

信义山证汇通天下

证券研究报告

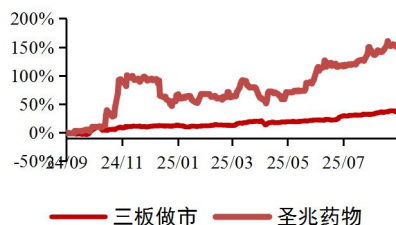
圣兆药物（832586.NQ）

多管线持续推进，经营性现金流转正，不断引进投资者

2025 年 11 月 7 日

公司研究/新三板公司研究

公司近一年市场表现



市场数据：

收盘价（元）：	18.30
总股本（亿股）：	1.26
流通股本（亿股）：	0.79
流通市值（亿元）：	14.39

基础数据：2025 年 9 月 30 日

每股净资产（元）：	0.20
每股资本公积（元）：	6.87
每股未分配利润（元）：	-7.54

资料来源：wind

分析师：

盖斌赫

执业登记编码：S0760522050003

邮箱：gaibinhe@sxzq.com

投资要点：

➤ 事件：

（1）公司公告三季报，前三季度实现收入 0.29 亿元，同比增长 31.78%；实现归母净利润-0.51 亿元，同比减亏 67.11%；前三季度实现经营活动现金流量 0.44 亿元，同比增长 142.18%。

（2）公司公告并修改 2025 年第一次定增方案，本次发行价格为 18.16 元/股，发行股票不超过 2,800.00 万股，预计募集资金总额不超过 5.0848 亿元，其中已确定的发行对象为海正药业，认购资金 2.00 亿元。

（3）与海正药业通过合资的形式设立一家有限责任公司，总投资预计 23 亿元，其中股东出资 11 亿元，公司出资比例为 55%。

（4）因经营战略需要，公司全资子公司天序药业拟进行增资并引入新投资者美诺华。新增注册资本 500 万元全部由美诺华拟以人民币 5,000 万元购买，本次增资完成后，公司在天序药业的持股比例为 90.9091%，美诺华持股比例为 9.0909%。

➤ 受益管线商业化持续推进，公司经营性现金净流量转正。自二季度实现十年来首次经营性现金流转正后，前三季度持续保持正向现金流。这主要得益于研发项目商业化保证金、首付款、技术转让款的收取，以及政府补助款的流入。这不仅标志着公司经营状况的显著改善，更意味着公司管线正从研发阶段稳步迈向商业化阶段，为公司未来持续发展奠定了基础。

➤ 公司通过持续引进外部战略投资者，为后续市场开拓、布局国内外市场注入强大动力。一方面，公司定增资金将用于研发项目、研发中心其他费用、向子公司出资及补充流动资金，同时成功引入海正药业这一战略投资者。另一方面，在子公司层面加强战略合作，与海正药业成立合资公司，加速公司制剂产业化发展；与美诺华达成战略合作，美诺华增资子公司天序药业。通过技术与生产、业务与股权的紧密合作，加速创新制剂技术的产业化进程，优化生产布局，拓展国内外市场，提升公司整体竞争力。

➤ 高端复杂注射剂进展显著，国内外销售布局加速。2025 年，公司在高端复杂注射剂领域取得显著进展，新增 1 个产品获批上市，1 个产品完成临床 BE 试验且等效，3 个产品向国家 CDE 提交上市许可申请。公司的盐酸多柔比星脂质体注射液开始向国家集采中标省份供货，同时布比卡因脂质体注射液、美洛昔康注射液等多个产品在商业化谈判中取得突破。公司通过提前布局销售授权合作，缩短产品上市后的市场准入时间。在国内销售方面，公司与海正药业、吉林敖东、澳亚生物等大型药企建立委托生产（CMO）合作模



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

式；在国际布局上，子公司 Sundoc EU GmbH 负责跨境商品贸易，为未来全球化销售奠定基础。

投资建议：公司深耕高端制剂 10 余年，产品不断获批，多条线进入收获期，高端制剂研发平台定位逐步凸显；同时公司在多产品的进度方面处于行业前列，并且公司产品多为大批次量设计规模效应明显，相较同类公司具备一定的优势。随着公司产品的陆续上市，后续借助战略投资者的商业化经验，公司盈利情况有望进一步改善。

风险提示：研发风险；核心技术人员流失风险；核心技术泄密的风险；实际控制人不当控制的风险；产业政策变化的风险；短期内不能实现盈利的风险。

财务数据与估值：

会计年度	2020	2021	2022	2023	2024	2025Q3
营业收入(百万元)	19.87	26.88	21.59	46.07	27.07	28.77
YoY(%)		35.27	-19.67	113.37	-41.26	31.78
净利润(百万元)	-118.44	-131.89	-144.27	-160.91	-193.39	-51.02
YoY(%)		-11.35	-9.38	-11.53	-20.19	67.11
EPS(摊薄/元)	-0.94	-1.05	-1.15	-1.28	-1.54	-0.41

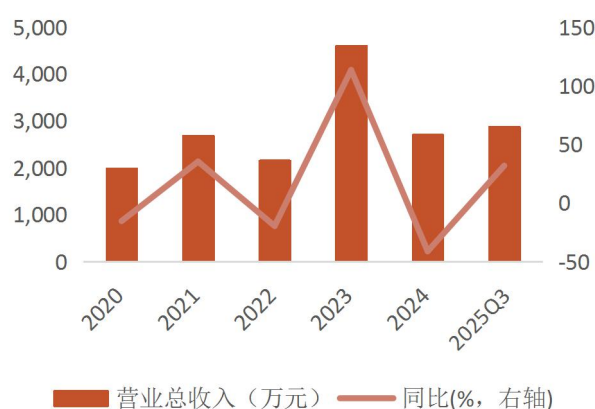
资料来源：wind，山西证券研究所

1. 公司前三季报收入增长，经营性现金流为正

公司发布三季报，前三季度实现收入 0.29 亿元，同比增长 31.78%，收入主要增长来自技术服务收入，公司签署一项技术转让合同，确认首期技术转让收入 1,051.26 万元，本期技术服务收入金额远高于医疗器械及药品的收入减少金额，因此营业收入较上年同期实现增长。

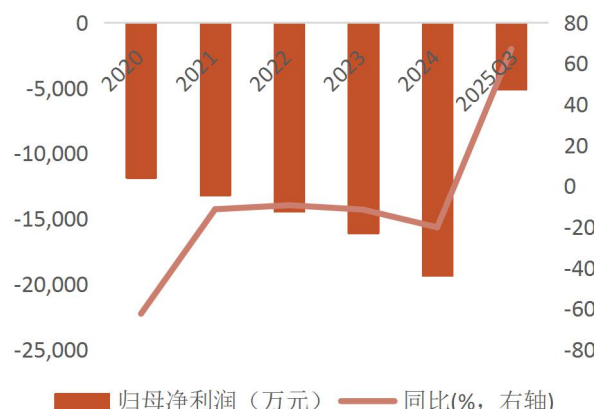
公司 2025 年前三季度实现归母净利润-0.51 亿元，同比减亏 67.11%，亏损有所收窄。主要是：（1）2025 年前三季度新增技术转让收入 1,051.26 万元；（2）公司多个项目进入临床 BE(生物等效性)研究后期及生产注册申报阶段，研发费用同比减少 6,365.20 万元；（3）本期出售了子公司鼎兆医药与云和县南城低丘缓坡开发有限公司签订的《资产收购协议》中涉及的国有工业用地使用权、厂房等资产，资产处置收益金额增加 1,622.35 万元。

图 1：公司营业收入情况



资料来源：wind，山西证券研究所

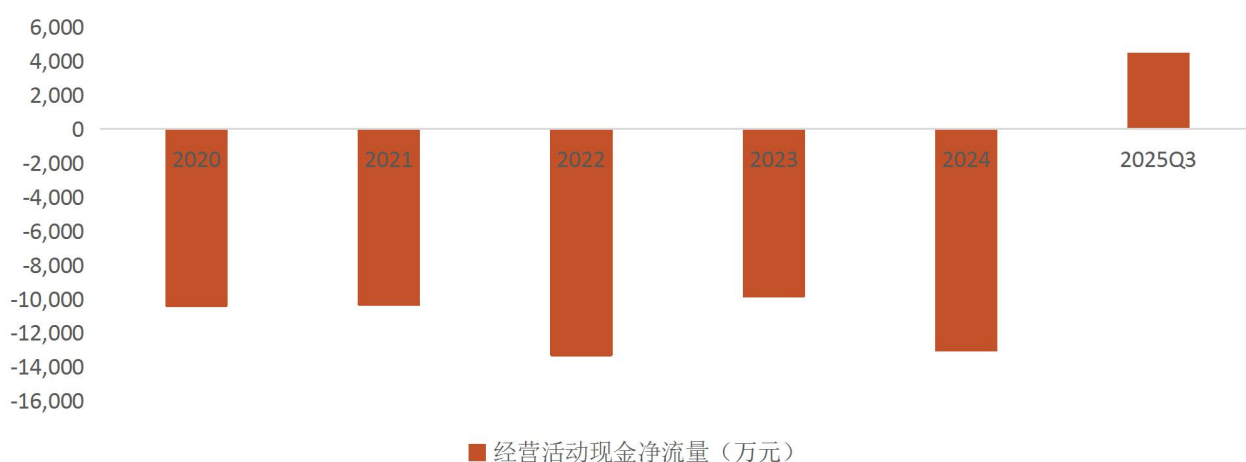
图 2：公司归母净利润情况



资料来源：wind，山西证券研究所

前三季度实现经营活动现金流量 0.44 亿元，同比增长 142.18%。经营活动产生的现金流量净额转正，主要由于（1）公司销售商品、提供劳务现金流入 10,369.55 万元，增加金额 7,733.20 万元；公司本期收到保证金等往来款 3,205.21 万元，增加金额 1,085.86 万元；公司本期收到的政府补助款 1,431.69 万元，增加金额 1,398.37 万元；（2）购买商品现金流出 1,054.85 万元，减少金额 1,632.84 万元；公司为经营业务支付管理、销售费用和技术服务费及临床费用等研发费用支出 2,854.66 万元，减少金额 5,125.34 万元。总体上经营活动现金流入增加，经营活动现金流出减少。

图 3：公司经营活动产生的现金流量净额情况



资料来源：wind，山西证券研究所

随着公司各管线的持续推进，公司经营性现金流持续改善。受益合作意向金流入、技术转让资金等资金流入，公司自 2025 年二季度实现经营性现金流近十年的首次转正，标志着公司在多年研发投入后，逐步进入收获期。随着公司复杂注射剂产品商业化的推进，公司未来盈利情况有望得到实质性改善。

2. 公司及子公司层面持续引进战略投资者，助力打造高端复杂制剂平台

2025 年 10 月 27 日，公司发布了《股票定向发行说明书（修订稿）》。本次股票定向发行价格定为 18.16 元/股，发行股票数量上限为 2,800.00 万股，预计募集资金总额不超过 5.0848 亿元。其中，海正药业作为已确定的发行对象，将认购 2.00 亿元。此次募集的资金将主要用于公司的研发项目、研发中心的其他费用、对子公司的出资以及补充流动资金。通过本次股票定向发行，公司有望进一步巩固在复杂注射剂领域的领先地位，推动药品研发项目顺利完成各项研究，为药物注册以及后续进入全球市场销售奠定坚实基础。

同时，2025 年 10 月 27 日，公司发布了《圣兆药物:对外投资的公告》，为进一步加快公司制剂产业化发展，公司将与海正药业通过合资的形式设立一家有限责任公司，专注于复杂注射剂产品的创新与技术进步，打造全球领先的复杂注射剂企业，并最终实现重塑全球复杂注射剂

市场竞争格局的战略目标。总投资预计 23 亿元，其中股东出资 11 亿元（圣兆 6.05 亿元、海正 4.95 亿元），其余通过银行贷款解决，合资公司成立后将主要从事 11 个复杂注射剂产品(含复杂注射剂仿制药和改良型新药)的研发、生产及商业化。

并且,公司 2025 年 10 月 27 日公告《圣兆药物:全资子公司引入新投资者增资扩股的公告》，公司全资子公司天序药业拟进行增资并引入新投资者。本次增资，天序药业注册资本拟由人民币 5,000 万元增加至人民币 5,500 万元，新增注册资本 500 万元全部由美诺华（美诺华产品与服务覆盖中国、欧美、日韩以及一带一路等全球主流国家与地区）拟以人民币 5,000 万元购买，加速创新制剂技术的产业化进程，优化生产布局，拓展国内外市场，为患者提供更多优质的药品选择。

此前，公司已与海正药业在 CDMO 领域建立了紧密的合作关系，并于 2025 年 10 月与美诺华签署了战略合作协议。这两家公司均深耕高端复杂制剂领域的商业化，具备较强的国内外销售能力。公司在公司及子公司层面引进战略投资人，一方面为在研项目的持续推进补充了资本金；另一方面，通过股权合作深度绑定产业资源，公司可以专注于打造高端制剂研发平台，借助战略合作者的力量推动产品商业化，并进一步拓展国内外市场。

3. 公司前三季各管线持续推进

公司 2025 年多个研发管线取得进展。公司高端复杂注射剂研发管线新增 1 个产品获批上市，1 个产品完成临床 BE 试验且等效，3 个产品向国家 CDE 提交上市许可申请，进入审评审批阶段，这些产品预计在 2025 年至 2026 年陆续上市销售，届时公司将完成实现自我造血能力闭环，迎来营业收入爆发期。截至 2025 年 9 月 30 日，公司累计 2 个产品获批上市，6 个产品处于 CDE 审评审批阶段。

表 1：公司主要在研产品详细信息

序号	产品代码	规格	制剂类别	注册分类	主要适应症	研发进展
1	盐酸多柔比星脂质体注射液	20mg/10ml	脂质体	3 类	艾滋病患者的卡波氏肉瘤、乳腺癌、淋巴瘤等	2023 年 9 月获批，国药准字 H20234166
2	注射用利培酮微球	25mg 和 37.5mg	微球	4 类	精神分裂症	2025 年 2 月获批，国药准字 H20253406、国药准字 H20253407
3	盐酸伊立替康脂	43mg/10ml	脂质体	4 类	晚期胰腺癌	已申报，CDE 审评中

序号	产品代码	规格	制剂类别	注册分类	主要适应症	研发进展
	质体注射液					
4	布比卡因脂质体注射液	133mg/10m/266mg/20ml	多囊脂质体	3 类	术后局部镇痛、术后局部麻醉	已申报, CDE 审评中
5	棕榈酸帕利哌酮注射液	0.75ml:75mg 1.0ml:100mg 1.5ml:150mg	微晶	4 类	精神分裂症	已申报, CDE 审评中
6	注射用紫杉醇(白蛋白结合型)	100mg	纳米粒	4 类	乳腺癌、胰腺癌等恶性肿瘤	已申报, CDE 审评中
7	注射用醋酸亮丙瑞林微球	3.75mg	微球	4 类	子宫内膜异位症、乳腺癌、前列腺癌、儿童中枢性性早熟	已申报, CDE 审评中
8	美洛昔康注射液	1ml:30mg	纳米晶	3 类	镇痛、中重度疼痛	已申报, CDE 审评中
9	醋酸戈舍瑞林缓释植入剂	3.6mg	缓释植入剂	4 类	子宫内膜异位症、乳腺癌、前列腺癌	在进行生产线建设
10	布比卡因脂质体注射液	133mg/10ml 266mg/20ml	多囊脂质体	3 类	术后局部镇痛、术后局部麻醉	在进行生产线建设
11	注射用醋酸曲普瑞林微球	3.75mg	微球	4 类	子宫内膜异位症、乳腺癌、前列腺癌、儿童中枢性性早熟	中试研究
12	注射用醋酸奥曲肽微球	10mg; 20mg; 30mg	微球	4 类	肢端肥大症、胃肠胰内分泌肿瘤	中试研究
13	注射用双羟茈萘酸臭氮平	210mg; 300mg; 405mg	微晶	3 类	精神分裂症	完成药学研究
14	注射用阿立哌唑	300mg; 400mg	微晶	4 类	精神分裂症	完成药学研究
15	醋酸兰瑞肽缓释注射液	90mg; 120mg	缓释注射剂	4 类	肢端肥大症、胃肠胰内分泌肿瘤	完成药学研究
16	注射用西罗莫司(白蛋白结合型)	100mg	纳米粒	3 类	恶性血管周围上皮样细胞肿瘤	中试研究
17	注射用双羟萘酸曲普瑞林微球	15mg	微球	4 类	子宫内膜异位症、乳腺癌、前列腺癌	小试研究
18	注射用丹曲林钠混悬剂	250mg	微晶	3 类	恶性高热的急救治疗	小试研究

资料来源: 公司 2025 年半年报, 山西证券研究所

公司产品商业化持续推进。公司盐酸多柔比星脂质体注射液于 2025 年 4 月份起开始向国家集采中标省份供货。公司多个产品正在商业化谈判中, 数个产品获批前达成销售授权合作, 收到相应代理保证金和预付货款。布比卡因脂质体注射液已完成多个省份的代理招商, 美洛昔康注射液签订全国代理商等, 注射用亮丙瑞林微球等产品的代理合作亦在持续推进中, 预计于产品获批前达成销售合作, 这些商业化合作为公司带来可观的经营性现金流入。

亮丙瑞林微球、布比卡因脂质体、紫杉醇（白蛋白）等管线值得期待。公司推进较快的 8 个管线中，从市场规模及竞争格局来看，亮丙瑞林微球、布比卡因脂质体、紫杉醇（白蛋白）等管线值得期待。

表 2：亮丙瑞林微球、布比卡因脂质体、紫杉醇（白蛋白）管线市场情况

产品	已上市药品企业	是否集采	市场规模
亮丙瑞林微球	日本武田	否	根据米内网的数据，2023 年中国注射用醋酸亮丙瑞林微球市场规模为人民币 51 亿元。根据弗若斯特沙利文的数据，我国注射用醋酸亮丙瑞林微球预计 2025 年市场规模可达 68 亿元，到 2030 年市场规模可达 87 亿元
	丽珠制药		
	北京博恩特		
布比卡因脂质体	恒瑞医药	否	根据弗若斯特沙利文的数据，2023 年原研药物全球市场规模为 5.4 亿美元。我国布比卡因脂质体注射液上市时间尚短，预计 2025 年市场规模将达到人民币 1.6 亿元，在 2030 年将会达到人民币 18 亿元，2025-2030 年的复合年增长率为 62.7%
	科伦制药		
紫杉醇（白蛋白）	Abraxis BioScience, LLC	是	根据 Clarivate 数据，2023 年该产品全球销售额约 13 亿美元；根据米内网数据，该产品在 2023 年中国三大终端六大市场销售规模近 30 亿元，是抗肿瘤药注射剂 TOP9 产品
	石药欧意		
	恒瑞医药		
	齐鲁制药		
	科伦制药		
	海正药业		
	康禾生物		
	海昶生物		
	正大天晴		
	道恩药业		

资料来源：国家药品监督管理局，米内网，2025-04-12《圣兆药物:关于注射用醋酸亮丙瑞林微球(一月制剂)申请上市许可并获受理的公告》，弗若斯特沙利文，2024-12-24《圣兆药物:关于布比卡因脂质体注射液申请上市许可的进展公告》，Clarivate，2025-03-11《圣兆药物:关于注射用紫杉醇(白蛋白结合型)申请上市许可并获受理的公告》，山西证券研究所

4. 风险提示

研发风险；核心技术人员流失风险；核心技术泄密的风险；实际控制人不当控制的风险；产业政策变化的风险；短期内不能实现盈利的风险

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。本报告清晰准确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,本报告的任一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

