

**评级：买入(维持)**

市场价格：32.10

分析师：祝嘉琦

执业证书编号：S0740519040001

电话：021-20315150

Email: zhujq@r.qlzq.com.cn

分析师：崔少煜

执业证书编号：S0740522060001

Email: cuisy@r.qlzq.com.cn

**公司盈利预测及估值**

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	643.87	651.29	853.57	1140.75	1542.94
增长率 yoy%	13.58%	1.15%	31.06%	33.64%	35.26%
净利润(百万元)	115.39	129.11	133.11	180.44	250.15
增长率 yoy%	-6.52%	11.89%	3.10%	35.55%	38.63%
每股收益(元)	0.54	0.61	0.62	0.85	1.17
每股现金流量	0.85	0.14	0.97	0.23	0.18
净资产收益率	6.37%	6.76%	6.66%	8.28%	10.29%
P/E	59.31	53.00	51.41	37.92	27.36
PEG	-9.09	4.46	16.57	1.07	0.71
P/B	3.78	3.58	3.42	3.14	2.82

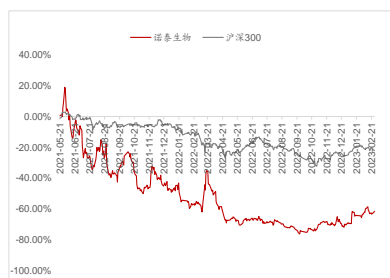
备注：截止 2023 年 04 月 23 日

**投资要点**

- **事件：1) 2023 年 04 月 21 日，公司发布 2022 年年报，2022 年公司实现营业收入 6.51 亿元，同比增长 1.15%；归母净利润 1.29 亿元，同比增长 11.89%；扣非归母净利润 8309 万元，同比略降 20.74%。2) 公司发布 2023 年一季报，2023 年第一季度公司实现营业收入 2.08 亿元，同比增长 54.98%；归母净利润 2101 万元，同比增长 30.58%；扣非归母净利润 2338 万元，同比增长 84.38%。**
- **业绩超预期，2022Q4 恢复显著，23Q1 恢复态势延续，我们预计 23Q2 有望持续。**分季度看，2022Q4 营收 2.69 亿元(同比+38.69%)，归母 7591 万元(+80.27%)，扣非 7108 万元(+79.18%)；2023Q1 营收 2.08 亿元(+54.98%)，归母 2101 万元(+30.58%)，扣非 2338 万元(+84.38%)。我们预计 Q1 强劲恢复持续主要源于：①公司自主选择产品中多肽业务逐步迎来收获，重磅品种持续放量；②Q4 受国内防疫政策变化影响，公司部分自免、抗流感产品需求在 Q1 持续旺盛；③公司持续加大 BD 投入，防疫政策变化后需求端呈逐步改善趋势。此外，我们预计随着重磅品种持续放量，2023Q2 逐步恢复态势有望持续。盈利能力上，2022 年公司整体毛利率 57.57%(+1.81pp)，净利率 18.85%(+1.95pp)。销售费用 3497 万元(+177.84%)，费用率 5.37%(+3.42pp)。管理费用 1.58 亿元(+12.39%)，费用率 24.25%(+1.76pp)。财务费用 -16 万元(-106.25%)，费用率 -0.03%(-0.43pp)，研发费用 6947 万元(+10.12%)，费用率 10.67%(+0.87pp)。
- **“瘦身”后轻装上阵，“聚焦”主业以多肽、特色原料药为主的自主选择产品及多肽、小分子 CDMO。1) 自主产品：在研管线持续推进，新品获批有望带来增长新动能。**2022 年自主产品销售增至 2.56 亿元(+95.57%)，其中多肽类实现营收 1.91 亿元(+126.27)，化学类实现营收 6007 万元(+58.96%)。我们预计主要系：①部分多肽重磅品种迎来收获期，呈持续放量趋势；②22Q4 受国内防疫政策变化影响，公司部分自免、抗流感产品需求持续旺盛。此外，2022 年自主产品研发持续推进，①原料药方面，阿托伐他汀钙、匹可硫酸钠、醋酸西曲瑞克 3 个原料药品种正在 CDE 审评审批，提交更新了司美格鲁肽、中间体 212-10 和 FV5 在美国的注册资料，提交了利拉鲁肽在欧盟(9 国)和英国的注册资料等；②制剂方面，注射用比伐芦定、奥美沙坦酯氨氯地平片和氨氯地平阿托伐他汀钙片 3 个制剂品种正在 CDE 审评审批阶段。2) C(D)MO：收入略有波动，2023 年有望逐步恢复。2022 年收入达 3.92 亿元(-23.27%)，我们预计主要系下游客户需求出现波动，我们预计随着海外 BD 工作逐步恢复，2023 年有望呈逐步修复态势，2022 年完成 59 个项目工艺研发、技术支持，其中 34 个项目首次实现工厂放大，8 个实验室公斤级放大项目及 3 个创新药 API 项目。
- **盈利预测及估值：考虑随着 22Q4 国内防疫政策变化，2023 年公司收入有望逐步恢复，我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 8.54 亿元、11.41 亿元、15.43 亿元(调整前 2023-2024 年收入 8.26 亿元和 10.62 亿元)，增速分别为 31.06%、33.64%、35.26%；但考虑 2023 年公司有望继续推进 BD 建设及可转债方案，费用率有望逐步回升，我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 1.33 亿元、1.80 亿元、2.50 亿元(调整前 2023-2024 年归母 1.63 亿元和 2.11 亿元)，增速分别为 3.10%、35.55%、38.63%。公司自主选择产品管线丰富，C(D)MO 技术平台优势显著，未来有望通过自主产品+C(D)MO 双轮驱动带来长期成长性，维持“买入”评级。**
- **风险提示事件：研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险核心技术人才流失风险；原材料供应及其价格上涨的风险，环保和安全生产风险；汇率波动风险。**

**基本状况**

总股本(百万股)	213.18
流通股本(百万股)	143.80
市价(元)	32.10
市值(百万元)	6,843.08
流通市值(百万元)	4,615.98

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

1 《诺泰生物(688076)：2022Q4 恢复强劲，“瘦身”+“聚焦”有望开启新一轮成长曲线-买入- (中泰证券\_祝嘉琦\_崔少煜)》2023.02.28

2 《诺泰生物(688076)：司美格鲁肽原料药国内首批申报获得受理，彰显多肽领域优势地位-买入- (中泰证券\_祝嘉琦\_崔少煜)》2023.01.12

## 内容目录

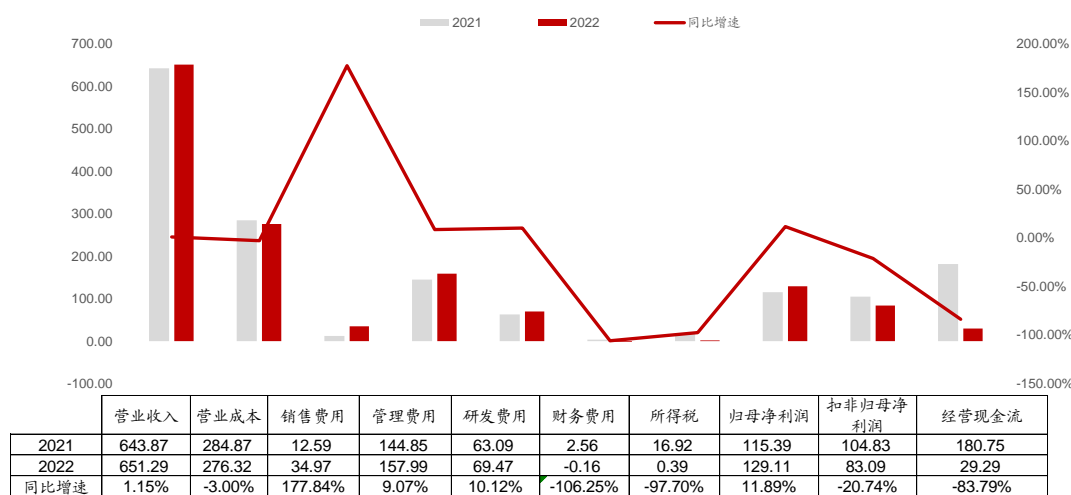
<b>2022 年收入稳健增长，四季度恢复显著</b> .....	<b>- 3 -</b>
23Q1 延续恢复态势，23Q2 有望持续 .....	- 3 -
自主选择产品高速增长，销售费用率稳步提升 .....	- 4 -
<b>盈利预测与投资建议</b> .....	<b>- 6 -</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>- 7 -</b>
研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险 .....	- 7 -
产能提升不及预期风险 .....	- 7 -
核心技术人员流失风险 .....	- 7 -
新药研发项目转让不确定性风险 .....	- 7 -
毛利率下降的风险 .....	- 7 -
汇率风险 .....	- 7 -
原材料供应及其价格上涨的风险 .....	- 7 -
环保和安全生产风险 .....	- 8 -

## 2022 年收入稳健增长，四季度恢复显著

23Q1 延续恢复态势，23Q2 有望持续

- **2022 年收入增长 1.15%，归母净利润受疫情及下游产品销售结构变化影响稳步增长。**2022 年公司实现营业收入 6.51 亿元，同比增长 1.15%，主要源于自主选择产品业务持续快速增长；归母净利润 1.29 亿元，同比下降 11.89%，此外，2022 年扣非归母净利润约 8309 万元，同比下降 20.74%。

图表 1：诺泰生物主要财务指标变化（单位：百万元）



来源：公司公告，中泰证券研究所

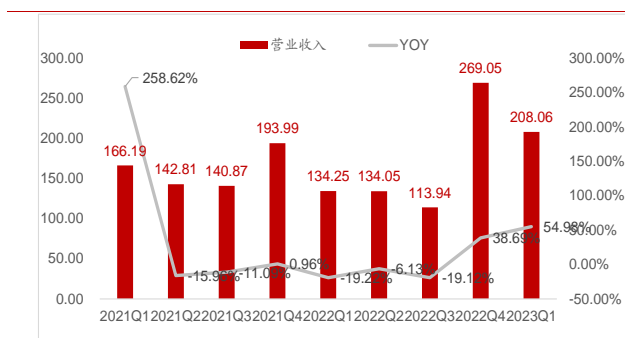
- **2023Q1 恢复态势延续，我们预计 Q2 有望持续。**分季度看，公司 2022Q4 营业收入为 2.69 亿元，同比增长 38.69%，2022Q4 归母净利润 7591 万元，同比增长 80.27%，2022Q4 扣非归母净利润 7108 万元，同比增长 79.18%。此外，2023Q1 营业收入为 2.08 亿元，同比增长 54.98%，2023Q1 归母净利润 2101 万元，同比增长 30.58%，2023Q1 扣非归母净利润 2338 万元，同比增长 84.38%，延续 22Q4 高增趋势。我们预计主要系：①公司自主选择产品中多肽业务逐步迎来收获，重磅品种持续放量；②Q4 受国内防疫政策变化影响，公司部分自免、抗流感产品需求旺盛；③海外 CDMO 客户通常会在 Q4 大量确认订单，2022Q4 大部分小分子 CDMO 订单完成交付。我们预计随着重磅品种持续放量，2023Q2 逐步恢复态势有望持续

图表 2: 诺泰生物分季度财务数据 (单位: 百万元, %)

项目	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
营业收入	166.19	142.81	140.87	193.99	134.25	134.05	113.94	269.05	208.06
营业收入同比	258.62%	-15.96%	-11.09%	0.96%	-19.22%	-6.13%	-19.12%	38.69%	54.98%
营业收入环比	-13.51%	-14.07%	-1.36%	37.71%	-30.80%	-0.15%	-15.00%	136.13%	-22.67%
营业成本	67.69	67.45	60.88	88.85	61.45	65.51	49.77	99.60	91.68
毛利率	59.27%	52.77%	56.79%	54.20%	54.23%	51.13%	56.32%	62.98%	55.94%
销售费用	2.71	4.45	2.55	2.88	11.87	6.47	8.47	8.16	18.25
管理费用	32.39	33.86	38.22	40.38	34.28	39.93	39.02	44.76	44.38
研发费用	14.36	16.79	13.27	18.67	12.59	20.87	16.08	19.93	20.04
财务费用	2.74	3.17	-0.23	-3.12	-1.04	-2.72	-1.98	5.58	4.07
营业利润	46.79	13.57	42.91	25.04	15.28	11.08	17.22	81.27	29.11
利润总额	46.85	13.20	42.68	23.00	14.93	10.04	17.42	80.77	23.53
所得税	8.48	2.23	7.20	-0.99	-0.06	-6.95	0.75	6.66	4.64
归母净利润	39.69	11.73	21.86	42.11	16.09	18.74	18.36	75.91	21.01
归母净利润同比	901.41%	-73.59%	-38.43%	6.48%	-59.46%	59.76%	-16.01%	80.27%	30.58%
净利率	23.88%	8.21%	15.52%	21.71%	11.99%	13.98%	16.11%	28.21%	10.10%
扣非归母净利润	38.02	8.78	18.36	39.67	12.68	(1.25)	0.58	71.08	23.38
扣非归母净利润同比	-640.62%	-76.99%	-30.80%	7.74%	-66.65%	-114.24%	-96.84%	79.18%	84.38%
扣非净利率	22.88%	6.15%	13.03%	20.45%	9.45%	-0.93%	0.51%	26.42%	11.24%

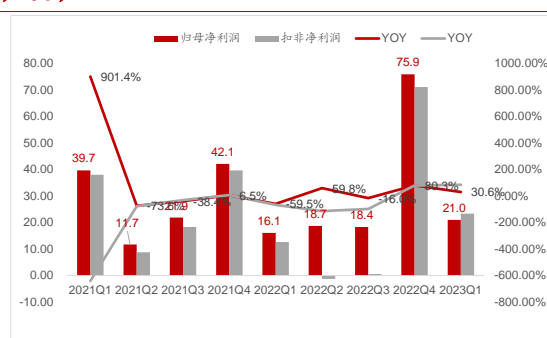
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 3: 诺泰生物分季度营业收入 (单位: 百万元, %)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 4: 诺泰生物分季度归母净利润 (单位: 百万元, %)

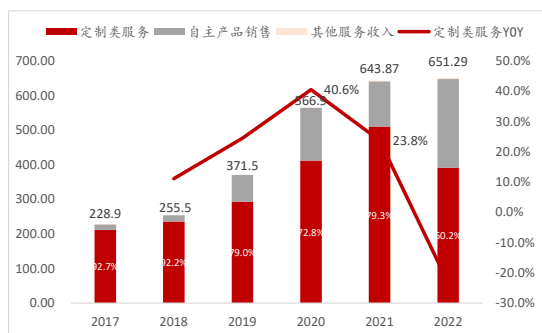


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

### 自主选择产品高速增长, 销售费用率稳步提升

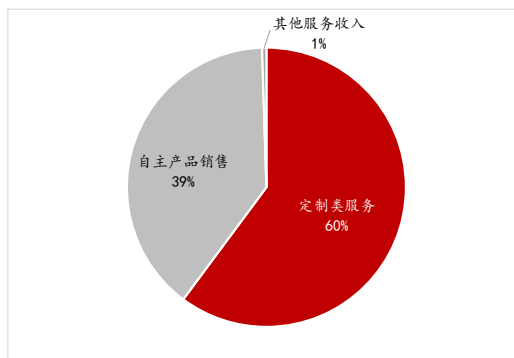
- 自主选择产品快速增长, CDMO 收入略有下滑。分业务看, 公司 2022 年定制类业务收入约 3.92 亿元, 同比略降 23.27%, 占收入比重约 60.2% (同比-19.15pp), 我们预计主要源于下游客户产品出现波动及疫情扰动影响, 此外, 自主产品收入 2.56 亿元, 同比增长 95.57%, 我们预计主要系多肽及小分子原料药需求旺盛, 持续快速放量所致。

图表 5: 诺泰生物分业务增长概况(单位:百万元,%)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

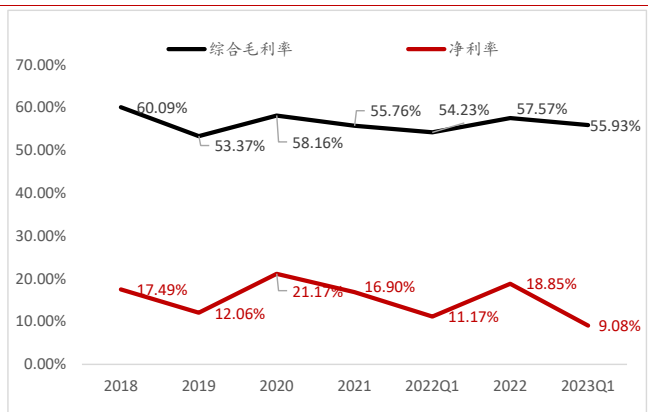
图表 6: 2022 年诺泰生物收入概况 (单位:百万元, %)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

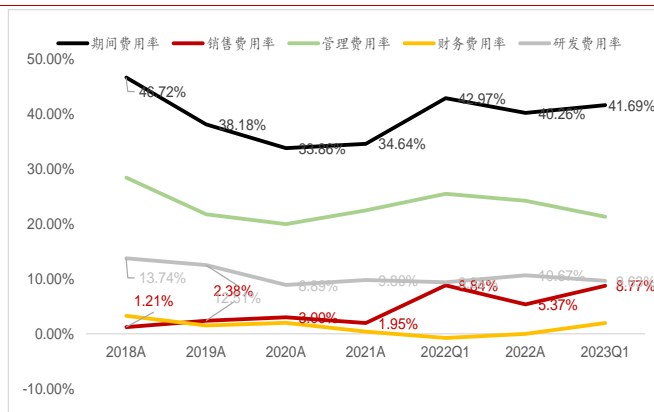
- 毛利率依然维持高位, 销售费用率快速提升。**2022 年公司综合毛利率约 57.57%, 较去年略增 1.81pp, 我们预计主要源于毛利率较高的多肽原料药业务占比持续提升所致。公司自成立以来便不断加大研发投入, 2022 年研发投入 6947 万元, 同比增长 10.12%, 费用率升至 10.67% (+0.87pp)。2022 年销售费用 3497 万元 (同比+177.84%), 费用率约 5.37% (+3.42pp), 我们预计主要系公司加大 BD 投入所致。2022 年管理费用 1.58 亿元 (+9.07%), 费用率约 24.25% (+1.76pp), 2022 年财务费用-16 万元 (-106.25%), 费用率约-0.03% (-0.43pp), 2022 年整体期间费用率 40.26% (+5.62pp)。2022 年净利率约为 18.85%, 较去年同期提升 1.95pp。此外, 2023Q1 研发费用率提升 0.25pp 至 9.63%。2023Q1 销售费用率约 8.77% (-0.07pp)。管理费用率约 21.33% (-4.20pp), 2023Q1 财务费用率约 1.96% (+2.74pp), 2023Q1 整体期间费用率 41.69% (-1.28pp)。

图表 7: 诺泰生物毛利率净利率概况



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 8: 诺泰生物费用率概况



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

## 盈利预测与投资建议

- **盈利预测与投资建议:** 考虑随着 22Q4 国内防疫政策变化, 2023 年公司收入有望逐步恢复, 我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 8.54 亿元、11.41 亿元、15.43 亿元 (调整前 2023-2024 年收入 8.26 亿元和 10.62 亿元), 增速分别为 31.06%、33.64%、35.26%; 但考虑 2023 年公司有望继续推进 BD 建设及可转债方案, 费用率有望逐步回升, 我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 1.33 亿元、1.80 亿元、2.50 亿元 (调整前 2023-2024 年归母 1.63 亿元和 2.11 亿元), 增速分别为 3.10%、35.55%、38.63%。公司自主选择产品管线丰富, C(D)MO 技术平台优势显著, 未来有望通过自主产品+C(D)MO 双轮驱动带来长期成长性, 维持“买入”评级。



## 风险提示

### 研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险

- 报告中使用了大量公开资料，可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

### 产能提升不及预期风险

- 公司近年大幅扩充产能，存在一定的产能投放不及预期的风险。

### 核心技术人员流失风险

- 公司从事的小分子、多肽研发与生产业务为技术密集型，高素质专业人是公司的核心竞争要素。虽然公司持续为员工提供有竞争力的薪酬及股权激励，但由于行业近些年来发展迅速，对专业人才需求与日俱增，不排除发生人才流失或人才短缺的情况，这将给公司经营带来不利影响。

### 新药研发项目转让不确定性风险

- 公司在研新药项目全为自主研发项目，新药研发具有高投入、高风险、长周期等特点，公司新药研发进展存在不确定性风险。另外，公司在研新药项目多数都有竞争品种在研或已上市，同类竞争加剧或者项目进度不达预期可能会给公司新药研发项目转让带来不确定性风险。

### 毛利率下降的风险

- 公司凭借自身技术及产品方面的优势，目前的综合毛利率维持在较高水平，随着公司的快速发展，公司业务规模及范围将进一步扩大，如果公司不能始终保持在技术和产品方面的竞争优势，随着销售规模的扩大，公司的毛利率有趋同同行业毛利率的可能，存在下降的风险。

### 汇率风险

- 公司目前海外收入占比超过 50%，收入主要以美元计价，使公司面临人民币汇率波动风险。

### 原材料供应及其价格上涨的风险

- 公司研发、生产所需原材料主要以基础化工原料、化学试剂和溶剂为主，这些原材料市场供应充足、价格较为市场化，且公司与主要供应商已建立稳定的合作关系，但是如果宏观经济环境发生重大变化或发生自然灾害等不可抗力，可能会出现原材料短缺、价格波动或原材料不能达到公司生产所要求的质量标准等情况，会影响公司的正常经营。

### 环保和安全生产风险

- 随着公司业务规模的逐步扩大，环保及安全生产方面的压力也在增大，可能会存在因设备故障、人为操作不当、自然灾害等不可抗力事件导致的安全环保方面事故的风险。一旦发生安全环保事故，不仅客户可能会中止与公司的合作，且公司将面临着政府有关监管部门的处罚、责令整改或停产的可能，进而严重影响公司正常的业务经营。



**图表 9: 诺泰生物财务模型预测**

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	1052	1161	1391	1781	<b>营业收入</b>	651	854	1141	1543
现金	400	464	443	504	营业成本	276	395	519	687
应收账款	245	249	351	485	营业税金及附加	9	9	13	18
其他应收款	1	3	3	4	营业费用	35	66	91	115
预付账款	14	16	21	28	管理费用	158	230	279	361
存货	323	400	542	725	财务费用	-0	-2	-14	-19
其他流动资产	69	30	32	35	资产减值损失	-26	-19	-21	-21
<b>非流动资产</b>	1470	1283	1211	1133	公允价值变动收益	-2	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	20	15	0	8
固定资产	807	817	775	708	<b>营业利润</b>	125	138	184	254
无形资产	98	98	98	98	营业外收入	1	1	1	1
其他非流动资产	565	368	337	327	营业外支出	3	3	3	3
<b>资产总计</b>	2522	2444	2602	2914	<b>利润总额</b>	123	137	183	252
<b>流动负债</b>	551	403	384	456	所得税	0	11	11	14
短期借款	319	116	17	0	<b>净利润</b>	123	127	171	238
应付账款	111	141	193	252	少数股东损益	-6	-6	-9	-12
其他流动负债	122	146	174	204	<b>归属母公司净利润</b>	129	133	180	250
<b>非流动负债</b>	46	34	38	40	EBITDA	228	217	257	325
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.61	0.62	0.85	1.17
其他非流动负债	46	34	38	40					
<b>负债合计</b>	597	437	422	496	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	15	8	-1	-13	<b>会计年度</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
股本	213	213	213	213	<b>成长能力</b>				
资本公积	1319	1319	1319	1319	营业收入	1.2%	31.1%	33.6%	35.3%
留存收益	375	465	646	896	营业利润	-2.7%	10.9%	33.2%	37.6%
归属母公司股东权益	1910	1999	2180	2431	归属于母公司净利润	11.9%	3.1%	35.6%	38.6%
<b>负债和股东权益</b>	2522	2444	2602	2914	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	57.6%	53.7%	54.5%	55.5%
					净利率(%)	19.8%	15.6%	15.8%	16.2%
					ROE(%)	6.8%	6.7%	8.3%	10.3%
					ROIC(%)	7.5%	8.0%	9.6%	12.2%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	23.7%	17.9%	16.2%	17.0%
					净负债比率(%)	53.60%	27.12%	4.53%	0.41%
					流动比率	1.91	2.88	3.62	3.90
					速动比率	1.25	1.79	2.06	2.14
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.28	0.34	0.45	0.56
					应收账款周转率	3	3	4	4
					应付账款周转率	2.94	3.14	3.11	3.09
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.61	0.62	0.85	1.17
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.14	0.97	0.23	0.18
					每股净资产(最新摊薄)	8.96	9.38	10.23	11.40
					<b>估值比率</b>				
					P/E	53.00	51.41	37.92	27.36
					P/B	3.58	3.42	3.14	2.82
					EV/EBITDA	29	31	26	21

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。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; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的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, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。