

评级：买入(维持)

市场价格：31.50

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	58.20	52.01	50.45	37.22	26.85
PEG	-8.92	4.38	16.26	1.05	0.69
P/B	3.71	3.52	3.36	3.08	2.76

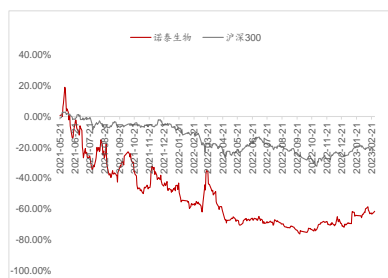
备注：截止 2023 年 05 月 22 日

投资要点

- **事件：1) 2023 年 05 月 22 日，公司公告同欧洲大型药企客户签订了累计合同金额约 1.02 亿美元的 cGMP 医药高级中间体 7 年供货合同。2) 公司发布 2023 年限制性股票激励计划草案，拟对公司董事、高级管理人员、中层管理人员、核心技术(业务)人员等授予 310 万股限制性股票，占目前公司总股本的 1.45%，授予价格为 15.73 元/股。**
- **大订单顺利签约，为主业快速增长夯实基础。**①客户层面看，2020-2022 年该客户为公司贡献收入占比分别为 0%、0%及 0.44%，反映公司 BD 能力持续提升，技术能力不断获得新客户认可。②订单层面看，此次供货合同签订后，合同累计金额达 1.02 亿美元(按 2023 年 05 月 22 日离岸汇率 7.05 计算大约 7.20 亿元)，供货时间预计为 2024-2029 年，意味着在手订单持续充裕，为小分子 CDMO 持续恢复增长奠定基础。
- **股权激励绑定核心骨干，为公司中长期快速发展夯实基础。**本次激励计划授予的激励对象包括公司董事、高级管理人员、中层管理人员、核心技术(业务)人员等不超过 66 人。公司业绩考核目标为 2023-2025 年的营收以 2022 年为基数收入增长率分别不低于 30%、60%、90%，彰显公司持续稳健发展的信心。公司通过股权激励深度绑定核心员工利益，有望为公司长远发展夯实基础
- **“瘦身”后轻装上阵，聚焦主业 CDMO 及以多肽、特色原料药为主的自主选择产品。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，业务逐步迈入收获期，有望凭借原料药制剂一体化成本优势持续获益。2) C(D)MO：大订单签约，2023 年有望逐步恢复。凭借两大技术平台优势，公司同吉利德、英赛特、硕腾、Mirati 等知名药企建立长期合作关系，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：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，增速分别为 31.06%、33.64%、35.26%；考虑 2023 年公司有望继续推进 BD 建设及可转债方案，费用率有望逐步提升，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，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)	146.37
市价(元)	31.50
市值(百万元)	6,715.17
流通市值(百万元)	4,610.66

股价与行业-市场走势对比

相关报告

1 《诺泰生物(688076)：业绩超预期，季度恢复显著，Q2 有望持续-买入-(中泰证券_祝嘉琦_崔少煜)》2023.04.23

2 《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

图表 1: 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
流动资产	1052	1161	1391	1781	营业收入	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
非流动资产	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	营业利润	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
资产总计	2522	2444	2602	2914	利润总额	123	137	183	252
流动负债	551	403	384	456	所得税	0	11	11	14
短期借款	319	116	17	0	净利润	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	归属母公司净利润	129	133	180	250
非流动负债	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					
负债合计	597	437	422	496	主要财务比率				
少数股东权益	15	8	-1	-13	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
股本	213	213	213	213	成长能力				
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%
负债和股东权益	2522	2444	2602	2914	获利能力				
					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%
					偿债能力				
					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
					营运能力				
					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
					每股指标(元)				
					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
					估值比率				
					P/E	52.01	50.45	37.22	26.85
					P/B	3.52	3.36	3.08	2.76
					EV/EBITDA	29	30	25	20

来源: 中泰证券研究所

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

- 一方面，公司目前海外收入占比超过 50%，收入主要以美元和欧元计价，使公司面临人民币汇率波动风险；另一方面，公司目前来自北美地区的收入比例超过 25%，若中美贸易政策发生重大不利变化，则公司主营业务可能受到不利影响。

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。

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。