

圣诺生物 (688117.SH) 聚焦多肽全产业链，新产能落地打开成长空间

2024年03月24日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

余汝意（分析师）

汪晋（联系人）

yuruyi@kysec.cn

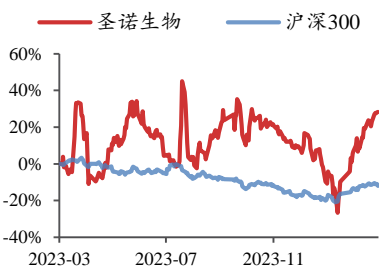
wangjin3@kysec.cn

证书编号：S0790523070002

证书编号：S0790123050021

日期	2024/3/22
当前股价(元)	31.00
一年最高最低(元)	47.64/16.46
总市值(亿元)	34.72
流通市值(亿元)	20.53
总股本(亿股)	1.12
流通股本(亿股)	0.66
近3个月换手率(%)	178.0

股价走势图



数据来源：聚源

● 聚焦多肽全产业链，多业务协同发展

圣诺生物聚焦多肽药物领域，重点布局多肽原料药、多肽制剂与多肽 CDMO 业务。三大核心板块近年来稳健发展，多款多肽原料药产品获得海内外备案，多肽制剂产品注射用生长抑素与醋酸阿托西班注射液已中标全国第八批集采，CDMO 在研管线项目持续向后期推进，不断打开成长空间。同时，公司加快多肽产能建设，技改项目与募投项目产能将陆续落地，为未来主营业务发展提供产能支撑。我们看好公司的长期发展，预计 2023-2025 年公司的归母净利润为 0.70/1.41/1.76 亿元，EPS 为 0.63/1.26/1.57 元，当前股价对应 PE 为 49.5/24.7/19.8 倍，公司 2024 与 2025 年估值低于可比公司平均估值，首次覆盖，给予“买入”评级。

● GLP-1 重磅单品频出，催化多肽产业链蓬勃发展

近年来 GLP-1 药物发展方兴未艾，以司美格鲁肽、替尔泊肽为代表的重磅单品频出，重点布局 2 型糖尿病、肥胖等患者基数较大的慢性病领域，全球年销售额快速攀升，也吸引更多企业布局 GLP-1 药物管线。目前已上市及在研阶段的 GLP-1 产品大部分为多肽类药物，随着下游市场的快速放量以及管线向后期推进，药企对上游多肽产能的需求大幅提升，国内多肽产业链相关的头部企业有望凭借自身较强的开发能力以及高性能产品获得更多订单，将进入快速发展期。

● 新产能落地突破供给端瓶颈，三大核心子业务发展势头强劲

公司持续推进多肽产能建设，技改项目与募投项目预计将于 2024 年陆续落地，多肽产能预计将提升至 1200+kg。随着国内多肽药物研发热情高涨以及客户项目逐步向后期临床推进，公司多肽 CDMO 业务快速发展，已先后为 40+个项目提供药学研究及定制生产服务。公司多肽原料药品类丰富，截至 2023 年 6 月底已拥有 16 个自主研发的多肽类原料药品种，产品已远销海外。多肽制剂业务近年来受集采影响波动较大，“光脚”品系醋酸阿托西班注射液与注射用生长抑素中标全国第八批集采，预计将为制剂业务的未来发展贡献新增量。

● **风险提示：**医药政策变动、项目进度不及预期、多肽药物研发需求下降。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	387	396	434	594	766
YOY(%)	2.0	2.4	9.7	36.7	29.1
归母净利润(百万元)	61	64	70	141	176
YOY(%)	2.1	5.3	8.7	100.7	24.8
毛利率(%)	72.0	65.5	62.7	61.4	59.8
净利率(%)	15.8	16.3	16.1	23.7	22.9
ROE(%)	7.8	7.8	8.0	14.0	15.2
EPS(摊薄/元)	0.55	0.58	0.63	1.26	1.57
P/E(倍)	56.7	53.8	49.5	24.7	19.8
P/B(倍)	4.4	4.2	4.0	3.5	3.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 圣诺生物：全产业链布局的多肽赛道领军企业.....	4
1.1、 聚焦多肽全产业链，多业务协同发展.....	4
1.2、 三大核心业务稳健发展，净利率持续提升.....	8
2、 GLP-1 重磅单品频出，催化多肽产业链蓬勃发展.....	11
2.1、 多肽药物具有较大发展潜力，全球多肽药物市场稳健扩容.....	11
2.2、 GLP-1 药物研发方兴未艾，推动多肽药物市场下游需求快速释放.....	13
3、 新产能落地突破供给端瓶颈，三大核心业务发展势头强劲.....	14
3.1、 全方位搭建多肽药物研究技术平台，多肽新产能即将落地.....	14
3.2、 多肽 CDMO 业务：在研管线不断推进，项目潜力逐渐释放.....	17
3.3、 多肽原料药业务：原料药品类丰富，出口打开成长空间.....	18
3.4、 多肽制剂业务：“光脚”品种中标集采，制剂业务预计快速成长.....	20
4、 盈利预测与投资建议.....	24
4.1、 关键假设.....	24
4.2、 盈利预测与估值.....	25
5、 风险提示.....	25
附：财务预测摘要.....	26

图表目录

图 1： 公司股权结构清晰，董事长为公司实控人.....	5
图 2： 2018-2022 年公司员工数量稳健增长.....	7
图 3： 2022 年生产与技术研发人员占比较大（单位：人）.....	7
图 4： 2018-2023 年公司营收稳健增长.....	9
图 5： 2018-2023 年公司扣非归母净利润稳健增长.....	9
图 6： 原料药业务与 CDMO 业务稳健增长（百万元）.....	9
图 7： 2019 年起制剂业务占比整体下滑.....	9
图 8： 2018-2022 年公司净利率整体向上.....	10
图 9： 2019-2022 年公司销售费用率大幅下降.....	10
图 10： 2021 年起海外收入持续高增长.....	10
图 11： 2021 年起海外收入占比持续提升.....	10
图 12： 多肽药物快速放量，催化多肽上下游产业链蓬勃发展.....	11
图 13： 多肽药物历史发展悠久，近几年有多款大单品获批上市.....	11
图 14： 2019 年全球药物市场中多肽药物市占率达 5%.....	12
图 15： 多肽药物能够用于治疗多种疾病.....	12
图 16： 全球多肽药物市场有望稳健扩容，非胰岛素多肽药物潜力更大（十亿美元）.....	13
图 17： 司美格鲁肽全球销售额快速放量（亿美元）.....	13
图 18： 替尔泊肽全球销售额环比快速放量（亿美元）.....	13
图 19： 近 5 年来多肽药物每年获批上市数量整体增长稳健（个）.....	14
图 20： 全球多肽新药研发项目大部分处于早期阶段（个）.....	14
图 21： 国内进入后期临床的多肽新药管线相对更多（个）.....	14
图 22： 2019 年起研发投入整体向上.....	15
图 23： 2020 年起研发人员数量逐年增长（单位：人）.....	15

图 24: 2023Q1-3 公司在建工程快速增长	17
图 25: 2018 年起公司固定资产稳定增长 (百万元)	17
图 26: 2018 年起公司 CDMO 营收稳健增长 (百万元)	17
图 27: 药学研究占 CDMO 业务收入比重较大	17
图 28: 2022 年公司原料药业务营收快速增长 (百万元)	19
图 29: 2020 年原料药销售中比伐卢定与生长抑素占比大	19
图 30: 受核心产品集采影响自 2021 年起制剂业务承压	20
图 31: 2022 年卡贝缩宫素注射液营收占比较大	20
图 32: 国内卡贝缩宫素市场规模整体增速稳健 (百万元)	22
图 33: 2022 年国内卡贝缩宫素市场公司市占率约 23.9%	22
图 34: 2018-2022 年国内醋酸奥曲肽市场规模整体稳定	23
图 35: 2022 年国内醋酸奥曲肽市场公司市占率约 3.6%	23
图 36: 国内醋酸阿托西班市场规模稳健增长 (百万元)	23
图 37: 2022 年国内醋酸阿托西班市场公司市占率较低	23
图 38: 国内生长抑素市场规模已超 10 亿元 (百万元)	24
图 39: 2022 年国内生长抑素市场公司市占率未进前 10	24
表 1: 公司拥有多肽合成和修饰技术, 聚焦多肽工艺研发与生产	4
表 2: 公司聚焦多肽领域, 多业务协同发展	5
表 3: 公司旗下拥有多家子公司, 布局多肽全产业链	6
表 4: 公司已发布 2023 年限制性股票激励计划, 助力长远发展	6
表 5: 公司核心高管及技术人员背景雄厚	7
表 6: 聚焦多肽原料药、制剂与多肽 CDMO 服务, 客户覆盖海内外多家知名药企	8
表 7: 多肽药物兼具小分子与蛋白药物的优势	12
表 8: 全方位搭建多肽药物研究技术平台, 拥有先进研发设施和高效研发体系	15
表 9: 公司目前拥有符合国家 GMP 认证的原料药生产车间和多种剂型的综合制剂车间	16
表 10: 公司持续推进多肽产能建设, 技改项目与募投项目预计将陆续落地	16
表 11: 公司已为国内多家新药研发企业及科研机构提供 40 余个 CDMO 项目服务	18
表 12: 原料药品类丰富, 出口打开成长空间	19
表 13: 多个制剂产品已取得国内批件, 覆盖多个疾病领域	21
表 14: 醋酸阿托西班注射液与注射用生长抑素中标全国第八批集采, 预计将为制剂业务发展贡献新增量	22
表 15: 2023-2025 年圣诺生物各子板块营收预计稳健增长 (单位: 百万元)	25
表 16: 与可比公司平均估值相比, 公司 2024-2025 年估值较低	25

1、圣诺生物：全产业链布局的多肽赛道领军企业

圣诺生物是一家拥有多肽合成与修饰技术的高新技术企业，自成立以来始终聚焦多肽领域，已具备先进、高效的多肽类药物工艺研发和规模化生产能力。公司主营业务包括自主研发、销售多肽原料药和制剂产品以及多肽创新药 CDMO 服务，近年来多款多肽原料药产品获得海内外备案，多肽制剂产品注射用生长抑素与醋酸阿托西班注射液已中标全国第八批集采。公司持续推进多肽产能建设，技改项目与募投项目产能将陆续落地，为未来主营业务发展提供有力支撑。

表1：公司拥有多肽合成和修饰技术，聚焦多肽工艺研发与生产

时间	事件
2001 年	成都圣诺科技发展有限公司成立
2009 年	参与国家十一五重大新药创制项目《肽化学修饰及工业化规模制备关键技术研究》
2013 年	将账面净资产值折股整体变更为股份有限公司
2013 年	成都圣诺科技发展有限公司变更为成都圣诺生物科技股份有限公司
2015 年	利拉鲁肽原料药在美国取得 DMF 备案
2016 年	国内首仿药卡贝缩宫素原料药及注射液获批并上市
2021 年	成功于科创板上市
2022 年	醋酸奥曲肽中标全国第七批集采
	醋酸奥曲肽原料药获得欧洲药品监督管理局认证 醋酸加尼瑞克原料药获得 NMPA 上市申请批准
2023 年	注射用生长抑素与醋酸阿托西班注射液中标全国第八批集采
	利那洛肽原料药完成美国食品药品监督管理局（FDA）DMF 备案 醋酸艾替班特注射液获得 NMPA 药品注册证书

资料来源：圣诺生物公告、开源证券研究所

1.1、聚焦多肽全产业链，多业务协同发展

公司聚焦多肽领域，重点布局多肽原料药、多肽制剂与多肽 CDMO 服务业务。公司以多肽创新药 CRO/CDMO 起家，凭借强劲的研发技术优势，逐步拓展至多肽原料药与多肽制剂业务，目前已形成 3 大核心业务协同发展的格局。在小分子化学药物领域，公司提供左西孟旦制剂代加工及左西孟旦原料药生产与出口服务。目前公司业务已辐射全国，并凭借高质量的产品与服务，不断拓展海外市场。

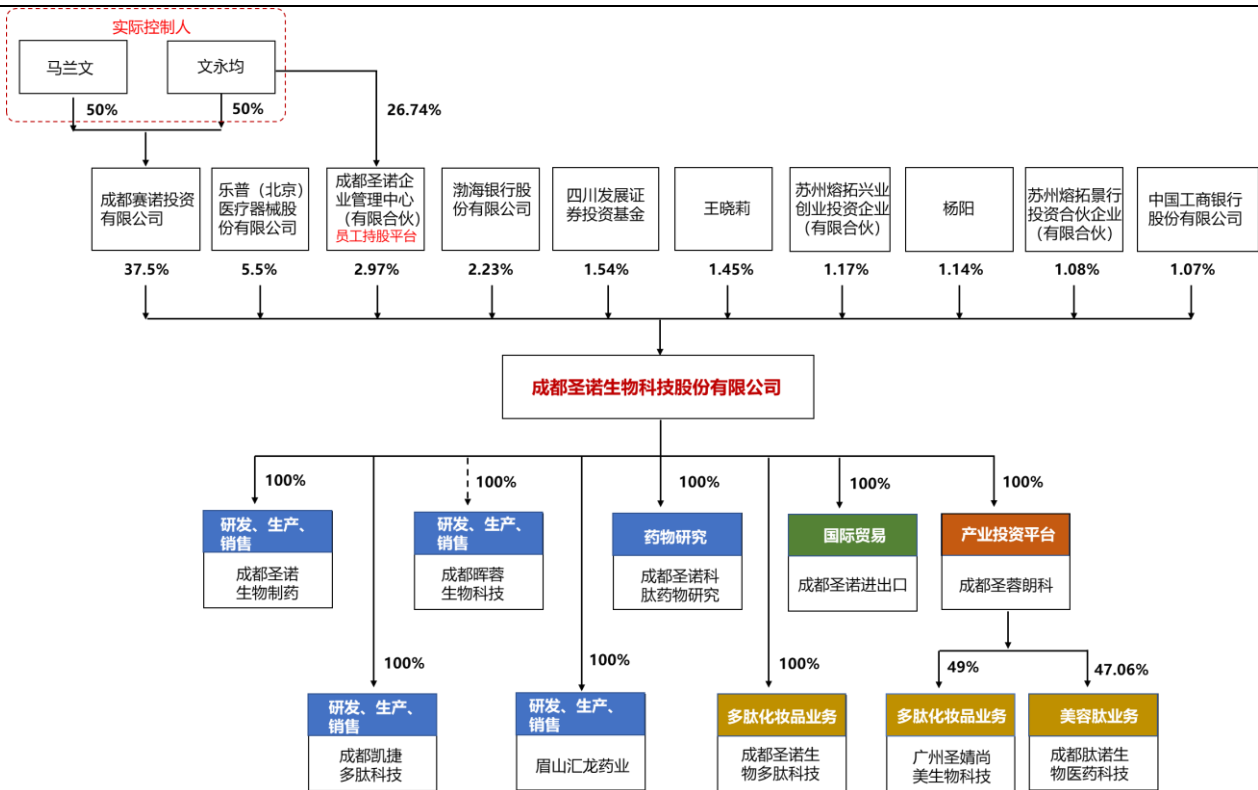
表2: 公司聚焦多肽领域, 多业务协同发展

主营业务	主要产品/服务	业务介绍
制剂业务	卡贝缩宫素注射液、醋酸奥曲肽注射液、醋酸阿托西班注射液、注射用胸腺法新、胸腺五肽注射剂	多肽制剂产品均使用自产原料药生产, 具有质量可靠、稳定性好等特点, 已在全国 31 个省、自治区、直辖市销售
原料药业务	比伐芦定、生长抑素、胸腺法新、胸腺五肽、艾替班特、加尼瑞克、利那洛肽、依替巴肽、奥曲肽、利拉鲁肽、卡贝缩宫素、阿托西班、恩夫韦肽、左西孟旦、司美格鲁肽	多肽原料药产品均用于仿制药, 系公司根据国内外市场需求, 自主选择专利保护期即将到期或已经到期的多肽类药物品种进行仿制研发的产品
药学研究服务	原料药工艺研究及质量研究; 制剂工艺研究及质量研究; 小试、中试、工艺验证	从多肽创新药和仿制药的工艺路线设计, 到小试、中试、工艺验证和质量研究等服务
CDMO 业务	受托加工服务 左西孟旦制剂	公司持有左西孟旦原料药和制剂相关的 GMP 证书和药品生产注册批件, 负责产品的生产, 并获取受托加工费
医药定制研发生产	-	药物研发及商业化生产所需原料药、制剂产品的全链条定制生产服务

资料来源: 圣诺生物公告、开源证券研究所

公司股权结构清晰, 董事长为公司实控人。截至 2023 年 9 月底, 成都赛诺持有圣诺生物 37.5% 的股份, 系公司控股股东; 公司实际控制人为文永均与马兰文夫妇, 合计持有公司约 38.29% 的股份。同时, 公司旗下拥有多家子公司, 业务涉及多肽制剂和医药中间体的研发、生产、销售(进出口)、技术咨询和技术转让、多肽化妆品等; 各子公司协同发展, 为圣诺生物布局多肽全产业链奠定基础。

图1: 公司股权结构清晰, 董事长为公司实控人



资料来源: Wind、开源证券研究所 注: 时间截至 2023 年 9 月底

表3: 公司旗下拥有多家子公司, 布局多肽全产业链

参控公司	成立时间	参控关系	母公司持股比例	主营业务
成都凯捷多肽科技	2003.03	全资子公司	100.00%	研发、生产和销售生物医药中间体, 与技术咨询
成都晖蓉生物科技	2004.01	间接全资子公司	100.00%	生物工程技术开发与咨询, 和研发、生产、销售医药中间体
成都圣诺生物制药	2004.10	全资子公司	100.00%	原料药与制剂的研发、生产、销售与技术咨询
成都圣诺进出口	2009.04	全资子公司	100.00%	货物及技术进出口
成都圣诺科肽药物研究	2011.12	全资子公司	100.00%	多肽药物研究
眉山汇龙药业科技	2015.11	全资子公司	100.00%	多肽原料药与医药中间体的研发、生产、销售、技术转让与技术咨询
成都圣诺生物多肽科技	2019.05	全资子公司	100.00%	多肽类化妆品研发、生产、销售、技术咨询与技术转让
成都圣蓉朗科	2021.08	全资子公司	100.00%	产业投资平台
广州圣婧尚美生物科技	2021.11	联营企业	49%	化妆品研发、生产和销售
成都肽诺生物医药科技	2022.03	联营企业	47.06%	美容肽业务

资料来源: Wind、圣诺生物公告、开源证券研究所

已搭建员工持股平台并发布 2023 年限制性股票激励计划, 助力公司长远发展。为有效调动公司高管与核心业务骨干的积极性, 将人才与公司长期稳定发展深度绑定, 公司设置员工持股平台成都圣诺企业管理中心, 截至 2023 年底共持有公司 2.97% 的股份。同时, 公司于 2023 年发布限制性股票激励计划, 对董事、高级管理人员以及核心技术人员等 77 人授予总计 224 万股的限制性股票, 有助于充分调动授予对象的积极性和创造性, 有效提升核心团队凝聚力和企业核心竞争力。

表4: 公司已发布 2023 年限制性股票激励计划, 助力长远发展

首次授予日	授予数量	授予情况	授予价格	摊销费用	2023 年-2025 年会计年度业绩指标
2023 年 7 月	224.00 万股	向 77 名激励对象首次授予 209.9160 万股, 向 6 名激励对象预留授予 14.0840 万股限制性股票	15.93 元/股	2023/2024/2025/2026 年限制性股票摊销成本分别为 541.42/1031.23/515.40/185.99 万元	指标一: 以 2022 年 EBITDA 为基数, 2023/2024/2025 年 EBITDA 累计值增长率目标值为 20%/182%/425%, 触发值为 15%/159%/357%
					指标二: 以 2022 年营业收入为基数, 2023/2024/2025 年营业收入累计值增长率目标值为 20%/182%/425%, 触发值为 15%/159%/357%

假设 EBITDA 累计值增长率(A)、营业收入累计值增长率(B): $A \geq A_m$ 或 $B \geq B_m$ 、 $A_n \leq A < A_m$ 或 $B_n \leq B < B_m$ 、 $A < A_n$ 且 $B < B_n$, 公司层面归属比例分别为 100%/80%/0%

资料来源: 圣诺生物公告、开源证券研究所

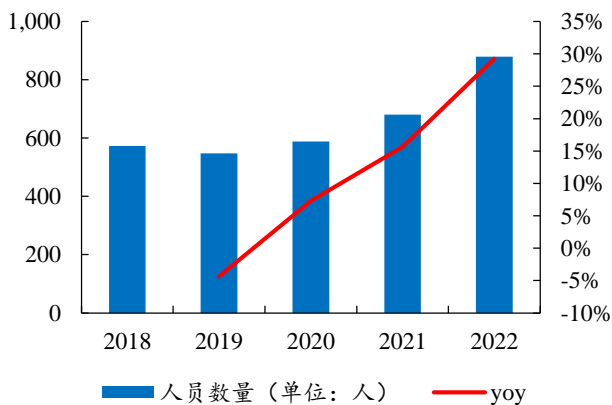
核心技术人员背景雄厚, 员工数量稳健增长。公司实控人兼首席科学家文永均是国内最早研究多肽药物领域的专家之一, 曾主持开发了国内第一个经国家批准并取得新药证书的多肽药物胸腺五肽, 并主持完成胸腺法新的国内首仿。公司其余核心技术人员均拥有 15 年以上多肽合成领域研究和实践经验, 团队成员曾获得四川省高层次人才引进顶尖创新创业团队称号, 核心技术人员稳定。公司员工数量稳健增长, 2022 年底达 879 人, 同比增长 29.3%; 其中生产人员与技术研发人员分别为 411/304 人, 占比约 46.8%/34.6%。

表5: 公司核心高管及技术人员背景雄厚

姓名	职务	学历	简介
文永均	董事长, 董事, 总经理, 核心技术人员	硕士	曾任海南中和药物研究所所长、成都地奥制药集团有限公司研究所合成一室主任。2013年12月至今, 担任公司董事长、总经理
王晓莉	董事, 副总经理	硕士	曾任成都地奥制药集团有限公司研究所主研人员、圣诺有限监事、董事、副总经理, 凯捷多肽副总经理、总经理, 圣诺进出口总经理。2013年12月至今, 任公司董事、副总经理
马中刚	副总经理, 核心技术人员	本科	曾任海南中和药业有限公司研究所副所长、圣诺生物研发部总监、公司监事会主席。2016年12月至今, 任公司副总经理
曾德志	监事会主席, 核心技术人员	本科	曾任湖南正太金琥药业有限公司生产工艺技术员、凯捷多肽车间主任、圣诺制药车间主任。2013年2月至今, 任圣诺制药原料药技术总监。2016年12月至今, 任公司监事会主席
董华建	核心技术人员	本科	高级工程师, 公司客户定制肽总监。曾任圣诺生物主管和圣诺生物经理。2013年1月至今任圣诺生物总监
郭德文	核心技术人员	专科	曾任成都凯泰医药技术员、广汉源基制药技术主管、凯捷多肽技术主管、圣诺制药车间主任、圣诺制药生产部经理。2012年07月至今任圣诺制药工艺研发总监

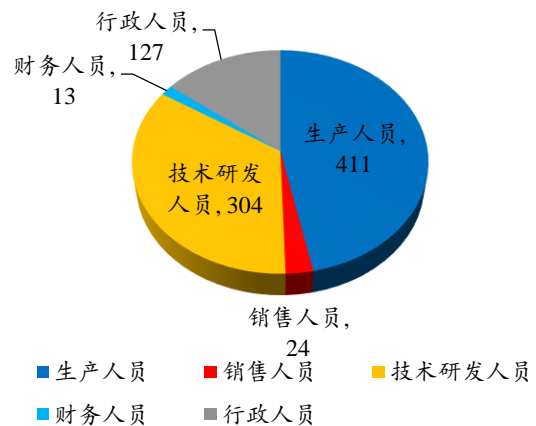
资料来源: 圣诺生物年报、开源证券研究所

图2: 2018-2022 年公司员工数量稳健增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

图3: 2022 年生产与技术研发人员占比较大 (单位: 人)



数据来源: 公司年报、开源证券研究所

聚焦多肽原料药及制剂与多肽 CDMO 业务, 客户覆盖海内外多家知名药企。公司针对多种具有较大市场容量和较强市场竞争力的多肽仿制药品种进行研发, 目前已经涉及免疫、消化道、抗病毒、妇产科、糖尿病、心脑血管、罕见病、骨科等多个领域, 拥有二十余项发明专利。多肽制剂产品包括注射用恩夫韦肽和卡贝缩宫素注射液, 多肽原料药包括比伐芦定、利拉鲁肽、胸腺法新、艾替班特、恩夫韦肽等, 核心客户包括费森尤斯、Masung、上药第一生化、扬子江等。同时, 公司为海内外多个知名药企提供 CDMO 业务, 包括前沿生物、百奥泰、派格生物等, 管线涵盖多个国内进度较快的 GLP-1 多肽创新药产品。

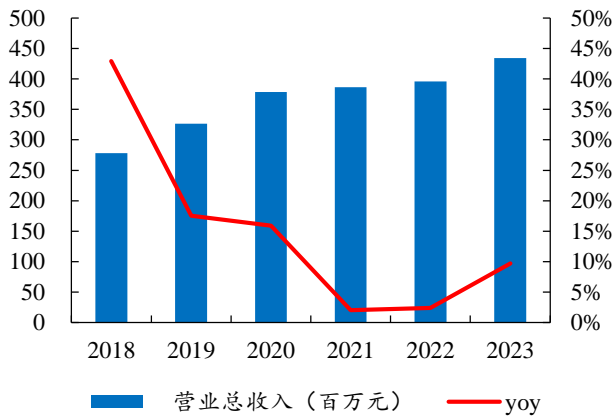
表6：聚焦多肽原料药、制剂与多肽 CDMO 服务，客户覆盖海内外多家知名药企

子业务	主要产品	客户
多肽创新药 CDMO 服务	注射用艾博韦泰	前沿生物
	巴替非班注射液	百奥泰
	聚乙二醇化艾塞那肽注射液	派格生物
	抗菌肽 PL-5 喷雾剂	长春普莱/江苏普莱
	注射用普瑞巴肽	陕西麦科奥特/山东丹红制药
	注射用吗利福肽	八加一药业
	注射用利普韦肽	山西康宝
	注射用 BXOS110	拜西欧斯
	注射用 HYD-PEP06	哈尔滨医大药业/藤栢医药
	EK1 雾化剂	山西锦波生物
	注射用 HTPEP-001	成都惠泰生物
	注射用 GNP	雷恩康亚
	TB-B002D 注射液、TB-D004C 注射液、注射用 TB001	图微安创
	RAB001 注射液	莱博瑞辰生物
	注射用 ZKLJ02	中科龙津生物
	注射用 KMHH-03	北京康明海慧生物
	RAY002 注射液	广东众生睿创
	Exd391209 注射液	成都奥达生物
多肽原料药	恩夫韦肽、卡贝缩宫素、利拉鲁肽、艾替班特等 16 个自主研发的多肽类原料药品种	费森尤斯 (Fresenius)、Masung、DAEHAN、华源沙赛、海南中和、上药第一生化、扬子江等
多肽制剂	醋酸阿托西班注射液、注射用恩夫韦肽、卡贝缩宫素注射液、醋酸奥曲肽注射液、注射用生长抑素、注射用胸腺法新、注射用胸腺五肽、依替巴肽注射液、艾替班特注射液	国内医疗机构

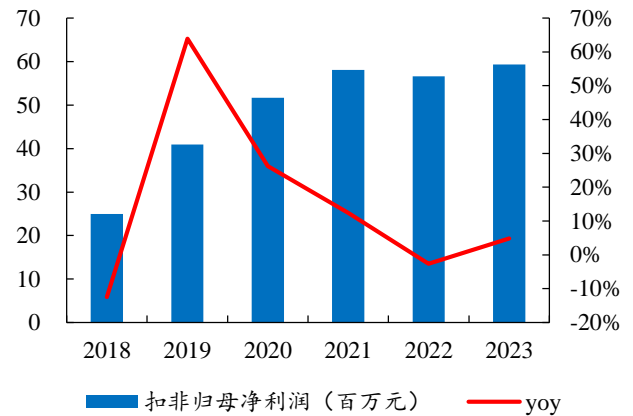
资料来源：圣诺生物公告、开源证券研究所

1.2、三大核心业务稳健发展，净利率持续提升

公司核心业务稳健发展，2022 年实现营收 3.96 亿元，同比增长 2.38%；扣非归母净利润 0.57 亿元，同比下滑 2.59%，业绩承压主要系核心制剂产品受集采影响销售额有所下滑。2023 年公司实现营收 4.34 亿元，同比增长 9.73%；实现扣非归母净利润 5932 万元，同比增长 4.81%，收入端稳健增长主要系 CDMO 业务增长以及制剂业务第八批集采中标产品放量。

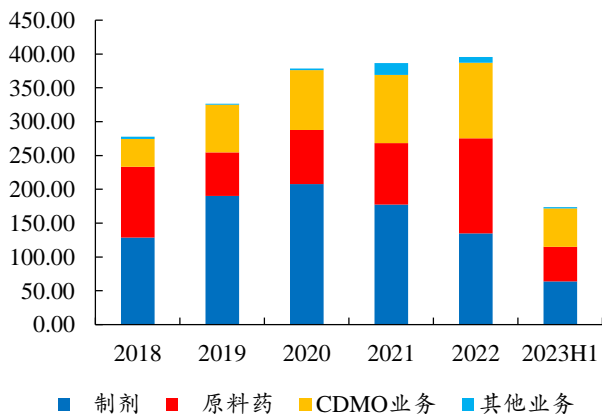
图4：2018-2023 年公司营收稳健增长


数据来源：Wind、开源证券研究所

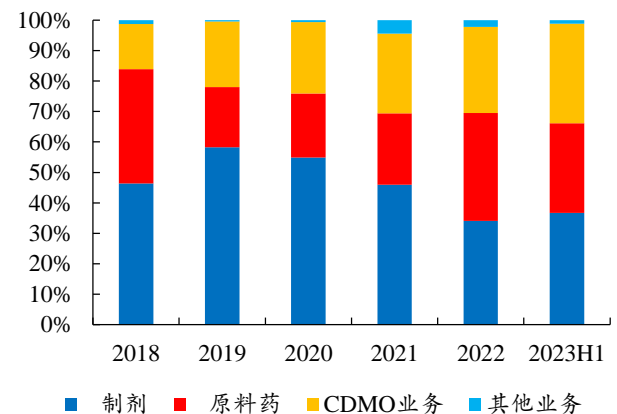
图5：2018-2023 年公司扣非归母净利润稳健增长


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司核心业务主要包括制剂、原料药与 CDMO 服务，2022 年 3 块业务营收分别为 1.35/1.41/1.12 亿元，占比分别约 34.0%/35.5%/28.2%。自 2019 年起，原料药收入整体呈增长趋势，2022 年同比增长约 55.2%，主要系比伐卢定与左西孟旦原料药出口增加；制剂业务收入自 2021 年起呈现下滑趋势，主要系受一致性评价和国家集采影响所致。CDMO 业务与项目临床推进节奏相关，近 3 年来增速整体稳健。

图6：原料药业务与 CDMO 业务稳健增长（百万元）


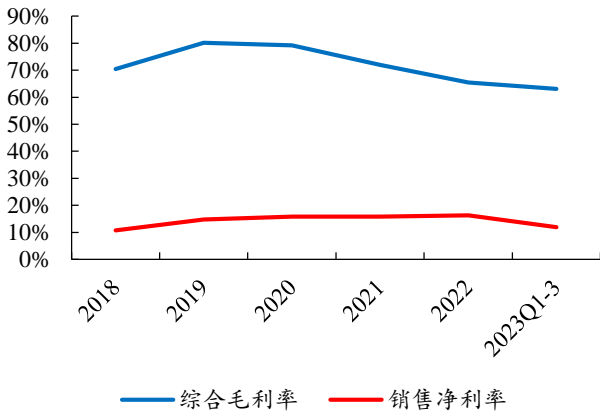
数据来源：Wind、开源证券研究所 注：CDMO 业务包括药学研究服务、受托加工服务与医药定制研发生产服务

图7：2019 年起制剂业务占比整体下滑


数据来源：Wind、开源证券研究所 注：CDMO 业务包括药学研究服务、受托加工服务与医药定制研发生产服务

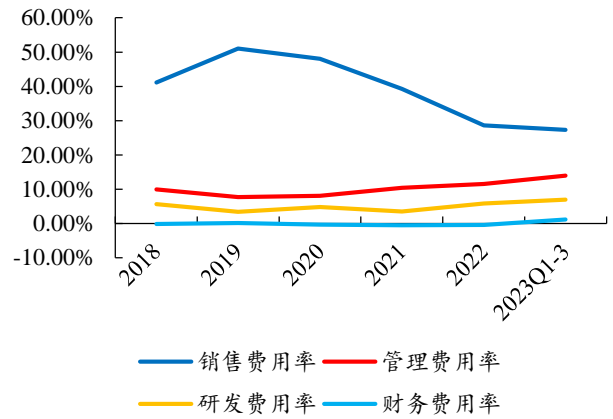
公司毛利率自 2021 年起略有下滑，主要系制剂业务受集采影响、CDMO 服务部分项目未达到里程碑付款而相应成本已结转等，2022 年毛利率达 65.47%。随着公司制剂品种先后纳入集采，销售费用率大幅下降，从 2019 年的 51.03%降低至 2022 年的 28.62%；公司管理费用率、研发费用率与财务费用率整体较稳定。净利率整体向上，从 2018 年的 10.74%稳健提升至 2022 年的 16.30%，盈利能力逐渐增强。

图8：2018-2022 年公司净利率整体向上



数据来源：Wind、开源证券研究所

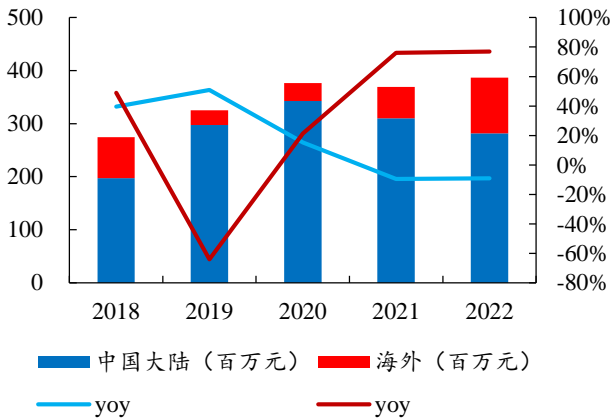
图9：2019-2022 年公司销售费用率大幅下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

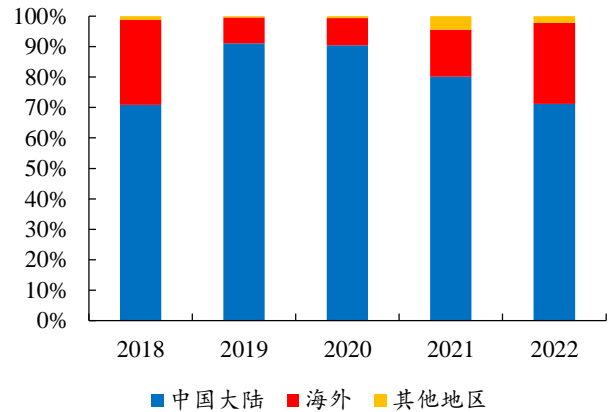
国内营收占主体，海外拓展正当时。国内业务目前贡献了公司主要营收，2022年中国大陆营收 2.82 亿元，占比约 71.20%。立足国内市场，公司积极布局海外，比伐卢定与左西孟旦原料药出口持续增加，海外业务收入占比从 2019 年的 8.52% 快速提升至 2022 年的 26.57%；2022 年，海外营收约 1.05 亿元，同比增长 76.90%，有望持续贡献业绩新增量。

图10：2021 年起海外收入持续高增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2021 年起海外收入占比持续提升

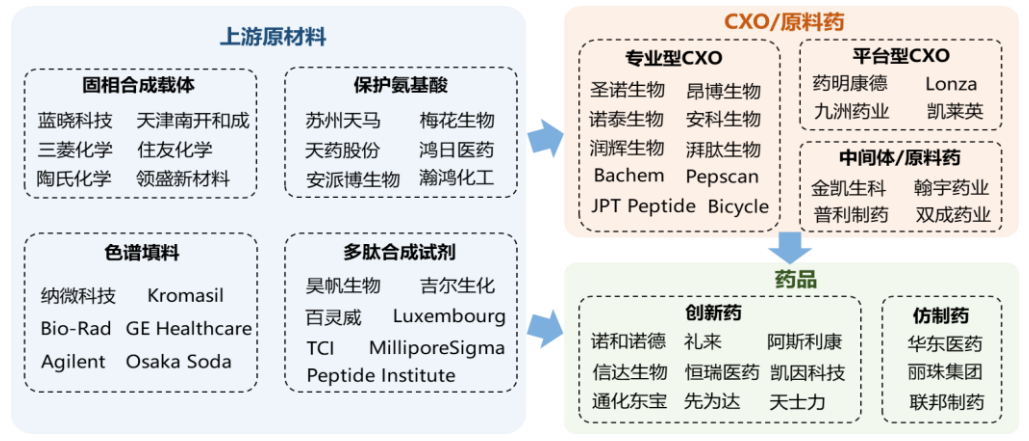


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、GLP-1 重磅单品频出，催化多肽产业链蓬勃发展

多肽药物产业链主要分为上游原材料、中游 CXO/原料药与下游药品。受司美格鲁肽、替尔泊肽等大单品影响，多肽药物市场快速扩容，也吸引了更多企业布局多肽药物管线，对多肽产能以及上游原材料的需求大幅提升。同时，为了增强药物的稳定性，现阶段设计的多肽药物多进行了非天然氨基酸、侧链等修饰，对原料药工艺开发与生产以及上游原材料质量与纯度的要求均较高，头部企业有望凭借自身较强的开发能力以及高性能产品获得更多订单，将迎来快速发展期。

图12：多肽药物快速放量，催化多肽上下游产业链蓬勃发展

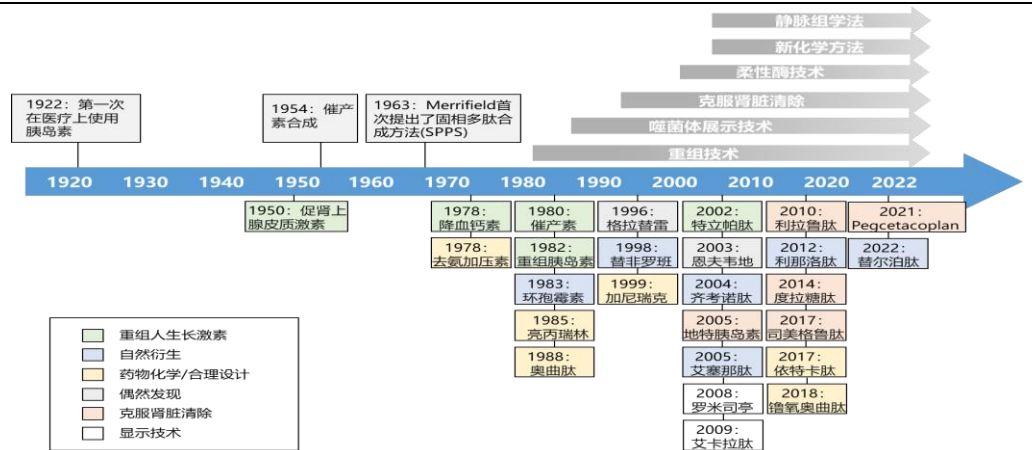


资料来源：Wind、开源证券研究所

2.1、多肽药物具有较大发展潜力，全球多肽药物市场稳健扩容

多肽药物历史悠久，近年来重磅单品频出。多肽是由多个氨基酸通过肽键连接而形成的一类化合物，分子量介于小分子与蛋白药物之间，具有稳定性好、特异性强、免疫原性低、安全性高等诸多优势。自1922年第一款多肽药物胰岛素问世以来，全球已有近百余种多肽药物获批上市，覆盖糖尿病、癌症、骨质疏松症、罕见病等各个疾病领域。随着新制备技术的不断发展，近年来有多款多肽药物获批上市，其中也不乏类似利拉鲁肽、司美格鲁肽等重磅品种，多肽药物领域的市场关注度正持续提升。

图13：多肽药物历史悠久，近几年有多款大单品获批上市



资料来源：《Trends in peptide drug discovery》(Markus Muttenthaler 等)、开源证券研究所

多肽药物兼具小分子与蛋白药物的优势，发展潜力较大。与抗体药物相比，多肽不仅具备抗体药物特异性强、疗效好等优点，而且空间结构更简单、稳定性更高、免疫原性更低；与小分子化药相比，多肽药物不仅具备小分子药物质量可控、结构易确证等优点，而且在生物活性、特异性以及解决复杂疾病方面更优。然而，多肽容易受到体内蛋白水解酶的降解，造成口服吸收差、代谢快、半衰期短等问题。目前，多个企业通过结构优化、pH调节、肠溶技术、SNEDDS技术及促吸收剂等方法对多肽药物进行改造，增加其稳定性并提高生物利用度。

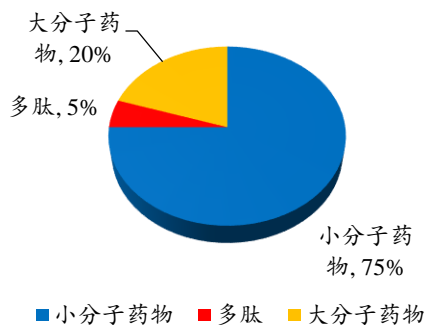
表7：多肽药物兼具小分子与蛋白药物的优势

药物类型	分子量	靶点结合方式	酰胺键	特异性	生物活性	稳定性	口服生物利用度	免疫原性	成本
小分子	一般不高于 500	蛋白表面疏水口袋	部分含有	弱	较低	好	高	无	低
多肽	500-10000	蛋白-蛋白相互作用	全部含有	强	高	较好	低	无或低	较高
蛋白药物	一般高于 10000	蛋白-蛋白相互作用	全部含有	强	高	差	低	有	高

资料来源：昂博招股说明书、开源证券研究所

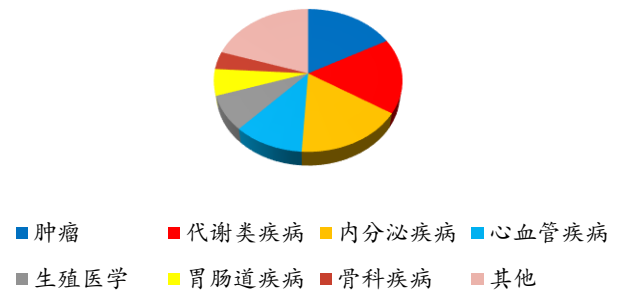
根据《Perspectives》数据显示，2019年在1.2万亿美元的全全球药物市场中，小分子药物及大分子蛋白药物占主流，多肽药物市占率约5%，有较大的提升空间；另一方面，多肽药物可以用于治疗多种疾病，包括糖尿病、癌症、骨质疏松症、多发性硬化症、HIV感染和慢性疼痛等，其中肿瘤、内分泌疾病、代谢类疾病占比较高，分别占比约17%。

图14：2019年全球药物市场中多肽药物市占率达5%



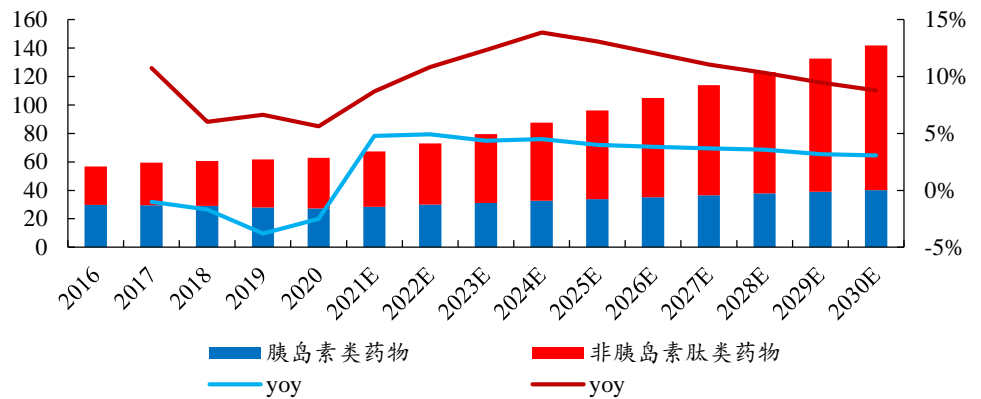
数据来源：《Trends in peptide drug discovery》(Markus Muttenthaler等)、开源证券研究所

图15：多肽药物能够用于治疗多种疾病



数据来源：《Trends in peptide drug discovery》(Markus Muttenthaler等)、开源证券研究所

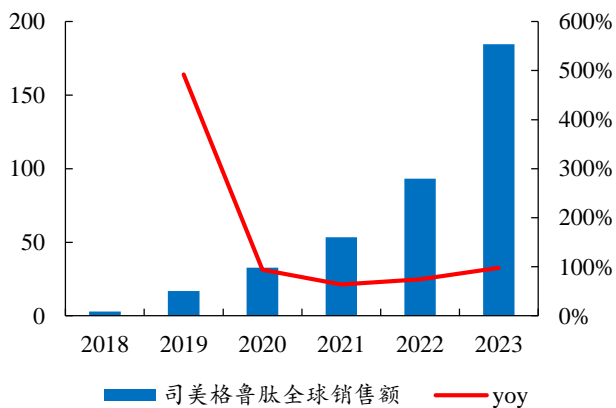
全球多肽药物市场稳健扩容，非胰岛素多肽药物发展潜力更大。根据 Frost & Sullivan 的数据显示，全球多肽药物市场稳健扩容，预计从2020年的628亿美元提升至2026年的1049亿美元，2020-2026 CAGR达8.93%；其中，非胰岛素肽类药物市场规模快速增加，预计从2020年的357亿美元（占比57.65%）提升至2026年的697亿美元（占比66.44%），2020-2026 CAGR达11.80%，非胰岛素多肽药物市场拥有更大的发展潜力。

图16：全球多肽药物市场有望稳健扩容，非胰岛素多肽药物潜力更大（十亿美元）


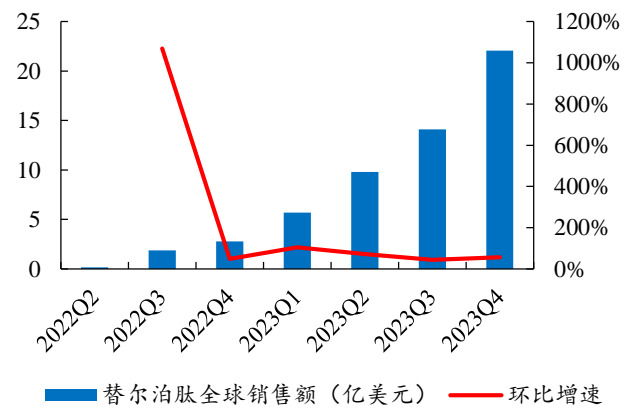
数据来源：Frost & Sullivan、开源证券研究所

2.2、GLP-1 药物研发方兴未艾，推动多肽药物市场下游需求快速释放

以司美格鲁肽、替尔泊肽为代表的 GLP-1 药物全球销售额快速放量，催化整个多肽药物行业高景气发展。诺和诺德的司美格鲁肽是新一代长效 GLP-1 受体激动剂，于 2017 年首次获 FDA 批准用于治疗 2 型糖尿病，目前已拓展肥胖、降低心血管风险等适应症；2023 年司美格鲁肽全球销售额约 184.5 亿美元，同比增长 97.7%。替尔泊肽是礼来开发用于治疗成人 2 型糖尿病的首个 GIP/ GLP-1 双靶点激动剂，于 2022 年 5 月获 FDA 批准上市；自上市以来，替尔泊肽全球销售额环比快速放量，2023 年全球销售额约 51.6 亿美元，2023Q4 单季度销售额约 22.1 亿美元，环比增长 56.6%。随着大单品的快速放量，多肽药物行业呈现高景气发展态势。

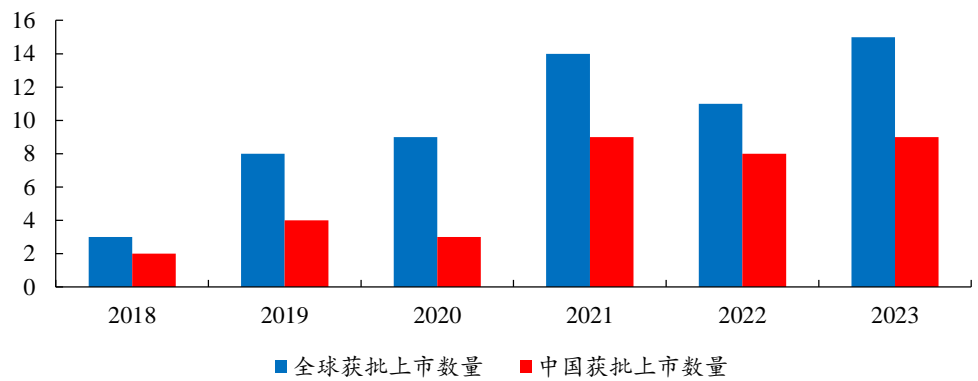
图17：司美格鲁肽全球销售额快速放量（亿美元）


数据来源：Insight、开源证券研究所

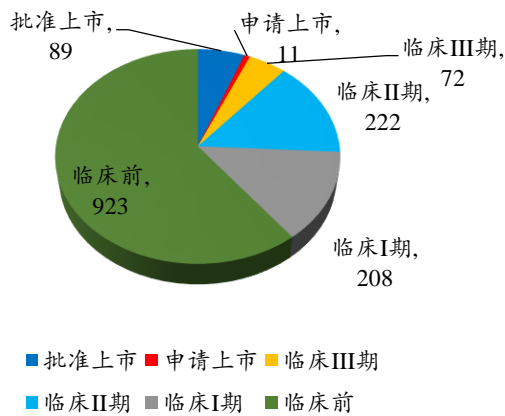
图18：替尔泊肽全球销售额环比快速放量（亿美元）


数据来源：Insight、开源证券研究所

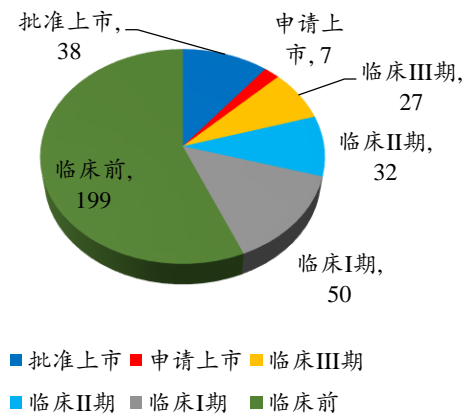
近 5 年来多肽药物每年获批上市数量整体增长稳健，绝大多数管线仍处于早期临床及临床前研发阶段。根据 Insight 数据库统计，全球及中国每年获批上市的多肽药物（包括新药、改良新药与类似药）数量分别从 2018 年的 3/2 个增加至 2023 年的 15/9 个，获批数量增长稳健。截至 2024 年 2 月底，全球/中国共有 89/38 款多肽新药获批上市，502/109 款处于临床研发阶段，绝大多数管线仍处于临床 I 期及临床前阶段（全球、中国分别占比约 74.2%/70.5%），多肽药物领域仍有较大的发展空间。

图19：近5年来多肽药物每年获批上市数量整体增长稳健（个）


数据来源：Insight、开源证券研究所

图20：全球多肽新药研发项目大部分处于早期阶段（个）


数据来源：Insight、开源证券研究所

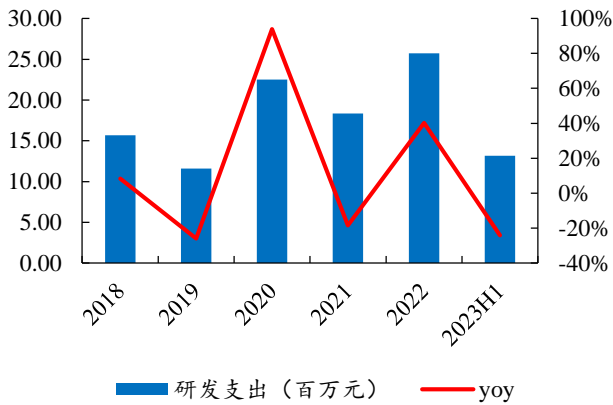
图21：国内进入后期临床的多肽新药管线相对更多（个）


数据来源：Insight、开源证券研究所

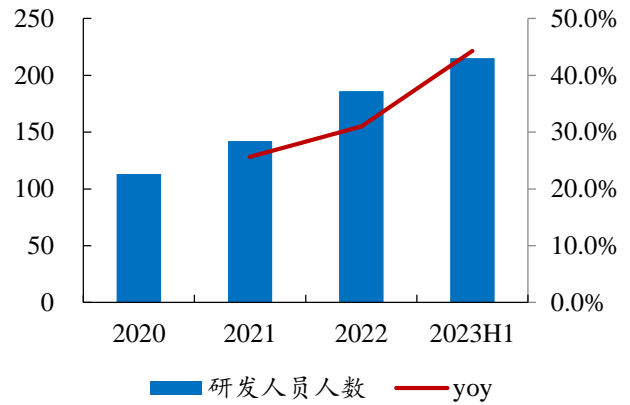
3、新产能落地突破供给端瓶颈，三大核心业务发展势头强劲

3.1、全方位搭建多肽药物研究技术平台，多肽新产能即将落地

公司以创新为基本，研发投入整体向上，2022年约2571万元，同比增长40.26%；自2021年起，公司研发人员数量逐年稳健增长，2022年底达186人，同比增长约31.0%。公司不断充实技术专业研发团队，不断提升核心竞争力不断提高，为公司长远发展保驾护航。

图22：2019年起研发投入整体向上


数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：2020年起研发人员数量逐年增长（单位：人）


数据来源：Wind、开源证券研究所

全方位搭建多肽药物研究技术平台，拥有先进研发设施和高研发体系。圣诺生物经过多年积累，已搭建多个多肽合成及修饰技术平台，掌握包括长链肽偶联、多肽片段偶联、多对二硫键环肽合成等在内的多项多肽工艺开发与生产的核心技术。同时，公司针对多肽药物合成设立了工艺研发部、质量研发部、国际注册部和制剂开发部等研究部门，有效确保多肽新品从立项、工艺质量研究到小试、中试、规模化生产及产品注册等各环节的高效进行。

表8：全方位搭建多肽药物研究技术平台，拥有先进研发设施和高研发体系

核心技术	类别	与同行业、传统路线对比的技术先进性	应用产品
长链肽偶联技术	合成	通过特定的偶联条件，解决长肽偶联过程中易出现的偶联效率低、氨基酸消旋等问题，保证每个氨基酸的高偶联效率，从而获得高的产品总收率和质量；实现长链多肽药物的规模化自动化生产。国外普遍采用片段缩合或基因工程技术。	恩夫韦肽、艾塞那肽、司美格鲁肽
困难序列偶联技术	合成	通过公司的专有技术，有效克服长链多肽聚集，保证高偶联效率，而获得高的产品总收率。	艾塞那肽、胸腺法新
多肽片段偶联技术	合成	公司采用片段缩合技术有效克服了+Gly杂质的产生，解决杂质与主产品分离难的问题，实现规模化生产，收率大幅度提高。	胸腺法新、比伐芦定、依替巴肽、利拉鲁肽
单硫环肽规模化生产技术	合成	全新的半胱氨酸衍生物含有单硫烷基侧链，采用侧链羧基与氨基关环，关环率在99.5%以上，大幅度提高此类环肽的质量和收率。	卡贝缩宫素
多对二硫键环肽合成技术	合成	通过特有技术，实现高环化率，使产品总收率显著提高。	齐考诺肽、利那洛肽
碳环肽规模化生产技术	合成	常规的液相环化法，环化时间长，收率低，一般在70%左右。公司采用固相环化，环化时间一般在2小时，环化收率大于99.5%。	药学研究服务
侧链基团的聚乙二醇化修饰、脂肪酸修饰等	修饰	修饰后半衰期延长50倍以上，用药频率降为每周一次，方便患者用药。	利拉鲁肽、药学研究服务
磷酸化/磺酸化修饰技术	修饰	通过自有技术设计，克服了磷酸化/磺酸化基团在酸解过程中的丢失，获得了较高的总收率。	在研产品

资料来源：圣诺生物公告、开源证券研究所

公司持续推进多肽产能建设，技改项目与募投项目预计将陆续落地。公司目前已在成都设立了现代多肽药物产业化基地，拥有符合国家GMP认证的原料药生产车间和多种剂型的综合制剂车间，多肽原料药生产线项目包含102车间和103车间；

现有厂区原料药设计产能约 1500kg/a，实际产能约 400kg/a，该部分产能目前处于满产状态。随着服务客户的项目陆续进入临床后期及商业化阶段，以及原料药业务的稳健发展，公司对多肽原料药产能的需求逐渐增长，技改与募投项目产能建设正持续推进。其中，技改项目“多肽创新药 CDMO、原料药产业化项目”快速推进，根据公司环评报告书，预计落地后原料药产能将在原来 400kg/a 的基础上提升至 850kg/a；募投项目“年产 395 千克多肽原料药生产线项目”也处于建设阶段。

表9：公司目前拥有符合国家 GMP 认证的原料药生产车间和多种剂型的综合制剂车间

项目名称	产品名称	产品种类	现有实际规模	主要生产车间	
多肽药物生产线项目	醋酸特利加压素	注射剂原料	研发：4kg/a	101 车间	
	注射用醋酸特利加压素	冻干粉针剂	4kg/a	201 车间	
	盐酸高血糖素	-	0	-	
	注射用盐酸高血糖素	-	0	-	
现代生物技术多肽药物产业化基地项目	(利拉鲁肽、艾替班特、胸腺法新、奥曲肽、兰瑞肽、艾塞那肽、PB-105、PB-119、普瑞巴肽、抗菌肽、特立帕肽、生长抑素、胸腺五肽、恩夫韦肽、卡贝缩宫素、醋酸阿托西班、比伐芦定、依替巴肽、八题非班、艾博卫泰、加尼瑞克、地加瑞克、利普韦肽、精氨酸加压素、曲普瑞林、奈西立肽、齐考诺肽) 中间体		多肽原料药	400kg/a	102 车间、103 车间
现代生物技术多肽药物产业化基地废溶剂综合利用技术改造项目	乙腈、二甲基甲酰胺、二氯甲烷、三氯乙酸	-	1500t/a	401 车间	
制剂生产线技术改造项目	注射用恩夫韦肽冻干粉剂	冻干粉剂	30 万只/a	202 车间	
	注射用胸腺法新冻干粉剂	冻干粉剂	100 万只/a		
	左西孟旦注射液注射针剂	注射针剂	10 万只/a		
	注射用胸腺五肽冻干粉剂	冻干粉剂	30 万只/a		
	卡贝缩宫素注射液注射针剂	注射针剂	200 万只/a		
	醋酸奥曲肽注射液注射针剂	注射针剂	100 万只/a		

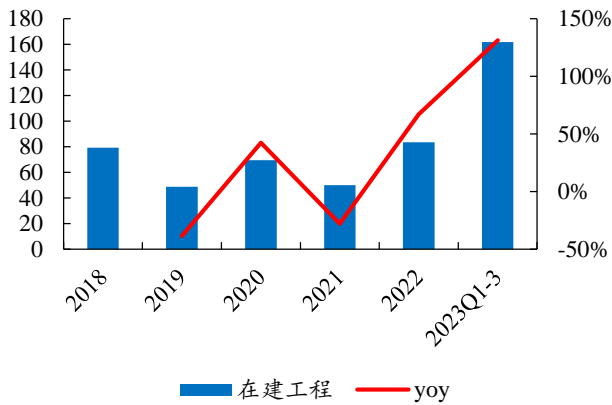
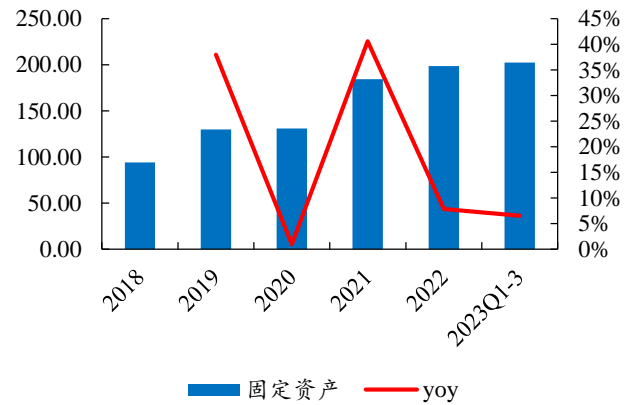
资料来源：圣诺生物多肽创新药 CDMO、原料药产业化项目环境影响报告书、开源证券研究所

表10：公司持续推进多肽产能建设，技改项目与募投项目预计将陆续落地

项目	涉及子公司	状态
圣诺制药多肽药物生产线项目	成都圣诺生物制药	已验收
圣诺制药废溶剂综合利用技术改造项目	成都圣诺生物制药	已验收
圣诺生物现代生物技术多肽药物产业化基地项目	成都圣诺科技	已验收
圣诺生物新药研发项目	成都圣诺科技	已验收
凯捷多肽多肽药物中间体项目生产线	成都凯捷生物	已验收
圣诺科肽研发中心项目	成都圣诺科肽药物	已验收
晖蓉生物多肽药物中间体生产线建设项目	成都吉诺生物化工	已验收
年产 395 千克多肽原料药生产线项目	眉山汇龙药业	建设中
制剂产业化技术改造项目	成都圣诺生物制药	建设中
工程技术中心升级项目	成都圣诺生物制药	建设中

资料来源：圣诺生物年报、开源证券研究所

随着公司产能建设持续推进，在建工程快速增长，于2023年三季度末达到1.62亿元，同比增长约131.3%；自2018年起，公司固定资产稳健增长，于2023年三季度末达到2.03亿元，同比增长约6.5%。随着未来新产能陆续落地，公司固定资产预计将有较大幅度提升，为公司主营业务的推进提供强有力的产能支撑。

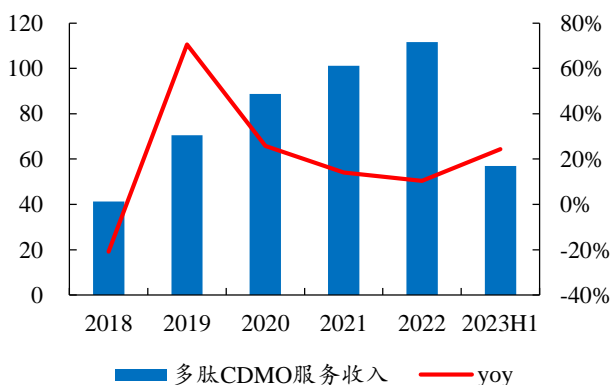
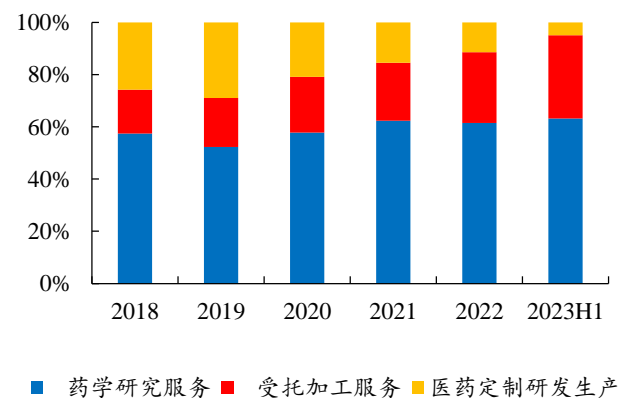
图24：2023Q1-3 公司在建工程快速增长

图25：2018年起公司固定资产稳定增长（百万元）


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、多肽 CDMO 业务：在研管线不断推进，项目潜力逐渐释放

随着国内多肽药物研发热情高涨以及客户项目逐步向后期临床推进，公司多肽 CDMO 业务快速发展，营收增长稳健；2022 年，CDMO 业务营收约 1.12 亿元，同比增长约 10.34%。公司 CDMO 业务共分为多肽创新药药学研究服务、部分产品受托加工服务与多肽类产品定制生产服务三个子板块。其中，药学研究服务目前占 CDMO 业务主体，2022 年营收约 6861 万元，占比约 61.5%；受托加工业务占比提升较快，从 2018 年的 16.8% 快速增加至 2022 年的 27.1%。

图26：2018年起公司 CDMO 营收稳健增长（百万元）

图27：药学研究占 CDMO 业务收入比重较大


数据来源：Wind、开源证券研究所 CDMO 业务包括药学研究服务、受托加工服务与医药定制研发生产服务

数据来源：Wind、开源证券研究所

凭借优质的服务与完善的平台体系，公司在多肽药物研发生产领域的品牌知名度逐渐提升，已先后为国内多家新药研发企业和科研机构提供 40 余个项目的药学研究及定制生产服务，客户包括前沿生物、百奥泰、苏州派格生物等多家国内知名药

企。公司服务的项目中，有 18 个多肽创新药进入临床试验阶段；其中，前沿生物的抗 HIV 感染药物艾博韦泰已获批上市，百奥泰抗血栓新药巴替非班注射液与派格生物的聚乙二醇化艾塞那肽注射液已申报 NDA，长春普莱的培来加南（抗菌肽 PL-5 喷雾剂）已进入临床 III 期。同时，管线中涵盖了多款 GLP-1 双靶点多肽创新药，随着在研管线不断向后期推进，项目潜力将逐渐释放。

表11：公司已为国内多家新药研发企业及科研机构提供 40 余个 CDMO 项目服务

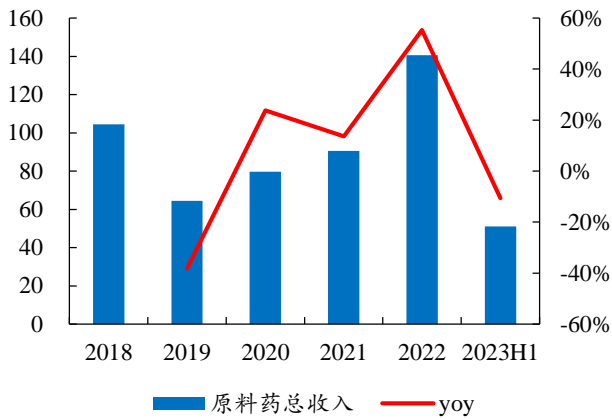
药品名称	药物靶点	适应症	客户	所处阶段
注射用艾博韦泰	GP41	HIV 感染	前沿生物	获批上市
巴替非班注射液	GPIIb/IIIa	心血管	百奥泰	申报上市
维派那肽（聚乙二醇化艾塞那肽注射液）	GLP-1R	糖尿病	派格生物	申报上市
培来加南（PL-5）	-	抗菌	长春普莱医药/江苏普莱医药	临床III期
RAY002（RAY1225）注射液	GIPR/GLP-1R	糖尿病	众生睿创	临床II期
注射用吗利福肽	-	心血管	八加一药业	临床II期
注射用 HYD-PEP06	Endostatin	抗肿瘤	哈尔滨医大药业/珠海市藤栢医药	临床II期
EK1 雾化剂	SARS-CoV-2 S	抗病毒	山西锦波生物	临床II期
注射用普瑞巴肽	GPIIb/IIIa	心血管	陕西麦科奥特/山东丹红制药	临床II期
注射用利普韦肽	GP41	抗病毒	康宝生物	临床II期
注射用 BXOS110	DLG4	脑卒中	拜西欧斯	临床II期
注射用 GNP	-	心力衰竭	雷思康亚	临床II期
注射用 HTPEP-001	THBS1	抗肺纤维化	惠泰生物	临床I期
TB-B002D 注射液	-	特发性肺纤维化	图微安创	临床I期
TB-D004C 注射液	-	糖尿病肾脏病	图微安创	临床I期
注射用 TB001	GCGR/GLP-1R	肝纤维化	图微安创	临床I期
RAB001 注射液	-	骨坏死	莱博瑞辰	临床I期
注射用 ZKLJ02	FXIIa/KLK	脑卒中	中科龙津	临床I期
注射用 KMHH-03	HSP90B1	乳腺癌	康明海慧	临床I期
Exd391209 注射液	-	糖尿病	奥达生物	临床I期

资料来源：圣诺生物公告、开源证券研究所

3.3、多肽原料药业务：原料药品类丰富，出口打开成长空间

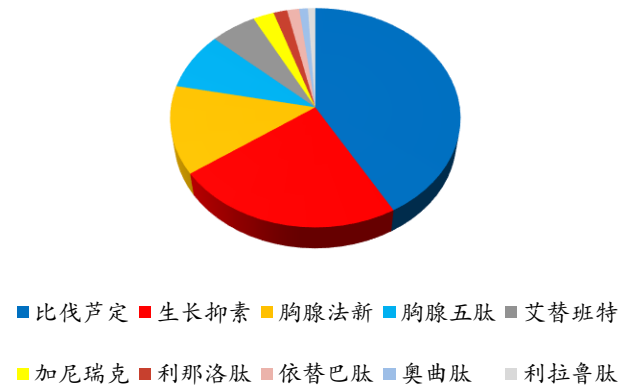
随着公司海外客户制剂获批上市、需求增加，公司原料药业务营收快速增长；2022 年约 1.41 亿元，同比增长近 55.2%，主要系比伐卢定原料药出口增加等影响。2020 年比伐卢定与生长抑素占原料药销售主体，分别销售约 3330/1869 万元，占比原料药营收的 41.8%/23.4%。

图28：2022年公司原料药业务营收快速增长（百万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图29：2020年原料药销售中比伐卢定与生长抑素占比大



数据来源：Wind、开源证券研究所

原料药品类丰富，出口打开成长空间。截至2023年10月底，公司已拥有17个自主研发的多肽类原料药品种。其中，国内市场已取得11个品种多肽原料药生产批件或激活备案；国外市场利拉鲁肽、司美格鲁肽等10个品种已获得美国DMF备案，部分品种处于激活状态，可被制剂生产企业引用申报。艾替班特为首家提交美国DMF备案的原料药，比伐卢定国外客户已成为美国第二家获批的仿制药制剂生产商，利拉鲁肽与司美格鲁肽海外需求不断释放，均具有较大的放量潜力。目前，公司原料药产品已远销欧美、韩国等国家和地区，与费森尤斯(Fresenius)、Masung、DAEHAN、华源沙赛、海南中和、上药第一生化、扬子江等众多国内外知名药企建立合作关系。

表12：原料药品类丰富，出口打开成长空间

原料药名称	适应症	CDE 备案情况	海外备案情况	制剂应用情况
恩夫韦肽	抗艾滋病	取得生产批件 (国内首仿)	墨西哥注册	自有制剂国内上市、客户制剂墨西哥上市
比伐卢定	心血管	原料药登记(A)	美国 DMF 备案	客户制剂美国上市、客户制剂国内上市
依替巴肽	心血管	原料药登记(A)	美国 DMF 备案	客户制剂美国申报、自有制剂国内上市
艾替班特	罕见病	原料药登记(I)	美国 DMF 备案	客户制剂美国申报、自有制剂国内批准
利拉鲁肽	糖尿病	原料药登记(I)	美国 DMF 备案	客户制剂美国申报、自有制剂国内申报
醋酸阿托西班	产科	取得国内批件	-	自有制剂国内上市
卡贝缩宫素	消化道	取得国内批件 (国内首仿)	-	自有制剂国内上市
醋酸奥曲肽	消化道	取得国内批件	美国 DMF 备案 欧洲 EMA 认证	自有制剂国内上市、客户制剂美国申报
生长抑素	免疫	取得国内批件	-	自有制剂国内上市、客户制剂国内上市
胸腺五肽	免疫	取得国内批件	-	自有制剂国内上市、客户制剂国内上市
胸腺法新	免疫	取得国内批件	韩国食药管理局注册	自有制剂国内上市、客户制剂国内和韩国上市
特立帕肽	骨科	-	美国 DMF 备案	-
齐考诺肽	罕见病	-	美国 DMF 备案	-
加尼瑞克	肿瘤	原料药登记(A)	美国/韩国 DMF 备案	-
利那洛肽	消化道	-	美国 DMF 备案	-
艾塞那肽	糖尿病	原料药登记(A)	-	自有制剂国内申报
司美格鲁肽	糖尿病	-	美国 DMF 备案	-

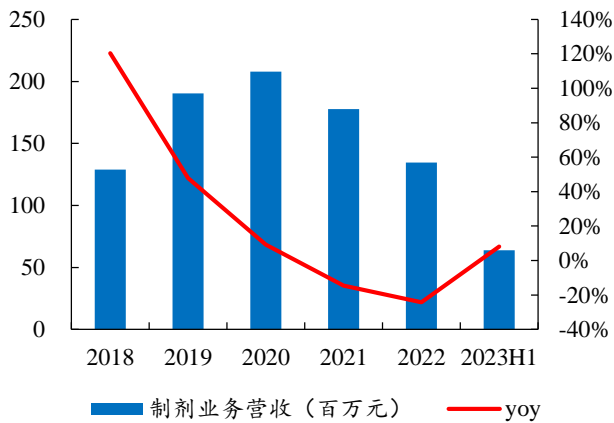
资料来源：圣诺生物年报、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

3.4、多肽制剂业务：“光脚”品种中标集采，制剂业务预计快速成长

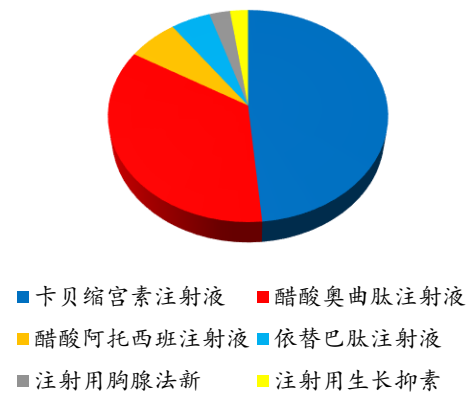
受多肽制剂核心品种纳入集采影响，公司制剂业务营收自 2021 年起承压，2022 年实现营收约 1.35 亿元，同比下滑约 24.2%；根据 PDB 数据统计，公司制剂核心品种包括卡贝缩宫素注射液、醋酸奥曲肽注射液等，2022 年贡献了制剂业务的营收主体。随着“光脚”品种注射用生长抑素与醋酸阿托西班注射液中标全国第八批集采，公司制剂业务预计快速成长。

图30：受核心产品集采影响自 2021 年起制剂业务承压



数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：2022 年卡贝缩宫素注射液营收占比较大



数据来源：PDB 数据库、开源证券研究所

多个制剂产品已取得国内批件，覆盖多个疾病领域。立足自身多肽原料药规模化生产能力，公司不断向下游拓展多肽制剂产品。截至 2023 年 6 月底，公司已有 9 个制剂产品取得国内批件，均使用自产原料药生产，具有质量可靠、供应链稳定性好、成本较低等诸多优势；核心产品覆盖心血管、消化道、产科、免疫等多个疾病领域，目前已在全国范围内销售。

表13: 多个制剂产品已取得国内批件, 覆盖多个疾病领域

制剂名称	用途	规格	获批情况
醋酸阿托西班注射液	治疗胎儿早产药物, 可抑制宫缩, 使环状肽催产素介导的前列腺素分泌减少, 达到保胎目的	5ml: 37.5mg; 0.9ml: 6.75mg	取得国内批件、新药证书
注射用恩夫韦肽	抗艾滋病药物, 为合成肽类 HIV 融合抑制药, 可与病毒包膜糖蛋白结合, 阻止病毒与细胞膜融合所必需的构象变化, 抑制 HIV-1 复制	108mg	取得国内批件、新药证书
卡贝缩宫素注射液	用于选择性硬膜外或腰麻下剖腹产术后, 以预防子宫收缩乏力和产后出血	1ml: 100μg	取得国内批件
醋酸奥曲肽注射液	肝硬化所致食道-胃静脉曲张出血的紧急治疗, 与特殊治疗合用; 预防胰腺术后并发症; 缓解与胃肠内分泌瘤有关症状	1ml: 0.1mg; 1ml: 0.3mg	取得国内批件
注射用生长抑素	治疗静脉曲张出血	0.25mg; 0.75mg; 3mg	取得国内批件
注射用胸腺法新	免疫调节药物; 慢性乙型肝炎; 作为免疫损害患者的疫苗免疫应答增强剂。可增强免疫系统功能受到抑制者对病毒性疫苗的免疫应答	1.6mg	取得国内批件
注射用胸腺五肽	免疫调节剂, 适用于恶性肿瘤病人因放疗、化疗导致的免疫功能低下, 慢性乙型肝炎患者免疫调节治疗, 细胞免疫功能低下等疾病	1mg	取得国内批件
依替巴肽注射液	糖蛋白 IIb/IIIa 受体拮抗剂, 主要用于急性冠脉综合症和经皮冠脉介入疗法	10ml:20mg	取得国内批件
醋酸艾替班特注射液	治疗遗传性血管水肿	3ml:30mg	取得国内批件

资料来源: 圣诺生物年报、开源证券研究所

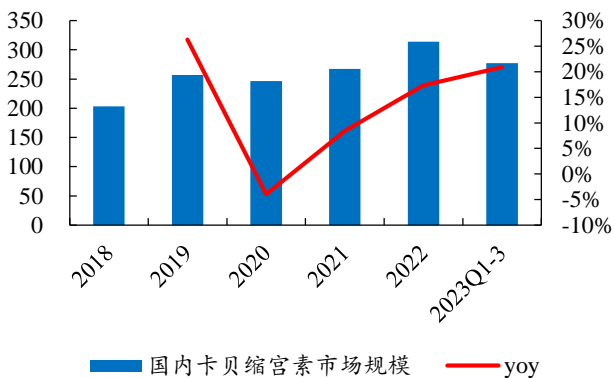
醋酸阿托西班注射液与注射用生长抑素中标全国第八批集采, 为制剂业务发展贡献新增量。公司 9 个已拿到国内批件的制剂产品中, 有 7 个已通过一致性评价 (或者视同通过一致性评价), 7 个已纳入医保。醋酸奥曲肽注射液与依替巴肽注射液被纳入全国第七批集采, 对公司制剂业务营收造成较大影响; 2022 年公司醋酸阿托西班注射液与注射用生长抑素产品市占率较低, 中标全国第八批集采后预计将快速放量, 为制剂业务的发展贡献新动能。

表14: 醋酸阿托西班注射液与注射用生长抑素中标全国第八批集采, 预计将为制剂业务发展贡献新增量

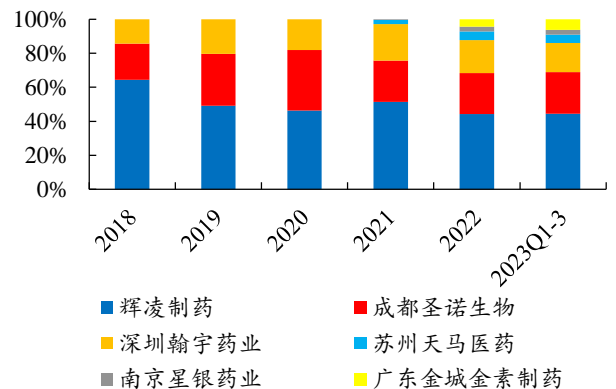
制剂名称	最早上市时间	医保情况	一致性评价情况	集采情况	执行时间	集采结果	2022年市场规模(亿元)	圣诺生物市占率
注射用胸腺法新	2014.05	乙类(限工伤)	通过一致性评价	第五批集采	2021.09	未中标	24.54	0.2%
醋酸奥曲肽注射液	2015.07	乙类	通过一致性评价	第七批集采	2022.11	中标	15.16	3.6%
依替巴肽注射液	2020.12	乙类	视同通过一致性评价	第七批集采	2022.11	未中标	1.32	5.9%
醋酸阿托西班注射液	2017.07	乙类	通过一致性评价	第八批集采	2023.07	中标	6.35	1.6%
注射用生长抑素	2009.03	乙类	通过一致性评价	第八批集采	2023.07	中标	15.73	0.2%
卡贝缩宫素注射液(首仿药)	2016.01	乙类	通过一致性评价	第九批集采	2024.03	未中标	3.14	23.9%
注射用胸腺五肽	2009.03	非医保	-	未集采	-	-	2.38	0.0%
注射用恩夫韦肽(首仿药)	2014.06	2022年1月1日调出医保目录	-	未集采	-	-	-	-
醋酸艾替班特注射液	2023.04	乙类	视同通过一致性评价	未集采	-	-	0.09	0.0%

资料来源: 圣诺生物年报、Insight、PDB 数据库、开源证券研究所

卡贝缩宫素注射液主要应用于产科领域选择性硬膜外或腰麻下剖腹产术后, 以预防子宫收缩乏力和产后出血, 最早于 1984 年在中国上市。公司卡贝缩宫素注射液系国内首仿品种, 目前已经通过注射剂仿制药质量和疗效一致性评价。根据 PDB 数据统计, 2022 年国内卡贝缩宫素市场规模约 3.14 亿元, 同比增长约 17.3%; 其中, 圣诺生物产品销售额约 7504 万元, 市占率约 23.9%。卡贝缩宫素已被纳入全国第九批集采, 公司产品未中标, 预计会对 2024 年销售造成一定影响。

图32: 国内卡贝缩宫素市场规模整体增速稳健(百万元)


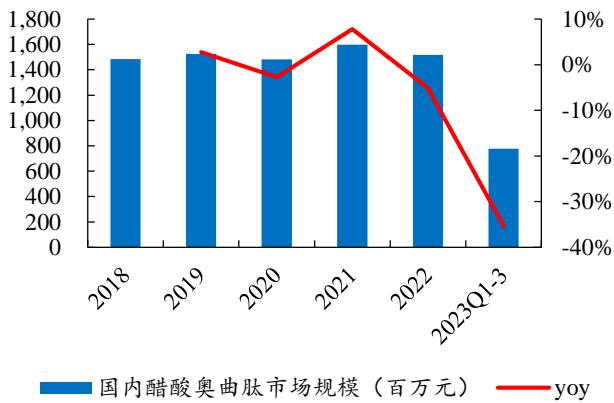
数据来源: PDB 数据库、开源证券研究所

图33: 2022年国内卡贝缩宫素市场公司市占率约 23.9%


数据来源: PDB 数据库、开源证券研究所

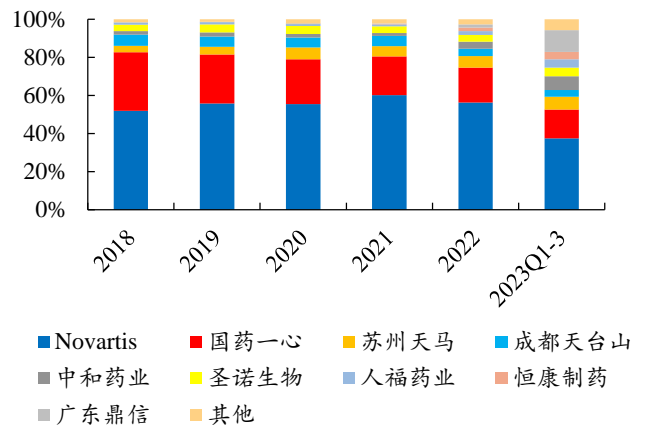
醋酸奥曲肽制剂是瑞士诺华公司研发的人体生长抑素类似物, 用于肝硬化所致食道-胃静脉曲张出血的紧急治疗、预防胰腺术后并发症及缓解与胃肠内分泌瘤有关的症状和体征, 1988 年在美国和欧洲上市, 成都天台山制药有限公司于 2003 年实现国内首仿。2022 年国内醋酸奥曲肽市场规模约 15.16 亿元, 同比下滑 5.1%; 公司产品已中标全国第七批药品集采, 2022 年销售额约 5418 万元, 占比约 3.6%。

图34：2018-2022 年国内醋酸奥曲肽市场规模整体稳定



数据来源：PDB 数据库、开源证券研究所

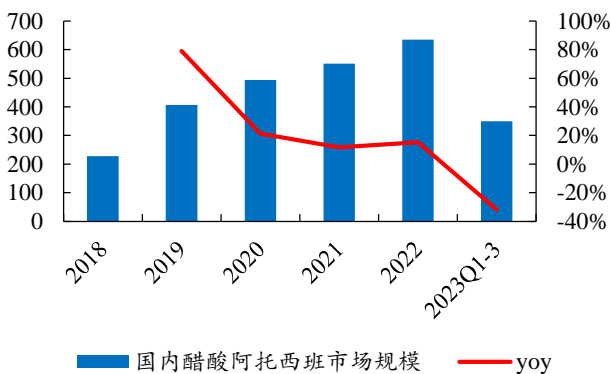
图35：2022 年国内醋酸奥曲肽市场公司市占率约 3.6%



数据来源：PDB 数据库、开源证券研究所

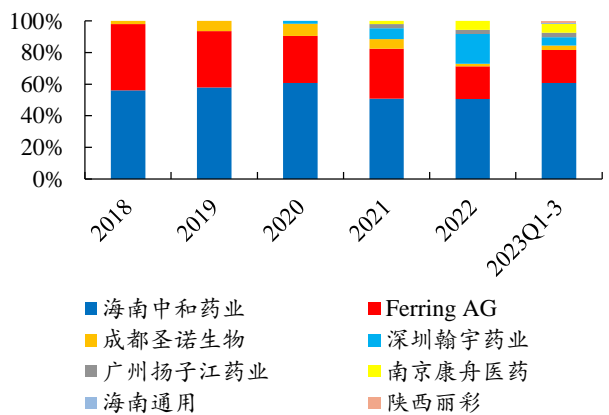
醋酸阿托西班注射液主要用于治疗胎儿早产药物，可抑制宫缩，使环状肽催产素介导的前列腺素分泌减少，达到保胎的目的。原研药最早被瑞士辉凌制药集团研发并于2000年上市，国内最早由海南中和药业于2013年实现首仿。根据PDB数据统计，2022年国内醋酸阿托西班注射液市场规模约6.35亿元，同比增长15.3%；其中，圣诺生物市占率约1.6%。随着第八批集采于2023年7月开始执行，醋酸阿托西班注射液市场规模略有下滑，公司产品市占率预计将有较大提升空间。

图36：国内醋酸阿托西班市场规模稳健增长（百万元）



数据来源：PDB 数据库、开源证券研究所

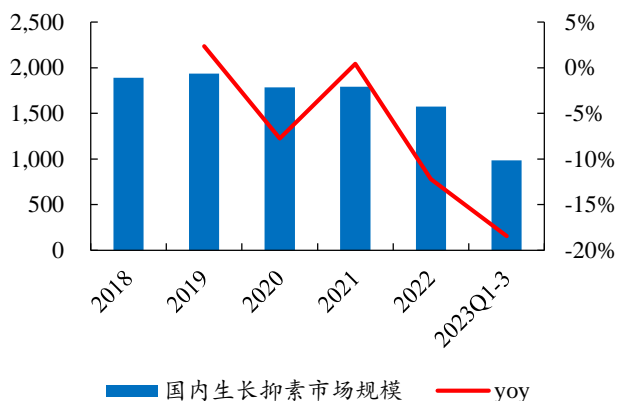
图37：2022 年国内醋酸阿托西班市场公司市占率较低



数据来源：PDB 数据库、开源证券研究所

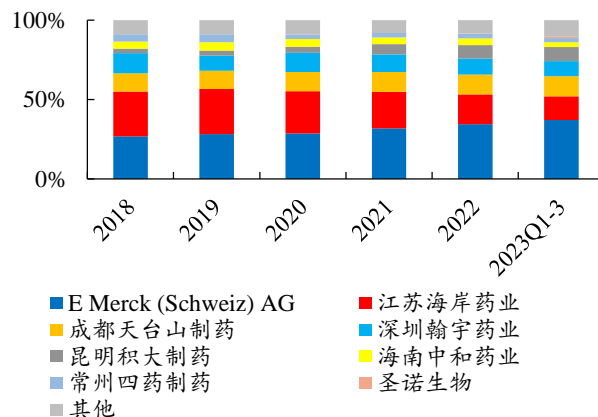
注射用生长抑素主要被用于治疗静脉曲张出血。根据PDB数据统计，2022年国内注射用生长抑素市场规模约15.73亿元，同比下滑约12.2%；其中，圣诺生物产品销售额仅353万元，市占率约0.22%，排名未进前10。随着第八批集采于2023年下半年开始执行，我们预计公司产品市占率将快速提升，打开制剂业务的成长空间。

图38：国内生长抑素市场规模已超 10 亿元（百万元）



数据来源：PDB 数据库、开源证券研究所

图39：2022 年国内生长抑素市场公司市占率未进前 10



数据来源：PDB 数据库、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设

现阶段，圣诺生物不断推进多肽 CDMO、多肽原料药和多肽制剂业务发展，我们预计：

(1) 多肽制剂业务醋酸阿托西班注射液与注射用生长抑素中标全国第八批集采，业绩预计快速增长，2023-2025 年多肽制剂业务的收入增速为 32.89%、25.50%、12.35%；随着中标产品逐渐放量，毛利率有一定程度下滑，2023-2025 年制剂业务毛利率为 73.00%、67.00%、67.00%。

(2) 随着海外以 GLP-1 药物为代表的多肽产品快速放量，对原料药的需求大幅提升，预计 2023-2025 年公司多肽原料药收入增速为 -12.34%、90.23%、27.18%；随着高毛利率的 GLP-1 原料药商业化订单增加，毛利率预计快速增长，2023-2025 年多肽原料药业务毛利率为 55.00%、59.00%、63.00%。

(3) 随着客户管线不断向后期推进，我们预计 2025 年公司 CDMO 业务将迎来快速发展期，预计 2023-2025 年 CDMO 业务收入增速为 18.29%、2.03%、60.29%；随着高毛利率的受托加工服务占比降低，CDMO 业务整体毛利率略有下滑，2023-2025 年 CDMO 业务毛利率为 55.87%、56.05%、46.84%。

(4) 随着收入规模不断增加，公司的销售、管理、研发及财务费用率有望稳步下降。

表15: 2023-2025年圣诺生物各子板块营收预计稳健增长 (单位: 百万元)

子板块	财务表现	2022A	2023E	2024E	2025E
制剂业务	营收	134.66	178.95	224.58	252.31
	同比增速	-24.16%	32.89%	25.50%	12.35%
	毛利率	89.22%	73.00%	67.00%	67.00%
原料药业务	营收	140.60	123.24	234.44	298.17
	同比增速	55.24%	-12.34%	90.23%	27.18%
	毛利率	53.58%	55.00%	59.00%	63.00%
CDMO 业务	营收	111.62	132.03	134.71	215.92
	同比增速	10.34%	18.29%	2.03%	60.29%
	毛利率	55.90%	55.87%	56.05%	46.84%

数据来源: Wind、开源证券研究所

4.2、盈利预测与估值

圣诺生物自成立以来始终聚焦多肽药物领域，重点布局多肽原料药、多肽制剂与多肽 CDMO 业务。三大核心板块近年来稳健发展，多款多肽原料药产品获得海内外备案，多肽制剂产品注射用生长抑素与醋酸阿托西班注射液已中标全国第八批集采，CDMO 在研管线项目持续向后期推进，不断打开成长空间。同时，公司加快多肽产能建设，技改项目与募投项目产能将陆续落地，为未来主营业务发展提供有力支撑。我们看好公司的长期发展，预计 2023-2025 年公司的归母净利润为 0.70/1.41/1.76 亿元，EPS 为 0.63/1.26/1.57 元，当前股价对应 PE 为 49.5/24.7/19.8 倍。我们选择与公司业务相近的诺泰生物、九洲药业与奥锐特与公司做对比，与可比公司的平均估值相比，公司 2024-2025 年估值较低，首次覆盖，给予“买入”评级。

表16: 与可比公司平均估值相比，公司 2024-2025 年估值较低

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速 (%)				PE (倍)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
688076.SH	诺泰生物	57.14	11.9	25.0	22.9	34.5	93.7	75.2	61.4	45.7
603456.SH	九洲药业	18.91	45.3	31.8	25.0	22.9	18.5	14.0	11.2	9.1
605116.SH	奥锐特	22.20	25.0	37.9	30.9	33.2	42.7	30.8	23.6	17.8
	可比公司平均		27.4	31.5	26.3	30.2	51.6	40.0	32.1	24.2
688117.SH	圣诺生物	31.00	5.3	8.7	100.7	24.8	53.8	49.5	24.7	19.8

数据来源: Wind、开源证券研究所 注: 九洲药业与圣诺生物的盈利预测来自开源证券研究所，诺泰生物与奥锐特的盈利预测来自 Wind 一致预期，数据截至 2024 年 3 月 22 日收盘

5、风险提示

医药政策变动、项目进度不及预期、多肽药物研发需求下降。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	652	666	676	887	1068
现金	212	372	492	558	721
应收票据及应收账款	104	107	0	0	0
其他应收款	9	24	13	37	27
预付账款	7	9	9	16	16
存货	101	135	145	252	282
其他流动资产	218	19	17	23	22
非流动资产	305	442	474	574	676
长期投资	0	26	51	76	101
固定资产	184	199	213	275	337
无形资产	46	48	52	57	62
其他非流动资产	75	170	159	166	175
资产总计	957	1108	1150	1460	1744
流动负债	162	225	227	419	554
短期借款	30	50	50	173	265
应付票据及应付账款	8	32	0	0	0
其他流动负债	124	143	176	246	290
非流动负债	9	56	47	39	31
长期借款	0	48	39	31	23
其他非流动负债	9	8	8	8	8
负债合计	171	281	274	458	586
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	80	80	112	112	112
资本公积	407	408	376	376	376
留存收益	298	338	396	506	633
归属母公司股东权益	785	827	877	1002	1159
负债和股东权益	957	1108	1150	1460	1744

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	52	96	226	99	241
净利润	61	64	70	141	176
折旧摊销	18	25	23	29	37
财务费用	-2	-2	29	5	6
投资损失	-1	-2	-1	-1	-2
营运资金变动	-35	-3	103	-77	20
其他经营现金流	11	13	2	3	4
投资活动现金流	-282	21	-55	-127	-138
资本支出	64	136	30	103	114
长期投资	-10	-48	-25	-25	-25
其他投资现金流	-208	205	1	1	1
筹资活动现金流	312	42	-52	-28	-32
短期借款	30	20	0	123	91
长期借款	0	48	-9	-8	-8
普通股增加	20	0	32	0	0
资本公积增加	266	1	-32	0	0
其他筹资现金流	-4	-27	-42	-143	-116
现金净增加额	82	162	120	-56	71

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	387	396	434	594	766
营业成本	108	137	162	229	308
营业税金及附加	5	5	5	7	9
营业费用	152	113	87	89	115
管理费用	40	46	50	74	92
研发费用	14	23	26	33	38
财务费用	-2	-2	29	5	6
资产减值损失	-1	-5	0	0	0
其他收益	7	5	8	8	7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	2	1	1	2
资产处置收益	-0	-0	-0	-0	-0
营业利润	76	73	82	163	203
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	5	0	2	2	3
利润总额	70	72	80	161	200
所得税	9	8	10	20	25
净利润	61	64	70	141	176
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	61	64	70	141	176
EBITDA	84	92	131	182	233
EPS(元)	0.55	0.58	0.63	1.26	1.57

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	2.0	2.4	9.7	36.7	29.1
营业利润(%)	8.6	-3.9	13.2	97.6	24.5
归属于母公司净利润(%)	2.1	5.3	8.7	100.7	24.8
获利能力					
毛利率(%)	72.0	65.5	62.7	61.4	59.8
净利率(%)	15.8	16.3	16.1	23.7	22.9
ROE(%)	7.8	7.8	8.0	14.0	15.2
ROIC(%)	7.0	6.4	9.5	11.0	11.7
偿债能力					
资产负债率(%)	17.9	25.4	23.8	31.4	33.6
净负债比率(%)	-22.2	-32.1	-44.2	-33.8	-36.0
流动比率	4.0	3.0	3.0	2.1	1.9
速动比率	3.3	2.3	2.3	1.5	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	3.9	3.9	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	7.5	6.9	10.2	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.55	0.58	0.63	1.26	1.57
每股经营现金流(最新摊薄)	0.47	0.85	2.02	0.88	2.15
每股净资产(最新摊薄)	7.01	7.38	7.83	8.95	10.34
估值比率					
P/E	56.7	53.8	49.5	24.7	19.8
P/B	4.4	4.2	4.0	3.5	3.0
EV/EBITDA	36.7	34.7	23.6	17.2	13.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn