

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)	29.04
总股本/流通股本(亿股)	1.12 / 1.12
总市值/流通市值(亿元)	33 / 33
52周内最高/最低价	32.68 / 17.70
资产负债率(%)	33.1%
市盈率	46.10
第一大股东	四川赛诺投资有限公司

研究所

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

圣诺生物(688117)

深耕多肽二十余载，产能与订单有望进入加速爬坡阶段

● 深耕多肽领域二十余载，产业链布局完善

公司是国内多肽类药物领先企业，主业包括药学研究和定制生产服务，自主研发、生产和销售多肽类仿制药原料药和制剂产品，在多肽行业国内外高景气度的背景下，公司自身多肽产业链一体化优势有望持续获益。公司原料药备案数量较多，制剂板块有望通过集采放量，药学服务与定制化生产也有助于公司持续参与国内多肽创新药前沿项目的研发和生产，获得项目增量。同时，公司新产能即将逐步释放，突破业务增长瓶颈。

● 大品种不断涌现，肽类药物行业高景气

伴随司美格鲁肽、替尔泊肽等众多新型重磅肽类药物的出现，肽类药物应用范围逐渐拓宽，肽类药物市场空间有望进一步扩大。预计于2025年，肽类药物市场将增长至960亿美元，2020年至2025年的复合增长率为8.8%，预计到2030年，该市场规模将达到1419亿美元，2025年至2030年复合增长率为8.1%，行业维持稳健增长。我国肽类药物虽起步较晚，但增长强劲，预计全球市场占比有望于2030年达到23%，较2020年的14%显著提升。圣诺生物作为国内多肽领域的领先一体化企业，公司原料药产品备案数量名列前茅，以卡贝缩宫素为代表的制剂产品国内市占率领先。

● 海内外需求持续受益，产能释放在即，股权激励彰显信心

公司原料药境外销售增长显著，2024年上半年同比增长97.51%。2024年上半年公司制剂业务实现收入9456万元，同比增长48.27%，注射用生长抑素、注射用阿托西班于2023年6月集采中标后有所放量。

伴随着下游需求持续提升，公司加速产能释放，“年产395千克多肽原料药生产线项目”预计将于2024年年底进入试生产阶段，“多肽创新药CDMO、原料药产业化项目”预计将于2025年投产，该项目中原料药产能有望从目前404kg/a提升至850kg/a。

2023年6月，公司发布2023年《限制性股票激励计划》，根据我们测算，以公司公告的2022年、2023年EBITDA值和营业收入为出发点，若要达到累计值增长率触发值目标，公司2024年、2025年EBITDA或营业收入有望达到20%以上的较高双位数增长，有力彰显了公司对未来发展的坚定信心。

● 盈利预测与投资建议：

我们预计公司2024-2026年收入端分别为5.96亿元、7.99亿元和9.99亿元，收入同比增速分别为36.94%、34.07%和25.06%，归母净利润预计2024-2026年分别为1.06亿元、1.50亿元和1.82亿元，归母净利润同比增速分别为50.95%、41.57%和21.19%。当前股价对应PE分别为30.63、21.64、17.85倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● **风险提示:**

研发不及预期风险、订单波动风险、行业竞争加剧风险。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	435	596	799	999
增长率(%)	9.93	36.94	34.07	25.06
EBITDA (百万元)	117	148	200	241
归属母公司净利润 (百万元)	70	106	150	182
增长率(%)	9.08	50.95	41.57	21.19
EPS(元/股)	0.63	0.95	1.34	1.63
市盈率 (P/E)	46.24	30.63	21.64	17.85
市净率 (P/B)	3.70	3.40	3.07	2.75
EV/EBITDA	27.45	22.48	16.83	14.36

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 目录

1 公司深耕于多肽领域二十余年，基本面扎实 .....	6
1.1 股权结构稳定，业务广泛布局 .....	6
1.2 高管团队具备丰富的药物研发或管理经验 .....	7
1.3 公司是国内多肽类药物领军企业 .....	8
1.4 股权激励彰显发展信心 .....	10
2 多肽类药物行业迎来蓬勃发展，中国将是全球增速最快地区之一 .....	12
2.1 多肽大小介于小分子化药和大分子蛋白质药物之间，是一种特殊的“蛋白质” .....	12
2.2 化学合成法和基因重组法是多肽的主要制备方法，环肽是下一个研发前沿 .....	13
2.3 肽类药物增长迅速，市场空间广阔 .....	15
2.4 多肽类药物应用前景广阔，目前已有多款重磅多肽类药物上市 .....	17
2.5 多肽类药物产业链涵盖从原料供应、药品生产到市场销售等多个环节 .....	18
2.6 全球多肽 CDMO 市场预计将持续增长 .....	19
3 公司多肽产业链布局完善、壁垒高，有望进入产能与订单加速爬坡期 .....	20
3.1 优势一：公司具有多项自主研发核心技术 .....	20
3.2 优势二：多肽创新药药学研究与定制生产服务持续兑现，业务粘性不断增长 .....	23
3.3 优势三：原料药业务稳步增长，备案数量名列前茅 .....	24
3.4 优势四：立足原料药优势布局制剂产品，有望持续放量 .....	27
3.5 优势五：在研品种丰富，研发进度稳步推进 .....	29
3.6 产能建设有序推进，产能瓶颈制约即将得到解决 .....	30
4 盈利预测与投资建议 .....	32
5 风险提示 .....	32

## 图表目录

图表 1: 公司成立至今已有 20 年历史 .....	6
图表 2: 公司股权结构稳定, 业务布局广泛 (预计 2024 年 8 月公告赛诺投资与川发纾困基金转让协议权益变动后) .....	7
图表 3: 公司高管团队稳定, 具备丰富的管理经验 .....	7
图表 4: 公司主要产品和服务涵盖药品研发的多个环节 .....	8
图表 5: 公司收入 (百万元) 保持稳步增长 .....	9
图表 6: 公司归母净利润 (百万元) 保持稳步增长 .....	9
图表 7: 制剂与原料药贡献公司主要收入 .....	9
图表 8: 制剂与受托加工服务毛利率较高 .....	9
图表 9: 公司境外收入增长显著 .....	10
图表 10: 公司境外收入占比不断提升 .....	10
图表 11: 公司国内毛利率处于行业较高水平 .....	10
图表 12: 公司国外销售毛利率稳中有升 .....	10
图表 13: 公司 2023 年股权激励计划彰显发展信心 .....	11
图表 14: 根据股权激励计划触发值预计 2024-2025 年营收增长较快 .....	11
图表 15: 根据股权激励计划目标值预计 2024-2025 年营收增长较快 .....	11
图表 16: 多肽具有广阔应用前景 .....	12
图表 17: 多肽药物与大分子抗体和小分子化学药物有所不同 .....	12
图表 18: 化学合成法和生物合成法是主要多肽生产方法 .....	13
图表 19: 进入临床的多肽药物氨基酸平均长逐渐增加 .....	13
图表 20: 2010 年后 30% 进入临床的肽类药物会进行偶联 .....	14
图表 21: 多种偶联方式延长药物代谢半衰期 .....	14
图表 22: 环肽具有不同的环化位点 .....	14
图表 23: 环肽具有不同结构类型 .....	14
图表 24: 肽类药物增长迅速 (单位: 亿美元) .....	15
图表 25: 2020 年美国占全球肽类药物市场份额一半以上 .....	15
图表 26: 预计 2030 年中国肽类药物全球市占率有所提高 .....	15
图表 27: 我国多肽药物治疗领域分布 .....	16
图表 28: 全球多肽药物治疗领域分布 .....	16
图表 29: 中国多肽原料药市场增长迅速 (单位: 亿元人民币) .....	16
图表 30: 肽类药物发展历经百年变迁 .....	17
图表 31: 司美格鲁肽、替尔泊肽等重磅多肽类药物增长迅速 .....	18
图表 32: 多肽类药物产业链涉及方方面面 .....	18
图表 33: 全球多肽 CDMO 市场保持快速增长 .....	19
图表 34: 中国多肽 CDMO 市场保持快速增长 .....	19

图表 35: 巴亨公司在全球肽类 CDMO 市场中市占率第一 .....	20
图表 36: 公司具有多项自主研发核心技术 .....	21
图表 37: 公司核心技术具备特色 .....	21
图表 38: 公司专利储备丰富 .....	22
图表 39: 多肽药学研究服务和多肽类产品定制生产服务持续兑现收入 .....	23
图表 40: 公司多项多肽创新药研发服务项目 .....	24
图表 41: 公司原料药业务增长迅速 .....	25
图表 42: 公司原料药产品 .....	26
图表 43: 在全球销量前 30 的多肽药物品种中公司美国 FDA 多肽原料药 DMF 激活备案数量排名靠前 ..	27
图表 44: 公司多肽国内原料药登记备案排名靠前 .....	27
图表 45: 公司制剂业务整体规模保持稳定增长 .....	27
图表 46: 公司制剂产品品种丰富 .....	28
图表 47: 公司集采主要中选品种 .....	29
图表 48: 公司多项多肽创新药研发项目 .....	29
图表 49: 公司主要在建工程项目 .....	30
图表 50: 公司现有产能不能满足订单需求 .....	31
图表 51: 多肽创新药 CDMO、原料药产业化项目扩产后公司产能规模有望进一步扩大 .....	31
图表 52: 公司估值与同类公司相比具备性价比 .....	32

## 1 公司深耕于多肽领域二十余年，基本面扎实

自 2001 年成立以来，圣诺生物一直专注于多肽领域的研究与开发。公司掌握多项多肽合成与修饰的关键技术，具备高效先进的多肽药物研发工艺和大规模生产能力。公司拥有“四川省多肽药物工程技术开发中心”，包括利拉鲁泰、利那洛肽在内的多款产品已经获得美国 DMF 备案，彰显了公司在多肽药物研发领域的领先地位。2021 年，公司在上海证券交易所科创板成功上市，现已成为多肽行业的领军企业。

图表1：公司成立至今已有 20 年历史

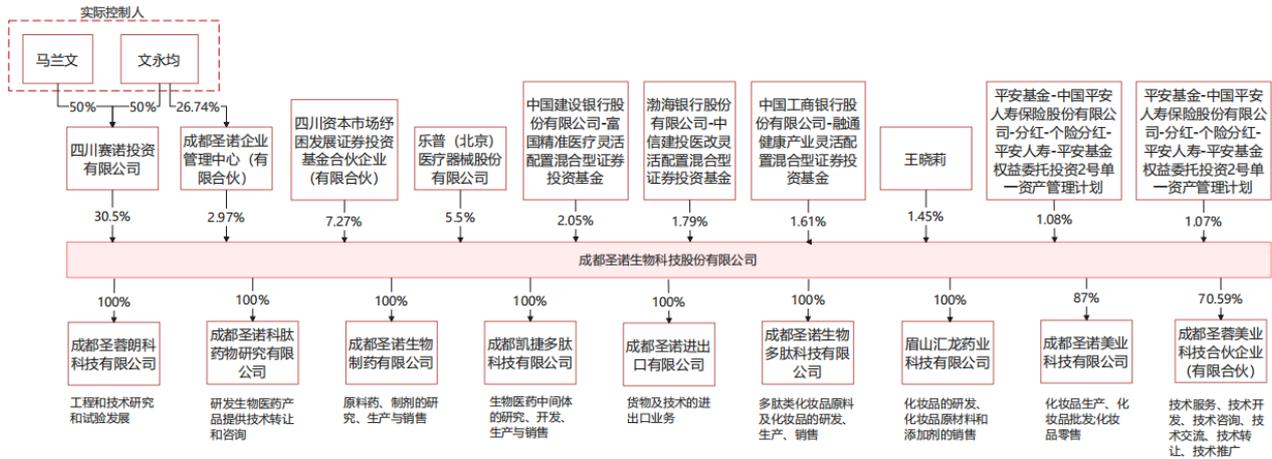


资料来源：Wind、公司公告、公司官网、公司招股书、大邑县人民政府网站、元生创投、上证路演、上证 e 互动、中邮证券研究所

### 1.1 股权结构稳定，业务广泛布局

公司实际控制人为文永均和木兰文夫妇，以直接持股和通过四川赛诺投资有限公司、成都圣诺企业管理中心两家公司间接持股，预计与川发纾困基金股份转让达成后，合计持有公司 33.87% 的股权。2024 年 8 月，公司公告赛诺投资与川发纾困基金签署了《股份转让协议》，拟将其持有的 7,840,000 股公司无限售流通股（占公司总股本的 7%）通过协议转让方式以每股 21.5120 元的价格转让给川发纾困基金，转让总价约为 1.69 亿元，转让成功后，川发纾困基金将成为公司第三大股东，持股比例为 7.27%。

公司子公司业务涵盖多肽原料药和制剂的研发、生产和销售、多肽 CDMO 业务、技术转让和咨询、多肽化妆品原料及化妆品研发与生产、公司产品的进出口业务等，实现了多肽行业的产业链延伸。

**图表2：公司股权结构稳定，业务布局广泛（预计2024年8月公告赛诺投资与川发纾困基金转让协议权益变动后）**


资料来源：iFinD、企查查、公司公告、中邮证券研究所

## 1.2 高管团队具备丰富的药物研发或管理经验

公司首席科学家、董事长文永均先生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获批的多肽药物胸腺五肽，以及国内首个销售超20亿元的多肽药物胸腺法新。文永均先生先后获得第十届、第十二届国际多肽会议“多肽应用杰出贡献奖”、第二届全国多肽药物研发及规模化生产前沿技术交流会“杰出人才奖”。

公司核心团队成员均具有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。公司高管团队对行业的发展趋势和市场需求有较强的把握能力，具备丰富的药物研发或管理经验，为公司的稳定持续健康发展奠定了基础。

**图表3：公司高管团队稳定，具备丰富的管理经验**

姓名	职务	简介
文永均	董事长、总经理、核心技术人员	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。历任圣诺有限董事长、总经理。现任四川赛诺投资有限公司监事、成都圣诺企业管理中心（有限合伙）执行事务合伙人。
王晓莉	董事、副总经理	曾任成都地奥制药集团有限公司研究所主研人员。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。
卢昌亮	副总经理	曾任海口商务化工有限公司研发技术员、海南贝尔特高科技技术有限公司技术员、海南福林生物医学实业有限公司研发经理、海南新大洲药业有限公司生产部部长、海南中和集团有限公司副厂长。历任成都圣诺生物科技股份有限公司董事、圣诺制药总经理。
伍利	董事、副总经理、财务负责人	曾任四川龙蟒集团有限责任公司及子公司先后担任财务部副部长、部长。历任成都圣诺生物科技股份有限公司财务部经理。
马中刚	副总经理、核心技术人员	曾任海南中和药业有限公司研究所副所长，历任圣诺生物研发部总监、成都圣诺生物科技股份有限公司监事会主席。
余啸海	董事、副总经理、董事会秘书	曾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；成都泓奇实业股份有限公司证券部部长、证券事务代表；历任成都圣诺生物科技股份有限公司证券部经理、证券事务代表、投资者关系总监。

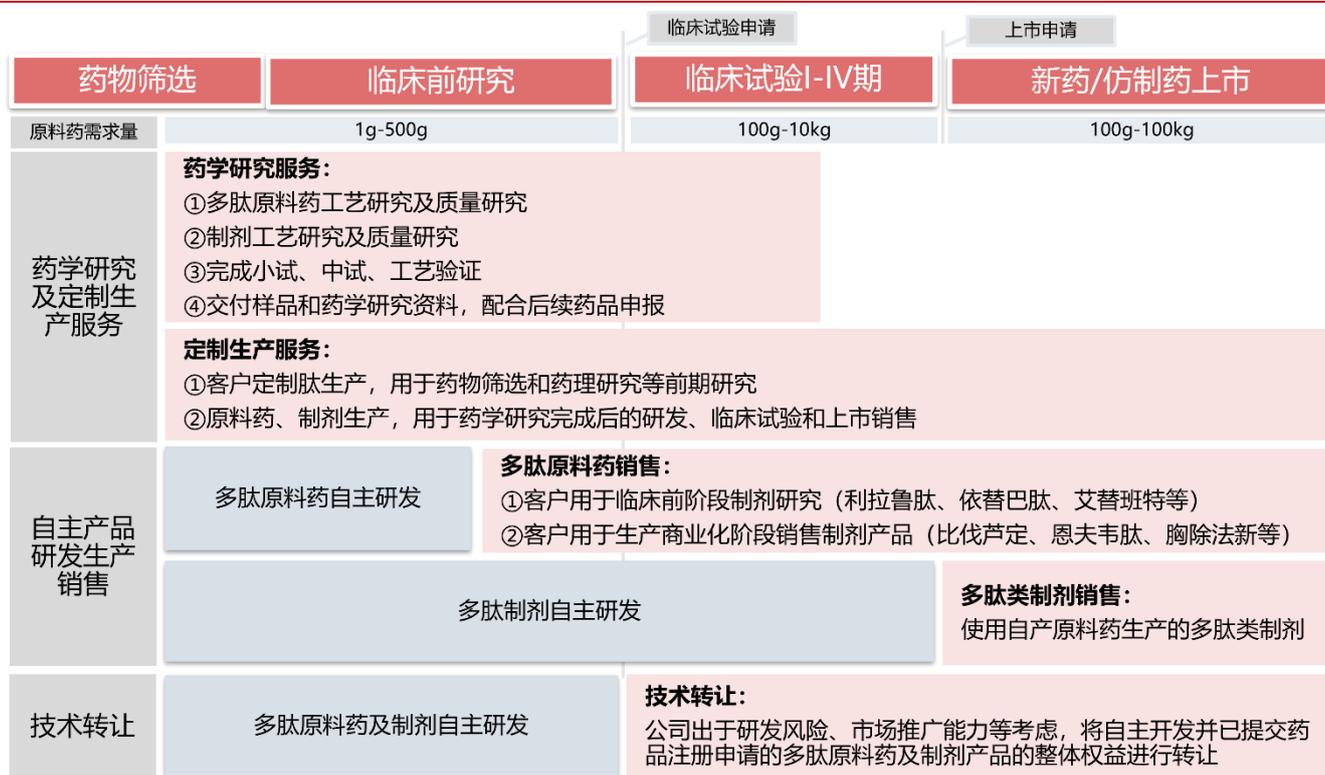
资料来源：公司招股书、iFinD、中邮证券研究所

### 1.3 公司是国内多肽类药物领军企业

公司是国内领先多肽类药物企业，专注于多肽类药物的研发、生产和销售。公司主要业务涵盖为国内外医药企业的多肽类创新药研发提供药学研究和定制生产服务，同时进行自主研发、生产和销售多肽类仿制药原料药和制剂产品，以及多肽药物生产技术转让服务。

公司先后为多家新药研发企业和科研机构提供了 40 余个项目的多肽创新药药学 CDMO 服务，客户包括山东鲁抗、山西锦波、派格生物、百奥泰制药、江苏普莱、哈尔滨医大药业、众生睿创等，其中 2 个品种获批上市进入商业化阶段，1 个进入申报生产阶段，20 个进入临床试验阶段。同时公司已掌握 19 个品种原料药的规模化生产技术，其中 14 个品种在国内取得生产批件、9 个品种获得美国 DMF 备案（激活状态），延伸开发的 10 个多肽制剂品种在国内取得了 14 个生产批件，产品涵盖免疫系统疾病、肿瘤、心血管、慢性乙肝、糖尿病及产科疾病等多种疾病领域。经过 20 多年的发展，公司凭借多肽合成和修饰核心技术优势，在多肽药物研发生产领域获得较高的知名度和认可度。

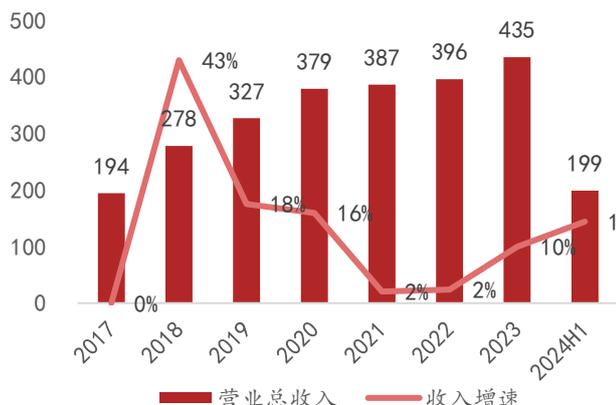
图表4：公司主要产品和服务涵盖药品研发的多个环节



资料来源：公司招股书、中邮证券研究所

受限于原有产能接近满产，公司近年来收入增长有所放缓。2023 年实现营业收入 4.35 亿元，同比增长 9.93%；实现归母净利润 7034 万元，同比增长 9.1%，其中制剂、药学研究服务增长较快。2024 年上半年公司实现营业收入 1.99 亿，同比增长 14.44%，其中由于注射用生长抑素、注射用阿托西班于 2023 年 6 月集采中标，制剂销售同比增加 48.27%，同时由于海外需求增长，原料药境外销售同比增加 97.51%；2024 年上半年实现归母净利润 2179 万元，同比增长 8.14%，实现扣非归母净利润 1912 万元，同比增长 106.55%，主要受到营业收入增加及收到政府补贴减少的影响。

图表5：公司收入（百万元）保持稳步增长



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

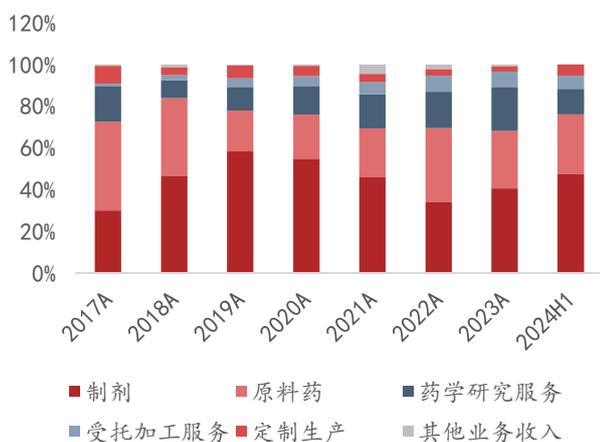
图表6：公司归母净利润（百万元）保持稳步增长



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

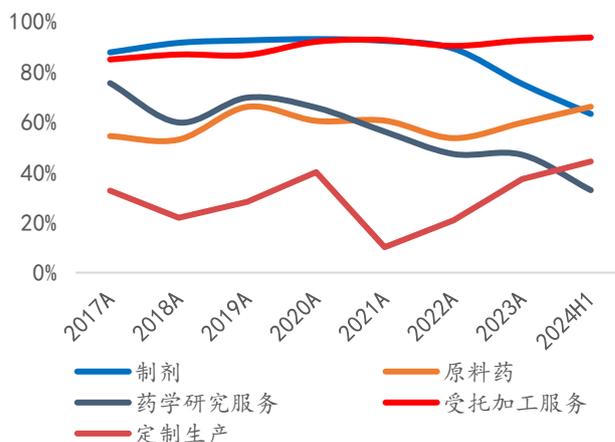
多肽原料药与制剂业务、药学研究服务是公司收入的主要来源。2023 年公司制剂业务实现收入 1.76 亿元，实现原料药业务收入 1.19 亿元，实现药学研究服务收入 9233 万元，三者合计贡献近 90% 的营业收入。从毛利率水平来看，公司制剂、受托加工服务、原料药和药学研究服务毛利率较高，制剂毛利率约 70%-90%，原料药毛利率约 50%-60%，受托加工服务毛利率稳定在 90% 左右，受到行业竞争加剧影响，药学研究服务的毛利率在 47%-70% 的范围内有所变化。

图表7：制剂与原料药贡献公司主要收入



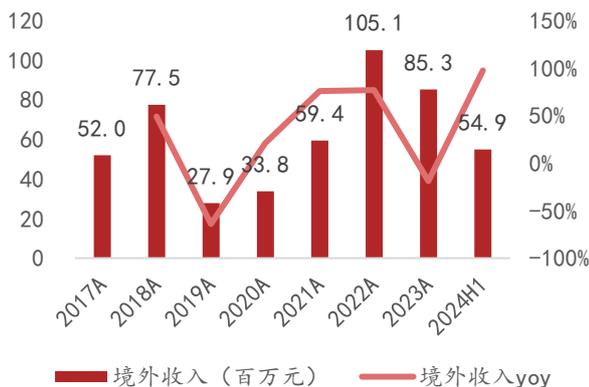
资料来源：iFinD、中邮证券研究所

图表8：制剂与受托加工服务毛利率较高

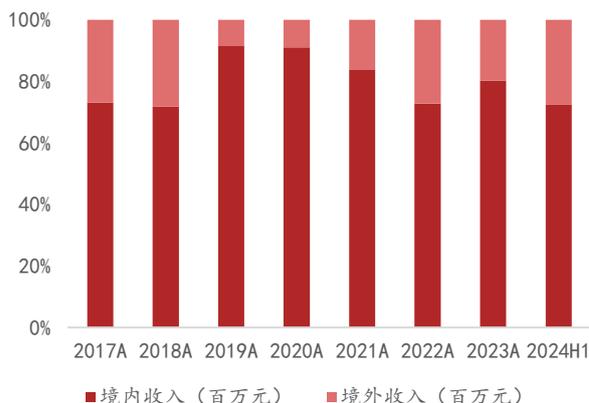


资料来源：iFinD、中邮证券研究所

积极布局国际营销体系，加大海外网点拓展力度，2024 年上半年公司境外收入表现亮眼。2020 年-2022 年，公司境外收入实现较高的双位数增长，2023 年实现境外收入 8527 万元，受到比伐芦定境外销售减少以及部分原料药工艺优化影响，境外收入同比减少 18.89%。2024 年上半年，公司实现境外收入 5493 万元，同比增长 97.51%，境外收入增长主要由原料药贡献，显示出强劲增长潜力。2024 年上半年公司境外销售收入约占总收入的近 30%，占比较 2023 年的 20% 有所提升。

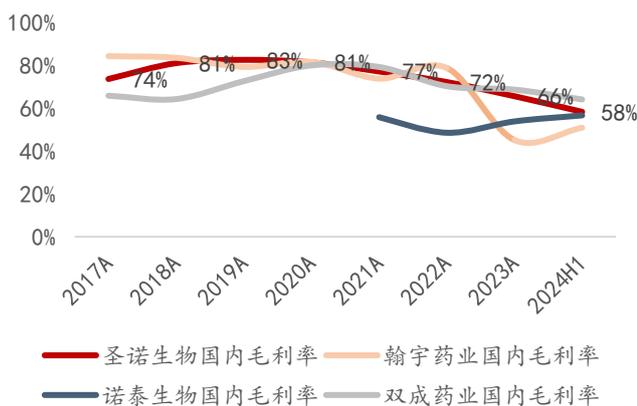
**图表9：公司境外收入增长显著**


资料来源：iFinD、中邮证券研究所

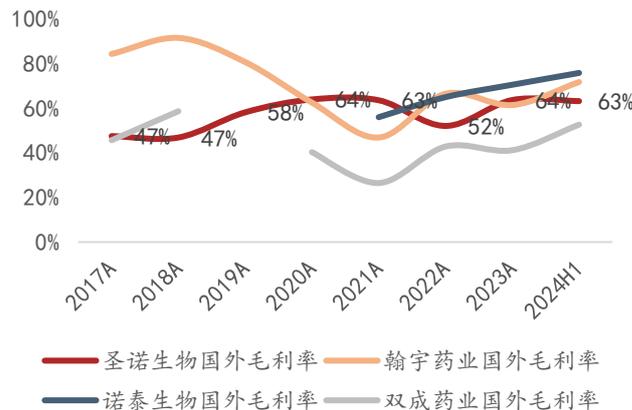
**图表10：公司境外收入占比不断提升**


资料来源：iFinD、中邮证券研究所

就毛利率水平而言，2023 年和 2024 年上半年境外销售的毛利率约在 63%-64%，相较于 2018 年 47%的毛利率水平，有较大提升。公司境内毛利率受到制剂产品集采影响，近几年略有下降，但在同类公司中依然处于较高水平。

**图表11：公司国内毛利率处于行业较高水平**


资料来源：iFinD、中邮证券研究所

**图表12：公司国外销售毛利率稳中有升**


资料来源：iFinD、中邮证券研究所

## 1.4 股权激励彰显发展信心

**推出股权激励计划，彰显长期发展信心。**2023 年 6 月，公司发布 2023 年《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。2023 年 7 月 24 日为首次及预留授予日，向 77 名激励对象首次授予 209.9160 万股限制性股票，向 6 名激励对象预留授予 14.0840 万股限制性股票，共授予 224 万股，占公司总股本的 2.00%，除去现金红利后，授予价格为 15.73 元/股。公司股权激励考核目标以 2022 年 EBITDA 或营业收入为基准，2023 年、2024 年、2025 年 EBITDA 或营业收入累计值增长率触发值分别为 15%、159%、357%；目标值分别为 20%、182%、425%。公司股权激励计划有助于促进吸引和保留公司关键管理骨干、核心技术人才，激发工作热情，推动公司持续成长。

**图表13：公司 2023 年股权激励计划彰显发展信心**

归属期	对应考核年度	指标一				指标二			
		对应考核年度使用的 EBITDA 累计值	以2022年EBITDA为基数, EBITDA累计值增长率 (A)		对应考核年度使用的营业收入累计值	以2022年营业收入为基数, 营业收入累计值增长率 (B)			
			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%	

资料来源：Wind、公司公告、中邮证券研究所

根据我们测算，以公司公告的 2022 年、2023 年 EBITDA 值和营业收入为出发点，若要达到累计值增长率触发值目标，公司 2024 年、2025 年 EBITDA 增速有望达到 23%、39% 或营业收入增速有望达到 36%、33%；若要达到累计值增长率目标值，公司 2024 年、2025 年 EBITDA 增速有望分别达到 42%、47%，收入增速有望达到 57%、41%，有力彰显了公司对未来发展的坚定信心。

**图表14：根据股权激励计划触发值预计 2024-2025 年营收增长较快**

单位：百万元		2022A	2023A	2024E	2025E
<b>EBITDA</b>		<b>101.82</b>	<b>118.44</b>	<b>145.27</b>	<b>201.60</b>
	同比增长		16%	23%	39%
2023、2024年累计值				263.71	
	以2022年为基数, 累计值增长率触发值 (An)			159%	
2023年、2024年和2025年三年累计值					465.31
	以2022年为基数, 累计值增长率触发值 (An)				357%
<b>营业收入</b>		<b>395.72</b>	<b>435.02</b>	<b>589.89</b>	<b>783.53</b>
	同比增长		10%	36%	33%
2023、2024年累计值				1,024.91	
	以2022年为基数, 累计值增长率触发值 (Bn)			159%	
2023年、2024年和2025年三年累计值					1,808.44
	以2022年为基数, 累计值增长率触发值 (Bn)				357%

资料来源：Wind、公司公告、中邮证券研究所

**图表15：根据股权激励计划目标值预计 2024-2025 年营收增长较快**

单位：百万元		2022A	2023A	2024E	2025E
<b>EBITDA</b>		<b>101.82</b>	<b>118.44</b>	<b>168.68</b>	<b>247.42</b>
	同比增长		16%	42%	47%
2023、2024年累计值				287.13	
	以2022年为基数, 累计值增长率目标值 (An)			182%	
2023年、2024年和2025年三年累计值					534.54
	以2022年为基数, 累计值增长率目标值 (An)				425%
<b>营业收入</b>		<b>395.72</b>	<b>435.02</b>	<b>680.91</b>	<b>961.60</b>
	同比增长		10%	57%	41%
2023、2024年累计值				1,115.93	
	以2022年为基数, 累计值增长率目标值 (Bn)			182%	
2023年、2024年和2025年三年累计值					2,077.53
	以2022年为基数, 累计值增长率目标值 (Bn)				425%

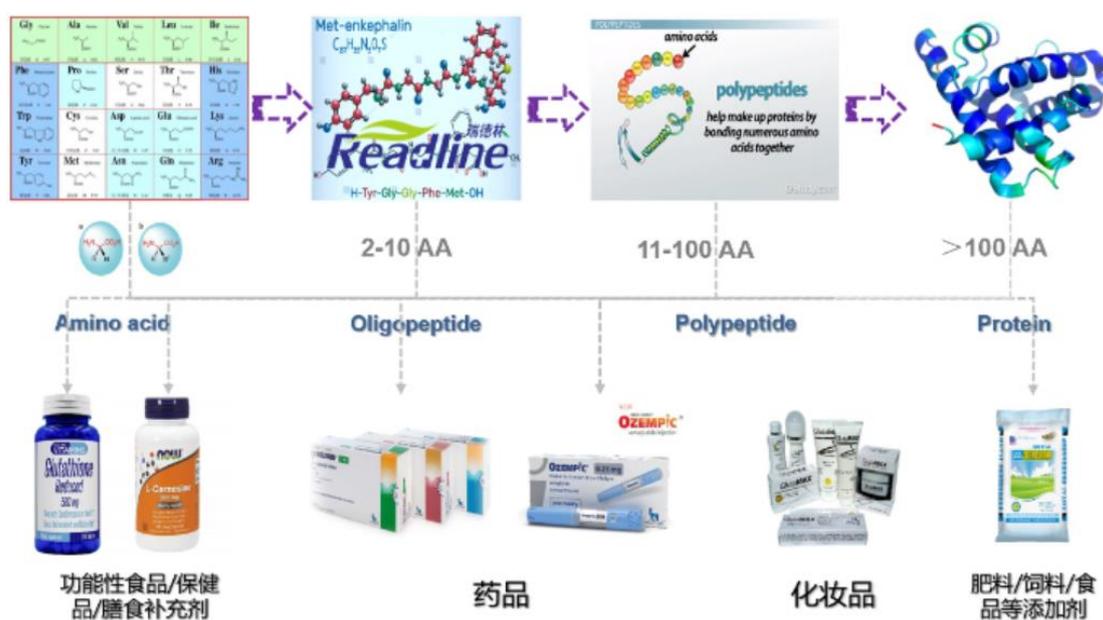
资料来源：Wind、公司公告、中邮证券研究所

## 2 多肽类药物行业迎来蓬勃发展，中国将是全球增速最快地区之一

### 2.1 多肽大小介于小分子化药和大分子蛋白质药物之间，是一种特殊的“蛋白质”

肽是由两个或两个以上氨基酸通过肽键连接而成的化合物。多肽则是由多个氨基酸通过肽键连接而成，通常由 10~100 个氨基酸分子组成，相对分子质量约 500-10000 道尔顿，分子量大小介于小分子化药和大分子蛋白质药物之间，是一种特殊的“蛋白质”。由于分子量较小，多肽可以直接被人体吸收。多肽在生物体内广泛存在，已发现的种类多达数万种，它们在调节和控制生物体内各个系统、器官、组织和细胞的功能中扮演着关键角色，对生命过程至关重要。

图表16：多肽具有广阔应用前景



资料来源：中国食品药品网、肽研社、中邮证券研究所

多肽药物兼具大分子与小分子的优点，它们易于合成、修饰和优化。相较于单抗药物和重组蛋白药物等蛋白质药物，多肽药物活性更高，易从杂质中分离、纯度也较高，因为空间结构相对简单，因此也更稳定。多肽药物通常具有较低的免疫原性，甚至无免疫原性。同时，与小分子化学药物相比，多肽药物也具备蛋白质类药物的特异性强和疗效好的特点。在生产制备方面，多肽药物与小分子化学药物也有一些共性，包括质量较为可控、结构较易确定以及成本较低等特点。

图表17：多肽药物与大分子抗体和小分子化学药物有所不同

	小分子	氨基酸	肽	蛋白质	抗体
类型	非生物性	生物性	生物性	生物性	生物性
分子量	~100道尔顿	~100道尔顿	<10,000道尔顿	>10,000道尔顿	~150,000道尔顿
特异性	低	低	中	高	高
安全性	低	高	中	高	高
生产难度	中低	低	中高	高	高
示例	阿司匹林、青霉素	谷氨酰胺、天冬氨酸	甲状旁腺素、胰岛素、胰高血糖素	非格司亭、促红细胞生成素	英夫利昔单抗、阿达木单抗

资料来源：弗若斯特沙利文、中邮证券研究所

## 2.2 化学合成法和基因重组法是多肽的主要制备方法，环肽是下一个研发前沿

目前多肽制备的主要方法为化学合成法和生物合成法，前者又可以分为液相合成法和固相合成法，后者则主要有基因重组法、酶解法和发酵法。其中，化学合成法和基因重组法是多肽的主要制备方法，根据肽研社统计，68.7%的多肽分子是通过化学合成方法制备（包括固相合成、液相合成和固液相结合），19.8%通过基因重组法获得。

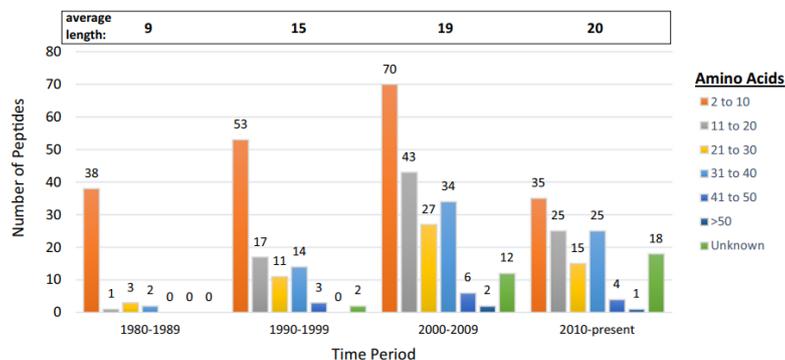
图表18：化学合成法和生物合成法是主要多肽生产方法

	化学合成多肽				生物合成法			天然提取法
	液相合成法		固相合成法		基因重组法	酶解法	发酵法	
方法	在溶液中通过化学反应形成肽键		以不溶性树脂为载体，将第一个氨基酸的C端固定于树脂上，通过缩合反应将预先脱保护的N端与已活化的第二个氨基酸连接，再经过洗涤，重复上述步骤等，直至完成目标多肽的合成		通过基因技术将某些序列的多肽转移至原核或真核细胞中重组DNA，并进行表达	通过生物酶将蛋白质降解为多肽	通过微生物的代谢作用发酵产生活性多肽	从动植物体内提取多肽物质
	<b>逐步合成法</b>	<b>片段合成法</b>	<b>Fmoc方法</b>	<b>Boc方法</b>				
	按照氨基酸顺序通过肽键逐步连接	将已合成的两个或多个多肽片段连接成目标多肽	以Fmoc（9-芴基甲基氧基羰基）作为氨基保护基	以Boc（叔丁氧基羰基）作为氨基保护基，而侧链保护基通常为苄醇类化合物				
方法流程	合成 ⇌ 分离纯化 ⇌ 多肽		合成 ⇌ 分离纯化 ⇌ 多肽		基因重组 ⇌ 表达 ⇌ 分离纯化 ⇌ 多肽	蛋白溶液 ⇌ 酶解 ⇌ 灭酶 ⇌ 分离纯化 ⇌ 多肽	培养基 ⇌ 发酵 ⇌ 分离纯化 ⇌ 多肽	生物组织 ⇌ 细胞破碎 ⇌ 提取 ⇌ 分离纯化 ⇌ 多肽
特点	与固相合成法相比，液相合成法更加适用于短肽的合成，其所用试剂、溶剂等用量小，成本更低；但复杂繁琐，费时费力		与Boc方法相比，Fmoc合成法具有酸性稳定、反应条件温和、副反应较少、产率较高等优势  脱保护使用的是强酸三氟乙酸，而切割肽链则需使用有害的氢氟酸。三氟乙酸酸性太强，可能在合成过程中导致肽链的断裂，另一方面，氢氟酸的危险性大，可能对身体有危害  简化反应、能实现自动化、降低损耗。合成序列短、耗时较长、纯度较低、成本较高、具有试剂毒性		是目前应用最多的生物合成法，表达定向性强、安全性高、成本低。但基因重组法存在纯化困难等问题，不易分离、产率低、不易规模化生产	反应条件温和，大都为混合物，后续分离提纯难度较大，产量低，在食品、化妆品等行业里更为常见	成本相对较低，但是依赖于微生物代谢，因此只能用来生产已知有益的活性多肽，应用范围较窄、分离纯化难度大	受动植物来源、提取方式等因素影响，杂质不易辨别，批次间质量较难控制
分子量/Da	≤1000				≤6000			500-3000

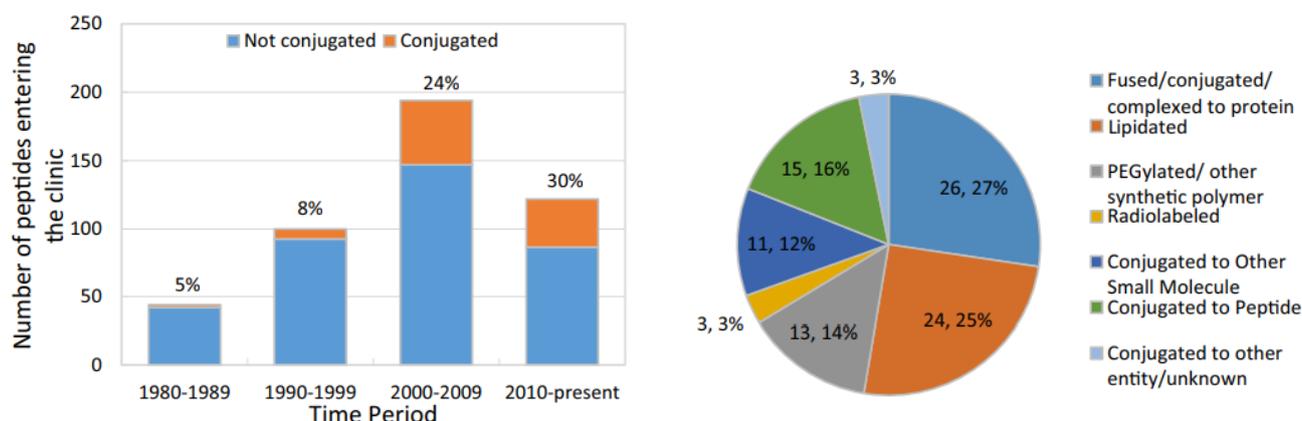
资料来源：湃肽生物官网、昊帆生物公众号、化学经纬、郑龙等《多肽药物制备工艺研究进展》、中邮证券研究所

随着肽合成和制造技术的进步，进入临床的肽类药物向长度更长、更复杂方向发展。在20世纪80年代，几乎所有进入临床开发的肽类药物都少于10个氨基酸长，而在2010年之后，开发候选肽类药物在长达40个氨基酸的各种长度范围内分布更为均匀，平均氨基酸长逐渐增加。同时，2010年之后30%进入临床的肽类药物会进行偶联，而其中超过半数的药物会选择与聚乙二醇（PEG）、脂质体，以及和如Fc片段等蛋白偶联，以延长半衰期。

图表19：进入临床的多肽药物氨基酸平均长逐渐增加



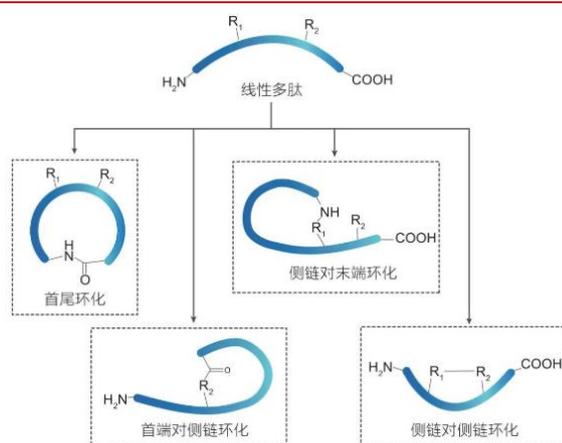
资料来源：Jolene L. Lau, Michael K. Dunn. 《Therapeutic peptides: Historical perspectives, current development trends, and future directions》、中邮证券研究所

**图表20：2010年后30%进入临床的肽类药物会进行偶联**      **图表21：多种偶联方式延长药物代谢半衰期**


资料来源：Jolene L. Lau, Michael K. Dunn. 《Therapeutic peptides: Historical perspectives, current development trends, and future directions》、中邮证券研究所

由于多肽存在易被蛋白酶水解、膜通透性差等问题，通过对多肽的修饰可以改善多肽的理化性质、毒副作用等。多肽的修饰方法根据修饰位点的不同分为 N 端修饰、C 端修饰、侧链修饰、骨架修饰、环化等，其中多肽环化（环肽）不仅是一种普遍的多肽修饰方式，也是提高多肽稳定性和蛋白结合力的有效途径。线性多肽，顾名思义，由氨基酸分子按照顺序直线连接而成，而环肽则通过各种类型的化学连接方式，在线性肽的基础上衍生出环状结构得到的多肽分子，这些连接方式不限于肽键，可能还包括二硫键、醚键、烯烃等其他类型的化学键。

环肽按照不同环化位点分类，可分为首尾环化、侧链对末端环化、首端对侧链环化、侧链对侧链环化；按照不同结构类型分类，可分为订书肽，单环肽，双环肽，多环肽等。相比于线性多肽，环肽因其良好的生物相容性和化学多样性能够很好地克服直链肽的缺点，在新药研发中发挥着重要作用。因此，开发高效的环肽合成方法已成为多肽药物研究领域的热点问题。

**图表22：环肽具有不同的环化位点**

**图表23：环肽具有不同结构类型**

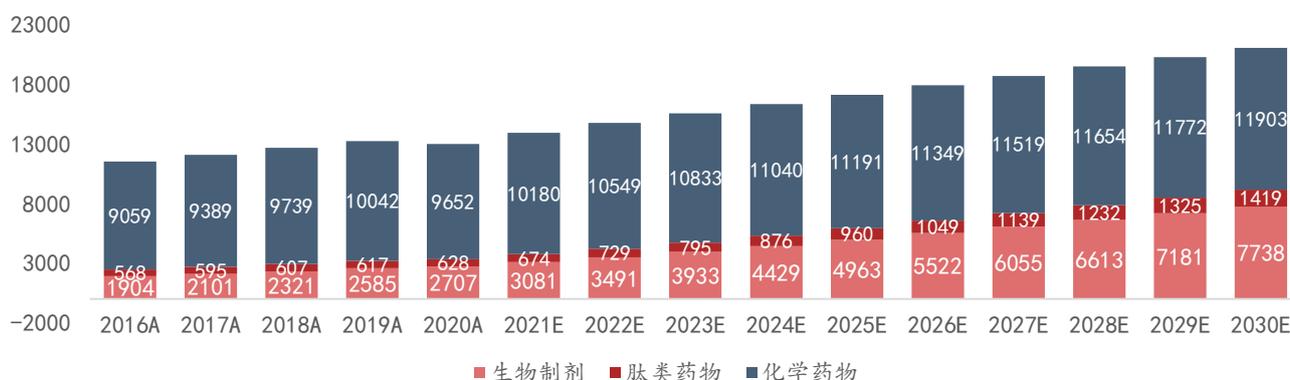

资料来源：金斯瑞生物科技官网、金斯瑞试剂服务公众号、中邮证券研究所

资料来源：多肽圈、中邮证券研究所

## 2.3 肽类药物增长迅速，市场空间广阔

**肽类药物增长超过化药。**根据弗若斯特沙利文数据，2016年肽类药物市场为568亿美元，2020年达到628亿美元，2016年-2020年复合增速约为2.6%。尤其是近几年，随着以司美格鲁肽、替尔泊肽为代表的重磅降糖、减重药物的出现，以及以其为代表的GLP-1R（胰高血糖素样肽-1受体）激动剂类药物在糖尿病、减肥、心血管疾病、非酒精性脂肪性肝病、慢性肾病、阿尔兹海默症等其他适应症领域的研发拓展，肽类药物市场有望进一步扩大。预计于2025年，肽类药物市场将增长至960亿美元，2020年至2025年的复合增长率为8.8%，预计到2030年，该市场规模将达到1419亿美元，2025年至2030年复合增长率为8.1%。对比来看，预计2020年-2025年、2025年-2030年，同期化学药市场增长率为3.0%和1.2%，肽类药物增长高于传统化学药物，展现出较为强劲的发展势能。

图表24：肽类药物增长迅速（单位：亿美元）



资料来源：弗若斯特沙利文、中邮证券研究所

**美国是目前全球最大的肽类药物市场，占比超过50%，我国肽类药物市场全球市占率有望逐步提升。**据统计，2016年我国肽类药物市场规模约63亿美元，2020年达到85亿美元，复合增长率为8%。预计到2025年我国肽类药物市场规模将达到约182亿美元，2020年-2025年复合增长率有望达到16.3%；预计2030年我国肽类药物市场规模为328亿美元，2025年-2030年复合增长率为12.5%。随着国内鼓励创新药研发和推进仿制药一致性评价工作的政策出台，预计未来将有更多具有显著临床效果的多肽创新药和多肽仿制药获批上市，国内多肽药物市场将进一步扩容。我国肽类药物行业尚处于成长期阶段，但发展速度较快，预计我国肽类药物全球市场占比有望于2030年达到23%，较2020年的14%，存在显著增长。

图表25：2020年美国占全球肽类药物市场份额一半以上 图表26：预计2030年中国肽类药物全球市占率有所提高

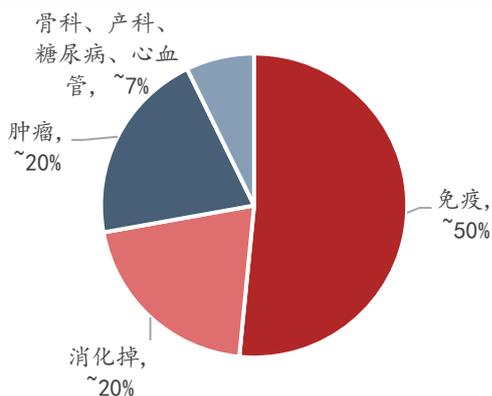


资料来源：弗若斯特沙利文、中邮证券研究所

资料来源：弗若斯特沙利文、中邮证券研究所

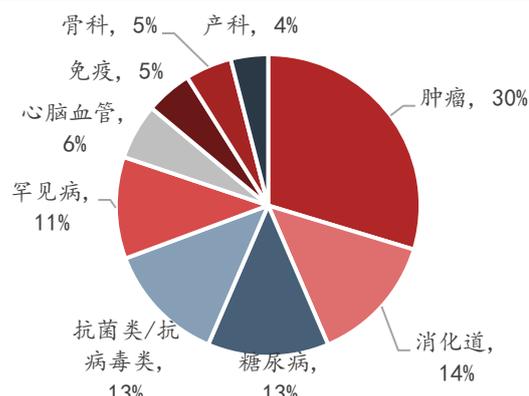
就多肽药物而言，我国起步较晚，20 世纪 90 年代初，瑞士诺华、默克雪兰诺、辉凌制药等跨国医药企业率先在国内注册多肽药物，受限于技术水平、生产设备等，国内医药企业至 21 世纪初才具备规模化合成生产多肽药物的能力。我国治疗领域与全球也存在差异，从全球多肽市场来看，慢病治疗是多肽药物行业的黄金赛道，全球有 50% 以上市场集中在肿瘤、糖尿病等慢病治疗领域，相比之下我国多肽市场中肿瘤、骨科（骨质疏松治疗）、糖尿病等慢病治疗只占市场份额的 26%，存在较大发展空间。

图表27：我国多肽药物治疗领域分布



资料来源：公司招股书、中邮证券研究所

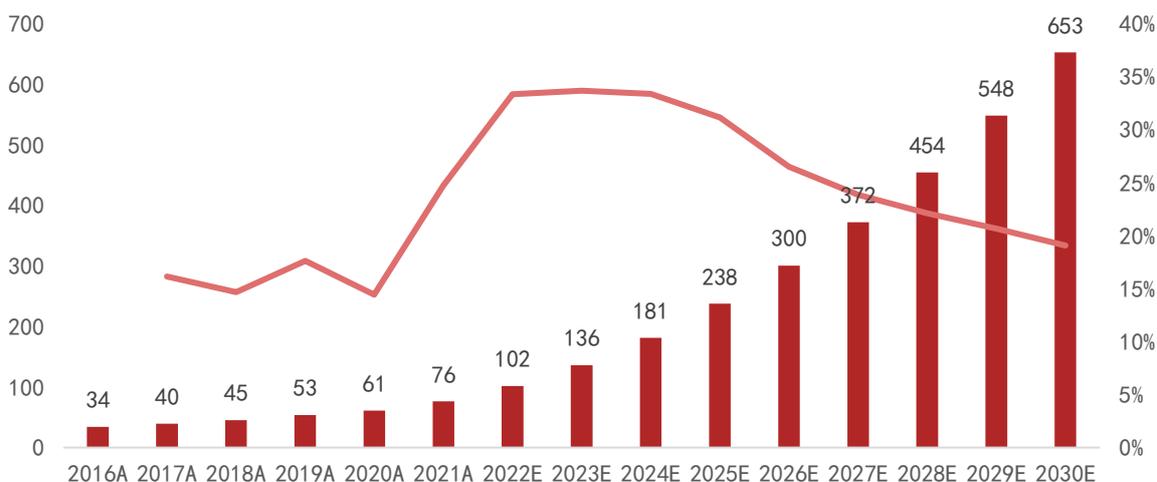
图表28：全球多肽药物治疗领域分布



资料来源：公司招股书、中邮证券研究所

多肽药物市场的快速增长有望推动中国多肽原料药市场的蓬勃发展。我国多肽原料药市场规模从 2016 年的 34.1 亿元增长到 2021 年的 76.2 亿元，复合增速 17.5%。预计至 2025 年，中国多肽原料药市场的规模将达到 237.5 亿元人民币，而到 2030 年，这一数字有望攀升至 652.5 亿元人民币，2021 年-2025 年预计复合增长率为 32.9%，在 2025 年-2030 年，预计复合增长率将为 22.4%，市场将继续保持强劲的增长势头。

图表29：中国多肽原料药市场增长迅速（单位：亿元人民币）

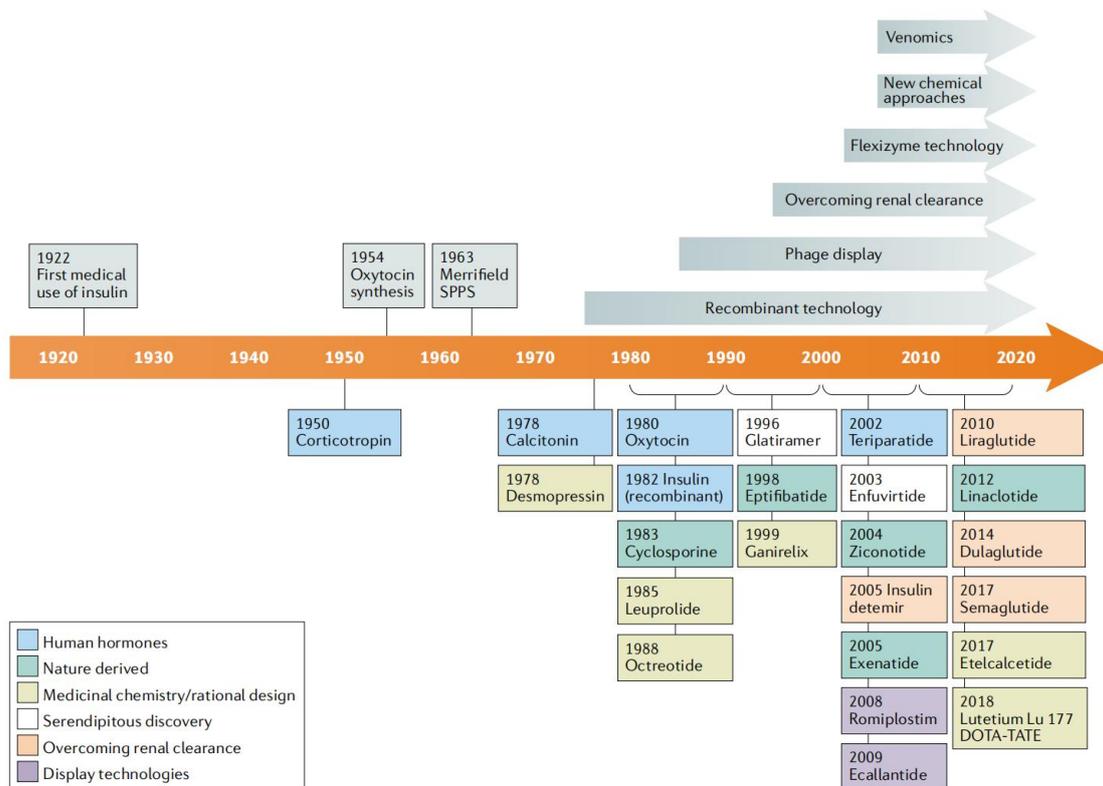


资料来源：弗若斯特沙利文、中邮证券研究所

## 2.4 多肽类药物应用前景广阔，目前已有多款重磅多肽类药物上市

自胰岛素首次应用于临床治疗以来，一百年间已有超过 100 种肽类药物成功上市，广泛应用于治疗多种疾病。1954 年文森特·迪维尼奥（Vincent du Vigneaud）研究团队在体外成功合成了催产素，并获得了 1955 年诺贝尔化学奖。1963 年，布鲁斯·梅里菲尔德（Bruce Merrifield）发明了多肽的固相合成技术（Solid Phase Peptide Synthesis, SPPS），使得肽类药物的发展又向前迈出一大步，他也因此获得了 1984 年诺贝尔化学奖。随着重组技术、展示技术、Flexizyme 核酶技术以及多功能肽等创新技术的涌现，市场上出了特立帕肽、利拉鲁肽、司美格鲁肽、替尔泊肽等众多新型肽类药物。

图表30：肽类药物发展历经百年变迁



资料来源：Trends in peptide drug discovery、中邮证券研究所

当前多肽药物主要针对代谢性疾病和肿瘤进行治疗，但肽类药物在临床上的应用范围正在逐步拓宽，已经逐步拓展至泌尿系统、呼吸系统、骨科、消化系统、中枢神经系统以及心血管等不同疾病领域的治疗。目前市场上销售的多肽类药物中，治疗糖尿病的多肽药物占据了销售额的前列，特别是具有减重效果的司美格鲁肽和替尔泊肽等药物一经推出，便迅速跻身销售额排行榜的头部，上升势头迅猛。司美格鲁肽更是超越了度拉糖肽，成为多肽药物领域的新一代“药王”。

图表31: 司美格鲁肽、替尔泊肽等重磅多肽类药物增长迅速

销售排名	通用名	商品名	厂商	适应症	销售额(百万美元)			同比增速	
					2021年	2022年	2023年	2022年	2023年
1	司美格鲁肽	Ozempic\Rybelsus\Wegovy	诺和诺德	糖尿病、减重	6,349	10,920	21,161	72%	94%
2	度拉糖肽	Trulicity	礼来	糖尿病	6,472	7,440	7,133	15%	-4%
3	替尔泊肽	Mounjaro\Zepbound	礼来	糖尿病、减重	-	483	5,339	-	1007%
4	甘精胰岛素	Lantus\Toujeo\Basaglar	赛诺菲、礼来	糖尿病	4,987	4,312	3,480	-14%	-19%
5	门冬胰岛素	NovoMix\Fiasp\NovoRapid	诺和诺德	糖尿病	4,322	3,554	3,163	-18%	-11%
6	利拉鲁肽	Victoza\Saxenda	诺和诺德	糖尿病	3,509	3,251	2,751	-7%	-15%
7	人胰岛素	Humulin\Human insulin	礼来、诺和诺德	糖尿病	2,662	2,176	1,954	-18%	-10%
8	赖脯胰岛素	Humalog	礼来	糖尿病	2,453	2,061	1,663	-16%	-19%
9	罗米司亭	Nplate	安进	血小板减少	1,027	1,307	1,477	27%	13%
10	卡非佐米	Kyprolis	安进	多发性骨髓瘤	1,108	1,247	1,403	13%	13%
11	奥曲肽	Sandostatin	诺华	肢端肥大症	1,413	1,238	1,314	-12%	6%
12	利那洛肽	Linzess\Linzess/Constella	艾伯维、阿斯泰来	便秘肠易激综合征、慢性特发性便秘	1,101	1,088	1,155	-1%	6%
13	兰瑞肽	Somatuline	IPSEN	肢端肥大症	1,422	1,281	1,153	-10%	-10%
14	德谷胰岛素	Tresiba	诺和诺德	糖尿病	1,547	1,322	1,125	-15%	-15%
15	Lutetium Lu 177 Vipivotide Tetraxetan	Pluvicto	诺华	前列腺癌	-	271	980	-	262%

资料来源: 肽研社、中邮证券研究所

## 2.5 多肽类药物产业链涵盖从原料供应、药品生产到市场销售等多个环节

多肽药物的产业链包括了从原料供应、药品生产到最终的市场销售各个环节。多肽化学合成法中, 主要使用氨基酸、树脂、DMF (二甲基甲酰胺)、乙腈、肌肽等关键原料, 原料的质量直接关系到最终多肽药物的品质, 原料价格的波动也对化学合成多肽的生产成本有着直接的影响。

多肽药物中游药品制造可以分为原料药与中间体、制剂和合同服务组织(包括 CRO、CMO/CDMO)。多肽原料药生产、CDMO 企业主要有国外的巴亨公司(Bachem)、龙沙公司(Lonza)、Polypeptide 公司、Corden Pharma 公司等, 国内有药明康德、凯莱英、圣诺生物、诺泰生物、翰宇药业、九洲药业等。制剂板块包括海外的知名大药企如诺和诺德、礼来等, 国内的翰宇药业、圣诺生物、双成药业、海南中和等也是知名的专业多肽类药物制造企业。

下游药品流通环节链接药品制造企业和终端消费者(包括医院药房和零售药房), 具有代表性的配送商为上海医药、国药控股、九州通等; 具有代表性的零售药房包括国大药房、益丰药房、大参林、一心堂、老百姓、海王星辰等。

图表32: 多肽类药物产业链涉及方方面面

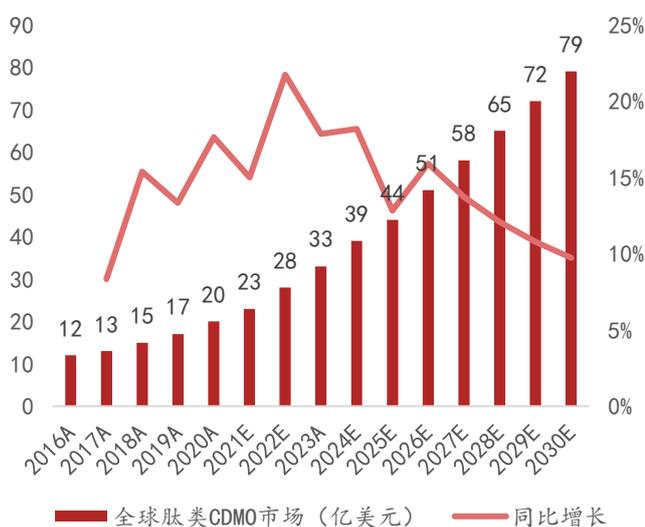


资料来源: 肽研社、中邮证券研究所

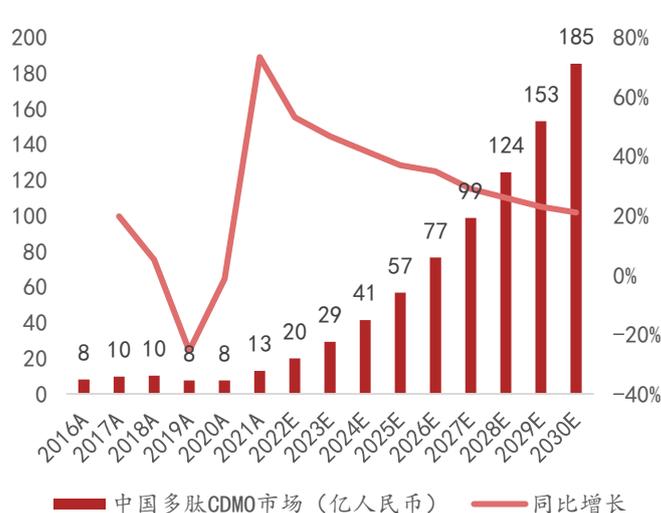
## 2.6 全球多肽 CDMO 市场预计将持续增长

随着多肽药物研发的加速以及 GLP-1 类药物的热点效应所吸引的资本投入，全球多肽 CDMO 市场预计将持续增长。根据弗若斯特沙利文数据，全球多肽 CDMO 市场从 2016 年的 12 亿美元增长至 2020 年的 20 亿美元，并预计到 2025 年，市场规模将扩大至 44 亿美元。2016-2020 年的复合增长率为 13.3%，2020-2025 年复合增长率为 17.7%。同时，中国多肽 CDMO 市场也表现出了快速增长的态势。2016 年中国多肽 CDMO 市场规模约 8 亿元，到 2021 年增长至 13 亿元，预计到 2025 年将增长至 57 亿元，2016-2021 年复合年增长率为 9.8%，预计 2021-2025 年复合年增长率为 44.5%，增长速度势能较为显著。根据 Polypeptide 预测，多肽原料药的服务外包率约有 65%。随着我国多肽药物中肿瘤、骨科（骨质疏松治疗）、糖尿病等慢病治疗药物的份额不断提升，我国多肽 CDMO 行业增长提速明显。

图表33：全球多肽 CDMO 市场保持快速增长



图表34：中国多肽 CDMO 市场保持快速增长



资料来源：弗若斯特沙利文、中邮证券研究所

资料来源：弗若斯特沙利文、中邮证券研究所

在全球多肽 CDMO 市场中，巴亨公司 (Bachem)、药明康德和 PolyPetide 的市占率领先。根据巴亨公司官网，目前全球肽类 CDMO 市场中巴亨公司、药明康德和 PolyPetide，市占率分别约为 25%、20%和 15%。

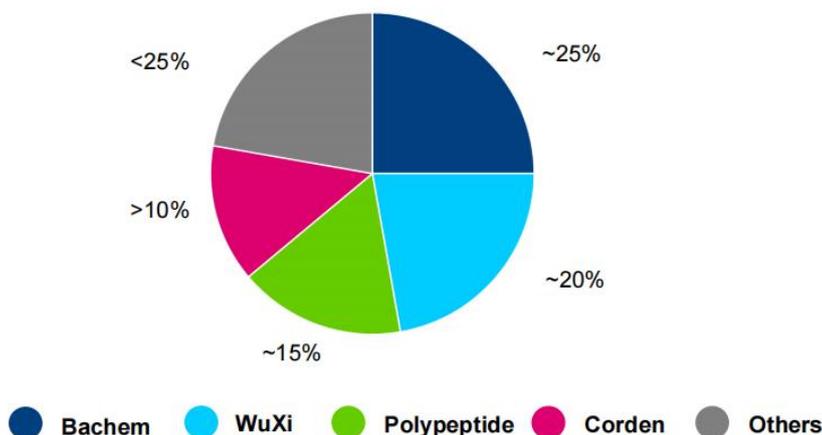
巴亨公司成立于 1971 年，总部位于瑞士，核心业务涵盖多肽、寡核苷酸、API（活性药物成分）的研发和制造，致力于通过先进的合成方法和技术手段提高产品质量，是全球多肽 CDMO 行业的龙头企业。2023 年营收为 5.77 亿瑞士法郎（约 6.8 亿美元），实现归母净利润 1.12 亿瑞士法郎（约 1.32 亿美元）。巴亨公司正在积极扩充产能，2023 年 CAPEX 投入 2.69 亿瑞士法郎（约 3.17 亿美元），较 2022 年同比增长 89%，Building K 的首条生产线预计 2024 年下半年投入使用。巴亨公司预计 2026 年公司收入将超过 10 亿瑞士法郎（约 11.8 亿美元）。

PolyPeptide 公司曾是辉凌医药 (Ferring) 的肽类生产基地，于 1952 年在瑞典马尔默建立，于 1996 年成为独立生产企业。PolyPeptide 公司 2023 年的营收为 3.2 亿欧元（3.58 亿美元），归母净利润亏损为 5144 万欧元（约亏损 5757 万美元），主要受到新冠相关高毛利业务减

少，新增产能爬坡等因素影响。PolyPeptide 公司同样也在积极进行产能建设，大规模 SPPS（固相合成技术）预计于 2024 年下半年开始爬坡。

药明康德是国内的 CDMO 龙头企业，其新分子业务（TIDES）持续放量，2023 年 TIDES 收入 34.1 亿元，同比强劲增长 64.4%，在手订单同比增长 226%。2024 年上半年，TIDES 业务收入 20.8 亿元，同比强劲增长 57.2%，在手订单同比增长 147%。2023 年完成常州和泰兴基地产能扩建工程，新产能已于 2024 年 1 月投入使用，多肽固相合成反应釜总体积为 3.2 万 L。龙头企业纷纷进行产能投入，体现出国内外对于多肽 CDMO 业务的需求保持旺盛增长。

**图表35：巴亨公司在全球肽类 CDMO 市场中市占率第一**



资料来源：巴亨公司官网、中邮证券研究所

注：巴亨公司 2024 年上半年演示材料

### 3 公司多肽产业链布局完善、壁垒高，有望进入产能与订单加速爬坡期

#### 3.1 优势一：公司具有多项自主研发核心技术

公司凭借在多肽药物合成路线设计、工艺研发、产业链平台以及技术人员经验等方面的深厚积累，已经掌握了长链肽偶联技术、困难序列偶联技术、多肽片段偶联技术等关键技术，有效提升了长肽偶联效率，减少了多肽合成中的杂质产生；同时公司也掌握了单硫环肽规模化生产技术、多对二硫环肽合成技术、碳环肽规模化生产技术等环肽相关合成生产技术，环化效率得到提升。公司还储备有聚乙二醇化修饰、脂肪酸修饰等多肽修饰类自主核心技术，技术布局更加丰富完善。

公司核心技术不仅有助于公司成功解决了多个多肽原料药品种规模化生产的技术瓶颈，而且在多肽原料药及制剂研发、多肽创新药药学研究服务、多肽类产品定制生产服务中发挥了重要作用。公司结合丰富的工艺路线设计经验，使所制备的原料药粗品纯度较高，保证纯化后具有较高的纯度和总收率，有效降低生产成本，解决了多项原料药产品的批量化生产难题，推动了药品的商业化进程。

**图表36：公司具有多项自主研发核心技术**

序号	技术	类别	与同行业、传统路线对比的技术先进性	应用产品
1	长链肽偶联技术	合成	多肽偶联反应随着多肽序列的延长，偶联反应的效率越来越低，且部分位点由于空间结构或特定序列的关系，某些位点或者区间采用常规的多肽偶联手段偶联效率很低，导致产品质量和收率严重下降。公司的长链肽偶联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，保证了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；该技术实现了长链多肽药物的规模化自动化生产，而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、替尔泊肽
2	困难序列偶联技术	合成	由于三维结构的关系，有的长链多肽在合成过程中发生聚集而产生肽树脂严重收缩，如果聚集不能打开，对合成收率和产品质量产生严重的影响，甚至无法完成合成，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，从而获得高的产品总收率。	艾塞那肽、胸腺法新
3	多肽片段偶联技术	合成	许多多肽产品含有甘氨酸（Gly），在甘氨酸的接入过程中极易发生+Gly的杂质，该杂质与主产品的极性相近，很难与主产品达到有效分离，从而严重影响收率，也影响产品的规模化放大，公司采用片段缩合技术有效克服了该杂质的产生，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
4	单硫环肽规模化生产技术	合成	常规单硫环肽的合成都是采用半胱氨酸中的巯基与其他氨基酸侧链卤素原子关环而得，此类反应的关环收率低，产品质量差。公司创新性的设计了全新的半胱氨酸衍生物，该衍生物含有单硫烷基侧链，采用侧链羧基与氨基关环，关环收率在99.5%以上，大幅度提高此类环肽的质量和收率。	卡贝缩宫素
5	多对二硫键环肽合成技术	合成	含有二硫键的多肽，在其合成中二硫键的环化常规是最后一步反应，也是非常关键的步骤，二硫键环化过程中易出现环化时间过长，反应副产物过多或环化效率不高等问题，环化反应出现问题，会导致合成失败。同时有很多多肽药物含有多对二硫键，环化反应的复杂度和难度都非常高，在合成过程中非常容易出现环化收率低，通过公司的特有技术，实现了高环化率，使产品总收率显著提高。	齐考诺肽、利那洛肽
6	碳环肽规模化生产技术	合成	所谓碳环肽就是通过酰胺键环化而成的多肽，常规方法为液相环化，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
7	侧链基团的聚乙二醇化修饰、脂肪酸修饰等	修饰	天然多肽序列在体内容易被降解，所以半衰期短，每天用药1-2次，对于慢性病患者来说很不方便。例如艾塞那肽用聚乙二醇化修饰技术修饰后半衰期延长50倍以上，用药频率降为每周一次，大大方便了患者用药。	利拉鲁肽、司美格鲁肽、药学研究服务
8	磷酸化/磺酸化修饰技术	修饰	磷酸化/磺酸化修饰多肽在制备过程中收率一般都很低，主要是在树脂酸解过程中磷酸化/磺酸化基团不稳定而丢失，造成粗品中产品的含量低。公司通过自有技术设计，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：公司招股书、公司公告、中邮证券研究所

与同行业主要竞争对手的核心技术及专利情况对比，公司在长链肽、环肽等技术领域具有特色，专利数量处于行业优势地位。

**图表37：公司核心技术具备特色**

公司名称	核心技术情况	专利情况
圣诺生物	长链肽偶联技术、困难序列偶联技术、多肽片段偶联技术、单硫环肽规模化生产技术、多对二硫键环肽合成技术、碳环肽规模化生产技术、侧链基团的聚乙二醇化修饰、脂肪酸修饰等、磷酸化/磺酸化修饰技术	截至2020年7月底，取得发明专利25项（其中1项同时取得国际专利）、实用新型专利9项
诺泰生物	固-液相结合的多肽合成技术、多肽规模化生产关键参数控制技术、反相串联色谱创新性应用技术、控制多肽药物比表面积的纳米缓释微粉制备技术	截至2021年5月，诺泰生物母公司及子公司医药技术公司、新博思共取得专利64项，其中发明专利29项、实用新型专利35项
翰宇药业	固相多肽合成技术的运用、多重替代法生产保护氨基酸树脂的运用、相转移法生产保护氨基酸的运用、利用固相假稀效应进行的高效环合技术的运用、定序小分子多肽分离技术的运用、新型多肽药物开发中的多肽修饰技术的运用	截至2020年7月底，翰宇药业及其子公司武汉翰宇共取得专利215项，其中发明专利209项、实用新型专利2项
双成药业	杂质控制技术、多肽片段固液相混合合成技术、聚合物纯化技术、溶剂替代技术、高效偶联固相合成技术、聚乙二醇多肽修饰技术、多重环肽合成技术、多肽降解控制技术、合成终点检测技术	截至2020年7月底，取得发明专利8项
中肽生化	专利多肽合成技术PeptidEx®、前沿的多肽特殊修饰技术、全面的多肽标记技术	截至2020年7月底，取得发明专利10项、实用新型专利5项

资料来源：诺泰生物招股书、中邮证券研究所

截止 2024 年上半年，公司拥有发明专利 32 项、实用新型专利 30 项（其中 2 项同时取得国际专利）和大量非专利技术，先后获评国家级、省级科研和技术改造项目十余项。根据国家知识产权局数据，公司 2022 年以来申请的专利主要集中于环肽制备领域，专利储备丰富。

**图表38：公司专利储备丰富**

申请号	申请（专利权）人	发明（设计）名称
2024102390922	成都圣诺生物多肽科技有限公司	一种精氨酸/赖氨酸多肽的固相合成方法
2022108674276	成都圣诺生物制药有限公司	一种新的半胱氨酸衍生物及其在制备环肽中的应用
2022106302052	成都圣诺生物制药有限公司	一种新的氨基酸衍生物及其在制备环肽中的应用
2022106331002	成都圣诺生物制药有限公司	一种新的半胱氨酸衍生物及其在制备环肽中的应用
2021113047788	成都圣诺生物多肽科技有限公司	一种新的表皮生长肽
202210921314X	成都圣诺生物科技股份有限公司	小分子载体及其制备方法和其在多肽合成中的应用
202110082997X	成都圣诺生物制药有限公司	一种治沙康唑中间体的制备方法
2020106350201	成都圣诺生物制药有限公司	一种Avexitide的制备方法
2020106430992	成都圣诺生物制药有限公司	一种Setmelanotide的制备方法
2020104578181	成都圣诺生物制药有限公司	一种Bulevirtide的制备方法
2020104466720	成都圣诺生物制药有限公司	一种Nerinetide的制备方法
2020104571591	成都圣诺生物制药有限公司	一种Gelpaglutide的制备方法
2020104578482	成都圣诺生物制药有限公司	一种Elisiglutide的制备方法
202010457191X	成都圣诺生物制药有限公司	一种Apraglutide的制备方法
2019110635085	成都圣诺生物制药有限公司	一种索马鲁肽的制备方法
2019110634326	成都圣诺生物制药有限公司	一种Tirzepatide的制备方法
2019110635066	成都圣诺生物制药有限公司	一种替莫瑞林的制备方法
2019110635070	成都圣诺生物制药有限公司	乌拉立肽的制备方法
2019110634311	成都圣诺生物制药有限公司	一种利那鲁肽的制备方法
2019110634330	成都圣诺生物制药有限公司	一种阿托西班的方法
2018100480539	成都圣诺生物制药有限公司	一种固相合成Etelcalcetide的方法
2018100481353	成都圣诺生物制药有限公司	一种合成Abaloparatide的方法
2018103305387	成都圣诺生物制药有限公司	一种胸腺法新的合成方法
2016107272542	成都圣诺生物制药有限公司	一种全固相合成奥曲肽的方法
2016107286193	成都圣诺生物制药有限公司	一种合成阿巴瑞克的方法
2016107287849	成都圣诺生物制药有限公司	一种合成罗米地丰的方法
2016107288358	成都圣诺生物制药有限公司	一种合成特利加压素的方法
2016107288682	成都圣诺生物制药有限公司	一种合成西曲瑞克的方法
2016107282949	成都圣诺生物制药有限公司	一种合成卡贝缩宫素的方法
2016101363745	成都圣诺生物制药有限公司	一种合成地加瑞克的方法
2015102955562	成都圣诺生物科技股份有限公司	一种合成特立帕肽的方法
2015103144593	成都圣诺生物科技股份有限公司	一种合成利那洛肽的方法
2015103151864	成都圣诺生物科技股份有限公司	一种合成利西拉来的方法
201510274315X	成都圣诺生物科技股份有限公司	一种合成西那普肽的方法
2015102749245	成都圣诺生物科技股份有限公司	一种合成替度鲁肽的方法
2014108370933	成都圣诺生物科技股份有限公司	一种合成帕瑞肽的方法
201410596912X	成都圣诺生物科技股份有限公司	一种合成加尼瑞克的方法
2014104274053	成都圣诺生物科技股份有限公司	一种合成地加瑞克的方法
2014103338448	成都圣诺生物科技股份有限公司	合成胸腺法新的方法
2014103475727	成都圣诺生物科技股份有限公司	一种合成艾替班特的方法
2014102655826	成都圣诺生物科技股份有限公司	一种合成利拉鲁肽的方法
2013102010751	成都圣诺生物制药有限公司	卡培立肽的制备方法
2013102020895	成都圣诺生物制药有限公司	齐考诺肽的制备方法
2013102014112	成都圣诺生物制药有限公司	利拉鲁肽的制备方法
2013102018378	成都圣诺生物制药有限公司	制备利拉鲁肽的方法
201310200501X	成都圣诺生物制药有限公司	格拉替雷的制备方法
2013102019525	成都圣诺生物制药有限公司	艾塞那肽的制备方法
2012100251975	成都圣诺科技发展有限公司	一种依非巴特的制备方法
2012100309567	成都圣诺生物制药有限公司	一种比伐卢定的制备方法
201110171151X	成都圣诺科技发展有限公司	特利加压素的制备方法
2011101519229	成都圣诺科技发展有限公司	半胱氨酸衍生物及其制备方法和用途
2011101706691	成都圣诺科技发展有限公司	比伐卢定的制备方法
2011101708076	成都圣诺科技发展有限公司	氨基保护丝氨酸寡肽及其制备方法和用途
2010101806182	成都圣诺科技发展有限公司	具有抗肿瘤活性的化合物及其制备方法
2011101519286	成都圣诺科技发展有限公司	卡贝缩宫素的制备方法
2011101711524	成都圣诺科技发展有限公司	奈西立肽的制备方法
201110140173X	成都圣诺科技发展有限公司	恩夫韦肽的制备方法
2006100201345	成都圣诺科技发展有限公司	胸腺肽α1注射液及其制备方法
2005100205708	成都圣诺科技发展有限公司	水溶性葛根素盐化合物及其制备方法
2005100205727	成都圣诺科技发展有限公司	水溶性七叶皂苷盐化合物及其制备方法
2005100205731	成都圣诺科技发展有限公司	[2-[5-(2-氯代吡啶-4-基)]甲基]氮杂环丁烷多肽衍生物及其应用
2004100222681	成都圣诺科技发展有限公司	独一味口腔崩解片及其制备方法
2004100222696	成都圣诺科技发展有限公司	地榆口腔崩解片及其制备方法
2004100223364	成都圣诺科技发展有限公司	山楂叶总黄酮口腔崩解片及其制备方法
2004100223379	成都圣诺科技发展有限公司	利血生口腔崩解片及其制备方法
2003101111408	成都圣诺科技发展有限公司	盐酸班布罗罗口腔崩解片及其制备方法
2003101111412	成都圣诺科技发展有限公司	苯磺酸氨氯地平口腔崩解片及其制备方法
2003101111427	成都圣诺科技发展有限公司	美洛昔康口腔崩解片及其制备方法
2003101111431	成都圣诺科技发展有限公司	一种治疗肝炎的药物及其制备方法
21135908	成都圣诺科技发展有限公司	[2-[5-(2-氯代吡啶-4-基)]甲基]氮杂环丁烷多肽衍生物及其应用
21135916	成都圣诺科技发展有限公司	具有消肿抗炎改善血液循环的精氨酸七叶皂苷及制备方法
21135924	成都圣诺科技发展有限公司	具有镇痛抗炎的精氨酸酮洛芬及制备方法

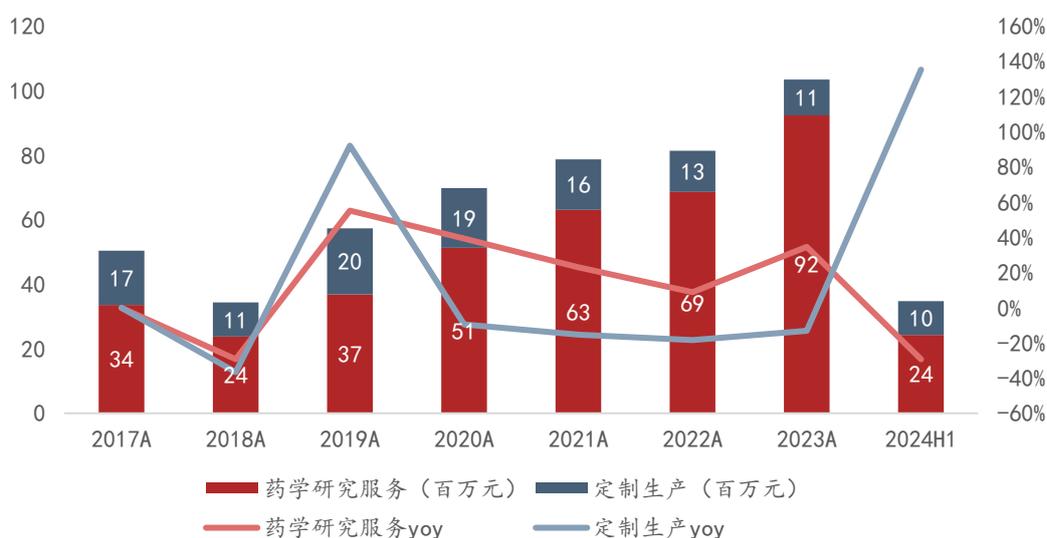
资料来源：国家知识产权局、中邮证券研究所

### 3.2 优势二：多肽创新药药学研究与定制生产服务持续兑现，业务粘性不断增长

公司多肽创新药药学研究服务和多肽类产品定制生产服务有助于公司持续参与国内多肽创新药前沿项目的研发和生产。公司的药学研究服务针对客户筛选或指定的多肽分子进行药学研究，并将形成的研究资料和所生产样品交付于客户，便于进一步研发或注册申报，服务过程中的相关知识产权归客户所有。多肽类产品定制生产服务指按照客户对不同类型多肽的质量标准和工艺要求进行定制化生产，以满足客户在多肽药物研发各个阶段的不同需求。随着相关客户创新药获批上市，公司有望持续获得客户的定制生产订单，业务粘性不断增强。

公司 2023 年实现多肽药学研究服务收入约 9233 万元，同比增长 35%，2024 年上半年药学研究服务收入约 2427 万元，同比减少 29%，主要受到行业投融资变化、客户现金流变化等因素影响。公司 2023 年定制生产服务实现 1109 万元营业收入，同比减少 13%，2024 年上半年定制生产收入约为 1047 万元，同比增长 135%，体现出强劲增长势能。

图表39：多肽药学研究服务和多肽类产品定制生产服务持续兑现收入



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

公司以其在多肽合成和修饰领域的核心技术优势，在多肽药物的研发和生产行业中获得了较高的知名度和认可度。截止 2024 年上半年，公司已经为多家企业和科研机构提供了 40 余个项目的多肽创新药药学 CDMO 服务，其中 2 个品种获批上市进入商业化阶段，1 个进入申报生产阶段，20 个进入临床试验阶段，主要客户包括山东鲁抗、山西锦波、派格生物、百奥泰制药、江苏普莱、哈尔滨医大药业、众生睿创等新药研发企业和科研机构。

**图表40：公司多项多肽创新药研发服务项目**

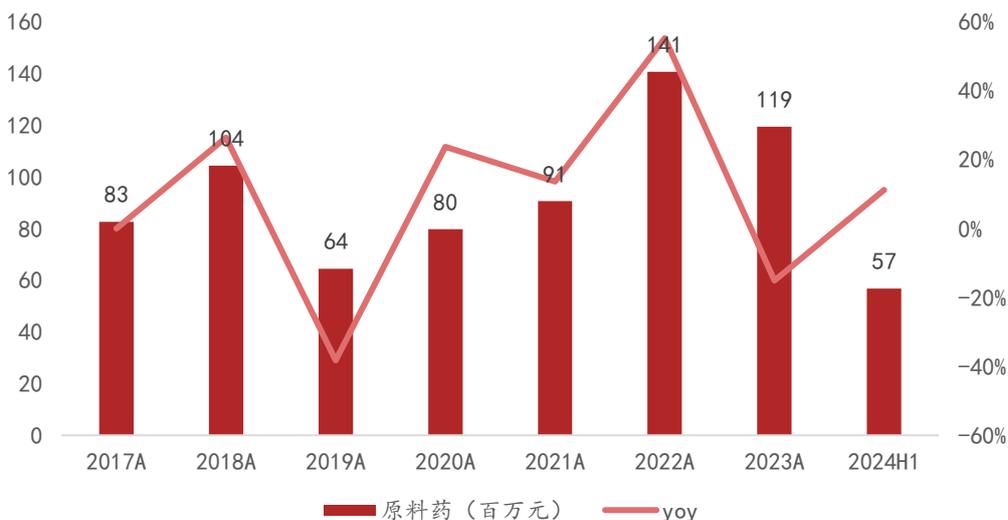
药品名称	适应症	服务客户	所处阶段	研发生产服务内容
注射用艾博韦泰	抗艾滋病	前沿生物药业（南京）股份有限公司	获批上市	原料药质量研究和稳定性研究、委托生产；制剂处方工艺研究、质量研究和稳定性研究
枸橼酸倍维巴肽注射液	心血管	百奥泰生物制药股份有限公司	获批上市	原料药工艺研究、制剂处方工艺研究、质量研究、稳定性研究、临床研究产品定制、原料药上市申报工艺验证
维派那肽/聚乙二醇化艾塞那肽注射液	糖尿病	派格生物医药（苏州）股份有限公司	申报生产	原料药工艺研究、制剂处方工艺研究、质量研究、稳定性研究、临床研究产品定制
抗菌肽PL-5喷雾剂	抗菌	长春普莱医药生物技术有限公司/江苏普莱医药生物技术有限公司	临床III期	原料药工艺研究、临床研究原料药定制
注射用吗利福肽	心血管	八加一药业股份有限公司	临床II期	原料药工艺研究、制剂处方工艺研究、质量研究、稳定性研究、临床研究产品定制
注射用HYD-PEP06	抗肿瘤	哈尔滨医大药业股份有限公司/珠海市藤拓医药有限公司	临床II期	原料药工艺研究、制剂处方工艺研究、质量研究、稳定性研究、临床前药理学研究、临床研究产品定制
EK1雾化剂	抗病毒	山西锦波生物医药股份有限公司	临床II期	原料药工艺研究、制剂处方工艺研究、质量研究、稳定性研究、临床前药理学研究、临床研究产品定制
注射用GNP	心力衰竭	雷恩康亚（深圳）生物科技有限公司	临床II期	原料药工艺研究、制剂处方工艺研究、质量研究、稳定性研究、临床前药理学研究、临床研究产品定制
注射用利普韦肽	抗病毒	山西康宝生物制品股份有限公司	临床II期	原料药工艺研究、制剂处方工艺研究、质量研究、稳定性研究、临床研究产品定制
注射用BX0S110	脑卒中	拜西欧斯（北京）生物技术有限公司	临床II期	原料药工艺研究、制剂处方工艺研究、质量研究、稳定性研究、临床研究产品定制
RAY1225注射液	糖尿病、肥胖	广东众生睿创生物科技有限公司	临床II期	原料药工艺研究、制剂处方工艺研究、质量研究、稳定性研究、临床前药理学研究、临床研究产品定制
注射用HTPEP-001	抗肺纤维化	成都惠泰生物医药有限公司	临床I期	原料药工艺研究、制剂处方工艺研究、质量研究、稳定性研究、临床前药理学研究、临床研究产品定制
注射用普瑞巴肽	心血管	陕西麦科奥特科技有限公司/山东丹红制药有限公司	临床I期	原料药工艺研究、制剂处方工艺研究、质量研究、稳定性研究、临床研究产品定制
TB-B002D注射液	特发性肺纤维化	深圳市图微安创科技开发有限公司	临床I期	原料药工艺研究、制剂处方工艺研究、质量研究、稳定性研究、临床前药理学研究、临床研究产品定制
TB-D004C注射液	糖尿病肾脏病	深圳市图微安创科技开发有限公司	临床I期	原料药工艺研究、制剂处方工艺研究、质量研究、稳定性研究、临床前药理学研究、临床研究产品定制
注射用TB001	肝纤维化	深圳市图微安创科技开发有限公司	临床I期	原料药工艺研究、质量研究、稳定性研究、临床研究产品定制
RAB001注射液	骨坏死	中山莱博瑞辰生物医药有限公司	临床I期	原料药工艺研究、制剂处方工艺研究、质量研究、稳定性研究、临床前药理学研究、临床研究产品定制
注射用ZKLJ02	脑卒中	云南中科龙津生物科技有限公司	临床I期	原料药工艺研究、制剂处方工艺研究、质量研究、稳定性研究、临床前药理学研究、临床研究产品定制
注射用KMH-03	乳腺癌	浙江康明海慧生物科技有限公司	临床I期	原料药工艺研究、制剂处方工艺研究、质量研究、稳定性研究、临床前药理学研究、临床研究产品定制
Exd391209注射液	糖尿病	成都奥达生物科技有限公司	临床I期	原料药工艺研究、制剂生产、临床研究产品定制
注射用LP-98	抗病毒	山西康宝生物制品股份有限公司	临床I期	原料药工艺研究、制剂处方工艺研究、质量研究、稳定性研究、临床前药理学研究、临床研究产品定制
注射用SC-101	抗肿瘤	上海药明康德新药开发有限公司	临床I期	原料药工艺研究、制剂处方工艺研究、质量研究、稳定性研究、临床前药理学研究、临床研究产品定制
HDM1005注射液	糖尿病、肥胖	杭州中美华东制药有限公司	临床I期	原料药工艺研究、制剂处方工艺研究、质量研究、稳定性研究、临床前药理学研究、临床研究产品定制

资料来源：公司公告、中邮证券研究所

### 3.3 优势三：原料药业务稳步增长，备案数量名列前茅

近年来，公司原料药业务实现稳步增长。从2019年的6443万元增长至2023年的1.19亿元，期间复合增长率为16.68%。公司原料药业务收入2019-2022年整体呈稳定增长，2023年同比减少15.07%，主要受比伐卢定外销量同比有所减少。2024年上半年，公司原料药业务实现5683万元收入，同比增长11.17%，其中境外销售增长显著，2024年上半年原料药境外销售同比增长97.51%。

图表41：公司原料药业务增长迅速



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

截止 2024 年上半年，公司已经成功研发了 19 种多肽类原料药。在国内取得了 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。在国际市场上，公司已经获得包括比伐芦定、依替巴肽、利拉鲁肽在内的 10 个美国 DMF 备案品种，其中 9 个品种处于激活状态，可被制剂生产企业引用申报。公司艾替班特原料药为首家提交此品种美国 DMF 备案的仿制原料药，并被卫健委纳入《第一批鼓励仿制药品目录建议清单》。此外，公司比伐芦定国外客户成为美国第二家获批的仿制药制剂生产商。目前比伐芦定原料药以出口为主，终端客户主要为费森尤斯 (Fresenius) 公司，公司是其原料药第一供应商。根据 IQVIA 数据库，费森尤斯公司比伐芦定制剂 2019 年美国市场市占率第一，份额为 30.82%。截止 2023 年上半年，其近三年采购量年复合增长率达到 131.26%，市场需求较为旺盛。

对于利拉鲁肽、比伐芦定、恩夫韦肽等合成难度较大的仿制原料药，公司已通过与凯华 (Chemwerth)、Tocoland 等专业原料药代理商合作，出口至欧美、韩国等国际市场，国内外终端客户包括费森尤斯 (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。同时，公司与瑞士罗氏公司、美国礼来公司、美国 CSBio 公司、印度鲁宾制药等国外公司建立了合作关系，并成为印度多肽生产企业指定的唯一多肽原料供应商及技术合作伙伴。

国内研发专项上，公司醋酸阿托西班、醋酸奥曲肽、生长抑素、胸腺法新和卡贝缩宫素五个品种的产业化研发被纳入“‘十一五’国家重大新药创制专项”，体现公司较强的行业竞争力。根据公司招股书数据，推算公司胸腺五肽、生长抑素原料药市场份额分别达到 20% 和 13% 以上，市场占有率较高。

图表42：公司原料药产品

原料药名称	治疗领域	针对症状及特点	国内外注册/备案情况	制剂应用情况
恩夫韦肽	抗艾滋病	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	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
比伐芦定	心血管	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
依替巴肽	心血管	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）	客户制剂美国申报、自有制剂国内上市
艾替班特	罕见病	治疗遗传性血管水肿	美国DMF备案/国内原料药登记（A）	客户制剂美国申报、自有制剂国内批准
利拉鲁肽	糖尿病	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）	客户制剂美国申报、自有制剂国内申报
醋酸阿托西班	产科	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
卡贝缩宫素	产科	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
醋酸奥曲肽	消化道	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
生长抑素	消化道	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
胸腺五肽	免疫	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
胸腺法新	免疫	免疫调节药物；慢性乙型肝炎；作为免疫损害病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	国内原料药登记（A）/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	用于治疗绝经后女性患者的严重骨质疏松，通过与骨靶细胞上的I型受体PTH1R结合，发挥甲状旁腺激素对骨骼的生理作用	取得美国DMF备案	-
齐考诺肽	罕见病	具有神经元特异性的N型电压敏感性钙通道阻滞剂，作为一种新型非吗啡类镇痛剂，抑制初级传人神经末梢兴奋性递质的释放，具有抗伤害感受作用	取得美国DMF备案	-
加尼瑞克	肿瘤	在接受辅助生殖技术（ART）控制性卵巢刺激（COS）方案的妇女中使用，用于预防过早出现促黄体激素（LH）峰	取得美国DMF备案/韩国DMF备案/国内原料药登记（A）	自有制剂国内申报、客户制剂申报
利那洛肽	消化道	用于治疗便秘肠易激综合征（IBS-C）和慢性特发性便秘（CIC），是首个具有此种作用机制的治疗便秘的药物	取得美国DMF备案/国内原料药登记（I）	客户制剂申报
艾塞那肽	糖尿病	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	国内原料药登记（A）	-
泊沙康唑	抗真菌	侵袭性曲霉菌和念珠菌感染预防	国内原料药登记（A）	自有制剂国内上市
枸橼酸倍维巴肽	心血管	血小板糖蛋白受体 GP IIb/IIIa拮抗剂	国内原料药登记（A）	客户制剂国内上市
司美格鲁肽	糖尿病、减重	成人2型糖尿病患者的血糖控制；用于长期体重管理	取得美国DMF备案	-

资料来源：公司公告、中邮证券研究所



注射用胸腺五肽、依替巴肽注射液、艾替班特注射液、泊沙康唑注射液等 10 款多肽制剂品种，取得 14 个生产批件，针对免疫系统疾病、肿瘤、心血管、慢性乙肝、糖尿病及产科疾病等多个治疗领域。其中恩夫韦肽和卡贝缩宫素注射液为国内首仿多肽药物，根据中康开思系统数据，公司卡贝缩宫素 2023 年以 27.29% 的市场份额位居第二，仅次于原研辉凌制药。目前公司制剂产品已在全国 31 个省、自治区、直辖市销售。

**图表46：公司制剂产品品种丰富**

产品名称	制剂用途	规格	取得批件情况	医保情况
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
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，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）》
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
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
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
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，本品可增强患者对病毒性疫苗，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）
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	-
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
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
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	-

资料来源：公司公告、中邮证券研究所

公司已有多款制剂品种纳入集采。其中注射用生长抑素、注射用阿托西班集采中标后，2024 年上半年制剂增长显著。此前公司注射用胸腺法新未纳入国家第五批集采目录，对公司 2021-2022 年的收入略有影响，目前影响已经逐步消除。同时公司醋酸奥曲肽注射液已纳入第七批全国药品集中采购，依替巴肽注射液、卡贝缩宫素注射液未纳入第七批和第九批集采，公司 10 款制剂品种中约半数已经进入集采范围，随着公司充分利用资源，不断扩展销售渠道，预计后续公司制剂收入有望呈现增长态势。

图表47：公司集采主要中选品种

集采产品	集采批次	规格	中选前价格 (元/瓶)	中选价格 (元/瓶)	降价幅度	供应省份	执行日期
醋酸奥曲肽注射液	第七批集采	1ml:0.1mg	33.14	16.82	-49%	安徽省、四川省、贵州省、云南省	2022年11月
注射用生长抑素	第八批集采	3mg	66.78	7.88	-88%	上海,江苏,山东,广西,海南	2023年7月
醋酸阿托西班注射液	第八批集采	0.9ml:6.75mg	225.79	21.2	-91%	天津、河北、黑龙江、江苏、河南、广东、四川	2023年7月
醋酸阿托西班注射液	第八批集采	5ml:37.5mg	983.37	78.78	-92%	天津、河北、黑龙江、江苏、河南、广东、四川	2023年7月

资料来源：公司公告、上海阳光医药采购网、公司招股书、药筛、中邮证券研究所

### 3.5 优势五：在研品种丰富，研发进度稳步推进

目前公司已有 3 款研发产品向国家药品监督管理局申报注册批件，同时有中长期在研储备项目 18 项，已经形成了科学的产品梯队，研发项目稳步推进。其中利拉鲁肽已经进入临床阶段。加尼瑞克原料药获得上市申请批准通知书，制剂有待国家药监局药审中心审评批准。依替巴肽注射液、泊沙康唑注射液、艾替班特注射液已取得注册批件。司美格鲁肽原料药已取得美国 DMF 备案，利那洛肽原料药已提交上市登记，艾替班特原料药已通过关联审评。西曲瑞克原料药、泊沙康唑原料药、枸橼酸倍维巴肽原料药获得上市申请批准通知书。此外，替尔泊肽原料药及制剂、去氨加压素原料药及制剂、鲑降钙素原料药及制剂、注射用醋酸奥曲肽微球等项目已经立项。

图表48：公司多项多肽创新药研发项目

项目名称	进展或阶段性成果	技术水平	具体应用前景
利拉鲁肽原料药及注射液	临床试验中	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	成人2型糖尿病控制血糖
艾替班特原料药及注射液	已批准/原料药已向FDA申报	治疗遗传性血管水肿	成年遗传性血管水肿 (HAE) 急性发作
泊沙康唑原料药及注射液	原料药国内已批准/制剂国内已批准	第二代三唑类抗真菌药物，适用于念珠菌属、隐球菌属真菌引起的真菌血症，呼吸、消化道、尿路真菌病，腹膜炎、脑膜炎等	侵袭性曲霉菌和念珠菌感染预防
特立帕肽原料药及注射液	药学研究	用于治疗绝经后女性患者的严重骨质疏松，通过与骨靶细胞上的1型受体PTH1R结合，发挥甲状旁腺激素对骨骼的生理作用	绝经后妇女骨质疏松
加尼瑞克原料药及注射液	原料药国内已批准/原料药已向FDA申报/制剂已申报	在接受辅助生殖技术 (ART) 控制性卵巢刺激 (COS) 方案的妇女中使用，用于预防过早出现促黄体激素 (LH) 峰	治疗妇女不孕症
利那洛肽原料药及胶囊	国内原料药登记 (I) /原料药已向FDA申报	用于治疗便秘肠易激综合征 (IBS-C) 和慢性特发性便秘 (CIC)，是首个具有此种作用机制的治疗便秘的药物	肠道综合应激症
地加瑞克原料药及注射液	药学研究	地加瑞克是一种选择性的促性腺激素释放激素 (GnRH) 拮抗剂，可竞争性和可逆地结合垂体GnRH受体，从而快速减少促性腺激素、促黄体激素 (LH) 及促卵泡激素 (FSH) 的释放，并减少睾酮分泌量 (T)	晚期前列腺癌
司美格鲁肽原料药及注射液	药学研究	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	成人2型糖尿病控制血糖
阿巴帕肽原料药及注射液	药学研究	新型甲状旁腺激素相关肽 (PTHrP)，它是PTH-1受体强有力的选择性激活剂，可以增加骨矿物质含量、骨密度以及骨强度，促进骨骼形成	骨质疏松
醋酸亮丙瑞林原料药及注射液	药学研究	治疗子宫内膜异位症和子宫肌瘤、青春期中枢性性早熟、绝经前乳腺癌及前列腺癌的药物去势治疗，也用于常规激素治疗禁忌或无效的功能性子宫出血	适用于晚期前列腺癌的姑息治疗
依降钙素原料药及制剂	药学研究	为人工合成的鲑鱼降钙素多肽衍生物，可以抑制破骨细胞活性，减少骨的吸收，防止骨钙丢失；可促进骨骼从血中摄取钙，导致血钙降低	适用于高钙血症、佩吉特骨病 (变形性骨炎)、骨质疏松症引起的疼痛
左西孟旦注射液	已批准	钙增敏剂，以钙离子浓度依赖的方式与心肌肌钙蛋白C结合而产生正性肌力作用，增强心肌收缩力，同时可通过使ATP敏感的K <sup>+</sup> 通道 (KATP) 开放舒张血管，舒张冠状动脉阻力血管和静脉容量血管，改善冠脉的血流供应	适用于心衰症状，改善冠脉的血流供应
缩宫素原料药及制剂	药学研究	为多肽子宫收缩药	用于引产、催产、产后及流产后因宫缩无力或收缩不良而引起的子宫出血
醋酸特利加压素原料药及制剂	药学研究	人体的垂体后叶分泌内源性的加压素，特利加压素为加压素的合成类似物。其主要作用为缩血管和抗出血	用于胃肠道和泌尿生殖系统的出血
替尔泊肽原料药及制剂	药学研究	葡萄糖依赖性促胰岛素多肽和胰高血糖素样肽-1受体双重激动剂	糖尿病、体重控制
去氨加压素原料药及制剂	药学研究	与天然激素精氨酸加压素的结构类似，使临床剂量的去氨加压素的作用时间延长，而不产生加压的副作用	中枢性尿崩症、夜间遗尿及血友病
地非法林原料药及制剂	药学研究	外周限制性和选择性κ阿片受体激动剂	慢性肾脏病相关瘙痒
鲑降钙素原料药及制剂	药学研究	具有抑制破骨细胞的活性，从而抑制骨盐溶解，阻止钙由骨释出	骨质疏松
注射用醋酸奥曲肽微球	药学研究	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；预防腺癌术后 并发症；缓解与胃肠内分泌瘤有关的症状 和体征	静脉曲张出血
KJMRT-YF001 (环肽-113)	毒理学研究	可介导黑色素的合成，同时可调控炎症信号通路NF-κB信号通路，介导炎症反应的相关细胞因子的分泌、环氧化酶+11: D22的合成、辣椒素受体的激活，从而缓解灼烧刺痛、红斑等皮肤问题	应用于各类舒缓、美白化妆品

资料来源：公司公告、中邮证券研究所

### 3.6 产能建设有序推进，产能瓶颈制约即将得到解决

随着海内外需求不断增加，公司所服务多肽医药企业的产品陆续进入临床期以及商业化阶段，公司产能需求呈现逐步增长的趋势，产能瓶颈问题有所显现。公司上市时拥有符合 GMP 标准的 3 个多肽原料药车间（101 车间、102 车间、103 车间，每个车间 2 条生产线）、1 个小分子原料药车间（104 车间）和 1 个制剂车间，包括多肽原料药生产线 6 条，小分子原料药、冻干粉针、小容量注射剂生产线各 1 条。

目前，公司“年产 395 千克多肽原料药生产线项目”、“制剂产业化技术改造项目”和“多肽创新药 CDMO、原料药产业化项目”主体建设已完成并进入设备调试阶段；“年产 395 千克多肽原料药生产线项目”预计 2024 年年底进入试生产阶段，从而实现产能的释放，新建 106、107、108 原料药车间亦在有序推进建设当中。

图表49：公司主要在建工程项目

项目名称	预算数 (万元)	资金来源
年产395千克多肽原料药生产线项目（眉山汇龙）	17,153	募集资金及其他
凯捷多肽药物及中间体产品规模化建设项目	12,600	其他
新建研发总部多肽生产线	40,000	其他
制剂产业化技术改造项目（圣诺制药）	14,342	募集资金
工程技术中心升级项目（圣诺制药）	5,833	募集资金
多肽创新药CDMO、原料药产业化项目 （104B/106/107/108车间）	25,800	其他
501车间改造	1,600	其他

资料来源：公司公告、中邮证券研究所

根据公司官网信息，公司现有厂区 101 车间原料药设计研发产能为 4kg/a、102 和 103 车间原料药设计产能为 1500kg/a，总计 1504kg/a。由于车间布局受限、设备老化使生产产品的周期增加、批次产品批量减少，导致不能达到设计产能，使 102 和 103 车间生产多肽原料药实际产能由设计产能 1500kg/a（在 2018 年前能够达产）降至约 400kg/a，全厂实际产能为 404kg/a。不能满足未来订单需求。

图表50: 公司现有产能不能满足订单需求

现有项目名称	主要生产车间	主要内容	产品名称	环评批复规模	现有实际规模	说明
多肽药物生产线项目	多肽药物原料药车间 (101车间)	包括多肽合成、浓缩、纯化等装置	醋酸特利加压素	2kg/a	4kg/a	注射剂原料
	冻干粉针剂车间 (201车间)	包括包装、灌装等装置	注射用醋酸特利加压素	2kg/a	4kg/a	冻干粉针剂: 1mg/瓶, 80万瓶
	-	-	盐酸高血糖素	2kg/a	0	-
	-	-	注射用盐酸高血糖素	2kg/a	0	-
现代生物技术多肽药物产业化基地项目	多肽原料药车间 (102、103车间)	1F, 占地面积3000m <sup>2</sup> , 建筑面积3000m <sup>2</sup> , 布置生产线设备, 设计产能1500kga, 由于近年药品管理规范进行了几轮修订, 新规范对药品生产的质量控制提出了更高要求, 加上原有车间布局受限、设备老化, 使生产产品的周期增加、批次产品批量减少, 导致不能达到设计产能, 实际产能只能达到约400kg/a。	利拉鲁肽中间体	1500kg/a	400kg/a	多肽原料药
			艾替班特中间体			
			胸腺法新中间体			
			奥曲肽中间体			
			兰瑞肽中间体			
			艾塞那肽中间体			
			PB-105中间体			
			PB-119中间体			
			普瑞巴肽中间体			
			抗菌肽中间体			
			特立帕肽中间体			
			生长抑素中间体			
			胸腺五肽中间体			
			恩夫韦肽中间体			
			卡贝缩宫素中间体			
			醋酸阿托西班中间体			
			比伐芦定中间体			
			依替巴肽中间体			
			巴替非班中间体			
			艾博卫泰中间体			
			加尼瑞克中间体			
			地加瑞克中间体			
			精氨酸加压素中间体			
利普韦肽中间体						
曲普瑞林中间体						
奈西立肽中间体						
齐考诺肽中间体						
综合制剂研发中试平台 (202车间)			-	-	-	-
制剂生产线技术改造项目	制剂生产 (202车间)	1F, 占地面积4500m <sup>2</sup> , 建筑面积4500m <sup>2</sup> , 布置各类研发试验设备和制剂生产线。	注射用恩夫韦肽冻干粉剂	30万只/a	30万只/a	冻干粉剂
			注射用胸腺法新冻干粉剂	100万只/a	100万只/a	冻干粉剂
			左西孟旦注射液注射针剂	10万只/a	10万只/a	注射针剂
			注射用胸腺五肽冻干粉剂	30万只/a	30万只/a	冻干粉剂
			卡贝缩宫素注射液注射针剂	200万只/a	200万只/a	注射针剂
			醋酸奥曲肽注射液注射针剂	100万只/a	100万只/a	注射针剂
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	废溶剂回收生产线 (401车间)	位于厂区中部4层生产厂房, 分别设置乙腈废液、二甲基甲酰胺废液回收生产装置, 主要包括调质釜	乙腈	3000t/a	1500t/a	规格: ≥99.5%
			二甲基甲酰胺		1500t/a	规格: ≥99.5%
			二氯甲烷		-	规格: ≥99.5%
			三氟乙酸		-	规格: ≥99.5%
晖蓉生物多肽药物中间体项目	多肽药物中间体 (105车间)	面积1787.5m <sup>2</sup> , 布置生产线设备25台套	多肽中间体	100kg/a	-	计划搬迁

资料来源: 公司官网、《多肽创新药 CDMO、原料药产业化项目环境影响报告书》、中邮证券研究所

公司技改项目“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, 预计项目完成后, 公司原料药及 CDMO 服务创新多肽产能有望提升至 850kg/a, 在现有 400kg/a 的基础上, 实现较大增长。

图表51: 多肽创新药 CDMO、原料药产业化项目扩产后公司产能规模有望进一步扩大

产品名称	产能 (kg/a)	年批次	生产车间	备注
比伐芦定	100	10	106车间	多肽创新药CDMO、原料药产业化项目
醋酸阿托西班	30	6	107车间	
胸腺五肽	190	19	105车间	
依替巴肽	20	5	105车间	
泊沙康唑	8	10	104B车间	
CDMO服务创新多肽	92	92	108车间	
自主工艺多肽原料药研发	10	10	105车间	多肽创新药CDMO、原料药产业化项目 (含现有的醋酸特利加压素研发)
27种多肽原料药	400	/	102、103车间	现有产能
合计	850			

资料来源: 公司官网、《多肽创新药 CDMO、原料药产业化项目环境影响报告书》、中邮证券研究所

## 4 盈利预测与投资建议

我们认为，在多肽行业国内外高景气度的背景下，公司自身多肽产业链一体化优势有望持续获益。公司原料药备案数量较多，制剂板块有望通过集采放量，药学服务与定制化生产也有助于公司持续参与国内多肽创新药前沿项目的研发和生产，获得项目增量。同时，在公司新产能即将逐步释放的内部变化节点下，公司有望突破自身产能瓶颈限制，获得收入持续增长的趋势动能。

我们预计公司 2024-2026 年收入端分别为 5.96 亿元、7.99 亿元和 9.99 亿元，收入同比增速分别为 36.94%、34.07%和 25.06%，归母净利润预计 2024-2026 年分别为 1.06 亿元、1.50 亿元和 1.82 亿元，归母净利润同比增速分别为 50.95%，41.57%和 21.19%。当前股价对应 PE 分别为 30.63、21.64、17.85 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

我们选取了同为多肽类药企的翰宇药业、九洲药业、诺泰生物、奥锐特、博瑞医药作为对比公司，预计 2024-2026 年公司估值与同类公司相比有一定优势，公司持续深化在多肽药领域的技术储备优势，随着新产能的逐步投放，有望承接多肽药物行业发展的趋势浪潮，获得业绩增量。

图表52：公司估值与同类公司相比具备性价比

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速 (%)				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
300199.SZ	翰宇药业	9.26	-38.68	114.59	252.00	112.50	-32.37	109.05	30.98	14.58
603456.SH	九洲药业	12.71	12.17	11.21	17.27	8.75	23.65	9.95	8.48	7.80
688076.SH	诺泰生物	56.25	26.20	125.74	43.61	34.41	74.22	33.61	23.40	17.41
605116.SH	奥锐特	22.36	37.19	37.31	31.39	28.57	49.73	22.85	17.39	13.53
688166.SH	博瑞医药	26.95	-15.51	7.90	14.65	18.08	61.71	52.12	45.46	38.50
	平均						35.39	45.52	25.14	18.36
688117.SH	圣诺生物	29.04	9.08	50.95	41.57	21.19	46.24	30.63	21.64	17.85

资料来源：iFinD、中邮证券研究所（注：除圣诺生物外，参比公司的盈利预测来自 iFinD 一致预期；股价为 8 月 30 日收盘价）

## 5 风险提示

研发不及预期风险、订单波动风险、行业竞争加剧风险。

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	435.02	595.74	798.69	998.85	营业收入	9.93%	36.94%	34.07%	25.06%
营业成本	157.65	210.68	283.36	361.26	营业利润	11.34%	49.49%	40.99%	21.53%
税金及附加	4.03	7.73	9.10	11.20	归属于母公司净利	9.08%	50.95%	41.57%	21.19%
销售费用	107.97	108.54	168.76	211.66	<b>获利能力</b>				
管理费用	53.86	82.99	108.78	132.95	毛利率	63.76%	64.64%	64.52%	63.83%
研发费用	29.05	76.73	75.72	96.68	净利率	16.17%	17.82%	18.82%	18.24%
财务费用	4.91	0.28	-0.34	0.49	ROE	7.99%	11.11%	14.21%	15.41%
资产减值损失	-4.93	0.00	0.00	0.00	ROIC	6.72%	7.90%	9.77%	10.42%
<b>营业利润</b>	<b>81.10</b>	<b>121.24</b>	<b>170.94</b>	<b>207.74</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	0.33	0.03	0.12	0.16	资产负债率	33.11%	49.65%	48.48%	51.01%
营业外支出	1.31	0.53	0.78	0.87	流动比率	2.53	1.47	1.55	1.55
<b>利润总额</b>	<b>80.12</b>	<b>120.73</b>	<b>170.28</b>	<b>207.03</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	9.80	14.58	19.97	24.86	应收账款周转率	4.18	2.61	2.50	2.91
<b>净利润</b>	<b>70.32</b>	<b>106.16</b>	<b>150.31</b>	<b>182.16</b>	存货周转率	2.64	2.86	3.01	2.79
归母净利润	70.34	106.18	150.31	182.16	总资产周转率	0.36	0.37	0.40	0.45
每股收益(元)	0.63	0.95	1.34	1.63	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	0.63	0.95	1.34	1.63
货币资金	219.13	316.87	357.33	358.84	每股净资产	7.86	8.53	9.45	10.56
交易性金融资产	50.00	60.23	13.65	18.20	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收	108.14	349.58	290.35	399.18	PE	46.24	30.63	21.64	17.85
预付款项	9.03	30.18	25.22	34.86	PB	3.70	3.40	3.07	2.75
存货	194.33	221.88	309.53	406.80	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>609.30</b>	<b>1,051.84</b>	<b>1,075.20</b>	<b>1,311.31</b>	净利润	70.32	106.16	150.31	182.16
固定资产	207.68	225.04	231.90	236.93	折旧和摊销	29.14	26.99	30.41	33.69
在建工程	274.37	342.68	440.22	537.22	营运资本变动	-32.48	42.78	-62.12	-86.35
无形资产	35.48	39.80	40.90	42.44	其他	17.80	0.99	4.97	7.56
<b>非流动资产合计</b>	<b>706.42</b>	<b>846.33</b>	<b>978.66</b>	<b>1,102.35</b>	<b>经营活动现金流净</b>	<b>84.78</b>	<b>176.92</b>	<b>123.57</b>	<b>137.06</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,315.72</b>	<b>1,898.17</b>	<b>2,053.86</b>	<b>2,413.66</b>	资本开支	-277.65	-118.65	-136.18	-137.72
短期借款	37.03	66.09	78.10	87.33	其他	-91.65	-54.82	21.06	-24.13
应付票据及应付	60.73	208.36	151.73	229.96	<b>投资活动现金流净</b>	<b>-369.31</b>	<b>-173.46</b>	<b>-115.13</b>	<b>-161.85</b>
其他流动负债	143.52	439.92	463.92	529.39	股权融资	0.18	3.14	0.00	0.00
<b>流动负债合计</b>	<b>241.28</b>	<b>714.37</b>	<b>693.76</b>	<b>846.68</b>	债务融资	159.69	129.73	85.88	91.95
其他	194.35	228.04	301.91	384.64	其他	-30.11	-38.76	-53.86	-65.65
<b>非流动负债合计</b>	<b>194.35</b>	<b>228.04</b>	<b>301.91</b>	<b>384.64</b>	<b>筹资活动现金流净</b>	<b>129.75</b>	<b>94.11</b>	<b>32.02</b>	<b>26.30</b>
<b>负债合计</b>	<b>435.63</b>	<b>942.42</b>	<b>995.67</b>	<b>1,231.32</b>	<b>现金及现金等价物净增</b>	<b>-154.27</b>	<b>97.74</b>	<b>40.46</b>	<b>1.51</b>
股本	112.00	112.00	112.00	112.00					
资本公积金	379.22	382.36	382.36	382.36					
未分配利润	376.57	433.18	513.07	609.90					
少数股东权益	0.17	0.15	0.15	0.15					
其他	12.14	28.07	50.61	77.94					
<b>所有者权益合计</b>	<b>880.10</b>	<b>955.75</b>	<b>1,058.19</b>	<b>1,182.34</b>					
<b>负债和所有者权益</b>	<b>1,315.72</b>	<b>1,898.17</b>	<b>2,053.86</b>	<b>2,413.66</b>					

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