

香港股市 | 医药

泰德医药 (3880 HK)

公司简介

- (一) 泰德医药总部位于浙江省杭州市。公司历史可追溯至2001年成立的 中肽生化，公司董事长徐琪博士与执行董事李湘莉女士原来分别为 中肽生化总裁及董事，徐博士与李女士2020年6月收购中肽生化并 成立泰德医药。
- (二) 公司专注于需求广阔的GLP-1等多肽类药物的研发外包服务。来自 GLP-1等多肽药物研发与生产外包服务的收入分别占公司2022-24年 总收入分别达99.6%、99.9%与99.9%。
- (三) 公司业务遍布全球，2024年来自中国、美国、日本、欧洲的销售收 入分别占总收入的21.4%、55.0%、7.1%、11.0%。
- (四) 公司订单情况良好，2024年底进行中的项目较去年同期增加100个 至1,549个，期末在手订单总额达约3.5亿元人民币。
- (五) 公司的主要产能位于美国及中国。公司14条重点生产线产能利用率 在2022-24年期间逐年升高，分别为73%、73.3%与89.6%。由于这14 条生产线占公司总合成与纯化能力的90%，公司计划上市后继续扩 建产能并主要用于市场需求广阔的GLP-1药物的研发与生产。

行业前景

多肽以密切模仿自然途径的方式进行治疗介入，并在人体众多生理过程 中发挥核心作用，包括激素、神经递质或炎症反应。研究表明多肽在各种 适应症中有潜在效用，特别是对于代谢、肿瘤和炎症性肌肉骨骼疾病 等慢性疾病有效。根据 Frost&Sullivan 统计，全球多肽类药物销售收入由 2018 年的 607 亿美元增长至 2023 年的 895 亿美元，复合年增长率为 8.1%。中国多肽类药物市场按销售收入计由 2018 年的 73 亿美元增长至 2023 年的 84 亿美元，复合年增长率为 3.0%。考虑到中国及海外市场代 谢类疾病与肿瘤患者数量均在增加，我们认为未来多肽类药物的需求将 继续扩张。

受益于多肽药物需求的增加，全球多肽研发与生产外包服务的销售收入 由 2018 年的 16 亿美元增长至 2023 年的 31 亿美元，复合年增长率为 14.8%。中国多肽药物研发与生产外包服务市场按销售收入计由 2018 年 的 2 亿美元增长至 2023 年的 5 亿美元，复合年增长率为 26.8%。

多肽类药物中，由于在糖尿病与减重方面的卓越疗效，GLP-1 药物近年 来需求快速增加。全球 GLP-1 药物市场由 2018 年的 93 亿美元增长至 2023 年的 389 亿美元，复合年增长率为 33.2%。中国市场需求增加更 快。中国 GLP-1 药物市场按销售收入计由 2018 年的 1 亿美元增长至 2023 年的 13 亿美元，复合年增长率为 65.3%。

中泰评分

综合得分: (100 分为满)

申购	70
行业前景	15
公司经营	14
估值水平	11
保荐人往绩	15
市场氛围	15

注: 各项满分为 20 分, 综合得分满分为 100 分。

招股概要

公开发售价:	28.40-30.60 港元
每手股数:	100 股
每手费用:	3,091 港元
公司市值:	4,027.1 - 4,339.1 百万港元
保荐人:	摩根士丹利, 中信证券
主要股东:	徐琪
总发行数股:	1,680 万股
公开发售:	168 万股
国际发售:	1,512 万股
截止认购日:	2025 年 6 月 25 日
分配结果日:	2025 年 6 月 27 日
正式上市日:	2025 年 6 月 30 日

来源: 公司资料。

分析师

施佳丽 (Scarlett Shi)
+852 23591854
Scarlett.shi@ztsc.com.hk

公司经营

公司 2023 年收入同比减少 4.0%至 3.4 亿元（人民币，下同），主因：1）部分客户变更研发计划，导致美国业务收入同比减少 13.2%至 1.1 亿元；2）中国国内药企融资环境转差，导致研发外包服务需求减少，中国业务收入同比减少 26.9%至 7,412 万元。尽管如此，由于美国客户在 GLP-1 药物研发方面的需求增加及中国业务收入的回升，2024 年收入同比增加 31.3%。

公司 2023 年毛利同比减少 10.4%至 1.8 亿元，但 2024 年毛利率同比回升约 3.0 个百分点，导致毛利同比增加 38.6%至约 2.5 亿元。公司 2023 年净利润同比下滑 9.4%至 4,891 万元，但 2024 年同比上升 21.0%至 5,917 万元。

公司 2022 年与 2023 年底无银行借款，2024 年底仅 4,000 万元银行借款，2022-24 年底分别拥有约 2.9 亿元、5.3 亿、4.9 亿元净现金。公司 2023 年经营现金流同比下降 34.5%至约 8,833 亿元，但随着利润的回升，2024 年上升 36.4%至 1.2 亿元，因此资产负债表健康。

我们认为，2023 年医药行业业绩普遍不佳，研发与生产外包服务提供商的业绩也受影响，因此公司 2023 年业绩下降是正常现象，2024 年业绩已经回升，经营情况良好。

保荐人往绩

公司本次没有稳价人，因此我们参考联席保荐人摩根士丹利与中信证券的过去两年的往绩记录。根据经济通数据，摩根士丹利过去 1 年保健的 5 家公司中 4 家首日上涨。中信证券保荐的 13 家公司中有 10 家首日上升，保荐人往绩良好。

估值水平

港股医药企业中，药明康德（2359 HK）、凯莱英（6821 HK）、泰格医药（3347 HK）、康龙化成（3759 HK）均涉及多肽类药物的研发与生产外包服务，但均不是主要收入源。从药明康德近年的年报看，包括多肽药物在内的 TIDES 业务的 2023-24 年收入增速均显著快于公司总收入的增速，因此我们认为以专注于多肽药物生产研发外包的公司估值应高于港股的医药研发与生产外包板块平均水平。由于港股缺乏可比性强的公司，我们也参考 A 股中业务内容相近的翰宇药业（300199 CH）与成都圣诺生物（688717 CH）。我们主要对比市销率与市盈率。翰宇药业 2024 年录得亏损，目前股价对应 22.1 倍 2024A 市销率，成都圣诺生物（688717 CH）目前股价则对应 79.4 倍 2024A PER。公司招股价对应 8.3-9.0 倍的 2024A 市销率与 62.3-67.1 倍 2024A 市盈率，明显低于这两家 A 股企业，因此我们认为估值仍属合理。

图表 1：同业估值表（按 6 月 20 日收市价更新）

														净负债率
公司名称	公司代码	收市价	市值（亿）	年结	市销率（倍）			市盈率（倍）			市净率（倍）			（%）
					F0	F1	F2	F0	F1	F2	F0	F1	F2	F0
香港市场（单位：港元）														
泰德医药	3880 HK	28.4-30.6	40.27-43.39	12/2024	8.3-9.0	N/A	N/A	N/A	62.3-67.1	N/A	1.1-1.2	N/A	N/A	净现金
药明康德	2359 HK	73.75	2,039	12/2024	4.8	4.3	3.9	20.6	16.5	14.9	3.1	2.9	2.5	净现金
凯莱英	6821 HK	70.00	320	12/2024	0.7	0.6	3.9	23.8	20.5	17.0	1.7	1.3	1.2	净现金
康龙化成	3759 HK	15.30	418	12/2024	3.1	2.8	2.5	13.8	13.7	11.5	1.8	1.6	1.4	23.2
泰格医药	3347 HK	36.20	442	12/2024	6.1	5.7	5.2	70.5	27.9	23.1	2.0	1.3	1.2	2.9
中国 A 股（单位：人民币）														
深圳翰宇药业	300199 CH	16.18	142	12/2024	22.1	N/A	N/A	N/A	36.0	23.8	22.0	15.0	9.1	284.6
成都圣诺生物	688117 CH	35.71	56	12/2024	11.3	7.5	5.8	79.4	30.3	21.6	5.8	3.8	3.3	33.6

来源：彭博，中泰国际研究部

市场氛围

最近 12 个月上市的 74 家公司中，首日上升的有 43 家，下跌和持平的分别为 26 家和 5 家。最近 3 个月以来港股气氛明显好转，上市的 19 家公司中 13 家首日上涨，新股市场气氛较为畅旺。

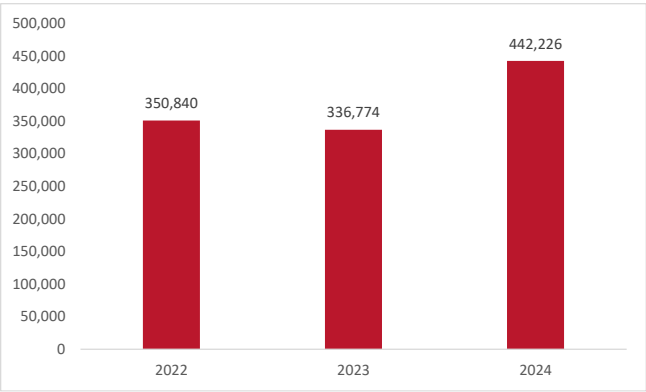
申购建议

综合以上情况，我们认为公司的业务聚焦于需求前景较好的 GLP-1 等多肽类药物的研发与生产外包服务，经营情况良好，估值属合理。公司的基石投资者中，包括著名医药行业龙头石药集团（1093 HK），表明石药集团看好公司的前景。近期新股市场较畅旺，给予“申购”评级与 70 分评分。

风险提示

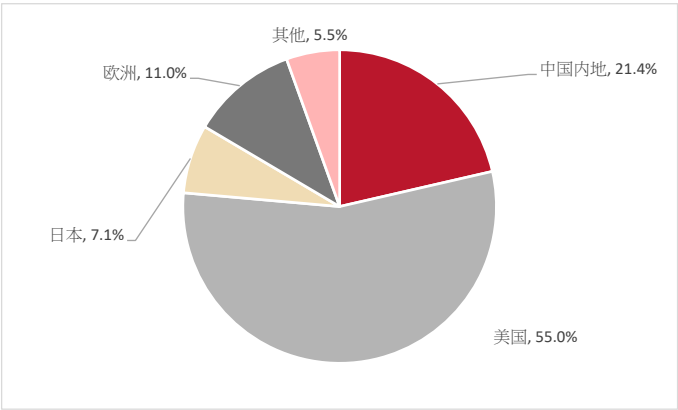
（1）如果医药研发外包服务需求放缓，公司业绩将下滑；2）如中美关系有变故，公司可能受影响。

图表 2：公司收入（12 月 31 日年结，单位：百万人民币）



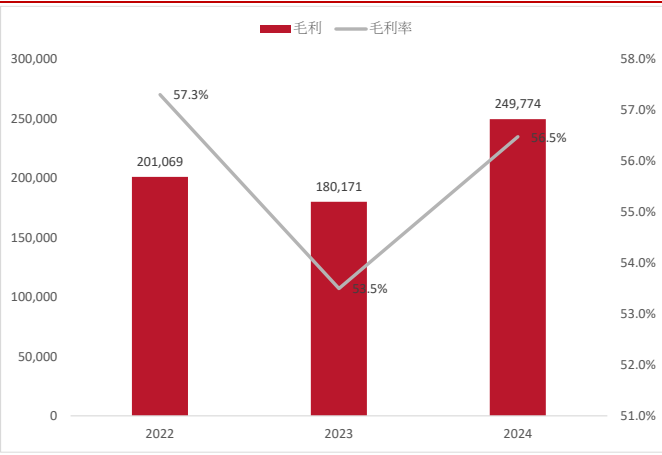
来源：公司资料，中泰国际研究部

图表 3：2024 年收入地区分布



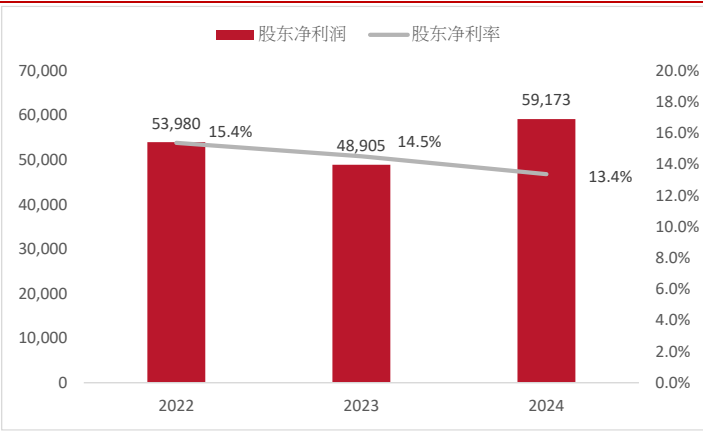
来源：公司资料，中泰国际研究部

图表 4：公司毛利（12 月 31 日年结，单位：百万人民币）



来源：公司资料，中泰国际研究部

图表 5：股东净利润（12 月 31 日年结，单位：百万人民币）



来源：公司资料，中泰国际研究部

新股申购评级

以新股综合评分总得分为基准，从五方面来评估股份的投资价值：

- 1. 行业前景评分：1-20 分，20 分为最高分
- 2. 公司经营评分：1-20 分，20 分为最高分
- 3. 估值水平评分：1-20 分，20 分为最高分
- 4. 稳价人往绩评分：1-20 分，20 分为最高分
- 5. 市场氛围评分：1-20 分，20 分为最高分

综合评分总得分 = （行业前景评分 + 公司经营评分 + 估值水平评分 + 稳价人往绩评分 + 市场氛围评分）之总和

积极申购：综合评分总得分 >= 80 分

申购：70 分=< 综合评分总得分<80 分

中性：60 分=< 综合评分总得分<70 分

不申购：综合评分总得分< 60 分

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（以下简称“中泰国际”或“我们”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用，发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接受到本报告而视为中泰国际客户。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该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。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中泰国际都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分担投资损失，中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何直接或间接责任，除非法律法规有明确规定。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。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。中泰国际所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、财务状况、风险偏好及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。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。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- （1）在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司无企业融资业务关系。
- （2）分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- （3）中泰国际或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805