

评级: 买入(首次)

市场价格: 23.89元

分析师: 祝嘉琦

执业证书编号: S0740519040001

电话: 021-20315150

Email: zhujq@zts.com.cn

分析师: 崔少煜

执业证书编号: S0740522060001

Email: cuisy@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	395.72	435.02	563.39	732.99	968.79
增长率 yoy%	2.38%	9.93%	29.51%	30.10%	32.17%
净利润(百万元)	64.48	70.34	102.14	138.62	177.53
增长率 yoy%	5.28%	9.08%	45.21%	35.72%	28.07%
每股收益(元)	0.58	0.63	0.91	1.24	1.59
每股现金流量	0.85	0.76	1.00	0.44	0.43
净资产收益率	7.80%	7.99%	10.64%	12.62%	13.92%
P/E	41.49	38.04	26.20	19.30	15.07
PEG	7.86	4.19	0.58	0.54	0.54
P/B	3.24	3.04	2.79	2.44	2.10

备注: 截止 2024 年 8 月 7 日

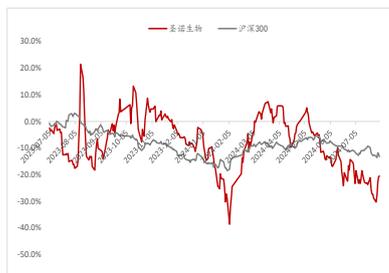
报告摘要

- 产业链共振，多肽 C(D)MO 行业有望迎来快速成长期。1、需求端：GLP-1 扩容、重磅品种专利到期推动需求强劲增长：减重患者基数庞大，且伴随 GLP-1 新适应症持续开拓，行业景气有望持续，据沙利文数据，预计 2024 年全球多肽药物市场规模约 876 亿美元(+10.2%)，国内约 156 亿美元(+19.1%)；2、供给端：高生产壁垒带来整体格局较好，多肽原料药跟随下游享受高成长红利：多肽药物生产壁垒较高，国内玩家有限，利拉鲁肽及司美格鲁肽原料药申报登记仅 8 家。我们预计 2030 年全球 GLP-1 重磅产品原料药潜在市场空间约为 51.8 亿美元，市场空间广阔。
- 小而美的多肽头部公司，产能释放后有望迎来快速发展。1、多肽领域布局全面，先发优势显著：公司深耕多肽领域 23 年，业务覆盖多肽原料药、多肽制剂、多肽创新药 CDMO，是国内领先的多肽药物工艺研发和规模化生产企业。2、新产能落地后有望带来新一轮成长曲线：①原料药方面，2024 年上半年 IPO 募投项目“年产 395 千克多肽原料药生产线项目”主体建设已经完工；新建 106、107、108 原料药车间亦在有序推进，我们预计随着新产能的逐步落地，公司多肽原料药业务有望提速增长；②制剂方面，募投项目“制剂产业化技术改造项目”预计于 2025 年 6 月达到预定可使用状态，届时有望带来多肽制剂业务的进一步扩容。
- 三大板块协同发展，长期成长可期：1、多肽原料药：产品布局丰富，客群基础优厚，未来有望受益 GLP-1 放量带来快速增长。截止 2024 年 7 月底，公司拥有 19 个自主研发的多肽类原料药品种，取得 14 个品种多肽原料药国内生产批件或激活备案，其中恩夫韦肽、卡贝缩宫素为国内首仿。同时取得 10 个品种的 DMF 备案，其中艾替班特为首家提交此品种 DMF 备案的仿制原料药；2、多肽制剂：基本盘业务，制剂产品众多，有望受益原料药制剂一体化规模优势带动制剂板块持续放量；3、多肽 CDMO：当前公司多肽创新药 CDMO 早期项目较多，后续随着前端项目逐步向后端延伸，板块有望逐步发力，带来长期持续成长。
- 盈利预测与估值：结合公司业务布局规划及产能落地情况，我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 5.63 亿元、7.33 亿元、9.69 亿元，增速分别为 29.51%、30.10%、32.17%；归母净利润分别为 1.02 亿元、1.39 亿元、1.78 亿元，增速分别为 45.21%、35.72%、28.07%。考虑到公司所处赛道景气度较高，公司自身具备一定的先发优势，后续有望伴随新产能落地迎来快速增长，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示事件：研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险、产能提升不及预期风险、创新药研发项目失败的风险、毛利率下降的风险、原材料及其价格上涨的风险、环保和安全生产风险、行业规模测算偏差风险

基本状况

总股本(百万股)	112.00
流通股本(百万股)	112.00
市价(元)	23.89
市值(百万元)	2675.68
流通市值(百万元)	2675.68

股价与行业-市场走势对比



相关报告

投资主题

报告亮点

报告的创新之处:

- 1) 深度解析公司各项基本面: 从历史、管理层、业务、产能等角度剖析公司。
- 2) 深度分析多肽 C (D) MO 行业: 从供给和需求端分析多肽 C (D) MO 行业发展趋势。
- 3) 深度剖析公司各项业务及发展趋势: 对公司多肽原料药、多肽制剂、多肽 CDMO 服务进行较为深度的分析。
- 4) 拆分细致: 报告对公司各块业务进行较为深入的细致拆分, 以求更好预测公司未来发展。

投资逻辑

- 1) 多肽 C (D) MO 行业持续高景气: 减重患者基数庞大+新适应症开拓带动 GLP-1 需求强劲、多肽大品种专利到期带来仿制药需求提升、多肽生产壁垒较高带来整体格局较好;
- 2) 公司多肽原料药、CDMO 有望逐步迎来收获: 公司深耕多肽行业 23 载, 多肽业务布局全面, 具备一定的先发优势, 短中期伴随下游需求旺盛, 产能逐步落地, 多肽原料药业务有望提速增长。长期伴随多肽 CDMO 前期项目不断向后端延伸, 成长空间有望逐步打开。

关键假设、估值与盈利预测

关键假设:

假设一: 公司近年各项费用基本稳定, 利拉、司美等项目预计 25 年逐步延伸至临床阶段, 研发投入或有增加, 因此假设未来三年仅研发费用率略有增加;

假设二: GLP-1 行业景气持续提升, 23 年利拉鲁肽专利到期, 24 年仿制药需求爆发有望带来公司 24-26 年 GLP-1 原料药逐步放量, 进而带动多肽原料药板块快速增长;

假设三: 受托加工服务业务 25 年或将受集采影响有所下滑;

假设四: 公司多肽 CDMO 业务有 2-3 个项目处临床后期阶段, 预计 25、26 年有望带来较大弹性。

估值方法: PE 估值法

采用相对估值法进行估值, 选取 GLP-1 原料药公司诺泰生物、奥锐特, 拥有 GLP-1 制剂博瑞医药作为可比公司, 2024 年平均估值为 41.0 倍。

盈利预测结果:

结合公司业务布局规划及产能落地情况, 我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 5.63 亿元、7.33 亿元、9.69 亿元, 增速分别为 29.51%、30.10%、32.17%; 归母净利润分别为 1.02 亿元、1.39 亿元、1.78 亿元, 增速分别为 45.21%、35.72%、28.07%。

内容目录

产业链共振，多肽行业有望迎来快速成长期	- 5 -
需求端：GLP-1 扩容、重磅品种专利到期推动需求强劲增长	- 5 -
供给端：高生产壁垒带来整体格局较好，多肽原料药跟随下游享受高成长红利	- 9 -
小而美的多肽头部公司，产能释放后有望迎来快速发展	- 12 -
深耕多肽行业 23 载，全方位多领域协同布局	- 12 -
新产能落地后有望带来新一轮成长曲线.....	- 15 -
三大板块协同发展，长期成长可期	- 16 -
多肽原料药：产品布局丰富，有望受益行业需求爆发.....	- 17 -
多肽制剂：基本盘业务，多个制剂有望持续放量	- 18 -
多肽 CDMO：研发管线充裕，项目持续延伸有望带来更快增长	- 21 -
盈利预测与估值	- 22 -
盈利预测	- 22 -
投资建议	- 23 -
风险提示	- 25 -
研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险	- 25 -
产能提升不及预期风险	- 25 -
创新药研发项目失败的风险	- 25 -
毛利率下降的风险	- 25 -
原材料供应及其价格上涨的风险.....	- 25 -
环保和安全生产风险.....	- 25 -
行业规模测算偏差风险	- 25 -

图表目录

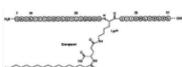
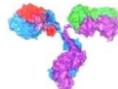
图表 1: 多肽药物与传统小分子化药和蛋白质药物的比较.....	- 5 -
图表 2: 多肽产业链概况.....	- 5 -
图表 3: 全球多肽药物市场规模概况 (亿美元)	- 6 -
图表 4: 国内多肽药物市场规模概况 (亿美元)	- 6 -
图表 5: GLP-1R 受体激动剂机理介绍.....	- 7 -
图表 6: 2016-2030 年全球 GLP-1R 激动剂市场规模及预测 (亿美元)	- 7 -
图表 7: 部分多肽药物专利到期概况.....	- 7 -
图表 8: 全球药品专利到期导致销售损失 (十亿美元)	- 8 -
图表 9: 多肽合成方法概况	- 9 -
图表 10: 2030 年全球重磅 GLP-1 产品原料药市场规模测算 (亿美元)	- 11 -
图表 11: GLP-1 大单品原料药国内申报登记情况及对比.....	- 11 -
图表 12: 公司发展历程	- 12 -
图表 13: 圣诺生物核心管理层介绍.....	- 13 -
图表 14: 圣诺生物 2023 年限制性股权激励计划概况.....	- 13 -
图表 15: 圣诺生物业务概况	- 14 -
图表 16: 公司收入结构 (百万元)	- 14 -
图表 17: 圣诺生物产能概况.....	- 15 -
图表 18: 圣诺生物三大核心业务概况.....	- 16 -
图表 19: 公司多肽原料药增长概况 (百万元)	- 17 -
图表 20: 部分公司多肽原料药品种概况.....	- 18 -
图表 21: 公司多肽制剂业务增长概况 (百万元)	- 19 -
图表 22: 部分公司多肽制剂品种概况.....	- 20 -
图表 23: 公司多肽 CDMO 增长概况 (百万元)	- 21 -
图表 24: 公司多肽 CDMO 客户研发管线概况.....	- 21 -
图表 25: 各业务收入预测(百万元)	- 23 -
图表 26: 可比公司估值 (百万元)	- 23 -
图表 27: 圣诺生物财务报表预测 (单位: 百万元)	- 24 -

产业链共振，多肽行业有望迎来快速成长期

需求端：GLP-1 扩容、重磅品种专利到期推动需求强劲增长

- 多肽药物：**应用广泛，具有稳定性强、选择性高、副作用低等优势。肽是由多个氨基酸通过脱水缩合形成肽键连接而成的一类化合物，一般氨基酸数目小于 10 个称为寡肽，10~50 个间称为多肽，50 个以上称为蛋白质。多肽广泛参与并调节人体各项功能活动，如甲状腺素、胰岛素、生长因子等均属多肽类物质。多肽药物分子量介于生物药与化药之间，主要来源于内源性多肽或其他天然多肽，广泛作用于各项循环系统治疗相应疾病。

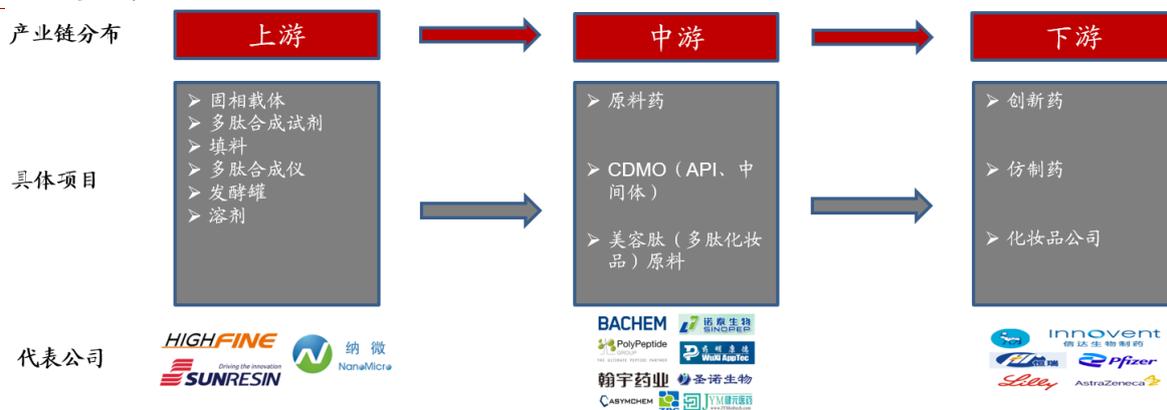
图表 1：多肽药物与传统小分子化药和蛋白质药物的比较

药物	小分子化药	多肽药物	大分子药物
相对分子质量 (Da)	一般不高于 500	500-10000	一般 > 10000
稳定性	好	较好	差
生物活性	较低	高	高
特异性	弱	强	强
免疫原性	无	无或低	有
纯度	高	高	较低
成本	低	高	更高
案例	阿司匹林	利拉鲁肽	单克隆抗体
			
	原子个数：21 相对分子量：180	原子个数：531 相对分子量：3,751	原子个数：>25,000 相对分子量：~150,000

来源：《药学进展》，中泰证券研究所

- 多肽产业链：**多肽产业链可分为：①多肽创新药、多肽仿制药及多肽化妆品为主的下游，②以仿制药原料药、多肽 CDMO、美容肽原料公司为主的中游，③以及以多肽合成试剂、固相载体树脂、填料、固相合成仪为主的上游。

图表 2：多肽产业链概况



来源：各公司招股书，各公司官网，中泰证券研究所

- 多肽药物因 GLP-1R 激动剂的减重等新适应症持续放量有望迎来新一轮增长：

①全球多肽药物市场规模稳步增长，国内市场快速增长。国际上的多肽药物主要分布在糖尿病、罕见病和肿瘤领域，如利拉鲁肽、度拉糖肽、索玛鲁肽等。随着临床范围不断扩大、新品陆续上市，凭借疗效优异、适应性广、安全性高等优势，全球多肽药物市场规模稳健增长，据沙利文数据，预计 2024 年全球多肽药物销售达 876 亿美元，2021-2024 年 CAGR 约 9.1%。而国内多肽市场起源于 20 世纪 90 年代初，诺华、默克等在中国注册多个化学合成多肽药物。虽然国内起步晚，但发展速度迅猛，预计 2024 年国内多肽药物市场规模约 156 亿美元，2021-2024 年 CAGR 约 17.2%。

图表 3：全球多肽药物市场规模概况（亿美元）



来源：沙利文，中泰证券研究所

图表 4：国内多肽药物市场规模概况（亿美元）

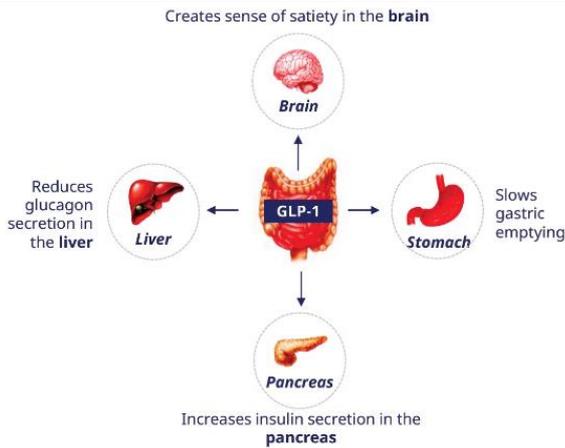


来源：沙利文，中泰证券研究所

②GLP-1R 减重需求有望带来多肽药物新一轮提速增长：**a.GLP-1**：是一种天然存在于人体的肠促胰岛素，通过激动广泛分布的 GLP-1 受体发挥减肥作用，但极易降解；**b.GLP-1R 激动剂安全有效，已成为减肥药物临床研究的核心靶点**。多款 GLP-1R 激动剂成功上市，其主要适应症为成人 2 型糖尿病。目前有诺和诺德的利拉鲁肽、司美格鲁肽及礼来的替尔泊肽获批减肥适应症；**c.GLP-1R 激动剂类药物凭借优异的减重效果，良好的安全性和心血管受益，未来有望成为减重市场的核心品类**，同时在国内其临床进展较快，司美及利拉国内减重适应症处上市申报中；**d.减重患者基数庞大**，据 Insight 数据显示，2019 年国内成人的超重和肥胖率分别为 34.3%和 16.4%，且世界肥胖联盟预测国内 2035 年约 18%成人 BMI \geq 30kg/m²，年增速高达 5.4%，患者基数庞大；**e.全球 GLP-1R 激动剂市场规模**：据沙利文数据，预计 2024 年全球 GLP-1R 激动剂市场规模约 246 亿美元 (+17.1%)；**f.重磅 GLP-1R 激动剂处快速放量期**：据诺和诺德财报数据，2023 年全球司美格鲁肽合计销售约 212.0 亿美元（按 2023 年平均汇率：1 丹麦克朗=0.1454 美元计算），其中 Ozempic 约 139.2 亿美元 (+60%)，Rybelsus 约 27.3 亿美元 (+66%)，Wegovy 约 45.6 亿美元 (+407%)，此外，礼来财报数据，2023 年替尔泊肽上市仅一年销售

达 53.39 亿美元。**g.GLP-1R 新适应症拓展**：2023 年 8 月 8 日，诺和诺德发布司美格鲁肽心血管结局试验 SELECT 的主要结果，试验实现了主要目标，具有里程碑意义。2023 年 10 月 10 日，诺德诺德公布司美格鲁肽慢性肾病疗效优异，提前终止 III 期临床。此外，2024 年 8 月 1 日，礼来宣布替尔泊肽治疗肥胖伴射血分数保留型心力衰竭的 III 期 SUMMIT 研究取得了积极结果。

图表 5: GLP-1R 受体激动剂机理介绍



来源：诺和诺德官网，中泰证券研究所

图表 6: 2016-2030 年全球 GLP-1R 激动剂市场规模及预测 (亿美元)



来源：沙利文，中泰证券研究所

■ 3) 多个重磅品种专利逐步到期推动下游仿制药需求快速提升:

①多个重磅多肽药物专利逐步到期，下游多肽仿制药市场迎来重要机遇。近年来随着利那洛肽、戈舍瑞林、兰瑞肽、奥曲肽等多个重磅多肽药物的专利保护期陆续到期，为多肽仿制药企及 CMO 公司迎来了较大的发展机遇。未来随着利那洛肽、戈舍瑞林等品种到期，多肽仿制药行业红利期有望持续

图表 7: 部分多肽药物专利到期概况

通用名	商品名	原研企业	专利到期年度	治疗领域	2022年销售额 (亿美元)
利那洛肽	Linaclotide	IRONWOOD	2022 年	肠易激综合征	26.2
戈舍瑞林	Zoladex	阿斯利康	2022 年	前列腺癌等	34.1
格拉替雷	Copaxone	梯瓦	2017 年、2015 年 (美国)	多发性硬化症	6.9
利拉鲁肽	Victoza	诺和诺德	2017 年 (中国)	2 型糖尿病	33.0
地加瑞克	Degarelix	辉凌制药	2017 年	前列腺癌	1.5
奥曲肽	Sandostatin	诺华	2014 年	肢端肥大症等	12.1
兰瑞肽	Lanreotide	IPSEN	2014 年	肢端肥大症	12.8

来源：公司公告，国家药监局，沙利文，肽研社，中泰证券研究所

②专利到期后,CMO 需求也有望快速提升。据 EvaluatePharma 的数据，在 2010-2024 年间，受专利到期影响的药物的销售金额合计达 5,400 亿美元，而由于专利到期将造成创新药企约 3,140 亿美元的销售损失 (占总比重约 58.15%)。为应对专利悬崖，保证在药品价格大幅下降的同时利润水平维持在较高水平，A.创新药企积极寻求与专业 CMO 企业合作，

以不断优化药品生产工艺,降低生产成本,B.而仿制药企为加快仿制药上市进度,抢占市场份额,一般会与专业 CMO 企业积极合作

图表 8: 全球药品专利到期导致销售损失 (十亿美元)



来源: EvaluatePharma, 中泰证券研究所

供给端：高生产壁垒带来整体格局较好，多肽原料药跟随下游享受高成长红利

■ **多肽 C(D)MO:多肽药物生产壁垒较高,C(D)MO 外包率或将快速提升,国内玩家有限。**

①**多肽药物生产壁垒较高**: 目前多肽药物主要由液相、固相、生物发酵叠加液相三种主流化学合成方法制备。其生产壁垒主要为: 合成难度较大, 收率较低: 源于其是一个重复添加氨基酸的过程, 随着肽链的增长, 需要的循环偶联也越多, 对长链多肽药物而言, 其合成过程往往需要经过 10~100 步化学反应, 副反应较多, 极容易出现错接肽、消旋肽、缺失肽等较多且较大的杂质, 导致合成及生产过程的效率和收率较低。纯化难度较高: 合成后取得的粗品中杂质相当复杂, 如通常利拉鲁肽反应后杂质数量往往多达 100 种以上, 需多次纯化 (通常需要 4 步), 收率损失较大 (总体收率能达 20%左右已属于较高水平), 因此纯化技术亦成为多肽药物制备的另一关键步骤和技术难点。放大效应导致合成路线需重新摸索: 在工艺放大生产过程中, 放大效应使多肽药物规模化生产时对合成工艺和生产控制的要求较高。行业内大部分企业收率较低, 单批次产量仅能达到克级、百克级的水平, 难以实现大规模生产。因此相比创新药企, 拥有多肽药物生产平台、掌握大量生产 know how 的多肽 C(D)MO 有望承接更多订单, 行业外包渗透率有望持续提升。

图表 9: 多肽合成方法概况

方法	简介	优点	缺点	适用	代表品种
液相合成	逐步合成: 从链的C'末端氨基酸开始, 向不断增加的氨基酸组分中反复添加单个α-氨基保护的氨基酸。 片段缩合: 将目标序列合理分割为片段, 再逐步合成各个片段, 最后按序列要求将各个片段进行缩合。	每步中间产物都可纯化、可获得中间产物的理化常数、可随意进行非氨基酸修饰、可避免氨基酸缺失	每次反应后均需纯化或结晶, 耗费大量时间, 且收率较低	较适于合成短肽	蓝铜胜肽
固相合成	与固相载体 (树脂) 为载体进行肽链合成	大大简化了每步反应的后处理操作, 不溶性载体键合的聚合物只要简单的反复过滤和洗涤, 就可从可溶性的溶剂和副产物中分离出来, 产率相对较高, 且能够实现自动化	粗品纯度不如液相合成物, 必需通过可靠的分离手段进行纯化	更适于合成中、长肽	替尔泊肽、玛仕度肽、司美格鲁肽、利拉鲁肽等
合成生物学	生物法是利用生物技术手段, 如基因重组技术、发酵技术等方法合成多肽。生物法中的合成分为两个阶段, 即: 基因改造 (转染重组质粒) 和发酵合成。 基因改造: 将目标序列合理分割为片段, 再逐步合成各个片段, 最后按序列要求将各个片段进行缩合。 发酵合成: 利用在发酵容器中大量培养这些重组菌株, 以生产大量的多肽。	高效: 发酵法是一种高效的生产多肽的方法。通过对菌种、培养基、发酵条件等参数的调控, 可以使产量和纯度达到最优状态。 环保: 相比传统的化学合成方法, 发酵法不需要使用有机溶剂等对环境有害的化学物质。 易于控制生产: 发酵法生产多肽具有较好的可控性。制备多肽时, 通过调整发酵条件, 可以精确控制多肽的分子量和种类。这有利于制备有特定功能的多肽。	生产周期长: 发酵法生产多肽的周期通常较长, 需要进行较长时间的培养和发酵。这不仅增加了生产周期和成本, 还需要消耗大量的能源, 对环境造成了较大压力。 菌种和培养基的选择困难: 发酵法生产多肽需要选择合适的菌种和培养基。大多数菌种对于培养基的选择有一定的限制, 选择不当会导致产量和品质的下降。同时, 不同的多肽所需的菌株和培养基也不同, 这增加了生产的难度。	适于合成中肽	司美格鲁肽、利拉鲁肽等

来源: EvaluatePharma, 诺泰生物招股书, 中泰证券研究所

②**市场规模**: 我们预计 2030 年全球 GLP-1 重磅产品原料药潜在空间为 51.8 亿美元。

核心假设:

假设一: 预计 2030 年全球糖尿病患者约 6.43 亿人: 据 2021 年国际糖尿病联盟(IDF)公布, 2021 年全球约 5.37 亿 20-70 岁的成年人患有糖尿病, 预计到 2030 年总人数将上升至 6.43 亿, 2021-2030 年复合增长 2%。

假设二: 预计 2030 年全球超重及肥胖人数约 50.63 亿人: 据 2023 版《世界肥胖地图》数据, 预计到 2030 年全球超重人群约 40.05 亿人, 肥胖人群约 19.14 亿人, 2030 年超重及肥胖人群合计约 50.63 亿人, 2021-2030 年复合增长 3.5%。

假设三: 预计专利到期后 GLP-1 终端价格快速下降, 渗透率快速增长: 据 Drugs.com 及诺和诺德数据披露, 目前海外 Wegovy、Ozempic 出厂报价每月分别约 1350 及 900 美元, 而复方药房价格约 199 美元, 我们

假设随着 2026 年司美专利全球逐步到期,制剂终端价格有望快速下跌,叠加当下产能较为紧张,26、27 年后全球产能落地,产品渗透率有望快速提升。

假设四: 随着全球多肽产能逐步提升,预计 GLP-1 的 API 价格有望延续过去几年趋势,每年降低大约 26%左右: 据《QYOBO platform》数据,司美格鲁肽 API 的全球平均价格从 2019 年的 300 万美元/kg 下降至 84.3 万美元/kg,年下降幅度约 27%。且司美格鲁肽、利拉鲁肽及替尔泊肽合成方法类似,均为 30-45 个肽之间,规模化后成本差异较小。因此假设随着新产能逐步落地,整体 GLP-1 API 价格有望延续当下的趋势,即假设 2030 年 GLP-1 API 约 10 万美元/kg。

- **我们预计 2030 年全球重磅 GLP-1 产品原料药总用量约 50.5 吨,潜在市场空间约 51.8 亿美元。**

图表 10: 2030 年全球重磅 GLP-1 产品原料药市场规模测算 (亿美元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
全球糖尿病患者 (百万人)	537	548	559	570	581	593	605	617	629	643
全球利拉鲁肽Victoza (降糖) 每人年费用 (美元)	10618	10618	10618	1062	1062	1062	1062	1062	1062	1062
全球利拉鲁肽Victoza (降糖) 销售额 (百万美元)	2138	1750	1230	727	927	882	836	787	736	684
全球利拉鲁肽Victoza (降糖) 用量人数 (百万人)	0.20	0.16	0.12	0.68	0.87	0.83	0.79	0.74	0.69	0.64
全球利拉鲁肽Victoza (降糖) 渗透率	0.04%	0.03%	0.06%	0.12%	0.15%	0.14%	0.13%	0.12%	0.11%	0.10%
全球利拉鲁肽Victoza (降糖) 原料药用量 (kg)	132	108	76	450	573	546	517	487	455	423
全球减重/肥胖患者 (百万人)	3721	3856	3995	4140	4290	4435	4584	4738	4898	5063
全球利拉鲁肽Saxenda (减重) 每人年费用 (美元)	10618	10618	10618	1062	1062	1062	1062	1062	1062	1062
全球利拉鲁肽Saxenda (减重) 销售额 (百万美元)	1068	1516	1461	238	308	318	329	340	351	363
全球利拉鲁肽Saxenda (减重) 用量人数 (百万人)	0.10	0.14	0.11	0.22	0.29	0.30	0.31	0.32	0.33	0.34
全球利拉鲁肽Saxenda (减重) 渗透率	0.00%	0.00%	0.00%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%
全球利拉鲁肽Saxenda (减重) 原料药用量 (kg)	66	94	71	147	190	197	203	210	217	225
全球利拉鲁肽制剂销售规模 (亿美元)	32	33	27	10	12	12	12	11	11	10
全球利拉鲁肽原料药用量 (kg)	198	202	147	597	764	743	721	697	673	648
全球司美格鲁肽Ozempic (降糖注射) 每人年费用 (美元)	4014	4014	4014	4014	4014	401	401	401	401	401
全球司美格鲁肽Ozempic (降糖注射) 销售额 (百万美元)	4786	8485	13592	18900	24416	4981	7621	10364	13214	16205
全球司美格鲁肽Ozempic (降糖注射) 用量人数 (百万人)	1.19	2.11	3.39	4.71	6.08	12.41	18.98	25.82	32.92	40.37
全球司美格鲁肽Ozempic (降糖注射) 渗透率	0.22%	0.39%	0.61%	0.83%	1.05%	2.09%	3.14%	4.19%	5.23%	6.28%
全球司美格鲁肽Ozempic (降糖注射) 原料药用量 (kg)	62	110	176	610	788	1608	2460	3346	4266	5232
全球司美格鲁肽Rybelsus (降糖口服) 每人年费用 (美元)	12524	12524	12524	12524	12524	1252	1252	1252	1252	1252
全球司美格鲁肽Rybelsus (降糖口服) 销售额 (百万美元)	687	1604	2663	3762	4905	1001	2041	4164	8495	17363
全球司美格鲁肽Rybelsus (降糖口服) 用量人数 (百万人)	0.05	0.13	0.21	0.30	0.39	0.80	1.63	3.32	6.78	13.86
全球司美格鲁肽Rybelsus (降糖口服) 渗透率	0.01%	0.02%	0.04%	0.05%	0.07%	0.13%	0.27%	0.54%	1.08%	2.16%
全球司美格鲁肽Rybelsus (降糖口服) 原料药用量 (kg)	140	327	543	768	1001	2041	4164	8495	17330	35422
全球司美格鲁肽Wegovy (减重注射) 每人年费用 (美元)	11154	11154	11154	11154	11154	1115	1115	1115	1115	1115
全球司美格鲁肽Wegovy (减重注射) 销售额 (百万美元)	125	879	4451	8280	12381	6399	11907	17778	24031	30686
全球司美格鲁肽Wegovy (减重注射) 用量人数 (百万人)	0.01	0.08	0.40	0.74	1.11	5.74	10.67	15.94	21.54	27.51
全球司美格鲁肽Wegovy (减重注射) 渗透率	0.00%	0.00%	0.01%	0.02%	0.03%	0.13%	0.23%	0.34%	0.44%	0.54%
全球司美格鲁肽Wegovy (减重注射) 原料药用量 (kg)	1	10	50	93	139	716	1332	1989	2689	3433
全球司美格鲁肽制剂销售额 (亿美元)	56	110	207	309	417	124	216	323	457	643
全球司美格鲁肽原料药用量 (kg)	204	447	769	1470	1927	4365	7957	13830	24285	44087
全球替尔泊肽Mounjaro (降糖注射) 每人年费用 (美元)	14758	14758	14758	14758	14758	14758	14758	14758	14758	14758
全球替尔泊肽Mounjaro (降糖注射) 销售额 (百万美元)	0	483	5163	8630	12234	15979	19869	23907	28100	32513
全球替尔泊肽Mounjaro (降糖注射) 用量人数 (百万人)	0.00	0.03	0.35	0.58	0.83	1.08	1.35	1.62	1.90	2.20
全球替尔泊肽Mounjaro (降糖注射) 渗透率	0.00%	0.01%	0.06%	0.10%	0.14%	0.18%	0.22%	0.26%	0.30%	0.34%
全球替尔泊肽Mounjaro (降糖注射) 原料药用量 (kg)	0	26	273	456	647	845	1050	1264	1485	1718
全球减重/肥胖患者 (百万人)	3721	3856	3995	4140	4290	4435	4584	4738	4898	5063
全球替尔泊肽Zepbound (减重注射) 每人年费用 (美元)	14632	14632	14632	14632	14632	14632	14632	14632	14632	14632
全球替尔泊肽Zepbound (减重注射) 销售额 (百万美元)	0	0	176	1697	6269	11635	17355	35879	55631	76674
全球替尔泊肽Zepbound (减重注射) 用量人数 (百万人)	0.00	0.00	0.01	0.12	0.43	0.80	1.19	2.45	3.80	5.24
全球替尔泊肽Zepbound (减重注射) 渗透率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.01%	0.02%	0.03%	0.05%	0.08%	0.10%
全球替尔泊肽Zepbound (减重注射) 原料药用量 (kg)	0	0	9	90	334	620	925	1913	2966	4087
全球替尔泊肽制剂销售额 (亿美元)	0	5	53	103	185	276	372	598	837	1092
全球替尔泊肽原料药用量 (kg)	0	26	282	547	981	1465	1975	3176	4451	5806
全球重磅GLP-1产品制剂销售额 (亿美元)	88	147	287	422	614	412	600	932	1306	1745
全球重磅GLP-1产品原料药用量 (kg)	402	675	1198	2614	3672	6573	10653	17704	29408	50540
全球重磅GLP-1产品原料药价格 (万美元/kg)	160	117	84	62	46	34	25	19	14	10
全球重磅GLP-1产品原料药规模 (亿美元)	6.4	7.9	10.1	16.3	17.0	22.5	26.9	33.1	40.7	51.8

来源: 2021 年国际糖尿病联盟 (IDF), 2023 版《世界肥胖地图》, Drugs.com, 《QYOB0 platform》, 诺和诺德、礼来财报, 中泰证券研究所

③行业格局: 根据 CDE 官网数据, 截止 2024 年 8 月 6 日, 国内利拉鲁肽及司美格鲁肽原料药申报登记仅 8 家, 整体格局较好。

图表 11: GLP-1 大单品原料药国内申报登记情况及对比

序号	登记号	品种名称	公司名称	包装规格	更新日期	与制剂共同审评审批结果
1	Y20220000633	利拉鲁肽	诺泰生物	1000g/包	2023/2/7	I
2	Y20220000896	利拉鲁肽	翰宇药业	1g/袋; 5g/袋; 10g/袋; 15g/袋; 50g/袋	2022/11/4	I
3	Y20220000141	利拉鲁肽	天吉生物	5g/瓶, 20g/瓶, 50g/瓶, 100g/瓶	2022/9/13	I
4	Y20220000540	利拉鲁肽	翰宇药业	50g/袋	2022/7/19	I
5	Y20190000975	利拉鲁肽	健元医药	200g/包	2019/10/25	I
6	Y20180001759	利拉鲁肽	圣诺生物	/	/	I
1	Y20230000279	司美格鲁肽	湃肽生物	50g/瓶	2023/4/25	I
2	Y20230000037	司美格鲁肽	健翔生物	200g/听	2023/2/16	I
3	Y20220001086	司美格鲁肽	诺泰生物	1kg/袋	2023/1/10	I
4	Y20220001169	司美格鲁肽	天吉生物	30g/瓶, 50g/瓶, 100g/瓶, 200g/瓶, 300g/瓶	2023/1/9	I
5	Y20240000122	司美格鲁肽	海南中和	50g/瓶, 100g/瓶, 200g/瓶, 300g/瓶, 500g/瓶	2024/2/22	I

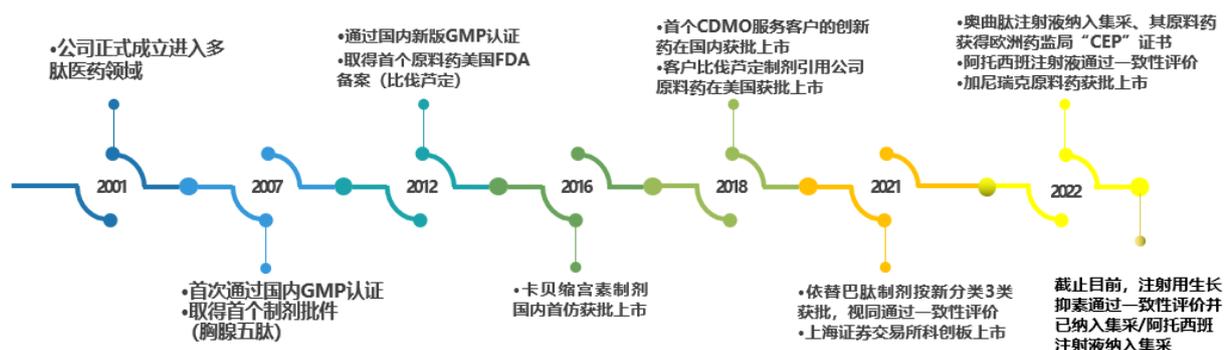
来源: CDE 官网, 中泰证券研究所 注: 截止 2024 年 8 月 6 日

小而美的多肽头部公司，产能释放后有望迎来快速发展

深耕多肽行业 23 载，全方位多领域协同布局

- **深耕多肽领域 23 年，提供全流程一体化研发生产服务。**公司成立于 2001 年，是国内领先的多肽药物工艺研发和规模化生产企业，公司主营业务为自主研发、生产和销售在国内外具有较大市场容量及较强竞争力的多肽原料药和制剂产品，同时公司依托在多肽药物研发和规模化生产领域的技术优势，为国内外医药企业提供多肽创新药药学研究服务、多肽类产品定制生产服务以及多肽药物生产技术转让服务。此外，公司还提供小分子化学药物左西孟旦制剂代加工及左西孟旦原料药生产。
- **公司发展历程主要分三个阶段：**1) 2001-2006 年：公司创立，以多肽原料药业务为主，业务规模逐步扩大；2) 2007-2017 年：公司业务逐步拓展至多肽制剂，2007 年首次通过国内 GMP 认证及取得首个制剂批件；3) 2018-至今：业务逐步拓展至多肽 CDMO，全方位布局多肽业务，2018 年公司首个多肽 CDMO 服务客户的创新药在国内获批上市。

图表 12：公司发展历程



来源：公司公告，公司官网，中泰证券研究所

- **董事长行业经验丰富，研发、技术管理团队实力雄厚。**公司董事长文永均先生拥有 30 余年的多肽 C(D)MO 项目经验，带领的管理层团队能力出众，是国内较早一批的多肽行业专家，核心团队均具有 15 年以上多肽合成领域研究和实践经验，曾获得四川省高层次人才引进顶尖创新创业团队称号，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，并完成了胸腺法新的国内首次仿制。

图表 13: 圣诺生物核心管理层介绍

姓名	职务	背景介绍
文永均	董事长、总经理	硕士, 1991年7月至1997年4月, 任海南中和药物研究所所长; 1997年4月至2003年4月, 任成都地奥制药集团有限公司研究所合成室主任; 2003年4月至2013年12月, 任圣诺有限董事长, 总经理。2013年12月至今, 任公司董事长, 总经理
马中刚	副总经理	本科。2005年7月至2010年12月, 任海南中和药业有限公司研究所副所长; 2011年1月至2016年12月, 任圣诺生物研发部总监; 2013年12月至2016年12月, 任公司监事会主席; 2016年12月至今, 任公司副总经理。
王晓莉	副总经理	硕士。1998年7月至2003年2月, 任成都地奥制药集团有限公司研究所主研人员; 2003年3月至今, 历任圣诺有限监事, 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。
伍利	副总经理, 财务负责人	本科。1999年至2014年10月在四川龙蟠集团有限责任公司及子公司先后担任财务部副部长, 部长。2014年10月至今, 担任公司财务部经理。
余啸海	副总经理, 董事会秘书	大专。2010年5月至2012年3月, 任长虹美菱股份有限公司财务管理部会计, 董事会秘书室证券事务助理; 2012年3月至2015年3月, 任成都泓奇实业股份有限公司证券部部长, 证券事务代表; 2015年4月至2022年1月历任公司证券部经理, 投资者关系总监, 证券事务代表。2022年1月至今, 任公司董事会秘书。
董华建	圣诺生物总监	本科, 高级工程师, 公司客户定制肽总监。2004年10月至2008年6月任圣诺生物主管, 2008年7月至2012年12月, 任圣诺生物经理, 2013年1月至今任圣诺生物总监。
郭德文	圣诺制药工艺研发总监	大专, 2000年7月至2002年5月任成都凯泰医药技术员, 2002年6月至2003年3月任广汉源基制药技术主管, 2003年4月至2006年5月任凯捷多肽技术主管, 2006年6月至2011年2月任圣诺制药车间主任, 2011年3月至2012年6月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。

来源: Wind, 天眼查, 中泰证券研究所

- **发布股权激励, 彰显持续发展信心。**在为公司员工提供广阔发展平台的同时, 公司还对各级管理人员, 各级技术骨干实施股权激励计划, 最大限度地调动内部员工工作积极性。其中 2023 年公司发布的《限制性股票激励计划》, 主要激励对象为公司董事、高级管理人员、公司核心技术人员等员工, 共 78 人, 授予 160 万股, 占公司总股本的 2.00%。

图表 14: 圣诺生物 2023 年限制性股权激励计划概况

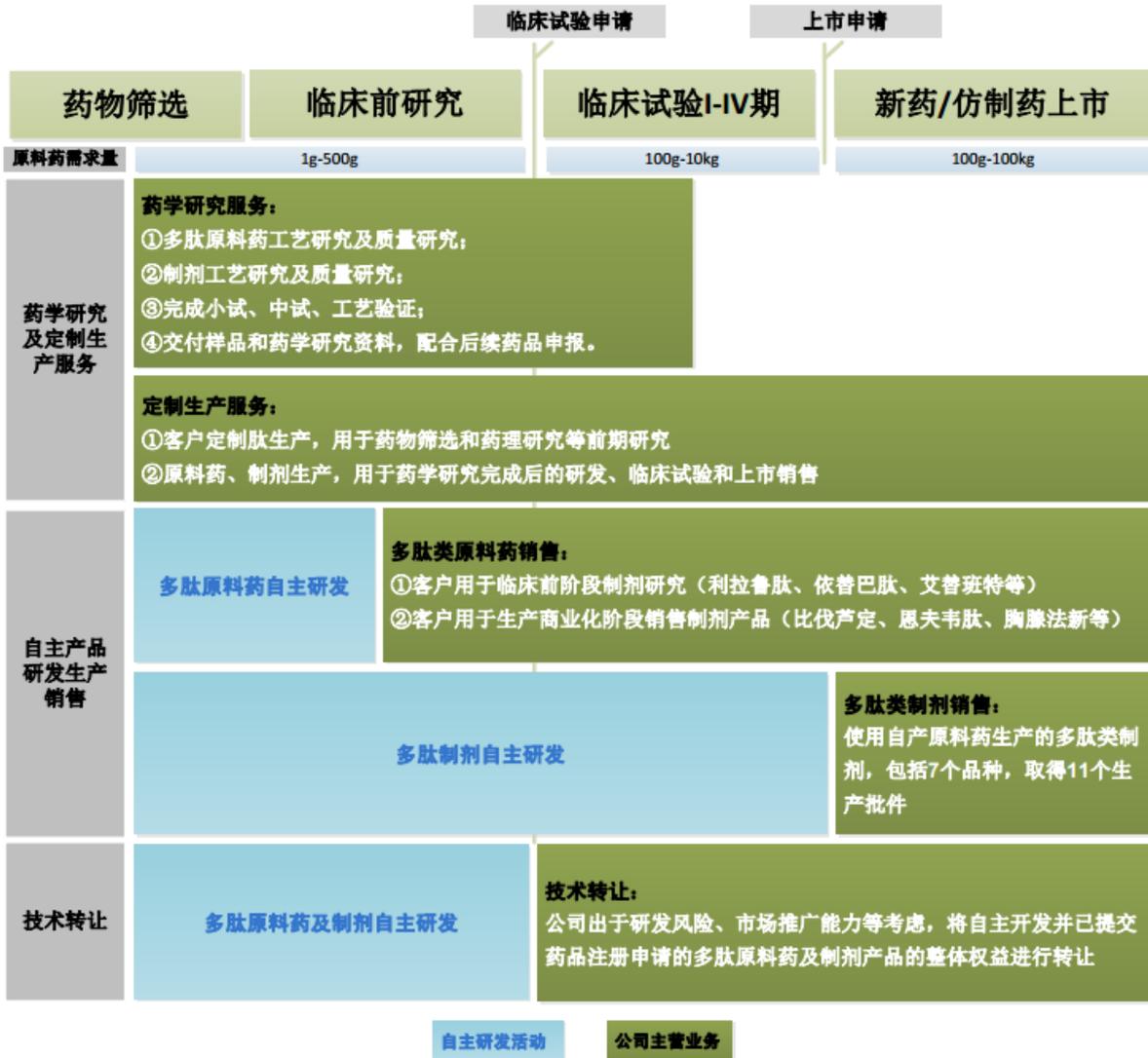
归属期	考核年度	指标一				指标二			
		对应考核年度使用的 EBITDA 累计值	以 2022 年 EBITDA		对应考核年度使用的营业收入累计值	以 2022 年营业收入			
			目标值 (Am)	触发值 (An)		目标值 (Bm)	触发值 (Bn)		
首次授予的限制性股票以及在 2023 年 9 月 30 日 (含) 前授予的预留限制性股票	第一个归属期	2023 年	2023 年 EBITDA	20%	15%	2023 年营业收入	20%	15%	
	第二个归属期	2024 年	2023 年和 2024 年两年 EBITDA 累计值	182%	159%	2023 年和 2024 年两年营业收入累计值	182%	159%	
	第三个归属期	2025 年	2023 年、2024 年和 2025 年三年 EBITDA 累计值	425%	357%	2023 年、2024 年和 2025 年三年营业收入累计值	425%	357%	
在 2023 年 9 月 30 日 (不含) 后授予的预留限制性股票	第一个归属期	2024 年	2023 年和 2024 年两年 EBITDA 累计值	182%	159%	2023 年和 2024 年两年营业收入累计值	182%	159%	
	第二个归属期	2025 年	2023 年、2024 年和 2025 年三年 EBITDA 累计值	425%	357%	2023 年、2024 年和 2025 年三年营业收入累计值	425%	357%	

来源: Wind, 公司公告, 中泰证券研究所

- **公司业务覆盖三大方向, 而主要收入来源于多肽制剂及多肽原料药。**公司主要产品及服务包括自主研发的多肽原料药 (原料药) 和多肽制剂 (制剂) 产品、多肽 CDMO (医药定制研发生产+药学研究服务)、以及小分子药物左西孟旦 (受托加工服务) 的相关业务。未来具备长期成长的业务主要分为三大方向: 1) 多肽原料药, 主要为客户提供多肽仿制药研发及商业化生产所需的原料药, 涵盖从临床前研究到临床试验和上市销售的完整药物开发周期; 2) 多肽制剂, 主要为自主开发制剂产品, 为下游客户提供多肽仿制药商业化所需的制剂; 3) 多肽 CDMO 业务, 主要为客户提供多肽创新药从工艺路线设计, 到小试、中试、工艺验证和质量研究等药学研究服务, 以及药物研发及商业化生产所需原料药、制剂产

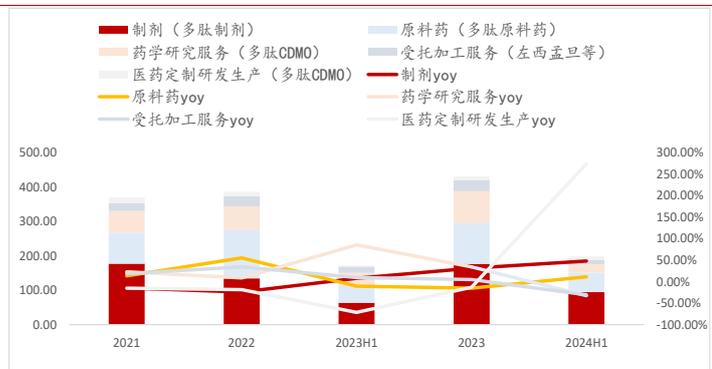
品的全链条定制生产服务，涵盖从药物发现、临床前研究，到临床试验和上市销售的完整药物开发周期。

图表 15: 圣诺生物业务概况



来源: 公司公告, 公司招股书, 中泰证券研究所

图表 16: 公司收入结构 (百万元)



来源: WIND, 公司公告, 中泰证券研究所

新产能落地后有望带来新一轮成长曲线

- **原料药及制剂产能持续扩建，有望助力整体多肽业务快速增长。**①原料药方面，据公司半年报数据，2024 年上半年 IPO 募投项目“年产 395 千克多肽原料药生产线项目”主体建设已经完工；新建 106、107、108 原料药车间亦在有序推进，我们预计随着新产能的逐步落地，有望进一步提升公司原料药交付能力，承接更多原料药订单。②制剂方面，募投项目“制剂产业化技术改造项目”预计于 2025 年 6 月达到预定可使用状态，届时有望带来多肽制剂业务的进一步扩容。

图表 17：圣诺生物产能概况



公司新总部落成

- 公司在大邑县投资新建研发多肽制剂生产线，是公司全新的总部基地，未来将成为**多肽创新药转化中心及高端制剂生产基地**
- 主体建设已经完工

● 全新总部隆重启幕，开启新征程



原料药产能建设有序推进

- 公司IPO募投项目“年产395千克多肽原料药生产线项目”主体建设已经完工
- 新建106、107、108原料药车间有序推进建设中

● 产能需求呈现逐步增长的趋势，加速扩产扩能

来源：公司公告，2023 年年报，中泰证券研究所

三大板块协同发展，长期成长可期

- 公司的业务线涵盖“多肽原料药”、“多肽制剂”及“多肽 CDMO”三大板块。我们认为短中期公司多肽原料药及多肽制剂仍将是主要的基本盘业务，并有望凭借 GLP-1 下游需求强劲，带来快速增长；长期来看，公司多肽 CDMO 业务有望抓住赛道机遇，下游客户研发管线逐步推进至后期及商业化，不断打开成长空间。

图表 18：圣诺生物三大核心业务概况

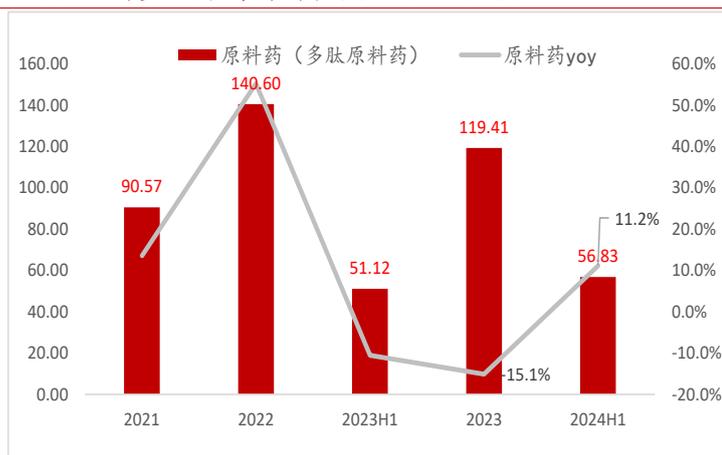


来源：公司官网、公司公告，公司招股书、中泰证券研究所

多肽原料药：产品布局丰富，有望受益行业需求爆发

- 海外原料药销售增长强劲，2024H1 同比增长 97.5%。**公司多肽原料药业务 2023 年收入约 1.19 亿元(-15.1%)，占总营收比重约 27.4%，2024 年上半年收入约 0.57 亿元(+11.2%)，占总营收比重约 28.6%，其中原料药境外销售同比增长 97.5%。

图表 19：公司多肽原料药增长概况（百万元）



来源：公司公告，WIND，中泰证券研究所

- 产品布局丰富，客群基础优厚，未来有望依托下游制剂放量维持快速增长。**截止 2024 年 7 月底，公司已拥有 19 个自主研发的多肽类原料药品种。在国内市场，公司取得 14 个品种多肽原料药生产批件或激活备案，其中恩夫韦肽、卡贝缩宫素为国内首仿品种；在国外市场，公司比伐芦定、依替巴肽、利拉鲁肽等 10 个品种获得美国 DMF 备案，其中 9 个品种处于激活状态，可被制剂生产企业引用申报；艾替班特为首家提交此品种美国 DMF 备案的仿制原料药，并被我国卫健委纳入《第一批鼓励仿制药品种目录建议清单》，比伐芦定国外客户成为美国第二批获批的仿制药制剂生产商。此外，公司原料药产品已销往欧美、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制药企业建立了合作关系。

图表 20: 部分公司多肽原料药品种概况

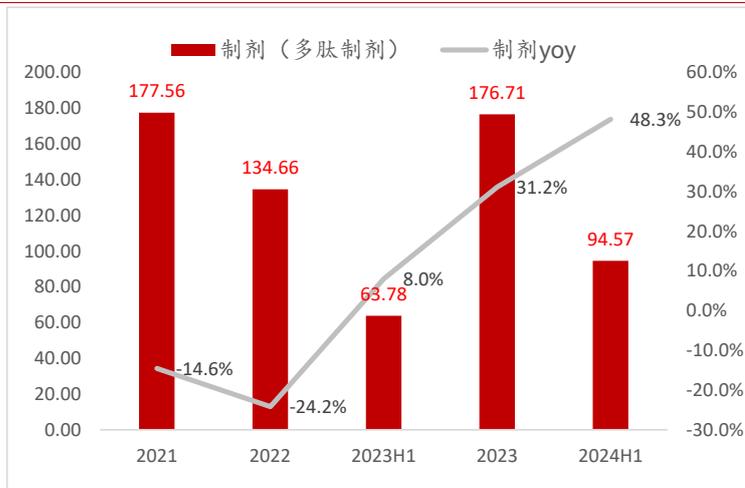
序号	治疗领域	原料药名称	针对症状及特点	国内外注册/备案情况	制剂应用情况
1	抗艾滋病	恩夫韦肽	抗艾滋病药物，为合成肽类 HIV 融合抑制剂，与病毒包膜糖蛋白结合，阻止其与细胞膜融合所必需的构象变化从而抑制 HIV-1 的复制。	国内原料药登记 (A) / 墨西哥注册	自有制剂国内上市、客户制剂墨西哥上市
2	心血管	比伐芦定	凝血酶直接抑制剂，用于 PCI 手术中的抗凝血	美国 DMF 备案/国内原料药登记 (A)	客户制剂美国上市、客户制剂国内上市
3	心血管	依替巴肽	糖蛋白 IIb/IIIa 受体拮抗剂，主要用于急性冠脉综合症和经皮冠脉介入疗法。	美国 DMF 备案/国内原料药登记 (A)	客户制剂美国上市、自有制剂国内上市
4	罕见病	艾替班特	治疗遗传性血管水肿	美国 DMF 备案/国内原料药登记 (A)	客户制剂美国上市、自有制剂国内批准
5	糖尿病/减重	利拉鲁肽	人胰高糖素样肽-1 (GLP-1) 类似物，用于成人 2 型糖尿病患者控制血糖	美国 DMF 备案/国内原料药登记 (I)	客户制剂美国上市、自有制剂国内申报
6	产科	醋酸阿托西班	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	国内原料药登记 (A)	自有制剂国内上市
7	产科	卡贝缩宫素	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	国内原料药登记 (A)	自有制剂国内上市
8	消化道	醋酸奥曲肽	肝硬化所致食道-胃静脉曲张出血的紧急治疗，与特殊治疗（如内镜硬化剂治疗）合用；预防胰腺术后并发症；缓解与胃肠内分泌瘤有关的症状和体征	国内原料药登记 (A) / 美国 DMF 备案	自有制剂国内上市、客户制剂美国申报
9	消化道	生长抑素	治疗静脉曲张出血	国内原料药登记 (A)	自有制剂国内上市、客户制剂国内上市
10	免疫	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，各种细胞免疫功能低下等疾病。	国内原料药登记 (A)	自有制剂国内上市、客户制剂国内上市

来源：公司 2024 年半年报，中泰证券研究所 截止 2024 年 7 月底

多肽制剂：基本盘业务，多个制剂有望持续放量

- **多肽制剂业务逐步发力，2024H1 同比增长 48.3%。**公司多肽制剂业务 2023 年收入约 1.77 亿元 (+31.2%)，占总营收比重约 40.6%，2024 年上半年收入约 0.95 亿元 (+48.3%)，占总营收比重约 47.5%。

图表 21: 公司多肽制剂业务增长概况 (百万元)



来源: 公司公告, WIND, 中泰证券研究所

- 受益于原料药制剂一体化优势, 多个制剂品种持续放量。公司多肽制剂立足于公司多肽原料药规模化生产能力, 终端客户为国内医疗机构。公司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。

图表 22: 部分公司多肽制剂品种概况

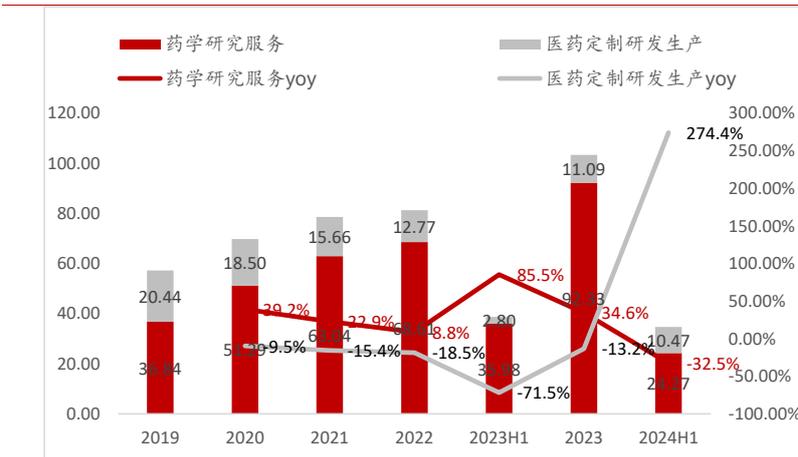
序号	产品名称	制剂用途	规格	取得批件情况	医保情况
1	醋酸阿托西班注射液	治疗胎儿早产药物, 可抑制宫缩, 使环状肽催产素介导的前列腺素分泌减少, 达到保胎的目的	5ml : 37.5mg; 0.9ml : 6.75mg	取得国内批件、新药证书	国家医保乙类
2	注射用恩夫韦肽	抗艾滋病药物, 为合成肽类 HIV 融合抑制剂, 可与病毒包膜糖蛋白结合, 阻止病毒与细胞膜融合所必需的构象变化, 从而抑制 HIV-1 的复制	108mg	取得国内批件、新药证书	2022年1月1日调出《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录(2021年)》
3	卡贝缩宫素注射液	用于选择性硬膜外或腰麻下剖腹产术后, 以预防子宫收缩乏力和产后出血	1ml : 100 μg	取得国内批件	国家医保乙类
4	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(如内镜硬化剂治疗)合用; 预防胰腺术后并发症; 缓解与胃肠内分泌瘤有关的症状和体征	1ml : 0.1mg; 1ml : 0.3mg	取得国内批件	国家医保乙类
5	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	国家医保乙类
6	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。免疫系统功能受到抑制者, 包括接受慢性血液透析和老年病患, 本品可增强病者对病毒性疫苗, 例如流感疫苗或乙肝疫苗的免疫应答	1.6mg	取得国内批件	国家医保乙类(限工伤)
7	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, 各种细胞免疫功能低下等疾病	1mg	取得国内批件	-
8	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	国家医保乙类
9	艾替班特注射液	治疗遗传性血管水肿	3ml : 30mg	取得国内批件	国家医保乙类
10	泊沙康唑注射液	侵袭性曲霉病的治疗	16.7ml : 0.3g	取得国内批件	-

来源: 公司 2024 年半年报, 中泰证券研究所 截止 2024 年 7 月底

多肽 CDMO：研发管线充裕，项目持续延伸有望带来更快增长

- 随着项目不断延伸，后端增长逐步提速。公司多肽 CDMO 主要分为临床前的药学研究服务和临床及商业化阶段的医药定制研发生产业务。2023 年多肽 CDMO 收入约 1.03 亿元 (+27.1%)，2024 年上半年收入约 0.35 亿元 (-10.4%)，但其中 2024 年上半年医药定制研发生产业务收入约 0.10 亿元 (+274.4%)，增长显著。

图表 23：公司多肽 CDMO 增长概况（百万元）



来源：公司公告，WIND，中泰证券研究所

- 研发管线储备丰富，有望受益于项目持续延伸。公司目前多肽 CDMO 项目以临床早期为主，后续随着项目持续推进，后端占比持续提升，我们预计多肽 CDMO 业务有望逐步发力，带来长期持续成长。

图表 24：公司多肽 CDMO 客户研发管线概况

I期	II期	III期	申报生产	上市
注射用LP-98 抗病毒 山西康宝生物制品股份有限公司	RAY1225注射液 糖尿病、肥胖 广东众生睿创生物科技有限公司	抗菌肽PL-5喷雾剂 抗菌 长春普莱医药生物技术有限公司/ 江苏普莱医药生物技术有限公司	巴替非班注射液 心血管 百奥泰生物制药股份有限公司	注射用艾博韦泰 抗艾滋病 前泊生物药业（南京）股份有限公司
注射用SC-101 抗肿瘤 天津星联肽生物科技有限公司/上海药明康德 新药开发有限公司	注射用吗利福肽 心血管 八加一药业股份有限公司		维派那肽/聚乙二醇化艾塞那肽注射液 糖尿病 派格生物医药（苏州）股份有限公司	
注射用HTPEP-001 抗肺纤维化 成都惠泰生物制药有限公司	注射用HYD-PEP06 抗肿瘤 哈尔滨医大药业股份有限公司/珠海市鼎和 医药有限公司			
注射用普瑞巴肽 心血管 陕西赛科奥特科技有限公司/山东丹红制药有限公司	EK1雾化剂 抗病毒 成都惠泰生物制药有限公司			
TB-B002D注射液 特发性肺纤维化 深圳市图微安科技开发有限公司	注射用GNP 心力衰竭 成都惠泰生物制药有限公司	★		
TB-D004C注射液 糖尿病肾脏病 深圳市图微安科技开发有限公司	注射用利普韦肽 抗病毒 成都惠泰生物制药有限公司	★		
注射用TB001 肝纤维化 深圳市图微安科技开发有限公司	注射用BXOS110 脑卒中 成都惠泰生物制药有限公司	★		
RAB001注射液 骨坏死 中山莱博瑞生物制药有限公司				
注射用ZKLJ02 脑卒中 云南中科龙津生物科技有限公司				
注射用KMHH-03 乳腺癌 浙江康明海慧生物科技有限公司				
Exd391209注射液 糖尿病 成都奥达生物科技有限公司				

来源：公司公告，2023 年年报，中泰证券研究所 截止 2024 年 4 月底

盈利预测与估值

盈利预测

- 结合公司业务布局规划及产能落地情况，我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 5.63 亿元、7.33 亿元、9.69 亿元，增速分别为 29.51%、30.10%、32.17%；归母净利润分别为 1.02 亿元、1.39 亿元、1.78 亿元，增速分别为 45.21%、35.72%、28.07%。

- **核心假设：**

假设一：公司近年各项费用基本稳定，利拉、司美等项目预计 25 年逐步延伸至临床阶段，研发投入或有增加，因此假设未来三年仅研发费用率略有增加；

假设二：GLP-1 行业景气持续提升，23 年利拉鲁肽专利到期，24 年仿制药需求爆发有望带来公司 24-26 年 GLP-1 原料药逐步放量，进而带动多肽原料药板块快速增长；

假设三：受托加工服务业务 25 年或将受集采影响有所下滑；

假设四：公司多肽 CDMO 业务有 2-3 个项目处临床后期阶段，预计 25、26 年有望带来较大弹性。

图表 25: 各业务收入预测(百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	386.5	395.7	435.0	563.4	733.0	968.8
YOY	2.0%	2.4%	9.9%	29.5%	30.1%	32.2%
毛利	278.2	259.1	277.4	365.1	460.9	587.2
毛利率	72.0%	65.5%	63.8%	64.8%	62.9%	60.6%
原料药	90.6	140.6	119.4	206.9	265.2	350.8
yoy	13.6%	55.2%	-15.1%	73.2%	28.2%	32.3%
毛利	54.8	75.3	71.3	131.8	171.6	223.5
毛利率	60.5%	53.6%	59.7%	63.7%	64.7%	63.7%
制剂	177.6	134.7	176.7	187.8	214.2	244.3
yoy	-14.6%	-24.2%	31.2%	6.3%	14.1%	14.0%
毛利	163.9	120.2	132.8	143.1	173.9	199.5
毛利率	92.3%	89.2%	75.2%	76.2%	81.2%	81.7%
药学研究服务	63.0	68.6	92.3	120.0	133.2	150.0
yoy	22.9%	5.0%	34.6%	20.0%	11.0%	12.6%
毛利	35.4	32.4	43.3	55.1	59.9	65.9
毛利率	65.1%	47.3%	46.9%	45.9%	44.9%	43.9%
受托加工服务	22.5	30.2	31.8	33.4	16.7	20.0
yoy	18.6%	5.0%	5.1%	5.0%	-50.0%	19.8%
毛利	20.8	27.3	29.4	30.5	15.1	17.9
毛利率	88.5%	90.3%	92.4%	91.4%	90.4%	89.4%
医药定制研发生产	15.7	12.8	11.1	11.6	100.0	200.0
yoy	-15.4%	5.0%	-13.2%	5.0%	759.1%	100.0%
毛利	1.6	2.7	4.1	4.1	40.0	80.0
毛利率	30.0%	20.8%	37.3%	35.0%	40.0%	40.0%
其他业务	17.2	8.8	3.7	3.7	3.7	3.7
yoy	600.4%	5.0%	-58.2%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利	1.7	1.2	0.5	0.4	0.4	0.4
毛利率	-0.2%	13.6%	13.1%	12.1%	11.1%	10.1%

来源: 公司公告, WIND, 中泰证券研究所

投资建议

- **按上述条件和假设:** 参考前文假设预计公司 2024-2026 年收入复合增长 31.13%, 利润复合增速约为 31.84%, 预计 2024 年归母净利润约 1.04 亿元。采用相对估值法进行估值, 选取 GLP-1 原料药公司诺泰生物、奥锐特, 拥有 GLP-1 制剂博瑞医药作为可比公司, 2024 年平均估值为 41.0 倍。

图表 26: 可比公司估值(百万元)

股票代码	公司名称	市值 (亿元)	净利润 (2024E)	净利润 (2025E)	净利润 (2026E)	营收 (2023)	净利润 (2023)	净利率 (2023)	PE (2024)	PE (2025)	PE (2026)
688076.SH	诺泰生物	146.2	290.17	408.91	538.66	1033.55	162.94	15.76%	50.4	35.7	27.1
688166.SH	博瑞医药	110.1	232.60	261.60	300.40	1179.52	202.47	17.17%	47.3	42.1	36.6
605116.SH	奥锐特	99.0	392.70	516.55	662.01	1262.53	289.42	22.92%	25.2	19.2	15.0
平均值									41.0	32.3	26.2
688117.SH	圣诺生物	26.8	102.14	138.62	177.53	435.02	70.34	16.17%	26.2	19.3	15.1

来源: WIND, 除圣诺生物外均采用 wind 一致预期数据, 截止 2024 年 8 月 7 日, 中泰证券研究所

- 考虑到公司所处赛道景气度较高, 公司自身具备一定的先发优势, 后续有望伴随新产能落地迎来快速增长, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表 27: 圣诺生物财务报表预测 (单位: 百万元)

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	609	726	919	1170	营业收入	435	563	733	969
现金	219	295	340	385	营业成本	158	198	272	382
应收账款	108	156	203	268	营业税金及附加	4	6	8	10
其他应收款	10	22	29	37	营业费用	108	152	183	233
预付账款	9	12	17	23	管理费用	54	66	88	115
存货	194	218	306	433	财务费用	5	8	4	3
其他流动资产	69	22	24	24	资产减值损失	-5	-4	-5	-5
非流动资产	706	608	580	539	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	23	24	23	23	投资净收益	-1	0	0	0
固定资产	208	315	342	329	营业利润	81	116	157	202
无形资产	35	35	35	35	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	441	234	180	151	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	1316	1334	1499	1709	利润总额	80	116	157	202
流动负债	241	178	205	237	所得税	10	14	19	24
短期借款	37	0	0	0	净利润	70	102	139	178
应付账款	56	53	79	112	少数股东损益	-0	0	0	0
其他流动负债	149	125	126	126	归属母公司净利润	70	102	139	178
非流动负债	194	196	196	195	EBITDA	114	155	203	251
长期借款	189	189	189	189	EPS (元)	0.63	0.91	1.24	1.59
其他非流动负债	5	7	6	6					
负债合计	436	374	400	433	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
股本	112	112	112	112	成长能力				
资本公积	379	379	379	379	营业收入	9.9%	29.5%	30.1%	32.2%
留存收益	389	468	607	785	营业利润	11.3%	43.0%	35.6%	28.2%
归属母公司股东权益	880	960	1098	1276	归属于母公司净利润	9.1%	45.2%	35.7%	28.1%
负债和股东权益	1316	1334	1499	1709	获利能力				
					毛利率 (%)	63.8%	64.8%	62.9%	60.6%
					净利率 (%)	16.2%	18.1%	18.9%	18.3%
					ROE (%)	8.0%	10.6%	12.6%	13.9%
					ROIC (%)	10.6%	14.7%	17.3%	18.9%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	33.1%	28.0%	26.7%	25.3%
					净负债比率 (%)	59.94%	50.57%	47.26%	43.70%
					流动比率	2.53	4.08	4.49	4.93
					速动比率	1.65	2.72	2.83	2.91
					营运能力				
					总资产周转率	0.36	0.43	0.52	0.60
					应收账款周转率	4	4	4	4
					应付账款周转率	3.61	3.66	4.13	4.01
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.63	0.91	1.24	1.59
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.76	1.00	0.44	0.43
					每股净资产 (最新摊薄)	7.86	8.57	9.81	11.39
					估值比率				
					P/E	38.04	26.20	19.30	15.07
					P/B	3.04	2.79	2.44	2.10
					EV/EBITDA	23	17	13	10

来源: 中泰证券研究所

风险提示

研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险

- 报告中使用了大量公开资料，可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

产能提升不及预期风险

- 公司近年大幅扩充产能，存在一定的产能投放不及预期的风险。

创新药研发项目失败的风险

- 公司多肽 CDMO 项目多为创新药项目，客户项目具有一定的失败概率。

毛利率下降的风险

- 公司凭借自身技术及产品方面的优势，目前的综合毛利率维持在较高水平，随着公司的快速发展，公司业务规模及范围将进一步扩大，如果公司不能始终保持在技术和产品方面的竞争优势，随着销售规模的扩大，公司的毛利率有趋同同行业毛利率的可能，存在下降的风险。

原材料供应及其价格上涨的风险

- 公司研发、生产所需原材料主要以基础化工原料、化学试剂和溶剂为主，这些原材料市场供应充足、价格较为市场化，且公司与主要供应商已建立稳定的合作关系，但是如果宏观经济环境发生重大变化或发生自然灾害等不可抗力，可能会出现原材料短缺、价格波动或原材料不能达到公司生产所要求的质量标准等情况，会影响公司的正常经营。

环保和安全生产风险

- 随着公司业务规模的逐步扩大，环保及安全生产方面的压力也在增大，可能会存在因设备故障、人为操作不当、自然灾害等不可抗力事件导致的安全环保方面事故的风险。一旦发生安全环保事故，不仅客户可能会中止与公司的合作，且公司将面临着政府有关监管部门的处罚、责令整改或停产的可能，进而严重影响公司正常的业务经营。

行业规模测算偏差风险

- 行业规模测算时的数据样本存在一定筛选，渗透率假设或与实际情况存在偏差进而导致行业规模的测算或有一定的偏差。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。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, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。