下载日志已记录，仅供内部参考

国海证券 SEALAND SECURITIES

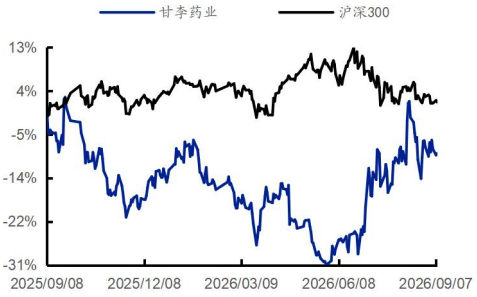
2026 年 09 月 08 日 | 公司研究 | 评级：买入(维持)

研究所：
证券分析师：曹泽运 S0350525110001
caozy@ghzq.com.cn
证券分析师：郭磊 S0350525070004
guol02@ghzq.com.cn

经营基本面稳健，创新与全球化构筑长期增长基石

——甘李药业（603087）公司动态研究

最近一年走势



相对沪深 300 表现			2026/09/08
表现	1M	3M	12M
甘李药业	-0.4%	23.9%	-8.5%
沪深 300	-2.9%	-3.3%	2.0%

市场数据	2026/09/08
当前价格（元）	69.39
52 周价格区间（元）	51.51-82.25
总市值（百万元）	41,455.82
流通市值（百万元）	38,956.70
总股本（万股）	59,743.22
流通股本（万股）	56,141.66
日均成交额（百万元）	312.37
近一月换手（%）	2.41

相关报告

《甘李药业 2025 年年报及 2026 一季报点评：深耕新药研发，创新实力获权威认可（买入）*生物制品*曹泽运，郭磊》——2026-04-29

投资要点：

- **2026 年上半年，**公司实现营业收入 22.23 亿元，同比增长 7.56%；归母净利润 6.10 亿元，同比增长 1.01%；扣非归母净利润 5.80 亿元，同比增长 18.91%；EBITDA 8.32 亿元，同比增长 5.88%。2026 年上半年，国内业务收入 17.97 亿元，国际业务收入 4.26 亿元。

- **GZR4 注射液临床进展迅速，是首个进入临床Ⅲ期的国产胰岛素周制剂。**截至 2026 年 6 月 30 日，GZR4 注射液在中国开展用于治疗 2 型糖尿病的三项Ⅲ期临床研究均达到主要研究终点，降糖疗效显著优于每日一次基础胰岛素。此外，GZR4 注射液在中国开启了另一项Ⅲb 期临床研究 SUPER-8（胰岛素经治），该研究是全球范围内首款与诺和诺德已上市胰岛素周制剂依柯胰岛素（诺和期®）开展的头对头Ⅲ期临床研究。

- **创新长效 GLP-1RA 双周制剂博凡格鲁肽注射液围绕多项适应症的Ⅲ期临床全面推进，有望成为全球首个实现双周给药的 GLP-1 受体激动剂。**中国两项适应症为 2 型糖尿病的Ⅲ期临床研究 OPTIMUM-1/2 均在开展中。2026 年 5 月，博凡格鲁肽注射液肥胖/超重适应症在中国的关键Ⅲ期临床研究（GRADUAL-1）取得积极顶线结果；此外，其探索每月一次给药控制和维持体重潜力的中国Ⅲ期临床研究（GRADUAL-3）正在进行中。在肥胖/超重合并阻塞性睡眠呼吸暂停（OSA）管理领域，博凡格鲁肽的两项Ⅲ期临床研究已于 2026 年 4 月陆续完成首例受试者给药。

- **GZR33 注射液的临床应用优势突出，临床开发取得关键进展。**相较已上市的同类产品德谷胰岛素，GZR33 注射液血药浓度达峰时间延长，峰谷比更低，血药浓度更平稳，药效持续时间更长，可实现更优的长效平稳控糖效果。2026 年 4 月，GZR33 注射液完成了中国 2 型糖尿病Ⅲ期临床研究（口服药物控制不佳人群）的首次试验参与者给药。

- **公司持续推进全价值链出海战略。**通过搭建“市场准入、全球授权、技术赋能、属地分装”的国际化体系，在欧洲市场与新兴市场双向

下载日志已记录，仅供内部参考

并举，有望实现全球化版图持续扩张。

- **盈利预测和投资评级。**我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 50.18、58.77、75.00 亿元，同比分别增长 24%、17%、28%；归母净利润分别为 14.18、17.59、22.83 亿元。公司在研管线进展顺利，营业收入稳步增长，有望支持全球临床开发及商业化进程，维持“买入”评级。

- **风险提示。**行业政策变化风险；公司新药研发不达预期风险；市场竞争加剧风险；集采续约价格下降风险；海外授权及商业化落地不及预期风险；汇率波动风险。

预测指标	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	4052	5018	5877	7500
增长率(%)	33	24	17	28
归母净利润（百万元）	1144	1418	1759	2283
增长率(%)	86	24	24	30
摊薄每股收益（元）	1.91	2.37	2.94	3.82
ROE(%)	10	12	13	16
P/E	35.27	29.24	23.57	18.16
P/B	3.50	3.37	3.16	2.91
P/S	10.03	8.26	7.05	5.53
EV/EBITDA	35.81	19.24	15.75	12.52

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

1、经营业绩保持稳健增长态势

2026 年上半年，公司实现营业收入 22.23 亿元，同比增长 7.56%；2026 年第二季度营业收入环比增长 53.16%，其中国内收入环比增长 61.24%，主要系胰岛素制剂产品销量增加和国内外产品生产切换对实际产能的短期影响逐步缓解。

分板块来看：

在国内市场，2026 年上半年，公司胰岛素制剂产品销量达 4968 万支，同比增加 6.05%，得益于 2024 年胰岛素接续集采中公司协议量大幅上涨，加之集采落地执行高效推进，2026 年上半年制剂销量实现稳步增长；国内收入为 17.97 亿元，较上年同期减少 0.48 亿元，主要系公司适用增值税税率由 3%调整为 13%所致。

在国际市场，2026 年上半年，公司收入为 4.26 亿元，较上年同期增加 2.05 亿元，同比增长 92.33%，主要来源于国际销售收入和国际特许权服务收入均大幅增加。其中，2026 年上半年的国际销售收入为 3.26 亿元，较上年同期增加 1.08 亿元，同比增长 49.35%，主要系公司与巴西合作伙伴共同推进的 PDP 项目产品供货有序开展，2026 年上半年该项目贡献收入 1.42 亿元；国际特许权服务收入较上年同期增加 0.91 亿元，主要系公司按照协议约定确认的特许经营权服务收入。

2、构建多层次创新管线，夯实长期竞争壁垒

作为在内分泌代谢治疗领域持续深耕的企业，公司积极响应国家政策号召，以临床需求为导向，持续加大研发创新投入力度。2026 年上半年，公司研发投入金额达 6.10 亿元，占营业收入比重 27.43%。

公司研发管线丰富，多个极具潜力的 1 类新药处于后期临床阶段，包括潜在的全球首款 GLP-1RA 双周制剂博凡格鲁肽注射液、首款国产超长效胰岛素周制剂 GZR4 注射液、首款国产创新预混双胰岛素复方制剂 GZR101 注射液、国内首款基础胰岛素/GLP-1RA 固定比例复方周制剂 GZR102 注射液。

此外，公司积极拓展肿瘤、眼科等治疗领域。截至 2026 年 8 月 26 日，公司四款自主研发 1 类创新药 GLR2037 片、GLR1059 注射液、GLR1062 注射液、GLR2038 片均获得《药物临床试验批准通知书》，分别涉及 PROTAC、ADC 及体内基因治疗等前沿技术方向，标志着公司在肿瘤及眼科领域实现了产品布局的扩展，丰富了公司研发管线的多样性。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 1：公司产品线布局图

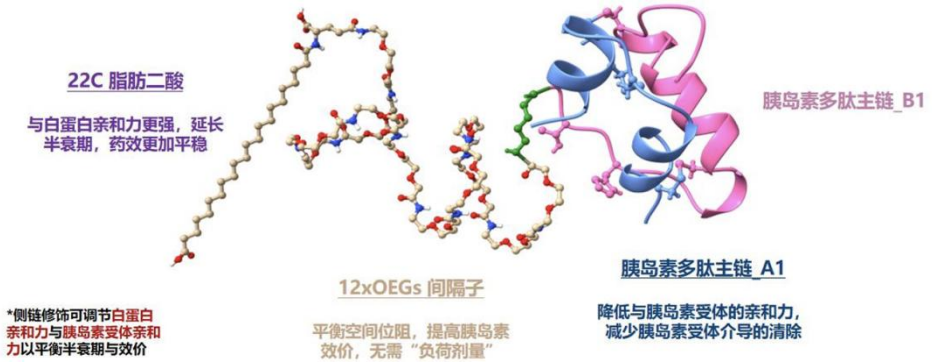
项目	适应症	临床前	IND申请	临床I期	临床II期	临床III期	上市申请	获批上市	地区
长秀霖® 甘精胰岛素注射液	糖尿病								中国
									欧盟
									美国
速秀霖® 赖脯胰岛素注射液	糖尿病								中国
									欧盟
									美国
速秀霖®25 赖脯胰岛素25注射液	糖尿病								中国
锐秀霖® 门冬胰岛素注射液	糖尿病								中国
									欧盟
									美国
锐秀霖®30 门冬胰岛素30注射液	糖尿病								中国
普秀霖®30 精蛋白人胰岛素混合注射液（30R）	糖尿病								中国
甘唐维® 磷酸西格列汀片	2型糖尿病								中国
甘唐欣® 利格列汀片	2型糖尿病								中国
甘秀静® 恩格列净片	2型糖尿病								中国
甘双维® 西格列汀二甲双胍片(II)	2型糖尿病								中国
博凡格鲁肽 (GLP-1RA*双周制剂)	2型糖尿病								中国
									美国
	肥胖/超重								中国
									美国
	阻塞性睡眠呼吸暂停								中国
GZR4 (胰岛素周制剂)	糖尿病								中国
									欧洲
									美国
GZR101 (双胰岛素类似物)	糖尿病								中国
GZR33 (基础胰岛素日制剂)	糖尿病								中国
									欧洲
GZR102 (基础胰岛素/GLP-1RA*固定比例复方周制剂)	2型糖尿病								中国
美沙拉秦肠溶缓释胶囊	溃疡性结肠炎								中国
GLR2037片	晚期前列腺癌								中国
GLR2038片	晚期乳腺癌								中国
GLR1059注射液	晚期实体瘤的治疗								中国
GLR1062注射液	成人新生血管（湿性）年龄相关性黄斑变性（nAMD）								中国

资料来源：公司公告

GZR4 注射液临床进展迅速。GZR4 注射液是公司自主研发的 1 类创新型治疗用生物制品，也是首个进入临床Ⅲ期的国产胰岛素周制剂。GZR4 注射液为全新结构第四代基础胰岛素，核心作用机制区别于同类产品，在与白蛋白结合状态下仍可高效结合并激活胰岛素受体，实现分子设计层面的源头突破与创新。截至 2026 年 6 月 30 日，GZR4 注射液在中国开展用于治疗 2 型糖尿病的三项Ⅲ期临床研究均达到主要研究终点，降糖疗效显著优于每日一次基础胰岛素。此外，GZR4 注射液在中国开启了另一项Ⅲb 期临床研究 SUPER-8（胰岛素经治），该研究是全球范围内首款与诺和诺德已上市胰岛素周制剂依柯胰岛素（诺和期®）开展的头对头Ⅲ期临床研究。

下载日志已记录，仅供内部参考

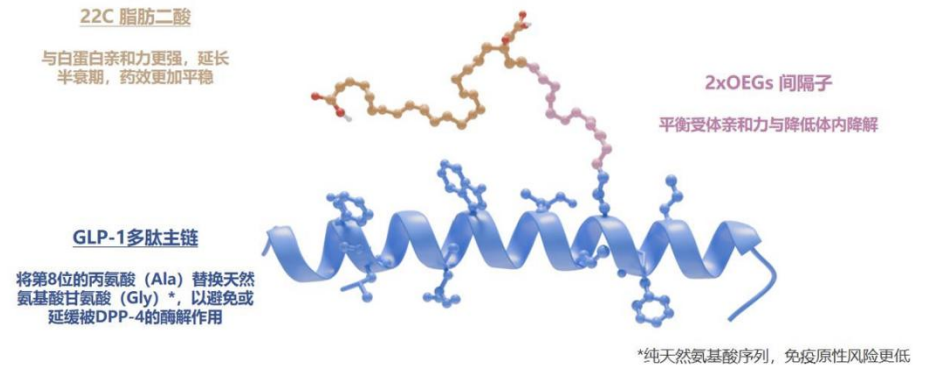
图 2：GZR4 分子结构示意图



资料来源：公司公告

创新长效 GLP-1RA 双周制剂博凡格鲁肽注射液围绕多项适应症的Ⅲ期临床全面推进，有望成为全球首个实现双周给药的 GLP-1 受体激动剂。据公司公告披露，博凡格鲁肽注射液是公司自主研发的长效胰高糖素样肽-1 受体激动剂（GLP-1RA）1 类创新药，与人体内源性 GLP-1 同源性高达 94%，用于治疗 2 型糖尿病及肥胖/超重体重管理。博凡格鲁肽多肽主链分子结构不含有人工合成氨基酸，将人体内源性 GLP-1 的第 8 位氨基酸替换为天然甘氨酸（Gly），相较同类产品免疫原性更低，进一步提升患者长期用药的安全性。

图 3：博凡格鲁肽分子结构示意图



资料来源：公司公告

2026 年 5 月，博凡格鲁肽注射液在中国开展的一项旨在评价其在成年肥胖/超重受试者中的疗效和安全性的关键Ⅲ期临床研究（GRADUAL-1）取得积极顶线结果。据公司公告披露，治疗 52 周后，博凡格鲁肽 24mg 和 48mg 组受试者体重较基线平均分别降低 15.12%、18.54%，安慰剂组降低 1.11%；博凡格鲁肽 24mg 和 48mg 组受试者体重降幅≥5%的比例分别为 91.8%、98.1%。此外，博凡格鲁肽治疗能综合改善腰围、血压、甘油三酯和血尿酸等心血管代谢指标。

GZR33 注射液的临床应用优势突出，临床开发取得关键进展。GZR33 注射液是公司自主研发、拥有全球独立知识产权的 1 类创新长效基础胰岛素日制剂，用于控制糖尿病患者的血糖。GZR33 注射液通过在特定人胰岛素结构上连接亲水性低聚乙二醇（OEG）和 22C 脂肪酸二酸侧链，增强其与人血清白蛋白的亲和力，从而显著延长药物作用时间。临床研究结果表明，与每日一次的德谷胰岛素相比，

下载日志已记录，仅供内部参考

GZR33 注射液药代动力学更平稳，且药效持续时间更长，有望为糖尿病患者带来更加平稳持久的血糖控制，是潜在最佳的长效基础胰岛素日制剂。2026 年 4 月，GZR33 注射液完成了中国 2 型糖尿病III期临床研究（口服药物控制不佳人群）的首次试验参与者给药。

3、深化国际布局，全球商业化能力稳步增强

欧洲市场准入取得突破。2026 年上半年，甘精、门冬、赖脯三款核心胰岛素产品相继成为同品类中首个获得欧盟委员会上市许可的中国胰岛素，标志着公司的研发体系、生产质量管理及注册申报能力已符合国际严格监管标准。

新兴市场加速拓展。2026 年 1 月，甘精胰岛素产品取得埃塞俄比亚注册批准，填补当地市场国产空白；同月，公司甘精胰岛素注射液预填充笔在阿尔及利亚获批，是公司在非洲落地的首个甘精胰岛素本土灌装项目；截至 2026 年 8 月 26 日，公司自主研发的甘精胰岛素注射液和预填充注射笔正式获得洪都拉斯卫生监督管理局颁发的药品注册证，标志着公司在中美洲地区首个自主持证（MAH）项目成功落地，实现了公司在中美洲地区“零的突破”。

海外合规资质加快落地，全球化能力持续夯实。2026 年上半年，公司成功通过巴西卫生监督局药品生产质量管理规范（GMP）认证，实现甘精胰岛素、赖脯胰岛素及门冬胰岛素产品原料药与制剂在巴西的双重合规认证，持证方为公司巴西子公司。2026 年 6 月，公司甘精胰岛素预填充注射笔（规格：1 支装/5 支装）获得阿拉伯联合酋长国药品管理局批准，阿联酋成为该产品在海湾阿拉伯国家合作委员会（GCC）区域内首个获批上市的国家，持证方为公司欧洲子公司。

创新药国际合作持续推进。此前，公司已先后完成博凡格鲁肽注射液在印度、拉美区域的商业化合作签约；2026 年 4 月，公司再度与韩国头部药企签署博凡格鲁肽注射液在韩独家许可协议。截至 2026 年 8 月 26 日，公司与欧洲头部药企签署博凡格鲁肽注射液超重或肥胖适应症在欧盟及英国、瑞士等 39 个欧洲国家和地区的独家许可协议。

4、盈利预测与评级

我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 50.18、58.77、75.00 亿元，同比分别增长 24%、17%、28%；归母净利润分别为 14.18、17.59、22.83 亿元。公司在研管线进展顺利，营业收入稳步增长，有望支持全球临床开发及商业化进程，维持“买入”评级。

5、风险提示

风险提示一：行业政策变化风险。

风险提示二：公司新药研发不达预期风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示三：市场竞争加剧风险。

风险提示四：集采续约价格下降风险。

风险提示五：海外授权及商业化落地不及预期风险。

风险提示六：汇率波动风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

附表：甘李药业盈利预测表

证券代码：	603087		股价：	69.39	投资评级：	买入		日期：	2026/09/08
财务指标	**2025A**	**2026E**	**2027E**	**2028E**	**每股指标与估值**	**2025A**	**2026E**	**2027E**	**2028E**
盈利能力					**每股指标**				
ROE	10%	12%	13%	16%	EPS	1.93	2.37	2.94	3.82
毛利率	76%	78%	79%	81%	BVPS	19.47	20.58	21.98	23.81
期间费率	38%	39%	39%	43%	**估值**				
销售净利率	28%	28%	30%	30%	P/E	35.27	29.24	23.57	18.16
成长能力					P/B	3.50	3.37	3.16	2.91
收入增长率	33%	24%	17%	28%	P/S	10.03	8.26	7.05	5.53
利润增长率	86%	24%	24%	30%					
营运能力					**利润表（百万元）**	**2025A**	**2026E**	**2027E**	**2028E**
总资产周转率	0.33	0.38	0.42	0.50	**营业收入**	**4052**	**5018**	**5877**	**7500**
应收账款周转率	10.04	7.76	7.63	7.73	营业成本	979	1080	1250	1460
存货周转率	0.95	1.03	1.09	1.15	营业税金及附加	39	49	60	71
偿债能力					销售费用	1350	1626	1922	2625
资产负债率	8%	9%	9%	9%	管理费用	269	328	366	600
流动比	6.72	6.04	4.91	4.65	财务费用	-73	0	0	0
速动比	5.02	4.37	3.37	3.15	其他费用/（-收入）	647	800	920	1050
					营业利润	**1184**	**1482**	**1841**	**2395**
资产负债表（百万元）	**2025A**	**2026E**	**2027E**	**2028E**	营业外净收支	46	52	60	65
现金及现金等价物	3489	3486	2914	2878	**利润总额**	**1230**	**1534**	**1900**	**2461**
应收款项	599	707	848	1109	所得税费用	86	117	141	177
存货净额	1009	1093	1201	1335	**净利润**	1144	1418	1759	2283
其他流动资产	387	509	531	559	少数股东损益	0	0	0	0
流动资产合计	**5484**	**5796**	**5494**	**5881**	**归属于母公司净利润**	**1144**	**1418**	**1759**	**2283**
固定资产	3181	3687	4148	4555					
在建工程	393	419	433	436	**现金流量表（百万元）**	**2025A**	**2026E**	**2027E**	**2028E**
无形资产及其他	3305	3226	3970	4300	**经营活动现金流**	**784**	**1542**	**1803**	**2075**
长期股权投资	264	324	405	516	净利润	1144	1418	1759	2283
资产总计	**12627**	**13452**	**14450**	**15688**	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	305	518	652	770
应付款项	134	146	157	178	公允价值变动	-74	0	0	0
合同负债	68	71	79	88	营运资金变动	-214	-59	-112	-275
其他流动负债	613	743	882	1000	**投资活动现金流**	**36**	**-897**	**-1595**	**-1138**
流动负债合计	**816**	**960**	**1118**	**1266**	资本支出	-925	-1295	-1676	-1305
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	869	-262	-351	-462
其他长期负债	183	199	198	198	其他	93	660	431	629
长期负债合计	**183**	**199**	**198**	**198**	**筹资活动现金流**	**-738**	**-755**	**-919**	**-1193**
负债合计	**999**	**1159**	**1316**	**1464**	债务融资	0	-8	-1	-1
股本	597	597	597	597	权益融资	0	1	0	0
股东权益	11628	12293	13133	14224	其它	-738	-748	-919	-1193
负债和股东权益总计	**12627**	**13452**	**14450**	**15688**	**现金净增加额**	**84**	**-113**	**-712**	**-256**

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

【医药小组介绍】

曹泽运，医药首席分析师，毕业于北京大学，北京理工大学 EMBA，10 年药企产业经验，熟悉创新药商业化、临床开发流程。
孔维崎，医药联席首席分析师，北京大学药学院化学生物学硕士，4.5 年医药股权投资经验，4 年医药二级研究经验，主要覆盖创新药和 CXO 板块。
年庆功，分析师，北京大学物理学本科，军事医学科学院微生物博士，2022 年加入国海证券研究所医药组，主要覆盖中药、零售药店、干扰素、疫苗和血制品等板块。
赵宁宁，医药分析师，中南财经政法大学金融硕士，生物工程+金融复合背景，2021 年加入国海证券医药组，主要覆盖中药、生物药。
韩乐，分析师，中科院生物物理研究所博士，2026 年加入国海证券，主要覆盖创新药板块。
林羽茜，分析师，悉尼大学数据分析硕士，2021 年加入国海证券医药组，主要覆盖医疗器械板块。
郭磊，分析师，南开大学硕士，化学+金融复合背景，2023 年加入国海证券。

【分析师承诺】

曹泽运，郭磊，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%～20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损

下载日志已记录，仅供内部参考

失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，请公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司的证券研究报告。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。