

2026年04月23日

证券研究报告·2025年年报&2026年一季报点评

甘李药业(603087) 医药生物

当前价: 59.48元

目标价: ——元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

国内海外高速增长，顺利达成股权激励目标

投资要点

- 事件:** 公司发布 2025 年报&2026 年一季报。2025 年公司实现收入 40.5 亿元(+33.1%)，归母净利润 11.4 亿元(+86.1%)，扣非归母净利润 7.8 亿元(+81.2%)。2026Q1 公司实现收入 8.8 亿元(-10.8%)，归母净利润 1.9 亿元(-38.3%)，扣非归母净利润 1.9 亿元(-13.3%)。
- 国内海外均实现高速增长，顺利达成股权激励目标。** 2025 年公司业绩实现高速增长，主要因国内胰岛素集采放量与国际业务加速拓展。1) 国内市场: 2025 年实现收入 35.1 亿元(+39.6%)，主要受益于 2024 年胰岛素续采协议量较上次实现大幅增长，国内制剂销量同比增长 31.7%。2) 海外市场: 2025 年实现收入 5.3 亿元(+36.6%)，胰岛素系列产品陆续在马来西亚、阿根廷等新兴市场上市，并且与巴西本土生物医药企业签署了为期 10 年、累计订单金额不低于人民币 30 亿元的《供应框架协议》，是公司国际化战略的重要里程碑。公司 2025 年实现归母净利润 11.4 亿元，顺利完成股权激励设定的 11 亿元业绩考核目标，彰显公司强大的经营执行力。
- 费用率持续优化，核心盈利能力显著增强。** 2025 年公司销售毛利率提升至 75.8%，同比提升 1.0pp，业务结构进一步优化。2025 年公司销售费用/管理费用/研发费用分别为 13.5/2.7/6.5 亿元，同比变化+15.7%/+5.1%/+19.6%，对应费用率分别为 33.3%/6.6%/16.0%，三费率合计同比下降 8.6pp。公司坚持创新研发驱动，核心产品 GZR18、GZR4 等陆续进入 III 期临床，有望为公司中长期业绩带来新增量。
- 盈利预测与投资建议。** 预计 2026-2028 年归母净利润分别为 14 亿元、17 亿元、21 亿元。我们看好公司胰岛素国内集采后放量+出海欧美的增长潜力，建议关注。
- 风险提示:** 产品价格下降风险、在研管线进展不及市场预期风险、市场竞争风险、产品海外审评审批不及预期风险、关税风险。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	4052.15	4680.11	5419.47	6375.15
增长率	33.06%	15.50%	15.80%	17.63%
归属母公司净利润(百万元)	1143.58	1417.59	1731.25	2084.25
增长率	86.05%	23.96%	22.13%	20.39%
每股收益 EPS(元)	1.91	2.37	2.90	3.49
净资产收益率 ROE	9.83%	11.06%	12.14%	13.03%
PE	31	25	21	17
PB	3.06	2.77	2.49	2.22

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn

分析师: 雷瑞
执业证号: S1250525110001
电话: 021-68416017
邮箱: leir@swsc.com.cn

相对指数表现



基础数据

总股本(亿股)	5.97
流通 A 股(亿股)	5.58
52 周内股价区间(元)	44.96-79.62
总市值(亿元)	355.27
总资产(亿元)	121.43
每股净资产(元)	18.89

相关研究

- 甘李药业(603087): 2024 年业绩符合预期, 25Q1 业绩高增长 (2025-05-12)

关键假设：

假设 1：受益于 2024 年胰岛素接续集采中标以及欧美市场获批放量，假设公司生物制品业务 2026-2028 年价格保持稳定，销量分别同比增长 13%、16%、18%。

假设 2：2025 年公司无里程碑节点，特许权服务收入较少，考虑到公司 3 款胰岛素产品有望在 2026 年批 CE（2026 年 1 月长秀霖已获批），达到关键里程碑节点，假设 2026-2028 年公司特许经营权均为 1.0 亿元；

假设 2：医疗器械及其他业务保持稳健增速，假设 2026-2028 年销量复合增速为 15%。

基于以上假设，我们预测公司 2026-2028 年分业务收入如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
生物制品	3802	4297	4994	5901
yoy	41%	13%	16%	18%
毛利率	78%	78%	78%	78%
特许经营权	5	100	100	100
yoy	-96%	2005%	0%	0%
毛利率	89%	90%	90%	90%
医疗器械及其他	246	283	325	374
yoy	15%	15%	15%	15%
毛利率	35%	35%	35%	35%
合计	4052	4680	5419	6375
yoy	33%	15%	16%	18%
毛利率	76%	80%	84%	89%

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	4052.15	4680.11	5419.47	6375.15	净利润	1143.58	1417.59	1731.25	2084.25
营业成本	978.95	957.44	861.81	698.20	折旧与摊销	303.84	353.60	356.66	360.67
营业税金及附加	39.12	45.51	53.45	62.14	财务费用	-72.88	-42.12	-54.19	-6.38
销售费用	1350.43	1450.83	1734.23	2040.05	资产减值损失	-36.13	-30.00	-30.00	-30.00
管理费用	268.90	280.81	325.17	427.14	经营营运资本变动	-253.82	345.54	-600.00	-66.21
财务费用	-72.88	-42.12	-54.19	-6.38	其他	-300.32	-190.08	-221.64	-223.13
资产减值损失	-36.13	-30.00	-30.00	-30.00	经营活动现金流净额	784.28	1854.53	1182.07	2119.20
投资收益	290.78	176.36	195.31	204.91	资本支出	-400.08	-200.00	-200.00	-200.00
公允价值变动损益	73.82	50.00	50.00	50.00	其他	436.06	951.93	945.31	524.91
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	35.98	751.93	745.31	324.91
营业利润	1183.67	1541.98	1907.20	2355.13	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	46.13	33.12	38.03	40.55	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1229.81	1575.11	1945.23	2395.68	股权融资	-61.10	0.00	0.00	0.00
所得税	86.22	157.51	213.97	311.44	支付股利	-597.30	-228.72	-283.52	-346.25
净利润	1143.58	1417.59	1731.25	2084.25	其他	-79.37	23.94	48.27	0.74
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-737.77	-204.78	-235.25	-345.51
归属母公司股东净利润	1143.58	1417.59	1731.25	2084.25	现金流量净额	83.65	2401.67	1692.14	2098.60
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	2088.31	4489.99	6182.13	8280.73	成长能力				
应收和预付款项	658.55	571.77	745.49	798.52	销售收入增长率	33.06%	15.50%	15.80%	17.63%
存货	1008.69	1148.95	962.83	809.01	营业利润增长率	87.43%	30.27%	23.68%	23.49%
其他流动资产	1728.52	1000.00	300.00	30.00	净利润增长率	86.05%	23.96%	22.13%	20.39%
长期股权投资	264.15	264.15	264.15	264.15	EBITDA 增长率	78.83%	31.02%	19.22%	22.62%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	3574.03	3245.27	2913.43	2577.59	毛利率	75.84%	79.54%	84.10%	89.05%
无形资产和开发支出	1876.60	2051.77	2226.95	2402.12	三费率	38.16%	36.10%	37.00%	38.60%
其他非流动资产	1428.19	1428.19	1428.19	1428.19	净利率	28.22%	30.29%	31.95%	32.69%
资产总计	12627.04	14200.08	15023.17	16590.30	ROE	9.83%	11.06%	12.14%	13.03%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.06%	9.98%	11.52%	12.56%
应付和预收款项	372.55	443.18	297.40	187.80	ROIC	16.77%	21.36%	25.91%	30.81%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	34.91%	39.60%	40.77%	42.50%
其他负债	626.03	942.61	463.75	402.49	营运能力				
负债合计	998.57	1385.79	761.15	590.29	总资产周转率	0.33	0.35	0.37	0.40
股本	597.30	597.30	597.30	597.30	固定资产周转率	1.40	1.55	1.99	2.62
资本公积	3533.62	3533.62	3533.62	3533.62	应收账款周转率	10.00	8.47	9.02	8.81
留存收益	7605.65	8794.53	10242.26	11980.25	存货周转率	0.94	0.88	0.81	0.79
归属母公司股东权益	11628.47	12814.28	14262.02	16000.01	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	93.34%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	11628.47	12814.28	14262.02	16000.01	资产负债率	7.91%	9.76%	5.07%	3.56%
负债和股东权益合计	12627.04	14200.08	15023.17	16590.30	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	6.72	5.96	13.87	23.33
					速动比率	5.49	5.01	12.24	21.42
					股利支付率	52.23%	16.13%	16.38%	16.61%
业绩和估值指标					每股指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
EBITDA	1414.63	1853.46	2209.67	2709.43	每股收益	1.91	2.37	2.90	3.49
PE	31.07	25.06	20.52	17.05	每股净资产	19.47	21.45	23.88	26.79
PB	3.06	2.77	2.49	2.22	每股经营现金	1.31	3.10	1.98	3.55
PS	8.77	7.59	6.56	5.57	每股股利	1.00	0.38	0.47	0.58
EV/EBITDA	21.64	15.44	12.50	9.52					
股息率	1.68%	0.64%	0.80%	0.97%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
