

## 集采放量，出海&研发加速推进

——甘李药业 25 年报&26 一季报点评

### 核心观点

- 业绩维持高增速，集采中标优势显现。** 2025 年公司实现营业收入 40.52 亿元（同比+ 33.1%），归母净利润 11.44 亿元（同比+ 86.1%），扣非归母净利润 7.80 亿元（同比+ 81.2%）。业绩高增长主要系胰岛素集采接续中标带来的销量显著提升，25 年公司累计向全国医疗机构供应胰岛素超过 9000 万支（同比+31.7%）。26Q1 公司实现营业收入 8.78 亿元（同比- 10.8%），扣非归母净利润 1.86 亿元（同比- 13.3%），主要系非经常性损益减少、税制切换和国内外产品生产切换对产能的短期扰动。我们认为公司受益集采的趋势不变，扰动因素消除后有望保持高增长。
- 国际化战略全面推进，出海完成升级。** 公司多年来坚持国际化战略，已将产品商业化销售成功拓展至全球 21 个国家，覆盖欧亚、亚太、拉美及非洲等多个地区。25 年公司国际销售收入达 5.29 亿元（同比+ 36.6%），全球化布局已显成效。胰岛素产品实现欧美市场准入，26 年 1 月公司甘精胰岛素正式获得 EC 上市批准，成为首款登陆欧洲市场的国产三代胰岛素。同年 2 月，EMA 人用药品委员会发布积极意见，建议批准公司门冬胰岛素，EC 将对该积极意见进行审评。此外，新兴市场拓展加速，25 年公司获得海外注册批件 15 个，创历史新高。
- 聚焦代谢领域，核心管线迅速推进。** 公司在巩固糖尿病领域优势的同时，积极拓展肥胖、自身免疫性疾病等新治疗领域：a. 糖尿病领域：1）博凡格鲁肽：国内 2 项治疗糖尿病的 III 期临床正在进行中；2）第四代胰岛素：GZR4 已开展 4 项国内 III 期临床（包括全球首个头对头诺和诺德胰岛素周制剂的 III 期临床），欧美 I 期临床进行中，GZR101 的国内 II 期临床研究已达到主要终点；3）GZR102：首个进入临床阶段的国产基础胰岛素与 GLP-1RA 的固定比例复方周制剂，目前处于临床 II 期阶段。b. 超重/肥胖领域：博凡格鲁肽已启动 5 项治疗肥胖及其合并症的 III 期临床，25 年 3 月头对头替尔泊肽的美国 II 期临床完成首例受试者给药。

### 盈利预测与投资建议

- 根据 25 年报&26 年一季报，我们下调公司营收假设，预测公司 26-28 年每股收益分别为 2.32/2.77/3.33 元（原 26-27 年预测为 2.40/2.84 元），参考可比公司平均市盈率，给予公司 2026 年 27 倍 PE 估值，对应目标价 62.64 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

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	3,045	4,052	4,902	5,603	6,397
同比增长(%)	16.8%	33.1%	21.0%	14.3%	14.2%
营业利润(百万元)	632	1,184	1,641	1,954	2,346
同比增长(%)	100.3%	87.4%	38.6%	19.1%	20.1%
归属母公司净利润(百万元)	615	1,144	1,387	1,653	1,986
同比增长(%)	80.7%	86.1%	21.3%	19.2%	20.2%
每股收益(元)	1.03	1.91	2.32	2.77	3.33
毛利率(%)	74.8%	75.8%	77.6%	76.4%	75.3%
净利率(%)	20.2%	28.2%	28.3%	29.5%	31.1%
净资产收益率(%)	5.6%	10.1%	11.2%	11.8%	12.6%
市盈率	58.1	31.2	25.8	21.6	18.0
市净率	3.2	3.1	2.7	2.4	2.1

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（维持）

股价（2026年04月29日）	59.81 元
目标价格	62.64 元
52 周最高价/最低价	82.25/46.78 元
总股本/流通 A 股（万股）	59,730/55,786
A 股市值（百万元）	35,725
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2026 年 04 月 29 日

### 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-8.94	-3.09	-11.72	25.49
相对表现%	-9.16	-9.93	-12.91	-1.93
沪深 300%	0.22	6.84	1.19	27.42



### 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
胡俊涛	执业证书编号：S0860526040002 hujuntao@orientsec.com.cn 021-63326320

### 相关报告

国内外协同发力，新兴市场出海取得突破：——甘李药业 2025 年三季报点评	2025-11-05
中报符合预期，积极推进 BD 进程：甘李药业 2025 年中报点评	2025-08-12
创新药数据频出，GZR18 降糖效果亮眼	2025-07-30

**表 1：可比公司估值**

公司	代码	最新价格(元)					每股收益 (元)					市盈率			
		2026/4/29	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
通化东宝	600867	9.56	-0.02	0.62	0.36	0.44	-446.73	15.36	26.29	21.88					
特宝生物	688278	59.35	2.03	2.53	3.23	4.13	29.27	23.49	18.36	14.39					
科兴制药	688136	25.89	0.16	0.77	0.93	1.28	165.54	33.49	27.97	20.23					
恒瑞医药	600276	54.99	0.95	1.16	1.44	1.71	57.60	47.33	38.20	32.19					
长春高新	000661	85.46	6.33	0.38	3.15	3.90	13.50	224.95	27.09	21.89					
	<b>最大值</b>						165.54	224.95	38.20	32.19					
	<b>最小值</b>						(446.73)	15.36	18.36	14.39					
	<b>平均数</b>						(36.16)	68.93	27.58	22.12					
	<b>调整后 平均</b>							<b>35</b>	<b>27</b>	<b>21</b>					

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						利润表					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	903	2,088	4,412	5,814	7,593	营业收入	3,045	4,052	4,902	5,603	6,397
应收票据、账款及款项融资	247	600	510	583	665	营业成本	767	979	1,097	1,324	1,581
预付账款	57	55	98	112	128	销售费用	1,167	1,350	1,283	1,379	1,431
存货	1,053	1,009	1,317	1,523	1,739	管理费用	256	269	295	335	375
其他	1,532	1,732	2,440	2,441	2,443	研发费用	541	647	655	701	752
<b>流动资产合计</b>	<b>3,791</b>	<b>5,484</b>	<b>8,776</b>	<b>10,473</b>	<b>12,568</b>	财务费用	(98)	(73)	(31)	(50)	(67)
长期股权投资	0	264	0	0	0	资产、信用减值损失	(3)	51	35	28	38
固定资产	2,616	3,181	2,985	2,738	2,491	公允价值变动收益	157	74	47	47	47
在建工程	1,262	393	673	853	1,034	投资净收益	61	291	50	50	50
无形资产	273	265	263	261	259	其他	(2)	(10)	(23)	(30)	(38)
其他	4,101	3,040	1,535	1,535	1,535	<b>营业利润</b>	<b>632</b>	<b>1,184</b>	<b>1,641</b>	<b>1,954</b>	<b>2,346</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>8,252</b>	<b>7,143</b>	<b>5,457</b>	<b>5,388</b>	<b>5,319</b>	营业外收入	3	63	3	3	3
<b>资产总计</b>	<b>12,043</b>	<b>12,627</b>	<b>14,233</b>	<b>15,861</b>	<b>17,887</b>	营业外支出	4	17	12	12	12
短期借款	0	0	50	0	0	<b>利润总额</b>	<b>630</b>	<b>1,230</b>	<b>1,632</b>	<b>1,945</b>	<b>2,337</b>
应付票据及应付账款	129	134	165	199	237	所得税	16	86	245	292	351
其他	672	681	727	717	718	<b>净利润</b>	<b>615</b>	<b>1,144</b>	<b>1,387</b>	<b>1,653</b>	<b>1,986</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>801</b>	<b>816</b>	<b>941</b>	<b>916</b>	<b>955</b>	少数股东损益	(0)	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>615</b>	<b>1,144</b>	<b>1,387</b>	<b>1,653</b>	<b>1,986</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.03	1.91	2.32	2.77	3.33
其他	187	183	165	165	165						
<b>非流动负债合计</b>	<b>187</b>	<b>183</b>	<b>165</b>	<b>165</b>	<b>165</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>988</b>	<b>999</b>	<b>1,105</b>	<b>1,080</b>	<b>1,120</b>		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
少数股东权益	0	0	0	0	0	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	601	597	597	597	597	营业收入	16.8%	33.1%	21.0%	14.3%	14.2%
资本公积	3,390	3,422	3,534	3,534	3,534	营业利润	100.3%	87.4%	38.6%	19.1%	20.1%
留存收益	7,059	7,606	8,993	10,646	12,632	归属于母公司净利润	80.7%	86.1%	21.3%	19.2%	20.2%
其他	4	3	4	4	4	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>11,054</b>	<b>11,628</b>	<b>13,128</b>	<b>14,781</b>	<b>16,767</b>	毛利率	74.8%	75.8%	77.6%	76.4%	75.3%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>12,043</b>	<b>12,627</b>	<b>14,233</b>	<b>15,861</b>	<b>17,887</b>	净利率	20.2%	28.2%	28.3%	29.5%	31.1%
						ROE	5.6%	10.1%	11.2%	11.8%	12.6%
						ROIC	4.8%	9.1%	11.0%	11.6%	12.3%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	资产负债率	8.2%	7.9%	7.8%	6.8%	6.3%
净利润	615	1,144	1,387	1,653	1,986	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	224	172	260	261	262	流动比率	4.73	6.72	9.33	11.44	13.16
财务费用	(98)	(73)	(31)	(50)	(67)	速动比率	3.42	5.49	7.93	9.77	11.34
投资损失	(61)	(291)	(50)	(50)	(50)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(9)	(272)	(214)	(270)	(277)	应收账款周转率	10.2	10.0	9.0	10.7	10.7
其它	(133)	104	898	(47)	(47)	存货周转率	0.8	0.9	0.9	0.9	1.0
<b>经营活动现金流</b>	<b>537</b>	<b>784</b>	<b>2,251</b>	<b>1,497</b>	<b>1,807</b>	总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
资本支出	(189)	155	(291)	(192)	(192)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(192)	45	(48)	0	0	每股收益	1.03	1.91	2.32	2.77	3.33
其他	120	(164)	234	97	97	每股经营现金流	0.89	1.31	3.77	2.51	3.03
<b>投资活动现金流</b>	<b>(262)</b>	<b>36</b>	<b>(105)</b>	<b>(95)</b>	<b>(95)</b>	每股净资产	18.51	19.47	21.98	24.75	28.07
债权融资	(5)	5	(14)	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	118	29	111	0	0	市盈率	58.1	31.2	25.8	21.6	18.0
其他	(413)	(772)	81	0	67	市净率	3.2	3.1	2.7	2.4	2.1
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(301)</b>	<b>(738)</b>	<b>177</b>	<b>0</b>	<b>67</b>	EV/EBITDA	42.6	25.2	17.3	14.9	12.7
汇率变动影响	(1)	1	-0	-0	-0	EV/EBIT	60.6	29.1	20.1	17.0	14.2
<b>现金净增加额</b>	<b>(26)</b>	<b>84</b>	<b>2,323</b>	<b>1,402</b>	<b>1,779</b>						

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](http://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。