下载日志已记录，仅供内部参考

申万宏源研究 SWS RESEARCH

医药生物

2026 年 09 月 24 日

圣诺生物 (688117)

——多肽产业链景气持续，需求拉动业绩快速增长

报告原因：首次覆盖

增持（首次评级）

市场数据：	2026 年 09 月 23 日
收盘价（元）	19.75
一年内最高/最低（元）	46.50/18.87
市净率	3.8
股息率%（分红/股价）	1.78
流通 A 股市值（百万元）	4,352
上证指数/深证成指	3,936.52/13,636.07

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2026 年 06 月 30 日
每股净资产（元）	5.19
资产负债率%	44.80
总股本/流通 A 股(百万)	220/220
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《2026 年 CXO 及上游行业投资策略：进入创新与行业景气驱动的成长新纪元——CXO 行业系列报告（四）》 2026/03/03

证券分析师
张静含 A0230522080004
zhangjh@swsresearch.com
余玉君 A0230522080005
yuyj@swsresearch.com
研究支持
余玉君 A0230522080005
yuyj@swsresearch.com
联系人
余玉君 A0230522080005
yuyj@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **深耕多肽产业化二十余年，GLP-1 放量驱动业绩高增。**公司围绕多肽合成修饰、工艺放大、质量研究及 GMP 生产，形成原料药、CDMO 与制剂一体化布局，核心竞争力在于复杂多肽的规模化生产、杂质控制及合规交付能力，可为客户提供从药学研究到商业化生产的全流程服务。2026 年上半年，公司营业收入、归母净利润同比分别增长 50.3%、52.0%，延续较快增长。公司业务重心主要为多肽原料药供应，2026 年上半年原料药占营业收入及毛利的比重分别为 68.02%、75.85%，成为业绩增长的核心驱动力，CDMO 项目储备与制剂布局则支撑平台中长期发展。

- **多肽原料药进入放量期，海外拓展与产能建设支撑持续成长。**GLP-1 类药物在降糖、减重领域快速增长，带动上游多肽原料药需求扩容。公司已拥有 25 个自研多肽原料药品种，形成涵盖长链肽合成、复杂修饰及规模化生产的技术体系。2025 年原料药收入 4.09 亿元，同比增长 164.1%，主要受 GLP-1 原料药境外销售增长带动。395 千克多肽原料药募投项目已结项投用，司美格鲁肽、替尔泊肽等新基地规划建成后形成年产 10 吨多肽原料药总产能，后续建设、验证及客户导入有望逐步拓展订单承接能力。

- **CDMO 承接创新药项目转化，制剂布局拓展平台价值。**公司为多肽创新药客户提供药学研究、临床样品及商业化生产服务，早期研发阶段积累的工艺和质量研究经验，有助于承接后续注册验证及商业化订单。随着客户项目推进，CDMO 业务有望由研发服务向持续生产供应延伸，项目结构改善亦有望带动盈利质量提升。制剂业务依托自产原料药、现有批件及终端渠道形成协同，在研和申报品种持续补充产品梯队，共同支撑公司多肽产业化平台的中长期发展。

- **首次覆盖给予“增持”评级。**我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 8.69、9.72、11.20 亿元，同比增长分别为 17.1%、11.9%、15.2%；归母净利润分别为 2.33、2.63、3.06 亿，同比增长分别为 47.5%、12.9%、16.5%。结合公司多肽产业链布局及业务结构，选取九洲药业、奥锐特、普洛药业作为可比公司。参考可比公司 2026 年平均 21 倍 PE，给予公司 2026 年 21 倍 PE，对应目标市值约 49 亿元，相较当前市值还有 13.4%的空间，首次覆盖给予“增持”评级。

- **风险提示。**原料药价格下行风险；产能建设和达产不及预期风险；客户集中与海外合规风险；CDMO 项目临床及注册进展不及预期风险；制剂集采降价与渠道竞争风险。公司公告《关于 2025 年年度报告的信息披露监管问询函的回复公告》提示关注。美国市场后续恢复不及预期风险。

财务数据及盈利预测

	2025	2026H1	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	741	507	869	972	1,120
同比增长率（%）	62.6	50.3	17.1	11.9	15.2
归母净利润(百万元)	158	135	233	263	306
同比增长率（%）	215.7	52.0	47.5	12.9	16.5
每股收益（元/股）	1.00	0.61	1.06	1.19	1.39
毛利率（%）	57.7	58.7	57.1	56.7	55.9
ROE（%）	14.9	11.8	19.4	19.9	21.5
市盈率	28		19	17	14

注： “净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

下载日志已记录，仅供内部参考

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 8.69、9.72、11.20 亿元，同比增长分别为 17.1%、11.9%、15.2%；归母净利润分别为 2.33、2.63、3.06 亿，同比增长分别为 47.5%、12.9%、16.5%。结合公司多肽产业链布局及业务结构，选取九洲药业、奥锐特、普洛药业作为可比公司。参考可比公司 2026 年平均 21 倍 PE，给予公司 2026 年 21 倍 PE，对应目标市值约 49 亿元，相较当前市值还有 13.4%的空间，**首次覆盖给予“增持”评级。**

关键假设点

我们对公司主要业务板块 2026—2028 年收入及盈利能力作出如下预测：

（1）原料药：GLP-1 需求增长、海外客户拓展及产能逐步释放共同驱动收入增长，以及考虑美国市场因 FDA 警示恢复不及预期，我们预计 2026—2028 年收入增速分别为 30%、15%、20%。

（2）制剂：成熟品种维持稳定经营，在研及申报产品提供增量，考虑集采降价与终端竞争约束，预计 2026—2028 年收入增速为 2%、5%、5%。

（3）CDMO：客户研发项目推进带动药学研究、定制研发生产及受托加工需求，考虑到项目临床进展、交付及收入确认存在波动，技术转让收入具有阶段性，2026-2028 年该项暂不计入新增贡献，整体预计 CDMO 板块收入分别为 1.30、1.43、1.57 亿元。

有别于大众的认识

市场担忧：公司业务较大程度集中于 GLP-1 原料药需求及价格变化，对扩产后的竞争压力和增长持续性存在担忧。**我们认为**，公司投资价值还应结合业务结构变化与多肽产业化平台能力评估。

一方面，原料药增长已转化为实际收入和利润贡献。2025 年境外收入占比提升至约 53.8%，2026 年上半年原料药贡献约 76%的主营业务毛利；随着业务重心从传统制剂销售转向原料药供应，公司对制剂推广费用的依赖下降，盈利弹性还来自费用结构优化。另一方面，复杂多肽的竞争力取决于工艺放大、杂质控制、批间一致性及合规交付能力。公司积累的技术和质量体系可同时服务原料药、CDMO 及制剂，后续客户项目商业化与产品梯队扩充，有望延续平台成长。

股价表现的催化剂

海外 GLP-1 原料药客户拓展及订单交付超预期；新增产能建设、验证和客户导入取得进展；CDMO 重点项目进入注册或商业化供应阶段；规模效应和工艺优化推动盈利能力超预期。

核心假设风险

多肽原料药价格下降幅度超预期；新增产能建设、验证及达产不及预期；重点客户采购波动及海外监管、专利合规风险；CDMO 客户项目临床或注册进展不及预期；制剂集采降价及终端竞争加剧。公司公告《关于 2025 年年度报告的信息披露监管问询函的回复公告》提示关注。美国市场后续恢复不及预期风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1 多肽产业链平台型公司，GLP-1 驱动业绩高增 5

1.1 深耕多肽药物产业化二十余年，平台能力逐步成型 5
1.2 股权结构稳定，管理架构清晰 5
1.3 业绩持续高增，原料药成为第一大收入来源 6
1.4 境外收入高增，海外 GLP-1 原料药需求形成增量主线 7

2 多肽原料药：高壁垒品种群，GLP-1 打开增长弹性 8

2.1 原料药业务总述：25 个自研品种构成多肽原料药产品矩阵 8
2.2 市场扩容推动 原料药 需求提升，GLP-1 成为多肽原料药增长主线 9
2.3 多肽技术门槛：规模化、修饰工艺和质量体系决定交付能力 10
2.4 产能不断放大：从公斤级平台产能到十吨级 GLP-1 新基地 10

3 CDMO 与制剂：从项目服务到商业化承接，打造一体化服务的多肽平台 12

3.1 CDMO 业务：连接创新药项目与商业化生产 12
3.2 CDMO 项目承接：创新药外包需求扩容，多肽复杂分子更依赖专业平台 13
3.3 多肽制剂产品：基于自产原料药的下游延伸 15
3.4 制剂在研和申报项目：制剂与原料药协同形成产品梯队 16

4 盈利预测与估值分析 17

4.1 盈利预测与关键假设 17
4.2 相对估值法：公司目标市值为 49 亿 18

5 风险提示 19

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：公司主营业务布局总览 5
图 2：公司营业收入及增速（2019-2026H1） 6
图 3：公司归母净利润及增速（2019-2026H1） 6
图 4：公司收入构成（2019-2026H1） 6
图 5：主营业务毛利贡献（2019-2026H1） 6
图 6：公司毛利率与净利率（2019-2026H1） 7
图 7：公司费用率（2019-2026H1） 7
图 8：公司境内外收入（2019-2026H1） 7
图 9：公司境内外毛利率（2021-2026H1） 7
图 10：原料药收入及增速（2019-2026H1） 9
图 11：原料药毛利额和毛利率（2019-2026H1） 9
图 12：CDMO 收入及增速（2019-2026H1） 12
图 13：CDMO 子业务收入（2019-2026H1） 12
图 14：公司 CDMO 毛利额和毛利率（2019-2026H1） 12
图 15：制剂收入及增速（2019-2026H1） 15
图 16：制剂毛利额和毛利率（2019-2026H1） 15

表 1：公司主要原料药产品 8
表 2：多肽药物、GLP-1、原料药市场规模口径 9
表 3：公司核心技术及先进性 10
表 4：原料药相关产能项目梳理 11
表 5：公司服务主要多肽类创新药研发项目（截至 2026 年 6 月 30 日） 13
表 6：公司制剂产品用途、规格、取得批件情况 15
表 7：公司国内已申报待批项目 16
表 8：营业收入及毛利率关键假设表 17
表 9：可比公司选择情况及理由 18
表 10：可比公司估值表 18

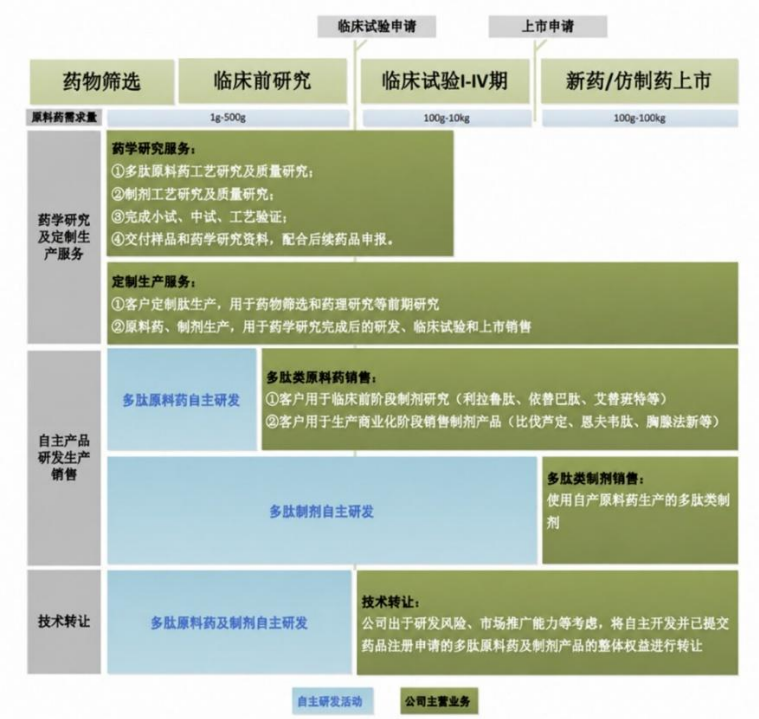
下载日志已记录，仅供内部参考

1 多肽产业链平台型公司，GLP-1 驱动业绩高增

1.1 深耕多肽药物产业化二十余年，平台能力逐步成型

圣诺生物的中长期价值来自多肽产业化平台能力，GLP-1 原料药放量是当前业绩的主要驱动。公司是国内较早布局多肽药物研发、生产及产业化服务的企业之一，主营业务覆盖多肽创新药药学研究与定制生产、多肽仿制药原料药及制剂、多肽药物生产技术转让。公司能力基础在于多肽合成修饰、工艺放大、质量研究、GMP 生产和注册申报，而非单一热门品种。三大业务板块，原料药是当前订单和利润增长的主要来源；CDMO 负责承接创新药项目，并为后续验证批和商业化生产储备订单；制剂业务则提升自产原料药向终端产品转化的能力。三者共享多肽合成修饰、工艺放大、质量研究和 GMP 生产体系，构成“高景气原料药放量+CDMO 项目转化+制剂一体化”的业务框架。

图 1：公司主营业务布局总览



资料来源：公司招股书，申万宏源研究。

多肽产业化能力决定公司可承接的业务边界。多肽药物从实验室分子进入临床和商业化阶段，需要完成工艺路线设计、杂质研究、质量标准建立、稳定性研究、小试/中试/工艺验证及 GMP 生产。公司既可向仿制药客户供应多肽原料药，也可为创新药客户提供从药学研究、临床样品到商业化生产的外包服务，核心能力在于将多肽分子转化为可注册、可生产、可交付的药品。

1.2 股权结构稳定，管理架构清晰

创始人控制结构稳定，有利于公司延续多肽产业链长期投入。截至目前，四川赛诺投资有限公司为第一大股东，持股 .%　　；四川赛诺投资由文永均、马兰文各出资 %　，两

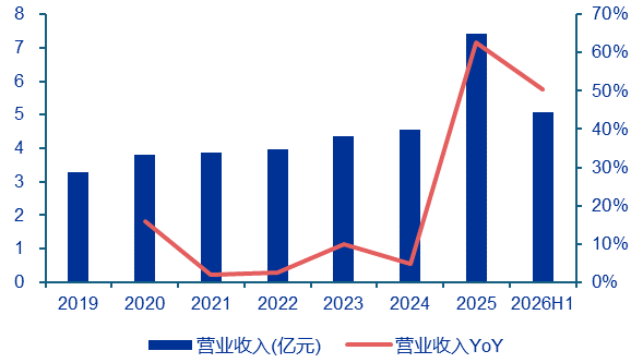
下载日志已记录，仅供内部参考

人合计持有其 100%股权。结合直接持股及通过四川赛诺、海南圣诺等主体的间接持股，文永均、马兰文夫妇合计控制公司约 31.73%股份，对公司长期战略、技术路线和产能建设具备稳定影响。子公司分工覆盖研发、生产、销售和新应用场景。成都圣诺制药承担核心原料药和制剂生产经营，眉山汇龙承接眉山产业化项目，圣诺进出口服务海外市场，圣诺多肽负责美容肽和大健康方向延伸。上述架构使公司能够对多肽原料药、制剂、CDMO、海外拓展和大健康应用进行分层运营。

1.3 业绩持续高增，原料药成为第一大收入来源

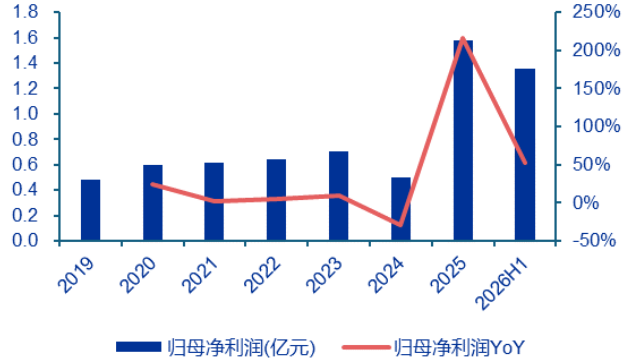
2025 年公司实现收入、利润和现金流同步改善。2019–2025 年，公司营业收入由 3.27 亿元提升至 7.41 亿元，六年复合增速约 14.6%；归母净利润由 0.48 亿元增至 1.58 亿元，复合增速约 21.9%。2024 年公司归母净利润回落至 0.50 亿元，2025 年同比增长 215.70%至 1.58 亿元；同期经营性现金流净额提升至 1.78 亿元，同比增长 606.07%，显示本轮业绩高增已同步体现在现金流端。

图 2：公司营业收入及增速（2019-2026H1）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

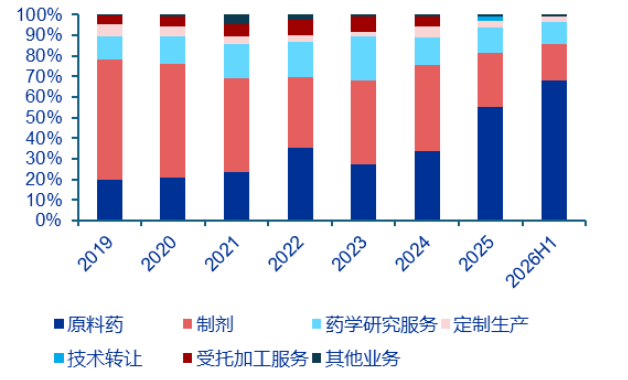
图 3：公司归母净利润及增速（2019-2026H1）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

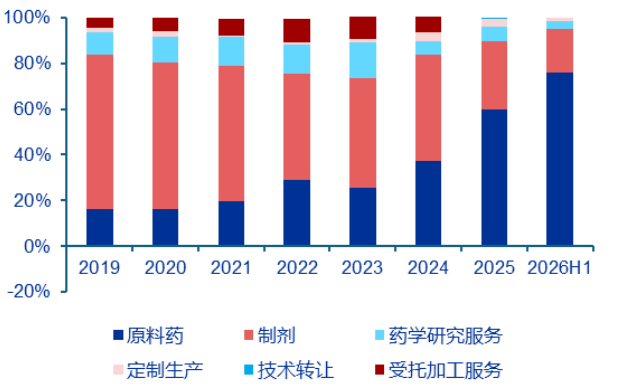
原料药已取代制剂成为公司第一大业务。2019 年制剂收入占营业收入的 58.27%，原料药占比仅 19.72%；2025 年原料药收入提升至 4.09 亿元，占比 55.12%，制剂占比降至 26.52%。2026 年上半年原料药收入占比进一步提升至 68.02%、毛利额占比提升至 75.85%。公司收入结构已由院内制剂销售为主，切换为原料药相关品种驱动。

图 4：公司收入构成（2019-2026H1）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 5：主营业务毛利贡献（2019-2026H1）

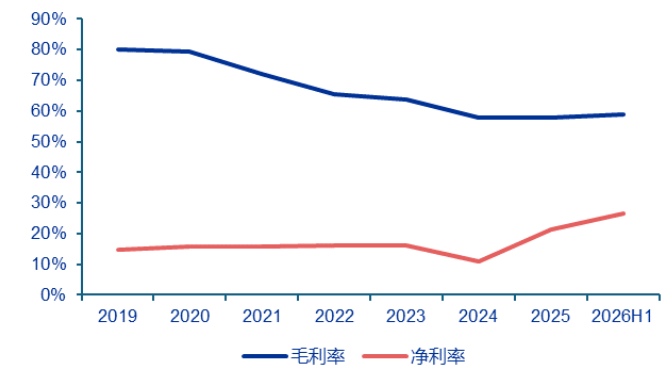


资料来源：公司公告，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

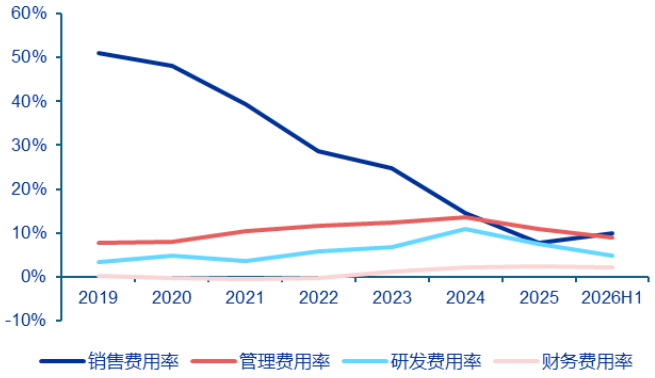
毛利贡献同步向原料药集中，原料药已成为利润增长的主要来源。2025 年原料药毛利额 2.57 亿元，毛利率 62.78%；制剂毛利额 1.26 亿元，毛利率 64.13%。尽管制剂毛利率仍略高于原料药，但原料药收入体量已明显扩大，成为公司毛利增量的核心来源。

图 6：公司毛利率与净利率（2019-2026H1）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 7：公司费用率（2019-2026H1）



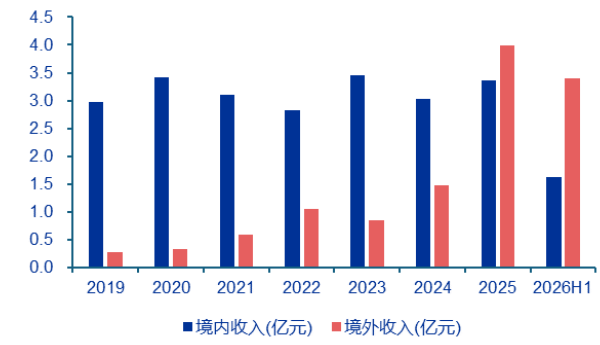
资料来源：公司公告，申万宏源研究

制剂占比下降带来毛利率和费用率变化，费用率下降放大了利润弹性，抵消了部分毛利率下行压力。2019–2025 年毛利率由 80.42%降至 58.20%，主要受高毛利制剂占比下降及原料药、CDMO 业务结构变化影响；同期净利率由 14.73%提升至 21.30%。主要原因在于销售费用率由 51.03%大幅降至 7.78%，原料药收入占比提升后，公司对传统制剂推广费用的依赖明显下降。加权 ROE 由 2024 年的 5.59%回升至 2025 年的 15.98%，利润释放已带动净资产收益率修复。

1.4 境外收入高增，海外 GLP-1 原料药需求形成增量主线

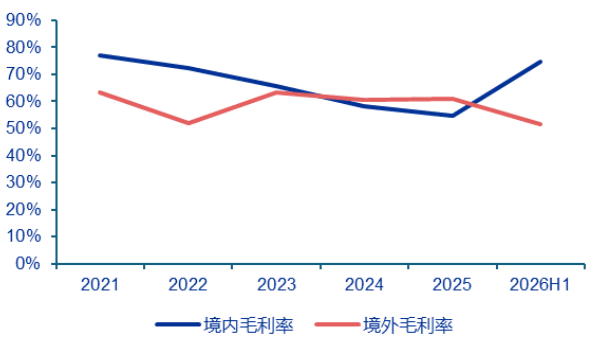
境外业务已由补充收入转为增长主线，区域结构出现实质性切换。2019 年公司境外收入仅 0.28 亿元，占境内外收入合计约 8.56%；2025 年境外收入提升至 3.99 亿元，占比约 53.82%，首次超过境内业务。同期境内收入由 2.97 亿元增至 3.36 亿元，整体相对稳定，说明本轮收入高增主要来自海外增量，而非国内存量业务恢复。

图 8：公司境内外收入（2019-2026H1）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 9：公司境内外毛利率（2021-2026H1）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

境外业务保持较高毛利率，说明海外 GLP-1 原料药放量并非低毛利扩张。2025 年公司境外业务毛利率 61.11%，高于境内业务 54.74%，GLP-1 原料药境外销售是境外收入和盈利质量提升的重要来源。

下载日志已记录，仅供内部参考

2 多肽原料药：高壁垒品种群，GLP-1 打开增长弹性

2.1 原料药业务总述：25 个自研品种构成多肽原料药产品矩阵

原料药是公司当前收入和利润增长的核心业务。公司围绕国内外市场容量较大、竞争力较强的多肽仿制药品种进行研发，已经形成覆盖工艺路线、质量研究、稳定性、国内外注册和 GMP 生产的产品化能力。2025 年年报披露，公司拥有 25 个自研多肽原料药品种；其中，国内取得 17 个品种多肽原料药生产批件或激活备案，国外有比伐卢定、依替巴肽、利拉鲁肽、司美格鲁肽等 11 个品种获得美国 DMF 备案且均处于激活状态。

表 1：公司主要原料药产品

序号	治疗领域	原料药名称	国内外注册/备案情况	制剂应用情况
1	抗艾滋病	恩夫韦肽	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
2	心血管	比伐卢定	美国 DMF 备案；国内原料药登记（A）；俄罗斯登记	客户制剂美国上市；客户制剂国内上市；客户制剂俄罗斯上市
3	心血管	依替巴肽	美国 DMF 备案；国内原料药登记（A）；俄罗斯登记	客户制剂美国申报；自有制剂国内上市；客户制剂俄罗斯上市
4	罕见病	醋酸艾替班特	美国 DMF 备案；国内原料药登记（A）；俄罗斯登记；土耳其登记	客户制剂美国申报；自有制剂国内上市；客户制剂俄罗斯上市；客户制剂土耳其上市
5	糖尿病	利拉鲁肽	美国 DMF 备案；国内原料药登记（I）；伊朗登记	自有制剂国内申报；客户制剂伊朗有条件获批
6	产科	醋酸阿托西班	国内原料药登记（A）；俄罗斯登记	自有制剂国内上市；客户制剂俄罗斯上市
7	产科	卡贝缩宫素	国内原料药登记（A）	自有制剂国内上市
8	消化道	醋酸奥曲肽	国内原料药登记（A）；美国 DMF 备案；欧洲 CEP 证书；俄罗斯登记	自有制剂国内上市；客户制剂美国申报；客户制剂俄罗斯上市
9	消化道	生长抑素	国内原料药登记（A）	自有制剂国内上市；客户制剂国内上市
10	免疫	胸腺五肽	国内原料药登记（A）	自有制剂国内上市；客户制剂国内上市
11	免疫	胸腺法新	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
12	骨科	特立帕肽	美国 DMF 备案	—
13	罕见病	齐考诺肽	美国 DMF 备案	—
14	肿瘤	醋酸加尼瑞克	美国 DMF 备案；韩国 DMF 备案；国内原料药登记（A）	客户制剂美国上市；客户制剂韩国上市；自有制剂国内上市
15	消化道	利那洛肽	美国 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
16	糖尿病	艾塞那肽	国内原料药登记（A）	自有制剂国内上市
17	抗真菌	泊沙康唑	国内原料药登记（A）	自有制剂国内上市
18	心血管	枸橼酸倍维巴肽	国内原料药登记（A）	客户制剂国内上市
19	糖尿病、减重	司美格鲁肽	美国 DMF 备案；韩国登记获批	—
20	消化道	醋酸特利加压素	国内原料药登记（I）	自有制剂国内申报
	产科	缩宫素	国内原料药登记（I）	—

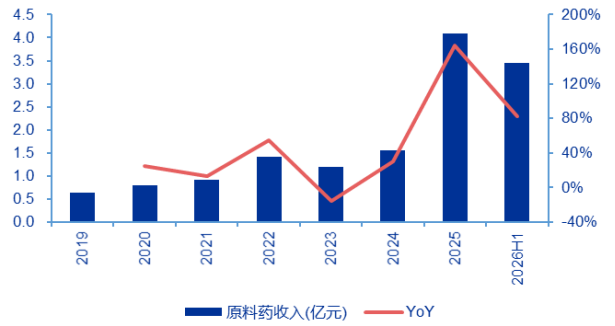
下载日志已记录，仅供内部参考

22	糖尿病	维培那肽	国内原料药登记（A）	客户制剂国内上市
23	骨科	鲑降钙素	国内原料药登记（I）	—
24	泌尿	醋酸去氨加压素	国内原料药登记（I）	—
25	心衰	左西孟旦	国内原料药登记（A）	制剂国内上市

资料来源：公司公告，申万宏源研究

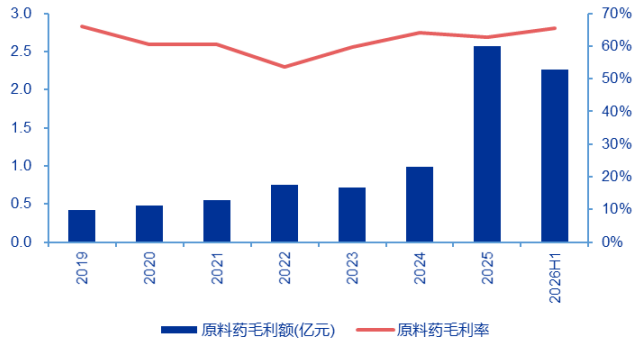
原料药业务在 2025 年出现高景气品种放量拐点。2019–2024 年，原料药收入从 0.64 亿元增至 1.55 亿元，增长相对稳健；2025 年收入提升至 4.09 亿元，同比增长 164.07%。原料药收入占比由 2019 年的 19.81%提升至 2025 年的 55.12%，对应毛利额由 0.42 亿元增至 2.57 亿元，已成为公司收入和利润两端的核心变量。2026 年上半年，公司原料药业务进一步持续高速增长，毛利率稳中有升，带动公司整体收入和利润进一步增长。

图 10：原料药收入及增速（2019-2026H1）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 11：原料药毛利额和毛利率（2019-2026H1）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

受复杂多变的国际政治经济环境及美国加征关税等影响，原料药市场竞争加剧，价格持续承压，在此背景下，公司持续建设并优化全球销售网络，通过深度市场拓展聚焦市场潜力品种等举措，在一定程度上对冲了价格下行的影响，维持了整体毛利率相对稳健趋势。

2.2 市场扩容推动 原料药 需求提升，GLP-1 成为多肽原料药增长主线

多肽药物市场扩容为上游 原料药 需求提供产业基础。多肽药物兼具小分子化药和大分子生物药的部分优势，具有活性高、选择性强、毒性较低等特点，已广泛应用于糖尿病、肥胖、肿瘤、罕见病、消化系统、辅助生殖、心血管等领域。随着 GLP-1 类药物在降糖和减重领域快速放量，终端需求持续向上游 原料药 和 CDMO 环节传导。

表 2：多肽药物、GLP-1、原料药市场规模口径

市场口径	历史规模	预测或增速
全球多肽药物市场	2019 年 617 亿美元；2024 年 1,096 亿美元	2019-2024 年 CAGR 12.2%；2030 年预计 2,338 亿美元
全球 GLP-1 药物市场	2019 年 114 亿美元；2024 年 555 亿美元	2019-2024 年 CAGR 37.3%
中国多肽药物市场	2019 年 539 亿元；2024 年 602 亿元	2030 年预计 1,652 亿元；2024-2030 年 CAGR 18.3%
中国 GLP-1 药物市场	国内 GLP-1 市场处于快速渗透阶段	预计未来增速高于整体多肽市场；2030 年前后仍为核心增量方向

下载日志已记录，仅供内部参考

全球多肽原料药市场	2025 年约 96 亿美元	2025-2033 年 CAGR 约 23.5%

资料来源：公司公告，弗若斯特沙利文，申万宏源研究

糖尿病领域收入高增，GLP-1 原料药已进入收入兑现期。公司 2025 年分治疗领域经营数据显示，糖尿病领域营业收入同比增长 266.58%，主要来自 GLP-1 原料药境外销售增加，该领域已成为公司增量核心。

2.3 多肽技术门槛：规模化、修饰工艺和质量体系决定交付能力

多肽技术壁垒的核心在于规模化生产和质量可控。多肽原料药的难点不在实验室小样合成，而在符合 GMP 要求的稳定、低成本、可放大生产。化学合成法通常以固相合成为主，适用于多肽序列构建；但随着肽链增长，每步反应收率递减会导致最终总收率下降，杂质谱复杂度、纯化难度和成本均显著提升。对于 GLP-1 等长链修饰多肽，脂肪酸侧链、特殊氨基酸和长效化修饰进一步提高工艺难度。

公司技术平台与高难度多肽产业化需求匹配。公司多肽技术体系覆盖长链肽偶联、困难序列偶联、片段偶联、环肽合成、二硫键控制、PEG 和脂肪酸修饰等方向，与司美格鲁肽、利拉鲁肽、艾塞那肽、替尔泊肽等复杂多肽原料药高度相关。上述技术有助于提升质量稳定性和批间一致性，并降低工艺放大和注册申报风险。

表 3：公司核心技术及先进性

核心技术	技术类型	代表产品/服务
长链肽偶联技术	合成技术	恩夫韦肽、艾塞那肽、司美格鲁肽、替尔泊肽
困难序列偶联技术	合成技术	艾塞那肽、胸腺法新
多肽片段偶联技术	合成技术	胸腺法新、比伐卢定、依替巴肽、利拉鲁肽
单硫环肽规模化生产技术	合成技术	卡贝缩宫素
多对二硫键环肽合成技术	合成技术	齐考诺肽、利那洛肽
碳环肽规模化生产技术	合成技术	药学研究服务
PEG/脂肪酸等侧链修饰技术	修饰技术	利拉鲁肽、司美格鲁肽、药学研究服务

资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.4 产能不断放大：从公斤级平台产能到十吨级 GLP-1 新基地

产能决定订单能否转化为收入。多肽原料药生产涉及合成、纯化、冻干、质量控制和环保安全等环节，产能项目落地节奏直接影响订单交付。公司近年的产能建设可分为三层：IPO 募投项目补强公斤级多肽原料药产能，自有资金项目承接 CDMO 及原料药产业化需求，规划司美格鲁肽、替尔泊肽等新基地对应十吨级远期产能。

395 kg 募投项目补齐多品种公斤级合规交付能力。“年产 395 千克多肽原料药生产线项目”已于 2025 年顺利结项并投入使用；官网环评验收文件显示，该项目建设 4 条多肽原料药生产线，合计年产 395 kg，产品包括醋酸奥曲肽、利拉鲁肽、胸腺五肽、比伐卢定、

下载日志已记录，仅供内部参考

恩夫韦肽、依替巴肽。该项目并非司美格鲁肽/替尔泊肽专项产能，但强化了公司多肽 原料药 公斤级合规制造能力。

自有资金项目承接 CDMO 项目和后端产业化生产。环评文件将“多肽创新药 CDMO、原料药产业化项目”拆分至 101、104B、105、106、107、108 等车间，对应原料药生产 348 kg/年、CDMO 服务创新多肽研发生产 92 kg/年及自主工艺多肽原料药研发 10 kg/年；项目建成后，全厂原料药生产产能提升至 748 kg/年。车间与品种产能细分见下表。

十吨级新基地决定中长期产能上限。司美格鲁肽、替尔泊肽等多肽原料药产业化生产基地项目于 2025 年 10 月底开工，建成后将实现年产 10 吨多肽原料药总产能。项目建设、验证和达产节奏，将决定公司从公斤级多品种交付向吨级高景气品种供应升级的速度。

表 4：原料药相关产能项目梳理

项目名称	资料来源/项目属性	主体与地点	产能/产品方案	建设进度
年产 395 千克多肽原料药生产线项目	IPO 募投/环评验收	眉山汇龙药业；眉山经济开发区新区本草大道北段 15 号	4 条多肽原料药生产线；醋酸奥曲肽 50kg、利拉鲁肽 100kg、胸腺五肽 100kg、比伐卢定 100kg、恩夫韦肽 25kg、依替巴肽 20kg，合计 395kg/年	2025 年报披露已顺利结项并年内投入使用；官网环评验收公示列明产品方案和产能
多肽创新药 CDMO、原料药产业化项目	自有资金建设/环评项目/年报进度	成都圣诺制药大邑厂区；现有 101、104B、105、106、107、108 车间改扩建	环评口径：原料药生产 348kg/年；CDMO 服务创新多肽 92kg/年；自主工艺多肽原料药研发 10kg/年；项目建成后全厂原料药生产产能提升至 748kg/年。 车间拆分：101 车间胸腺五肽 190kg/年、依替巴肽 20kg/年；104B 车间泊沙康唑 8kg/年；105 车间自主研发及小试 10kg/年；106 车间比伐卢定 100kg/年；107 车间醋酸阿托西班 30kg/年；108 车间 CDMO 服务创新多肽 92kg/年。	环评文件为 2023 年征求意见稿；2025 年报披露 106 车间于 2024 年底投产，107、108 车间于 2025 年正式投入运营
司美格鲁肽、替尔泊肽等多肽原料药产业化生产基地项目	公司年报/项目开工信息	成都圣诺制药；大邑经济开发区相关新基地	面向司美格鲁肽、替尔泊肽等多肽原料药，建成后形成年产 10 吨多肽原料药总产能	2025 年 10 月底正式开工建设

资料来源：公司公告，公司官网环评验收公示、《多肽创新药 CDMO、原料药产业化项目环境影响报告书（征求意见稿）》，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

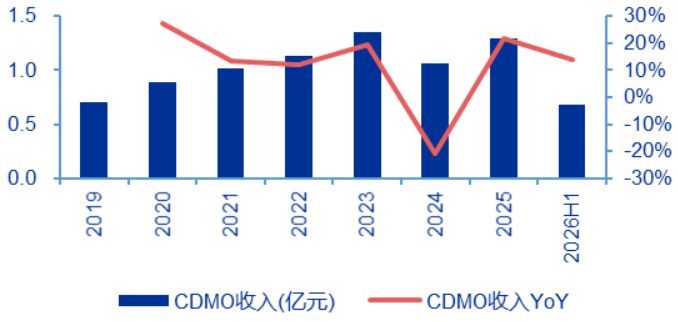
3 CDMO 与制剂：从项目服务到商业化承接，打造一体化服务的多肽平台

3.1 CDMO 业务：连接创新药项目与商业化生产

CDMO 业务连接客户创新药项目与商业化生产。公司 CDMO 业务主要包括多肽创新药药学研究服务和多肽类产品定制生产服务。前者面向客户筛选或指定的多肽分子，完成原料药和制剂工艺研究、质量研究、小试、中试、工艺验证及申报资料支持；后者承接客户临床试验及商业化阶段所需的创新药原料药和制剂生产。在公司业务体系中，CDMO 是技术平台和客户项目之间的连接环节，项目推进后有机会进一步形成临床批、验证批和商业化生产订单。

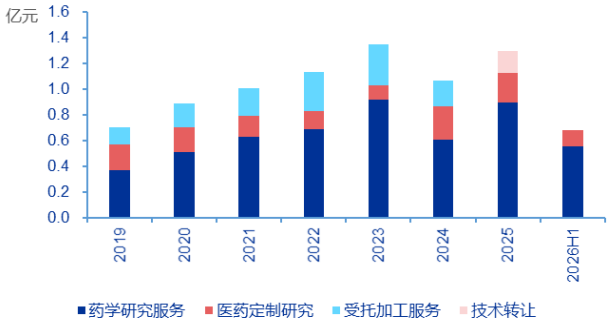
客户切换成本提高了早期项目向后续订单转化的概率。多肽创新药产品获批上市后，更换生产商通常涉及工艺转移、质量标准衔接和工艺验证，时间和资金成本较高。因此，早期药学研究服务的成功交付，有助于提升公司承接后续临床样品、注册批和商业化生产订单的概率。

图 12：CDMO 收入及增速（2019-2026H1）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 13：CDMO 子业务收入（2019-2026H1）



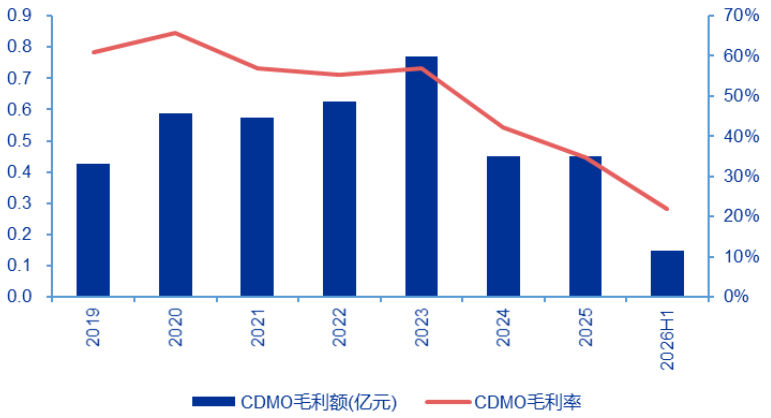
资料来源：公司公告，申万宏源研究

CDMO 收入增长但波动较大，项目阶段和业务结构比收入规模更关键。2019–2025 年，CDMO 及相关服务收入由 0.70 亿元增至 1.30 亿元，复合增速约 10.8%；2023 年收入达到 1.35 亿元后，2024 年下降 20.95%，2025 年回升 21.67%。该波动主要来自 CDMO 收入受项目交付节奏、阶段变化和业务确认方式影响较大。子业务看，药学研究服务由 2019 年的 0.37 亿元增至 2025 年的 0.90 亿元，已成为 CDMO 收入的主要支撑；受托加工服务在 2025 年贡献较小，技术转让则带来阶段性收入补充。

CDMO 毛利率下行显示短期利润弹性仍有限。2019 年 CDMO 毛利率约 61.03%，2025 年降至 34.77%，低于原料药和制剂板块。我们判断，该板块仍处于项目结构调整和阶段性收入确认过程中，短期利润贡献有限；若商业化项目占比提升、定制生产订单放大，CDMO 毛利率将实现进一步修复提升。

图：公司 CDMO 毛利额和毛利率（-H)

下载日志已记录，仅供内部参考



资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.2 CDMO 项目承接：创新药外包需求扩容，多肽复杂分子更依赖专业平台

多肽创新药研发活跃度提升，带动专业化 CDMO 需求。多肽创新药开发具有研发周期长、投入大、技术难度高等特征，客户从临床前到商业化需要多次完成工艺优化、质量研究、稳定性研究和 GMP 验证。随着国内创新药申报和多肽新药研发活跃度提升，具备复杂多肽合成、修饰、纯化和质量体系能力的 CDMO 平台更容易获得客户早期项目导入。

多肽 CDMO 行业扩容提供需求基础，但圣诺生物业绩弹性取决于项目推进和商业化承接。根据弗若斯特沙利文的数据，2030 年全球多肽 CDMO 市场规模预计达到 118 亿美元，国内多肽 CDMO 市场规模预计达到 185 亿元。相比早期药学研究服务，申报生产或商业化阶段项目更可能带来持续生产订单。我们判断，已上市项目放量、临床后期项目注册进度和公司后端产能承接能力，是 CDMO 板块能否贡献利润弹性的关键变量。

多肽 CDMO 的技术特殊性强于常规小分子外包。长链多肽、环肽、双靶点或多靶点肽类药物在规模化生产时，需要专门的合成策略、纯化体系、杂质谱研究和质量标准。公司在长链肽偶联、片段偶联、环肽和脂肪酸修饰等方向的技术积累，是承接客户高难度项目的基础。

已有商业化和申报生产项目提升 CDMO 业务确定性，但项目结构仍需改善。公司 CDMO 业务已有 3 个项目商业化、1 个申报生产，说明其并非单纯早期研发服务平台。但 2019–2025 年 CDMO 毛利率由 61.03%降至 34.77%，2024 年以来下降更明显，反映项目阶段、服务内容和收入结构仍在调整。若维培那肽/聚乙二醇化艾塞那肽、RAY1225、HDM1005 等临床后期项目进入验证批或商业化供应，CDMO 利润质量有望改善。

表 5：公司服务主要多肽类创新药研发项目（截至 2026 年 6 月 30 日）

序号	适应症	药品名称	服务客户	所处阶段	研发生产服务内容
1	抗艾滋病	注射用艾博韦泰	前沿生物药业（南京）	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

下载日志已记录，仅供内部参考

2	心血管	枸橼酸倍维巴肽注射液	百奥泰生物制药	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、原料药工艺验证及上市申报
3	糖尿病	维培那肽/聚乙二醇化艾塞那肽注射液	派格生物医药（杭州）	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、原料药工艺验证及上市申报
4	抗菌	培来加南/抗菌肽 PL-5	长春普莱医药生物技术/普莱医药（江苏）	获批上市	原料药工艺研究、质量研究、稳定性研究、临床研究原料药定制、原料药工艺验证及上市申报
5	糖尿病、肥胖	RAY1225 注射液	广东众生睿创生物科技	临床Ⅲ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
6	糖尿病、肥胖	HDM1005 注射液	杭州中美华东制药	临床Ⅲ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
7	脑卒中	注射用 BXOS110	拜西欧斯（北京）生物技术	临床Ⅲ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
8	抗肿瘤	注射用 HYD-PEP06	哈尔滨医大药业股份/珠海市藤栢医药	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
9	抗病毒	EK1 雾化剂	山西锦波生物医药股份	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
10	心力衰竭	注射用 GNP	雷恩康亚(深圳)生物医药科技	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
11	抗病毒	注射用利普韦肽	山西康宝生物制品股份	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
12	肝纤维化	注射用 TB001	深圳市图微安创科技	临床Ⅱ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
13	骨坏死	RAB001 注射液	中山莱博瑞辰生物医药	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
14	抗病毒	注射用 LP-98	山西康宝生物制品	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
15	心血管	注射用吗利福肽	八加一药业股份	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
16	糖尿病	Exd391209 注射液	成都奥达生物科技	临床Ⅱ期	原料药工艺研究、制剂生产、临床研究产品定制
17	抗肺纤维化	吸入用 HTPEP-001	成都惠泰生物医药	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
18	心血管	注射用普瑞巴肽	陕西麦科奥特医药科技股份/山东丹红制药	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
19	特发性肺纤维化	TB-B002D 注射液	深圳市图微安创科技	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
20	糖尿病肾脏病	TB-D004C 注射液	深圳市图微安创科技	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
21	脑卒中	注射用 ZKLJ02	云南中科龙津生物科技	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
22	乳腺癌	注射用 KMHH-03	浙江康明海慧生物科技	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
23	特发性肺纤维化	XQ-001	成都倍特新启生物医药	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

下载日志已记录，仅供内部参考

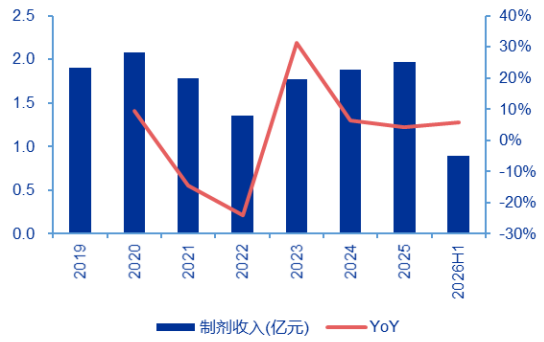
24	痤疮	PD-DP-008 凝胶	成都佩德生物医药	临床 I 期	原料药工艺研究、制剂处方工艺研究、质量研究、稳定性研究、临床研究产品定制
25	类风湿性关节炎	注射用 CIGB-814	山东鲁抗医药股份	临床 I 期	原料药工艺研究、制剂处方工艺研究、质量研究、稳定性研究、临床研究产品定制
26	非酒精性脂肪性肝炎	AOD113408 注射液	成都奥达生物科技	临床 I 期	原料药工艺研究、制剂处方工艺研究、质量研究、稳定性研究、临床研究产品定制
27	抗肿瘤	TR2205	通瑞生物制药（成都）	临床 I 期	原料药工艺研究、质量研究、稳定性研究、临床研究产品定制
28	抗肿瘤	氧奥曲肽	通瑞生物制药（成都）	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

资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.3 多肽制剂产品：基于自产原料药的下游延伸

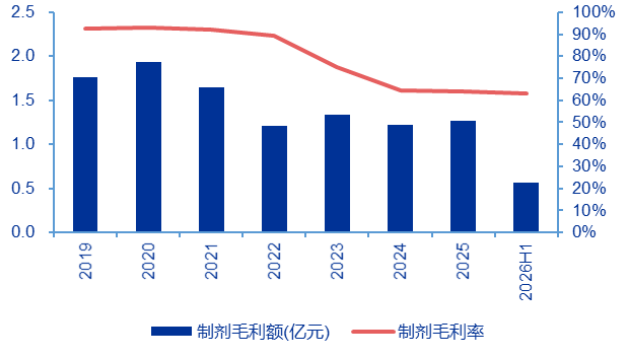
制剂业务主要体现一体化能力和现金流贡献，短期不是业绩弹性核心。2019–2025 年，制剂收入由 1.90 亿元小幅增至 1.97 亿元，六年复合增速约 0.6%；期间 2020 年收入达到 2.08 亿元，2022 年回落至 1.35 亿元，随后逐步修复。该板块增速明显低于原料药，定位更偏稳定经营和终端能力沉淀。

图 15：制剂收入及增速（2019-2026H1）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 16：制剂毛利额和毛利率（2019-2026H1）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

毛利率下行反映集采和产品结构压力。制剂毛利率由 2019 年的 92.52%下降至 2025 年的 64.13%，降幅较大，主要反映集采、价格和产品结构变化影响。2025 年制剂毛利额仍达 1.26 亿元，较 2024 年明显修复，说明制剂仍是公司现金流和一体化价值的重要支撑。

制剂板块的战略意义在于验证自产原料药向终端产品延伸的能力。该板块短期不贡献主要增长弹性，但能够沉淀批件、渠道和临床终端覆盖，并为部分高门槛多肽品种保留更多产业链价值。与原料药和 CDMO 相比，制剂更适合作为稳态经营和产业链闭环补充，而非业绩高增的主驱动。

表 6：公司制剂产品用途、规格、取得批件情况

序号	制剂产品	主要用途	规格	批件情况	医保情况
1	醋酸阿托西班注射液	早产保胎	5ml:37.5mg；0.9ml:6.75mg	国内批件、新药证书	医保乙类
2	注射用恩夫韦肽	抗 HIV	108mg	国内批件、新药证书	2022 年调出医保
3	卡贝缩宫素注射液	产后出血预防	1ml:100μg	国内批件	医保乙类
	醋酸奥曲肽注射液	消化道出血/内分泌瘤	ml:.mg ； ml:.mg	国内批件	医保乙类

下载日志已记录，仅供内部参考

5	注射用生长抑素	静脉曲张出血	0.25mg；0.75mg；3mg	国内批件	医保乙类
6	注射用胸腺法新	免疫调节/慢性乙肝	1.6mg	国内批件	医保乙类（限工伤）
7	注射用胸腺五肽	免疫调节	1mg	国内批件	—
8	依替巴肽注射液	ACS/PCI 抗血小板	10ml:20mg	国内批件	医保乙类
9	艾替班特注射液	遗传性血管水肿	3ml:30mg	国内批件	医保乙类（限 HAE 急性发作）
10	泊沙康唑注射液（非多肽）	侵袭性真菌感染	16.7ml:0.3g	国内批件	医保乙类（限重度免疫缺陷患者）
11	艾塞那肽注射液	2 型糖尿病	10μg；5μg	国内批件	医保乙类（限 2 型糖尿病）
12	醋酸加尼瑞克注射液	辅助生殖	0.5ml:0.25mg	国内批件	

资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.4 制剂在研和申报项目：制剂与原料药协同形成产品梯队

在研和申报项目构成制剂与原料药协同的后续梯队。公司具备多肽原料药和制剂的全流程研发管线及产业链平台，能够为创新药和仿制药提供从工艺路线设计到小试、中试、工艺验证和质量研究的药学研究服务，同时承担药物研发及商业化生产所需原料药、制剂产品的定制生产。

申报储备有助于延续制剂端产品更新。2025 年年报披露，公司有 8 个研发产品已向国家药监局申报注册批件，并形成 26 项中长期在研储备项目。国内已申报待批项目覆盖糖尿病、消化道、产科、骨科、泌尿等方向，其中艾塞那肽注射液、醋酸加尼瑞克注射液、利那洛肽等项目已获批或处于审评进程，构成公司后续制剂和原料药协同的产品储备。

表 7：公司国内已申报待批项目

序号	申报阶段	项目名称	适应症	研发进度
1	申报生产	艾塞那肽注射液	2 型糖尿病患者的血糖控制	已批准
2	获得临床试验许可	利拉鲁肽	成人 2 型糖尿病控制血糖	临床 I 期完成
3	获得临床试验许可	利拉鲁肽注射液	成人 2 型糖尿病控制血糖	临床 I 期完成
4	申报生产	醋酸加尼瑞克注射液	治疗妇女不孕症	已批准
5	申报生产	利那洛肽	肠道综合应激症	已批准
6	申报生产	利那洛肽胶囊	肠道综合应激症	审评中
7	申报生产	醋酸特利加压素	用于食管静脉曲张出血	审评中
8	申报生产	醋酸特利加压素注射液	用于食管静脉曲张出血	审评中
9	申报生产	缩宫素	用于引产、催产、产后及流产后宫缩无力或缩复不良导致子宫出血	审评中
10	申报生产	鲑降钙素	骨质疏松症、高钙血症、变形性骨炎	审评中
11	申报生产	醋酸去氨加压素	中枢性尿崩症、原发性夜间遗尿症	审评中

资料来源：公司公告，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

4 盈利预测与估值分析

4.1 盈利预测与关键假设

公司业务主要分原料药、制剂和 CDMO（包含药学研究服务、医药定制化研发生产、技术转让和受托加工服务），关键假设如下：

（1） **多肽原料药**：GLP-1 类药物在降糖和减重领域的需求增长，带动上游多肽原料药市场扩容。公司已形成较为完善的多肽合成、工艺放大及质量控制能力，随着海外客户拓展、现有产能释放及新增产能逐步落地，原料药业务有望保持较快增长。考虑到前期订单放量带来的增长弹性，以及收入基数扩大后增速逐步回归，我们预计 2026—2028 年多肽原料药收入增速分别为 30%、15%、20%。2027 年增速下降，主要考虑到公司 2026 年 9 月 22 日发布的《关于子公司被 FDA 纳入 66-40 名单说明的公告》，公司承诺子公司圣诺制药解除 FDA 相关警示前，全面停止所有多肽原料药对美国市场的销售与发运。公司 2025 年对美国实现销售收入 153,385,105.70 元，占公司同期营业收入比重为 20.19%。2026 年上半年对美国实现销售收入 166,553,391.32 元，占公司同期营业收入比重为 32.83%。因此，该事项未来可能会对公司经营业绩产生一定不利影响。我们考虑 2027 年可能尚未顺利恢复美国的全面销售，因此假设 2027 年的原料药增速为 15%。

（2） **多肽制剂**：公司多肽制剂主要面向国内市场，依托现有产品批件、终端渠道及原料药制剂一体化能力维持稳定经营，在研及申报产品有望为后续增长提供补充。考虑到成熟品种增长相对平稳，同时集采降价及终端竞争仍对收入形成约束，我们对制剂业务采用稳健增长假设，预计 2026—2028 年收入增速均为 2%、5%、5%。

（3） **CDMO 业务**：公司依托多肽技术平台，为客户提供药学研究、医药定制研究及受托加工等服务，客户研发项目推进有望带动持续服务需求。考虑到项目临床进展、交付及收入确认存在波动，技术转让收入具有阶段性，2026-2028 年暂不计入新增贡献，据此预计 CDMO 板块收入分别为 1.30、1.43、1.57 亿元。

综上所述，**我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 8.69、9.72、11.20 亿元，同比增长分别为 17.1%、11.9%、15.2%；归母净利润分别为 2.33、2.63、3.06 亿，同比增长分别为 47.5%、12.9%、16.5%。**

表 8：营业收入及毛利率关键假设表

		2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（亿元）		4.56	7.41	8.69	9.72	11.20
	yoy		62.57%	17.15%	11.90%	15.20%
	毛利率	57.96%	57.65%	57.08%	56.67%	55.91%
1.1 原料药（亿元）		1.55	4.09	5.31	6.11	7.33
	yoy		164%	30%	15%	20%
	毛利率	64.04%	62.78%	63.50%	63.00%	62.00%
1.2 制剂（亿元）		1.89	1.97	2.01	2.11	2.21
	yoy		4%	2%	5%	5%
	毛利率	.%	.%	.%	.%	.%

下载日志已记录，仅供内部参考

1.3 CDMO（亿元）		1.07	1.30	1.30	1.43	1.57
	yoy		22%	-0.02%	9.98%	10.00%
	毛利率	42.05%	34.80%	24.16%	24.16%	24.16%
1.4 其他（亿元）		0.05	0.06	0.07	0.07	0.08
	yoy		22%	10%	10%	10%
	毛利率	-34.21%	-7.70%	10.00%	10.00%	10.00%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

4.2 相对估值法：公司目标市值为 49 亿

公司主营业务主要包括原料药以及制剂一体化布局和 CDMO，且公司当前处于盈利状态，一般可选用相对估值法进行估值。

根据公司所属板块及主营业务，我们选取业务结构类似或者有产业链关联布局的公司作为可比公司：九洲药业、奥锐特和普洛药业。

表 9：可比公司选择情况及理由

股票代码	可比公司	公司概况以及选择原因
603456.SH	九洲药业	公司主营业务涵盖原料药及中间体、合同研发生产服务（CDMO），已建立多肽技术平台，并持续拓展多肽研发与生产能力。公司 CDMO 业务为医药企业提供工艺研发、放大及商业化生产服务，与圣诺生物的多肽创新药药学研究及定制生产服务在业务模式上具有相似性，同时双方均布局原料药与 CDMO 业务，可作为研发生产服务及医药制造领域的可比公司。可比性更多来自业务布局以及业务结构类似性。
605116.SH	奥锐特	公司以特色原料药及医药中间体业务为基础，向下游制剂领域延伸，并积极布局多肽药物，推进司美格鲁肽等多肽原料药的研发与产业化。公司与圣诺生物均涉及多肽原料药业务，并布局原料药与制剂一体化，在高技术壁垒原料药开发、规模化生产及产业链延伸方向上具有较强的可比性。可比性更多来自业务布局以及业务结构类似性。
000739.SZ	普洛药业	公司主营业务涵盖原料药及中间体、合同研发生产服务（CDMO）和制剂，已建立多肽技术平台，并持续拓展多肽研发与生产能力。公司 CDMO 业务为医药企业提供工艺研发、放大及商业化生产服务，与圣诺生物的多肽创新药药学研究及定制生产服务在业务模式上具有相似性，同时双方均布局原料药与制剂业务，可作为研发生产服务及医药制造领域的可比公司。可比性更多来自业务布局以及业务结构类似性。

资料来源：公司公告，申万宏源研究

参考可比公司 2026 年平均 21 倍 PE，给予公司 2026 年 21 倍 PE，对应目标市值约 49 亿元，相较当前市值还有 13.4%的空间，**首次覆盖给予“增持”评级。**

表 10：可比公司估值表

公司代码	公司名称	市值（亿元）	PE				归母净利润（亿元）			
		2026/9/23	2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
603456.SH	九洲药业	147	20	18	16	14	7.30	8.04	8.99	10.27
605116.SH	奥锐特	81	18	18	14	12	4.49	4.62	5.62	6.75
000739.SZ	普洛药业	293	33	28	23	19	8.91	10.57	12.61	15.37
平均				24	21	18	15			
688117.SH	圣诺生物	44	28	19	17	14	1.58	2.33	2.63	3.06

资料来源：公司公告，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

5 风险提示

原料药价格下行风险。GLP-1 等多肽原料药高景气吸引更多供应商进入，随着仿制药客户增多和产能扩张，原料药价格可能持续下降。若公司规模化生产、良率提升和客户结构优化不及预期，毛利率可能承压。

产能建设和达产不及预期风险。公司新建原料药基地和现有车间投产后仍需经历设备调试、验证、审计、注册关联和客户导入。若建设、验证或达产节奏不及预期，将影响订单兑现。

客户集中与海外合规风险。2025 年公司前五大客户销售占比较高，且原料药海外销售增长较快。若重点客户采购节奏、区域监管政策、海关税务、专利合规或回款情况发生变化，可能影响公司收入确认和利润兑现；同时，海外非传统渠道需求不宜简单线性外推。

CDMO 项目临床和注册不确定性。CDMO 项目能否从服务费转化为商业化订单，取决于客户创新药临床进展、注册审批和商业化结果，存在项目终止或进展不及预期风险。

制剂集采和渠道竞争风险。公司多肽制剂受国家集采、接续采购、医保支付和终端竞争影响，可能面临价格下行和费用投入压力。

公司公告《关于 2025 年年度报告的信息披露监管问询函的回复公告》提示关注。

美国市场后续恢复不及预期风险。2026 年 9 月 22 日，公司发布《关于子公司被 FDA 纳入 66-40 名单说明的公告》，FDA 检查组于 2026 年 8 月 27 日依据美国《联邦食品、药品和化妆品法》第 704(b)条向公司签发了 Form FDA 483 观察表（以下简称“483”）载明 8 项观察项，主要针对同一组产品、同一段生产与包装过程，在关键质量属性识别、污染控制能力、检出与结果采信能力、以及质量体系治理等层面存在的观察项。公司已于 2026 年 9 月 17 日，以电子邮件方式向美国 FDA 药品评价与研究中心（CDER）生产质量办公室（OMQ）提交了对上述 483 的初始回复（Initial Response）及相关整改措施。根据 FDA 的相关规定，被 FDA 列入进口警示的厂区在进行整改并得到 FDA 确认后，或通过 FDA 重新现场检查后即可解除其进口警示。公司高度重视 FDA 的检查建议，已积极采取措施进行优化，争取尽快解除警示，但仍存在警示解除延后或恢复不及时对经营业绩造成影响的风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

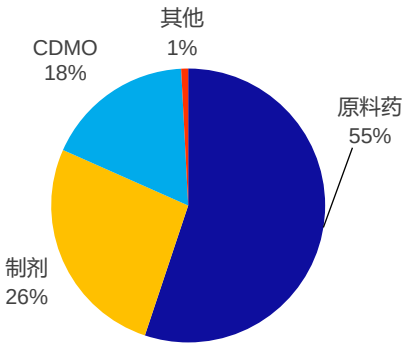
财务摘要

合并损益表

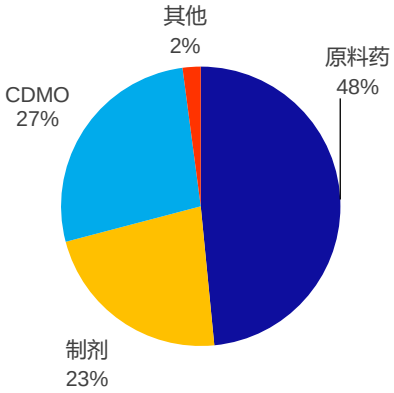
百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	456	741	869	972	1,120
营业收入	456	741	869	972	1,120
原料药	155	409	531	611	733
制剂	189	197	201	211	221
CDMO	107	130	130	143	157
其他	5	6	7	7	8
营业总成本	383	531	600	662	761
营业成本	192	314	373	421	494
原料药	56	152	194	226	279
制剂	67	71	74	80	88
CDMO	62	85	99	108	119
其他	7	7	6	7	7
税金及附加	5	6	7	8	10
销售费用	66	58	69	73	81
管理费用	62	81	83	89	101
研发费用	49	55	52	56	63
财务费用	9	17	16	13	13
其他收益	5	8	8	8	8
投资收益	2	2	2	2	2
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
信用减值损失	-7	-4	0	0	0
资产减值损失	-11	-15	-1	-3	-2
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	62	202	277	317	367
营业外收支	-1	-13	0	0	0
利润总额	62	189	277	317	367
所得税	12	31	44	55	61
净利润	50	158	233	262	306
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	50	158	233	263	306

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

收入结构



成本结构

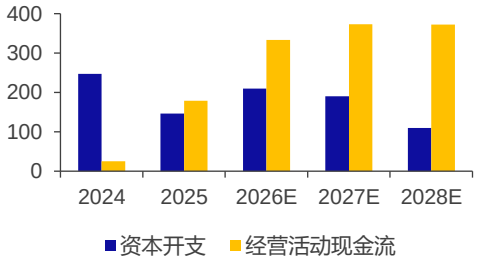


合并现金流量表

百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	50	158	233	262	306
加：折旧摊销减值	54	77	85	102	111
财务费用	11	18	16	13	13
非经营损失	-7	-6	-2	-2	-2
营运资本变动	-87	-73	2	-3	-57
其它	12	8	0	0	0
经营活动现金流	25	178	333	373	372
资本开支	247	146	210	190	110
其它投资现金流	17	-45	2	2	2
投资活动现金流	-231	-190	-208	-188	-108
吸收投资	7	0	0	0	0
负债净变化	221	25	-41	7	-5
支付股利、利息	34	36	104	160	215
其它融资现金流	-1	71	0	0	0
融资活动现金流	193	60	-145	-153	-219
净现金流	-12	48	-20	31	44

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

资本开支与经营活动现金流(百万元)



下载日志已记录，仅供内部参考

合并资产负债表

百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	718	881	842	888	983
现金及等价物	239	301	281	312	356
应收款项	123	178	175	169	190
存货净额	305	336	324	333	360
合同资产	22	30	26	37	39
其他流动资产	29	37	37	37	37
长期投资	111	157	157	157	157
固定资产	727	773	900	991	992
无形资产及其他资产	92	123	123	123	123
资产总计	1,648	1,935	2,022	2,159	2,255
流动负债	543	627	602	655	677
短期借款	300	385	376	414	442
应付款项	154	142	127	141	137
其它流动负债	89	99	99	99	99
非流动负债	186	250	219	187	155
负债合计	730	877	820	841	832
股本	112	157	220	220	220
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	390	347	284	284	284
其他综合收益	0	0	0	0	0
盈余公积	19	19	19	19	19
未分配利润	398	534	679	795	900
少数股东权益	0	0	0	-1	-1
股东权益	918	1,058	1,202	1,318	1,422
负债和股东权益合计	1,648	1,935	2,022	2,159	2,255

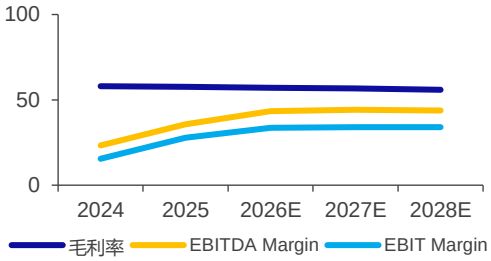
资料来源：聚源数据，申万宏源研究

重要财务指标

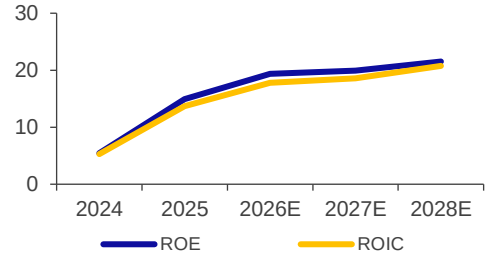
报告期	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标(元)					
每股收益	0.23	0.72	1.06	1.19	1.39
每股经营现金流	0.11	0.81	1.51	1.69	1.69
每股红利	0.07	0.25	0.40	0.67	0.91
每股净资产	4.17	4.80	5.46	5.98	6.46
关键运营指标(%)					
ROIC	5.3	13.7	17.8	18.6	20.8
ROE	5.4	14.9	19.4	19.9	21.5
毛利率	58.0	57.7	57.1	56.7	55.9
EBITDA Margin	23.3	35.6	43.3	44.2	43.7
EBIT Margin	15.5	27.8	33.7	34.0	34.0
营业总收入同比增长	4.8	62.6	17.1	11.9	15.2
归母净利润同比增长	-28.9	215.7	47.5	12.9	16.5
资产负债率	44.3	45.3	40.6	39.0	36.9
净资产周转率	0.50	0.70	0.72	0.74	0.79
总资产周转率	0.28	0.38	0.43	0.45	0.50
有效税率	19.5	16.7	16.1	17.4	16.7
股息率	0.4	1.3	2.0	3.4	4.6
估值指标(倍)					
P/E	87.0	27.6	18.7	16.6	14.2
P/B	4.7	4.1	3.6	3.3	3.1
EV/Sale	10.6	6.7	5.7	5.1	4.4
EV/EBITDA	45.5	18.9	13.2	11.5	10.1
股本	112	157	220	220	220

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

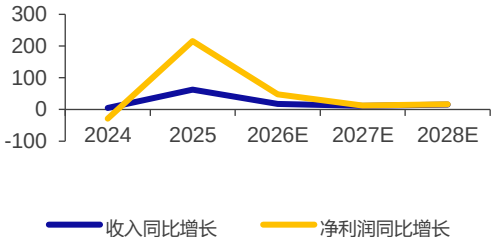
经营利润率(%)



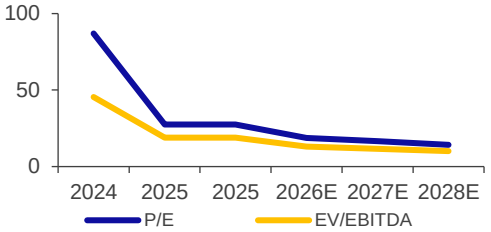
投资回报率趋势(%)



收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



下载日志已记录，仅供内部参考

信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy） ：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform） ：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral） ：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；

减持（Underperform） ：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight） ：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral） ：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（Underweight） ：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（A 股）、恒生中国企业指数（H 股）、纳斯达克指数（美股）

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。