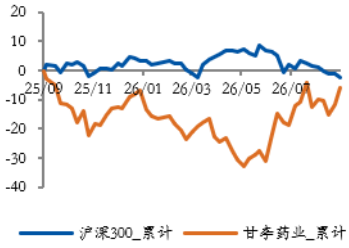
仅供内部参考，请勿外传

集采破局者迈向全球化，GLP-1 管线打开估值天花板

公司评级：买入（首次覆盖）

近十二个月公司表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	8	29	-3
绝对收益	4	20	-6

注：相对收益与沪深 300 相比

分析师： 许雯
证书编号： S0500517110001
Tel： (8621) 50293534
Email： xw3315@xcsc.com

地址： 上海市浦东新区银城路88号中国人寿金融中心10楼

核心要点：

❑ 国产胰岛素龙头业绩反转，三重拐点叠加

甘李药业是中国首家、目前唯一在欧盟获批长效及速效胰岛素的中国药企，也是国内三代胰岛素市占率第二的国产替代龙头。经历首轮集采的价格阵痛后，公司凭借接续集采量价齐升实现业绩反转。根据公司 2025 年年报、2026 年半年度报告及 wind 数据，2025 年归母净利润同比增长 86.05%，2026 年第二季度归母净利润同比增长 43.03%、环比增长 116.79%，经营韧性凸显。当前公司正处于胰岛素基本盘巩固、国际化战略兑现、GLP-1/第四代胰岛素管线密集收获的三重拐点，胰岛素基本盘提供确定性与安全边际，创新管线提供估值弹性与上行空间。

❑ 胰岛素基本盘稳固，集采红利持续释放

公司三代胰岛素市占率居国内第二，根据公司 2025 年年报及 2021/2024 年集中采购（胰岛素专项）拟中标公告，公司 2025 年供应胰岛素制剂超 9000 万支，覆盖 4.8 万家医疗机构。2024 年接续集采中六款产品价格合理回归，平均涨幅约 30.88%，协议量增长 32.6%。2026 年上半年国内制剂销量同比增长 6.05%，第二季度国内收入环比增长 61.24%，一定程度上验证集采红利释放的可持续性。

❑ 国际化从 0 到 1 突破，打开长期成长天花板

甘精、门冬、赖脯三款胰岛素均获欧盟上市批准，公司成为首个在欧盟实现三款三代胰岛素获批的中国药企。根据公司官网信息，巴西 PDP 项目十年累计订单不低于 30 亿元，2026 年上半年贡献收入 1.42 亿元。2026 年上半年国际收入同比增长 92.33%，海外市场正从布局期进入贡献期。

❑ GLP-1 创新管线迎来价值重估

博凡格鲁肽（GZR18）是全球首款进入上市申请阶段的 GLP-1 双周制剂，减重适应症 NDA 已获受理，降糖适应症 III 期临床推进顺利。IIb 期头对头司美格鲁肽数据显示，博凡格鲁肽在降糖和减重方面均展现优效。根据公司官网信息，海外已达成四笔授权合作，其中欧洲 39 国授权首付款 6200 万欧元、潜在总额最高 7.26 亿欧元。

❑ GZR4 有望成为国产首款胰岛素周制剂

GZR4 是国产首个进入 III 期临床的第四代基础胰岛素周制剂，SUPER-1/2/3 三项 III 期研究均达到优效终点，降糖效果显著优于甘精胰岛素 U100 和德谷胰岛素。与依柯胰岛素头对头的 SUPER-8 研究已完成首例给药，该结果将是验证其相对优效性的关键节点。

❑ 盈利预测与投资建议

我们认为，当前公司正处于集采红利持续释放、国际化战略逐步兑现、创新管线密集收获的三重驱动叠加关键阶段。胰岛素基本盘在集采出清后已进入业绩释放期，提供稳定的现金流和业绩支撑；国际化布局从产品出海

仅供内部参考，请勿外传

升级为技术输出与本地化生产，欧盟获批与巴西 PDP 项目打开了海外长期成长空间；博凡格鲁肽与 GZR4 两款核心创新管线均处于商业化前夜。胰岛素基本盘提供确定性与安全边际，创新管线提供估值弹性与上行空间。

我们预计公司 2026-2028 年营业总收入分别为 47.92/55.96/63.58 亿元，归母净利润分别为 13.76/16.96/19.21 亿元，EPS 分别为 2.30/2.84/3.22 元，对应 9 月 24 日收盘价的 PE 分别为 31.89/25.87/22.84，首次覆盖，给予“买入”评级。

❑ 风险提示

（1）集采政策风险。

（2）研发不确定性风险。

（3）国际化推进节奏风险。

（4）汇率波动风险。

（5）GLP-1 赛道竞争加剧风险。

（6）集采价格下降对业绩影响较大的风险。

重要财务指标 单位:百万元

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	4052.15	4792.43	5595.55	6357.82
同比(%)	33.06%	18.27%	16.76%	13.62%
归属母公司净利润	1143.58	1375.94	1695.92	1920.95
同比(%)	86.05%	20.32%	23.26%	13.27%
毛利率(%)	75.84%	75.47%	76.08%	75.73%
ROE(%)	9.83%	11.53%	13.78%	15.09%
每股收益(元)	1.91	2.30	2.84	3.22
PE	38.37	31.89	25.87	22.84
EV/EBITDA	25.53	17.39	14.08	11.96

资料来源：iFinD、湘财证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

正文目录

1 核心观点.....5
2 集采重塑胰岛素格局，GLP-1 开启高景气新赛道.....5
2.1 糖尿病用药结构性转变：从胰岛素主导到 GLP-1 引领.....5
2.2 胰岛素：集采重塑格局，国产替代加速.....7
2.2.1 胰岛素四代技术更迭，从动物提取迈向周制剂时代.....7
2.2.2 胰岛素稳居降糖药首位，集采冲击后重返增长轨道.....8
2.3 GLP-1：双寡头主导，差异化创新品种突围.....10
2.3.1 GLP-1 类药物临床优势明显，增长快速.....10
2.3.2 全球市场以双寡头主导，差异化成为突围关键.....11
3 甘李药业基本盘稳固，GLP-1 创新管线迎来收获期.....12
3.1 胰岛素基本盘稳固，集采红利持续释放.....12
3.2 创新管线进入收获期，双轮驱动打开成长空间.....16
3.2.1 博凡格鲁肽：全球首款 GLP-1 双周制剂，差异化定位清晰.....16
3.2.2 GZR4：国产首个胰岛素周制剂，优效叠加简便转换.....19
3.3 国际化进入兑现期，全价值链出海模式成型.....21
3.3.1 欧洲市场：三款胰岛素获欧盟批准，商业化准备有序推进.....21
3.3.2 新兴市场：巴西 PDP 项目深度绑定，多点开花.....22
3.4 在研管线梯队完整，长期增长储备充足.....23
4 盈利预测及投资建议.....24
4.1 基本假设.....24
4.2 推荐逻辑.....25
4.3 盈利预测与投资建议.....25
5 风险提示.....25

仅供内部参考，请勿外传

图表目录

图 1、中国三大终端六大市场胰岛素及其类似药（化+生）销售情况（单位：万元）.....8
图 2、中国胰岛素市场国产替代加速.....9
图 3、中国 GLP-1 受体激动剂市场规模.....11
图 4、GLP-1 市场差异化创新品种突围路径.....11
图 5、甘李药业主要产品管线.....12
图 6、胰岛素专项集采与接续集采各公司中选品种数.....14
图 7、公司营收及同比增速.....15
图 8、公司归母净利润及同比增速.....15
图 9、公司毛利率及净利率.....15
图 10、公司期间费用率.....15
图 11、公司国内销售收入.....15
图 12、公司胰岛素制剂销量及同比增速.....15
图 13、博凡格鲁肽与司美格鲁肽的疗效指标对比.....18
图 14、公司国际收入及同比增速.....21

表 1、2024 年与 2050 年全球糖尿病关键指标估计.....6
表 2、2024 年与 2050 年成人（20-79 岁）糖尿病患者人数排名前 10 的国家或地区.....6
表 3、糖尿病九大类降糖药物对比.....7
表 4、四代胰岛素优劣势对比.....8
表 5、2025 年中国三大终端六大市场胰岛素及其类似药（化+生）一级集团 TOP10.....10
表 6、公司六款产品中标情况.....13
表 7、全球 GLP-1 部分管线给药频率.....17
表 8、博凡格鲁肽减重适应症的四笔 BD.....19
表 9、GZR4 与依科胰岛素、Efsitora alfa 的比较.....20
表 10、公司国际化关键进展一览.....22
表 11、公司收入分拆预测表.....24

仅供内部参考，请勿外传

1 核心观点

甘李药业是中国胰岛素领域目前唯一实现三代胰岛素产业化并成功打入欧洲市场的本土企业。经历首轮集采的价格阵痛后，公司凭借接续集采“量价齐升”迎来业绩反转，根据公司 2025 年年报及 2026 年半年度报告，2025 年归母净利润同比增长 86.05%，2026 年上半年受增值税计税方式变更及国内外产品生产切换等因素短期扰动，归母净利润较上年同期增长 1.01%。Q2 营收及利润均实现环比大幅回升，归母净利润同比增长 43.03%，环比增长 116.79%，经营韧性凸显。当前公司正处于胰岛素基本盘巩固、国际化战略兑现、GLP-1/第四代胰岛素管线密集收获的三重拐点。博凡格鲁肽（GLP-1 双周制剂）减重适应症已报 NDA、降糖适应症III期临床推进顺利，GZR4（第四代胰岛素周制剂）关键Ⅲ期已达主要终点，创新管线有望在未来 2-3 年内打开增量空间。公司兼具胰岛素龙头的业绩确定性与 GLP-1 赛道的高弹。

2 集采重塑胰岛素格局，GLP-1 开启高景气新赛道

2.1 糖尿病用药结构性转变：从胰岛素主导到 GLP-1 引领

糖尿病是一组以慢性高血糖为特征的代谢性疾病。据国际糖尿病联盟（IDF）《全球糖尿病概览第 11 版》（2025 年），2024 年全球 20-79 岁成年人糖尿病患者约 5.89 亿人，患病率约为 11.1%；预计 2050 年将增至 8.53 亿人，全球患病率将升至 13%。中国是全球糖尿病患者最多的国家，20-79 岁成人患者规模达 1.48 亿人，成人患病率约为 13.8%，预计 2050 年将增至 1.68 亿人。根据《中国糖尿病防治指南（2024 版）》，我国糖尿病知晓率、治疗率和控制率提升缓慢，2018 至 2019 年的调查结果显示，糖尿病知晓率为 36.7%，治疗率为 32.9%，控制率为 50.1%（有效控制人数占用药治疗人数比例，糖尿病患者全人群控制率仅 16.5%），与 2013 年相比几乎没有变化，存在巨大的未满足临床需求，也为糖尿病用药市场的持续扩容提供了底层逻辑。

仅供内部参考，请勿外传

表 1、2024 年与 2050 年全球糖尿病关键指标估计

概览	2024 年	2050 年
世界人口		
总计	81 亿	97 亿
成人（20-79 岁）	53 亿	66 亿
所有类型糖尿病（20-79 岁）		
患病人数	5.887 亿	8.525 亿
患病率	11.10%	13.00%
糖尿病所致死亡人数	340 万	-
糖尿病所致医疗总支出（2024 年美元）	1.015 万亿	1.043 万亿

资料来源：《全球糖尿病概览第 11 版》（2025 年）、湘财证券研究所

表 2、2024 年与 2050 年成人（20-79 岁）糖尿病患者人数排名前 10 的国家或地区

2024 年排名	国家或地区	糖尿病患者人数（百万）	2050 年排名（预计）	国家或地区	预计糖尿病患者人数（百万）
1	中国	148	1	中国	168.3
2	印度	89.8	2	印度	156.7
3	美国	38.5	3	巴基斯坦	70.2
4	巴基斯坦	34.5	4	美国	43
5	印度尼西亚	20.4	5	印度尼西亚	28.6
6	巴西	16.6	6	埃及	24.7
7	孟加拉国	13.9	7	巴西	24
8	墨西哥	13.6	8	孟加拉国	23.1
9	埃及	13.2	9	墨西哥	19.9
10	日本	10.8	10	土耳其	14.1

资料来源：《全球糖尿病概览第 11 版》（2025 年）、湘财证券研究所

从市场规模看，据中康科技数据，2024 年中国糖尿病用药全渠道规模合计约 802 亿元，院外市场约占四分之一；据智研数据，2025 年市场规模预计为 857 亿元。糖尿病用药市场扩容的核心驱动力来自三个方面：患者基数持续扩大、诊断治疗率提升、以及 GLP-1 及 SGLT-2 等高价创新药对传统产品的结构性替代。

在药物分类及临床应用上，当前主流降糖药物可分为九大类：双胍类（二甲双胍为一线首选）、磺脲类、格列奈类、α-糖苷酶抑制剂、噻唑烷二酮类（TZD）、DPP-4 抑制剂、SGLT-2 抑制剂、GLP-1 受体激动剂及胰岛素。其中，胰岛素作为降糖效力最强的药物，是 1 型糖尿病维持生命的基石，也是 2 型糖尿病晚期不可或缺的治疗手段；GLP-1 受体激动剂凭借降糖、减重及心血管多重获益，临床地位迅速前移，已被国内外指南推荐为与二甲双胍并列的一线选择。从用药结构看，全球糖尿病治疗正从“胰岛素为中心”向“GLP-1 引领、多机制协同”的方向演变，糖尿病治疗格局正在被重塑。

仅供内部参考，请勿外传

表 3、糖尿病九大类降糖药物对比

药物类别	代表药物	作用机制	临床地位与趋势
双胍类	二甲双胍	抑制肝糖输出，改善胰岛素抵抗	一线基石，贯穿治疗全程
磺脲类	格列美脲、格列齐特	刺激胰岛β细胞分泌胰岛素	二线，逐步被替代
格列奈类	瑞格列奈	快速刺激胰岛素分泌（短效）	餐时调节，适用人群收窄
α-糖苷酶抑制剂	阿卡波糖	延缓肠道碳水化合物吸收	以餐后血糖为主，区域性用药
噻唑烷二酮类(TZD)	吡格列酮	激活 PPAR-γ，改善胰岛素敏感	二线后，受限于不良反应
DPP-4 抑制剂	西格列汀、利格列汀	延长内源性 GLP-1 半衰期	口服便利，老年患者首选之一
SGLT-2 抑制剂	达格列净、恩格列净	促进尿糖排泄（不依赖胰岛素）	快速增长，心肾疾病跨领域应用
GLP-1 受体激动剂	司美格鲁肽、替尔泊肽	葡萄糖依赖性促胰岛素分泌+抑制食欲	爆发式增长，一线地位确立
胰岛素	甘精、门冬、德谷等	补充外源性胰岛素	基石地位不可替代，正经历代际升级

资料来源：湘财证券研究所整理

2.2 胰岛素：集采重塑格局，国产替代加速

2.2.1 胰岛素四代技术更迭，从动物提取迈向周制剂时代

胰岛素目前已历经四代技术革新。按照来源及化学结构，第一代胰岛素为动物胰岛素，从猪或牛胰腺中提取，存在免疫原性高、过敏反应率高等问题，目前已基本退出主流市场。第二代胰岛素为人胰岛素，通过重组 DNA 技术生产，氨基酸序列与人体天然胰岛素完全一致，免疫原性显著降低，目前仍在基层市场广泛使用。第三代胰岛素为人胰岛素类似物，通过对胰岛素分子结构的改造，将人胰岛素肽链上的氨基酸进行位移、替代、重组等新的排序得到的产品，实现更接近生理的起效时间和作用时长，包括速效、长效、预混等品类，目前是主流用药选择。

第四代胰岛素以周制剂为代表，将注射频次从每年 365 次降至约 52 次，是当前胰岛素技术创新的前沿方向。诺和诺德的依柯胰岛素是全球首个获批的基础胰岛素周制剂，2024 年纳入国家医保目录。礼来亦完成了其周制剂 Insulin efsitora alfa 的 QWINT 系列Ⅲ期临床研究。甘李药业的 GZR4 是国产首个进入Ⅲ期临床的第四代胰岛素周制剂。目前全球仅诺和诺德依柯胰岛素获批上市，竞争格局较好。

仅供内部参考，请勿外传

表 4、四代胰岛素优劣势对比

代别	生产时间	优势	劣势
第一代（动物胰岛素）	1920s	价格低廉	副作用大，具有动物传媒感染的危险性。
第二代（人胰岛素）	1980s	与人体自身分泌的胰岛素结构完全一致，免疫原性低，副作用少	起效慢，峰值低且延迟餐后血糖控制不佳，低血糖发生风险大。
第三代（胰岛素类似物）	21 世纪初	更符合人体生理性胰岛素分泌曲线，峰效时间与餐后血糖峰值同步，能更好的控制餐后血糖升高	合成工艺相对复杂，价格较昂贵。
第四代（胰岛素周制剂）	2024 年全球首款获批	注射频次大幅降低，能够更加平稳降糖，临床验证充分， 竞争格局良好，全球仅诺和诺德依柯胰岛素一款周制剂获批上市。	工艺复杂、价格偏高，剂量调整灵活性不足， 长期安全性数据仍在积累，适用人群有待拓展。

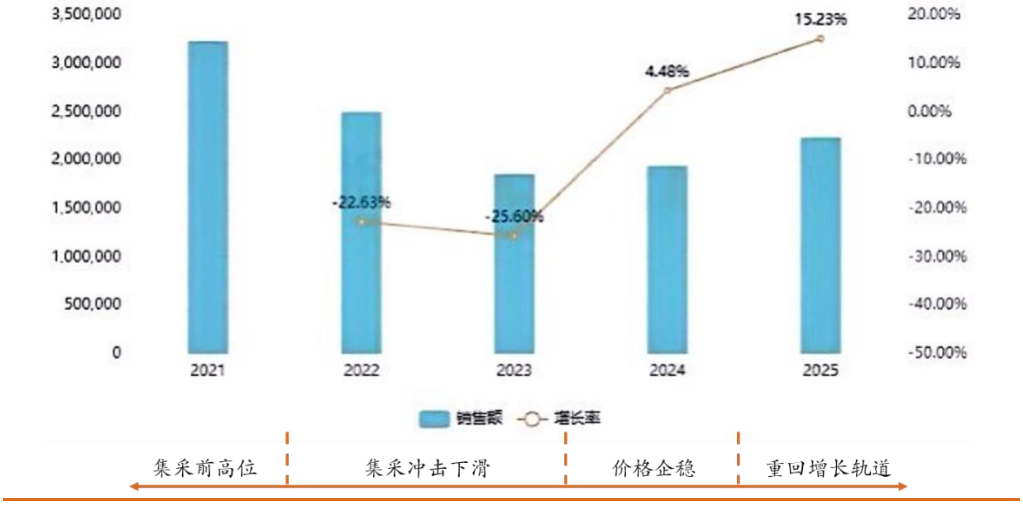
资料来源：摩熵咨询《胰岛素市场研究专题报告 2024》、湘财证券研究所整理

从全球胰岛素市场看，三代胰岛素对二代产品的替代仍在持续。中国市场方面，据国家医疗保障局公开披露，首轮胰岛素集采落地后，三代胰岛素使用量占比从集采前的 58%提升至 70%以上，已基本与欧洲国家的用药结构趋近。三代胰岛素渗透率的提升，既反映了临床用药理念的进步，也受益于集采政策对高质量药品可及性的促进。

2.2.2 胰岛素稳居降糖药首位，集采冲击后重返增长轨道

胰岛素是糖尿病用药中规模最大的治疗小类，2025 年重返增长轨道。据米内网数据，胰岛素及其类似药（化+生）在近年中国三大终端六大市场跌宕起伏，2022 年至 2023 年连续下滑后，2024 年止跌，2025 年则重返 200 亿元销售规模，同比增长 15.23%，多年来均是糖尿病用药（化+生）TOP1 小类。

图 1、中国三大终端六大市场胰岛素及其类似药（化+生）销售情况（单位：万元）

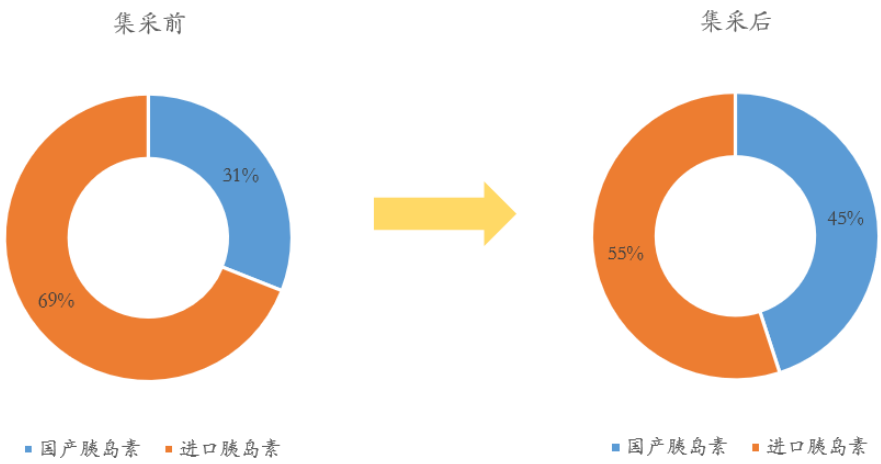


资料来源：米内网、湘财证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

集采重塑市场格局，从外资垄断到国产替代加速。根据医保局网站信息，胰岛素专项集采启动前，诺和诺德、赛诺菲、礼来三家外资企业长期占据中国胰岛素市场约 70%的份额，形成三足鼎立局面。2021 年 11 月，第六批国家集采（胰岛素专项）开标，首次将胰岛素纳入国家集采范围，11 家投标企业全部中选，包括诺和诺德、礼来、赛诺菲、甘李药业、通化东宝等国内外企业，涵盖市场上 95%胰岛素产品，首年采购需求量约 2.1 亿支，中选产品平均降价 48%。集采落地后，市场格局被改写，2022 年通化东宝首次跻身行业第三。2024 年 4 月胰岛素专项接续采购继续重塑市场格局，根据陕西医保局网站信息，从医疗机构报量看，国产胰岛素需求占比由首轮的约 31%升至 45%，外资产品由 69%降至 55%。2025 年根据米内网信息，在全品类胰岛素市场份额排名中，甘李药业、通化东宝分别跻身行业第三和第四，国产替代呈现加速之势。

图 2、中国胰岛素市场国产替代加速



资料来源：陕西医保局、湘财证券研究所

从量的维度，集采大幅提升了胰岛素的可及性。**从价的维度，**首轮集采降价短期压缩了行业利润空间，但也缩小了二代与三代胰岛素之间的价差，间接推动了三代胰岛素对二代产品的加速替代。在接续集采中，胰岛素价格体系逐步回归合理区间。**从竞争格局的维度，**国产胰岛素需求占比明显提升，国内企业市占率提高，中国胰岛素市场的竞争格局改变。

仅供内部参考，请勿外传

表 5、2025 年中国三大终端六大市场胰岛素及其类似药（化+生）一级集团 TOP10

排名	一级集团	市场份额	销售额增长率	在销品种数
1	诺和诺德	50.79%	11.45%	13
2	赛诺菲	12.57%	24.58%	4
3	甘李药业	10.71%	38.62%	6
4	通化东宝药业	9.53%	11.93%	10
5	联邦制药	6.56%	20.16%	7
6	礼来	5.40%	＜10%	10
7	复星医药	1.96%	＜10%	10
8	BIOTON	0.91%	＜10%	3
9	广东东阳光药业	0.86%	109.20%	5
10	华润医药	0.42%	50.42%	5

资料来源：米内网、湘财证券研究所

两轮集采后，国内胰岛素市场的竞争逻辑已从“存量博弈、价格竞争”延伸至“产品代际升级、创新管线比拼、海外市场开拓”的多维竞争，中国胰岛素市场已从集采冲击期步入出清恢复期。鉴于 2025 年中国胰岛素市场重返 200 亿元销售规模，同比增长 15.23%，以及 2024 年胰岛素接续采购的采购周期已执行至 2027 年底，价格体系在长周期内基本稳定，在市场增长恢复与政策周期锁定的背景下，我们预计未来三年市场或保持 5%-10%的温和增长。主要驱动力包括：其一，糖尿病患者基数持续扩大，构成胰岛素需求的底层支撑；其二，三代胰岛素渗透率仍有提升空间；其三，集采降价后基层市场渗透率持续提升；其四，胰岛素周制剂等新品种上市有望带动产品单价回升。

2.3 GLP-1：双寡头主导，差异化创新品种突围

2.3.1 GLP-1 类药物临床优势明显，增长快速

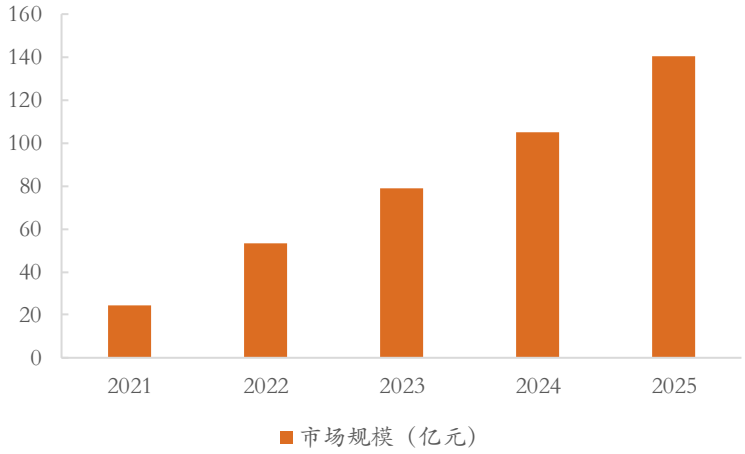
GLP-1 受体激动剂其作用机制为激活 GLP-1 受体，葡萄糖依赖性促进胰岛素分泌、抑制胰高血糖素分泌、延缓胃排空、抑制食欲中枢，实现降糖和减重的双重目标。与胰岛素相比，GLP-1 具有“葡萄糖依赖性”降糖的特点，低血糖风险极低；与 SGLT-2 抑制剂相比，GLP-1 在减重方面效果更突出。GLP-1 类药物凭借“降糖+减重”双效机制，已成为全球增长最快的药物品类之一。

中国市场方面，新康界信息显示，根据开思系统数据，国内 GLP-1 受体激动剂市场规模（覆盖减重与糖尿病两大适应症）从 2021 年的 24.6 亿元快速增长至 2025 年的 140.5 亿元（包括等级医院、零售药店、B2C 渠道），复合年增长率超过 50%。减重适应症的临床渗透率快速提升，减重市场正成为 GLP-1 赛道扩容的核心驱动力，降糖市场进入存量博弈阶段，两者共同推动 GLP-1

仅供内部参考，请勿外传

受体激动剂市场快速扩容，成为当前国内代谢疾病领域增长最快的药物赛道之一。

图 3、中国 GLP-1 受体激动剂市场规模



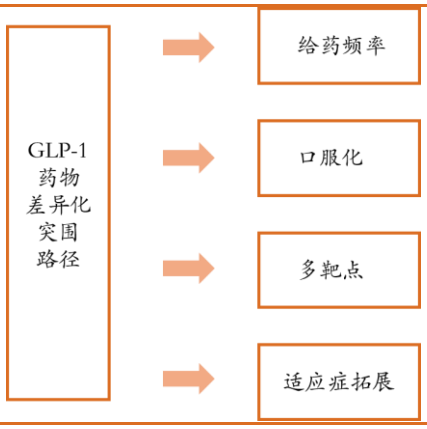
资料来源：新康界、湘财证券研究所

注：统计范围覆盖适应症为减重及糖尿病治疗，统计渠道包括等级医院、零售药店、B2C

2.3.2 全球市场以双寡头主导，差异化成为突围关键

全球 GLP-1 市场呈现高度集中的双寡头格局。据搜狐网礼来及诺和诺德 2025 年财报信息，两家企业 GLP-1 药物 2025 年合计销售额超 700 亿美元，呈现双寡头主导态势。但随着辉瑞、罗氏、阿斯利康等跨国药企，以及信达生物、恒瑞医药、甘李药业等中国企业的加速布局，竞争已从双雄争霸演变为多方入局的竞争。竞争的核心维度正从疗效比拼向依从性升级延伸，差异化创新品种的突围路径日益清晰：给药频率的优化是重要方向，口服化是另一关键赛道，多靶点协同是最前沿的方向，适应症拓展持续打开市场天花板。具有差异化优势的创新品种（双周/月制剂、口服小分子、多靶点激动剂等）有望在依从性升级和疗效突破等细分市场中找到突围空间。

图 4、GLP-1 市场差异化创新品种突围路径



资料来源：湘财证券研究所制作

仅供内部参考，请勿外传

3 甘李药业基本盘稳固，GLP-1 创新管线迎来收获期

3.1 胰岛素基本盘稳固，集采红利持续释放

公司是我国第一家掌握产业化生产重组胰岛素类似物技术的生物制药企业，聚焦糖尿病治疗领域，产品线覆盖第三代胰岛素类似物（长效、速效、预混全品类）、第四代胰岛素周制剂（在研）及 GLP-1 受体激动剂（在研）。公司在胰岛素领域拥有近三十年的技术积累，是国内少数具备从原料药到制剂全产业链生产能力的企业之一。

公司目前核心产品矩阵包括六个胰岛素品种：甘精胰岛素注射液（长秀霖®）、赖脯胰岛素注射液（速秀霖®）、精蛋白锌重组赖脯胰岛素混合注射液（25R）（速秀霖®25）、门冬胰岛素注射液（锐秀霖®）、门冬胰岛素 30 注射液（锐秀霖®30）多款胰岛素类似物产品和精蛋白人胰岛素混合注射液（30R）（普秀霖®30），产品覆盖长效、速效、预混三个胰岛素功能细分市场。

图 5、甘李药业主要产品管线

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
GZC8072片	2型糖尿病								中国
	体重管理								中国

资料来源：公司官网、2026 年半年度报告、湘财证券研究所（截至 2026.09.04）

仅供内部参考，请勿外传

公司是胰岛素国产替代龙头，三代胰岛素市占率跃居国内第二。根据公司 2025 年年报、2026 年半年报及 2025 年度环境、社会及公司治理报告，公司通过集采，迅速实现产品的广覆盖。首轮集采新增近万家医疗机构准入，协议量从首轮集采首年的 3534 万支增长至接续集采首年的 4686 万支，增幅达32.6%，其中，三代胰岛素产品协议量达4355 万支，占接续集采总量的30%，推动公司在国内三代胰岛素市场的占有率跃居行业第二，仅次于诺和诺德。2025 年公司累计向全国医疗机构供应胰岛素制剂超 9000 万支，同比增长 31.71%，覆盖各层级医疗机构 4.8 万家。2026 年上半年，国内胰岛素制剂产品销售达 4968 万支，同比增长 6.05%，继续保持稳步增长。

集采出清，业绩进入释放期。价格方面，2024 年接续集采中，公司六款产品价格实现合理回归。根据公司 2021 年及 2024 年集中采购（胰岛素专项）拟中标公告，以 3ml:300 单位（笔芯）规格计算，核心品种甘精胰岛素从首轮集采的 48.71 元提升至 65.30 元，涨幅约 34%；门冬胰岛素 30 注射液从 24.56 元提升至 25.90 元，涨幅约 5%；赖脯胰岛素注射液从 23.98 元提升至 35.55 元，涨幅约 48%，六款产品平均涨幅约 30.88%。

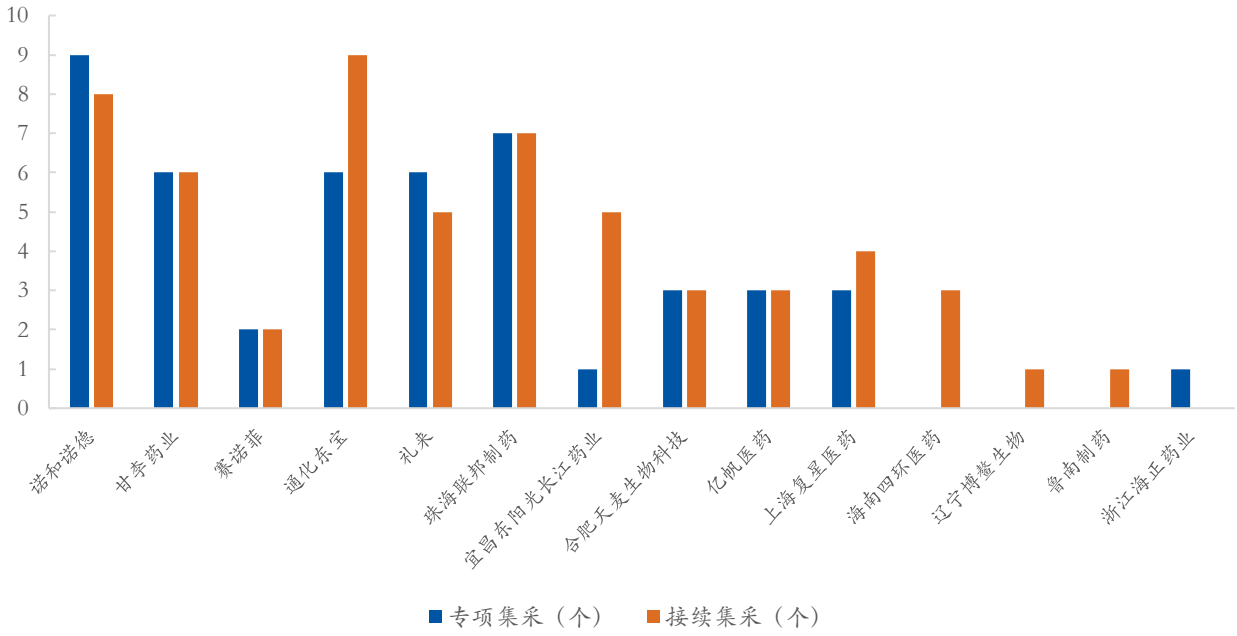
表 6、公司六款产品中标情况

采购组名称	品种名称	规格包装	2021 拟中选价格（元）	2024 拟中选价格（元）	价格变化	2021 首年采购需求（支）	2024 首年采购需求（支）
预混人胰岛素	精蛋白人胰岛素混合注射液（30R）（笔芯）	3ml:300 单位/支	17.89	25.9	44.77%	34788	2015327
餐时胰岛素类似物	门冬胰岛素注射液（笔芯）	3ml:300 单位/支	19.98	25.9	29.63%	197617	5459891
	赖脯胰岛素注射液（笔芯）	3ml:300 单位/支	23.98	35.55	48.25%	1039858	1735894
基础胰岛素类似物	甘精胰岛素注射液（笔芯）	3ml:300 单位/支	48.71	65.3	34.06%	12769557	17015590
预混胰岛素类似物	门冬胰岛素 30 注射液（笔芯）	3ml:300 单位/支	24.56	25.9	5.46%	312235	13278307
	精蛋白锌重组赖脯胰岛素混合注射液（25R）（笔芯）	3ml:300 单位/支	28.88	35.55	23.10%	1594492	2264364

资料来源：公司 2021 年及 2024 年集中采购（胰岛素专项）拟中标公告、湘财证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

图 6、胰岛素专项集采与接续集采各公司中选品种数



资料来源：摩熵咨询《胰岛素市场研究专题报告 2024》、湘财证券研究所

价格修复叠加协议量增长，公司从集采阵痛期逐步实现困境反转。2022 年是首次集采冲击下的业绩低点，2023 年起进入恢复通道，2024 年接续集采落地，2025 年作为接续集采价格执行的首个完整年度，集采红利全面释放，国内销售收入超越 2021 年集采前的峰值。

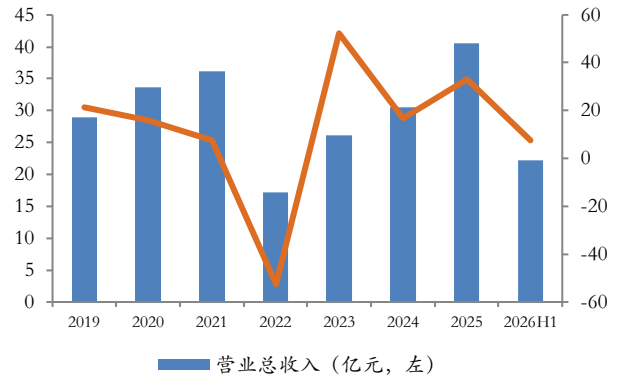
根据公司 2025 年年度报告，2025 年公司全年实现营业收入 40.52 亿元，同比增长 33.06%；归母净利润 11.44 亿元，同比增长 86.05%；扣非归母净利润 7.80 亿元，同比增长 81.21%。2025 年业绩快速增长的核心驱动力主要来自：一是，接续集采“以价换量”进入收获期。2025 年国内制剂销量同比增长 31.71%，国内制剂销售收入同比增长 40.72%，以销量增速近似代表量的贡献，则价格及产品结构升级等的贡献约为 9 个百分点，一定程度上体现了接续集采价格修复带来了收入增厚。二是，集采渠道红利持续释放。公司通过两轮集采持续拓展医疗机构覆盖网络，截至 2025 年底已覆盖医疗机构（不同产品覆盖相同医院计为一家）4.8 万家，准入医院逐步转化为实际销量。三是，国际化进入兑现期。

根据公司 2026 年半年度报告，2026 年上半年，公司实现营业收入 6.91 亿元，较上年同期增长 9.45%；归母净利润 6.10 亿元，较上年同期增长 1.01%；扣非归母净利润 5.80 亿元，较上年同期增长 18.91%。2026Q2 实现营收 13.45 亿元，同比增长 24.31%，环比增长 53.16%；归母净利润 4.17 亿元，同比增长 43.03%，环比增长 116.79%；扣费归母净利润 3.94 亿元，同比增长 44.23%，环比增长 111.82%。2026Q1 受增值税计税方式变更及国内外产品生产切换等

仅供内部参考，请勿外传

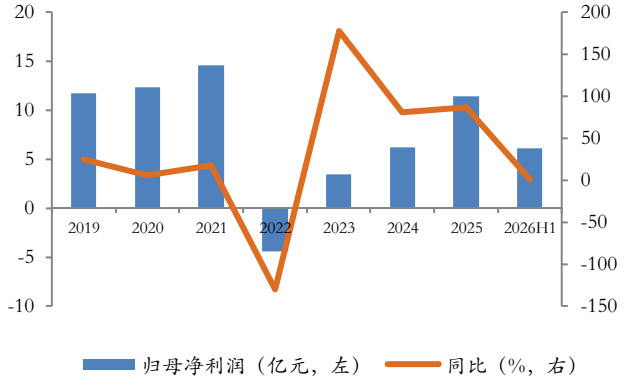
因素短期扰动，业绩阶段性放缓；2026Q2 随着扰动因素逐步消化，营收及利润均实现环比大幅回升，扣非归母净利润增速明显高于收入增速，一定程度上验证了集采红利释放的可持续性，公司业绩受集采的影响已从困境反转进入拐点确认后的延续与强化阶段。

图 7、公司营收及同比增速



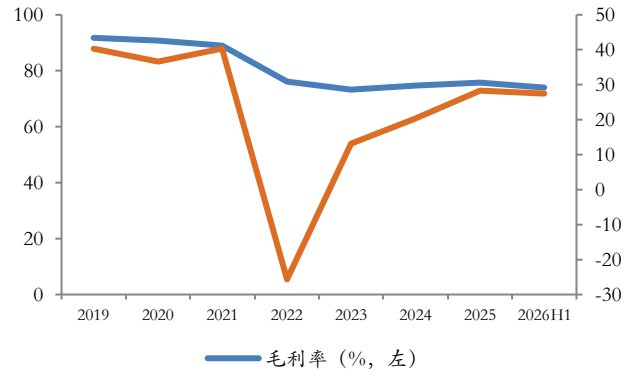
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 8、公司归母净利润及同比增速



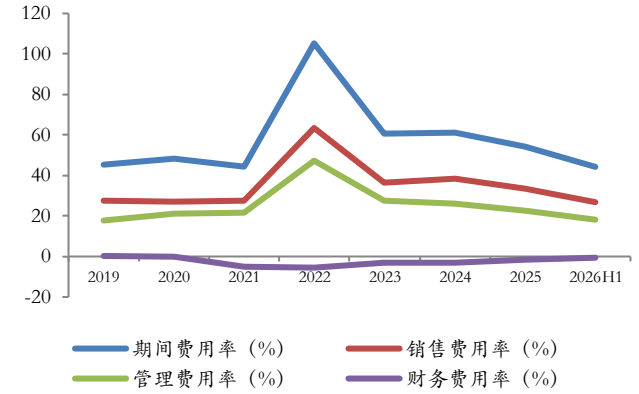
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 9、公司毛利率及净利率



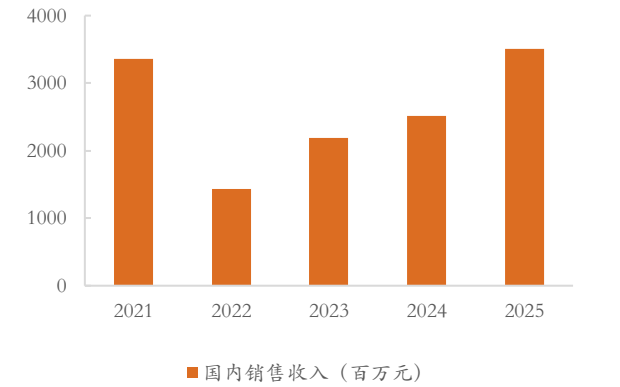
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 10、公司期间费用率



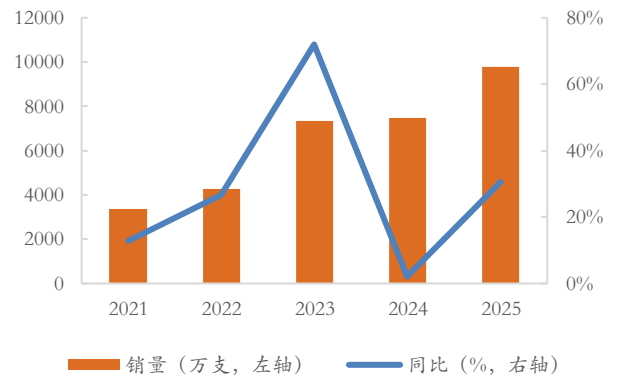
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 11、公司国内销售收入



资料来源：2021-2025 年年度报告、湘财证券研究所

图 12、公司胰岛素制剂销量及同比增速



资料来源：2021-2025 年年度报告、湘财证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

3.2 创新管线进入收获期，双轮驱动打开成长空间

甘李药业基本盘稳定，当前值得关注的边际变化，在于其在研管线正从长期的研发投入期进入密集收获期。其中，博凡格鲁肽（GZR18）与 GZR4 两款核心管线，分别对应 GLP-1 赛道和胰岛素赛道的前沿技术方向，构成了公司未来业绩弹性和估值重估的双重支撑。

3.2.1 博凡格鲁肽：全球首款 GLP-1 双周制剂，差异化定位清晰

GLP-1 市场已经进入激烈竞争阶段。从销售层面来看，双寡头格局依然稳固，但头部企业的位次发生变化。界面新闻信息显示，2026 年上半年，诺和诺德实现总销售额 1753.11 亿丹麦克朗，折合约 271.04 亿美元。GLP-1 相关产品收入约 1121.9 亿丹麦克朗，折合约 173.46 亿美元，占公司总营收的 64%。礼来 2026 年上半年实现营业收入 427.73 亿美元，其中，GLP-1 相关产品贡献收入约 276.93 亿美元，占总营收比例约 65%。从 GLP-1 整体业务收入规模来看，礼来已超越诺和诺德。礼来的替尔泊肽凭借双靶点疗效优势持续提升市场份额，而诺和诺德则通过 CagriSema（司美格鲁肽+胰淀素复方）头对头替尔泊肽的 III 期研究巩固自身地位。双寡头之间的竞争，已从各自拓展适应症升级为在核心市场正面争取市场份额，头部竞争的激烈程度明显提升。

从管线层面来看，外部入局者增多，赛道逐渐拥挤。据医药魔方不完全统计，截至 2026 年 8 月，按靶点组合去重后，全球 GLP-1 领域有至少 158 条研发赛道，按技术路线大致分为 6 类，GLP-1R 单靶点、GLP-1/GIP 双靶点、GLP-1/GIP/GCGR 三靶点、口服小分子 GLP-1、GLP-1/胰淀素（Amylin）双靶点、GLP-1+胰岛素复方。**从竞争密集程度看，GLP-1R 单靶点最为拥挤，GLP-1/GIP 双靶点次之。**

从中国企业的身位看，中国企业在 GLP-1 领域的布局呈现明显的梯队分化。根据医药魔方数据，截至 8 月底，第一梯队（已获批上市）包括：信达生物玛仕度肽、先为达埃诺格鲁肽、仁会生物贝那鲁肽、华东医药利拉鲁肽、银诺医药依苏帕格鲁肽 α、派格生物维培那肽、翰森制药聚乙二醇洛塞那肽等；第二梯队（NDA 已受理/III期临床后期）包括：恒瑞医药瑞普泊肽、博瑞医药 BGM0504、翰森制药奥莱泊肽、甘李药业博凡格鲁肽、石药集团依达格鲁肽 α、常山药业阿贝那肽、华东医药 HDM1005 等；第三梯队（II期及更早阶段）包括：甘李药业 GZR102、通化东宝 THDBH120、华东医药 DR10624、恒瑞医药 HRS-4729、东阳光药 HEC-007、众生药业 RAY0221、联邦制药 UBT251 等。

仅供内部参考，请勿外传

从全球 GLP-1 管线布局来看，呈现出以下特点：一是，GLP-1 赛道的上市窗口正在收窄。从医药魔方数据看，全球排名前 20 的管线几乎均处于已上市或III期临床阶段。因此，对于后来者而言，单纯的 Me-too 产品商业价值大打折扣，差异化定位显得十分重要。**二是，目前差异化方向主要集中于四个维度，**即给药频率（双周/月制剂）、给药途径（口服）、靶点组合（多靶点协同）、适应症拓展（从糖尿病/减重向心血管、NASH、OSA 延伸）。**三是，中国企业在三靶点和口服小分子领域已占据全球领先身位，但在单靶点和双靶点领域面临高度同质化竞争。**

GLP-1 管线的竞争正在从单纯的疗效比拼，转向机制差异化与适应症拓展。在这一阶段，先发企业凭借渠道和品牌优势建立壁垒，而**后来者的机会则更多体现在依从性升级、口服化、多靶点协同以及特定适应症的差异化布局上。**

甘李药业在研管线博凡格鲁肽（GZR18）其差异化价值体现在给药频率以及依从性升级上，是目前全球首款进入上市申请阶段的 GLP-1 双周制剂，在给药频率这一维度上处于领先身位，且双周制剂的竞争密度显著低于整体赛道。

目前主流 GLP-1 药物多为每周给药一次，年注射 52 次。博凡格鲁肽将给药间隔延长至每两周一次，年注射次数减少 50%。注射频次的降低将直接减轻患者的心理负担和操作负担，从而可能实质性改善长期治疗依从性。

表 7、全球 GLP-1 部分管线给药频率

药物	商品名	给药频率	阶段
艾塞那肽（速释）	Byetta	每日两次	已上市
艾塞那肽（缓释）	Bydureon	每周一次	已上市
利司那肽	Adlyxin/Lyxumia	每日一次	已上市
利拉鲁肽	Victoza/Saxenda	每日一次	已上市
度拉糖肽	Trulicity	每周一次	已上市
司美格鲁肽（注射）	Ozempic/Wegovy	每周一次	已上市
司美格鲁肽（口服）	Rybelsus	每日一次	已上市
替尔泊肽	Mounjaro/Zepbound	每周一次	已上市
贝那鲁肽	诺生泰/菲塑美	每日三次	已上市
博凡格鲁肽	甘李药业	双周一次（Q2W）	NDA
RAY1225	众生睿创	双周一次（Q2W）	III 期
berobenatide	辉瑞（Metsera）	每月一次（维持期）	III 期（VESPER-6）
CagriSema	诺和诺德	每周一次	已申报上市
瑞普泊肽（注射）	恒瑞医药	每周一次	NDA
BGM0504	博瑞医药	每周一次	NDA

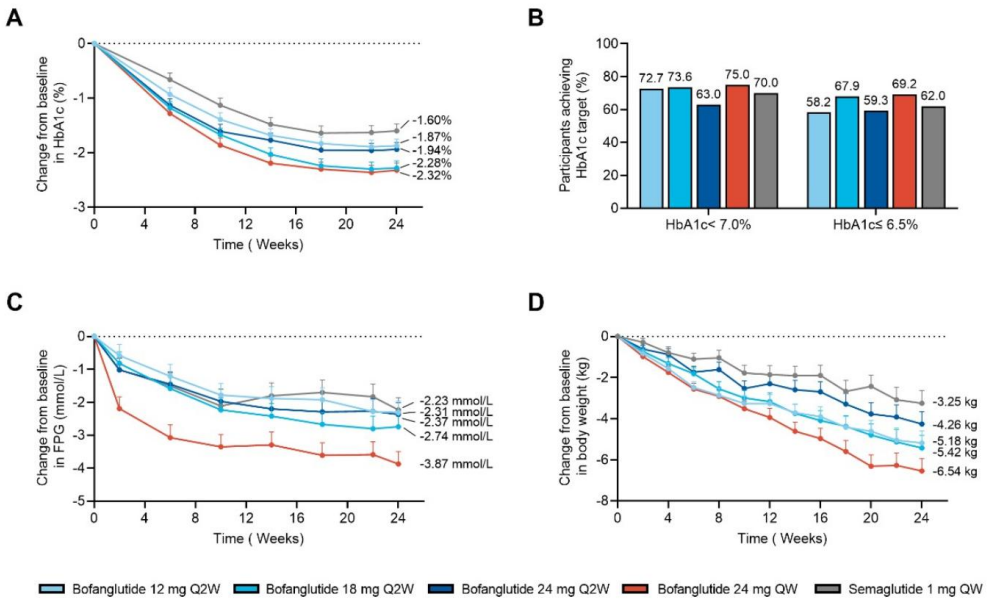
资料来源：《Advances in Glp-1 Receptor Agonists Delivery Systems for Obesity》、甘李药业官网、众生睿创官网、辉瑞官网、博瑞医药公司公告、恒瑞医药官网、湘财证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

注：辉瑞的 berobenatide“每月一次”是维持期给药方案，并非全程月制剂；众生睿创的 RAY1225 为双周制剂，但临床阶段落后于博凡格鲁肽。

从临床数据看，博凡格鲁肽疗效表现优异。根据甘李药业官网信息，在降糖方面，一项在中国开展的随机、开放、阳性对照IIb 期研究结果发表于国际权威期刊《Annals of Internal Medicine》。研究共入组 272 例 2 型糖尿病（T2DM）患者，治疗 24 周后，博凡格鲁肽 Q2W 各剂量组（12 mg、18 mg、24 mg)HbA1c 较基线分别下降 1.87%、2.28%和 1.94%，24mg QW 组下降 2.32%，司美格鲁肽 1 mg QW 组下降 1.60%。博凡格鲁肽各剂量组中，HbA1c＜7.0%和≤6.5%的受试者比例分别为 63.0-75.0%和 58.2-69.2%，司美格鲁肽组分别为 70.0%和 62.0%。在减重方面，博凡格鲁肽各剂量组体重较基线平均降低 4.26-6.54 kg，司美格鲁肽组降低 3.25 kg。此外，博凡格鲁肽还改善了多项心血管及代谢危险因素，包括腰围、血压、血脂和肝酶水平等。**这意味着双周给药不仅没有牺牲疗效，反而在头对头对比中展现出降糖和减重的双重优势。**

图 13、博凡格鲁肽与司美格鲁肽的疗效指标对比



资料来源：公司官网、湘财证券研究所

博凡格鲁肽商业化兑现节奏已较为明确。公司官网信息显示，2026 年 9 月，博凡格鲁肽减重适应症 NDA 已获国家药监局正式受理，有望成为全球首款获批的 GLP-1 双周制剂。**海外方面，公司已就博凡格鲁肽减重适应症达成四笔授权合作。**其中，与**拉丁美洲地区**知名医药企业 PC 达成独家许可与商业化供应协议（在拉丁美洲地区包括墨西哥、巴西等重点国家，开发及商业化的独家权利有偿许可给 PC）；与**印度**头部制药企业 Lupin 签署独家授权与供应协议（在印度境内的独家开发与商业化许可）；与**韩国**头部药企 JW Pharmaceutical 达成独家许可协议，公司将获得一次性、不可退还首付款 500

仅供内部参考，请勿外传

万美元，并可基于研发进展、监管审批及商业化等情况，收取总计 7610 万美元的里程碑付款，以及产品商业化后根据净销售额收取的分级特许权使用费；潜在交易总金额高达 8110 万美元（不含特许权使用费）；甘李药业与意大利跨国生物制药公司 Menarini 签署独家许可协议，将博凡格鲁肽超重/肥胖适应症在**欧盟 27 个成员国及英国、瑞士、挪威、冰岛、列支敦士登、巴尔干地区等共计 39 个欧洲国家和地区**的上市注册及商业化权利授予 Menarini。根据协议，公司将获得 6200 万欧元的首付款，以及累计最高 6.64 亿欧元的里程碑付款，外加基于净销售额最高双位数比例的特许权使用费，交易潜在总额最高达 7.26 亿欧元(不含特许权使用费)。此外，降糖适应症III期临床推进顺利。

表 8、博凡格鲁肽减重适应症的四笔 BD

合作方	区域	授权内容	交易条款
PC	拉丁美洲（墨西哥、巴西等重点国家）	独家许可与商业化供应协议，开发及商业化独家权利	未披露
Lupin	印度	独家授权与供应协议，印度境内独家开发与商业化许可	未披露
JW Pharmaceutical	韩国	独家开发与商业化权利	首付款：500 万美元；里程碑：最高 7610 万美元；特许权使用费：基于净销售额的分级特许权使用费；潜在总额：8110 万美元（不含特许权使用费）。
Menarini	欧洲 39 国（欧盟 27 国+英国、瑞士、挪威、冰岛、列支敦士登、巴尔干地区等）	超重/肥胖适应症的上市注册及商业化权利	首付款：6200 万欧元；里程碑：累计最高 6.64 亿欧元；特许权使用费：基于净销售额最高双位数比例；潜在总额：7.26 亿欧元（不含特许权使用费）。

资料来源：公司官网、湘财证券研究所

3.2.2 GZR4：国产首个胰岛素周制剂，优效叠加简便转换

博凡格鲁肽代表甘李药业在 GLP-1 赛道的创新突破，其价值在于从“0”到“1”实现新赛道的进入，而 GZR4 则是公司胰岛素基本盘的代际升级，其价值在于从“1”到“2”巩固并提升公司在胰岛素领域的核心竞争壁垒。

甘李药业 GZR4 竞争窗口明确。胰岛素周制剂是当前胰岛素领域最明确的技术升级方向，从全球竞争格局看，该赛道呈现高壁垒、竞争格局集中的特征。目前诺和诺德的依柯胰岛素周制剂已于中美欧等多个市场获批上市、礼来的 Efsitora alfa 已获 FDA 批准上市。甘李药业的 GZR4 是首款进入III期临床的国产第四代基础胰岛素周制剂，此外，恒瑞医药的 SHR-3167 处于II期临床阶段。

仅供内部参考，请勿外传

三项III期数据验证优效性，差异化优势体现在疗效终点设定上。GZR4最核心的竞争力，在于其临床数据呈现出的疗效优效性。根据公司官网信息，SUPER-1 研究(588 例胰岛素初治患者)中，GZR4 降低 HbA1c 幅度为-1.45%，显著优于甘精胰岛素U100 的-1.22%，组间差异-0.23%，具有显著统计学意义。SUPER-2 研究（631 例基础胰岛素经治患者）中，GZR4 降低 HbA1c 水平降幅为-1.00%，显著优于德谷胰岛素的-0.58%，组间差异-0.42%。SUPER-3（596 例复杂方案经治患者）中，GZR4 联合门冬胰岛素治疗 26 周后，HbA1c 降幅为-1.58%，优于甘精胰岛素 U100 联合方案的-1.41%（p=0.0021）。三项研究中，GZR4 组均未发生严重（3 级）低血糖事件。

从主要终点的设定看，GZR4 的三项 SUPER 研究均以“优效性”作为预设的主要假设并成功达到。作为对比，根据礼来官网和诺和诺德官网信息，礼来 Efsitora 的 QWINT-1 研究主要终点设定为“非劣效性”，Efsitora 降低 HbA1c 幅度为 1.31%，甘精胰岛素为 1.27%。诺和诺德 ONWARDS 1 研究中，依柯胰岛素降幅为 1.55%，甘精胰岛素为 1.35%，同时达到非劣效和优效（p=0.02）。

根据公司官网信息，GZR4 与依柯胰岛素头对头的 SUPER-8 研究已于 2025 年 10 月完成首例受试者给药，是与已上市周制剂开展头对头IIIb 期临床的在研胰岛素周制剂，计划纳入300 例受试者，主要终点为治疗 26 周后 HbA1c 较基线的变化。该研究结果将是验证 GZR4 相对优效性的关键节点。

表 9、GZR4 与依科胰岛素、Efsitora alfa 的比较

药品	GZR4			Icodec					Efsitora alfa			
企业	甘李药业			诺和诺德					礼来			
进展	Ⅲ期（减重NDA）			获批上市					获批上市			
达到稳态所需时间	1-2周			3-4周					5-6周			
从基础胰岛素日制剂转换	无需负荷剂量，简化剂量转换（日制剂剂量×7）			负荷剂量（日制剂剂量×7×1.5）					负荷剂量（日制剂剂量×7×3）			
研究代号	SUPER1	SUPER2	SUPER3	ONWARDS 1	ONWARDS 3	ONWARDS 5	ONWARDS 2	ONWARDS 4	QWINT 1	QWINT 2	QWINT 3	QWINT 4
受试者人群	胰岛素初治	胰岛素经治	基础+餐时经治人群	胰岛素初治			胰岛素经治	基础+餐时经治人群	胰岛素初治		胰岛素经治	基础+餐时经治人群
受试者人数	588	631	596	984	588	1085	526	582	798	928	986	730
给药周期	26(+26)W	26W	26W	52(+26)W	26W	52W	26W	26W	52W	52W	26(78)W	26W
对照药物	甘精胰岛素U100 QD	德谷胰岛素QD	甘精胰岛素U100 QD	甘精胰岛素U100 QD	德谷胰岛素QD	基础胰岛素日制剂组	德谷胰岛素QD	甘精胰岛素U100 QD	甘精胰岛素U100 QD	德谷胰岛素QD	德谷胰岛素QD	甘精胰岛素U100 QD+赖脯胰岛素 QD
优效性/非劣性	优效	优效	优效	优效	优效	优效	优效	非劣	非劣	非劣	非劣	非劣
HbA1c自基线变化（%）	-1.45vs-1.22	-1.0vs-0.58	-1.58vs-1.41	-1.55vs-1.35	-1.57vs-1.36	-1.68vs-1.31	-0.93vs-0.71	-1.16vs-1.18	-1.19vs-1.16	-1.26vs-1.17	-0.81vs-0.72	-1.01vs-1.00
组间治疗差异估计值ETD（%）	-0.23	-0.42	-0.17	-0.19	-0.2	-0.38	-0.22	+0.02	-0.03	-0.09	-0.09	-0.01

资料来源：健识局、湘财证券研究所

此外，GZR4 在给药便利性及转换方案上具有优势。患者转换治疗时无需注射额外“负荷剂量”，大幅降低临床用药管理门槛，提升医患用药便捷性，同时降低用药失误带来的相关安全性风险。国家医疗保障局文件显示，诺和诺德的依柯胰岛素在从日制剂转换时，推荐首剂给予每日剂量 7 倍加上额外负荷剂量，以快速达到稳态血药浓度。这一设计虽然加快了起效速度，但同时也增加了早期低血糖风险，并给患者带来了一次性注射较大单位剂量的心理负担。

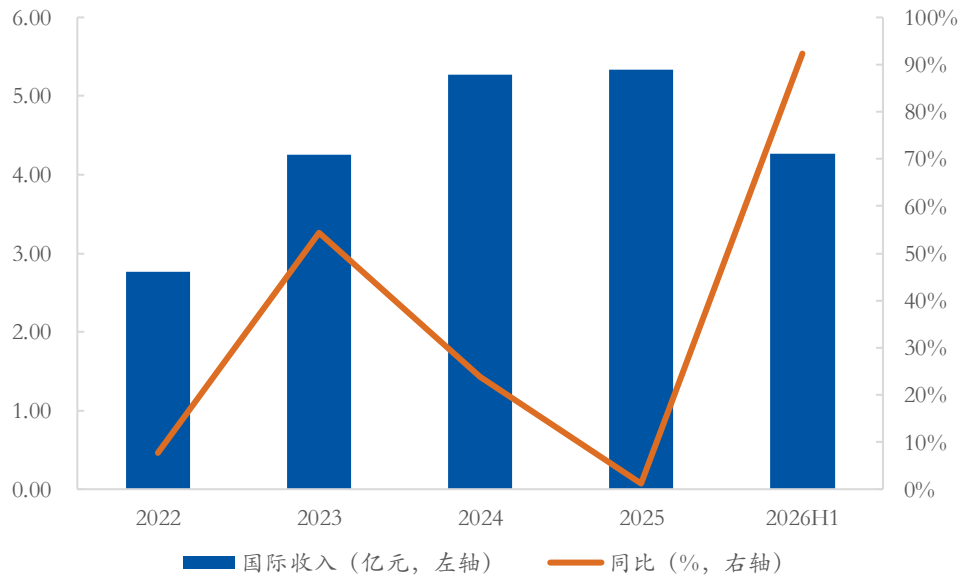
仅供内部参考，请勿外传

GZR4 的差异化在于：疗效上，它是在三大患者人群中均对日制剂显示优效的周制剂；转换上，无需首剂负荷剂量降低了处方门槛；渠道上，公司 4.8 万家医疗机构的覆盖网络提供了现成的商业化基础设施。GZR4 若获批上市，甘李药业将从集采出清后的三代胰岛素龙头升级为国产胰岛素周制剂的首发者。在集采价格体系下，日制剂胰岛素的价格天花板已基本锁定，周制剂作为 1 类创新生物制品，有望获得相对更优的定价空间和更良性的竞争格局，公司的胰岛素业务估值逻辑亦有望从存量份额修复切换至结构性升级驱动。

3.3 国际化进入兑现期，全价值链出海模式成型

甘李药业的国际化布局已从早期的“产品出海”升级为“技术输出+本地化生产”的全价值链模式。据公司官网信息，甘李药业是中国首家、也是目前唯一一家在欧盟获批长效、速效胰岛素的制药企业，是首个在欧盟实现三款三代胰岛素产品获批的中国药企。根据公司 2026 年半年度报告，2026 年上半年，公司国际收入达 4.26 亿元，较上年同期增长 92.33%，其中，国际销售收入 3.26 亿元（+49.35%），国际特许权服务收入较上年同期增加 0.91 亿元。公司产品已获得海内外 21 个国家及地区的准入及销售覆盖。

图 14、公司国际收入及同比增速



资料来源：公司 2021-2025 年年报、2026 年半年度报告、湘财证券研究所

3.3.1 欧洲市场：三款胰岛素获欧盟批准，商业化准备有序推进

2026 年是甘李药业欧盟市场取得突破的一年。根据公司官网信息，2026 年 1 月，公司自主研发的甘精胰岛素注射液（欧盟商品名：Ondibta®）获得欧

仅供内部参考，请勿外传

盟委员会批准，成为首款登陆欧洲市场的国产三代胰岛素，用于治疗成人、青少年和 2 岁及以上儿童的糖尿病。此后，门冬胰岛素注射液（欧盟商品名：Dazparda®）于 2026 年 5 月获得欧盟委员会上市许可，用于治疗成人、青少年和 1 岁及以上儿童的糖尿病；赖脯胰岛素注射液（欧盟商品名：Bysumlog®）亦获得欧盟委员会上市许可。

从市场空间看，公司官网信息显示，据国际糖尿病联盟（IDF）发布的《全球糖尿病概览（第 11 版）》，欧洲地区 20-79 岁人群中糖尿病患者人数约 6560 万人，相关医疗支出接近 2000 亿美元。庞大的患者群体与高额医疗投入，为公司的欧洲商业化提供了长期增长空间。

3.3.2 新兴市场：巴西 PDP 项目深度绑定，多点开花

巴西 PDP 项目是甘李药业国际化战略的重要一步。公司官网信息显示，2025 年，公司与巴西卫生部下属公立实验室及本土生物医药企业正式签署为期 10 年的《技术转移与供应协议》，并与其合作伙伴签订《供应框架协议》，十年累计订单金额不低于人民币 30 亿元。甘李药业由此成为首家入选巴西生产开发伙伴关系计划（PDP）医药项目名录的中国药企。2026 年上半年巴西 PDP 项目产品供货有序推进，根据 2026 年半年度报告信息，巴西 PDP 项目上半年贡献收入 1.42 亿元。

其他新兴市场拓展同样密集。根据公司 2026 年半年度报告及官网信息，在埃塞俄比亚，甘精胰岛素产品首次进入撒哈拉沙漠以南非洲市场；在阿尔及利亚，实现非洲地区落地的首个甘精本土灌装项目；在洪都拉斯，甘精胰岛素注射液及预填充笔均获批上市；在阿联酋，甘精胰岛素预填充注射笔获阿联酋药品管理局批准，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。

表 10、公司国际化关键进展一览

区域	进展事项	时间	关键信息
欧盟	甘精胰岛素获 EC 批准	2026 年 1 月	首款登陆欧洲的国产三代胰岛素
欧盟	门冬胰岛素获 EC 批准	2026 年 5 月	覆盖成人、青少年及 1 岁及以上儿童
欧盟	赖脯胰岛素获 EC 批准	2026 年 5 月	完成三代胰岛素欧盟完整矩阵
巴西	PDP 项目签署 10 年协议	2025 年	累计订单不低于 30 亿元
洪都拉斯	甘精胰岛素注射液及预填充笔获批	2026 年 7 月	拉美市场持续拓展
阿联酋	甘精胰岛素预填充笔获批	2026 年 6 月	GCC 区域首个获批国家
埃塞俄比亚	甘精胰岛素首次进入撒哈拉以南非洲	2026 年上半年	新兴市场进一步拓展

资料来源：公司官网、2026 年半年度报告、湘财证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

3.4 在研管线梯队完整，长期增长储备充足

除博凡格鲁肽和 GZR4 两大核心管线外，甘李药业已构建起覆盖第四代胰岛素全序列的完整研发梯队。

GZR33（长效基础胰岛素日制剂）：作为 GZR101 的长效基础组分，GZR33 注射液已进入III期临床，是国产基础胰岛素日制剂创新药。公司官网显示，2026 年 4 月，GZR33 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。

GZR101（双胰岛素复方周制剂）：由 GZR33 与速效门冬胰岛素混合制成，每日一次给药兼顾空腹与餐后血糖控制。GZR101 已完成一项与德谷门冬双胰岛素（诺和佳®）的头对头II期临床研究，在已完成的II期临床研究中展示出优于已上市同类对照组的降糖效果。

GZR102（基础胰岛素/GLP-1RA 固定比例复方周制剂）：国内首款、全球第二款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 1 类新药，适应症为 2 型糖尿病。GZR102 已成功完成I期研究并进入II期临床，凭借“双靶点双机制协同、一周一次”的给药方案，有望为糖尿病患者提供更便捷、疗效更佳的治疗选择。

GLR2038（PROTAC 平台新药）：2026 年 7 月，公司自主研发的 1 类化学新药 PROTAC 雌激素受体（ER）降解剂 GLR2038 片正式获得国家药监局临床试验批准，拟用于治疗晚期乳腺癌。该药物的研发依托于公司自主构建的 PROTAC 技术平台，标志着公司技术能力从代谢领域向肿瘤领域的战略延伸。目前公司已搭建多肽、PROTAC、抗体、细胞治疗四大技术平台，为长期创新提供系统支撑。

整体来看，上述管线与博凡格鲁肽、GZR4 共同构成了甘李药业从“基础胰岛素日制剂”到“胰岛素周制剂”，再到“胰岛素+GLP-1 复方周制剂”的完整产品梯队。GZR33、GZR101、GZR102 延续了公司在胰岛素领域“代际升级+复方协同”的技术路线，GLR2038 则标志着公司技术平台从代谢领域向肿瘤领域的延伸。多技术平台、多治疗领域的管线储备，为公司中长期增长提供了更广泛的赛道覆盖和抗风险能力。

仅供内部参考，请勿外传

4 盈利预测及投资建议

4.1 基本假设

（1）国内收入保持稳健增长。根据公司 2026 年半年度报告，2026 年上半年国内制剂销量同比增长 6.05%，2026 年第二季度营收环比增长 53.16%，其中，国内收入环比增长 61.24%，增值税计税方式变更的短期影响正逐步消化。考虑到接续集采采购周期执行至 2027 年底，价格体系基本稳定，且公司三代胰岛素市占率持续提升，叠加恩格列净片中标集采接续（首年协议量 2587 万片，采购周期至 2028 年底）带来的口服药增量，预计 2026-2028 年国内收入增速分别为 8%、9%、8%。

（2）国际销售收入持续快速增长。根据公司 2026 年半年度报告，上半年国际销售收入 3.26 亿元（+49.35%）。巴西 PDP 项目预计随着产能爬坡收入稳步增长；欧盟市场三款胰岛素获批后进入商业化导入期，预计 2027 年起逐步贡献收入增量。预计 2026-2028 年国际收入增速分别为 40%、35%、28%。

（3）国际特许权服务收入分期确认。2025 年国际特许权服务收入为 475 万元。博凡格鲁肽已达成四笔海外授权合作，其中韩国授权首付款 500 万美元、欧洲授权首付款 6200 万欧元，里程碑付款在达到约定节点时确认。我们假设 2026-2028 年分别确认约 2.50 亿元、4.50 亿元、6.00 亿元。该部分收入确认时点受协议约定影响较大，最终以公司公告及公司经审计财务报告为准。

（4）毛利率保持稳定。国内销售毛利率维持 80%左右；国际销售毛利率随巴西 PDP 项目规模效应提升至 45%-46%；特许权服务毛利率维持 90%。综合毛利率预计维持在 73%-74%左右。

表 11、公司收入分拆预测表

分地区收入（单位：百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
国内-销售收入	2517.60	3505.97	3786.45	4127.23	4457.41
国际-销售收入	392.41	529.27	740.98	1000.32	1280.41
国际-特许权服务收入	135.34	4.75	250.00	450.00	600.00
其他收入	0.00	12.16	15.00	18.00	20.00
营业总收入	**3045.35**	**4052.15**	**4792.43**	**5595.55**	**6357.82**
同比	16.77%	33.06%	18.27%	16.76%	13.62%
毛利率					
国内-销售	78.78%	80.71%	80.00%	81.00%	81.00%
国际-销售	42.49%	43.32%	44%	45%	46%
国际-特许权服务	95.08%	89.00%	99.80%	99.80%	99.80%
综合毛利率	**74.83%**	**75.84%**	**75.47%**	**76.08%**	**75.73%**

资料来源：2024-2025 年年报、2026 年半年度报告、湘财证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

4.2 推荐逻辑

甘李药业当前正处于集采红利持续释放、国际化战略逐步兑现、创新管线密集收获的三重驱动叠加关键阶段。胰岛素基本盘在集采出清后已进入业绩释放期，提供稳定的现金流和业绩支撑；国际化布局从产品出海升级为技术输出与本地化生产，欧盟获批与巴西 PDP 项目打开了海外长期成长空间；博凡格鲁肽与 GZR4 两款核心创新管线均处于商业化前夜。胰岛素基本盘提供确定性与安全边际，创新管线提供估值弹性与上行空间。总体而言，公司看点在于：第一，胰岛素基本盘稳固，集采红利持续释放；第二，国际化从 0 到 1 突破，打开长期成长天花板；第三，GLP-1 创新管线有望迎来价值重估；第四，在研管线梯队完整，长期增长储备充足。

4.3 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2026-2028 年营业总收入分别为 47.92/55.96/63.58 亿元，归母净利润分别为 13.76/16.96/19.21 亿元，EPS 分别为 2.30/2.84/3.22 元，对应 9 月 24 日收盘价的 PE 分别为 31.89/25.87/22.84，首次覆盖，给予“买入”评级。

5 风险提示

（1）集采政策风险。胰岛素下一轮集采规则尚未明确，若集采价格进一步下调，可能影响公司国内胰岛素业务的盈利能力。

（2）研发不确定性风险。博凡格鲁肽糖尿病适应症 III 期数据读出、GZR4 的 NDA 申报时间及博凡格鲁肽与 GZR4 的头对头研究结果均存在不及预期的可能。

（3）国际化推进节奏风险。欧盟获批到形成规模化销售通常需要一定市场导入期，海外收入对总收入的贡献节奏可能慢于预期。巴西 PDP 项目毛利率低于国内胰岛素业务，可能拉低整体毛利率水平。

（4）汇率波动风险。公司国际收入占比持续提升，汇率波动可能对收入和利润产生一定影响。

（5）GLP-1 赛道竞争加剧风险。国内已有超过 20 家企业布局司美格鲁肽仿制药，进入 GLP-1 赛道的企业逐渐增加，博凡格鲁肽面临的竞争环境可能日趋激烈。

（6）集采价格下降对业绩影响较大的风险。集采对公司基本盘胰岛素的影响较大。在假设销量以及单位成本不变，不考虑三代胰岛素占比提升等产品结构升级，不考虑海外业务增长对集采的对冲的情况下，若胰岛素制剂价

仅供内部参考，请勿外传

格在下一轮集采中下降 5%、10%、15%，对应 2027 年归母净利润较预测值（16.96 亿元）将分别减少约 1.38 亿元、2.76 亿元、4.13 亿元，降幅分别为 8.13%、16.25%、24.38%（实际影响可能小于测算值）。

仅供内部参考，请勿外传

附表 财务报表及估值数据

资产负债表

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	902.78	2088.31	3226.00	3833.93	4571.96
应收票据及账款	246.72	599.87	544.45	635.69	722.29
预付账款	56.56	55.48	76.64	89.49	101.68
其他应收款	1.85	3.76	4.59	5.36	6.09
存货	1052.91	1008.69	1127.13	1210.14	1268.32
其他流动资产	1530.04	1727.96	1565.23	1592.73	1618.83
流动资产总计	3790.86	5484.07	6544.04	7367.34	8289.17
长期股权投资	0.00	264.15	264.15	264.15	264.15
固定资产	2620.01	3183.98	2953.80	2888.01	2855.28
在建工程	1262.03	393.47	327.89	262.31	196.73
无形资产	273.06	265.11	426.86	543.85	616.08
长期待摊费用	7.10	0.01	0.01	0.00	0.00
其他非流动资产	4089.86	3036.25	2770.23	2501.65	2233.07
非流动资产合计	8252.06	7142.97	6742.94	6459.97	6165.30
资产总计	12042.92	12627.04	13286.98	13827.30	14454.48
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及账款	129.13	134.41	179.10	203.94	235.12
其他流动负债	672.00	681.38	992.15	1132.35	1303.26
流动负债合计	801.13	815.79	1171.25	1336.29	1538.38
长期借款	3.31	2.54	2.54	2.54	2.54
其他非流动负债	184.01	180.25	180.25	180.25	180.25
非流动负债合计	187.31	182.79	182.79	182.79	182.79
负债合计	988.45	998.57	1354.03	1519.07	1721.17
股本	601.07	597.30	597.30	597.30	597.30
资本公积	3590.96	3533.62	3533.62	3533.62	3533.62
留存收益	6862.44	7497.54	7801.80	8176.81	8601.59
归属母公司权益	11054.47	11628.47	11932.73	12307.74	12732.51
少数股东权益	0.00	0.00	0.22	0.49	0.80
股东权益合计	11054.47	11628.47	11932.95	12308.23	12733.31
负债和股东权益合计	12042.92	12627.04	13286.98	13827.30	14454.48

现金流量表

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	614.66	1143.58	1170.31	1492.08	1718.36
折旧与摊销	259.22	305.18	902.60	1082.97	1294.66
财务费用	-98.28	-72.88	-9.18	-12.23	-14.59
投资损失	-61.25	-290.78	-138.45	-138.45	-138.45
营运资金变动	-108.38	-287.12	433.17	-50.33	18.29
其他经营现金流	-68.67	-13.71	207.65	210.21	210.21
经营性现金净流量	537.31	784.28	2566.10	2584.24	3088.48
资本支出	450.41	929.85	500.00	800.00	1000.00
长期投资	87.94	559.09	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	100.44	406.74	134.10	132.36	131.14
投资性现金净流量	-262.03	35.98	-365.90	-667.64	-868.86
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	-2.14	-0.77	0.00	0.00	0.00
普通股增加	6.90	-3.76	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	240.21	-57.34	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-545.68	-675.91	-1062.50	-1308.68	-1481.59
筹资性现金净流量	-300.71	-737.77	-1062.50	-1308.68	-1481.59
现金流量净额	-26.38	83.65	1137.69	607.93	738.03

利润表 单位：百万元

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	3045.35	4052.15	4792.43	5595.55	6357.82
营业成本	766.51	978.95	1175.44	1338.49	1543.13
税金及附加	31.10	39.12	46.60	54.41	61.82
销售费用	1167.04	1350.43	1413.77	1622.71	1843.77
管理费用	255.86	268.90	277.96	290.97	317.89
研发费用	541.05	646.97	670.94	755.40	826.52
财务费用	-98.28	-72.88	-9.18	-12.23	-14.59
资产减值损失	-15.66	-36.13	-46.85	-54.70	-62.15
信用减值损失	18.36	-15.03	-6.07	-7.09	-8.05
其他经营损益	0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00
投资收益	61.25	290.78	138.45	138.45	138.45
公允价值变动损益	156.61	73.82	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	1.87	3.71	1.97	1.97	1.97
其他收益	27.03	25.86	25.62	25.62	25.62
营业利润	631.54	1183.67	1330.02	1650.06	1875.12
营业外收入	2.85	62.97	62.97	62.97	62.97
营业外支出	4.00	16.84	16.84	16.84	16.84
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	630.39	1229.81	1376.16	1696.19	1921.25
所得税	15.72	86.22	0.00	0.00	0.00
净利润	614.66	1143.58	1376.16	1696.19	1921.25
少数股东损益	-0.00	0.00	0.22	0.27	0.31
归属母公司股东净利润	614.66	1143.58	1375.94	1695.92	1920.95
EBITDA	791.33	1462.10	2269.58	2766.93	3201.33
NOPLAT	339.20	737.71	1318.56	1635.53	1858.22
EPS(元)	1.03	1.91	2.30	2.84	3.22

主要财务比率

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营收增长率	16.77%	33.06%	18.27%	16.76%	13.62%
营业利润增长率	7.00%	100.31%	87.43%	12.36%	24.06%
EBIT 增长率	133.98%	117.42%	18.16%	23.19%	13.22%
EBITDA 增长率	74.13%	84.77%	55.23%	21.91%	15.70%
归母净利润增长率	80.75%	86.05%	20.32%	23.26%	13.27%
经营现金流增长率	390.91%	45.96%	227.19%	0.71%	19.51%
盈利能力					
毛利率	74.83%	75.84%	75.47%	76.08%	75.73%
净利率	20.18%	28.22%	28.72%	30.31%	30.22%
营业利润率	20.74%	29.21%	27.75%	29.49%	29.49%
ROE	5.56%	9.83%	11.53%	13.78%	15.09%
ROA	5.10%	9.06%	10.36%	12.27%	13.29%
ROIC	5.83%	8.73%	15.90%	21.72%	25.18%
估值倍数					
P/E	71.38	38.37	31.89	25.87	22.84
P/S	14.41	10.83	9.16	7.84	6.90
P/B	3.97	3.77	3.68	3.56	3.45
股息率	2.05%	1.36%	2.44%	3.01%	3.41%
EV/EBIT	44.92	32.26	28.88	23.13	20.08
EV/EBITDA	30.21	25.53	17.39	14.08	11.96
EV/NOPLAT	70.47	50.59	29.94	23.81	20.60

资料来源：iFinD、湘财证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

分析师声明

本人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，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。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。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

买入： 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持： 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性： 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持： 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出： 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，投资者应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书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。