

廣州銀諾醫藥集團股份有限公司 IPO 報告分析

一、公司概況

1.1 新股基本資訊

- 股份代號：2591.HK
- 全球發售：發行 36,556,400 股 H 股，集資 683 百萬港元
- 香港公开发售：發售 3,655,800 股 H 股，占全球發售总量約 10.0%
- 招股價：18.68 元
- 每手股數：200 股
- 入場費：3,773.68 元
- 公開發售日期：2025 年 8 月 7 日至 2025 年 8 月 12 日
- 分配結果日：2025 年 8 月 14 日
- 暗盤日：2025 年 8 月 14 日
- 上市日期：2025 年 8 月 15 日
- 保薦人：中信證券、中金公司

1.2 企業簡介

銀諾醫藥是亞洲第一家及全球第三家將原研人源長效胰高血糖素樣肽-1(GLP-1)受體激動劑推進到註冊審批階段的公司，其核心產品依蘇帕格魯肽 α (商品名：怡諾輕)即將進入商業化階段，自 2014 年成立以來，該公司一直致力於研究及開發治療糖尿病和其他代謝性疾病的創新療法，截至最後實際可行日期，該公司已建立一條管線，包括(i)依蘇帕格魯肽 α 用於治療 2 型糖尿病(「T2D」)的單藥療法及與二甲雙胍的聯合用藥，其 BLA 均已獲 NMPA 受理；(ii)依蘇帕格魯肽 α 用於治療肥胖和超重，該公司正在中國就此進行 IIa 期臨床試驗並預期於 2024 年底取得主要終點結果；(iii)依蘇帕格魯肽 α 用於治療代謝功能障礙相關性脂肪性肝炎(「MASH」)，該公司已就此獲得 FDA IND 批准以展開 IIa 期試驗，並將在美國及中國啟動一項 MASH 多中心臨床試驗；及(iv)五款具有前景或處於臨床前階段且進入 IND 待啟動階段的候選藥物。

1.3 基石投資者

駿昇、邁富時管理(02556)、Ginkgo Fund、鄧海峰、黎慧鳳為基石投資者，認購金額合共 1000 萬美元，占比約 10%。

1.4 保薦人情況

中信證券

代碼	名稱	首日收盤漲跌幅(%)
9887.HK	維立志博-B	91.71
6613.HK	藍思科技	9.13
3880.HK	泰德醫藥	0.65
6603.HK	IFBH	42.09
6883.HK	穎通控股	-16.67
2508.HK	聖貝拉	33.74
2617.HK	藥捷安康-B	78.71
2589.HK	滬上阿姨	40.03
9606.HK	映恩生物-B	116.70
6693.HK	赤峰黃金	0.00
2613.HK	匯舸環保	6.29
2431.HK	佑駕創新	14.12
2585.HK	夢金園	7.50
2582.HK	國富氢能	20.00
2551.HK	晶科電子股份	47.65
2460.HK	華潤飲料	15.03
2410.HK	同源康醫藥-B	13.22
1471.HK	眾淼控股	5.00
2479.HK	天聚地合	-27.82
2228.HK	晶泰控股	9.85
2522.HK	一脈陽光	0.13
2443.HK	汽車街	26.86
6959.HK	長久股份	16.13

中金公司

代碼	名稱	首日收盤漲跌幅(%)
6887.HK	東陽光藥	
2590.HK	極智嘉-W	5.36
1304.HK	峰岷科技	16.02
2648.HK	安井食品	-5.00
9678.HK	雲知聲	44.59
6168.HK	週六福	25.00
2050.HK	三花智控	-0.13

3288.HK	海天味業	0.55
2605.HK	METALIGHT	-30.26
2621.HK	手回集團	-18.19
2565.HK	派格生物醫藥-B	-25.90
2603.HK	吉宏股份	39.06
2629.HK	MIRXES-B	28.76
3750.HK	寧德時代	16.43
1333.HK	博雷頓	38.33
3677.HK	正力新能	1.45
6681.HK	腦動極光-B	3.42
2577.HK	英諾賽科	0.45
2431.HK	佑駕創新	14.12
1318.HK	毛戈平	76.51
2570.HK	重塑能源	0.07
2576.HK	太美醫療科技	-29.23
0300.HK	美的集團	7.85
2533.HK	黑芝麻智能	-26.96
2507.HK	西銳	0.00
2495.HK	聲通科技	-11.24
9680.HK	如祺出行	-3.14
2559.HK	滴答出行	-22.50
2898.HK	盛禾生物-B	7.56
2529.HK	泓盈城市服務	0.31
2556.HK	邁富時	18.46
2438.HK	出門問問	-3.16
2555.HK	茶百道	-26.86
2598.HK	連連數字	-7.63
2509.HK	荃信生物-B	23.74
2453.HK	美中嘉和	-22.41

1.5 同板塊新股

代碼	名稱	首日收盤價	首日收盤漲跌幅(%)
2651.HK	大眾口腔	20.70	3.50
3880.HK	泰德醫藥	30.80	0.65

2609.HK	佰澤醫療	6.00	42.18
2530.HK	紐曼思	0.69	-13.75
6681.HK	腦動極光-B	3.33	3.42
2587.HK	健康之路	10.66	36.67
2522.HK	一脈陽光	15.00	0.13
2453.HK	美中嘉和	11.08	-22.41

1.6 同業比較

代碼	證券簡稱	總市值 (百萬元)	總收入 (百萬元)	歸母淨利潤 (百萬元)	25PE	最新漲跌幅 (%)	近一月漲跌幅 (%)	近三月漲跌幅 (%)
1833.HK	平安好醫生	26,412.8	5,192.1	87.9	118.0	1.4	36.2	65.1
2192.HK	醫脈通	10,859.7	603.1	340.3	30.5	-8.8	3.0	21.8
2609.HK	佰澤醫療	8,609.6	1,283.8	-14.5		-0.8	3.0	8.8
2158.HK	醫渡科技	6,959.5	890.9	-215.0		2.2	15.6	8.3
2587.HK	健康之路	6,793.4	1,296.7	-289.9		-0.9	-1.5	-73.9
6681.HK	腦動極光-B	6,685.9	132.1	-214.1	-53.8	-1.3	-15.4	-11.7
2361.HK	中康控股	1,621.9	436.0	119.5			14.0	16.9
2251.HK	鷹瞳科技-B	1,378.5	168.9	-275.9	-10.5	-0.7	6.8	7.3
2415.HK	梅斯健康	1,092.9	281.4	27.0	26.2	-5.3	31.4	59.3
2591.HK	銀諾醫藥-B	8533	21.7	-188.6				

二、財務狀況

2.1 收入結構分析

公司截至 2025 年 5 月 31 日止的五個月總收入為人民幣 38.1 百萬元，全部來源於核心產品依蘇帕格魯肽α的銷售收入。

2.2 盈利能力分析

在上述五個月期間，公司錄得銷售成本人民幣 4.1 百萬元，毛利人民幣 34.1 百萬元，毛利率達到 89.3%。這表明公司在產品銷售方面具有較強的盈利能力。

2.3 成本結構分析

銷售成本主要包括灌裝、包裝及運輸費用。值得注意的是，銷售成本並未包含商業化前的所有制造成本，這部分已計入研發開支，表明公司在銷售階段的成本控制較好。

2.4 研發投入分析

2025 年前五個月，公司投入人民幣 76.6 百萬元用於研發活動，較 2024 年同期增加了人民幣 30.5 百萬元。研發開支主要用於推進依蘇帕格魯肽α的臨床試驗及生產工藝優化。公司還計畫在未來進行多項新適應症的臨床試驗，包括肥胖/超重和 MASH

(代謝相關脂肪肝疾病)，並正在推進其他候選藥物 (如 YN203、YN202 及 YN209) 的 IND 申請準備工作。

三、業務分析

3.1 產品競爭力

依蘇帕格魯肽 α 在中國獲批用於治療 T2D，並已在澳門獲得 BLA 批准，展現出良好的臨床表現與市場前景。公司正在通過全球擴張及新適應症開發 (如 MASH) 拓展其應用範圍。此外，公司還計畫在 2026 年在中國和美國同步開展治療 MASH 的 IIa 期臨床試驗。

3.2 客戶結構

公司主要客戶為大型國有醫藥分銷商，包括國藥控股股份有限公司及其子公司 (貢獻 68.0% 的收入)、客戶集團 A (13.4%) 及上海醫藥集團股份有限公司及其子公司 (11.0%)。截至 2025 年，這些客戶合計貢獻了 97.2% 的收入，顯示出公司客戶集中度較高但合作關係穩定，業務關係始於 2025 年。

3.3 供應鏈管理

公司採用 CDMO (合同定制研發生產組織) 模式推進依蘇帕格魯肽 α 的商業化生產，短期內依靠外部合作夥伴，降低了初期生產投入。從長遠來看，公司計畫於 2026 年在廣州建設自有生產設施，預計建設兩條 6,000 升生產線，以提升自主供應能力並保障產品品質與產能。

3.4 市場拓展策略

公司未來市場拓展策略包括：

推動依蘇帕格魯肽 α 納入《國家醫保藥品目錄》，以提升醫院管道的滲透率；

通過與醫藥電商平臺、O2O 平臺及全國連鎖藥店的合作，構建全管道行銷體系；

計畫在 2025 年下半年向東南亞和拉丁美洲提交 BLA 申請；

在 2026 年啟動美國市場相關適應症的臨床試驗。公司同時強調科學推廣與循證醫學合作，計畫通過與關鍵意見領袖的深入合作，提高產品的專業認可度和市場接受度。

四、行業對比

4.1 生物醫藥行業地位

銀諾醫藥在糖尿病及肥胖治療藥物領域具備一定先發優勢。其核心產品依蘇帕格魯肽 α 已在國內獲批上市，並在全球範圍內推進註冊，體現了公司在該細分領域的創新能力與商業化執行力。

4.2 同行業公司對比

禮來：作為國際大型藥企，其 GLP-1 類藥物市場佔有率高，但未公佈具體糖尿病藥物相關財務資料；

石藥集團（1093.HK）：其司美格魯肽注射液已進入國家藥監局審批程式，用於治療 2 型糖尿病，且正推進肥胖/超重適應症的 III 期臨床試驗，與銀諾醫藥形成競爭關係；

三諾生物（300298.SZ）：專注於血糖監測系統，2024 年相關業務營收達人民幣 33.21 億元，毛利率為 60.18%。與銀諾醫藥的產品結構不同，但同屬糖尿病治療相關領域。

4.3 市場前景分析

糖尿病和肥胖藥物市場正處於快速增長階段。根據公開信息，GLP-1 受體激動劑在糖尿病和體重管理領域展現出了廣泛的應用前景。公司憑藉其核心產品已進入這一高成長市場，未來隨著更多適應症獲批及海外市場的拓展，有望進一步擴大市場份額。

五、風險分析

5.1 經營風險

公司當前收入高度依賴單一產品依蘇帕格魯肽 α ，若該產品的市場接受度或銷售策略未能達到預期，將對公司整體經營狀況產生重大影響。此外，客戶集中度高也可能帶來經營風險，一旦主要客戶採購減少或合作關係終止，公司收入將受到直接影響。

5.2 財務風險

雖然公司在短期內實現了較高的毛利率（89.3%），但由於其仍處於商業化初期，收入規模尚小，尚未形成可持續的盈利模型。公司需要持續投入大量研發資金以推進新適應症和候選藥物的開發，若現金流管理不當，可能會對其財務健康造成影響。

5.3 市場風險

全球 GLP-1 藥物市場競爭激烈，不僅有跨國藥企如諾和諾德、禮來等在積極佈局，也有國內藥企（如石藥集團）在加快新藥上市進程。公司若不能在海外市場成功註冊並推廣產品，或在國內市場競爭中失去優勢，將面臨市場拓展受阻的風險。

5.4 監管風險

公司目前基於中國臨床試驗資料推進產品在東南亞、澳門等地的註冊，但各國監管標準存在差異，未來是否需要補充額外臨床試驗尚不確定。此外，2026 年啟動的 MASH 適應症臨床試驗能否順利推進，也將取決於國內外監管機構的審批節奏。

六、投資建議

6.1 投資亮點

核心產品依蘇帕格魯肽 α 已在中國商業化，且獲得良好初步收入表現（2025 年前五個月收入 38.1 百萬元）；

擁有較高的毛利率（89.3%），反映出產品定價能力和成本控制的優勢；

正在全球範圍內推進註冊，國際化戰略清晰，具有較大的市場拓展潛力；

擁有多條在研管線，包括 YN203、YN202、YN209 等，未來有望形成多元化產品組合；

公司銷售和市場推廣能力強，銷售團隊計畫在 2025-2027 年間逐步擴展至 280 人左右，有助於產品快速滲透市場。

6.2 投資風險

業務高度依賴單一產品及少數客戶，風險集中度較高；

處於商業化早期，尚未形成穩定的盈利模式，未來依賴持續融資支持研發和市場推廣；

國際市場註冊及臨床試驗推進過程複雜，存在不確定性；

行業競爭加劇，GLP-1 藥物賽道已有多個強競爭者，需關注差異化競爭優勢。

6.3 估值分析

參考同行業公司估值情況，港股創新藥指數市盈率為 24 倍，部分生物科技企业估值偏高，例如迪哲醫藥市淨率高達 1402.10 倍，但也有一些公司如東富龍市淨率僅為 1.15 倍。公司核心產品已商業化，且毛利率較高，若參考類似階段的生物科技公司估值，公司具備一定的估值支撐基礎。然而，由於公司尚未披露完整的財務資料及發行價，暫無法給出具體估值測算。

6.4 投資建議

基於目前公司商業化進展良好、核心產品具備市場潛力、全球化戰略清晰以及豐富的在研管線，我們認為銀諾醫藥具備一定的投資價值。但鑒於其尚處於商業化初期、收入規模有限、客戶集中度高等因素，建議投資者關注其後續產品註冊進度、臨床試驗

進展以及市場開拓能力。若公司能夠實現核心產品的海外註冊及新適應症上市，則有望進一步釋放其成長潛力，值得中長線投資者適當關注。