

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

圣诺生物(688117)

投资评级

上次评级

唐爱金 医药行业首席分析师

执业编号: S1500523080002

联系电话: 19328759065

邮箱: tangaijin@cindasc.com

史慧颖 医药行业分析师

执业编号: S1500523080003

联系电话: 18217132561

邮箱: shihuiying@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦  
B座

邮编: 100031

# 研发投入&集采影响 Q2 利润表现，研发及产能建设构筑竞争壁垒

2024年07月31日

事件：圣诺生物发布 2024 年中报。公司 2024 H1 实现收入 1.99 亿元（同比+14.44%），归母净利润 0.22 亿元（同比+8.14%），扣非归母净利润 0.19 亿元（同比+106.55%）。2024 年 Q2 实现收入 0.95 亿元（同比+2.78%），归母净利润 0.05 亿元（同比-13.08%），扣非归母净利润 0.04 亿元（同比+28.71%）。

点评：

- **受集采影响毛利率、销售费用率均降低，研发费用阶段性上升。利润率方面**，2024 H1 公司实现综合毛利率 59.58% (-5.28pp)，归母净利率 10.95% (-0.64pp)，扣非归母净利率 9.61% (+4.29pp)，集采产品价格降低，拉低综合毛利率；营业收入增长及政府补贴减少则使得扣非归母净利率上升。**费用率方面**，2024 H1 期间费用率为 46.99%(-7.47pp)，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 17.93% (-10.12pp)/ 15.32% (-2.35pp)/ 11.98% (+4.40pp)/ 1.76% (+0.60pp)，注射用生长抑素、注射用阿托西班 2023 年 6 月集采中标后，市场商务费减少，使得公司销售费用率降低；研发费用率上升则系 1) 公司投资 1250 万元用于与浙江鼎昌医药合作开发注射用醋酸奥曲肽微球项目，首期投入 500 万元全部计入研发费用，2) 司美格鲁肽、鲑降钙素进入中试阶段，费用化研发投入较大，3) KJMRT-YF001（环肽-113）自研项目费用化研发投入增加。
- **自研产品较高增长，CDMO 有所降低**。2024H1，公司**自研制剂**实现收入 0.95 亿元（同比+48%），毛利率 63%（同比-20.24pp），注射用生长抑素及注射用阿托西班集采中标后驱动销售额上升；**自研原料药**实现收入 0.57 亿元（同比+11%），毛利率 66%（同比+2.37pp），境外原料药销售同比增长 97.51%，带动板块增长；**CDMO**实现收入 0.35 亿元（同比-10%），毛利率 36%（同比+7.01pp），其中药学研究服务实现收入 0.24 亿元，医药定制研发生产实现收入 0.10 亿元；**受托加工服务**实现收入 0.13 亿元（同比-30%），毛利率 94%（同比+1.90pp）。
- **研发驱动发展，产能释放在即**。2024 H1，公司围绕战略方向，持续加强研发投入，募投项目“工程技术中心升级项目”已顺利结项，研发实力进一步提升：截止至 2024 年 7 月 30 日，公司参与研发和立项研发的项目中，依替巴肽注射液、泊沙康唑注射液、艾替班特注射液已取得注册批件；加尼瑞克注射液已申报生产；司美格鲁肽原料药已取得美国 DMF 备案，利那洛肽原料药已提交上市登记；醋酸加尼瑞克原料药、西曲瑞克原料药、泊沙康唑原料药、枸橼酸倍维巴肽原料药获得上市申请批准通知书；注射用醋酸奥曲肽微球项目完成立项。产能方面，“年产 395 千克多肽原料药生产线项目”、“制剂产业化技术改造项目”和“多肽创新药 CDMO、原料药产业化项目”主体建设已完成并进入设备调试阶段。我们认为，持续的研发投入及产能建设不断为公司构建竞

争优势。

- **盈利预测：**我们预计 2024-2026 年公司营业收入为 5.54/7.03/9.05 亿元，同比增长 27.4%/26.8%/28.7%；归母净利润分别为 1.01/1.20/1.41 亿元，同比增长 43.3%/19.0%/17.2%，对应 2024-2026 年 PE 分别为 22.9/19.3/16.5 倍。
- **风险因素：**行业竞争加剧风险，研发投入及外包需求下降风险，政策风险，研发失败的风险，应收账款不能回收、汇率波动等财务风险，宏观环境风险。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	396	435	554	703	905
增长率 YoY %	2.4%	9.9%	27.4%	26.8%	28.7%
归属母公司净利润(百万元)	64	70	101	120	141
增长率 YoY%	5.3%	9.1%	43.3%	19.0%	17.2%
毛利率%	65.5%	63.8%	59.7%	57.1%	54.4%
净资产收益率ROE%	7.8%	8.0%	10.5%	11.1%	11.5%
EPS(摊薄)(元)	0.58	0.63	0.90	1.07	1.26
市盈率 P/E(倍)	35.87	32.88	22.94	19.29	16.45
市净率 P/B(倍)	2.80	2.63	2.41	2.14	1.89

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 07 月 30 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>流动资产</b>	<b>666</b>	<b>609</b>	<b>691</b>	<b>815</b>	<b>1,045</b>	
货币资金	372	219	123	103	141	
应收票据	7	0	0	1	1	
应收账款	101	108	184	224	275	
预付账款	9	9	27	36	49	
存货	135	194	254	337	447	
其他	42	79	102	114	132	
<b>非流动资产</b>	<b>442</b>	<b>706</b>	<b>928</b>	<b>999</b>	<b>1,008</b>	
长期股权投资	26	23	23	23	23	
固定资产	199	208	309	349	376	
无形资产	36	35	35	34	34	
其他	181	441	562	592	576	
<b>资产总计</b>	<b>1,108</b>	<b>1,316</b>	<b>1,619</b>	<b>1,814</b>	<b>2,053</b>	
<b>流动负债</b>	<b>225</b>	<b>241</b>	<b>494</b>	<b>548</b>	<b>627</b>	
短期借款	50	37	142	147	152	
应付票据	0	5	12	17	23	
应付账款	32	56	93	101	115	
其他	143	144	246	284	338	
<b>非流动负债</b>	<b>56</b>	<b>194</b>	<b>164</b>	<b>184</b>	<b>204</b>	
长期借款	48	189	159	179	199	
其他	8	5	4	4	4	
<b>负债合计</b>	<b>281</b>	<b>436</b>	<b>657</b>	<b>732</b>	<b>831</b>	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司	827	880	962	1,082	1,222	
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,108</b>	<b>1,316</b>	<b>1,619</b>	<b>1,814</b>	<b>2,053</b>	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	396	435	554	703	905	
同比 (%)	2.4%	9.9%	27.4%	26.8%	28.7%	
归属母公司净利润	64	70	101	120	141	
同比 (%)	5.3%	9.1%	43.3%	19.0%	17.2%	
毛利率 (%)	65.5%	63.8%	59.7%	57.1%	54.4%	
ROE%	7.8%	8.0%	10.5%	11.1%	11.5%	
EPS (摊薄) (元)	0.58	0.63	0.90	1.07	1.26	
P/E	35.87	32.88	22.94	19.29	16.45	
P/B	2.80	2.63	2.41	2.14	1.89	
EV/EBITDA	15.87	27.45	15.90	13.42	11.52	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>营业总收入</b>	<b>396</b>	<b>435</b>	<b>554</b>	<b>703</b>	<b>905</b>	
营业成本	137	158	223	302	412	
营业税金及附加	5	4	6	8	10	
销售费用	113	108	100	123	154	
管理费用	46	54	72	88	111	
研发费用	23	29	42	48	62	
财务费用	-2	5	5	11	12	
减值损失合计	-5	-5	0	0	0	
投资净收益	2	-1	0	0	0	
其他	1	10	8	12	16	
<b>营业利润</b>	<b>73</b>	<b>81</b>	<b>115</b>	<b>136</b>	<b>160</b>	
营业外收支	0	-1	0	0	0	
<b>利润总额</b>	<b>72</b>	<b>80</b>	<b>115</b>	<b>136</b>	<b>160</b>	
所得税	8	10	14	16	19	
<b>净利润</b>	<b>64</b>	<b>70</b>	<b>101</b>	<b>120</b>	<b>141</b>	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
<b>归属母公司净利润</b>	<b>64</b>	<b>70</b>	<b>101</b>	<b>120</b>	<b>141</b>	
EBITDA	95	117	163	197	228	
EPS (当年) (元)	0.58	0.63	0.90	1.07	1.26	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>经营活动现金流</b>	<b>96</b>	<b>85</b>	<b>36</b>	<b>89</b>	<b>93</b>	
净利润	64	70	101	120	141	
折旧摊销	26	29	43	50	56	
财务费用	1	9	11	14	15	
投资损失	-5	-8	-2	1	0	
营运资金变动	-2	-32	-119	-96	-121	
其它	9	8	0	2	2	
<b>投资活动现金流</b>	<b>21</b>	<b>-369</b>	<b>-243</b>	<b>-121</b>	<b>-66</b>	
资本支出	-136	-278	-231	-120	-65	
长期投资	-48	-43	20	0	0	
其他	204	-48	-32	-1	-1	
<b>筹资活动现金流</b>	<b>42</b>	<b>130</b>	<b>111</b>	<b>11</b>	<b>10</b>	
吸收投资	0	0	3	0	0	
借款	68	128	75	25	25	
支付利息或股息	-27	-29	-33	-14	-15	
<b>现金流净增加额</b>	<b>162</b>	<b>-154</b>	<b>-96</b>	<b>-20</b>	<b>38</b>	

## 研究团队简介

**唐爱金**，医药首席分析师。浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所，负责医药团队卖方业务工作超9年。

**史慧颖**，团队成员，上海交通大学药学硕士，曾在PCC佳生和Parexel从事临床CRO工作，2021年加入信达证券，负责CXO行业研究。

**曹佳琳**，团队成员，中山大学岭南学院数量经济学硕士，2年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL等领域的研究工作。

**章钟涛**，团队成员，暨南大学国际投融资硕士，1年医药生物行业研究经历，CPA（专业阶段），曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

**赵丹**，团队成员，北京大学生物医学工程硕士，2年创新药行业研究经历，2024年加入信达证券，主要覆盖创新药。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。