

生物医药 III

圣诺生物 (688117.SH)

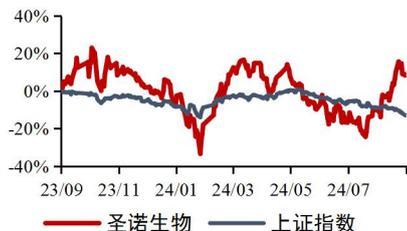
买入-B(首次)

深耕多肽产业链业务稳步增长，GLP-1 肽原料药持续放量

2024 年 9 月 11 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2024 年 9 月 10 日

收盘价(元):	28.73
年内最高/最低(元):	34.40/16.46
流通 A 股/总股本(亿):	1.12/1.12
流通 A 股市值(亿):	32.18
总市值(亿):	32.18

基础数据：2024 年 6 月 30 日

基本每股收益(元):	0.19
摊薄每股收益(元):	0.19
每股净资产(元):	7.88
净资产收益率(%):	2.46

资料来源：最闻

分析师：

魏贇

执业登记编码：S0760522030005

邮箱：weiyun@sxzq.com

事件描述

7 月 31 日，公司发布 2024 年半年报，2024 年 H1，公司营收 1.99 亿元 (+14.4%)，归母净利润 0.22 亿元 (+8.1%)，归母扣非净利润 0.19 亿元 (+106.6%)，经营活动现金流 0.26 亿元 (+56.0%)。扣非前后的增速差异主要系公司上半年收到政府补贴减少所致。

事件点评

制剂品种研发持续投入，多肽原料药产能建设推进。公司为国内领先的多肽制剂、原料药、CDMO 企业。2024 年 H1，公司 3 个研发产品申报注册，在研项目 18 项。公司持续加大研发投入，2024 上半年研发费用 0.24 亿元 (+80.9%)，是醋酸奥曲肽微球、司美格鲁肽、鲑降钙素中试、KJMRT-YF001 (环肽-113) 投入增加所致。IPO 募投项目年产 395 千克多肽原料药项目主体建设已经完工，预计 2024 年底试生产，新建 106、107、108 原料药车间有序推进建设中。

阿托西班、生长抑素国采执行快速放量，持续拓展泊沙康唑、医美多肽等品种。公司多肽布局消化、免疫、抗肿瘤、糖尿病、产科及医美等领域。2024 年 H1 公司制剂收入 0.95 亿元 (+48.3%)，阿托西班、生长抑素国采执行，集采放量带动制剂销售增加。2024H1，泊沙康唑获批，加尼瑞克申报生产。KJMRT-YF001 (环肽-113) 在毒理学研究阶段，可应用于各类舒缓、美白化妆品，为公司带来新的增长点。

布局多疾病领域多肽原料药，GLP-1 原料药需求提升拉动增长。2024H1，原料药收入 0.57 亿元 (+11.2%)，西曲瑞克、泊沙康唑、倍维巴肽原料药获批，公司已拥有 19 个多肽类原料药品种。在国内取得 14 个品种多肽原料药生产批件或激活备案，在国外比伐芦定、依替巴肽、利拉鲁肽等 10 个品种获得美国 DMF 备案。2024H1，原料药境外销售比去年同期增加 97.51%，随着境外 GLP-1 原料药需求的提升，公司原料药业务有望持续受益。

投资建议

公司是多肽制剂、原料药布局完善的制药企业，有望受益于 GLP-1 等多肽原研药物到期带来的多肽制剂、原料药市场扩张。公司多肽原料药、国内制剂业务有望持续放量，我们预计 2024-2026 年营业收入分别为 5.68/7.04/8.54 亿元，同比增长 30.6%/24.0%/21.2%；归母净利润分别为 1.01/1.25/1.53 亿元，同比增长 42.9%/24.7%/22.3%，首次覆盖，给予“买入-B”评级。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



风险提示

- 研发失败的风险：公司在研产品存在临床试验结果不达预期、研究结果不符合要求等情况，进而导致产品不能获得药监部门批准的风险。
- 一致性评价未通过的风险：公司在药品新注册分类实施前批准上市的含基本药物品种在内的仿制药，自首家研发品种审核通过一致性评价后，应在3年内完成一致性评价，否则可能在新一轮医药改革中失去竞争优势，存在不能或未在期限内通过一致性评价的风险。
- 财务风险：应收账款的回收风险：随着公司营业收入的持续增长，公司应收账款绝对金额可能进一步增加，如未来市场环境或主要客户信用状况发生不利变化，公司可能面临应收账款不能回收的风险，从而对公司的经营业绩产生不利影响。
- 汇率波动风险：公司部分客户位于海外，部分原材料也通过海外进行采购，境外的销售或采购均以美元作为主要结算货币。若公司记账货币与结算货币美元之间的汇率出现不利于公司的大幅变动导致的汇兑损失，将会对公司的经营业绩产生不利影响。
- 行业风险：国家集中采购政策使得制剂面临价格和毛利率大幅下降的风险：公司奥曲肽、阿托西班、生长抑素、依替巴肽、胸腺法新已纳入《中国上市药品目录集》，阿托西班、奥曲肽、生长抑素、胸腺法新已通过一致性评价，依替巴肽、泊沙康唑、艾替班特视同通过一致性评价。公司醋酸奥曲肽、醋酸阿托西班、注射用生长抑素被纳入国采且中标。随着公司制剂产品被更多省份纳入地方带量采购目录，将会导致公司制剂产品价格和毛利率大幅下降，公司制剂产品未来几年存在价格和毛利率大幅下降的风险。
- 宏观环境风险：近年来国际贸易摩擦不断，全球经济面临下行的压力。如果未来全球宏观经济景气度持续走低，会对公司的经营情况造成不利影响，进而影响公司的盈利能力。如果宏观经济持续在弱周期徘徊，势必会对医药制造企业造成不利影响，从而加剧行业波动。

财务数据与估值：

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	396	435	568	704	854
YoY(%)	2.4	9.9	30.6	24.0	21.2
净利润(百万元)	64	70	101	125	153
YoY(%)	5.3	9.1	42.9	24.7	22.3
毛利率(%)	65.5	63.8	61.7	61.2	60.3
EPS(摊薄/元)	0.58	0.63	0.90	1.12	1.37
ROE(%)	7.8	8.0	10.5	11.8	12.9
P/E(倍)	50.0	45.8	32.1	25.7	21.0
P/B(倍)	3.9	3.7	3.4	3.0	2.7
净利率(%)	16.3	16.2	17.7	17.8	18.0

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	666	609	815	989	1179
现金	372	219	307	383	465
应收票据及应收账款	107	108	173	176	247
预付账款	9	9	15	15	21
存货	135	194	218	326	332
其他流动资产	42	79	102	89	114
非流动资产	442	706	774	833	892
长期投资	26	23	19	16	13
固定资产	199	208	302	383	456
无形资产	48	53	58	64	70
其他非流动资产	170	423	394	371	352
资产总计	1108	1316	1588	1822	2071
流动负债	225	241	474	641	800
短期借款	50	37	190	318	415
应付票据及应付账款	32	61	24	104	40
其他流动负债	143	144	260	219	345
非流动负债	56	194	157	119	81
长期借款	48	189	151	114	76
其他非流动负债	8	5	5	5	5
负债合计	281	436	630	759	881
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	80	112	112	112	112
资本公积	408	379	379	379	379
留存收益	338	389	464	549	656
归属母公司股东权益	827	880	958	1062	1190
负债和股东权益	1108	1316	1588	1822	2071

现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	96	85	93	116	170
净利润	64	70	101	125	153
折旧摊销	25	28	27	39	50
财务费用	-2	5	8	12	16
投资损失	-2	1	-2	-2	-3
营运资金变动	-3	-35	-41	-58	-46
其他经营现金流	13	15	0	0	0
投资活动现金流	21	-369	-93	-96	-106
筹资活动现金流	42	130	-65	-71	-80
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.58	0.63	0.90	1.12	1.37
每股经营现金流(最新摊薄)	0.85	0.76	0.83	1.04	1.51
每股净资产(最新摊薄)	7.38	7.86	8.55	9.49	10.62

利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	396	435	568	704	854
营业成本	137	158	217	273	339
营业税金及附加	5	4	6	8	9
营业费用	113	108	119	141	162
管理费用	46	54	65	81	98
研发费用	23	29	37	46	56
财务费用	-2	5	8	12	16
资产减值损失	-8	-8	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2	-1	2	2	3
营业利润	73	81	116	145	176
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	1	2	2	2
利润总额	72	80	115	143	175
所得税	8	10	14	17	21
税后利润	64	70	101	125	153
少数股东损益	0	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	64	70	101	125	153
EBITDA	92	116	147	191	237

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	2.4	9.9	30.6	24.0	21.2
营业利润(%)	-3.9	11.3	43.6	24.5	21.4
归属于母公司净利润(%)	5.3	9.1	42.9	24.7	22.3
获利能力					
毛利率(%)	65.5	63.8	61.7	61.2	60.3
净利率(%)	16.3	16.2	17.7	17.8	18.0
ROE(%)	7.8	8.0	10.5	11.8	12.9
ROIC(%)	6.4	6.8	7.8	8.7	9.5
偿债能力					
资产负债率(%)	25.4	33.1	39.7	41.7	42.6
流动比率	3.0	2.5	1.7	1.5	1.5
速动比率	2.2	1.6	1.2	1.0	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	3.7	4.0	4.0	4.0	4.0
应付账款周转率	6.9	3.4	5.1	4.3	4.7
估值比率					
P/E	50.0	45.8	32.1	25.7	21.0
P/B	3.9	3.7	3.4	3.0	2.7
EV/EBITDA	32.0	27.7	22.2	17.1	13.7

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

