国 GLP-1RA 市场的药企竞争格局 (按产品销售口径)	23
图 28 : 博凡格鲁肽注射液 IIb 期减重临床试验体重随时间变化曲线	24
图 29 : 博凡格鲁肽注射液 IIb 期减重临床试验体重较基线降低百分比	24
图 30 : 治疗 24 周博凡格鲁肽组与司美格鲁肽组受试者 HbA1c 较基线的变化	25

表目录



表 1：公司前 10 名股东持股情况（截至 2025Q3） 9

表 2：公司在研胰岛素类产品 18

表 3：胰岛素周制剂全球竞争格局 19

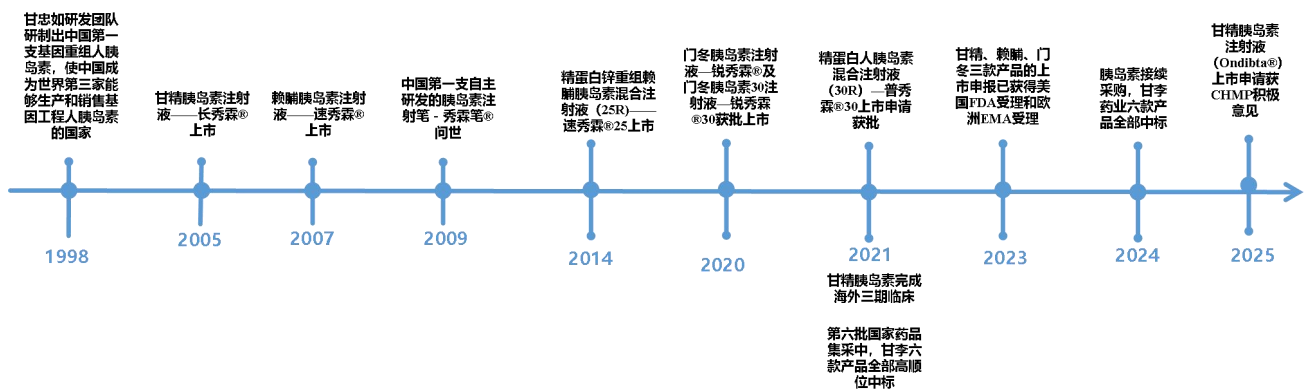
一、集采后业绩修复，创新管线打开长期空间

1. 胰岛素龙头企业，管线专注代谢性疾病领域

甘李药业是一家专注于胰岛素类似物研发、生产与销售的高新技术生物制药企业，拥有覆盖长效、速效和预混三大类别的完整胰岛素产品线。作为国内率先实现胰岛素类似物产业化的企业之一，公司成功自主研发了多款中国首个第三代胰岛素类似物，助力我国跻身全球少数具备该技术产业化能力的国家行列。

目前，公司核心产品包括甘精胰岛素注射液（长秀霖®）、赖脯胰岛素注射液（速秀霖®）、精蛋白锌重组赖脯胰岛素混合注射液（25R）（速秀霖®²⁵）、门冬胰岛素注射液（锐秀霖®）及其预混制剂锐秀霖®³⁰，以及普秀霖®³⁰等，全面覆盖糖尿病治疗所需的主要胰岛素类型。此外，公司还配套提供多种胰岛素注射器械，如可重复及一次性笔式注射器、专用针头等，提升患者使用体验。公司致力于打造糖尿病诊疗一体化的产品布局，并积极拓展化学药、真核/原核蛋白工程，以及肿瘤、心血管和代谢性疾病等创新治疗领域，持续为患者提供更优质的药物解决方案。

图 1：公司胰岛素产品发展历程



资料来源：公司官网，长城国瑞证券研究所

公司始终践行“为人类提供更高品质的药品和服务”的使命，积极投身于肥胖/超重、降脂等与糖尿病密切相关的内分泌代谢疾病药物研发，致力于为患者提供更丰富、更优质的治疗方案。公司正加速推进创新药与仿制药的研发布局，持续拓展化学药和生物新药管线，重点聚焦代谢性疾病、心血管疾病及其他高潜力治疗领域，为长远发展注入强劲动力。

公司 GLP-1RA 双周制剂博凡格鲁肽（GZR18）在 2 型糖尿病和肥胖/超重适应症中表现优异，肥胖适应症中国 III 期临床已于 2025 年 2 月启动，IIb 期数据显示其降糖减重效果优于司美格鲁肽，美国 II 期研究亦于 3 月启动，有望成为全球首款获批的 GLP-1RA 双周制剂；超长效

胰岛素周制剂 GZR4 已在中国启动三项 III 期临床，II 期结果显著优于德谷胰岛素，欧美 I 期试验同步推进，系首个进入 III 期的国产胰岛素周制剂；预混双胰岛素复方制剂 GZR101 已完成 II 期主要终点，展现出良好血糖控制能力；基础胰岛素/GLP-1RA 复方周制剂 GZR102 于 2025 年 4 月获临床默示许可，5 月完成 I 期首例给药，为国内首个同类 1 类新药。此外，利格列汀片、西格列汀二甲双胍片及美沙拉嗪缓释胶囊上市申请已获受理，恩格列净片已取得注册批件。

图 2：公司在研管线进展

项目	适应症	临床前	IND申请	临床 I 期	临床 II 期	临床 III 期	上市申请	获批上市	地区
博凡格鲁肽 (GLP-1RA*双周制剂)	2型糖尿病								中国
									欧美
	肥胖/超重								中国
									欧美
GZR4 (胰岛素周制剂)	糖尿病								中国
									欧美
GZR101 (双胰岛素类似物)	糖尿病								中国
									欧美
GZR102 (基础胰岛素/GLP-1RA*固定比例复方周制剂)	2型糖尿病								中国
口服博凡格鲁肽片	2型糖尿病								中国

资料来源：公司官网，长城国瑞证券研究所

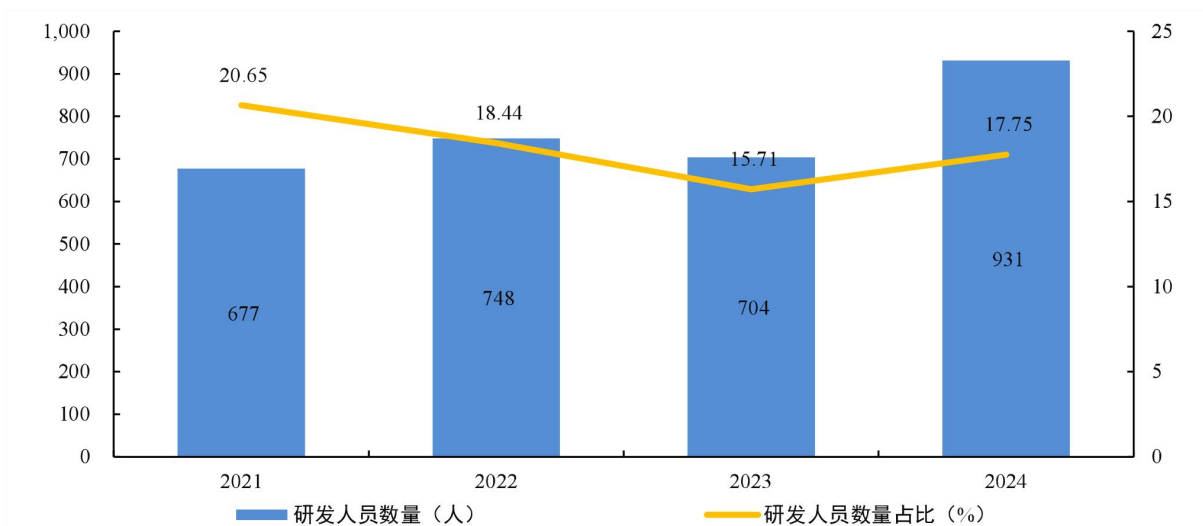
公司研发团队具备深厚的专业积淀与国际化视野，是公司实现“研发为重、科学极致”理念的核心驱动力。团队由创始人甘忠如博士奠定基础，现任董事长兼 CEO 陈伟博士作为内部培养的领军人才，拥有二十余年代谢性疾病创新药研发经验，主导推进 GZR4、博凡格鲁肽、GZR101、GZR102 等重点管线。公司通过“领袖计划”从全球顶尖高校引进青年科研英才，并与北京大学、清华大学、中国科学院大学等共建博士后科研工作站，系统化培养高层次人才。研发体系覆盖分子设计、制剂工艺、临床试验设计与运营、药物警戒等全流程，已成功推动多款创新药进入临床阶段。技术平台布局涵盖多肽、PROTAC、抗体、ADC 及药理毒理等前沿领域，支撑多元化药物发现。团队坚持中美双报、全球同步策略，与德国 Profil 研究所等国际机构深度合作，并连续八年亮相 ADA 大会，2025 年以口头壁报形式发布多项 II 期关键数据，彰显全球学术影响力。整体上，公司已构建起“技术自主、临床驱动、全球协同、人才密集”的高效研发体系，为长期创新发展提供坚实保障。

公司持续加大研发投入，研发团队规模稳步扩大。截至 2024 年，公司研发人员数量达 931



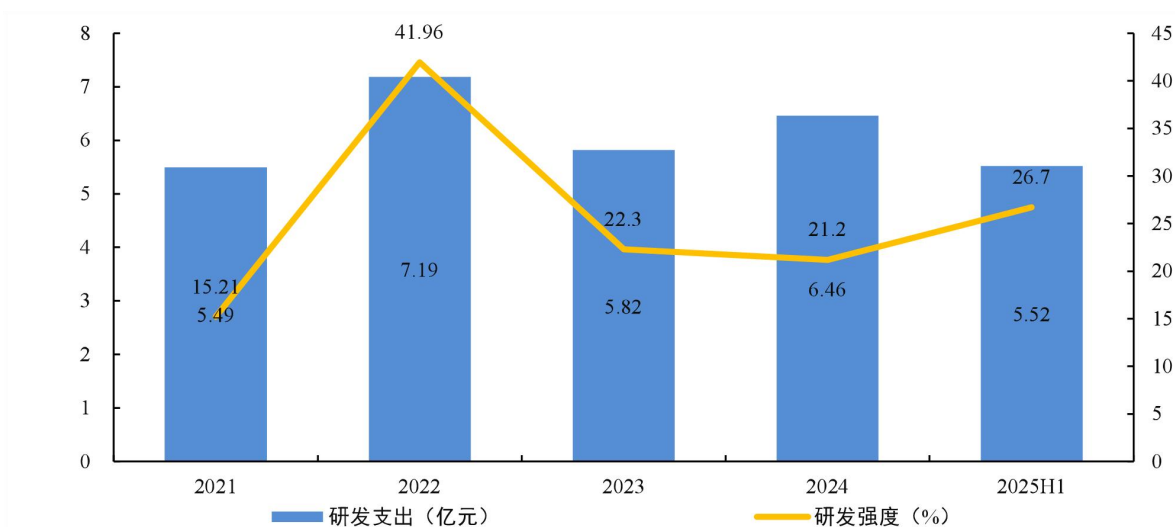
人，占总员工比例为 17.75%。研发支出方面，2021 年至 2024 年逐年提升，2024 年研发支出达 6.46 亿元，研发强度（研发支出占营业收入比重）为 21.2%；2025 年上半年研发支出达 5.52 亿元，研发强度进一步提升至 26.7%，显示出公司对创新研发的高度重视和持续投入。

图 3：2021-2024 公司研发人员数量（左轴）及研发人员数量占比（右轴）



资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所

图 4：2021-2025H1 研发支出（左轴）和研发强度（右轴）情况



资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所

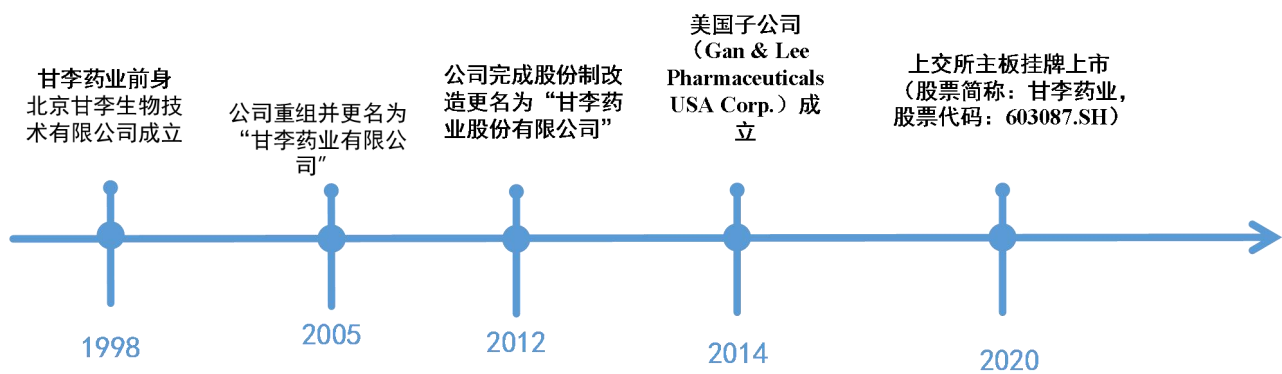
2. 股权集中度高，控制权稳固

甘李药业股份有限公司前身为北京甘李生物技术有限公司，成立于 1998 年 6 月 17 日，由甘忠如、甘一如和甘喜茹共同出资设立，初期聚焦于胰岛素类药物的研发。2005 年公司完成重组并更名，2012 年 9 月 13 日整体改制为股份有限公司，迈出规范化治理的关键一步。2014 年设立美国子公司，开启国际化布局；2020 年 6 月 29 日成功在上海证券交易所主板上市（股票



代码：603087.SH），募集资金用于产能扩张与创新药研发。

图 5：公司发展历程



资料来源：公司官网，长城国瑞证券研究所

截至 2025 年 9 月 30 日，公司的股东结构以创始人甘忠如为核心，呈现集中且稳定的控制格局。甘忠如直接持有公司 2.056 亿股，占总股本的 34.42%，为第一大股东和实际控制人。第二大股东为北京旭特宏达科技有限公司，持股 5.37%（约 3,207 万股），甘忠如持有旭特宏达 96.28%的股权，二者构成一致行动关系，合计控制公司约 40%的股份。此外，家族成员甘喜茹（甘忠如胞妹）持股 1.01%。机构投资者方面，香港中央结算有限公司（北向资金）、中证 500ETF、招商国证生物医药指数基金等均有布局，但持股比例均低于 1.5%。整体来看，甘李药业股权集中度高，控制权稳固，有利于战略执行的连贯性与长期发展。

表 1：公司前 10 名股东持股情况（截至 2025Q3）

排名	股东名称	股东性质	持股数量 (股)	持股比例 (%)	期末参 考市值 (亿 元)	股本性质
1	甘忠如	境内自然人	205,643,757	34.42	156.08	限售流通 A 股,A 股流通股
2	北京旭特宏达科技有限公司	境内非国有 法人	32,073,734	5.37	24.34	A 股流通股
3	香港中央结算有限公司	其他	8,004,169	1.34	6.08	A 股流通股
4	甘喜茹	境内自然人	6,006,676	1.01	4.56	A 股流通股
5	中证 500 交易型开放式指数证券投资 基金	其他	5,259,555	0.88	3.99	A 股流通股
6	招商国证生物医药指数证券投资基金	其他	4,904,300	0.82	3.72	A 股流通股
7	HillHouse G&L Holdings(HK) Limited	境外法人	4,296,032	0.72	3.26	限售流通 A 股
8	银华中证创新药产业交易型开放式 指数证券投资基金	其他	3,577,294	0.60	2.72	A 股流通股
9	南方阿尔法混合型证券投资基金	其他	2,646,874	0.44	2.01	A 股流通股

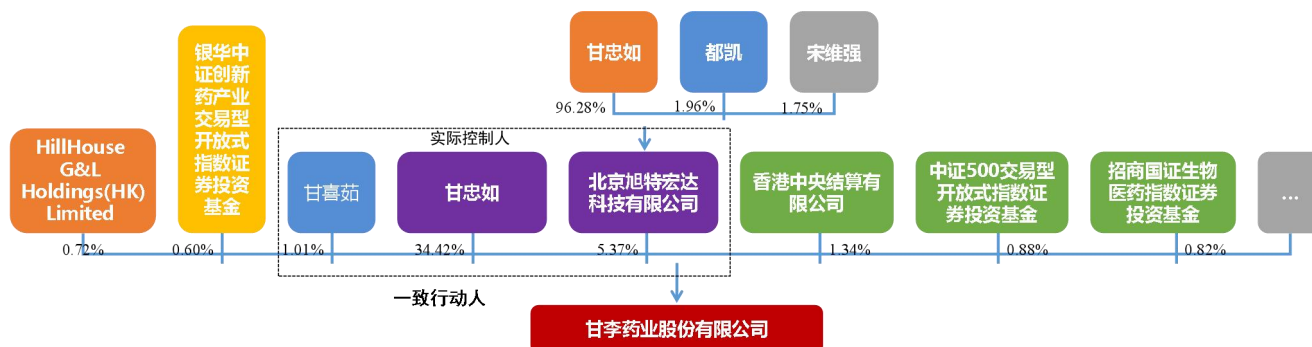


10	甘一如	境内自然人	2,215,637	0.37	1.68	A 股流通股
合计			274,628,028	45.97	208.44	-

资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所

说明：1、公司控股股东、实际控制人甘忠如持有北京旭特宏达科技有限公司 96.28%的股权；甘喜茹为甘忠如胞妹。除以上情况外，其他股东之间不存在关联关系或一致行动

图 6：公司股权结构（截至 2025Q3）



资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所

3. 业绩触底反弹，盈利能力持续提升

3.1 两次集采中标，业绩触底反弹

公司营收从 2017 年的 23.71 亿元稳步增长至 2020 年的 33.62 亿元，复合增长率约 12%。2021 年达到阶段性高点 36.12 亿元，同比增长 7.44%。2022 年 5 月胰岛素专项集采正式实施，公司采取激进降价策略以换取市场份额，导致业绩短期承压，全年营收大幅下滑至 17.12 亿元，同比下降 52.60%，为近十年最低点。2023 年公司开启修复进程，实现营业收入 26.08 亿元，同比增长 52.31%，主要受益于集采产品放量及新覆盖医疗机构数量快速提升。2024 年 4 月完成的全国胰岛素专项接续集采中，公司 6 款核心产品全线中标且全部获得 A 类资格，中标价格较上一轮集采平均上涨 31%，首年协议采购量达 4,686 万支，同比增长 32.6%；“量价齐升”格局显著改善了公司盈利结构。在此驱动下，2024 年公司全年营收达 30.45 亿元，同比增长 16.77%，扣非净利润大幅提升至 4.30 亿元，同比增长 44.85%，标志着公司已实质性走出集采低谷。

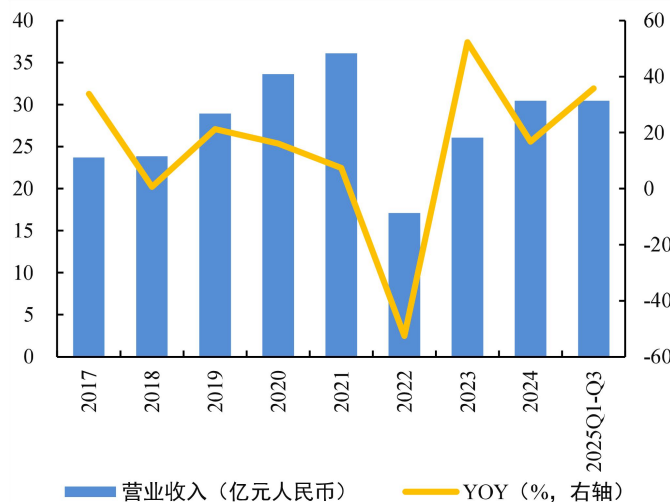
2025 年，集采红利全面释放，叠加海外市场加速放量，公司增长进一步提速。2025 年前三季度实现营业收入 30.47 亿元，同比增长 35.73%；归母净利润达 8.18 亿元，同比增长 61.32%；扣非净利润 6.92 亿元，同比大增 122.83%，远超 2024 年同期水平，毛利率提升至 76.18%，净利率达 26.86%，经营质量与盈利能力同步跃升。

利润走势整体与营收趋势一致，但弹性更为显著。2017 年扣非净利达 10.69 亿元，同比增长 39.89%；2018 至 2021 年维持在 9 至 13 亿元区间。2022 年受集采价格断崖式下跌影响，利润骤降至 -4.74 亿元，首次出现年度亏损。自 2023 年起全面反转，净利润回升至 2.97 亿元；2024



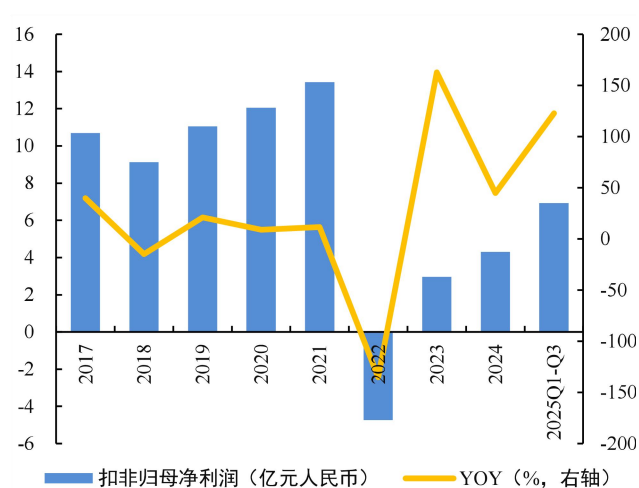
年在价格合理回归与规模效应双重推动下，扣非净利润跃升至 4.30 亿元；2025 年前三季度即实现 6.92 亿元，同比翻倍以上增长。

图 7：2017-2025Q3 公司营业收入及增速



资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所

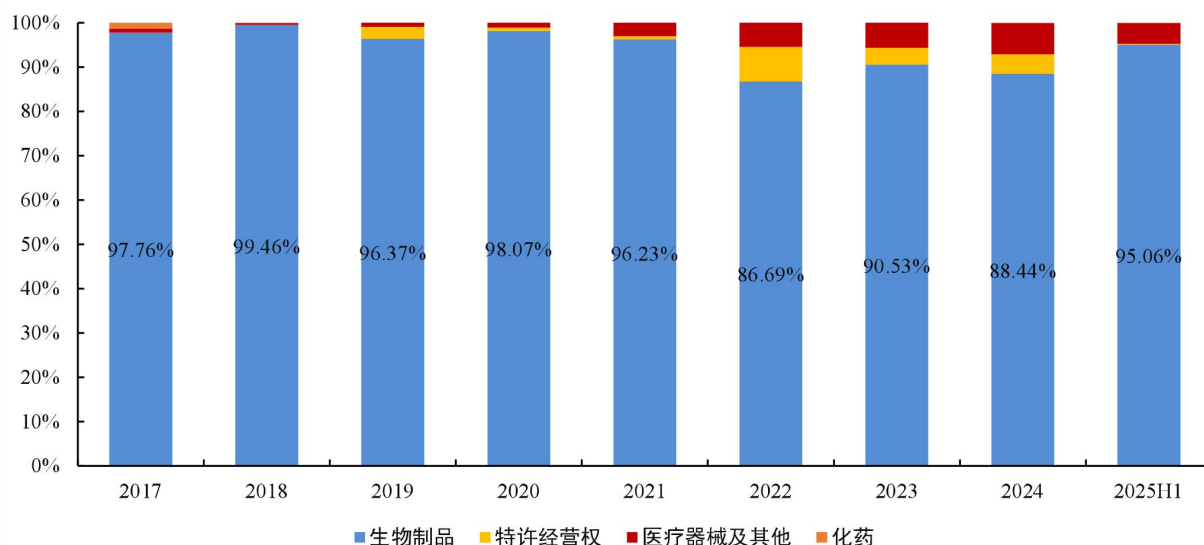
图 8：2017-2025Q3 公司扣非归母净利润及增速



资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所

2017 至 2025 年上半年公司的主营业务收入以胰岛素（生物制品）为绝对核心，其收入占比常年超 90%（2018 年近 100%）；特许经营权收入自 2019 年起产生，主要系按照 2018 年公司与山德士签订的商业和供货协议约定的特许经营权服务收入，占比最高不足 8%；胰岛素注射器械收入占比逐步提升，2024 年达 7.03%；化药仅少量零散收入。整体看，胰岛素是公司收入的核心支柱。

图 9：2017-2025H1 公司主营业务结构



资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所



3.2 集采续约后费用率较为稳定，盈利能力持续回升

销售费用率在 2017 至 2021 年保持稳定。2022 年胰岛素集采落地实施后，为稳住市场份额，公司加大推广力度，销售费用率于 2022 年飙升至 63.46%。随着集采影响逐步消化、渠道优化及品牌力提升，该比率自 2023 年起持续回落，2023 年为 36.27%，2024 年略升至 38.32%，2025 年前三季度已降至 32.13%，显示营销投入更趋理性、效率提升。

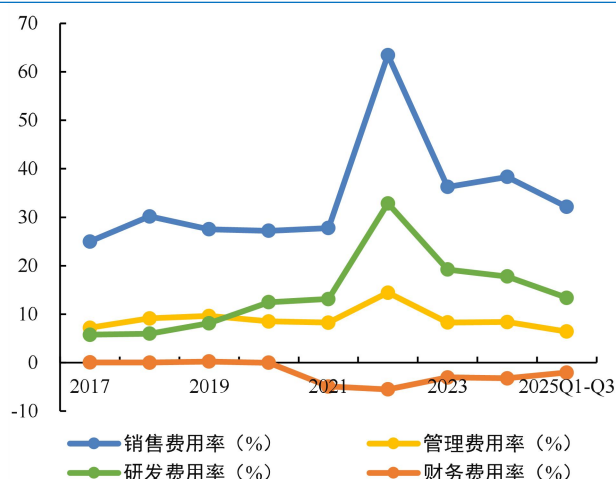
管理费用率在 2017 至 2021 年维持在 7%-9% 区间，2022 年因组织扩张一度升至 14.45%。此后通过流程优化与规模效应，2023 年回落至 8.31%，2024 年为 8.40%，2025 年前三季度进一步压缩至 6.44%，管理效能显著增强。

研发费用率长期处于高位，体现公司“创新驱动”战略。2017 至 2020 年从 5.78% 稳步升至 12.49%；2022 年因 GLP-1 等创新管线集中投入，跃升至 32.85%。随着部分项目进入后期阶段，费用率有序回落，2023 年为 19.21%，2024 年降至 17.77%，2025 年前三季度为 13.39%，彰显持续投入创新的决心。

财务费用率多年为负值，主要源于充裕现金带来的利息收入，反映公司资金充裕、财务结构稳健。

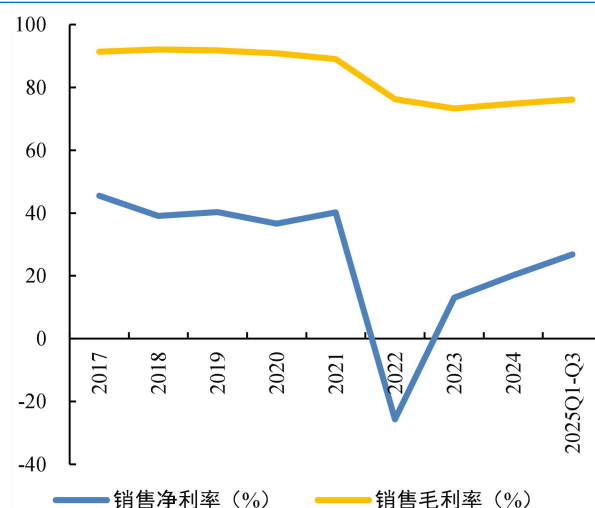
总体来看，公司在经历 2022 年集采冲击后的高费用阶段后，自 2023 年起有效优化成本结构：销售与管理费用率明显下降，研发投入保持强度但更趋高效，整体费用结构趋于健康。

图 10：2017-2025Q3 公司四项费用率



资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所

图 11：2017-2025Q3 公司销售净利率和销售毛利率



资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所

公司 2017 年至 2025 年前三季度期间的销售净利率与销售毛利率呈现“高位稳行—大幅下滑—逐步修复”的走势：2017 至 2021 年，其销售毛利率始终维持在 89.08%-92.13% 的高位区间，



销售净利率也保持 40%左右的较高水平；2022 年受胰岛素集采后价格下降、一次性价格补差冲减收入且营业成本未同步下降的影响，综合毛利率大幅下滑 12.73 个百分点至 76.30%，销售净利率也转负至-25.67%；2023 年起指标逐步修复，而 2024 年 6 月胰岛素集采续约落地后，公司 6 个产品全部中标并实现量价提升，推动 2024 年销售毛利率回升至 74.83%、销售净利率回升至 20.18%，2025Q1-Q3 两项指标进一步修复至 76.18%、26.86%，盈利水平持续回暖。



二、胰岛素产品触底回升，在研产品进度靠前

1. 集采驱动下国内胰岛素市场“双替代”趋势凸显

2021 年胰岛素集采政策的深化落地，有效提升了药品临床可及性，进而驱动糖尿病患者用药结构持续优化升级。反映在 2024 年的胰岛素集采续约首年采购需求中，三代胰岛素采购量达 1.68 亿支，占整体采购需求的 70%，较上一轮集采首年同比增长 36%；二代胰岛素采购占比则回落至 30%，较上一轮同比下降 12%。国内胰岛素市场代际替代进程正加速推进。

图 12：2021 年首次胰岛素集采首年需求量情况

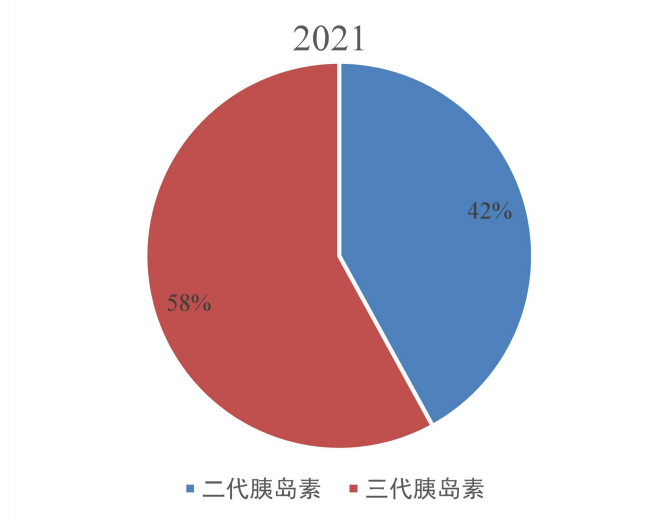
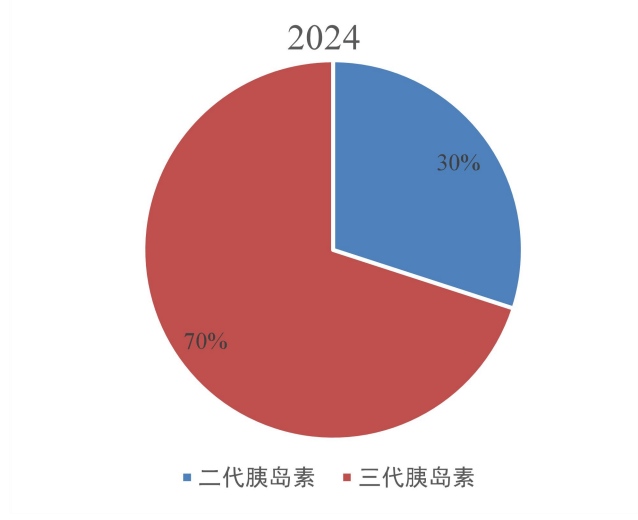


图 13：2024 年胰岛素集采续约首年需求量情况

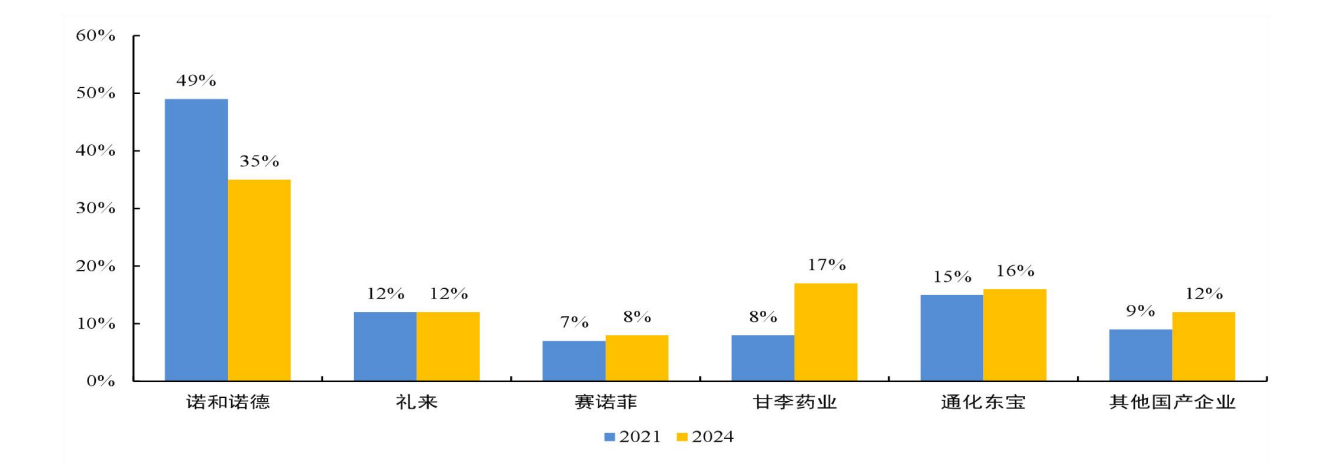


资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

两轮胰岛素集采（2021 年度、2024 年度）中，国产企业份额扩张趋势突出：甘李药业从 8%大幅跃升至 17%，通化东宝、其他国产企业也分别小幅增长；而外企份额整体收缩，诺和诺德从 49%降至 35%，礼来、赛诺菲份额基本持平，国产替代节奏明显加快。

图 14：两轮集采中主要企业全部采购组需求量占比情况



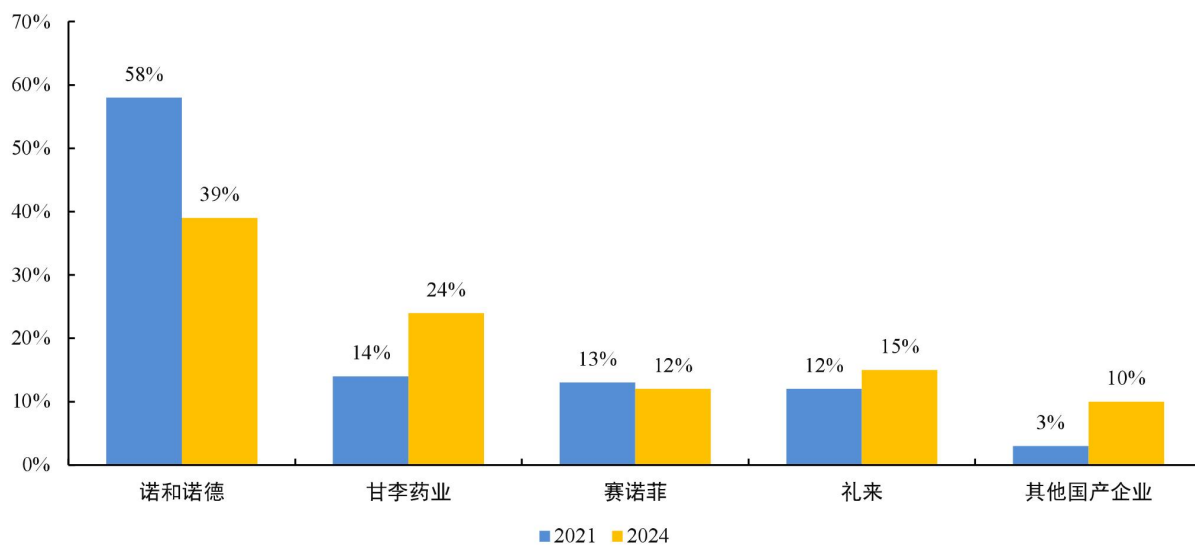
资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所



两轮集采的三代胰岛素类似物需求格局中，国产企业份额扩张态势鲜明，甘李药业的增长表现尤为亮眼：其份额从 2021 年的 14% 大幅攀升至 2024 年的 24%，增幅达 10 个百分点，成为集采续约中三代胰岛素领域份额提升最显著的企业。

外企阵营则呈现份额收缩趋势：诺和诺德份额从 58% 降至 39%，赛诺菲、礼来的份额也略有回落；其他国产企业的份额从 3% 增至 10%。甘李药业已成为三代胰岛素国产替代进程中的核心受益者，国内企业在高端胰岛素领域的竞争力正快速提升。

图 15：两轮集采中主要企业三代胰岛素类似物需求量占比情况



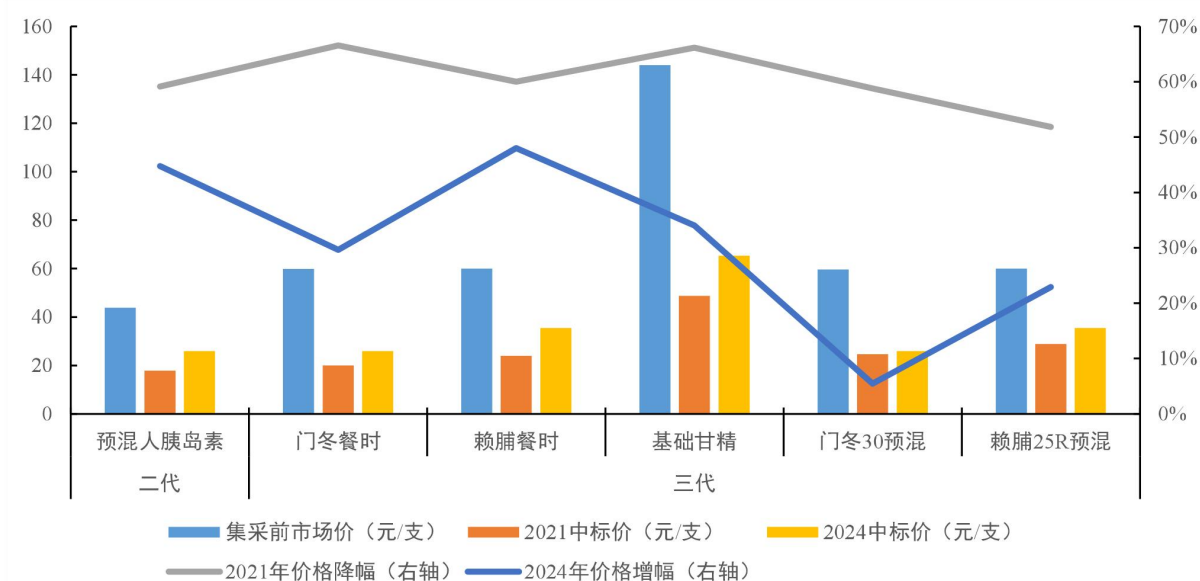
资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

2. 集采续约加持，公司胰岛素业务量价齐升

在 2021 年的首次胰岛素集采中，公司胰岛素产品价格降幅显著，旗下二代、三代产品较集采前市场价的平均降幅超过 50%，多数产品降幅集中在 52%-67% 区间。2024 年的胰岛素接续集采中，公司积极参与并实现多款产品 A 类中选，价格也迎来合理回归——六款胰岛素产品较上一轮集采中选价均有提升，平均涨幅达 31%：其中赖脯胰岛素涨幅最高（48.04%），人胰岛素紧随其后（44.77%），甘精、门冬胰岛素涨幅分别为 34.06%、29.63%，门冬 30 预混、赖脯 25R 预混的涨幅则相对温和，分别为 5.46%、22.92%。



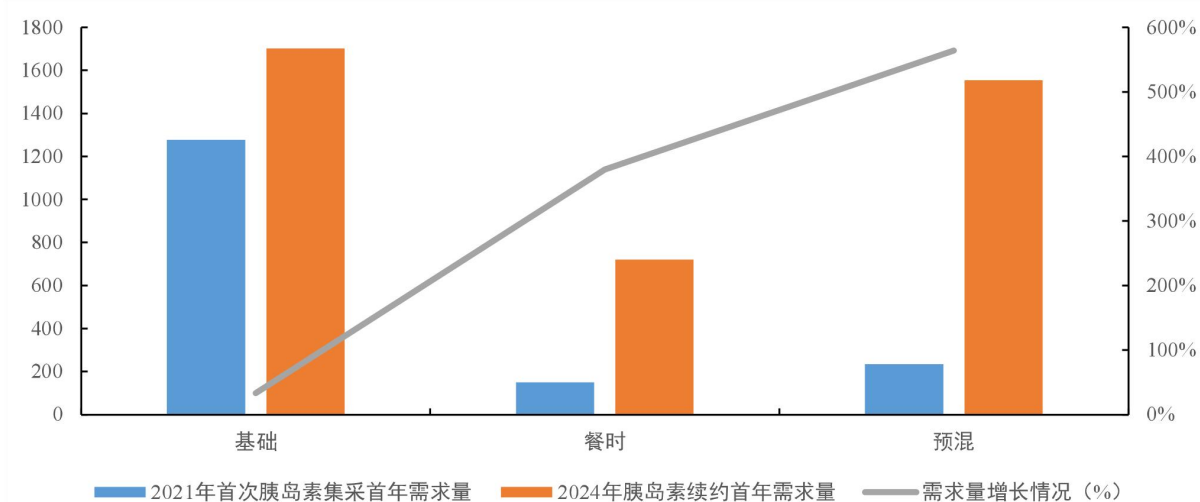
图 16：公司胰岛素产品两次集采中标价格对比及涨跌幅情况



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

采购需求量方面，2024 年胰岛素续采中，公司首年采购需求量为 4,177 万支，较前次集采首年采购需求量增加 2,513 万支，增长率达 151%。其中三代胰岛素产品占整体三代胰岛素首年采购需求量 24%，较上次首年采购需求量占比提升 10 个百分点，全品数量已经达到行业第二，仅次于诺和诺德。

图 17：公司三代胰岛素类似物 2024 年续采和 2021 年首次集采需求量对比情况（万支）



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

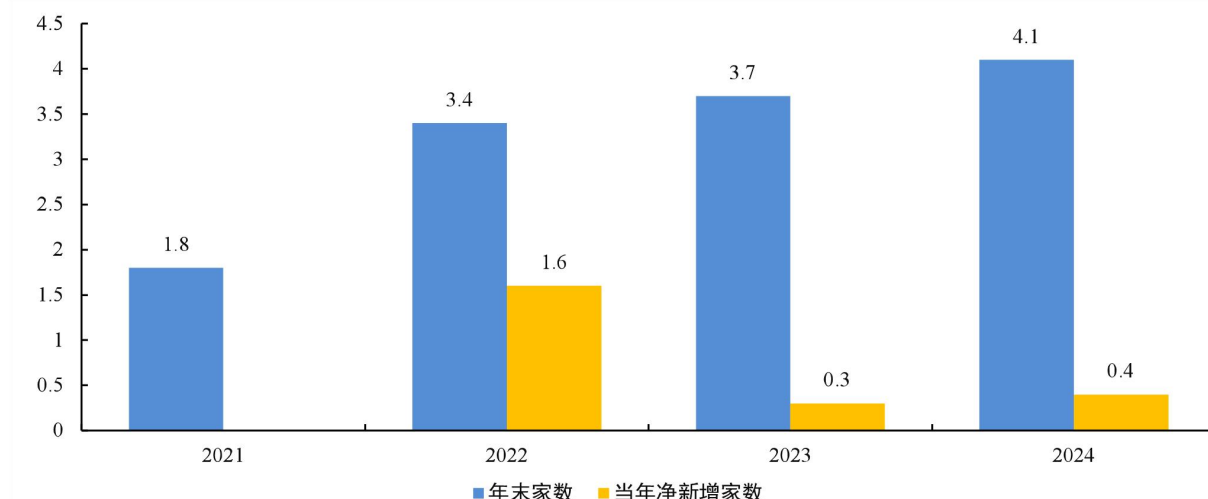
借助集采契机，公司同步推进多款产品的医院覆盖布局，从实际数据来看，公司医疗机构覆盖数呈现出清晰的“集采驱动增长”轨迹：2021 年（集采落地初期）覆盖 1.8 万家；2022 年在集采政策的直接带动下，覆盖数跃升至 3.4 万家，同比增幅超 88%；2023 年持续深耕，覆盖



数进一步增至 3.7 万家；到 2024 年末，这一数字已突破 4.1 万家。短短四年间，覆盖规模实现了超 2.3 万家的净增长。

公司在国内胰岛素市场的领先地位得到进一步巩固，更借助广泛的医院布局，为后续胰岛素新品及其他内分泌领域产品上市后，快速触达终端、抢占市场份额铺垫了坚实的渠道基础。

图 18：公司医疗机构覆盖数量变化（万家）



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

胰岛素集采加速了国内胰岛素市场的国产替代与三代对二代的代际替代。在此进程中，国产企业份额持续扩张，公司作为龙头企业表现突出，在两轮集采中份额大幅提升，2024 年续采中多款产品 A 类中选，实现量价齐升；依托集采契机，公司医院覆盖数量连年增长，为产品触达终端筑牢基础。多重利好下，公司的行业领先地位持续巩固，2024 年集采续约后业绩稳步增长，盈利能力不断修复。

3. 国产胰岛素周制剂领跑者，GZR4 及差异化创新管线进展顺利

糖尿病属于慢性疾病，需要长期用药。胰岛素是糖尿病治疗领域不可或缺的关键药物，而基础胰岛素更是胰岛素治疗的基石。目前基础胰岛素产品主要以日制剂为主，占胰岛素市场的比例较高。与第三代基础胰岛素类似物相比，第四代基础胰岛素“胰岛素周制剂”的半衰期更长，能够降低注射次数，提高患者的依从性。同时预期血药浓度更加稳定，血糖控制更加平稳，有望降低低血糖的风险。

公司在研的 1 类创新型治疗用生物制品 GZR4 注射液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。

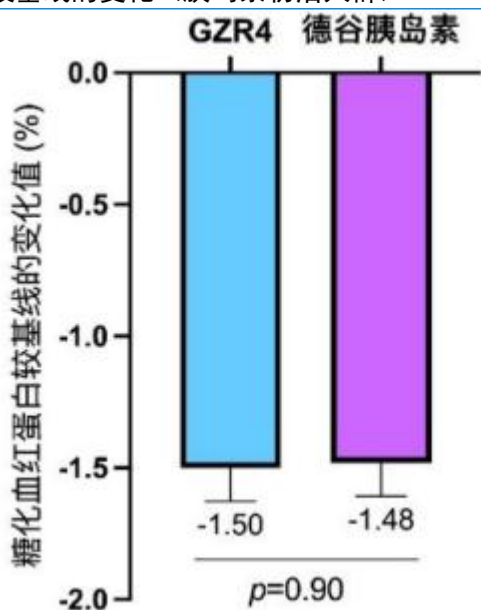
表 2：公司在研胰岛素类产品

药物	靶点	用药频率	适应症	地区	临床阶段
GZR4 注射液	第四代基础超长效胰岛素	每周一次	糖尿病	中国	临床三期
				欧美	临床一期
GZR101 注射液	第四代预混双胰岛素复方制剂	每天一次	糖尿病	中国	临床二期
GZR102 注射液	GZR4 注射液和 GZR18 注射液固定比例复方周制剂	每周一次	糖尿病	中国	临床一期
			超重及肥胖		临床一期

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

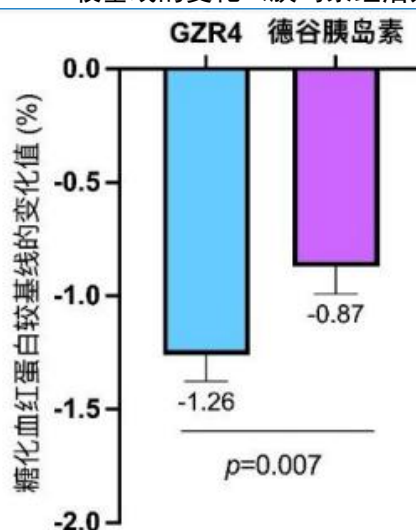
GZR4 注射液在中国 2 型糖尿病 II 期临床的相关研究成果在 2025 年 6 月开展的第 85 届 ADA 会议上以口头壁报形式公布。研究结果显示，胰岛素周制剂 GZR4 注射液在 2 型糖尿病患者中治疗 16 周后显示出良好的有效性和安全性，且与每日一次德谷胰岛素（诺和达®）相比，GZR4 注射液在既往基础胰岛素控制不佳的患者中降低 HbA1c 幅度更为显著。2025 年 2 月，GZR4 注射液在中国开展用于治疗 2 型糖尿病的 3 项 III 期临床研究——SUPER-1（胰岛素初治）、SUPER-2（基础胰岛素经治）及 SUPER-3（基础胰岛素联合餐时胰岛素强化治疗）均完成首例受试者给药。

图 19：治疗 16 周后 GZR4 组与德谷胰岛素组受试者 HbA1c 较基线的变化（胰岛素初治人群）



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图 20：治疗 16 周后 GZR4 组与德谷胰岛素组受试者 HbA1c 较基线的变化（胰岛素经治人群）



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

当前，GZR4 注射液是首个进入 III 期研发阶段的国产胰岛素周制剂产品。从全球市场格局



看，超长效胰岛素领域仅诺和诺德的依柯胰岛素（Icodec）实现获批上市，其注射频率为每周 1 次，且该产品已登陆中国市场；此外，礼来布局的超长效胰岛素 Insulin Efsitora Alfa (LY3209590) 已于今年 9 月提交上市申请。

表 3：胰岛素周制剂全球竞争格局

	诺和诺德	礼来	甘李药业
药品名称	依柯胰岛素	Insulin Efsitora Alfa	CZR4
中国最高阶段	已上市	上市申请	临床三期
最新进展时间	2024 年 6 月 18 日	2025 年 9 月 11 日	2025 年 2 月 15 日

资料来源：医药魔方，长城国瑞证券研究所

公司还布局了两款差异化糖尿病创新胰岛素产品以完善梯队：①第四代预混双胰岛素复方制剂 GZR101，该产品由在研长效基础胰岛素 GZR33 与速效门冬胰岛素复配而成，可每日 1 次给药实现空腹与餐后血糖双相管控，其国内 2 型糖尿病 II 期临床已达主要终点，降低 HbA1c 及餐后血糖的效果优于德谷门冬胰岛素，作为国内唯一进入 II 期临床的国产双胰岛素复方 1 类新药，未来可依托公司现有预混胰岛素渠道实现快速市场下沉。②基础胰岛素/GLP-1RA 固定比例复方周制剂 GZR102，为国产首款进入临床的此类周制剂 1 类新药，其组分 GZR4 与 GZR18，已完成 2 型糖尿病 II 期剂量探索且兼具安全性与降糖疗效，该产品 2025 年 4 月获临床默示许可、5 月完成 I 期临床首例给药，而目前国内同类复方制剂均为日制剂，其周给药方案可将年注射频次较日制剂降低 86%，有望革新糖尿病联合治疗模式。

4. 国际化布局：高端市场突破与新兴市场深耕双轮驱动

公司瞄准全球糖尿病市场并积极进行国际化布局，已形成覆盖欧美高端市场与新兴市场的双轨战略。在欧美市场，公司通过严格的国际注册标准认证及跨国合作模式加速渗透。2025 年 11 月，甘精胰岛素注射液（Ondibta®）获得欧盟 CHMP 积极意见，标志着该产品有望于 2026 年初在欧盟、冰岛、挪威等地区获批上市，成为首个通过 EMA GMP 审查并完成欧盟 III 期临床的国产胰岛素类似物。美国市场方面，甘精胰岛素 BLA 申请自 2023 年 2 月受理后，目前正根据 FDA 现场核查反馈推进注册流程；三款核心胰岛素产品（甘精、赖脯、门冬）作为可互换生物类似药的上市申请已获受理，依托与山德士的深度合作，其商业化路径已明确。

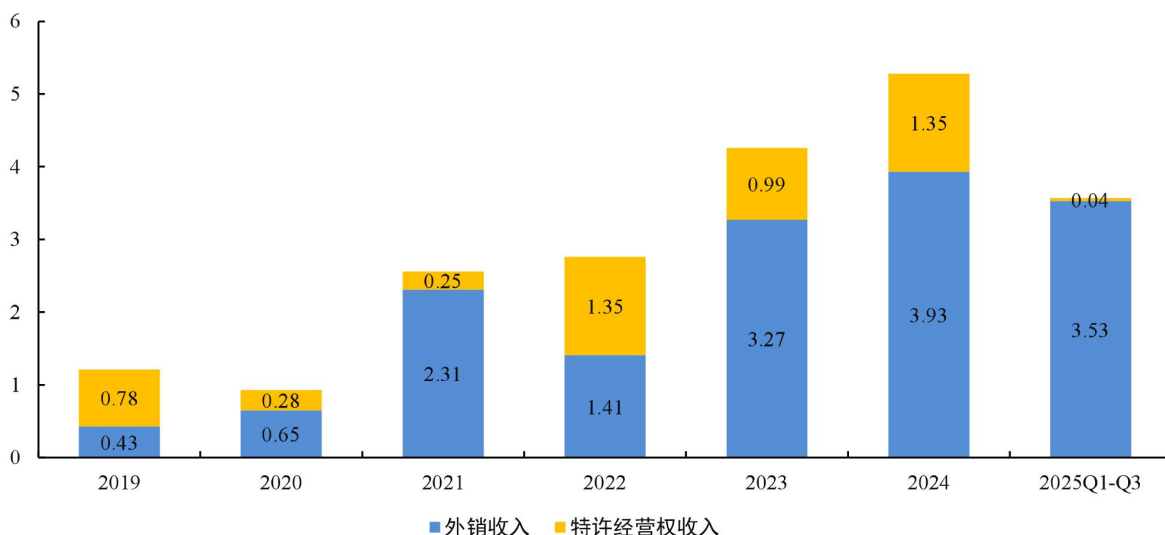
新兴市场方面，公司通过技术转移与本土化生产模式实现规模化突破。巴西市场成为关键战略支点，2025 年第三季度与巴西政府签署 10 年《技术转移与供应协议》，10 年累计订单不



低于 30 亿元（含税），打破诺和诺德等跨国药企在巴西公立市场的长期垄断。马来西亚市场亦取得显著进展，2025 年上半年甘精胰岛素注射液及门冬系列制剂接连获批，强化了东南亚市场布局。此外，巴基斯坦甘精胰岛素卡式瓶剂型于 2025 年 4 月获批，实现双剂型首仿突破，而玻利维亚、墨西哥等拉美国家及孟加拉国的本土化项目已成功落地。截至 2025 年上半年，公司胰岛素产品已覆盖近 20 个国家和地区，通过“制剂生产本土化+经营本土化”双轮驱动，构建起新兴市场的可持续发展体系。

公司的海外收入呈现持续增长态势，2025 年前三季度国际销售收入达 3.53 亿元（同比 +45.52%）。未来，随着欧盟甘精胰岛素的上市及巴西 PDP 项目的落地实施，公司有望进一步巩固全球糖尿病治疗领域的市场地位。

图 21：公司海外业务收入情况（亿元）



资料来源：Wind，公司公告，长城国瑞证券研究所

三、博凡格鲁肽：自主研发 GLP-1RA，剑指全球首款双周制剂

1. 全球 GLP-1RA 市场规模高速扩容，国内外竞争格局呈现差异化演变

1.1 GLP-1RA 双雄争霸，礼来减重赛道反超诺和诺德

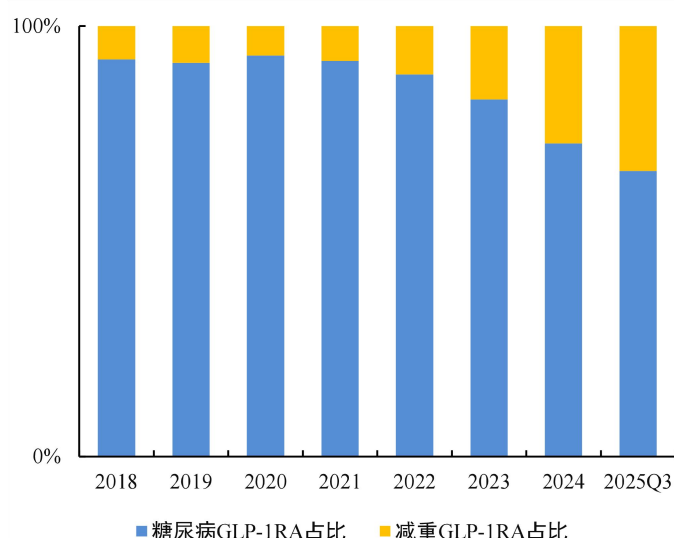
全球 GLP-1RA 市场高速增长，诺和诺德和礼来主导。医药魔方数据显示，全球 GLP-1RA 市场销售额由 2019 年的 100 亿美元快速增长至 2024 年的 528 亿美元，年复合增长率达到 40%，其中 2022、2023、2024 年的同比增速分别为 47%、52%和 46%。近三年来市场的高速增长主要由司美格鲁肽和替尔泊肽的快速放量带动。从市场结构看，当前 T2DM（2 型糖尿病）适应症仍占主导地位，2025 年前三季度市场占比为 66%，减重适应症占比则由 2018 年的 8%快速提升



至 2025 年的 34%。

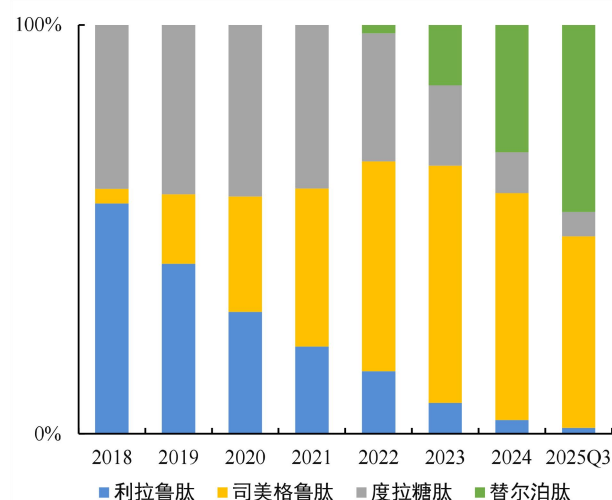
GLP-1RA 的 T2DM 适应症 2025 年前三季度全球销售规模已达 360 亿美元,保持快速增长,减重适应症则延续 2022 年的高速增长,2025 年前三季度全球销售规模超过 180 亿美元,已超过 2024 年全年该适应症销售额。我们认为,在 T2DM 领域,随着 GLP-1RA 的渗透率不断提升,其市场规模有望持续增长;减重领域当前处于快速增长阶段,随着替尔泊肽和司美格鲁肽的持续放量以及后续产品的上市,市场规模有望保持高速增长态势并在未来超过 T2DM 适应症的市场规模。

图 22: 全球 GLP-1RA 市场结构 (按适应症销售额)



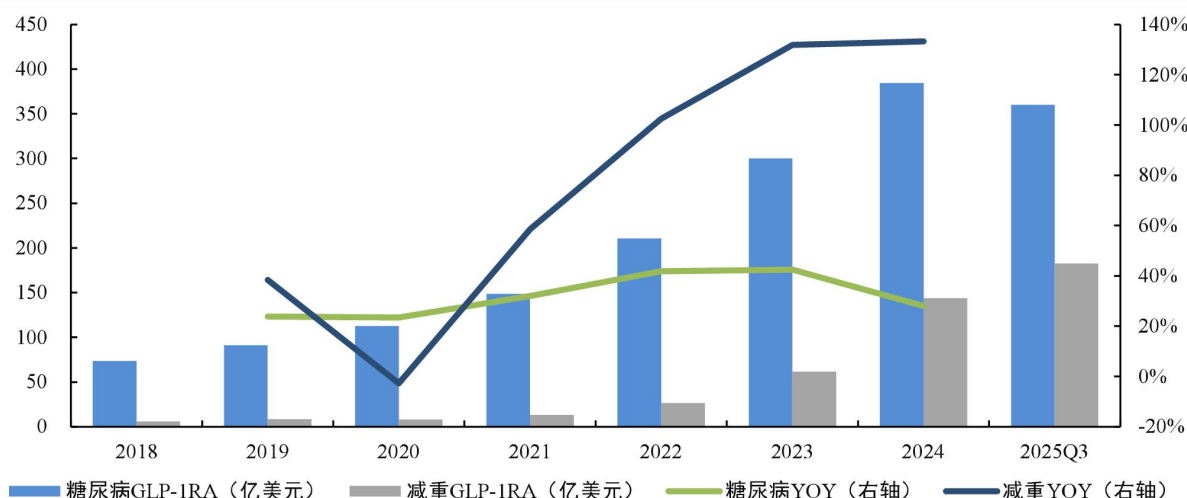
资料来源: 医药魔方, 长城国瑞证券研究所

图 23: 全球 GLP-1RA 产品竞争格局 (按销售额)



资料来源: 医药魔方, 长城国瑞证券研究所

图 24: 全球 GLP-1 市场规模及增速



资料来源: 医药魔方, 长城国瑞证券研究所

当前 GLP-1RA 领域, 礼来正加速实现对诺和诺德的市场份额反超, 尤其在减重赛道优势



显著。2025 年前三季度，其核心产品替尔泊肽在减重领域的市场占比已达 51%，成功超越诺和诺德的司美格鲁肽。作为双靶点 GLP-1RA 类药物，替尔泊肽呈现出强劲的“后来者居上”态势：该药物自 2022 年 5 月于美国获批 2 型糖尿病（T2DM）适应症后快速起量，2024 年其在全球 GLP-1RA 市场的占比攀升至 31%，较 2023 年实现翻倍增长；2023 年 11 月减重适应症获批后，替尔泊肽放量节奏进一步加快，2025 年前三季度销售额接近 250 亿美元。

从适应症维度拆分市场格局：T2DM 适应症，礼来与诺和诺德已形成分庭抗礼的竞争局面，双方市场份额基本持平；而在减重适应症，礼来已凭借 51% 的市场份额实现反超。

图 25：全球糖尿病 GLP-1RA 竞争格局（%）

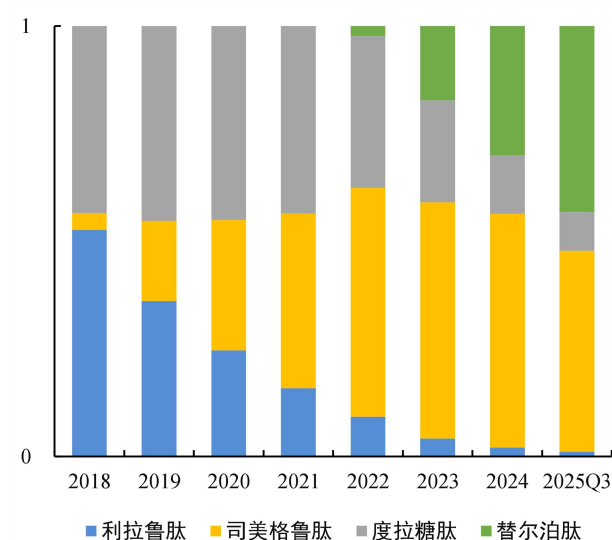
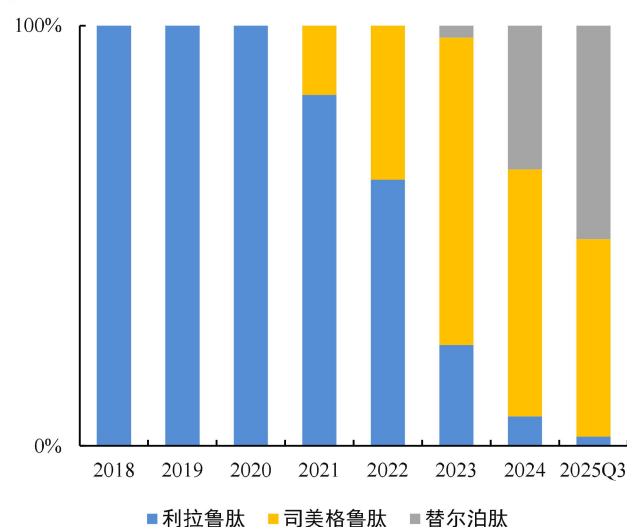


图 26：全球减重 GLP-1RA 竞争格局（%）



资料来源：医药魔方，长城国瑞证券研究所

资料来源：医药魔方，长城国瑞证券研究所

1.2 我国 GLP-1RA 市场规模高速增长，专利到期与医保纳入重塑行业格局

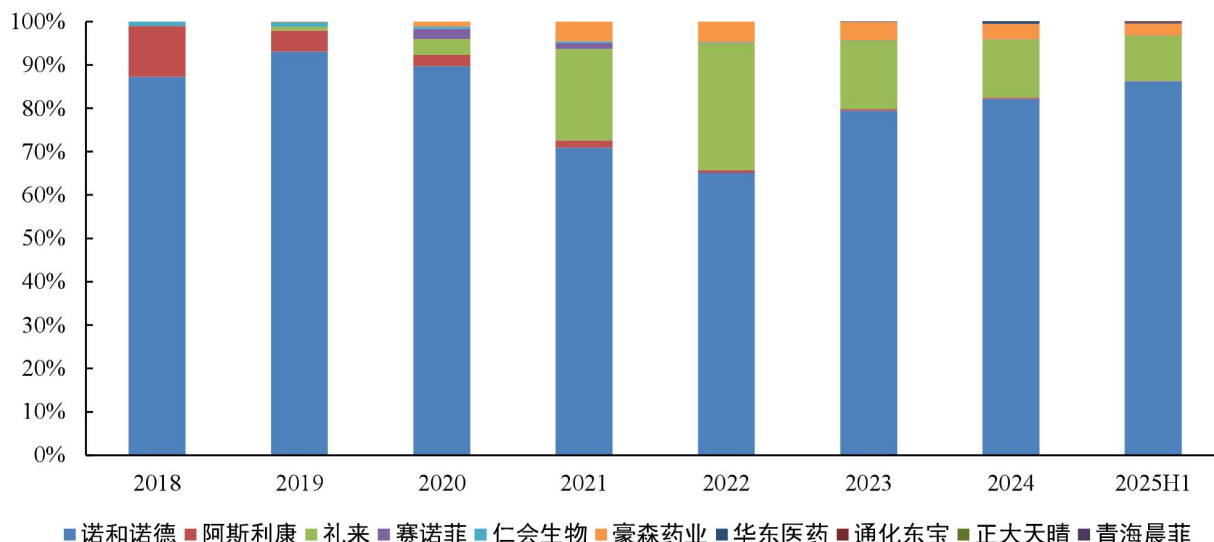
当前我国 GLP-1RA 市场呈现出明显的外资药企主导格局，其中诺和诺德的龙头地位尤为突出。医药魔方数据显示，2025 年上半年，诺和诺德以 86% 的市场份额稳居第一，礼来以 10% 的占比位列第二，本土药企中仅豪森药业实现 3% 的市场切入，其余企业暂未形成规模竞争力。

从适应症布局来看，2024 年是我国 GLP-1RA 市场的重要转折点。2024 年之前，国内已上市的 GLP-1RA 药物中，仅华东医药的利拉鲁肽生物类似药（2023 年 7 月获批）与仁会生物的短效贝那鲁肽拥有减重适应症，其余产品均仅获批 2 型糖尿病适应症。2024 年起，跨国药企开始加速拓展减重赛道：司美格鲁肽减重适应症于 6 月在华落地，替尔泊肽则在同年 5 月、7 月先后拿下糖尿病与减重适应症；进入 2025 年，本土创新药企信达生物的玛仕度肽也于 6 月获批减重适应症、9 月获批糖尿病适应症，至此，外资在我国 GLP-1RA 市场的减重适应症壁垒被打破，行业竞争格局进入多元博弈阶段。



根据医药魔方数据，2024 年我国 GLP-1RA 销售额突破 55 亿元人民币，2019-2024 年复合增长率达到 56%，主要是度拉糖肽和司美格鲁肽先后进入医保目录，快速放量所致。诺和诺德 2025 年最新财报显示，司美格鲁肽前三季度糖尿病适应症在华销售额约 58 亿元人民币、减重适应症销售额突破 10 亿元人民币。

图 27：中国 GLP-1RA 市场的药企竞争格局（按产品销售口径）



资料来源：医药魔方，长城国瑞证券研究所

司美格鲁肽的国内核心专利将于 2026 年 3 月到期，目前在研的司美格鲁肽生物类似药项目较多，且替尔泊肽糖尿病适应症已通过 2025 年谈判进入最新医保目录并将于 2026 年开始正式执行。创新药方面，目前处于临床二期及以上的管线超过 20 个，覆盖单靶点与多靶点机制，以及口服和注射等多种给药途径。

2. 博凡格鲁肽差异化特质凸显核心竞争力

博凡格鲁肽注射液为公司自主研发的 1 类长效胰高糖素样肽-1 受体激动剂（GLP-1RA），与人内源性 GLP-1 同源性高达 94%，核心覆盖 2 型糖尿病与肥胖/超重体重管理两大适应症，目前在肥胖/超重领域处于中国 III 期、美国 II 期临床阶段，2 型糖尿病领域处于中国 III 期、美国 II 期临床阶段，凭借双周给药的独特方案与优异临床数据，有望成为全球首款上市的 GLP-1RA 双周制剂。

2.1 肥胖/超重体重管理：双周给药展现卓越减重潜力

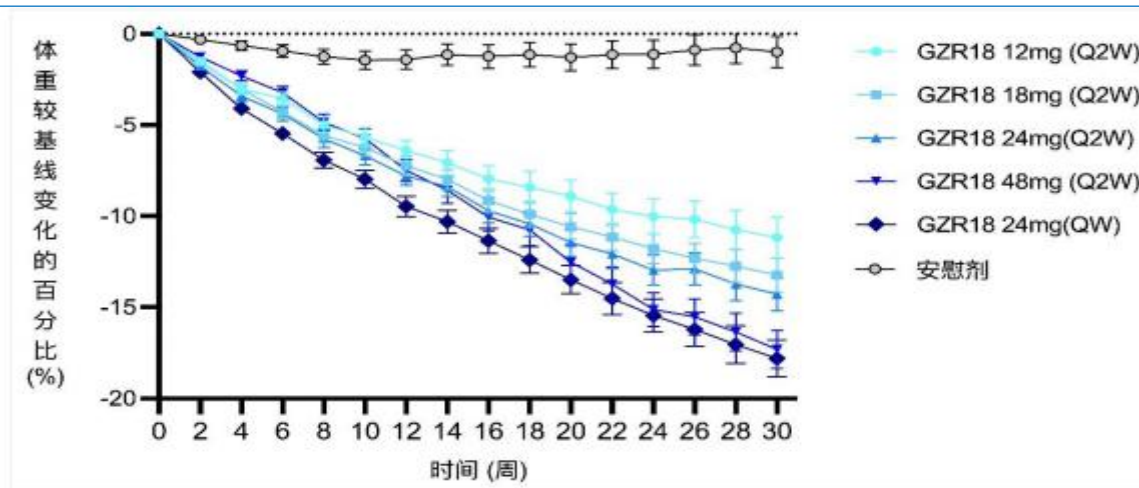
博凡格鲁肽注射液肥胖/超重适应症的国内外临床推进已取得关键突破，核心数据凸显疗效与便利性的双重优势。



中国 IIb 期数据领跑同类。2024 年 6 月完成的中国 IIb 期随机双盲安慰剂对照研究（同年 11 月于 ObesityWeek2024 披露数据）显示，每两周一次（Q2W）48mg 剂量组治疗 30 周平均减重 17.3%，较 Ib/IIa 期 30mg 剂量的 12.8%降幅显著提升；整体受试人群 30 周平均减重近 18% 且未达平台期，后续减重空间充足。经安慰剂校正后，其 30 周 16.3%的减重幅度，非头对头对比优于替尔泊肽（SURMOUNT-CN 研究 52 周 15.1%）、玛仕度肽（GLORY-1 研究 48 周 14.4%）等主流周制剂。

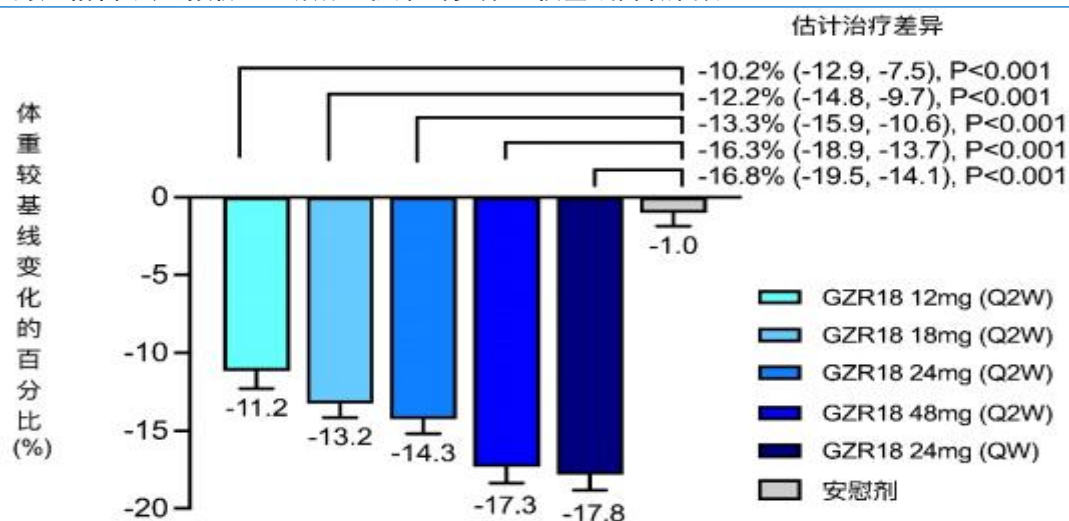
博凡格鲁肽注射液全球临床加速落地。2024 年 12 月，中国 III 期临床获 CDE 批准并完成首例给药；同期与替尔泊肽头对头的美国 II 期 IND 获 FDA 批准，2025 年 3 月完成美国肥胖/超重人群 II 期首例受试者入组，全球化研发进程提速。

图 28：博凡格鲁肽注射液 IIb 期减重临床试验体重随时间变化曲线



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图 29：博凡格鲁肽注射液 IIb 期减重临床试验体重较基线降低百分比



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所



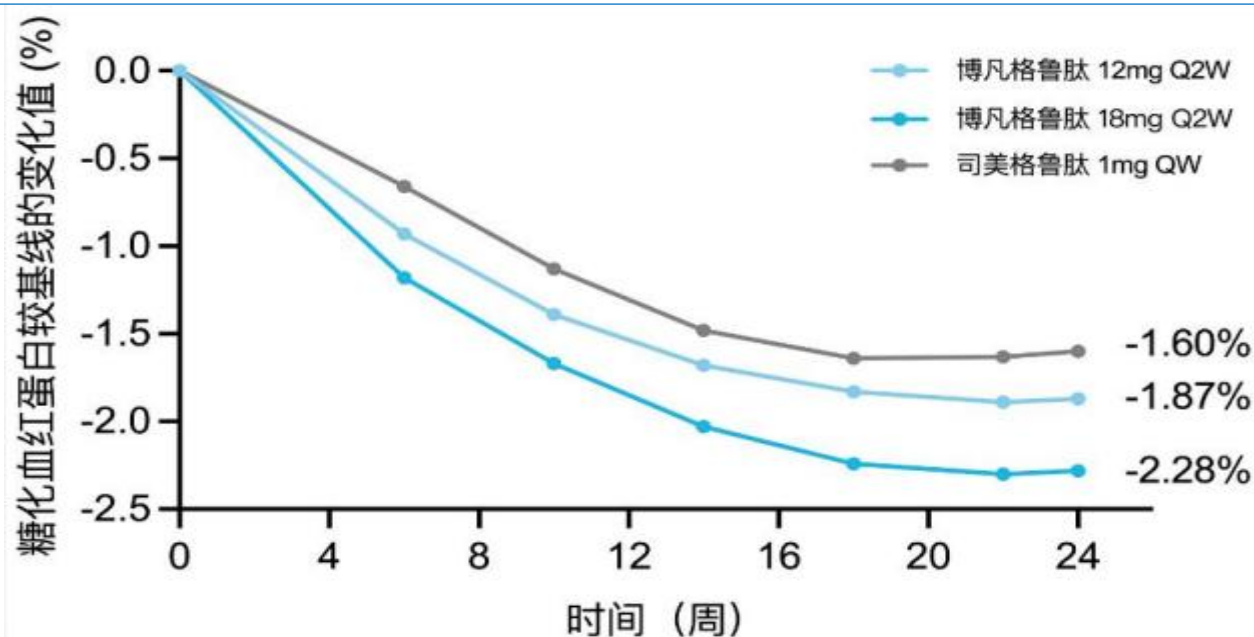
2.2 2 型糖尿病：头对头研究彰显降糖减重双优效

在糖尿病治疗领域，博凡格鲁肽的临床数据已展现出超越标杆药物的潜力。2024 年 7 月完成的中国 IIb 期随机开放研究中，以司美格鲁肽为阳性对照，博凡格鲁肽治疗 24 周后，在糖化血红蛋白（HbA1c）降低和体重控制方面均展现出更优疗效。

III 期临床全面启动。2024 年 12 月，2 型糖尿病适应症中国 III 期临床获 CDE 批准，2025 年 2 月顺利完成 OPTIMUM-1（单纯饮食运动控制不佳人群）与 OPTIMUM-2（口服降糖药治疗不佳人群）两项研究的首例受试者给药，向确证性临床终点迈进。

公司正加速推进糖尿病适应症的大型 III 期系列研究，在保障疗效与安全性的同时，进一步通过双周给药方案提升患者治疗依从性，依托血糖控制、体重管理及心血管代谢危险因素改善的三重调控机制，实现从“疾病治疗”到“健康重塑”的治疗转型。

图 30：治疗 24 周博凡格鲁肽组与司美格鲁肽组受试者 HbA1c 较基线的变化



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

2.3 多维差异化优势构筑市场竞争力

国内 GLP-1RA 赛道竞争激烈，公司从产品特性、产能供应到商业化能力形成全面壁垒，为产品上市后抢占市场奠定坚实基础。

产品差异化方面：博凡格鲁肽双周给药+三重调控，兼顾依从性与综合获益。现有 II 期数据已验证博凡格鲁肽药效超越同类的潜力，其独创的 Q2W 给药方案，相较于周制剂可大幅降低注射频率、减轻患者用药负担，同时实现与周制剂相当的减重与降糖效果；加之其血糖、体

重、心血管代谢指标的三重调控机制，能为患者带来全方位代谢获益，显著提升长期治疗依从性，这一差异化优势为其在同类产品中开辟了独特竞争赛道。

产能优势方面：规模化供应保障全球市场需求。公司拥有充足的土地与厂房储备，已建成行业领先的规模化生产体系并持续扩产，可充分满足中国乃至全球市场的快速增长需求，为产品商业化提供稳定且强劲的供应保障。

商业化优势方面：深耕领域筑牢市场根基。公司在糖尿病治疗领域积淀深厚，拥有超 2000 人的专业学术推广团队，销售渠道成熟且品牌影响力突出，丰富的商业化经验与精准的市场洞察力，可助力产品上市后快速实现市场渗透，抢占市场先机。

全球 GLP-1RA 市场正快速扩容，IQVIA 数据显示 2030 年降糖与减重领域合计市场规模预计达 2100 亿美元；中国市场目前渗透率较低，未来增长潜力巨大。公司采用双适应症（降糖+减重）、双周给药、中美双临床同步推进的研发策略，依托博凡格鲁肽的差异化优势与三重代谢调控价值，有望在激烈竞争中脱颖而出，成为全球首款 GLP-1RA 双周制剂，进一步拓展国内外市场销售空间，实现市场份额的快速提升。



四、风险提示

医保降价/药品集中招标采购风险。在胰岛素品类被纳入药品集中采购的行业背景下，医保降价及药品集中招标采购已成为公司需重点应对的核心政策风险。近年来，国家持续推进医药价格治理体系改革，以药品价格合理回归为导向，通过医保谈判、集中带量采购等政策工具压降药价，在切实提升药品可及性、保障民生健康福祉的同时，也使包括胰岛素在内的各类药品相关企业普遍面临盈利空间压缩的潜在挑战。

新药研发及商业化过程漫长且成本高昂风险。新药的研发和商业化过程是一项充满挑战和不确定性的长期任务，其特点是时间跨度大和成本高昂。若后续研发项目进展不及预期或商业化阶段受阻，都将直接影响公司的业绩表现。

研发人员流失风险。研发人员是创新药企业的核心资产，是推动创新药研发不可或缺的动力源泉。若关键研发人员离职，将可能影响公司在研项目进度，导致团队稳定性下降。同时，研发人员在公司中往往接触到大量核心技术和商业机密，离职和跳槽行为存在将这些关键信息带至其他企业的可能，这是公司知识产权的侵害，并增加公司在市场竞争中的不稳定性。



五、盈利预测（单位：百万元）

资产负债表	2024	2025E	2026E	2027E	利润表	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	902.78	3,889.29	4,362.20	5,674.72	营业收入	3,045.35	4,277.92	5,097.5	6,079.35
应收账款	213.71	570.57	363.98	750.57	营业成本	766.51	1,027.61	1,209.5	1,426.97
预付账款	56.56	57.62	76.78	81.77	营业税金及附加	31.10	43.69	52.05	62.08
存货	1,052.91	945.22	1,406.72	1,367.95	销售费用	1,167.04	1,368.93	1,529.2	1,823.81
其他	1,564.90	1,141.00	1,039.00	1,039.00	管理费用	255.86	278.06	305.85	364.76
流动资产合计	3,790.86	6,603.70	7,248.67	8,914.01	研发费用	541.05	556.13	611.71	729.52
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	-98.28	-128.34	-152.93	-182.38
固定资产	2,615.69	3,595.42	3,880.55	3,668.94	资产减值损失	-15.66	1.00	1.00	1.00
在建工程	1,262.01	681.01	345.50	248.85	公允价值变动收益	156.61	20.00	20.00	20.00
无形资产	1,190.87	1,176.13	1,161.37	1,146.60	投资净收益	61.25	12.00	12.00	12.00
其他	3,183.49	1,005.54	1,003.96	1,002.39	其他收益	27.03	20.00	20.00	20.00
非流动资产合计	8,252.06	6,458.09	6,391.38	6,066.77	营业利润	631.54	1,182.84	1,593.0	1,905.59
资产总计	12,042.9	13,061.80	13,640.06	14,980.78	营业外收入	2.85	62.34	2.00	2.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	4.00	5.00	5.00	5.00
应付账款	555.72	957.15	823.60	1,277.22	利润总额	630.39	1,240.18	1,590.0	1,902.59
其他	245.41	142.11	151.13	197.29	所得税	15.72	143.86	184.44	220.70
流动负债合计	801.13	1,099.26	974.73	1,474.51	净利润	614.66	1,096.32	1,405.5	1,681.89
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	-0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	614.66	1,096.32	1,405.58	1,681.89
其他	187.31	170.00	170.00	170.00	主要财务比率	2024	2025E	2026E	2027E
非流动负债合计	187.31	170.00	170.00	170.00	成长能力				
负债合计	988.45	1,269.26	1,144.73	1,644.51	营业收入	16.77%	40.47	19.16	19.26%
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	100.31	87.29	34.68	19.62%
股本	594.16	594.16	594.16	594.16	归属于母公司净利润	80.75%	78.36%	28.21%	19.66%
资本公积	3,590.96	3,590.96	3,590.96	3,590.96	获利能力				
留存收益	7,059.25	7,607.41	8,310.20	9,151.15	毛利率	74.83%	75.98	76.27	76.53%
其他综合收益	-189.91	0.00	0.00	0.00	净利率	20.18%	25.63	27.57	27.67%
股东权益合计	11,054.4	11,792.53	12,495.33	13,336.27	ROE	5.56%	9.30%	11.25	12.61%
负债和股东权益总计	12,042.92	13,061.80	13,640.06	14,980.78	ROIC	9.77%	17.03%	21.97%	24.86%
现金流量表	2024	2025E	2026E	2027E	偿债能力				
经营活动现金流	537.31	3,563.91	1,280.28	2,093.73	资产负债率	8.21%	9.72%	8.39%	10.98%
资本支出	366.15	749.32	351.50	114.65	流动比率	4.73	6.01	7.44	6.05
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	3.42	5.15	5.99	5.12
其他	-628.18	-1,092.74	-609.01	-237.30	营运能力				
投资活动现金流	-262.03	-343.42	-257.50	-122.65	应收账款周转率	10.19	10.91	10.91	10.91
债权融资	10.06	6.00	6.00	6.00	存货周转率	3.18	4.28	4.33	4.38
股权融资	216.13	318.24	152.93	182.38	总资产周转率	0.26	0.34	0.38	0.42
其他	-526.90	-558.21	-708.79	-846.95	每股指标（元）	2024	2025E	2026E	2027E
筹资活动现金流	-300.71	-233.97	-549.87	-658.56	每股收益	1.03	1.84	2.35	2.82
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	0.90	5.97	2.14	3.51
现金净增加额	-25.43	2,986.52	472.91	1,312.51	每股净资产	18.51	19.8	21.0	22.45

资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所



股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现 20%以上；

增持：相对强于市场表现 10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现 10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告的风险等级定级为 R3, 仅供符合长城国瑞证券有限公司投资者适当性管理要求的客户(简称“客户”)使用。我公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。