

2025 年 11 月 06 日

证券研究报告·2025 年三季报点评

圣诺生物（688117）医药生物

当前价：39.27 元

目标价：——元（6 个月）



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

前三季度业绩持续增长，受益于 GLP-1RA 放量

投资要点

- **事件：**公司发布 2025 年三季报。2025 年前三季度公司实现营收 5.2 亿元，同比+54%；实现归母净利润 1.3 亿元，同比+123%；实现扣非净利润 1.3 亿元，同比+135%。
- **单季度来看，**2025Q3 公司实现营收 1.8 亿元，同比+31.4%；实现归母净利润 3805.3 万元，同比+8.2%；实现扣非后归母净利润 3659.8 万元，同比+6%。
- **GLP-1RA 全球各渠道继续放量，公司原料药业务受益。**2025 年上半年，公司原料药业务实现营业收入 1.9 亿元，占比 56.0%，同比+232.9%；公司专注于多肽领域，截至 2025 年中报，公司已拥有 21 个自主研发的多肽类原料药品种，持续优化在美国、俄罗斯、东南亚等国家/地区的产品布局，在 GLP-1RA 司美格鲁肽与替尔泊肽全球各类终端销售渠道放量与扩容的背景下深度受益，持续增长。
- **制剂业务方面，**2025 年上半年公司制剂业务实现营业收入 0.8 亿元，占比 25.1%，同比-10.4%；公司多肽制剂产品均使用自产原料药生产，立足于多肽原料药规模化生产能力，产品众多，广泛覆盖国内医疗机构。
- **CDMO 业务方面，**2025 年上半年公司 CDMO 业务实现营业收入 0.4 亿元，占比 12.4%，同比+72.9%，公司已先后为山东鲁抗、山西锦波、派格生物、百奥泰制药、江苏普莱、哈尔滨医大药业、众生睿创等机构/企业的 40 余个项目的多肽创新药提供 CDMO 服务，GLP-1RA 方面包括了众生药业 RAY1225、华东医药 HDM1005 等。
- **产能继续释放。**截至 2025 年中报，公司“年产 395 千克多肽原料药生产线项目”已顺利投产，“制剂产业化技术改造项目”达到预定可使用状态；“多肽创新药 CDMO、原料药产业化项目”中 107/108 车间在 2025 年上半年投入运营。
- **2025 前三季度净利率同比提升；Q3 单季度盈利能力小幅下滑。**2025 年前三季度公司整体毛利率为 56.7%，同比-2.3pp。费用率方面，公司总费用率为 27.1%，同比-11.4pp，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 8.1%/9.9%/2.1%/7%，分别同比-6.5pp/-3.5pp/0pp/-1.5pp。综上，公司净利率为 24.4%，同比+7.6pp。单季度数据来看，2025Q3 公司毛利率为 56.3%，同比-1.9pp；净利率为 20.8%，同比-4.5pp。
- **盈利预测：**预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 1.9/2.6/3.3 亿元。
- **风险提示：**市场需求变化的风险、产品价格下降的风险、新市场起量进度不及预期的风险等。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	456	741	981	1,205
增长率	4.84%	62.51%	32.40%	22.82%
归属母公司净利润（百万元）	50	191	263	329
增长率	-28.88%	281.54%	37.70%	25.37%
每股收益 EPS（元）	0.45	1.21	1.67	2.09
净资产收益率 ROE	5.45%	18.17%	21.31%	22.60%
PE	57	32	24	19
PB	3.14	5.88	5.01	4.24

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：杜向阳

执业证号：S1250520030002

电话：021-68416017

邮箱：duxy@swsc.com.cn

分析师：伍云道

执业证号：S1250525100003

电话：021-68416017

邮箱：wyxiao@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：Wind

基础数据

总股本(亿股)	1.57
流通 A 股(亿股)	1.57
52 周内股价区间(元)	15.83-47.97
总市值(亿元)	61.54
总资产(亿元)	19.09
每股净资产(元)	4.90

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

盈利预测

关键假设：

假设 1：考虑到 GLP-1RA 美国各渠道需求量提升、俄罗斯市场的快速扩容、东南亚市场的起量，预计公司 GLP-1RA 相关业务将快速增长，预计 2025-2027 公司原料药业务增速分别为 181.7%、50%、30%，考虑到 GLP-1RA 价格下降导致的潜在风险及规模效应对盈利能力的综合影响，预计 2025-2027 原料药业务毛利率分别为 64%、63%、63%。

假设 2：考虑到公司 CDMO 业务的收入取决于客户研发进展与重点项目未来商业化前景，预计 2025-2027 年收入增速分别为 0.14%、30%、30%，毛利率假设维持在 2025 年上半年水平。

假设 3：预计制剂及其他业务经营稳健。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 1：公司分类收入及毛利率预测

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
原料药	收入	154.8	436.0	654.0	850.2
	增速	29.6%	181.7%	50.0%	30.0%
	毛利率	64.0%	64.0%	63.0%	63.0%
制剂	收入	189.4	193.2	197.0	201.0
	增速	7.2%	2.0%	2.0%	2.0%
	毛利率	64.4%	61.6%	61.6%	61.6%
CDMO	收入	60.9	61.0	79.3	103.1
	增速	-34.02%	0.14%	30.00%	30.00%
	毛利率	26.24%	22.30%	22.30%	22.30%
其它	收入	51.0	51.0	51.0	51.0
	增速	/	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	53.5%	32.1%	32.1%	32.1%
合计	收入	456.1	741.2	981.3	1205.3
	增速	4.8%	62.5%	32.4%	22.8%
	毛利率	58.0%	57.7%	57.8%	58.0%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	456	741	981	1,205	净利润	50	191	263	329
营业成本	192	313	414	507	折旧与摊销	36	49	56	63
营业税金及附加	5	7	10	12	财务费用	11	14	14	14
销售费用	66	59	79	97	资产减值损失	18	18	18	18
管理费用	62	74	98	120	经营营运资本变动	-83	-131	-109	-101
财务费用	9	12	11	11	其他	-7	-7	-5	-5
资产减值损失	-11	-11	-11	-11	经营活动现金流净额	25	134	236	318
投资收益	2	3	4	5	资本支出	-247	-107	-105	-106
公允价值变动损益	0	0	0	0	其他	17	3	4	5
其他经营损益	5	6	7	9	投资活动现金流净额	-231	-104	-101	-101
营业利润	62	213	294	370	短期借款	163	0	0	0
其他非经营损益	-1	1	1	0	长期借款	-7	0	0	0
利润总额	62	214	295	370	股权融资	7	2	0	0
所得税	12	24	32	41	支付股利	-34	-74	-94	-119
净利润	50	191	263	329	其他	64	168	0	0
少数股东损益	-0	-0	-0	-0	筹资活动现金流净额	193	96	-94	-119
归属母公司股东净利润	50	191	263	329	现金流量净额	-12	125	41	98
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	219	343	385	482	成长能力				
应收和预付款项	115	180	234	283	销售收入增长率	4.84%	62.51%	32.40%	22.82%
存货	305	487	636	772	营业利润增长率	-23.48%	243.43%	37.89%	25.83%
其他流动资产	29	29	29	29	净利润增长率	-28.88%	281.54%	37.70%	25.37%
长期股权投资	21	21	21	21	EBITDA 增长率	-8.87%	159.01%	31.44%	22.49%
投资性房地产	2	2	2	2	获利能力				
固定资产和在建工程	727	779	824	862	毛利率	57.97%	57.74%	57.82%	57.97%
无形资产和开发支出	53	60	65	70	三费率	30.07%	19.59%	19.07%	18.84%
其他非流动资产	26	17	17	17	净利率	10.93%	25.73%	26.75%	27.31%
资产总计	1,648	2,101	2,411	2,753	ROE	5.45%	18.17%	21.31%	22.60%
短期借款	200	200	200	200	ROA	3.04%	9.08%	10.90%	11.97%
应付和预收款项	130	213	282	345	ROIC	4.08%	12.57%	15.26%	16.85%
长期借款	182	182	182	182	EBITDA/销售收入	23.30%	37.14%	36.87%	36.77%
其他负债	217	456	515	569	营运能力				
负债合计	730	1,051	1,178	1,296	总资产周转率	0.31	0.40	0.43	0.47
股本	112	157	157	157	固定资产周转率	1.56	1.84	2.17	2.44
资本公积	390	347	347	347	应收账款周转率	4.36	5.70	5.40	5.32
留存收益	416	546	729	954	存货周转率	0.77	0.79	0.74	0.72
归属母公司股东权益	918	1,051	1,233	1,458	销售商品提供劳务收到现金/营业收入				
少数股东权益	-0	-0	-0	-1	资本结构				
股东权益合计	918	1,050	1,233	1,457	资产负债率	44.27%	50.01%	48.87%	47.07%
负债和股东权益合计	1,648	2,101	2,411	2,753	带息债务/总负债	66.12%	52.52%	46.84%	42.59%
					流动比率	1.32	1.45	1.53	1.65
					速动比率	0.64	0.70	0.70	0.77
					股利支付率	31.46%	31.44%	30.44%	31.87%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标				
EBITDA	106	275	362	443	每股收益	0.45	1.21	1.67	2.09
PE	57	32	24	19	每股净资产	8.17	6.68	7.84	9.26
PB	3	6	5	4	每股经营现金	0.22	0.85	1.50	2.02
PS	6	8	6	5	每股股利	0.14	0.38	0.51	0.67
EV/EBITDA	30	23	18	14					
股息率	0.55%	0.97%	1.29%	1.70%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjy@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

广深	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	tdl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn