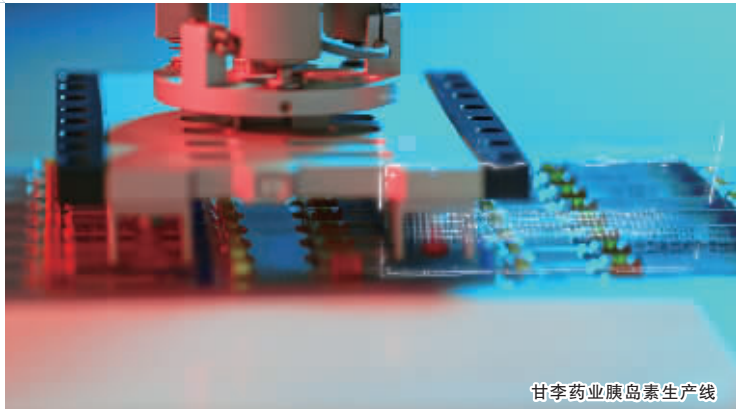


■“蓝筹筑基 价值引领”系列调研

从集采“深蹲”到创新“起跳” 甘李药业全球化换挡提速



甘李药业胰岛素生产线



甘李药业药品存储冷库



甘李药业研发实验室

◎记者 张雪

走进甘李药业北京总部研发中心，一排排精密仪器正平稳运转，屏幕上跳动着实时的实验数据。科研人员身着白大褂，在生物安全柜前专注操作，离心机的轻微嗡鸣与键盘敲击声交织在一起——这里是甘李药业研发创新的核心区域。

而在不远处的规模化生产车间，巨大的不锈钢发酵罐整齐排列，管道系统密布相连，微生物在严格控制的恒温恒湿环境中进行着胰岛素原料药的发酵生产，这些产品最终将被制成制剂，运往国内外的医疗机构和患者手中。

从拿下欧盟高端市场入场券到布局新兴市场本地化生产，从主打单一胰岛素品种到构建GLP-1等多管线创新矩阵——这家深耕糖尿病治疗领域20多年的企业，正让“创新+出海”新引擎逐步点火，与集采放量的既有动力形成合力。

日前，上海证券报记者探访甘李药业北京总部，专访了公司执行副总裁兼首席运营官宋维强，试图探寻甘李药业如何在集采震荡、全球竞争与年逾10亿元研发投入的交织中，构建起支撑未来增长的多元曲线。

国际化突破

在近期举行的第86届美国糖尿病协会（ADA）科学会议上，甘李药业携3款自主研发的创新制剂亮相，公布最新临床研究数据，引发国际同行关注。

这3款产品均瞄准“长效”用药需求：博凡格鲁肽为GLP-1受体激动剂，给药周期为两周一次；GZR4为每周一次的基础胰岛素；GZR102则是基础胰岛素与GLP-1RA的固定比例复方制剂，同样实现周制剂给药，旨在简化患者用药方案。

在会议现场，甘李药业还将2款核心产品的药物分子制成3D全景模型，支持模块化拆解与动态重组，直观呈现分子结构设计，吸引了众多专家驻足交流。

国际化正在成为这家老牌胰岛素龙头企业的新增长极。

今年上半年，公司国际化迎来关键突破。5月14日，赖脯胰岛素注射液获欧盟委员会上市批准。这是继甘精胰岛素、门冬胰岛素之后，甘李药业短短半年内在欧洲市场获批的第三款胰岛素产品。根据协议，这3款产品获上市许可后，将由全球仿制药巨头山德士负责欧洲及其他特定区域的商品化销售，甘李药业负责产品供货。公司已完

成欧洲市场基础胰岛素和速效胰岛素产品的布局。

这一突破的意义非同寻常。数据显示，1996年至2022年，欧洲药品管理局批准的43款胰岛素产品中，超过95%来自诺和诺德、赛诺菲、礼来三巨头。欧盟严苛的生物类似药审评机制，长期将中国胰岛素挡在门外。

甘李药业的甘精胰岛素是中国首个且目前唯一在欧洲和美国完成与原研参照药头对头Ⅲ期临床研究的甘精胰岛素，证实其与原研参照药疗效等效、安全性可比。上述3款产品的接连获批，标志着中国胰岛素产品已具备与原研药比肩的实力，打破了欧洲市场长期被原研药巨头垄断的格局。

在新兴市场，公司采取“自主注册+本地合作”相结合的策略。2025年公司斩获海外注册批件15个。

巴西PDP项目是标杆：公司与巴西卫生部及合作伙伴签订10年合作协议，以原料药出口、本地化灌装的方式合作，技术共享增强了合作黏性。“工艺共享后，合作伙伴投入大量资金建设产能，不能随意切换供应商，这为后来者设置了较高壁垒。”宋维强表示，今年5月，公司子公司再次通过巴西药监局GMP认证。

目前，公司产品已实现商业化销售的国家达21个，已完成准入的国家55个，累计获批批件80余个。2025年国际收入达5.39亿元，同比增长36.59%。不过业内人士表示，欧洲市场从获批到真正实现销售放量，仍需经历医保准入、定价谈判等流程，这一进程需要一定周期。公司方面也表示，目前3款产品均处于“商业化前的准备阶段”。

创新管线进入兑现期

如果说国际业务的突破是为进一步提高甘李药业的“前台”变现能力，那么每年超过10亿元的研发投入是支撑其持续输出产品的“后台”引擎。

全球糖尿病负担持续加重。据国际糖尿病联盟数据，2024年全球约5.89亿人患有糖尿病，预计2050年将增至8.53亿。庞大的患者基数支撑着千亿美元级用药市场。根据Global Market Insights的数据，2025年全球胰岛素市场估值约为292亿美元，年复合增长率约为3.4%；而市场对新型GLP-1受体激动剂的复合年均增长率判断普遍超过15%。在此背景下，甘李药业的创新管线正加速推进。

2025年，甘李药业研发投入达13.41亿

元，占营收比重为33.08%——这一投入强度在A股生物医药企业中处于较高水平。

如此高比例的研发投入是否可持续？“我们要保证研发投入强度。”宋维强表示，“医药企业发展的规律是，创新已成为核心竞争力，要通过持续的高强度研发投入来保证创新能力，有一代一代的新药出现，才能和国际巨头竞争。”

公司的创新管线已形成清晰梯队，并在今年上半年密集释放积极信号。

第四代基础胰岛素周制剂Insulin Ludefen（GZR4）是公司最受关注的核心在研产品之一。该药物已公布的三项关键Ⅲ期临床研究均达到主要研究终点。研究结果显示，在不同治疗阶段的2型糖尿病患者中，每周一次基础胰岛素Insulin Ludefen在降低糖化血红蛋白水平方面均优于每日一次基础胰岛素对照组（甘精胰岛素U100和德谷胰岛素）。据透露，公司正在积极推进后续临床和注册工作。

目前全球范围内已上市的胰岛素周制剂仅有诺和诺德的依柯胰岛素。GZR4的临床开发已进一步延伸至与依柯胰岛素的头对头Ⅲ期研究，正在顺利推进中。这款中国原研的胰岛素周制剂，有望引领全球胰岛素治疗进入第四代胰岛素时代。

此外，博凡格鲁肽（GZR18）注射液作为有望全球首个获批上市的GLP-1RA双周制剂，已围绕肥胖或超重、肥胖合并中重度阻塞性睡眠呼吸暂停（OSA）及2型糖尿病等适应症启动七项Ⅲ期临床研究。在市场竞争日趋激烈的GLP-1赛道，每两周一次给药方案有望减少患者恐针及频繁注射的负担，博凡格鲁肽注射液带来的长期治疗依从性优势，是其差异化竞争的关键所在。

基础胰岛素/GLP-1RA固定比例复方周制剂GZR102等内分泌领域创新研发项目也在稳步推进。公司同时依托PRO-TAC、口服多肽、抗体、细胞治疗等前沿技术平台拓展研发边界，在自身免疫性疾病、肿瘤等治疗领域亦有布局，多项自主研发的1类新药进入Ⅰ期临床研究阶段。

宋维强表示：“公司已完成从单一的胰岛素企业，向多增长曲线驱动的‘创新+国际化’战略升级。”

“温差”与回归

尽管前沿研发与国际化突破的种种进展令人振奋，但公司股价表现与其基本面之间仍存在落差。这种“温差”是甘李药业作为上市公司必须面对的课题。

回溯来看，集采是理解这一“温差”的

关键背景。2021年胰岛素专项集采启动时，甘李药业以低价策略大幅扩展医院覆盖。“第一次集采时，我们通过低价拿到了非常多的医院准入。”宋维强回忆称，“产品上市10多年累计进院近2万家，而通过集采一年就新增了1万余家医疗机构。”2024年接续集采中，公司6款胰岛素产品全线中选，三代胰岛素协议量占接续集采总量的30%，国内市场占有率跃居行业第二。

但集采一度造成利润大幅波动——2022年公司归母净利润亏损4.39亿元。虽然2025年利润已强劲修复至11.44亿元（同比增长86%），但市场需要时间消化“集采冲击”的惯性认知。

与此同时，市场资金短期扎堆科技赛道、产品结构变化等因素影响，公司营收为8.78亿元、归母净利润为1.92亿元，分别同比下降10.84%和38.29%。一季度国内制剂销量仍达2574.25万支，同比增长7.48%——“量增利减”的背离进一步加深了市场对集采红利可持续性的疑虑。

与此同时，市场资金短期扎堆科技赛道，生物医药蓝筹整体处于估值相对低位。在投资者互动平台，公司被频繁追问“市值从高点回落”“业绩增长为何没体现在股价上”等问题。

甘李药业在股东回报方面已形成“现金分红+股份回购+长效股权激励”的三重体系。近三年公司累计现金分红16.15亿元，2025年完成1.5亿元股份回购并注销，累计股东回报金额达17.65亿元。自上市以来，公司已实施三轮股权激励，2026年新一轮限制性股票激励计划正在推进中。宋维强表示：“企业长期价值最终还是要靠持续的创新能力、经营业绩和规范治理来支撑。”

宋维强对国内传统胰岛素业务的判断是“稳中有升”——经过两轮集采后，“长远来看，替代进口是一个趋势”。

对于甘李药业来说，真正的变量在于：GZR4与博凡格鲁肽何时从Ⅲ期临床走向上市申报？欧洲市场从“获批”到“放量”需要多久？这两个时间轴的叠加，决定了动能补充的节奏。

不可否认的是，从北京通州总部实验室里推进的临床研究，到巴西正在建设的本地化灌装线，再到欧洲市场即将启动的商业化进程——甘李药业正逐步形成“国内成熟产品稳基本盘，创新产品打开空间，国际业务贡献增量”的多元增长格局。

在国产替代与全球竞争的双重叙事下，甘李药业已经迈出关键一步。

山子高科叶骥： “我对造车有不一样的想法”

◎记者 操子怡

“那么‘卷’了，为什么还要造车？”这个问题，山子高科董事长叶骥被问了无数次。7月中旬，在位于浙江省杭州市余杭区的山子高科办公室，叶骥向上海证券报记者聊起了“造车梦”。

这是“入主”山子高科四年后，叶骥首次接受媒体采访。2024年6月，山子高科剥离地产业务，全面转向高端制造业，确立了新能源汽车与高端制造“双产业链”战略。然而，有关资金链、造车可行性的质疑声不绝于耳。

“山子高科的包袱和危机已经基本出清了。真正面临的挑战，并不是产业机会消失，而是如何构建市场信任。”叶骥称，信用、人才和资本，是山子高科重新起跑的关键支撑。

出海与“减法”

在山子高科新办公地的展示区，停着几款新车。但对于公司的“造车梦”，外界一直半信半疑。

中国汽车工业协会数据显示，2025年我国汽车产销量均突破3400万辆，再创历史新高。其中，新能源汽车产销量均超过1600万辆，新能源汽车国内新车销量占比突破50%。

高速增长的另一面，是行业竞争持续加剧，汽车产业链利润空间不断被压缩。国家统计局数据显示：2025年汽车行业利润总额为4610亿元，同比增长仅0.6%；行业利润率降至4.1%，创近十年来新低。

“山子肯定要继续造车。”叶骥说，汽车行业仍存在新的增长机会，但机会未必全部来自中国市场。

“全球汽车年销量约9000万辆，中国约3500万辆。未来增量更多来自拉美、非洲及东南亚等地区。”叶骥说，这些地区千人汽车保有量仅几十辆，远低于欧美日韩超过500辆以及中国超过200辆的水平，汽车消费仍处于快速发展的早期阶段。

“没有人挣钱，这已经不是一门好生意了。很多投资人已经关闭了这个赛道，不再看这个行业。”在决定造车后，叶骥遭受不少质疑。但他认为，依托中国汽车的完整供应链、成本优势及快速迭代能力，全球市场依然存在大量机会，中国车企不应该只对标同行，而应学习丰田、现代这些车企的全球化经验。“下半场竞争的核心是全球化和海外本地化的能力。”

基于这一判断，山子高科选择将海外市场作为整车业务的重要方向。“中国市场太大，很多中国车企很难把资源集中到海外。”叶骥表示，山子高科希望聚焦一些大型车企暂时关注较少的市场。“我们可以全力以赴做这些大厂们投入有限的市场，比如中亚、中东、非洲。”

不过，找到市场只是第一步，接下来的问题是：造一辆什么样的车？叶骥给出的答案是——做减法。“我们向特斯拉学什么？要学‘合’与‘减’。”叶骥说，当前汽车行业普遍堆配置，但面向全球市场时，产品需要回归用户需求和商业本质。“现在行业都在做加法，我们要做减法。”他认为，未来汽车竞争的核心，不是简单堆叠功能，而是在满足用户需求的基础上，实现更高效、更低成本的产品开发。

据其透露，山子高科汽车业务核心团队已经搭建完成，成员来自特斯拉、华为、宁德时代、小米、蔚来等头部企业。公司已完成工程样车开发，计划今年四季度至明年一季度，实现首台自研乘用车量产下线；明年夏季推出另一款全新开发的自研车型，并于明年底开始交付。

高端制造“底盘”稳

如果说整车业务是山子高科的新航向，那么高端制造（包括零部件和半导体业务），是支撑公司业务发展的底盘。

多年前，山子高科（前身“银亿股份”）先后收购汽车变速器公司比利时邦奇、安全气囊气体发生器企业美国ARC，这两项业务至今也是公司的最大收入来源。

叶骥认为，整车产业的发展必然带动零部件企业成长，实现扩张的最佳路径是对外并购。

在他看来，中国汽车产业已经完成从“市场大国”向“产业大国”的跃迁，但在全球排名前20的汽车零部件企业中，只有2家中国企业。未来随着中国汽车供应链加速出海，必然会诞生千亿元级规模的零部件企业。

在汽车零部件业务之外，半导体业务一直是山子高科长期布局的方向。目前，公司是康强电子和浙江禾芯集成的第一大股东，并形成了以这两家公司产品为核心的业务组合。其中，康强电子长期深耕半导体封装材料领域，主要产品包括引线框架、键合丝等。浙江禾芯则聚焦先进封装领域，对标国外标杆企业，研发自主可控的新一代平台级封装工艺和技术，力争打造行业领先的半导体先进封装和制造平台。

以文化筑“巢”引人才“追梦”

“我觉得任何伟大企业的核心竞争力，都是文化。”叶骥用了很大篇幅阐述他心目中理想的山子高科企业文化。

在他看来，真正优秀的组织，首先是一个能够听到真实声音的组织。他认为，领导层听不到真话，是很多企业走向困境的根源之一。

在管理氛围上，山子高科试图去官僚化、扁平化。“在公司内部，管理者向下属承认错误是一件很常见的事情。对于员工来说，不需要情商很高，但一定要对行业有自己的独到见解。”叶骥说。

对于一家经历过破产重整的企业而言，重建市场信任并非易事。

叶骥说，“信用不足”是当前山子高科面临的最大调整，因为缺少信用，也影响了人才的吸引、资金的获取。“经历过破产重整的公司，大家会觉得这家公司有莫大的风险，哪怕现在负债已经大幅降低。”

他坦言，对于大部分优秀人才而言，不管是汽车、芯片还是AI行业，年轻人更倾向于选择大公司，或者创业。“所以我们将（管理总部）搬到杭州，这个城市有很多怀揣着梦想、有着腾腾热血的年轻人。我们希望能为他们提供一个很好的可以实现自我抱负的创业平台。”

在采访末尾，叶骥话锋一转：“虽然今天，市场对山子高科的价值有各种解读，但是我们不着急，因为我们的信心来自对自身业务发展现状的充分认知。等未来哪天，报表充分反映了我们今天的工作成果，或许市场也会给予我们合理的评价，只希望那个时候，我们依然能保持今天的初心，不被冲昏头脑，矢志践行‘成为受世界尊敬的中国企业’的愿景。”

摩尔线程上半年营收同比增长147%

◎记者 赛世平

国产GPU企业摩尔线程8月9日晚披露2026年半年报。财报显示：公司上半年营业收入为17.36亿元，同比增长147.42%，已超过2025年全年营收；归属于上市公司股东的净利润亏损1156.31万元，较上年同期相比，收窄比例达95.73%；毛利总额达9.89亿元，同比增长103.78%，整体毛利率水平达到56.95%。

摩尔线程称，上半年营收增长主要得益于人工智能产业的蓬勃发展及市场对全功能GPU的强劲需求，叠加公司夸娥智算集群商业化加速，产品性能获得客户高度认可，并实现稳定供货，公司市场竞争优势进一步扩大，推动收入快速增长。

同日，摩尔线程还公告称，公司拟发行境外上市外资股（H股）股票并申请在港交所主板挂牌上市。

资产负债方面。截至报告期末，公司存货账面价值为35.50亿元，占总资产的比重为20.97%，较上年末增长166.48%，较一季度末增加13.55亿元；预付款项为13.44亿元。公司称，主要系为应对市场需求增长及保障供应链稳定，主动增加备货，并按行业惯例向上游提前订货并预付一定比例货款。

现金流方面。公司上半年经营活动产生的现金流量净额为-21.69亿元，上年同期为-11.64亿元，主要系扩大产品生产规模、经营性采购支出增加所致。

研发投入方面。摩尔线程上半年研发投入7.69亿元，占营业收入比例为44.30%，同

比增长38.16%，自2022年以来，累计研发投入近59亿元。截至二季度，公司累计申请专利2167项，其中发明专利申请2049项；累计获得授权专利788项，其中发明专利725项。

当前，人工智能模型的持续迭代引领大规模智算中心需求不断提升。弗若斯特沙利文预测，中国AI芯片市场规模将由2024年的1425亿元增至2029年的1.3万亿元，2025年至2029年的复合增速高达54%。伴随大模型训练集群的规模化建设与推理需求的全面放量，第一代智算中心的扩容与升级正迎来确定性的高速增长空间。

从半年报来看，摩尔线程商业化正全面提速。报告期内，夸娥智算集群实现6.6亿元销售合同交付并确认收入，云端智算产品

贡献营收16.93亿元，占总营收的97.5%。据介绍，MTT S5000智算集群实现规模化销售，已在北京、无锡、杭州等多地完成落地部署，并首批通过国家安全可靠测评，高端训练能力取得多项“国芯训国模”突破；公司加速渗透互联网、运营商等关键客户，以更丰富的应用场景持续推动收入高增；MUSA软件栈生态日益完善，开发者数量超过80万人。

近年来，摩尔线程持续推进全功能GPU产品研发和商业化落地。据公司此前介绍，目前已成功研发多款高性能、可对标国际主流竞品的GPU产品。公司自主掌握MUSA统一系统架构、图形渲染及AI加速等核心技术，已实现从芯片架构、指令集到软件栈等的全栈自主可控。