



其他生物制品/生物制品/医药生物

甘李药业 603087.SH

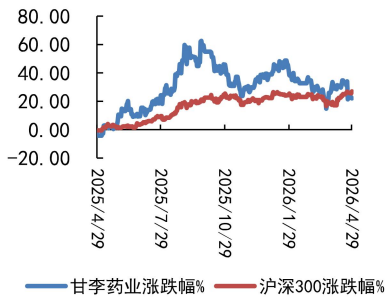
## 2025年业绩高增，全球化与创新双轮驱动

### 基础数据：

截至2026年4月29日

当前股价	59.81元
投资评级	买入
评级变动	维持
总股本	5.97亿股
流通股本	5.58亿股
总市值	357.25亿元
流动市值	333.66亿元

### 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

**事件：**公司发布2025年年报和2026年第一季度报告：2025年，公司实现营业收入40.52亿元，同比增长33.06%，归母净利润11.44亿元，同比增长86.05%；扣非归母净利润7.80亿元，同比增长81.21%；研发投入13.41亿元，占营收比例为33.08%。2026年第一季度，公司实现营业收入8.78亿元，同比下滑10.84%，归母净利润1.92亿元，同比下滑38.29%；扣非归母净利润1.86亿元，同比下滑13.31%。

### 事件点评：

◆**国内收入同比增近40%，集采优势持续释放。**2025年，公司凭借胰岛素接续集采的显著放量优势，成功实现国内业绩强劲增长，全年国内收入达35.13亿元（其中制剂收入34.30亿元，YOY+40.72%），同比增长39.56%。2025全年，公司累计向全国医疗机构供应胰岛素制剂超9000万支，销量同比大幅增长31.71%，市场覆盖深度与广度持续拓宽，服务医疗机构总数达4.8万家。这一系列亮眼数据不仅标志着公司成功通过集采“以价换量”扩大了市场份额，更持续巩固了其在国内市场的核心根基，以实际行动大幅提升了我国广大糖尿病患者的用药可及性。

◆**全球化战略成效显著，国际业务实现高质量跨越。**2025年，公司国际销售收入达5.29亿元，同比增长36.59%。依托二十余年产业积累，公司产品已成功商业化至全球21个国家，并在高端准入与新兴市场拓展上取得里程碑式突破：自主研发的甘精胰岛素今年1月正式获批登陆欧洲市场，成为首款进入欧洲市场的国产三代胰岛素；在新兴市场斩获15个海外注册批件，并成功落地巴西PDP项目，签署10年累计不低于30亿元的技术转移与供应协议，实现了从单一贸易向“技术转移+本土化共建”的模式升级。此外，公司在创新药国际合作上也取得实质性进展，多款在研管线成功与拉美、印度、韩国及巴西知名药企达成区域许可或战略合作，为全球化高质量发展奠定了坚实基础。

◆**博凡格鲁肽注射液研发进展顺利，NDA在即。**2025年，博凡格鲁肽



注射液研发进展顺利，2月糖尿病两项 III 期临床完成首例给药，6月、9月相继在 ADA、EASD 大会公布 II 期积极数据，其每双周给药方案降糖减重效果优于司美格鲁肽且安全性良好，国内糖尿病 III 期研究正加速推进；同年3月该产品美国减重 II 期临床完成首例给药，为全球首款与替尔泊肽头对头对比减重疗效的单靶点 GLP-1RA 研究，四季度国内同步启动肥胖/超重两项 III 期临床，含创新每月一次给药方案，全面铺开糖尿病、肥胖双适应症注册路径。目前全球尚无 GLP-1RA 双周及月制剂获批上市，博凡格鲁肽凭借长效给药优势与亮眼临床数据，有望成为全球同类首创药物，依托血糖、体重、心血管代谢三重调控机制，助力糖尿病治疗从疾病治疗向健康重塑升级。

◆**核心胰岛素创新管线多点突破，全球化研发稳步推进。**GZR4 为国产首个进入 III 期临床的第四代胰岛素周制剂，欧美同步开展 I 期，源头分子创新具备同类最优潜力，每周一次给药大幅降低注射频次，降糖效果、安全性及便捷性优势突出，多项临床成果亮相国际权威学术平台、刊发顶级期刊，关键 III 期已达主要终点。GZR101 第四代双胰岛素类似物处于国内 II 期，降糖疗效优于进口品种，可依托现有渠道快速切入高低端市场。GZR102 是国产首个临床阶段的胰岛素/GLP-1RA 复方周制剂，II 期临床稳步推进，组分协同增效且规避同类产品短板，有望成为同类最优。GZR33 创新基础胰岛素日制剂已进入 III 期；同时公司加速全球化布局，多款品种海外临床有序开展，国内外双轨研发，彰显国内糖尿病创新药研发硬核实力。

◆**增值税率调整影响一季度业绩。**今年一季度，公司利润总额 2.13 亿元、归母净利润 1.92 亿元，同比分别下滑 1.48 亿元、1.19 亿元，利润回落主因是非经常性损益大幅减少，叠加经常性收益走弱；当期制剂销量同比增 7.48%，但营收同比下降，主要受增值税计税方式调整、国际收入占比提升及产销切换产能等因素影响。

### 投资建议：

我们预计公司2026-2028年的归母净利润分别为13.62/16.63/19.07亿元，EPS分别为2.28/2.78/3.19元，当前股价对应PE为26/21/19倍。考虑公司



胰岛素集采后销量持续放量，叠加海外业务增长潜力充足、博凡格鲁肽注射液等在研管线推进顺利，成长动能较强，我们维持其“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：

	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	4,052.15	4,642.53	5,443.00	6,231.03
增长率(%)	33.06	14.57	17.24	14.48
归母净利润(百万元)	1,143.58	1,362.16	1,662.87	1,906.55
增长率(%)	86.05	19.11	22.08	14.65
EPS(元/股)	1.91	2.28	2.78	3.19
市盈率(P/E)	31.24	26.23	21.48	18.74
市净率(P/B)	3.07	2.89	2.71	2.53

资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所



## 盈利预测 (单位: 百万元)

资产负债表	2025	2026E	2027E	2028E	利润表	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	2,088.31	4,011.72	4,656.82	6,181.66	营业收入	4,052.15	4,642.53	5,443.00	6,231.03
应收账款	593.23	309.48	688.40	453.96	营业成本	978.95	1,092.52	1,266.50	1,438.16
预付账款	55.48	65.91	74.81	84.98	营业税金及附加	39.12	44.82	52.55	60.16
存货	1,008.69	1,115.66	1,346.98	1,449.44	营业费用	1,350.43	1,299.91	1,524.04	1,744.69
其他	1,738.36	1,141.00	1,039.00	1,039.00	管理费用	268.90	292.48	326.58	373.86
流动资产合计	5,484.07	6,643.77	7,806.01	9,209.04	研发费用	646.97	649.95	653.16	747.72
长期股权投资	264.15	264.15	264.15	264.15	财务费用	-72.88	-92.85	-108.86	-124.62
固定资产	3,180.57	3,298.73	3,109.37	2,868.71	资产减值损失	-36.13	-30.00	-30.00	-30.00
在建工程	393.47	246.73	179.71	132.80	公允价值变动收益	73.82	20.00	20.00	20.00
无形资产	1,876.60	1,859.47	1,842.33	1,825.18	投资净收益	290.78	100.00	50.00	50.00
其他	1,428.19	1,000.01	1,000.00	1,000.00	其他	25.86	20.00	20.00	20.00
非流动资产合计	7,142.97	6,669.09	6,395.56	6,090.84	营业利润	1,183.67	1,466.69	1,790.03	2,052.06
资产总计	12,627.04	13,312.86	14,201.57	15,299.88	营业外收入	62.97	2.00	2.00	2.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	16.84	4.00	4.00	4.00
应付账款	494.74	597.78	668.71	769.44	利润总额	1,229.81	1,464.69	1,788.03	2,050.06
其他	321.05	123.66	110.01	154.31	所得税	86.22	102.53	125.16	143.50
流动负债合计	815.79	721.45	778.72	923.75	净利润	1,143.58	1,362.16	1,662.87	1,906.55
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	1,143.58	1,362.16	1,662.87	1,906.55
其他	182.79	170.00	170.00	170.00	主要财务比率	2025	2026E	2027E	2028E
非流动负债合计	182.79	170.00	170.00	170.00	成长能力				
负债合计	998.57	891.45	948.72	1,093.75	营业收入	33.06%	14.57%	17.24%	14.48%
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	87.43%	23.91%	22.05%	14.64%
股本	601.07	601.07	601.07	601.07	归属于母公司净利润	86.05%	19.11%	22.08%	14.65%
资本公积	3,533.62	3,533.62	3,533.62	3,533.62					
留存收益	7,605.65	8,286.73	9,118.16	10,071.44	毛利率	75.84%	76.47%	76.73%	76.92%
其他	-111.87	0.00	0.00	0.00	净利率	28.22%	29.34%	30.55%	30.60%
股东权益合计	11,628.47	12,421.42	13,252.85	14,206.13	ROE	9.83%	10.97%	12.55%	13.42%
负债和股东权益总计	12,627.04	13,312.86	14,201.57	15,299.88	ROIC	18.87%	19.98%	24.79%	27.18%
现金流量表	2025	2026E	2027E	2028E					
经营活动现金流	784.28	2,003.93	1,320.69	2,388.41	资产负债率	7.91%	6.70%	6.68%	7.15%
资本支出	952.80	310.52	85.02	64.91	流动比率	6.72	9.21	10.02	9.97
长期投资	264.15	0.00	0.00	0.00	速动比率	5.49	7.66	8.29	8.40
其他	-1,180.97	88.32	-38.04	-99.83					
投资活动现金流	35.98	398.84	46.98	-34.91	应收账款周转率	10.04	10.29	10.91	10.91
债权融资	8.99	6.00	6.00	6.00	存货周转率	3.93	4.37	4.42	4.46
股权融资	100.49	204.72	108.86	124.62	总资产周转率	0.33	0.36	0.40	0.42
其他	-847.25	-690.07	-837.43	-959.28	每股指标 (元)	2025	2026E	2027E	2028E
筹资活动现金流	-737.77	-479.36	-722.57	-828.66	每股收益	1.91	2.28	2.78	3.19
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	1.31	3.35	2.21	4.00
现金净增加额	82.48	1,923.41	645.10	1,524.84	每股净资产	19.47	20.67	22.05	23.63



## 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。