

## 医药生物

投资建议： 强于大市（维持）

上次建议： 强于大市

### 如何看待诺和诺德计划收购 Catalent?

#### 相对大盘走势



#### 诺和诺德计划收购 Catalent

2024年2月5日，Novo Holdings（诺和诺德控股股东）宣布计划以165亿美元收购Catalent，并将Catalent位于意大利阿纳尼、美国布卢明顿、比利时布鲁塞尔的三个灌装工厂和相关资产以110亿美元出售给诺和诺德。我们认为该收购计划是诺和诺德为提升重磅产品司美格鲁肽灌装产能做出的重要举措之一，有望快速补充现有产能的缺乏，反映了司美格鲁肽等GLP-1类药物的需求强烈。

#### GLP-1类药物销售额屡创新高

近年来，以司美格鲁肽和替尔泊肽为代表的GLP-1类药物在降糖、减重等适应症上取得较大突破，在心衰、非酒精性脂肪肝、阿尔兹海默症等领域亦展现出潜在疗效，销售额屡创新高。2023年司美格鲁肽实现销售额约212亿美元，同比增长89%；替尔泊肽实现销售额53亿美元，同比增长1006%。受此影响，GLP-1相关创新药研发亦在快速推进，如信达生物与礼来合作的玛仕度肽减重适应症上市申请已于近日获得国家药监局受理。

#### 药企反向收购 CDMO 是否会成为主流?

我们认为此次收购计划具有特殊性：（1）CDMO作为医药产业链分工的一环，仍然具备低成本、高效率等优势，在药企部分剥离重资产的背景下，未来需求仍会持续增加。（2）司美格鲁肽作为诺和诺德明星产品，2023年收入占比已超60%，但内部一直面临供应短缺的难题，对外又面临替尔泊肽的竞争，因此保障司美格鲁肽的稳定供应成为诺和诺德的当务之急。而其他药企并不存在这一情形，贸然收购CDMO反而可能带来损失。

#### 投资建议

国内多款GLP-1类创新药进入3期临床，生物类似药开发亦在有序推进，建议关注创新产品进度领先的信达生物、恒瑞医药，以及快速跟随和销售推广能力较强的华东医药、丽珠医药等。多肽产业链相关企业在成本和价格上具备比较优势，受下游需求驱动有望迎来发展机遇，建议关注药明康德、凯莱英、九洲药业、诺泰生物、圣诺生物、翰宇药业、昊帆生物、蓝晓科技、纳微科技等。

**风险提示：** 药物研发不及预期；药物安全性风险；产能建设不及预期；市场竞争加剧；工艺开发不及预期。

#### 作者

分析师：郑薇

执业证书编号：S0590521070002

邮箱：zhengwei@glsc.com.cn

#### 相关报告

- 1、《医药生物：如何看待迈瑞控股惠泰医疗？》2024.02.04
- 2、《医药生物：医药基金持仓占比持续提升，医疗器械仓位增加》2024.01.25

## 正文目录

1.	诺和诺德拟收购 Catalent 灌装工厂 .....	3
2.	GLP-1 药物需求持续增加 .....	5
3.	药企反向收购 CDMO 是否会成为新常态? .....	8
4.	相关标的 .....	11
5.	风险提示 .....	11

## 图表目录

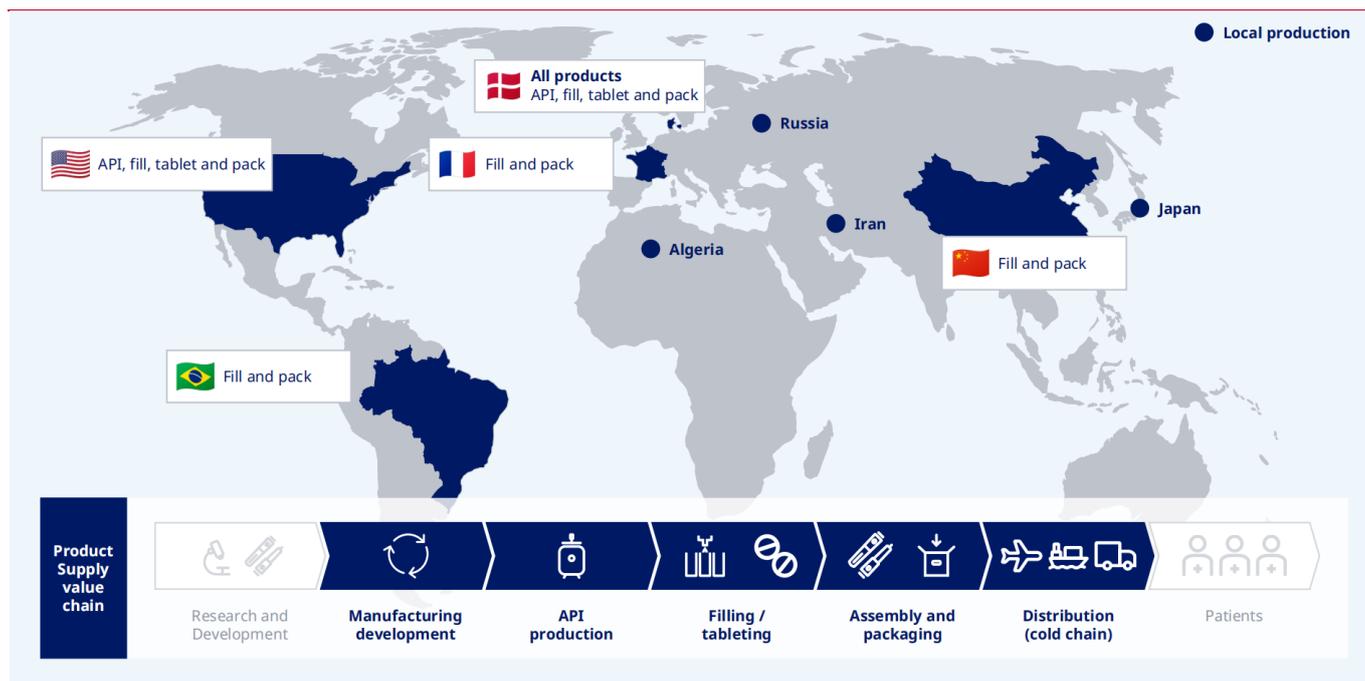
图表 1:	诺和诺德产能分布 .....	3
图表 2:	2016-2023 年诺和诺德固定资产净值 (亿丹麦克朗) .....	4
图表 3:	2016-2023 年诺和诺德资本性支出 (亿丹麦克朗) .....	4
图表 4:	2021 年以来诺和诺德产能扩张计划梳理 .....	4
图表 5:	2018-2023 年司美格鲁肽销售额 (按季度, 亿丹麦克朗) .....	5
图表 6:	2018-2023 年司美格鲁肽销售额 (按年度, 亿丹麦克朗) .....	5
图表 7:	2022-2023 年替尔泊肽销售额 (按季度, 亿美元) .....	6
图表 8:	GLP-1RA 部分在研管线梳理 .....	6
图表 9:	CDMO 服务优势 .....	8
图表 10:	部分 CDMO 收购药企产能案例 .....	9
图表 11:	2017-2030E 全球医药 CDMO 市场规模 (亿美元) .....	9
图表 12:	2017-2030E 中国医药 CDMO 市场规模 (亿元) .....	9
图表 13:	2018-2023 诺和诺德收入 (亿丹麦克朗, 按产品分类) .....	10
图表 14:	2018-2023 诺和诺德收入占比 (按产品分类) .....	10
图表 15:	司美格鲁肽注射液对于灌装需求 .....	10

## 1. 诺和诺德拟收购 Catalent 灌装工厂

美国时间 2024 年 2 月 5 日，Novo Holdings 宣布计划以 165 亿美元现金收购 Catalent，意味着 Catalent 股东将获得每股 63.50 美元的现金，相当于截至 2024 年 2 月 2 日 60 天交易量加权平均价格的 47.5% 溢价。Novo Holdings 是全球知名药企 Novo Nordisk（诺和诺德）的控股股东，作为收购的一部分，Novo Holdings 计划将 Catalent 位于意大利阿纳尼、美国印第安纳州布卢明顿、比利时布鲁塞尔的三个灌装工厂和相关资产以 110 亿美元出售给诺和诺德。

通过此次收购计划的分析，我们认为该收购是诺和诺德全球产能扩张计划的重要补充。目前，诺和诺德在丹麦、美国、中国、法国和巴西等地设有生产基地，其中，丹麦和美国设有原料药工厂，同时可以进行片剂和注射剂的生产与包装，其他地区主要负责注射液的灌装与包装。

图表1：诺和诺德产能分布



资料来源：诺和诺德官网，国联证券研究所整理

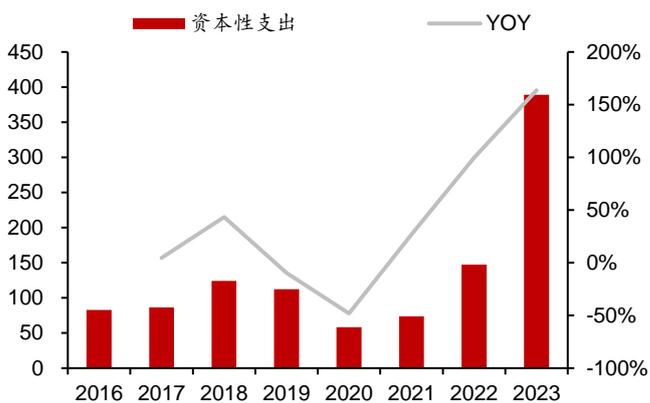
近年来，由于司美格鲁肽等产品的产能供不应求，诺和诺德持续加大资本支出，以满足产能持续扩张的需求。2023 年，公司资本支出高达 389 亿丹麦克朗（约 57 亿美元），同比增加 164%；固定资产净值达 910 亿丹麦克朗（约 132 亿美元），同比增加 36%。

图表2：2016-2023 年诺和诺德固定资产净值（亿丹麦克朗）



资料来源：诺和诺德财报，wind，国联证券研究所

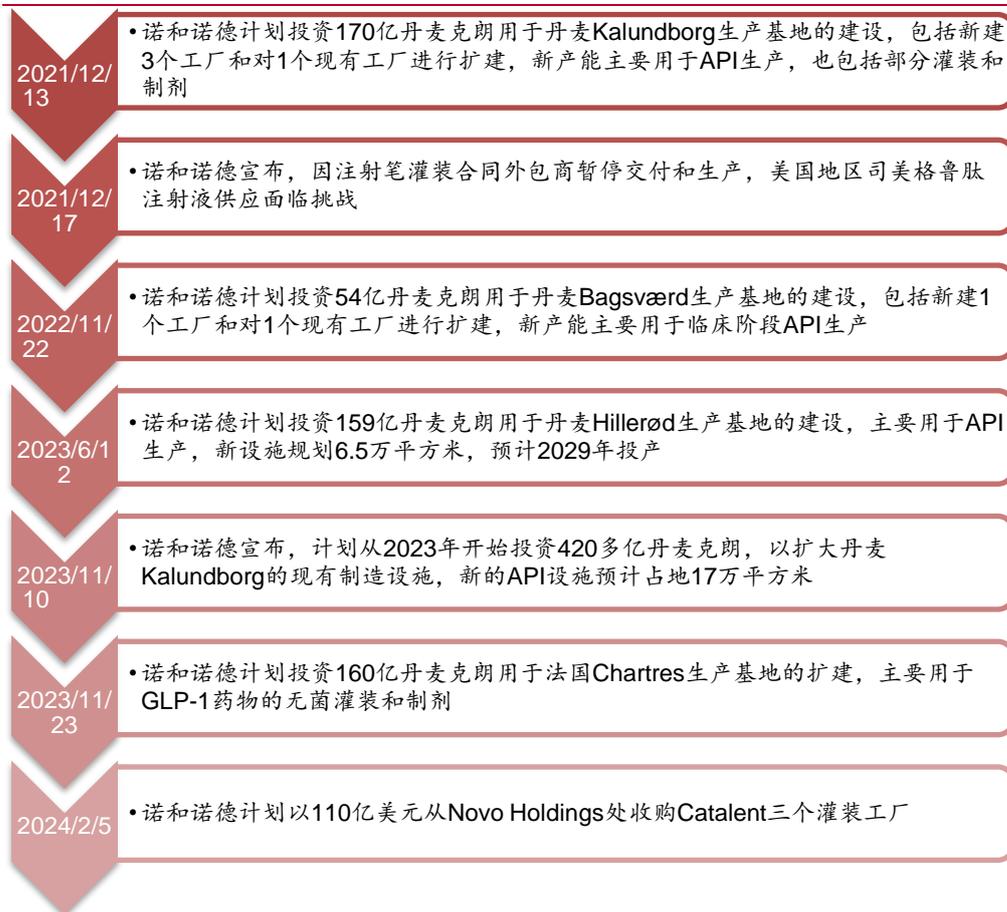
图表3：2016-2023 年诺和诺德资本性支出（亿丹麦克朗）



资料来源：诺和诺德财报，wind，国联证券研究所

根据诺和诺德年报，2023 年公司宣布了总计超过 750 亿丹麦克朗的投资，以扩大全球生产基地产能，包括扩建丹麦 Kalundborg 和法国 Chartres 的设施，以及收购爱尔兰 Athlone 的一个生产基地。然而，这些投资转化为最终的产能需要较长的建设与认证周期。因此，我们认为，通过收购的模式公司有望快速补充产能，以缓解司美格鲁肽持续短缺的局面。

图表4：2021 年以来诺和诺德产能扩张计划梳理



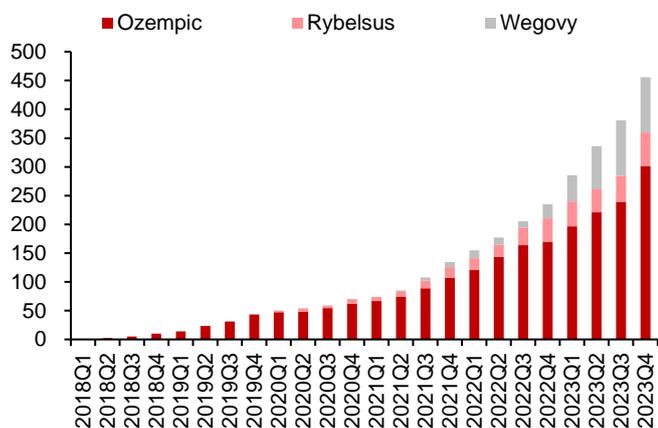
资料来源：诺和诺德官网，国联证券研究所

## 2. GLP-1 药物需求持续增加

近年来，以司美格鲁肽和替尔泊肽为代表的多肽药物在降糖、减重等适应症上取得较大突破，在心力衰竭、非酒精性脂肪肝、阿尔兹海默症等新领域亦展现出潜在的治疗前景，销售额屡创新高同时也带动了 GLP-1 相关创新药的研发。

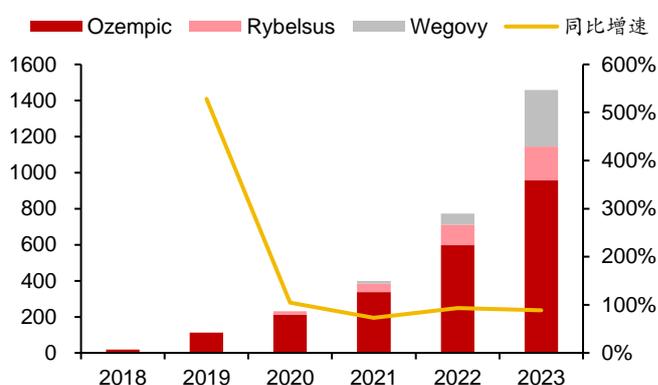
司美格鲁肽展现出新一代药王的潜力。司美格鲁肽是诺和诺德推出的新一代用于治疗 2 型糖尿病和超重适应症的 GLP-1 受体激动剂，凭借出色的疗效和良好的患者体验度，司美格鲁肽自上市以来快速打开市场，2023 年实现销售额 1458 亿丹麦克朗（约 212 亿美元），同比增长 89%；其中，Ozempic、Rybelsus、Wegovy 销售额同比分别增长 60%、66%、407%。

图表5：2018-2023 年司美格鲁肽销售额（按季度，亿丹麦克朗）



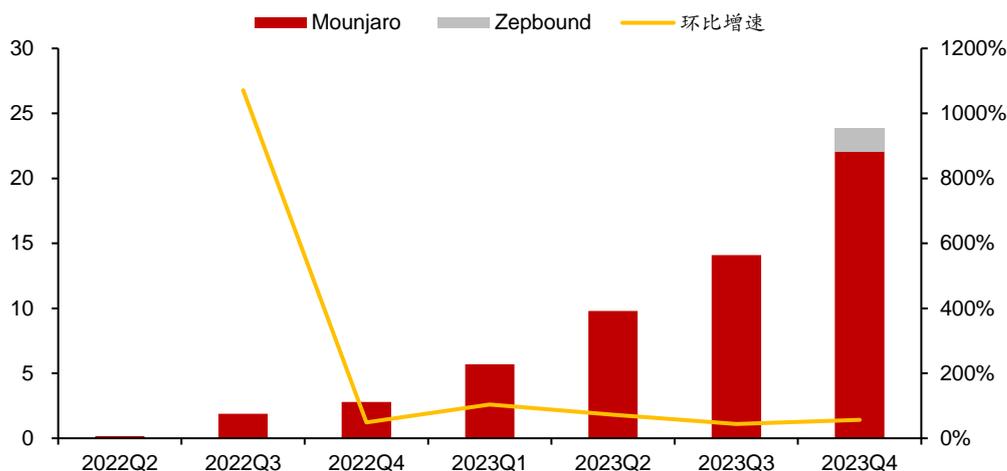
资料来源：诺和诺德财报，wind，国联证券研究所

图表6：2018-2023 年司美格鲁肽销售额（按年度，亿丹麦克朗）



资料来源：诺和诺德财报，wind，国联证券研究所

替尔泊肽减重适应症获批，开启与司美格鲁肽的全面竞争。替尔泊肽是礼来推出的 GLP-1R/GIPR 双靶点激动剂，自 2022 年获批降糖适应症（商品名为 Mounjaro）以来，替尔泊肽持续快速放量，2023 年 Mounjaro 实现销售额 52 亿美元，单四季度实现销售额 22 亿美元，环比增长 57%。2023 年 11 月 8 日，替尔泊肽的减重适应症上市申请亦获得 FDA 批准（商品名为 Zepbound），正式打响与司美格鲁肽的减重市场之争。从 2023 年销售数据来看，Zepbound 在不到两个月的时间内已实现销售额 1.76 亿美元。

**图表7：2022-2023年替尔泊肽销售额（按季度，亿美元）**


资料来源：礼来财报，wind，国联证券研究所

除司美格鲁肽和替尔泊肽外，全球仍有多款 GLP-1 创新药在研。例如，信达生物和礼来合作开发的 GLP-1R/GCGR 双靶点激动剂玛仕度肽的首个新药上市申请已获国家药监局受理，用于成人肥胖或超重患者的长期体重控制。此前，玛仕度肽在中国超重或肥胖受试者中的 III 期临床研究 GLORY-1 已于 2024 年 1 月达成主要研究终点和所有关键次要终点，4mg 组和 6mg 组受试者体重和多项心血管代谢指标的改善均显著优于安慰剂组，且整体安全性良好。

**图表8：GLP-1RA 部分在研管线梳理**

药品名称	靶点	研发机构	全球阶段	中国阶段
维派那肽	GLP-1R	派格生物;天士力	申请上市	申请上市
苏帕鲁肽	GLP-1R	银诺医药	申请上市	申请上市
玛仕度肽	OXM;GLP-1R;GCGR	信达生物;Eli Lilly	申请上市	申请上市
efpeglenatide	GLP-1R	Hanmi Pharmaceuticals;Sanofi	III 期临床	III 期临床
orforglipron	GLP-1R	Eli Lilly;Chugai Pharmaceutical	III 期临床	III 期临床
ecnoglutide	GLP-1;GLP-1R	先为达生物;凯因科技	III 期临床	III 期临床
GX-G6	GLP-1;GLP-1R	石药集团;天境生物;天士力;Genexine	III 期临床	III 期临床
艾本那肽	GLP-1;GLP-1R	ConjuChem Biotechnologies;常山药业	III 期临床	III 期临床
他泊鲁肽	GLP-1R	Teijin;Biomeasure;Roche	III 期临床	III 期临床
格鲁塔株单抗	GLP-1;GLP-1R	鸿运华宁	III 期临床	III 期临床
retatrutide	GLP-1R;GCGR;GIPR	Eli Lilly	III 期临床	III 期临床
cagrilintide+semaglutide	amylin;GLP-1R	Novo Nordisk	III 期临床	III 期临床
survodutide	GLP-1R;GCGR	Boehringer Ingelheim;Zealand Pharma	III 期临床	III 期临床
LAIsema	insulin;GLP-1R	Novo Nordisk	III 期临床	III 期临床
cotadutide	OXM;GLP-1R;GCGR	MedImmune(AstraZeneca)	II/III 期临床	II/III 期临床
LY2428757	GLP-1R	Eli Lilly	II 期临床	临床前
HRS-7535	GLP-1R	恒瑞医药	II 期临床	II 期临床
GZR18	GLP-1R	甘李药业	II 期临床	II 期临床
HR17031	insulin;GLP-1R	恒瑞医药	II 期临床	II 期临床
HS-20094	GLP-1R;GIPR	翰森制药	II 期临床	II 期临床
efinopegdutide	OXM;GLP-1R;GCGR	Hanmi Pharmaceuticals;Merck & Co.;Johnson & Johnson	II 期临床	II 期临床

TTP273	GLP-1R	Daewon Pharmaceutical;华东医药;vTv Therapeutics	II 期临床	II 期临床
RAY1225	GLP-1R;GIPR	众生睿创	II 期临床	II 期临床
avexitide	GLP-1R	Eiger BioPharmaceuticals;University of Pennsylvania	II 期临床	临床前
MAR701	GLP-1R;GIPR	Marcadia Biotech(Roche)	II 期临床	临床前
TTP054	GLP-1R	vTv Therapeutics	II 期临床	临床前
YH14617	GLP-1R	Yuhan	II 期临床	临床前
efocipegrutide	GLP-1;GLP-1R;GIP;glucagon;GCGR;GIPR	Hanmi Pharmaceuticals	II 期临床	临床前
68Ga-NODAGA-exendin-4	GLP-1R	Radboud University	II 期临床	临床前
LY307161	GLP-1;GLP-1R	Eli Lilly;Rose Pharma	II 期临床	临床前
AC2592	GLP-1;GLP-1R	Amylin Pharmaceuticals(AstraZeneca)	II 期临床	临床前
RGT-075	GLP-1R	锐格医药	II 期临床	临床前
VK2735	GLP-1R;GIPR	Viking Therapeutics	II 期临床	临床前
maridebart cafraglutide	GLP-1R;GIPR	Amgen	II 期临床	II 期临床
诺利糖肽	GLP-1R	翰森制药;恒瑞医药	II 期临床	II 期临床
bamadutide	GLP-1R;GCGR	Sanofi	II 期临床	临床前
HEC88473	FGF21;GLP-1	东阳光药	II 期临床	II 期临床
MEDI4166	GLP-1;PCSK9	AstraZeneca	II 期临床	临床前
[68Ga]Ga-HBED-CC-exendin-4	GLP-1R	北京师范大学	II 期临床	I 期临床
vurolenatide	GLP-1	9 Meters Biopharma	II 期临床	临床前
GSBR-1290	GLP-1R	硕迪生物	II 期临床	临床前
VCT220	GLP-1R	闻泰医药	II 期临床	II 期临床
K-757	GLP-1	Kallyope	II 期临床	临床前
K-833	GLP-1	Kallyope	II 期临床	临床前
pegsebrenatide	GLP-1R	Neuraly	II 期临床	临床前
NN9389	GLP-1R;GIP	Novo Nordisk	II 期临床	临床前
CT-868	GLP-1R;GIPR	Carmot Therapeutics(Roche)	II 期临床	临床前
pemvidutide	GLP-1R;GCGR	Altimmune	II 期临床	临床前
dapiglutide	GLP-1R;GLP-2R	Zealand Pharma	II 期临床	临床前
HRS9531	GLP-1R;GIPR	恒瑞医药	II 期临床	II 期临床
BGM0504	GLP-1R;GIPR	博瑞医药	II 期临床	II 期临床
JY09	GLP-1;GLP-1R	百泰生物;精益泰翔	II 期临床	II 期临床
艾塞那肽-白蛋白融合蛋白	GLP-1;GLP-1R	华阳药业	II 期临床	II 期临床
RG7697	GLP-1R;GIPR	Novo Nordisk;Marcadia Biotech(Roche)	II 期临床	临床前
pegapamodutide	OXM;GLP-1R;GCGR	Transition Therapeutics(Opko Health);领康医药;Eli Lilly	II 期临床	临床前
froniglutide	GLP-1R	ImmunoForge;PhaseBio Pharmaceuticals	II 期临床	临床前
MK-8521	GLP-1R;GCGR	Merck & Co.	II 期临床	临床前
NB1001	GLP-1;GLP-1R	Amunix Pharmaceuticals(Sanofi);Naia Pharmaceuticals	I/II 期临床	临床前
MBX 1416	GLP-1R	MBX Biosciences	I/II 期临床	临床前
MDR-001	GLP-1R	德睿智药	I/II 期临床	I/II 期临床
AZD9550	GLP-1R;GCGR	AstraZeneca	I/II 期临床	临床前
PB-718	GLP-1R;GCGR	派格生物;天士力	I/II 期临床	I/II 期临床
amycretin	AMYR;GLP-1R	Novo Nordisk	I/II 期临床	临床前

资料来源：医药魔方，国联证券研究所整理

### 3. 药企反向收购 CDMO 是否会成为新常态？

此次诺和诺德收购 Catalent 计划也引起了对于 CDMO 未来发展之路的担忧，CDMO 本是作为药企灵活调节和补充产能而存在的，此次诺和诺德反向收购 Catalent，是否意味着以往 CDMO 存在的逻辑发生了变化，而未来是否会有更多药企收购 CDMO 的事件发生，通过对于 CDMO 发展历史和现状的分析，我们并不认为药企反向收购 CDMO 会是未来的主流方向。

#### (1) 药企轻资产化，CDMO 需求持续增加

一直以来，CDMO 作为药企提升研发效率和灵活调节产能的重要补充，在药物开发与生产环节发挥了重要作用，已成为药物开发产业链中不可或缺的一环。根据迈百瑞招股书，CDMO 行业的诞生源于医药企业希望将更多的资源专注于核心优势领域，而将部分非专长的开发及生产环节外包给专业化机构。外包不仅能弥补新药研发公司在团队、设施、经验方面的不足，突破技术瓶颈、快速推进新药研发，而且能够有效降低药物的开发成本，提高药物开发效率。

图表9：CDMO 服务优势



资料来源：弗若斯特沙利文，国联证券研究所

纵观医药行业收并购史，我们很少能够发现药企直接收购 CDMO 的交易，反而可以观察到许多药企将技术平台或产能出售给 CDMO 的案例。生物医药的研发属于高风险业务，对于药企（特别是大型跨国药企）而言，当前新药研发平均成本不断上升、投资回报率逐步下降，专利药到期后又面临专利悬崖，很多工厂的产能利用并不充分，近年来关闭或出售工厂的事件时有发生。而 CDMO 选择从药企收购实验室或工厂既可以快速提升研发能力或补充产能，还可以加强与客户间的合作，从而实现互惠互利。

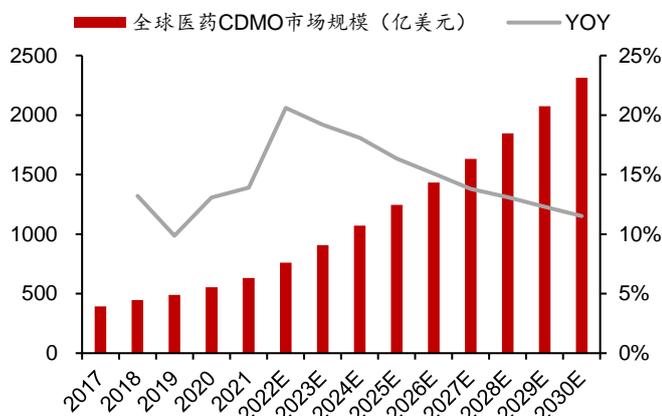
图表10：部分 CDMO 收购药企产能案例

时间	购买方	出售方	交易内容
2023/1/4	九洲药业	山德士中国	中山制剂工厂
2022/11/15	药明生物	和铂医药	苏州产业园的工厂
2022/9/19	药明生物	科望医药	苏州工艺开发和中试生产设施
2021/12/16	九洲药业	Teva	Teva 杭州工厂
2021/8/2	药明康德	BMS	瑞士库威制剂生产基地
2021/5/7	药明生物	Bayer	德国伍珀塔尔的生物药原液制造工厂
2021/5/7	药明生物	辉瑞中国	杭州的原液和制剂生产基地
2020/4/22	药明生物	Bayer	德国勒沃库森一家生物制剂工厂

资料来源：各公司官网及公告，国联证券研究所

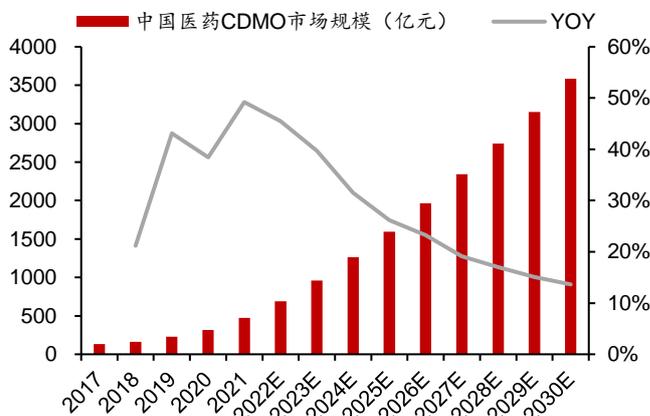
近年来全球医药 CDMO 市场仍在稳步扩张。根据弗若斯特沙利文报告，2017-2021 年全球医药 CDMO 市场规模由 394 亿美元增长至 631 亿美元，CAGR 为 12.5%；预计到 2025 年将达到 1,246 亿美元，4 年 CAGR 为 18.5%。2017-2021 年中国医药 CDMO 市场规模由 132 亿元增长至 473 亿元，CAGR 为 37.6%；预计到 2025 年将达到 1,595 亿元，4 年 CAGR 为 35.5%。

图表11：2017-2030E 全球医药 CDMO 市场规模（亿美元）



资料来源：弗若斯特沙利文，迈百瑞招股书，国联证券研究所

图表12：2017-2030E 中国医药 CDMO 市场规模（亿元）



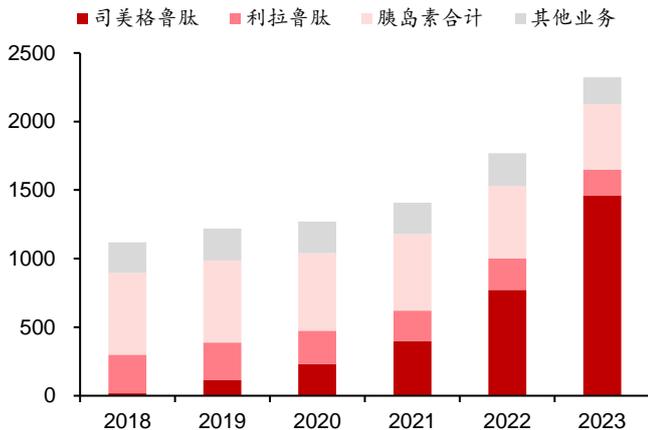
资料来源：弗若斯特沙利文，迈百瑞招股书，国联证券研究所

## （2）诺和诺德收购 Catalent 具备特殊性

### ➤ 诺和诺德业务结构具备特殊性

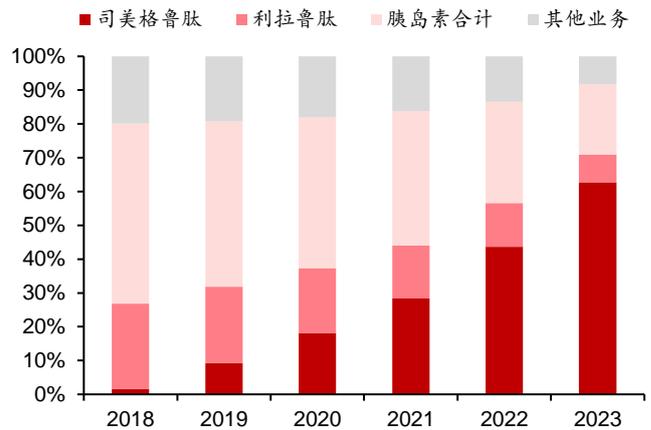
一直以来，诺和诺德都将精力主要集中在糖尿病领域，先后研发了多代胰岛素产品、利拉鲁肽和司美格鲁肽。自司美格鲁肽上市以来，公司业务重心逐渐向司美格鲁肽偏移，2023 年司美格鲁肽的收入占比已达 63%，成为公司最主要的收入来源。因此，保障司美格鲁肽的供应稳定成为诺和诺德的当务之急，司美格鲁肽持续供不应求，不仅会影响公司业绩，还会给竞争对手带来创造机会。

图表13: 2018-2023 诺和诺德收入(亿丹麦克朗, 按产品分类)



资料来源: 诺和诺德财报, wind, 国联证券研究所

图表14: 2018-2023 诺和诺德收入占比(按产品分类)



资料来源: 诺和诺德财报, wind, 国联证券研究所

### 司美格鲁肽对于灌装产能的需求具备特殊性

司美格鲁肽等多肽药物对于灌装产能的需求强烈且迫切。我们将司美格鲁肽、替尔泊肽的灌装需求与默沙东帕博利珠单抗注射液 (Keytruda) 的灌装需求进行了对比。以三款药物 2023 年销售额和美国地区售价计算, 可以发现司美格鲁肽和替尔泊肽虽然销售额与帕博利珠单抗还有一定差距, 但年销售支/瓶数已达帕博利珠单抗数倍之多 (考虑到其他地区的药品售价一般低于美国, 实际销量可能比预计值高)。而司美格鲁肽和替尔泊肽都在做加大剂量的尝试, 我们预计随着使用剂量和适用人群的扩大, 两者对于产能的需求将会进一步加大。

图表15: 司美格鲁肽注射液对于灌装需求

药品	司美格鲁肽		替尔泊肽		帕博利珠单抗
	Ozempic	Wegovy	Mounjaro	Zepbound	
2023 年销售额 (亿美元)	139.17	45.57	51.63	1.76	250.11
单价	\$1029.35/2-8mg	\$1430.01/1-9.6mg	\$1135.24/10-60mg	\$1059.87/10-60mg	\$5861.57/100mg
单瓶	2-8mg	0.25-2.4mg	2.5-15mg	2.5-15mg	50-100mg
销量 (万支/瓶, 预计值)	1352	1275	1819	62	427-853
	2627 (合计值)		1882 (合计值)		

资料来源: Drugs.com, 诺和诺德财报, 礼来财报, 默沙东财报, 国联证券研究所测算

### Catalent 与诺和诺德的合作历史悠久

Catalent 作为全球领先的 CDMO 企业, 在制剂和包装等环节具备优势, 特别是在 GLP-1 类药物上积累了丰富的经验, 并形成了领先的市场地位。根据 Catalent 公众号, Catalent 与诺和诺德之间有着紧密的合作关系, 2017 年以来通过比利时布鲁塞尔和美国布卢明顿工厂为司美格鲁肽注射液提供无菌灌装服务, 十分熟悉司美格鲁肽注射液的灌装工艺。

但是, 作为一家服务全球客户的 CDMO, Catalent 需要调节各个客户的需求与

产能分配，很难做到事事以诺和诺德为先。例如，诺和诺德的竞争对手礼来也是 Catalent 客户，在 2023 年度电话交流会上，礼来也表示了对于诺和诺德计划收购 Catalent 的担忧。因此，收购 Catalent 后，诺和诺德可以快速锁定司美格鲁肽产能，降低供应链风险，甚至可能影响到竞争对手的产品供应。

综合以上分析，我们认为诺和诺德计划收购 Catalent 具备其特殊的合理性，司美格鲁肽作为诺和诺德明星产品，2023 年收入占比已超 60%，但内部一直面临供应短缺的难题，对外又面临替尔泊肽的竞争，保障司美格鲁肽的稳定供应成为诺和诺德的当务之急。而其他药企并不存在这一情形，贸然收购 CDMO 反而可能带来损失。此外，CDMO 作为医药产业链分工的一环，仍然具备低成本、高效率等优势，未来需求仍会持续增加，药企反向收购 CDMO 较难成为未来主流。

## 4. 相关标的

### ➤ GLP-1 类药物研发企业

国内多款 GLP-1RA 创新药进入 3 期临床，生物类似药开发亦在有序推进，建议关注创新产品进度领先的信达生物、恒瑞医药，以及快速跟随和销售推广能力较强的华东医药、丽珠医药等。

### ➤ 多肽 CDMO/原料药企业

当前国内多肽 CDMO 和原料药企业在技术水平和产能布局上与国际水平相近，受下游需求驱动，有望迎来发展机遇，建议关注药明康德、凯莱英、九洲药业、诺泰生物、圣诺生物、翰宇药业等。

### ➤ 多肽试剂/耗材供应商

国产多肽试剂/耗材在品质上比肩国际品牌，同时在成本和价格上具备优势，受下游需求驱动，有望迎来发展机遇，建议关注昊帆生物（多肽合成试剂）、蓝晓科技（固相合成载体）、纳微科技（树脂）等。

## 5. 风险提示

**药物研发不及预期：**创新药研发周期长、投入高、研发过程不可控，可能面对临床开发中止或试验失败等情况，导致研发不及预期。

**药物安全性风险：**GLP-1 药物存在安全性风险，在啮齿类动物中，司美格鲁肽可引起甲状腺 C 细胞肿瘤；尚不清楚司美格鲁肽能否导致人类甲状腺 C 细胞肿瘤。

**产能建设不及预期：**多肽药物合成前期投入较大，产能建设所需的资金大，企业资金不足可能导致产能建设缓慢，影响订单交付。

**市场竞争加剧：**多肽 CDMO 市场吸引了大量企业进入，市场竞争也随之加剧，业内企业需要提升产能建设与研发进度，快速攻占市场。

**工艺开发不及预期：**多肽药物合成所需的制备工艺十分复杂，难度较高，制备工艺的质量影响着多肽药物的纯度收率等，工艺迭代不及时会导致药物成本上升。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

### 联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼

电话：0510-85187583