

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	16.11
总股本/流通股本(亿股)	1.90 / 1.86
总市值/流通市值(亿元)	31 / 30
52周内最高/最低价	34.27 / 14.00
资产负债率(%)	40.9%
市盈率	41.31
第一大股东	山东润鑫投资有限公司

研究所

分析师: 蔡明子
SAC 登记编号: S1340523110001
Email: caimingzi@cnpsec.com
分析师: 陈成
SAC 登记编号: S1340524020001
Email: chencheng@cnpsec.com

赛托生物(300583)

坚定布局制剂产业链，资产结构优化有望迎来估值重塑

● 甾体原料药领域龙头企业，原料药、制剂产业链延伸高效推进

公司在甾体原料药领域深耕多年，已发展成为国内甾体原料药领域龙头企业。2019年开始战略转型，经过内生增长和外延并购，逐步完成国内外原料药、制剂领域的产业布局，具备较强执行力和推进效率。2024年银谷制药60%股权收购落地，公司完成了国内制剂业务平台的快速搭建。随着产业链的持续延伸，公司有望实现资产结构的不断优化，迎来估值重塑。考虑到银谷的并表，我们预计公司2023-2025年营业收入分别为13.4/17.1/20.3亿元，归母净利润分别为0.47/0.93/1.28亿元，对应EPS分别为0.25、0.49、0.68元/股，当前股价对应PE分别为65.80/32.88/23.87倍。

● 甾体原料药领域竞争优势持续巩固，呼吸类高端原料药进入收获阶段

全球甾体药物多达400种，市场规模持续扩大，原料需求稳定增长。公司在甾体原料药领域深耕多年，具备五大母核系列基础中间体和十余款高端中间体，丰富的产品种类、先进的工艺技术、持续优化的产品结构使得公司在该细分领域的龙头地位有望持续巩固。公司原料药业务整体呈现稳健增长趋势，2018-2022年间CAGR为6.6%，2022年贡献收入11.63亿，支撑公司多元发展和战略转型。公司2019年开始储备呼吸类高端原料药，目前已经获得9个产品的生产许可，并且多款产品处于单独/关联审评阶段，完成相关评审后即可供应给合作的药企，随着合作药企制剂产品的上市销售，公司原料药业务即将步入收获阶段。

● 银谷60%股权收购落地，国内制剂平台完成快速搭建，协同增效显著

公司2019年收购Lisapharma快速切入制剂领域，为未来产品出海奠定坚实基础；子公司和诺倍康作为高端制剂的规划化生产基地，建设进程稳步推进；2024年银谷制药60%股权收购正式落地，国内制剂平台布局得到快速推进。银谷制药具有3款制剂产品（创新药必立汀为呼吸类大单品）和完善的研产销体系，尤其是在呼吸类药品和吸入剂型领域具备良好先发优势和市场竞争力。对银谷制药的收购符合公司制剂产业链延伸的战略布局，也有效弥补了赛托在终端市场渠道销售方面的空缺，实现了1+1>2的协同增效。未来公司将依托银谷制药这一成熟的平台不断丰富制剂管线，快速推进产业升级，迈入中间体-原料药-制剂一体化全产业链发展新阶段。

● 风险提示：

药品行业政策变化风险；市场竞争加剧风险；产品研发上市进度不及预期风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1312	1335	1714	2026
增长率(%)	9.10	1.73	28.42	18.22
EBITDA(百万元)	239.68	255.05	327.14	408.14
归属母公司净利润(百万元)	41.98	46.56	93.19	128.33
增长率(%)	15.95	10.91	100.14	37.71
EPS(元/股)	0.22	0.25	0.49	0.68
市盈率(P/E)	72.98	65.80	32.88	23.87
市净率(P/B)	1.78	1.52	1.43	1.35
EV/EBITDA	12.30	12.87	11.02	8.79

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

目录

1 甾体原料药物领域细分龙头，产业链延伸推进加快带来业务结构性优化	5
1.1 中间体业务稳健发展，产业链延伸快速推进	5
1.2 收入利润恢复良好增长，盈利能力有望逐步提升	7
2 中间体-原料药-制剂一体化产业布局陆续完善	8
2.1 甾体中间体产品种类丰富，细分领域龙头地位持续巩固	8
2.2 呼吸类高端原料药即将迈入收获期	12
2.3 并购 Lisapharma 布局海外，国内制剂产能建设稳步推进	12
3 收购银谷搭建国内制剂平台，有望发挥较强协同效应	13
3.1 创新药苯环喹溴铵具备广阔市场空间，有望成为呼吸领域大单品	14
3.2 吸入用盐酸氨溴索新进医保，有望实现对注射剂的加速替代	16
3.3 鲑降钙素具备庞大用药群体，银谷市占率领先	17
4 盈利预测与投资建议	19
5 风险提示	20

图表目录

图表 1: 股权结构稳定, 实控人持股 43.44%.....	5
图表 2: 内生外延共同助力产业链不断延伸.....	6
图表 3: 公司中间体-原料药-制剂一体化产业布局持续完善.....	6
图表 4: 公司业务版图不断扩大.....	7
图表 5: 甾体药物中间体收入占比达 80%以上.....	7
图表 6: 收入和净利润 2021 年后恢复良好增长.....	8
图表 7: 盈利能力稳步回升.....	8
图表 8: 四项费用控制良好.....	8
图表 9: 甾体原料基础中间体覆盖五大母核系列.....	9
图表 10: 甾体原料高端中间体种类丰富.....	9
图表 11: 甾体药物用途广泛, 下游药物种类繁多.....	10
图表 12: 公司甾体中间体收入整体呈现良好增长态势.....	11
图表 13: 高端中间体收入占比持续提升, 产品结构逐步优化.....	11
图表 14: 公司部分原料药产品已在国内和欧美完成登记备案.....	12
图表 15: 公司制剂为甾体中间体产业链的下游延伸产品.....	13
图表 16: 银谷制药已有 3 款化学药上市销售.....	13
图表 17: 银谷制药 2023 年实现收入 2.15 亿, 净利率 6.5%.....	14
图表 18: 鼻用抗胆碱能药为中国变应性鼻炎诊断和治疗指南推荐用药.....	15
图表 19: 苯环喹溴铵鼻喷雾剂可显著改善患者的流涕症状.....	15
图表 20: 苯环喹溴铵鼻喷雾上市以来在样本医院端呈现快速放量态势.....	16
图表 21: 苯环喹溴铵鼻喷雾在 AR 领域渗透率具备很大提升空间.....	16
图表 22: 吸入用盐酸氨溴索溶液共有 4 款产品上市.....	17
图表 23: 氨溴索吸入剂有望实现对注射剂的良好替代.....	17
图表 24: 鲑降钙素鼻喷雾剂竞争格局良好.....	18
图表 25: 公司鲑降钙素鼻喷雾剂市占率领先.....	18
图表 26: 银谷制药现有产品销售预测.....	19
图表 27: 可比公司估值分析.....	19

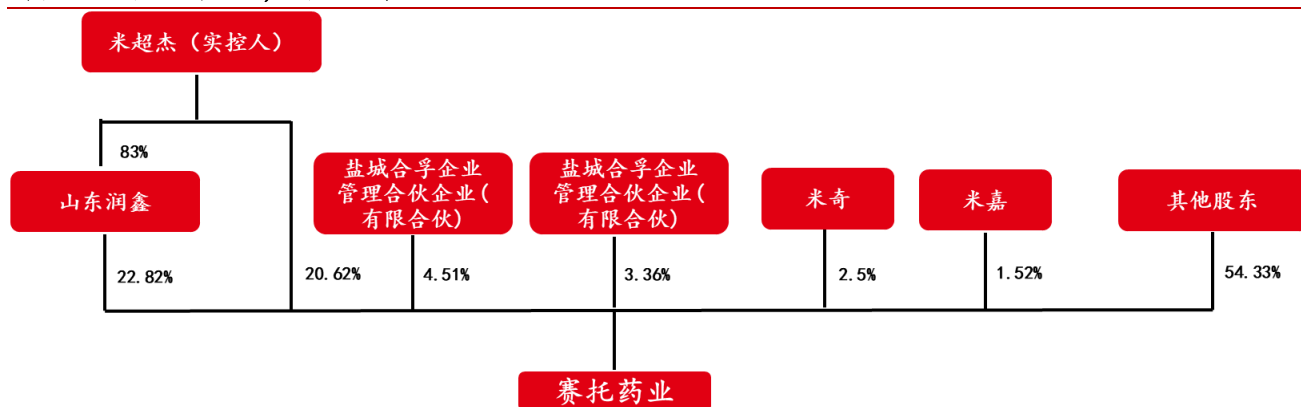
1 甾体原料药物领域细分龙头，产业链延伸推进加快带来业务结构性优化

1.1 中间体业务稳健发展，产业链延伸快速推进

赛托生物成立于2010年，2017年在深交所上市。公司以甾体药物中间体研发和生产为主营业务，将基因工程和合成生物技术应用于工业化生产，逐步发展成为我国甾体原料药物的国内龙头供应商。

公司控股股东为山东润鑫，米超杰先生直接和间接持有公司43.44%股权，系公司实际控制人。前十大股东中，米奇先生、米嘉女士系米超杰先生的子女，分别持有公司2.5%和1.52%股权。米超杰先生在山东润鑫精细化工有限公司、菏泽润鑫生物科技有限公司、山东斯瑞生物医药有限公司等多家公司担任执行董事/董事长，具备资深管理经验。米奇先生自2014年起历任公司销售经理、营销副总监、营销总监，具备丰富的销售、管理经验，现任公司董事长。

图表1：股权结构稳定，实控人持股43.44%

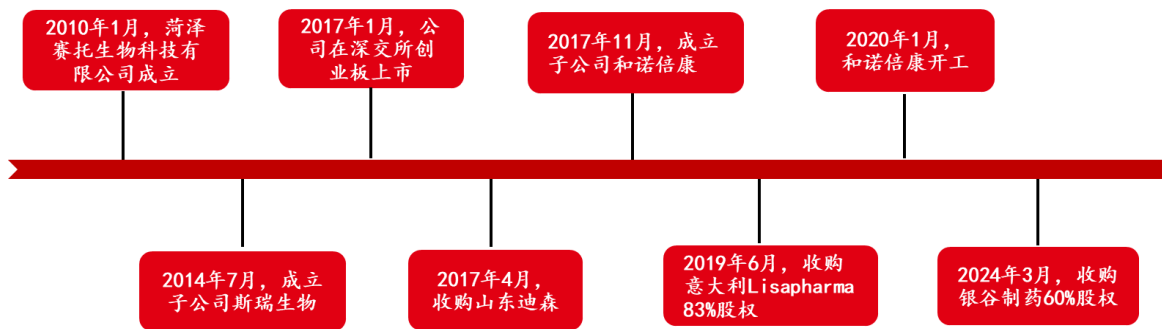


资料来源：iFinD、中邮证券研究所

基于在国内甾体药物中间体领域的龙头地位，公司通过内生和外延等多种方式不断丰富和延伸中间体-原料药-制剂产业链，执行力强。2014年7月，公司成立子公司斯瑞生物，作为中间体和原料药的主要平台；2017年11月，公司成立子公司和诺倍康，作为高端化制剂的产业基地；2019年6月，公司收购意大利Lisapharma公司83.08%股权，成功进入制剂领域，布局海外市场；2024年3月，公司收购银谷制药60%股权，作为国内制剂业务的主要发展平台。

具体细分领域上，公司向呼吸类药物领域转型步伐稳步推进。一方面，公司从2019年开始布局呼吸类高端特色原料药，目前已储备多个产品，即将进入收获期，有望逐步贡献业绩增量；另一方面，银谷制药具备两款重磅呼吸类制剂——苯环喹溴铵鼻喷雾剂和吸入用盐酸氨溴索，具备较强市场竞争力。公司在呼吸类药物领域的综合实力有望逐步提升。

图表2：内生外延共同助力产业链不断延伸



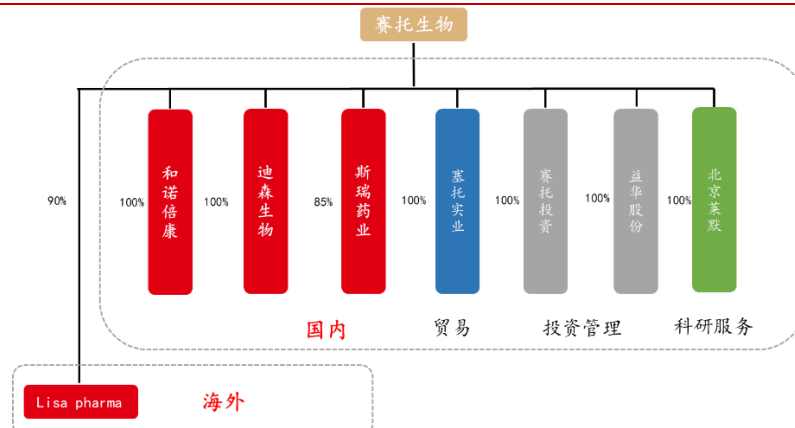
资料来源：公司官网、公司公告、中邮证券研究所

图表3：公司中间体-原料药-制剂一体化产业布局持续完善

中间体	原料药	制剂
<ul style="list-style-type: none"> ◆ 甾体药物中间体为公司目前主营业务。 ◆ 具备基础中间体和高端中间体。 ◆ 产品种类丰富，为国内甾体中间体领域细分龙头企业。 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 2019年开始战略转型，布局呼吸类高端特色原料药。 ◆ 积极储备产品，多款原料药获得国内生产许可，并处于单独/关联审评阶段。 ◆ 部分原料药产品正在美国DMF和欧盟CEP申报中。 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 2019年收购Lisapharma快速切入制剂领域，作为公司出海对接平台。 ◆ 2020年和诺倍康开工，作为制剂规模化生产基地。 ◆ 2024年收购银谷制药，未来作为公司国内制剂业务发展平台。

资料来源：中邮证券研究所

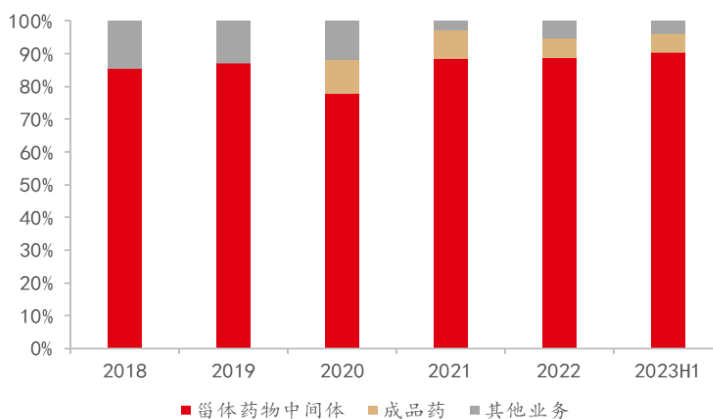
公司从2019年开始战略转型，陆续通过内生增长和外延并购，实现了国内和海外的产品布局以及产能建设，具备明确的发展路径和高效的执行力。目前，公司旗下共有11家控股子公司，其中斯瑞生物主要负责中间体和原料药的生产，作为呼吸类高端原料药的主要运营公司；和诺倍康主要负责高端制剂的规划化生产基地，目前处于在建阶段。Lisapharma为公司海外制剂业务平台，具备曲安奈德注射液、谷胱甘肽、硫糖铝凝胶、甲泼尼龙琥珀酸钠等20余款制剂产品，主要销往海外地区；2024年3月，公司完成银谷制药60%股权收购，银谷制药为公司国内制剂业务平台，未来公司研发、销售、管理等方面有望得到持续优化。

图表4：公司业务版图不断扩大


资料来源：iFinD、中邮证券研究所

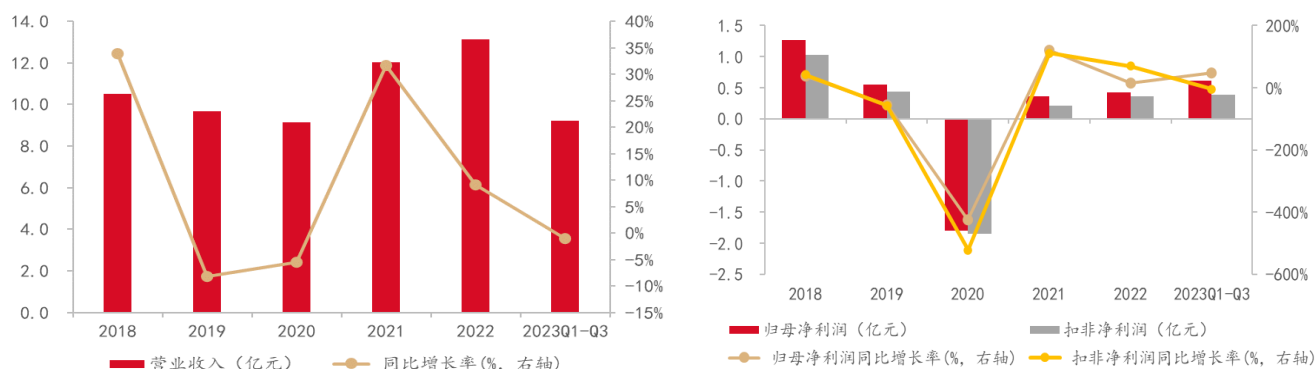
1.2 收入利润恢复良好增长，盈利能力有望逐步提升

从收入结构上看，甾体药物中间体是目前公司最重要的收入构成，营收占比达 80%以上。2023H1 甾体药物中间体实现收入 5.98 亿元 (+4.95%)，毛利率为 29.15%。2019 年公司收购 Lisapharma 获得成品药业务，近三年成品药业务收入规模在 0.8-1 亿左右，营收占比在 5%-10%。2023H1 成品药实现收入 3965 万元 (+21.31%)，毛利率为 7.22%。其他业务包括热力能源等非主营业务。

图表5：甾体药物中间体收入占比达 80%以上


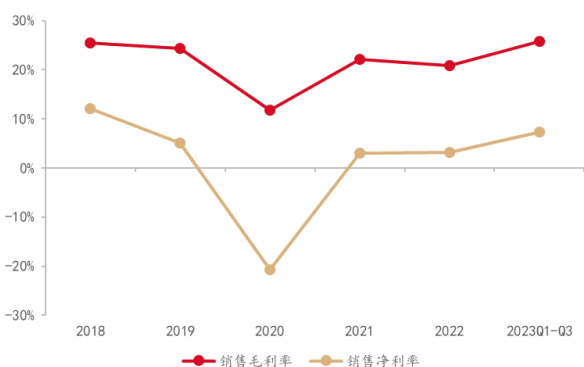
资料来源：iFinD、中邮证券研究所

公司收入和净利润自 2021 年后恢复良好增长，2023 前三季度公司实现收入 9.23 亿元 (-1.04%)、归母净利润 0.61 亿元 (+48.04%)、扣非净利润 0.38 亿元 (-0.04%)。2020 年受到疫情等因素影响，公司对境外公司 Lisapharma 计提商誉减值，同时润鑫热力未投产期间固定资产折旧计入管理费用，从而导致 2020 年利润端出现较大幅度亏损。除去 2020 年的特殊情况，2018 年至 2023 年间，公司毛利率维持在 20%-25%，各项费用率也基本稳定，近三年净利率水平稳步提升，2023 前三季度公司净利率为 7.34%。2024 年，银谷制药 60%股份并表将增厚公司业绩，并带来盈利能力的提升。

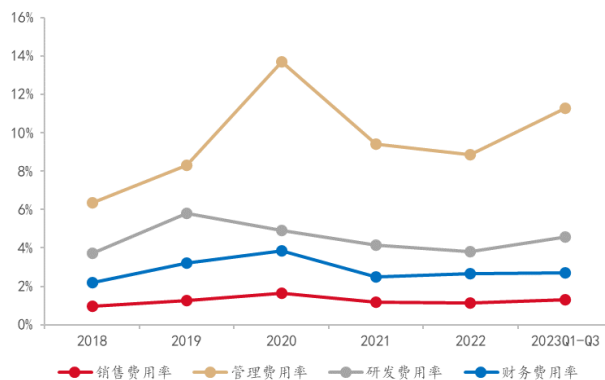
图表6：收入和净利润 2021 年后恢复良好增长


资料来源：iFinD、中邮证券研究所

资料来源：iFinD、中邮证券研究所

图表7：盈利能力稳步回升


资料来源：iFinD、中邮证券研究所

图表8：四项费用控制良好


资料来源：iFinD、中邮证券研究所

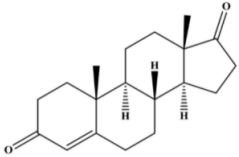
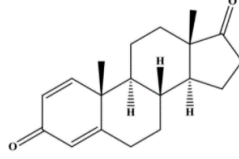
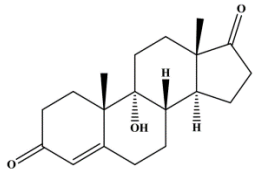
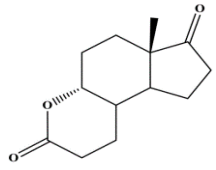
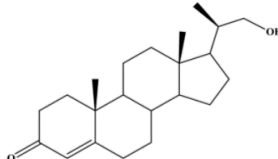
2 中间体-原料药-制剂一体化产业布局陆续完善

2.1 甾体中间体产品种类丰富，细分领域龙头地位持续巩固

公司 2011 年率先掌握了运用基因工程和生物发酵法生产雄烯二酮等甾体药物原料的技术，并成功将该技术应用于工业化生产，实现了生物技术路线对传统工艺路线的替代，是国内首家规模化采用合成生物法制取甾体药物原料的生产商。经过多年发展，公司已发展成为我国甾体原料药领域细分龙头企业。

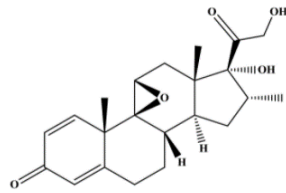
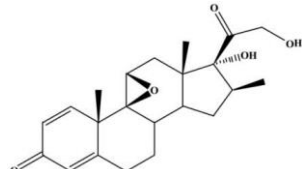
从中间体种类上看，公司甾体中间体可分为基础中间体和高端中间体两大类。基础中间体产品覆盖甾体原料五大母核系列：雄烯二酮(AD)、雄二烯二酮(ADD)、9-羟基雄烯二酮(9OH-AD)、17 α 羟基黄体酮衍生物(A 环)、双降醇(BA)系列，产品种类齐全。以上品主要被下游企业用于开发糖皮质激素类、性激素类、孕激素类和蛋白同化激素类甾体药物。高端中间体产品覆盖甲羟环氧孕酮(8DM)、倍他米松环氧水解物(DB11)、四烯物(3TR)、醋酸阿奈可他(H6)、四九物、开环物等十余款产品，相较于基础中间体，高端中间体可以更快合成原料药。

图表9：甾体原料基础中间体覆盖五大母核系列

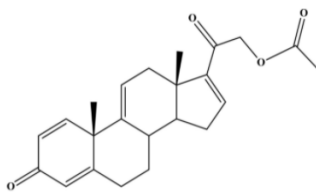
产品名称	产品结构式	主要用途
雄烯二酮 (AD)		可用于合成或者生物转化得到其他甾体药物原料，如 17 α -羟基黄体酮等
雄二烯二酮 (ADD)		可用于合成得到雌激素类药物如雌二醇、雌三醇等
9-羟基雄烯二酮 (9OH-AD)		可用于合成或者生物转化得到其他甾体药物原料
17 α 羟基黄体酮衍生物 (A 环)		可用于合成甾体激素中间体
双降醇 (BA)		可用于生产皮质激素和胆酸类产品

资料来源：公司公告、中邮证券研究所

图表10：甾体原料高端中间体种类丰富

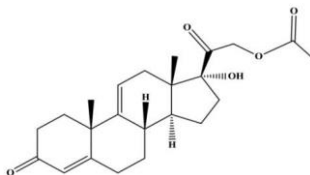
产品名称	产品结构式	主要用途
甲羟环孕酮 (8DM)		可用于合成治疗炎症过敏自身免疫系统疾病的地塞米松系列药物和糠酸莫米松系列药物
倍他米松环氧水解物 (DB11)		可用于合成倍他米松系列、双氟拉松系列、丙酸倍氯米松等系列产品生产过程中的一种重要中间体

四烯物 (3TR)



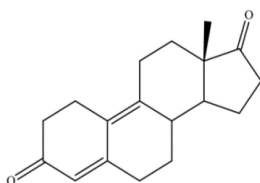
可用于合成甾体激素药物中间体甲羟环孕酮 (8DM) 和具有抗炎、抗过敏、止痒及减少渗出作用等作用的糖皮质激素药物, 如曲安奈德、布地奈德系列药物

醋酸阿奈可他 (H6)



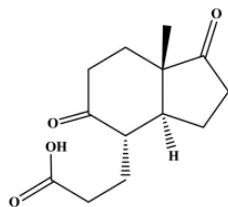
可用于合成具有抗炎、抗免疫作用的可的松系列和甲泼尼龙系列药物

四九物



即雌甾-4,9-二烯-3,17-二酮, 是一个重要的激素类医药中间体, 有着广泛的用途, 可用于合成米非司酮、地诺孕素、雌二醇 10、17 α -羟基醋 17 α -羟基黄体酮衍生物 (A 环) 酸群勃龙

开环物



可用于合成 4,9 物、三缩酮等甾体药物中间体

资料来源: 公司公告、中邮证券研究所

甾体药物即药用甾体化合物, 又称类固醇化合物, 是环戊烷多氢菲类化合物的总称。甾体药物能够改善蛋白质代谢、恢复和增强体力以及利尿降压, 在医药领域应用范围非常广泛, 是仅次于抗生素的第二大类药物, 主要分为肾上腺皮质激素、性激素和蛋白同化激素等类型, 目前全球生产的甾体类药物已超过 400 种。

图表11: 甾体药物用途广泛, 下游药物种类繁多

分类	用途	具体产品例举
雌激素	用于治疗女性性功能疾病、更年期综合征、骨质疏松等	雌酮、雌二醇
雄激素	具有雄性活性和蛋白同化活性, 蛋白同化作用可以促进蛋白质合成和骨质形成, 刺激骨髓功能及蛋白质代谢, 从而使肌肉增、体重增加	雄酮、去氢表雄酮、睾丸酮
孕激素	孕激素与雌激素共同维持女性生殖周期及女性生理特征, 目前孕激素主要与雌激素配伍用于口服避孕药	黄体酮、炔孕酮等
肾上腺皮质激素	盐皮质激素 调节机体水、盐代谢	醛固酮
糖皮质激素	与糖、脂肪、蛋白质代谢和生长发育有关, 临床用于肾上腺皮质功能紊乱及自身免疫性、变态反应性疾病	氢化可的松、醋酸地塞米松

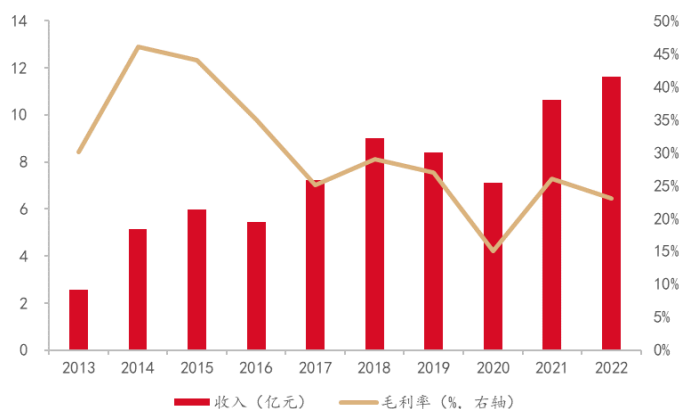
资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所

近年来，甾体药物市场规模持续增长。据相关数据显示，2021 年全球甾体药物市场规模达到 1475 亿美元，十年间 CAGR 为 8.71%。下游药物市场需求的良好增长带动上游中间体和原料药市场规模的持续扩大。赛托生物在甾体中间体领域深耕多年，具有丰富的产品种类和先进的工艺技术，具备较强的市场竞争优势。凭借合成生物、菌种改造等多种先进工艺技术上的突出优势，公司与仙琚制药、人福药业、信谊天津、津药药业等知名甾体药物企业建立了长期稳定的合作。

公司甾体中间体营收规模从 2013 年的 2.57 亿元增长至 2022 年的 11.63 亿元，是公司主要收入来源。该业务整体呈现稳健增长趋势，2018-2022 年间 CAGR 为 6.6%。从产品结构上看，2019-2021 年间，高端中间体收入实现快速增长，占整体中间体的营收比重也在逐步提升，2021 年高端中间体实现收入 4.73 亿元，占比达到 44.5%。

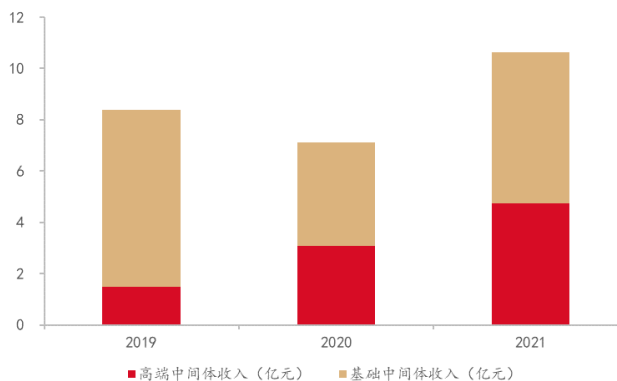
高端中间体是基础中间体的反应产物，只需简单几步就能制备下游产品，具备更高的附加值和毛利率，能够更好满足下游客户的需求。随着高端中间体占比的逐步提升，公司产品结构逐步优化，板块盈利能力或将稳步提升。随着行业集中度的逐步提升，公司甾体中间体板块有望实现平稳增长，公司在细分领域的龙头地位有望持续巩固。

图表12：公司甾体中间体收入整体呈现良好增长态势



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

图表13：高端中间体收入占比持续提升，产品结构逐步优化



资料来源：公司公告、中邮证券研究所

2.2 呼吸类高端原料药即将迈入收获期

甾体类药物众多，呼吸科是其重要应用领域。2019 年公司开始重点发展呼吸类高端特色原料药，积极进行相关产品研发储备。子公司斯瑞药业作为公司呼吸类高端特色原料药业务的主要平台，目前已经获得丙酸氟替卡松、曲安奈德、布地奈德、糠酸莫米松、糠酸氟替卡松、醋酸阿比特龙、地奈德、马来酸茚达特罗、糠酸莫米松-水合物的国内生产许可。

公司多款原料药正处于单独/关联审评阶段，完成相关评审后即可供应给合作的药企。同时，部分原料药正在美国 DMF 和欧盟 CEP 申报中，积极布局海外市场。据 GIR 调研数据显示，2022 年全球呼吸类药物收入约 443 亿美元，预计 2029 年将达到 646 亿美元，2023-2029 年间 CAGR 为 5.6%。下游药物市场规模的持续扩大拉动上游原料药的良好增长。随着合作药企的制剂产品的陆续上市，公司原料药业务开始贡献收入，逐步迈入收获期。

图表14：公司部分原料药产品已在国内和欧美完成登记备案

产品	企业	首次登记时间	登记地区
曲安奈德	山东斯瑞药业有限公司	2022	中国
地奈德	山东斯瑞药业有限公司	2022	中国
布地奈德	山东斯瑞药业有限公司	2022	中国
丙酸氟替卡松	山东斯瑞药业有限公司	2020	中国
马来酸茚达特罗	山东斯瑞药业有限公司	2023	中国
曲安奈德	SHANDONG SIRUI PHARMACEUTICAL CO., LTD. Heze CN	2022	欧洲
曲安奈德	SHANDONG SIRUI PHARMACEUTICAL CO LTD	2022	美国
地塞米松	SHANDONG SIRUI PHARMACEUTICAL CO LTD	2022	美国
丙酸氟替卡松	SHANDONG SIRUI PHARMACEUTICAL CO LTD	2021	美国
地塞米松环氧水合物	SHANDONG SIRUI PHARMACEUTICAL CO LTD	2021	美国
醋酸阿比特龙	SHANDONG SIRUI PHARMACEUTICAL CO LTD	2021	美国

资料来源：医药魔方、中邮证券研究所

2.3 并购 Lisapharma 布局海外，国内制剂产能建设稳步推进

公司 2019 年通过并购意大利 Lisapharma 公司快速进入成品制剂领域，也是公司迈出国际化的第一步。Lisapharma 公司拥有曲安奈德注射液、谷胱甘肽（无菌粉末和注射用水溶液）、硫糖铝凝胶、甲泼尼龙琥珀酸钠（无菌粉末和注射用水溶液）、降钙素注射液、阿米卡星（软膏，注射剂）、阿曲库铵注射液等 20 余款制剂产品，用于治疗胃溃疡、急性胃炎，麻醉中使用的神经肌肉阻断剂，物化疗后神经病变的预防药物，由抗生素敏感的革兰氏阴性病菌导致的严重感染等症状。其中曲安奈德注射液和鲑降钙素注射液已获得国内药品生产批件。

作为一家长期从事药品研发、生产、销售的海外企业，Lisapharma 具备优秀的研发实力和欧盟 GMP 证书资质。Lisapharma 的海外研发平台和国内研发平台能形成研发联动，加强了公司攻克研发难题的能力，同时也为公司带来了高标准的药品生产经验，为未来的产品出口奠定了坚实基础。Lisapharma 产品销往阿尔及利亚、澳大利亚、法国、西班牙、希腊、中国香

港、挪威、塞浦路斯、越南等 40 余个国家和地区，具备完善的海外销售渠道和丰富的海外销售经验，依托 Lisapharma 这一现有平台，公司未来的出海业务有望得到快速对接和高效推进。

生产方面，子公司和诺倍康作为公司国内高端直接产业化的制剂工厂，目前正处于建设阶段。和诺倍康与母公司赛托生物、子公司斯瑞药业等处于同一产业园区，具备较强的产业集群效益。该项目总投资 3.7 亿（其中自有资金 1.05 亿元，募投资金 2.62 亿元），募投项目产品为氟维司群注射液、注射用甲泼尼龙琥珀酸钠冻干粉针、曲安奈德注射液、硫酸铝混悬凝胶等 8 种制剂，其中 7 款产品为甾体激素类药物。公司制剂产品主要生产原料来源于公司目前的甾体药物原料、中间体及原料药，是公司甾体中间体产品向下游产业链的延伸。项目建成后可年产冻干粉针剂 480 万支、注射液针剂 5,600 万支、乳膏剂 2,400 万支、凝胶 13,000 万支，能够使公司具备规模化制剂生产能力。

图表15：公司制剂为甾体中间体产业链的下游延伸产品

前端原料	医药中间体	原料药	制剂
ADD	雌酚酮	氟维司群	氟维司群注射液
4-AD	6-甲基脱氢物	琥珀酸甲泼尼龙	注射用甲泼尼龙琥珀酸钠
4-AD	6-甲基脱氢物	醋酸甲泼尼龙	醋酸甲泼尼龙注射液
90H-AD	3TR	曲安奈德	曲安奈德注射液
90H-AD	8DM	丙酸氟替卡松	丙酸氟替卡松乳膏
90H-AD	3TR	地奈德	地奈德乳膏
90H-AD	8DM	糠酸莫米松	糠酸莫米松乳膏
	非甾体激素原料药		硫酸铝混悬凝胶

资料来源：公司公告、中邮证券研究所

3 收购银谷搭建国内制剂平台，有望发挥较强协同效应

2024 年 3 月，公司发布《关于收购银谷制药有限责任公司 60% 股权的议案》，以现金 4.58 亿收购银谷制药 60% 股权事项正式落地。交易完成后，银谷制药将成为赛托的控股子公司。银谷制药成立于 2007 年，是一家以化学药（包括创新药和仿制药）研发为核心，集研产销为一体的创新药企。产品端，公司具苯环喹溴铵鼻喷雾剂（1.1 类创新药）、鲑降钙素、吸入用盐酸氨溴索溶液 3 款药品。生产端，银谷制药拥有喷鼻剂、气雾剂、小容量注射剂、片剂、胶囊、颗粒剂等多剂型生产线。销售端，银谷制药已建立覆盖全国 30 个省（自治区、直辖市）的省会及重点城市的高等级医疗终端以及二级以下城市、县乡医疗机构及社区基层卫生机构的销售渠道，覆盖医疗机构终端总数超过 2000 家、零售终端门店超过 2 万家。2023 年，银谷制药实现营业收入 2.15 亿元（+21.16%）、净利润 1396 万元，净利率为 6.5%，并表后有望提升公司盈利能力。

图表16：银谷制药已有 3 款化学药上市销售

产品	药品类型	治疗领域	医保目录纳入情况
苯环喹溴铵鼻喷雾剂	创新药	呼吸系统	医保乙类
吸入用盐酸氨溴索溶液	仿制药	呼吸系统	医保乙类
鲑降钙素注射液	仿制药	骨质疏松	医保乙类
鲑降钙素鼻喷雾剂	仿制药	骨质疏松	医保乙类

资料来源：药监局、中邮证券研究所

图表17：银谷制药 2023 年实现收入 2.15 亿，净利率 6.5%

单位：万元	银谷制药主要财务指标		赛托生物主要财务指标
	2022 年	2023 年	2022 年
营业收入	17734	21487	131,211
营业成本	2405	2885	103,930
毛利率	86.44%	86.58%	20.79%
销售费用	12760	14271	1,461
销售费用率	71.95%	66.42%	1.11%
管理费用	1127	1101	11,604
管理费用率	6.36%	5.12%	8.84%
研发费用	1232	1365	5,021
研发费用率	6.95%	6.35%	3.83%
财务费用	575	580	3,511
财务费用率	3.24%	2.70%	2.68%
净利润	-134	1396	4,248
净利率	-0.76%	6.50%	3.24%

资料来源：公司公告、中邮证券研究所

3.1 创新药苯环喹溴铵具备广阔市场空间，有望成为呼吸领域大单品

公司苯环喹溴铵鼻喷雾剂（商品名：必立汀）2020 年获批上市，用于改善变应性鼻炎引起的流涕、鼻塞、鼻痒和喷嚏症状。必立汀是近些年变异性鼻炎治疗唯一上市的 1 类新药，已纳入《中国变应性鼻炎诊断和治疗指南（2022）》和《儿童变应性鼻炎诊断和治疗指南（2022）》。

苯环喹溴铵为选择性 M 胆碱能受体拮抗剂，对 M3 和 M1-受体选择较强，对 M2-受体的选择性较弱。苯环喹溴铵可竞争性地抑制乙酰胆碱和呼吸道平滑肌上 M-胆碱能受体结合而扩张支气管，通过抑制胆碱能神经介导的腺体分泌和炎症反应，缓解变应性鼻炎的症状。

流行病学调查显示，国内成人变应性鼻炎（allergic rhinitis, AR）的加权患病率高达 8.1%。中、重度季节性 AR 患者中流涕症状的发生率约为 10.06%，约有 1/3 的患者经过药物治疗后流涕症状仍然无法得到有效的缓解。鼻用抗胆碱能药通过抑制胆碱能神经释放递质乙酰胆碱，阻止乙酰胆碱与毒蕈碱受体（M 受体）相互作用，阻断副交感神经节后纤维，降低副交感神经张力，从而减少腺体的分泌并松弛气道平滑肌。

根据国内外 AR 诊疗指南，鼻用抗胆碱能药物可作为辅助用药控制 AR 的流涕等症状。《中国变应性鼻炎诊断和治疗指南（2022）》中，将鼻用抗胆碱能药推荐为二线治疗药物，可控制流涕症状。目前主要药物有苯环喹溴铵和异丙托溴铵等。苯环喹溴铵相比于异丙托溴铵，其在减少鼻腔分泌物的同时，还可改善鼻塞、鼻痒和喷嚏等症状。

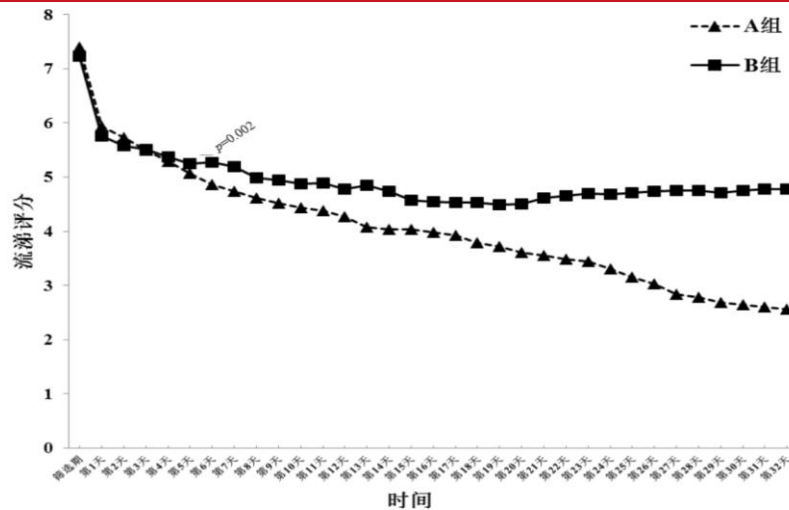
图表18：鼻用抗胆碱能药为中国变应性鼻炎诊断和治疗指南推荐用药

药物种类	给药方式	临床治疗	推荐程度
糖皮质激素	鼻用	一线用药	推荐使用
	口服	二线用药	酌情使用
第二代抗组胺药	口服	一线用药	推荐使用
	鼻用	一线用药	推荐使用
白三烯受体拮抗剂	口服	一线用药	推荐使用
	口服	二线用药	酌情使用
肥大细胞膜稳定剂	鼻用	二线用药	酌情使用
	口服	二线用药	酌情使用
减充血剂	鼻用	二线用药	酌情使用
抗胆碱能药	鼻用	二线用药	酌情使用

资料来源：中华耳鼻咽喉头颈外科杂志编辑委员会鼻科组、中华医学会耳鼻咽喉头颈外科学分会鼻科学组《中国变应性鼻炎诊断和治疗指南（2022）》、中邮证券研究所

苯环喹溴铵三期临床试验共有 705 例持续性变应性鼻炎患者接受苯环喹溴铵鼻喷雾剂或者安慰剂治疗，其中有 354 例患者使用苯环喹溴铵鼻喷雾剂，用量为每日 4 次，每次每侧鼻孔各 1 喷，疗程为 28 ± 4 天。与安慰剂相比，苯环喹溴铵鼻喷雾剂可显著改善患者的流涕症状（苯环喹溴铵鼻喷雾剂流涕症状视觉模拟评分均值较基线期评分均值下降 4.83，安慰剂下降 2.46，两组相比 $P < 0.001$ ），流涕症状评分均值较基线期的下降值大于安慰剂组，差异有统计学意义，且该优势从用药后第 6 天起一直持续至治疗结束（ 28 ± 4 天， $P < 0.001$ ）。

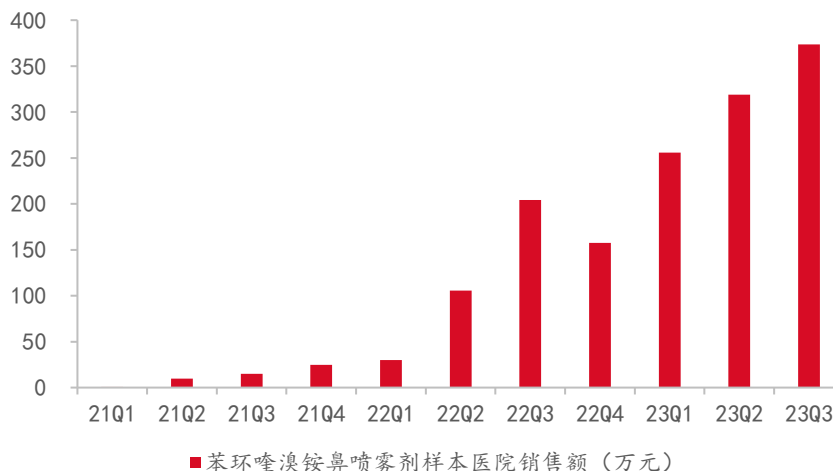
图表19：苯环喹溴铵鼻喷雾剂可显著改善患者的流涕症状



资料来源：药品说明书、中邮证券研究所

苯环喹溴铵鼻喷雾剂使用方法为成人每日 4 次，每次 2 喷，疗程 4 周（28 天）。按照最新招标价：90ug*50 喷——24.31 元/90ug*100 喷——41.33 元计算，单疗程费用约 120 元。从样本医院销售数据上看，苯环喹溴铵上市以后实现快速放量。

图表20：苯环喹溴铵鼻喷雾上市以来在样本医院端呈现快速放量态势



资料来源：米内网、中邮证券研究所

按照国内成人 AR 8.1% 的患病率计算，AR 患病人数约 11340 万人。预计当前产品的渗透率不足 0.2%，具备广阔提升空间。随着产品在终端市场推广力度的不断加大，产品渗透率有望持续提升，在 AR 适应症领域销售额有望于 2025 年超过 1 亿。除了已上市的 AR 适应症之外，该产品的感冒适应症（CTR20211344，治疗感冒引起的流涕、鼻塞、鼻痒和喷嚏症状）已处于三期阶段，其他适应症也处于探索阶段，未来产品用药群体将进一步得到扩大，具备广阔成长空间。

图表21：苯环喹溴铵鼻喷雾在 AR 领域渗透率具备很大提升空间

	2023E	2024E	2025E
总人口（万人）	140000	140000	140000
AR 患病率	8.10%	8.10%	8.10%
患者数量（万人）	11340	11340	11340
渗透率	0.18%	0.5%	0.90%
使用人数（万人）	21	57	102
疗程费用（元）	120	120	120
收入（百万元）	25	68	122

资料来源：中邮证券研究所

3.2 吸入用盐酸氨溴索新进医保，有望实现对注射剂的加速替代

苯环喹溴铵鼻喷雾剂之外，银谷制药还有一款呼吸类药物——吸入用盐酸氨溴索溶液，用于急慢性呼吸道疾病如急性支气管炎、肺炎等引起的痰液粘稠、排痰困难。每次 2-3ml，一日吸入 1~2 次（15mg~45mg/日），推荐用药周期为 7 天，配合雾化设备吸入。

氨溴索为临床常用的祛痰药，属于黏痰溶解剂，在国内的使用历史已超过 20 年。2019 年 8 月，韩美的吸入用盐酸氨溴索溶液获批上市，是国内首个吸入剂型产品，截至目前国内共有 4 款产品上市。后续在研管线中约有 10 款产品处于报产/三期临床阶段。

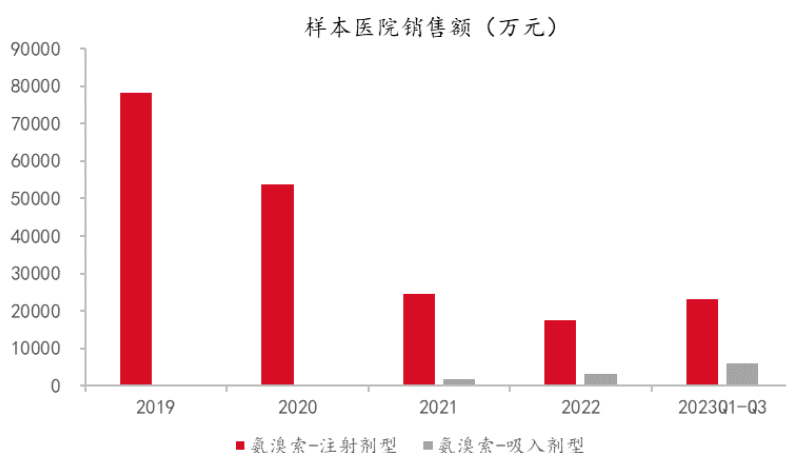
图表22：吸入用盐酸氨溴索溶液共有4款产品上市

产品	生产企业	上市时间
吸入用盐酸氨溴索溶液	北京韩美药品有限公司	2019年
吸入用盐酸氨溴索溶液	云南龙海天然植物药业有限公司	2020年
吸入用盐酸氨溴索溶液	银谷制药有限责任公司	2022年
吸入用盐酸氨溴索溶液	河北凯威制药有限责任公司	2022年

资料来源：药监局、中邮证券研究所

氨溴索具有注射、口服、吸入等多种剂型，目前使用量最大是注射剂。雾化吸入祛痰可以直达肺部、药物浓度高、疗效比静脉祛痰好，吸入剂型有望凭借更佳的疗效和更简便的使用方式逐步替代注射剂。从样本医院销售数据上看，氨溴索注射剂自纳入第四批国家集采后，销售规模快速下降；吸入用盐酸氨溴索溶液处于快速增长阶段。

图表23：氨溴索吸入剂有望实现对注射剂的良好替代



资料来源：米内网、中邮证券研究所

预计吸入剂将对注射剂实现良好替代，整体市场规模有望持续扩大。该产品2024年1月进入国家医保，支付标准为8.50元(2ml:15mg/支)，医保目录的纳入将助力产品的加速放量。公司产品2022年上市，为第三家产品，将占据一定市场份额，近三年有望实现快速增长。

3.3 鲑降钙素具备庞大用药群体，银谷市占率领先

以上两款呼吸类药物之外，银谷制药还有一款用于骨质疏松症药物——鲑降钙素。人体内降钙素是由甲状腺滤泡旁C细胞分泌，主要作用是直接抑制骨吸收，抑制破骨细胞的活性和数量，同时也调节成骨细胞的活性而促进骨的形成。中老年人体内降钙素分泌减少，引起骨钙丢失，导致骨质疏松。降钙素治疗骨质疏松有明显的治疗效果，被誉为“修复骨骼的工程师”。国内外临床上应用的降钙素有两种：鲑鱼降钙素和鳗鱼降钙素(又名依降钙素)，其中鳗鱼降钙素只有针剂没有喷鼻剂。我国骨质疏松患者基数大，根据2018年国家卫生健康委发布的中国骨

质疏松症流行病学调查结果，我国 40-49 岁、50 岁以上和 65 岁以上人群骨质疏松症患病率分别达到 3.2%、19.2%和 32.0%。

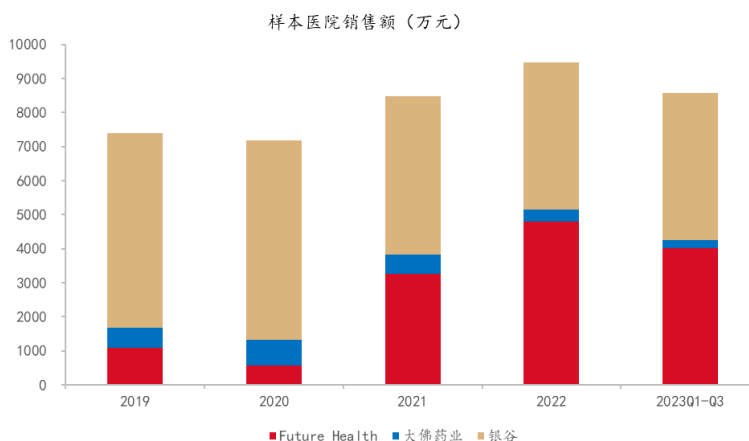
公司鲑降钙素具备喷鼻剂和注射液两种剂型产品。目前我国上市的鲑降钙素注射液有十余款，产品竞争较为激烈，公司的鲑降钙素注射液 2001 年上市，为首仿产品。喷鼻剂通过鼻腔粘膜使药物小分子吸收入血，由血液输送到全身骨骼内，具有使用方便安全、用量小、药效高等优势，目前国内上市的降钙素喷鼻剂共有 3 款，公司产品 2003 年上市，为首仿产品，市场份额处于领先地位。公司鲑降钙素上市时间较久，具备良好竞争格局，该产品有望在现有销售规模基础上维持平稳增长。

图表24：鲑降钙素鼻喷雾剂竞争格局良好

产品	生产企业	上市时间
鲑降钙素鼻喷雾剂	深圳大佛药业股份有限公司	2005 年
鲑降钙素鼻喷雾剂	银谷制药有限责任公司	2003 年
鲑降钙素鼻用喷雾剂	Future Health Pharma GmbH	2014 年

资料来源：药监局、中邮证券研究所

图表25：公司鲑降钙素鼻喷雾剂市占率领先



资料来源：米内网、中邮证券研究所

银谷制药具备卓越的研发实力，尤其是在呼吸类药品和吸入剂型领域具备良好先发优势和市场竞争力。公司对银谷制药 60%的股权收购，符合公司向制剂产业延伸的战略发展方向。未来赛托将借助银谷制药这一成熟的平台，不断丰富制剂产品管线。本次收购快速完善了赛托在国内制剂平台的布局，也弥补了赛托在终端销售方面的空缺，是公司迈向中间体-原料药-制剂产业链的重要里程碑，实现了 1+1>2 的协同增效。未来随着在研产品的不断推出，公司综合实力将不断提升。

图表26：银谷制药现有产品销售预测

收入 (百万元)	2023	2024E	2025E
1、苯环喹溴铵鼻喷雾剂	25	68	122
yoy		172%	80%
2、氨溴索	30	59	91
yoy		98%	54%
3、鲑降钙素	160	170	183
yoy		6%	8%
合计	215	297	397
yoy		38%	34%

资料来源：中邮证券研究所（注：2023 年产品拆分为估算值）

4 盈利预测与投资建议

我们认为公司业绩驱动因素包含以下几个方面：

第一，公司是甾体药物原料药领域细分龙头，具备基础中间体和高端中间体等多类产品，产品种类丰富，在该细分领域的市场竞争力有望持续巩固。

第二，呼吸类高端原料药正处于单独/关联审评阶段，制剂产品的上市将带动公司原料药的销售，原料药板块逐步进入收获期。

第三，国内制剂领域通过并购银谷实现快速布局，银谷制药具有 3 个制剂产品，同时也具备完善的研发、生产、销售体系。并购银谷是公司产业链下游延伸和呼吸类战略方向的协同增效，借助银谷的平台，公司制剂业务有望实现快速发展。

随着产业链的持续延伸，公司有望实现资产结构的不断优化，迎来估值重塑。考虑到银谷的并表，我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 13.4/17.1/20.3 亿元，归母净利润分别为 0.47/0.93/1.28 亿元，对应 EPS 分别为 0.25、0.49、0.68 元/股，当前股价对应 PE 分别为 65.80/32.88/23.87 倍。

我们选取了同为中间体及原料药领域的同和药业、仙琚制药、天宇股份和奥锐特作为对比公司，赛托生物 PE(2024 年)为 32.88 倍，高于行业水平。公司通过收购银谷制药获得 1.1 类创新药，快速进入国内制剂领域，相较与其他原料药中间体公司，具有一定估值溢价。公司即将迈入中间体-原料药-制剂一体化全产业链发展新阶段，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表27：可比公司估值分析

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速 (%)				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
300636.SZ	同和药业	7.35	24.10%	16.72%	41.64%	39.79%	51.52	26.47	18.69	13.37
002332.SZ	仙琚制药	10.01	21.00%	-15.92%	20.76%	22.46%	14.92	15.72	13.01	10.63
300702.SZ	天宇股份	16.62	-158.12%	192.19%	156.60%	40.07%	-74.65	52.74	20.55	14.67
605116.SH	奥锐特	22.28	25.00%	39.62%	30.85%	32.89%	47.55	30.73	23.49	17.68
	平均						38.00	31.42	18.94	14.09
300583.SZ	赛托生物	16.15	15.9%	10.9%	100.1%	37.7%	72.98	65.80	32.88	23.87

资料来源：iFinD、中邮证券研究所（注：除赛托生物外，参比公司的盈利预测来自 iFinD 一致预期；股价为 3 月 8 日收盘价）

5 风险提示

药品行业政策变化风险；市场竞争加剧风险；产品研发上市进度不及预期风险。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	1312	1335	1714	2026	营业收入	9.1%	1.7%	28.4%	18.2%
营业成本	1039	1039	1144	1264	营业利润	-12.1%	-37.5%	290.4%	46.9%
税金及附加	12	13	14	16	归属于母公司净利润	15.9%	10.9%	100.1%	37.7%
销售费用	15	17	168	255	获利能力				
管理费用	116	136	168	188	毛利率	20.8%	22.2%	33.3%	37.6%
研发费用	50	63	81	99	净利率	3.2%	3.5%	5.4%	6.3%
财务费用	35	26	22	30	ROE	2.4%	2.3%	4.3%	5.7%
资产减值损失	-7	-12	-9	-9	ROIC	2.7%	2.4%	3.9%	5.3%
营业利润	49	31	120	177	偿债能力				
营业外收入	0	25	1	1	资产负债率	40.9%	39.4%	40.8%	40.5%
营业外支出	1	1	2	2	流动比率	1.05	1.29	1.04	1.09
利润总额	48	55	119	176	营运能力				
所得税	5	8	18	26	应收账款周转率	6.71	6.75	7.42	7.08
净利润	42	47	101	149	存货周转率	2.30	2.21	2.79	3.15
归母净利润	42	47	93	128	总资产周转率	0.44	0.42	0.48	0.53
每股收益(元)	0.22	0.25	0.49	0.68	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.22	0.25	0.49	0.68
货币资金	188	572	327	394	每股净资产	9.07	10.59	11.31	11.96
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	197	199	263	309	PE	72.98	65.80	32.88	23.87
预付款项	27	26	29	32	PB	1.78	1.52	1.43	1.35
存货	608	600	630	655	现金流量表				
流动资产合计	1140	1521	1399	1559	净利润	42	47	101	149
固定资产	1309	1262	1270	1269	折旧和摊销	163	174	186	203
在建工程	292	357	442	512	营运资本变动	-90	-6	-33	-71
无形资产	173	173	219	219	其他	30	18	38	40
非流动资产合计	1855	1876	2323	2392	经营活动现金流净额	145	233	292	321
资产总计	2995	3396	3721	3951	资本开支	-144	-166	-585	-271
短期借款	540	610	680	730	其他	3	2	6	8
应付票据及应付账款	403	404	416	432	投资活动现金流净额	-141	-164	-578	-263
其他流动负债	142	161	252	270	股权融资	0	252	0	0
流动负债合计	1084	1174	1347	1432	债务融资	39	92	77	50
其他	140	162	169	169	其他	-44	-25	-37	-41
非流动负债合计	140	162	169	169	筹资活动现金流净额	-5	319	40	9
负债合计	1224	1337	1517	1601	现金及现金等价物净增加额	-2	384	-246	67
股本	107	190	190	190					
资本公积金	1108	1277	1277	1277					
未分配利润	415	448	571	676					
少数股东权益	51	51	59	80					
其他	90	94	108	127					
所有者权益合计	1771	2060	2205	2349					
负债和所有者权益总计	2995	3396	3721	3951					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048