

评级：买入(维持)

市场价格：28.26

分析师：祝嘉琦

执业证书编号：S0740519040001

电话：021-20315150

Email: zhujq@r.qzq.com.cn

分析师：崔少煜

执业证书编号：S0740522060001

Email: cuisy@r.qzq.com.cn

公司盈利预测及估值

| 指标 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|---------|--------|--------|--------|---------|
| 营业收入(百万元) | 566.87 | 643.87 | 658.73 | 836.20 | 1074.93 |
| 增长率 yoy% | 52.58% | 13.58% | 2.31% | 26.94% | 28.55% |
| 净利润(百万元) | 123.44 | 115.39 | 127.30 | 162.58 | 210.64 |
| 增长率 yoy% | 153.94% | -6.52% | 10.33% | 27.71% | 29.56% |
| 每股收益(元) | 0.58 | 0.54 | 0.60 | 0.76 | 0.99 |
| 每股现金流量 | 0.66 | 0.85 | 0.73 | 0.55 | 0.62 |
| 净资产收益率 | 12.81% | 6.37% | 6.68% | 7.86% | 9.24% |
| P/E | 48.81 | 52.21 | 47.32 | 37.06 | 28.60 |
| PEG | 0.32 | -8.00 | 4.58 | 1.34 | 0.97 |
| P/B | 6.25 | 3.33 | 3.16 | 2.91 | 2.64 |

备注：截止 2023 年 01 月 12 日

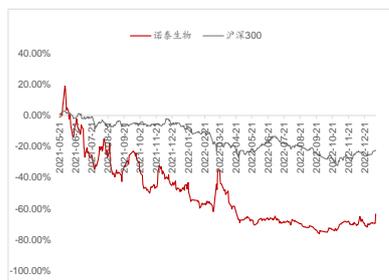
投资要点

- **事件：近日，CDE 官网显示，公司注册申报的司美格鲁肽原料药已获受理。同时，该品种 DMF 文件已获美国 FDA 受理，并正与制剂关联审评中。**
- **大品种多肽原料药国内首批申报，彰显公司多肽领域优势地位。**据诺和诺德数据披露，司美格鲁肽降糖适应症 2022 年前三季度合计销售约 66.4 亿美元，减肥适应症约 5.0 亿美元，在降糖、减重双重功效下，已成为全球重磅品种之一。此外，据 CDE 官网数据，目前国内申报司美格鲁肽原料药登记申请仅有公司与天吉生物，如若获批，公司在该品种原料药生产上将具备一定的先发优势。
- **“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。**公司 2022 年 6 月 30 日公布将仿制药 CRO 业务新博思 45% 股权以 1350 万元转让于浙江众成，9 月 28 日公布拟以“GIP 和 GLP-1 双激动多肽化合物及药理学上可接受的盐与用途”专利权作价 2,000 万元增资禾泰健宇，分别整合过去投入较高，产出较慢的仿制药 CRO 及新药研发业务，有望提升公司盈利能力。另一方面，通过一系列整合我们认为公司有望将更多资源聚焦主业 CDMO 及以多肽、特色原料药为主的自主选择产品业务，进一步提升其核心竞争力：**①CDMO**：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，我们预计 2023 年有 1-2 个商业化品种落地，CDMO 增长有望提速；**②自主选择产品**：管线约 18 个，原料药获批 4 个，3 个处注册申报阶段，制剂有 2 个获批，2 个处 CDE 审评阶段，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获益集采。
- **盈利预测及估值：**我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 6.59 亿元、8.36 亿元、10.75 亿元，增速分别为 2.31%、26.94%、28.55%，2022-2024 年归母净利润分别为 1.27 亿元、1.63 亿元、2.11 亿元，增速分别为 10.33%、27.71%、29.56%。公司所处赛道优质，C(D)MO 技术平台优势显著，在研管线储备丰富，未来有望通过 C(D)MO+ 自主产品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；核心技术人员流失风险；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) | 28.26 |
| 市值(百万元) | 6,024.47 |
| 流通市值(百万元) | 4,063.79 |

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 《诺泰生物 (688076)：发货节奏扰动 Q3，Q4 有望逐步恢复，期待“瘦身”后新成长-买入- (中泰证券_祝嘉琦_崔少煜)》2022.10.30
- 2 《诺泰生物 (688076)：疫情及发货节奏扰动 2022H1，期待下半年逐步恢复-买入- (中泰证券_祝嘉琦_崔少煜)》2022.08.29

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 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 会计年度 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 流动资产 | 1104 | 1191 | 1454 | 1784 | 营业收入 | 644 | 659 | 836 | 1075 |
| 现金 | 592 | 773 | 924 | 1102 | 营业成本 | 285 | 296 | 376 | 491 |
| 应收账款 | 139 | 135 | 173 | 223 | 营业税金及附加 | 5 | 5 | 6 | 8 |
| 其他应收款 | 1 | 3 | 4 | 5 | 营业费用 | 13 | 33 | 38 | 46 |
| 预付账款 | 6 | 9 | 12 | 14 | 管理费用 | 145 | 142 | 181 | 234 |
| 存货 | 251 | 240 | 312 | 408 | 财务费用 | 3 | -25 | -35 | -42 |
| 其他流动资产 | 115 | 31 | 31 | 31 | 资产减值损失 | -16 | -11 | -12 | -12 |
| 非流动资产 | 1023 | 936 | 867 | 795 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 投资净收益 | 3 | 4 | 4 | 4 |
| 固定资产 | 665 | 612 | 550 | 482 | 营业利润 | 128 | 143 | 183 | 236 |
| 无形资产 | 89 | 89 | 89 | 89 | 营业外收入 | 1 | 2 | 2 | 2 |
| 其他非流动资产 | 270 | 235 | 229 | 224 | 营业外支出 | 3 | 2 | 2 | 2 |
| 资产总计 | 2127 | 2127 | 2322 | 2579 | 利润总额 | 126 | 143 | 182 | 235 |
| 流动负债 | 275 | 205 | 241 | 296 | 所得税 | 17 | 22 | 28 | 35 |
| 短期借款 | 77 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 109 | 121 | 155 | 200 |
| 应付账款 | 77 | 97 | 116 | 155 | 少数股东损益 | -7 | -7 | -8 | -11 |
| 其他流动负债 | 121 | 108 | 125 | 141 | 归属母公司净利润 | 115 | 127 | 163 | 211 |
| 非流动负债 | 43 | 26 | 30 | 32 | EBITDA | 217 | 187 | 219 | 266 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | EPS (元) | 0.54 | 0.60 | 0.76 | 0.99 |
| 其他非流动负债 | 43 | 26 | 30 | 32 | | | | | |
| 负债合计 | 318 | 231 | 271 | 328 | 主要财务比率 | | | | |
| 少数股东权益 | -3 | -9 | -17 | -28 | 会计年度 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 股本 | 213 | 213 | 213 | 213 | 成长能力 | | | | |
| 资本公积 | 1318 | 1318 | 1318 | 1318 | 营业收入 | 13.6% | 2.3% | 26.9% | 28.5% |
| 留存收益 | 278 | 373 | 536 | 746 | 营业利润 | -10.8% | 11.1% | 28.0% | 29.0% |
| 归属母公司股东权益 | 1811 | 1905 | 2068 | 2279 | 归属于母公司净利润 | -6.5% | 10.3% | 27.7% | 29.6% |
| 负债和股东权益 | 2127 | 2127 | 2322 | 2579 | 获利能力 | | | | |
| | | | | | 毛利率(%) | 55.8% | 55.1% | 55.0% | 54.3% |
| | | | | | 净利率(%) | 17.9% | 19.3% | 19.4% | 19.6% |
| | | | | | ROE(%) | 6.4% | 6.7% | 7.9% | 9.2% |
| | | | | | ROIC(%) | 9.5% | 8.9% | 11.3% | 14.5% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率(%) | 15.0% | 10.9% | 11.7% | 12.7% |
| | | | | | 净负债比率(%) | 25.43% | 7.07% | 4.47% | 4.11% |
| | | | | | 流动比率 | 4.01 | 5.82 | 6.04 | 6.03 |
| | | | | | 速动比率 | 3.02 | 4.55 | 4.63 | 4.53 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 0.37 | 0.31 | 0.38 | 0.44 |
| | | | | | 应收账款周转率 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| | | | | | 应付账款周转率 | 3.12 | 3.40 | 3.53 | 3.62 |
| | | | | | 每股指标(元) | | | | |
| | | | | | 每股收益(最新摊薄) | 0.54 | 0.60 | 0.76 | 0.99 |
| | | | | | 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.85 | 0.73 | 0.55 | 0.62 |
| | | | | | 每股净资产(最新摊薄) | 8.50 | 8.94 | 9.70 | 10.69 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 52.21 | 47.32 | 37.06 | 28.60 |
| | | | | | P/B | 3.33 | 3.16 | 2.91 | 2.64 |
| | | | | | EV/EBITDA | 25 | 29 | 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，高素质专业人才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。