

# 25 年业绩高速增长， 创新及国际化加速推进

## 核心观点

公司发布 2025 年报及 2026 年一季报，25 年依托接续集采政策深入执行和海外收入增加，业绩实现高速增长；国际化战略取得多项里程碑式突破。26Q1 业绩受短期因素影响，但制剂产品销量保持增长，凸显经营韧性。展望 2026 年，公司创新管线博凡格鲁肽、GZR4 等 III 期临床研究持续推进，期待后续进展；海外收入有望实现进一步增长，持续贡献业绩增量。随着产能切换等影响逐步消化，全年业绩有望保持良好增长。

## 事件

### 公司发布 2025 年报及 2026 年一季报

4 月 23 日，公司发布 2025 年年度报告，实现：1) 营业收入 40.52 亿元，同比增长 33.06%；2) 归母净利润 11.44 亿元，同比增长 86.05%；3) 扣非归母净利润 7.80 亿元，同比增长 81.21%；4) 基本每股收益 1.93 元。

同日，公司发布 2026 年第一季度报告，实现：1) 营业收入 8.78 亿元，同比下降 10.84%；2) 归母净利润 1.92 亿元，同比下降 38.29%；3) 扣非归母净利润 1.86 亿元，同比下降 13.31%；4) 基本每股收益 0.33 元。

公司利润分配预案：拟向全体股东按每 10 股派发现金股利 10 元（含税），合计现金分红 5.97 亿元。

## 重要财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	3,045.35	4,052.15	4,680.92	5,430.14	6,192.53
YoY(%)	16.77	33.06	15.52	16.01	14.04
净利润(百万元)	614.66	1,143.58	1,435.79	1,684.21	1,947.26
YoY(%)	80.75	86.05	25.55	17.30	15.62
毛利率(%)	74.83	75.84	74.54	74.38	74.26
销售净利率(%)	20.18	28.22	30.67	31.02	31.45
ROE(%)	5.56	9.83	11.55	12.60	13.47
EPS(摊薄/元)	1.03	1.91	2.40	2.82	3.26
P/E(倍)	58.12	31.24	24.88	21.21	18.35
P/B(倍)	3.23	3.07	2.87	2.67	2.47

资料来源：iFinD，中信建投证券

## 甘李药业 (603087.SH)

### 首次覆盖

### 买入

#### 袁清慧

yuanqinghui@csc.com.cn

010-56135338

SAC 编号:S1440520030001

SFC 编号:BPW879

#### 刘若飞

liuruofei@csc.com.cn

010-56135328

SAC 编号:S1440519080003

SFC 编号:BVX723

#### 沈毅

shenyibj@csc.com.cn

010-56135343

SAC 编号:S1440525080005

#### 汤然

tangran@csc.com.cn

010-56135330

SAC 编号:S1440524100001

#### 贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

发布日期：2026 年 05 月 05 日

当前股价：59.81 元

## 主要数据

### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	7.49/0.50	-17.05/-15.69	34.30/10.53
12 月最高/最低价 (元)			79.62/45.28
总股本 (万股)			59,730.50
流通 A 股 (万股)			55,785.86
总市值 (亿元)			360.83
流通市值 (亿元)			337.00
近 3 月日均成交量 (万)			645.94

## 简评

### 2025 年国内+国际双轮驱动业绩增长，26Q1 短期承压

25Q4 公司营业收入 10.05 亿元，同比增长 25.58%；归母净利润 3.25 亿元，同比增长 202.84%；扣非归母净利润 0.88 亿元，同比下降 26.85%。2025 年公司整体收入实现高速增长，其中国内制剂销售收入 34.30 亿元（+40.72%），主要受益于胰岛素接续集采政策深入执行，国内制剂销量同比增长 31.71%；国际销售收入 5.29 亿元（+36.59%），主要受益于海外新兴市场订单量大幅增加。利润端大幅增长主要由于：1）营业收入增长带动利润增加；2）生物制品毛利率同比提升；3）非经常性损益 3.64 亿元（+97.36%），主要来自处置甘甘江苏股权形成的投资收益 1.66 亿元及剩余股权公允价值重新计量利得 1.04 亿元。

26Q1 公司制剂销量 2574.25 万支，同比增长 7.48%，经营保持韧性。收入端同比下降，主要由于：1）增值税由简易征收（3%税率）变更为一般计税方法（13%税率），税务成本有所增加；2）国际收入占比提升及国内外产品生产切换短期影响产能。利润端同比下降，除收入下滑外，主要由于：1）25Q1 收到诉讼执行款 0.61 亿元；2）公允价值变动收益同比减少 0.43 亿元。

**集采框架下国内销售快速增长，销售结构持续优化。**在国内市场，公司充分发挥胰岛素接续集采中标核心优势，累计向全国医疗机构供应胰岛素制剂超过 9000 万支，同比增长 31.71%，覆盖各层级医疗机构 4.8 万家。公司持续推进商业化网络提质扩容，实现各层级医疗终端深度覆盖，三代胰岛素渗透率持续提升，锐秀霖®、锐秀霖®30 等核心产品快速放量。公司持续推进渠道下沉与基层渗透，并积极完善线上销售渠道布局。国内业务在集采框架下实现了规模增长与结构优化，为公司收入增长提供了有力的支持。

**持续推进全球化布局，胰岛素与创新药出海进展积极。**在国际市场，公司持续推进全球化布局，并将产品成功拓展至全球 21 个国家，覆盖欧亚、亚太、拉美及非洲等多个地区。在胰岛素领域，甘精胰岛素注射液（长秀霖®/Ondibta®）于 2026 年 1 月获 EC 批准上市，成为首款登陆欧洲市场的国产三代胰岛素；赖脯、门冬胰岛素获 EMA 人用药品委员会积极意见。2025 年公司斩获海外注册批件 15 个，并积极推动国际商业模式的战略升级，与巴西卫生部签署 10 年技术转移与供应协议，并与巴西本土企业签署《供应框架协议》，约定累计订单金额不低于 30 亿元。在创新药领域，公司重点围绕博凡格鲁肽（GZR18）注射液，已相继与拉美知名药企、印度头部制药企业、韩国头部药企就该药物达成独家许可与商业化供应协议；GZR4、GZR102 及 PROTAC 平台新药方面与巴西奥斯瓦尔多·克鲁兹基金会签署合作备忘录。

**积极投入产品研发，多条核心管线持续推进。**公司 2025 年研发投入 13.41 亿元，占营业收入 33.08%，体现了对研发的积极投入。核心管线方面：1）**博凡格鲁肽（GZR18）**：2 型糖尿病两项 III 期临床（OPTIMUM-1/2）及肥胖/超重三项 III 期临床（GRADUAL 系列）启动，多项 II 期临床取得积极临床结果。2）**GZR4（基础胰岛素周制剂）**：启动 4 项 III 期 SUPER 系列研究，其中 SUPER-8 为全球首款与依柯胰岛素头对头 III 期研究；两项关键 III 期临床研究均达到主要研究终点，治疗 26 周后降低 HbA1c 较甘精胰岛素 U100 或德谷胰岛素显著优势。3）**GZR102（基础胰岛素+GLP-1 复方周制剂）**：完成 I 期并进入 II 期临床。4）**GZR101 注射液（复方双胰岛素日制剂）**：II 期临床达到主要终点，降低 HbA1c 和餐后血糖优于德谷门冬胰岛素。

**表 1: 公司在研管线进展情况**

药品名称	适应症	当前进展情况
甘精胰岛素注射液	糖尿病	申报上市阶段（美国）

**表 1: 公司在研管线进展情况**

药品名称	适应症	当前进展情况
赖脯胰岛素注射液	糖尿病	申报上市阶段（美国、欧盟）
门冬胰岛素注射液	糖尿病	申报上市阶段（美国、欧盟）
博凡格鲁肽注射液（GZR18）	2 型糖尿病、肥胖/超重、阻塞性睡眠呼吸暂停	III 期临床（中国）
	肥胖/超重，包括伴有和不伴有 2 型糖尿病	II 期临床（美国）
	2 型糖尿病	I 期临床（美国）
GZR4 注射液（超长效胰岛素周制剂）	糖尿病	III 期临床（中国）
		I 期临床（美国、欧洲）
GZR101 注射液（预混双胰岛素复方制剂）	糖尿病	II 期临床（中国）
		I 期临床（欧洲）
GZR102 注射液（胰岛素/GLP-1 复方周制剂）	2 型糖尿病	II 期临床
GZR33 注射液（基础胰岛素日制剂）	2 型糖尿病	III 期临床（中国）
		I 期临床（欧洲）
GLR2037 片	晚期前列腺癌	I 期临床

资料来源：公司公告，中信建投证券

### 2025 年各项费用率同比下降，26Q1 毛利率短期承压

2025 年公司整体毛利率 75.84%，同比提升 1.01pct，主要受益于规模效应和产品结构优化。分地区看，国内销售毛利率 80.71%（同比+1.97pct），国际销售毛利率 43.32%（同比+1.56pct）。2025 年公司销售费用 13.50 亿元（+15.71%），销售费用率 33.33%（-5.00pct）；研发费用 6.47 亿元（+19.58%），研发费用率 15.97%（-1.80pct）；管理费用 2.69 亿元（+5.10%），管理费用率 6.64%（-1.77pct）；财务费用-0.73 亿元（+25.84%），财务费用率 -1.80%（+1.43pct）。收入增长带动销售、研发及管理费用率同比均有所下降。2025 年公司经营净现金流 7.84 亿元，同比增长 45.96%，主要系销售商品收到现金增加所致。

26Q1 公司毛利率 74.56%，同比下降 2.20pct，主要由于：1）增值税率调整影响毛利率；2）国际销售毛利率偏低，收入同比增长快于国内；3）国内外产品生产切换短期影响产能利用率。26Q1 公司销售费用 2.70 亿元（-17.16%），销售费用率 30.80%（-2.35pct）；研发费用 1.28 亿元（-1.85%），研发费用率 14.58%（+1.32pct）；管理费用 0.57 亿元（-18.49%），管理费用率 6.47%（-0.60pct）；财务费用-0.10 亿元（-59.14%），财务费用率 -1.17%（+1.39pct）。26Q1 经营净现金流 1.72 亿元，同比增长 8.14%，整体保持稳健。

### 2026 年展望：国际化战略成果持续兑现，期待创新管线迎来新进展

公司是国内胰岛素领域的龙头企业，产品布局完整，在研管线丰富。2025 年依托接续集采政策深入执行和海外收入增加，公司业绩实现高速增长；在国内销售结构持续优化的同时，国际化战略取得多项里程碑式突破。展望 2026 年，公司核心创新管线博凡格鲁肽、GZR4 等 III 期临床研究持续推进，期待后续数据读出及上市申请；国际化方面，随着甘精胰岛素欧盟上市后商业化持续推进，叠加其他胰岛素产品持续推进准入，巴西 PDP 项目执行，以及博凡格鲁肽全球合作推进，公司海外收入有望实现进一步增长，持续贡献业绩增量。26Q1 业绩受短期因素影响，但制剂产品销量保持增长，凸显经营韧性；随着产能切换等影响逐步消化，公司全年业绩有望保持良好增长。

### 盈利预测与投资评级

我们预计公司 2026 ~ 2028 年营业收入分别为 46.81 亿元、54.30 亿元和 61.93 亿元，分别同比增长 15.5%、16.0% 和 14.0%；归母净利润分别为 14.36 亿元、16.84 亿元和 19.47 亿元，分别同比增长 25.6%、17.3% 和 15.6%，折合 EPS 分别为 2.40 元/股、2.82 元/股和 3.26 元/股，对应 PE 分别为 24.9X、21.2X 和 18.4X。综合考虑公司在研管线价值及国际化业务前景，首次覆盖给予“买入”评级。

## 风险分析

- 1、集采政策风险：胰岛素集采政策执行周期及续约政策变化可能对公司国内销售价格及利润率产生影响。
- 2、研发管线进展不及预期风险：公司在研管线众多，临床研究进展存在不确定性，若关键临床数据不及预期，可能影响产品上市时间及商业化前景。
- 3、国际化业务风险：海外市场注册、商业化及合作推进受各国政策法规、市场环境变化影响，存在进展不及预期或合作亏损风险。
- 4、税制变化持续影响风险：公司增值税由简易征收（3%税率）变更为一般计税方法（13%税率），短期内对收入口径产生影响，长期影响需持续观察。
- 5、业绩不及预期风险：若公司产品销售不及预期，或价格出现下滑，预计 2026 ~ 2028 年对应的归母净利润将从目前的 14.36 亿元、16.84 亿元和 19.47 亿元下降至 13.08 亿元、15.14 亿元和 17.40 亿元，导致公司盈利能力出现下滑。

## 分析师介绍

### 袁清慧

中信建投研究发展部医药及大健康联席组长，医药行业首席分析师。中山大学理学本科，佐治亚州立大学理学硕士，北卡大学教堂山分校医学院研究学者。曾从事阿尔茨海默、肿瘤相关新药研发，擅长创新药产业研究。2018 年加入中信建投证券研究发展部。

2020 年-2023 年新财富最佳分析师医药行业入围、第 5 名、第 4 名、第 3 名团队核心成员，2024-2025 年证券时报医药行业最佳分析师第 2 名团队核心成员。2024 年-2025 年新浪金麒麟创新药行业最佳分析师第 1 名、第 2 名。

### 刘若飞

医药消费及生物制品首席分析师，北京大学生物技术硕士，2017 年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖中药、医药商业、生物制品、原料药、CRO、基因测序等细分领域。

2025 年、2024 年、2023 年、2022 年、2021 年新财富最佳分析师评选医药生物行业第二名、第二名、第三名、第四名、第五名团队核心成员。

### 沈毅

中信建投制药及生物科技联席首席分析师，香港中文大学硕士，超过 10 年产业+行研经验，曾任职于恒瑞医药及阿斯利康，获总裁奖。2021 年进入二级市场，主要进行创新药及仿制药相关研究。

### 汤然

医药行业分析师，北京大学临床医学博士，2022 年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖 CXO、疫苗、血制品细分领域。

### 贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

**评级说明**

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的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。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因,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收到任何形式的补偿。

**法律主体说明**

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

**一般性声明**

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京  
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层  
 电话: (8610) 56135088  
 联系人: 李祉瑶  
 邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室  
 电话: (8621) 6882-1600  
 联系人: 翁起帆  
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼  
 电话: (86755) 8252-1369  
 联系人: 曹莹  
 邮箱: caoying@csc.com.cn

**中信建投(国际)**

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话: (852) 3465-5600  
 联系人: 刘泓麟  
 邮箱: charleneliu@csci.hk