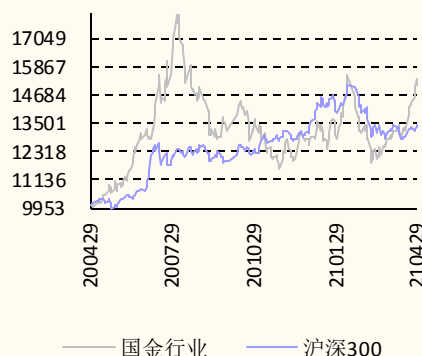


目标价格(人民币): 35.74-47.65元

市场数据(人民币)

国金生物制药指数 15079.08

沪深300指数 5164.17



小分子 CDMO 高成长，多肽特色业务逐渐发力

公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	372	567	802	1,202	1,692
营业收入增长率	45.40%	52.58%	41.48%	49.88%	40.77%
归母净利润(百万元)	49	123	171	252	350
归母净利润增长率	10.71%	153.94%	38.68%	47.16%	38.75%
摊薄每股收益(元)	0.304	0.772	0.804	1.183	1.642
每股经营性现金流净额	0.22	0.78	1.17	1.01	1.35
ROE(归属母公司)(摊薄)	5.83%	12.81%	6.09%	8.23%	10.25%

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **中国医药研发外包服务市场空间巨大，近年来加速成长：**受益于产业转移与产业升级，海外 CXO 需求持续旺盛并且小幅加速，特别是在 CDMO 领域；随着中国医药研发创新浪潮的推进，本土医药创新外包服务需求快速扩张，国金医药大数据中心统计 2016-2020 年上市公司小分子 CDMO 板块收入分别同比增长 22%/13%/22%/35%/39%，连续三年增速实现大幅提升。未来 5 年我们预计国内 CDMO 板块将逐渐迎来临床中后期开发和落地兑现的第一波需求高潮，市场空间巨大，需求旺盛，并且加速成长。
- **诺泰生物具聚焦小分子及多肽化学合成，定制研发生产 (CDMO) 主营业务空间大、高成长：**公司专注于小分子及多肽化学合成，定制研发生产业务能力突出，高效、低成本开发出了多个化学小分子，多肽领域突破了长链多肽药物规模化大生产的技术瓶颈，建立了固液相合成的多肽规模化生产平台，获得了国内外优质客户的广泛认可，业务不断高成长。硕腾、吉列德、前沿生物的多个 CMO 项目进入快速放量期，我们预计 CDMO 板块 2021-2023 年同比增速分别为 46%/42%/41%。
- **自主研发产品逐渐开花结果：**公司结合自身技术与研发优势，围绕糖尿病、心血管疾病、肿瘤等疾病领域，以多肽类药物为主、小分子化药为辅，自主进行高技术壁垒、良好市场前景的仿制药药品（原料药和制剂）自主研发产品的布局与开发，22-23 年随着磷酸奥司他韦、利拉鲁肽产品等大品种的获批放量将实现加速成长。我们 21-23 年同比增速分别为 31%/70%/40%。
- **IPO 的发行规模和募集资金投向：**拟发行不超过 5330 万股，不低于发行后总股本的 25%。募集资金主要用于公司①医药中间体建设项目②多肽原料药技改项目③多肽药物及高端制剂研发中心项目④多肽药物研发中心。

盈利预测与投资建议

- 预计 2021-2023 年公司的归母净利润分别为 1.71/2.52/3.50 亿元，分别同比增长 39%/47%/39%。参考可比公司估值，给予 20-40%折价，给予对应 2021 年 44.51-59.34 倍市盈率，对应公司整体估值 76.09-101.45 亿元，目标价格区间为 35.74-47.65 元，给予买入评级。

风险提示

- 研发失败风险、海外疫情风险、汇率波动风险、原材料涨价风险、监管风险、IP 保护风险、核心技术人员流失风险、安全生产与环保风险、国际贸易风险等。

王班

分析师 SAC 执业编号: S1130520110002
(8621)60870953
wang_ban@gjzq.com.cn

内容目录

诺泰生物：聚焦小分子及多肽化学合成，业务不断实现高成长突破.....	4
公司基本情况.....	4
收入和利润快速增长：CDMO 和自主选择产品双轮驱动.....	6
聚焦小分子和多肽化学合成，掌握高难度化学和规模化大生产核心技术，...	8
募投项目：聚焦小分子和多肽化学合成及制剂产能和研发能力提升.....	9
国内外 CDMO 产业持续高景气.....	9
全球 CDMO 高景气：跨国大药企外包渗透率提升+Biotech 崛起.....	9
内外需求强劲，中国 CDMO 进入高速发展黄金十年.....	11
业务成长性，盈利预测与估值.....	15
核心假设与盈利预测.....	15
相对估值法.....	16
风险提示.....	17

图表目录

图表 1：诺泰生物主营业务.....	4
图表 2：2020 年诺泰生物收入结构.....	4
图表 3：2020 年诺泰生物毛利结构.....	4
图表 4：诺泰生物股权结构及主要子公司情况（发行前）.....	5
图表 5：诺泰生物的业务分布.....	5
图表 6：诺泰生物营业收入情况/万元.....	6
图表 7：诺泰生物归母净利润情况/万元.....	6
图表 8：诺泰生物 2020 年 CDMO 项目情况.....	6
图表 9：2020 年诺泰生物前十大 CDMO 项目情况.....	7
图表 10：诺泰生物重点自主选择产品（原料药）.....	8
图表 11：诺泰生物重点自主选择产品（制剂）.....	8
图表 12：诺泰生物募集资金投资项目基本情况/万元.....	9
图表 13：全球 CDMO 高景气逻辑图.....	10
图表 14：全球小分子在研管线情况/个.....	10
图表 15：全球小分子 CDMO 市场规模/亿美元.....	10
图表 16：中国 CDMO 产业高景气逻辑图.....	11
图表 17：小分子创新药制造产业链示意图.....	12
图表 18：中国医药研发创新浪潮示意图.....	13
图表 19：中国医疗健康产业投融资情况.....	13
图表 20：中国新登记临床项目情况.....	13
图表 21：2020 年国内 CDMO 板块上市公司营收情况/亿元.....	14
图表 22：公司拆分及未来预测.....	15
图表 23：诺泰生物与可比公司比较.....	16

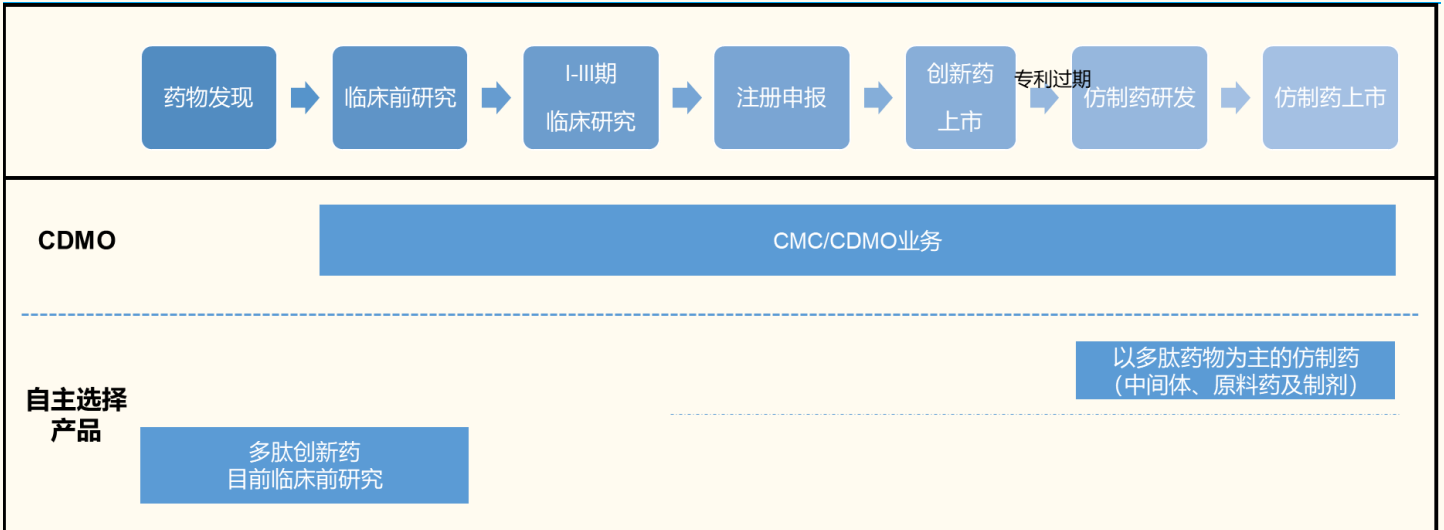
图表 24: CDMO 企业收入情况/亿元.....	16
图表 25: CDMO 企业盈利情况/亿元.....	16
图表 26: CDMO 企业毛利率对比.....	17
图表 27: CDMO 企业净利率对比.....	17

诺泰生物：聚焦小分子及多肽化学合成，业务不断实现高成长突破

公司基本情况

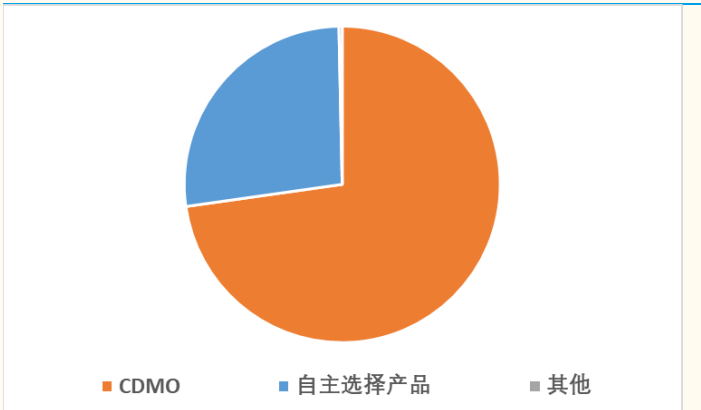
- 诺泰生物是一家聚焦小分子及多肽化学合成，研发创新驱动的生物医药企业，致力于通过技术创新解决药品研发及生产过程中的技术瓶颈、优化工艺路径，提供优质、高效、绿色、低成本的医药产品及服务，主营业务包括高级医药中间体、原料药和制剂的一体化研发、开发、合成、生产和销售。多年的积累和发展，逐渐形成了以医药定制研发生产（CDMO）为主，自主研发为辅的业务格局。

图表 1：诺泰生物主营业务



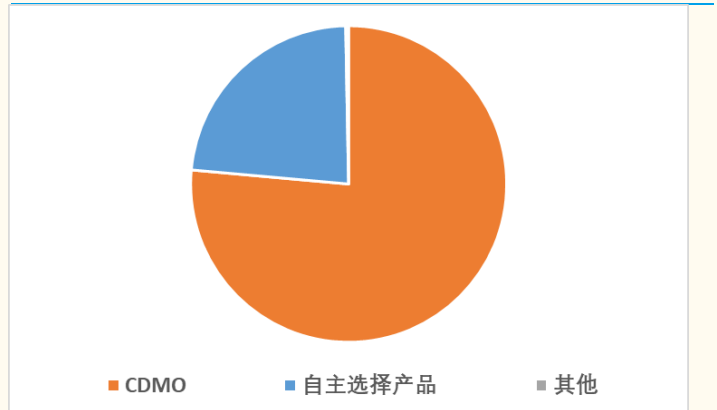
来源：公司招股书，国金证券研究所

图表 2：2020 年诺泰生物收入结构



来源：公司招股书，国金证券研究所

图表 3：2020 年诺泰生物毛利结构

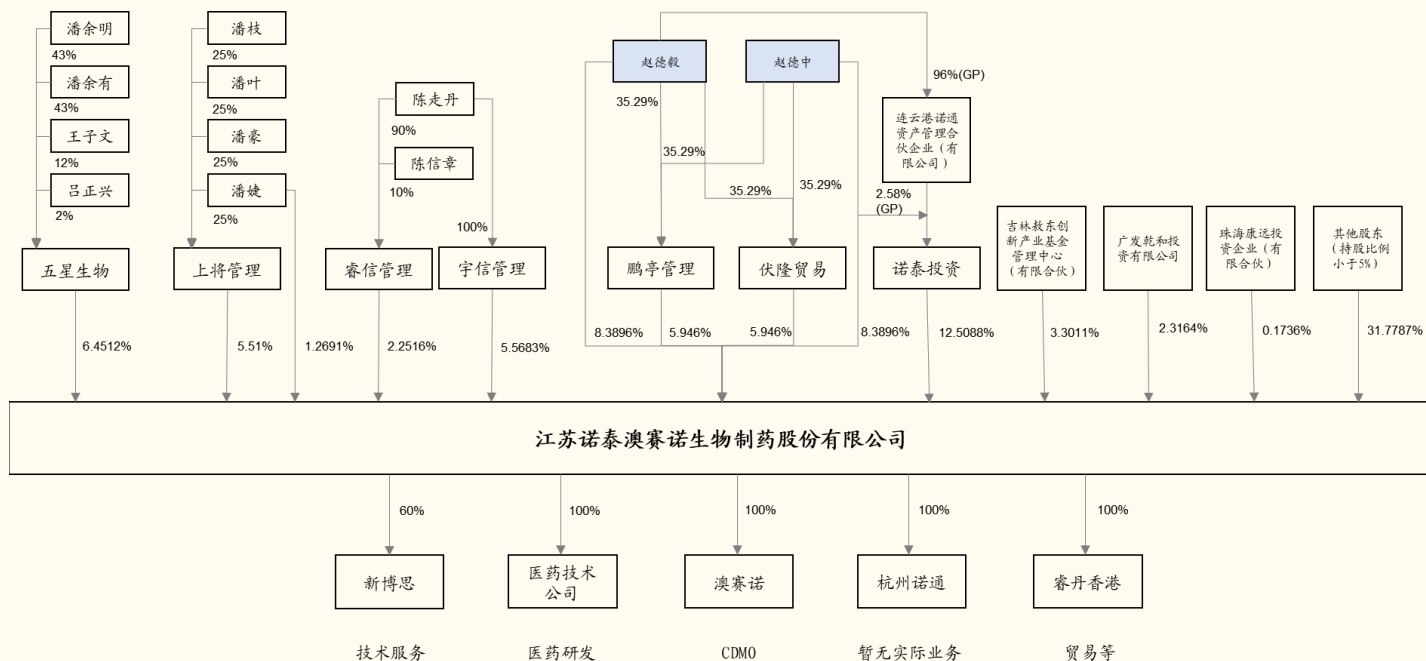


来源：公司招股书，国金证券研究所

- 截至发行前，公司创始人、控股股东、实际控制人为赵德毅、赵德中兄弟，通过直接持股、间接持股，合计控制公司 41.18% 股份。二人具有多年企业管理经验，2004 年开始涉足多肽药物领域。
- **核心经营、技术管理团队经验丰富丰富：**公司核心技术管理团队具有较强的研发实力、深厚的研发积累和丰富的国内外知名科研单位和制药企业研发管理经验。①公司董事、总经理、杭州研究院院长金富强博士具有多年新药研发、管理经验，曾先后在中科院上海有机化学研究所、美国杜邦公司研究院、美国施贵宝制药、美国赛普科制药、美国环球药物咨询等国内

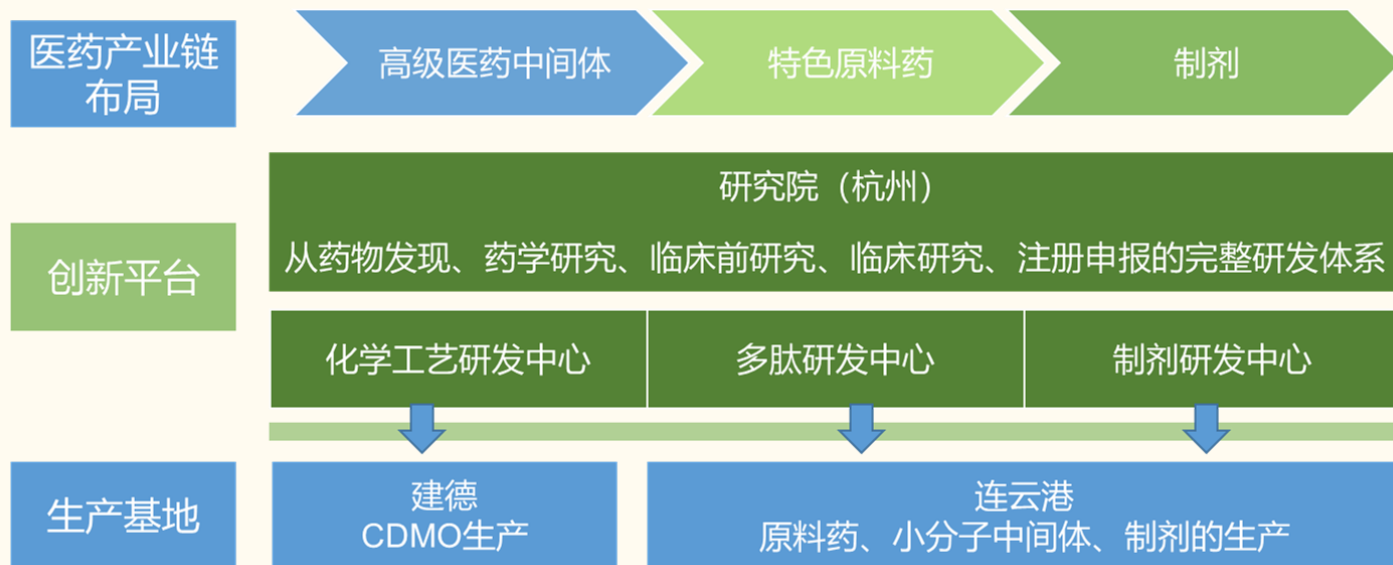
外知名研究机构任职。②公司董事、副总经理、杭州研究院副院长施国强博士具有多年新药研发、管理经验，1994年入选中科院“百人计划”，是首批14位入选者之一，曾先后在中科院上海有机化学研究所、美国斯克里普斯研究所、美国默克制药、美国Anichem公司等国内外知名研究机构任职。③公司副总经理、杭州研究院副院长姜建军博士具有25年多肽研发及大生产管理经验，曾先后在葛兰素史克制药、辉瑞制药等知名跨国制药企业任职。

图表 4：诺泰生物股权结构及主要子公司情况（发行前）



来源：公司招股书，国金证券研究所

图表 5：诺泰生物的业务分布

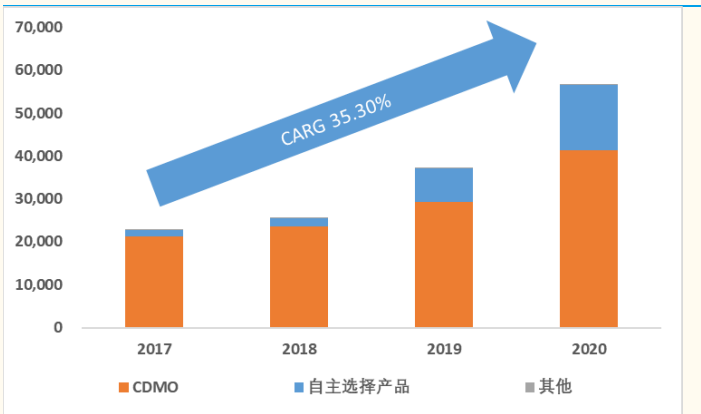


来源：公司招股书，国金证券研究所

收入和利润快速增长：CDMO 和自主选择产品双轮驱动

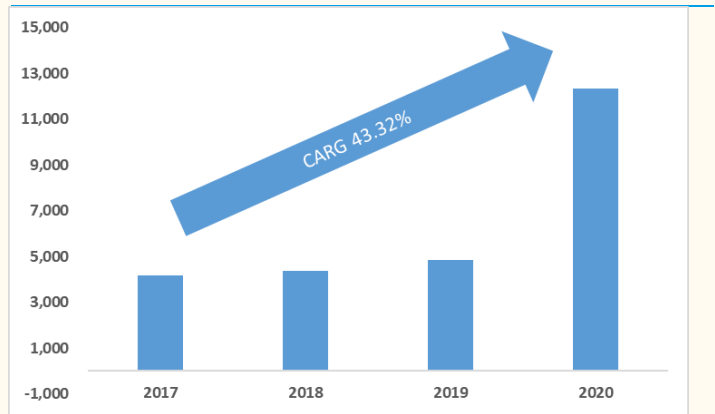
- 公司主营业务包括小分子、多肽类产品的研究、开发、生产及销售，提供从高级医药中间体到原料药、制剂的一体化产品和服务。商业模式方面，公司采用 CDMO 和自主研发相结合的商业模式，基于公司在小分子及多肽化学合成领域的技术优势，活动得了国内外客户的广泛认可，相关主营业务收入快速增长。收入端快速增长，由 2017 年的 2.29 亿元快速增长至 2020 年的 5.67 亿元，2017-2020 年复合增速 35.30%；利润端随着收入的提升，公司规模效应渐显，净利率持续小幅提升，归母净利润由 2017 年的 0.42 亿元快速增长至 2020 年的 1.23 亿元，2017-2020 年复合增速 43.32%。

图表 6：诺泰生物营业收入情况/万元



来源：公司招股书，国金证券研究所

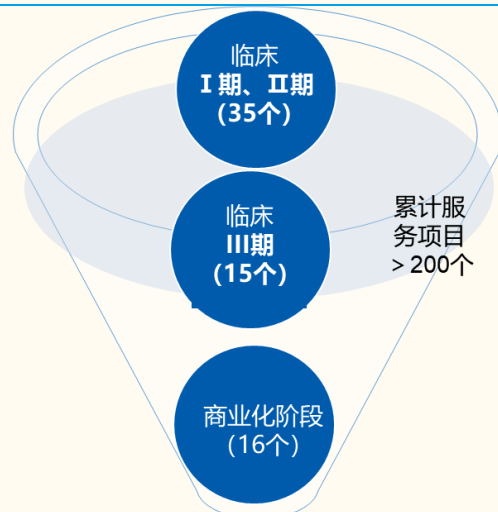
图表 7：诺泰生物归母净利润情况/万元



来源：公司招股书，国金证券研究所

- CDMO 领域，公司在艾滋病、抗肿瘤、关节炎等重大疾病领域，每年为全球创新药企的 60 余个创新药研发项目提供高级中间体或原料药的定制研发生产服务，解决其创新药品研发过程中的技术瓶颈、生产工艺路径优化及放大生产等难题，有效提高下游客户新药研发效率，降低其新药研发生产成本。公司这类业务客户包括美国因赛特 (Incyte)、美国吉利德 (Gilead)、德国勃林格殷格翰 (Boehringer Ingelheim)、美国福泰制药 (Vertex)、前沿生物、硕腾 (Zoetis) 等数十家国内外知名创新药企。
- 2020 年公司 CDMO 板块项目梯队：早期临床 (I 期&II 期) 项目 35 个，三期项目 15 个，商业化项目 16 个。

图表 8：诺泰生物 2020 年 CDMO 项目情况



来源：公司招股书，国金证券研究所

图表 9：2020 年诺泰生物前十大 CDMO 项目情况

序号	公司产品	公司的技术创新	下游药品治疗领域	下游药品所处阶段	下游药品简介
1	APC137 系列	公司创造性的开发了合成路线，自主开发了关键原料廉价绿色合成工艺，攻克了避免脱氮杂质的产生的关键技术，并使其生产更具规模化、经济化	艾滋病	商业化	美国吉利德创新药 Biktarvy GlobalData 预测到 2025 年其全球销售额将达到 100 亿美元
2	APC037	支持原研药鲁索替尼首次商业化生产，将其原先采用的难以规模化生产的碘化物前体改为溴化物，突破了商业化生产的技术瓶颈	骨髓瘤/关节炎	商业化	JAK-1/JAK-2 抑制剂，包括骨髓瘤药物鲁索替尼、风湿性关节炎药物巴瑞克替尼，特应性皮炎、红斑狼疮、斑秃、牛皮癣等适应症也正在临床试验
3	APC039				
4	APC158	规模化生产高手性纯度的手性内酰胺了一种适用于该特殊底物的高选择性手性镍催化剂，生产的手性内酰胺的手性及化学纯度远高于原研药企预期片段一直困扰原研药企临床试验的推进，公司通过手性金属催化平台筛选	癌症	临床 III 期	高选择性 PI3K 抑制剂，用于淋巴瘤治疗
5	APC202	设计了颠覆性的合成路线，通过天然氨基酸改造引进手性源，有效控制了手性中心的消旋，还避免了剧毒无机氰化物引入合成路线，使合成工艺高效、绿色，具有极高的技术难度	癌症	临床 II 期	肺癌最新靶点 KRAS 抑制剂，市场前景乐观，终端客户为该领域的全球领先企业
6	APC220	借助公司手性合成技术平台，开发了工艺独特的合成杂环手性羧酸衍生物，并以此作为关键物料，通过简单步骤和巧妙的成盐分离提纯手段，较好的控制了手性纯度，并避免了昂贵试剂的使用和低效繁琐的分离过程	癌症	临床 I 期	肿瘤免疫治疗是当前肿瘤治疗领域中最具前景的研究方向，小分子肿瘤 PD-1 免疫抑制剂是研究的前沿，具有巨大的潜在应用价值
7	APC214	利用金属有机合成技术，直接在杂环分子中引入目标产物中的官能团，避免了既昂贵又剧毒的高价稀有金属氧化物的和剧毒氰化物的使用	癌症	临床 I 期	肿瘤免疫治疗是当前肿瘤治疗领域中最具前景的研究方向，小分子肿瘤 PD-1 免疫抑制剂是研究的前沿，具有巨大的潜在应用价值
8	APC046	利用绿色硝化工艺技术，实现了低三废、高安全性的生产，同时，利用分子蒸馏/精馏技术平台，实现了对产品高效率的纯化	造影剂	商业化	造影剂是介入放射学操作中最常使用的药物之一，主要用于血管、体腔的显示，该系列产品为多个造影剂生产提供了的基本起始物料
9	APC050				
10	APC172	多手性中心复杂化合物，原合成路线达 27 步，公司重新设计合成路线，减少至 14 步，利用金属有机低温反应技术直接从天然产物引入手性，降低了生产成本和周期，收率大大提高	癌症	临床 III 期	精氨酸酶抑制剂，其在肿瘤微环境中恢复精氨酸水平，从而促进细胞毒性 T 细胞的抗肿瘤活性

来源：公司招股书，国金证券研究所

- 自主选择产品方面，公司围绕糖尿病、心血管疾病、肿瘤等疾病治疗方向，以多肽药物为主、以小分子化药为辅，自主选择具有较高技术壁垒和良好市场前景的仿制药药品（包括原料药及制剂），积极组织研发、生产、注册申报和销售。公司自主研发产品已搭建了丰富的产品管线，完成了 18 种仿制药原料药及制剂的研发布局，产品管线涵盖利拉鲁肽、索玛鲁肽、苯甲酸阿格列汀、依替巴肽、醋酸兰瑞肽、磷酸奥司他韦、胸腺法新等知名品种。截至本招股意向书签署日，公司已取得药品注册批件 2 项，8 个原料药品种获得境内原料药登记，8 个原料药品种获得美国 FDA 药品 DMF 编号。公司自主开发的原料药已销往韩国大熊制药（Daewoong）、印度西普拉（Cipla）、印度卡迪拉（Cadila）、以色列梯瓦制药（Teva）、印度雷迪博士实验室（Dr.Reddy）、普利制药、齐鲁制药、健友股份等数十家国内外知名制药公司。除上述仿制药原料药及制剂产品外，公司也已在多肽类创新药领域积极进行研发布局，其中公司正在研发的一项 GLP-1 受体单靶点激动剂 1 类新药，目前处于临床前研究阶段。

图表 10：诺泰生物重点自主选择产品（原料药）

治疗领域	原料药产品名称	原料药类别	原料药产品进程							
			立项及工艺研究	小试	中试	工艺验证	稳定性研究	国内外原料药登记	支持制剂注册申报	通过与制剂的关联审评
糖尿病	利拉鲁肽	多肽	→							
	苯甲酸阿格列汀	小分子化药	→							
心血管疾病	比伐芦定	多肽	→							
	依替巴肽	多肽	→							
肿瘤	醋酸兰瑞肽	多肽	→							
	醋酸奥曲肽	多肽	→							
	氟维司群	小分子化药	→							
其他领域及相关品种	胸腺法新	多肽	→							
	磷酸奥司他韦	小分子化药	→							
	醋酸西曲瑞克	多肽	→							

来源：公司招股书，国金证券研究所

图表 11：诺泰生物重点自主选择产品（制剂）

治疗领域	制剂产品名称	制剂类别	原料药产品进程							
			立项及工艺研究	小试	中试	工艺验证	稳定性研究	BE 试验/临床试验	CDE 审评	现场检查
糖尿病	利拉鲁肽注射液	多肽	→							
	苯甲酸阿格列汀片	小分子化药	→							
心血管疾病	注射用比伐芦定	多肽	→							
	依替巴肽注射液	多肽	→							
肿瘤	注射用胸腺法新	多肽	→							
	磷酸奥司他韦胶囊	多肽	→							
	磷酸奥司他韦干混悬剂	小分子化药	→							

来源：公司招股书，国金证券研究所

聚焦小分子和多肽化学合成，掌握高难度化学和规模化大生产核心技术，

- 在多肽药物方面，长链多肽药物的大生产难度极大、技术门槛极高，目前行业内绝大多数厂家仅能达到单批量克级、百克级的水平。经过多年自主研发，在多肽药物合成、纯化及生产控制等各个方面，公司掌握了一系列行业领先的核心技术，成功建立了基于固液融合的多肽规模化生产技术平台，具备了侧链化学修饰多肽、长链修饰多肽数公斤级的大生产能力，在生产能力、产品质量和生产成本等方面具备极强的竞争优势。
- 在小分子化药方面，公司拥有较强的研发实力和完备的技术体系，能够快速高效的完成各种复杂高难度化合物的生产工艺研究，尤其是在手性药物合成等世界新药研发的前沿领域建立较强的技术优势；同时基于对化学反应机理的深刻理解，公司能够从合成路线设计、工艺条件选择与控制、起始原料和试剂的选择与应用、反应装置设计等多方面出发，从源头上使生产工艺更加绿色、环保、经济、安全。公司在小分子化药领域较强的技术优势为公司赢得了众多全球知名创新药企的认可，也能有效保障公司自主研发的小分子化药的研发进程。多肽药物和小分子化药的生产过程、核心技术、工艺设备差异巨大，公司同时多肽药物和小分子化药两大领域掌握了合成与规模化大生产核心技术并具备了大规模生产能力，公司将小分子化药液相合成技术与多肽固相合成技术相结合，进一步提升了公司的技术优势。公司掌握了多类短肽片段的规模化大生产液相合成技术，利用小分子化药液相合成技术合成各类困难短肽片段后，再应用于多肽固相合成，使多肽药物生产的产品收率、合成效率和质量较传统固相合成技术大幅提升，生产成本大幅降低。同时，公司自主生产短肽片段，彻底解决了短肽片段难以购买以及外购成本高、交期长、对供应商依赖程度高、技术秘密

易泄露等问题，有效保障了公司技术优势的发挥。国内外 CDMO 产业持续高景气。

募投项目：聚焦小分子和多肽化学合成及制剂产能和研发能力提升

- 本次发行，公司拟向社会公开发行人不超过 5329.595 万股普通股股票，不低于发行后总股本的 25%，实际募集资金扣除发行费用后的净额将全部用于公司主营业务，主要聚焦于小分子和多肽化学合成及制剂相关研发、开发、生产领域，专注相关产能和研发能力的提升。
- 本次募集资金拟用于杭州澳赛诺医药中间体建设项目、106 车间多肽原料药产品技改项目、多肽类药物及高端制剂研发中心项目、多肽类药物研发项目，其中杭州澳赛诺医药中间体建设项目由公司子公司澳赛诺负责实施，其他项目由发行人负责实施。具体情况如下：

图表 12：诺泰生物募集资金投资项目基本情况/万元

序号	项目名称	投资总额	拟投入募集资金
1	多肽类药物及高端制剂研发中心项目	15,930	10,000
2	多肽类药物研发项目	5,941	5,000
3	106车间多肽原料药产品技改项目	32,972	25,000
4	杭州澳赛诺医药中间体建设项目	46,467	15,000
合计		101,311	55,000

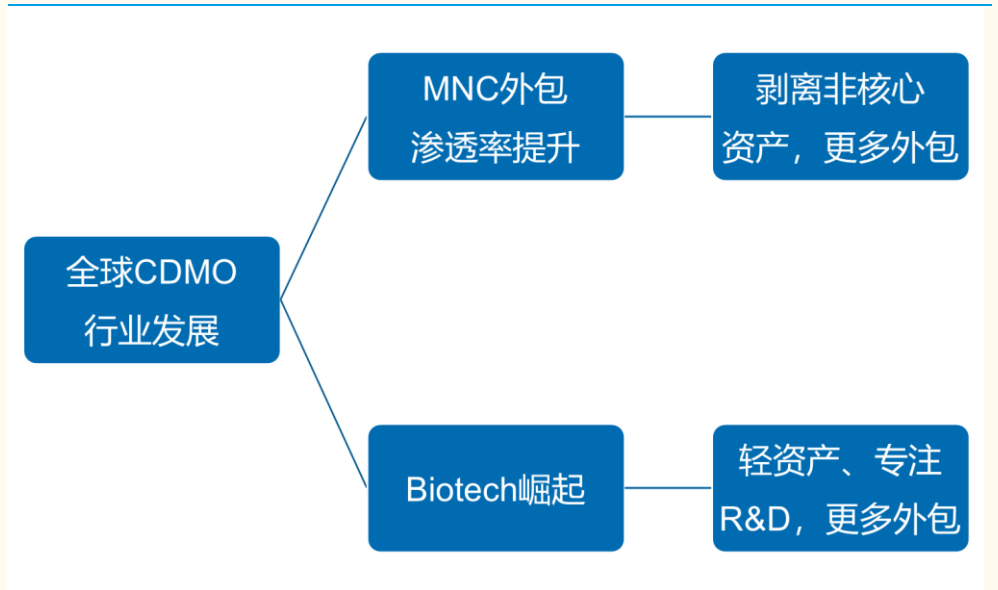
来源：公司招股书，国金证券研究所

国内外 CDMO 产业持续高景气

全球 CDMO 高景气：跨国大药企外包渗透率提升+Biotech 崛起

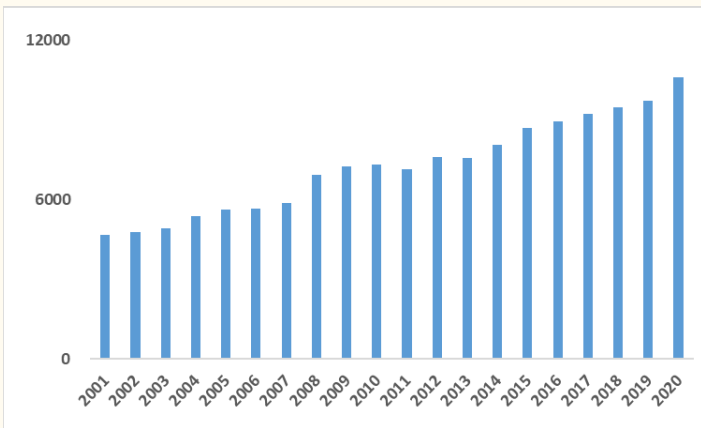
- 全球来看，医药创新制造终端需求稳定增长，小分子在研管线数量持续稳定增长（2001 年至 2020 年复合增长率 4.4%），总体外包渗透率平稳提升，小分子 CDMO 行业近年来保持快速发展势头。其市场规模由 2014 年的 147 亿美元增至 2018 年的 204 亿美元，复合年增长率 8.5%，预期将进一步增至 2023 年的 339 亿美元，复合年增长率 10.6%。

图表 13: 全球 CDMO 高景气逻辑图



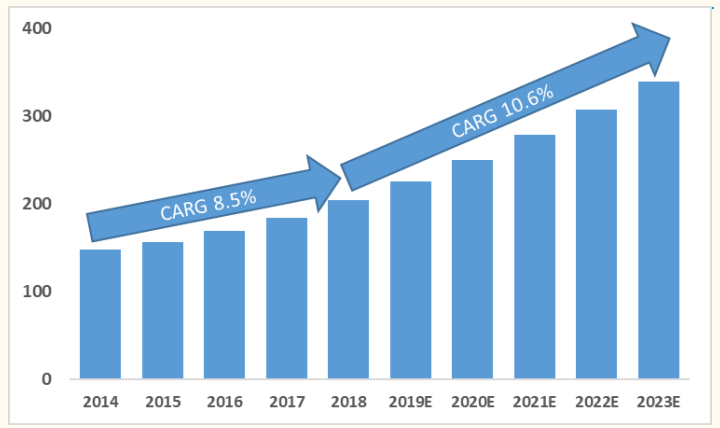
来源: 国金证券研究所

图表 14: 全球小分子在研管线情况/个



来源: Phamaprojects, 国金证券研究所

图表 15: 全球小分子 CDMO 市场规模/亿美元



来源: 康龙化成招股书, 国金证券研究所

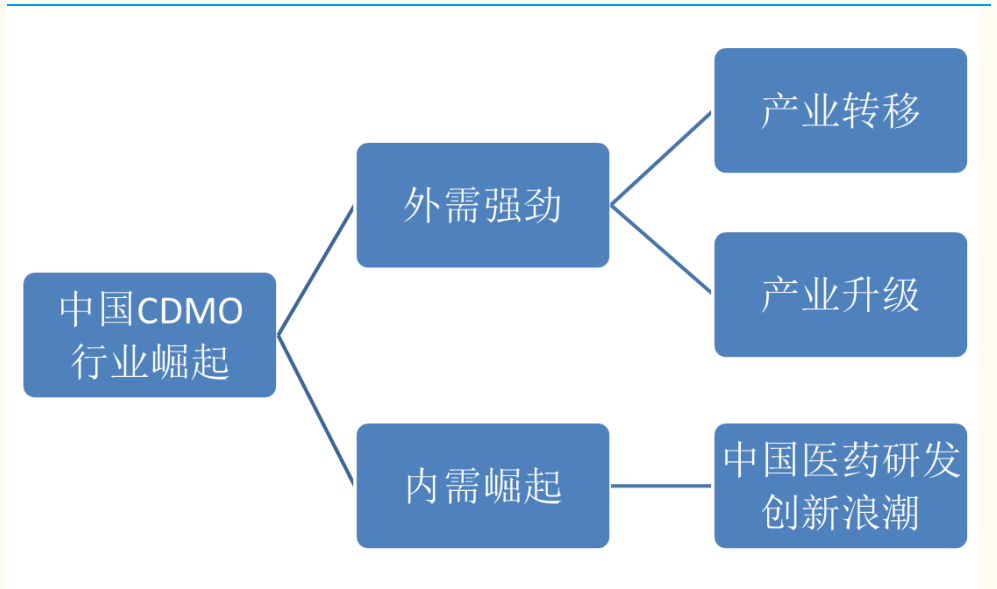
- 对于大型跨国制药企业而言, 随着新药研发成功率的下降、研发/开发成本的持续提升, 研发创新投资回报不断降低。德勤公司的统计数据显示, 近十年来 12 家大型药企的研发投资回报由 2010 年的 10.1% 持续下降至 2019 年的 1.8%, 同时将单个新药推进到上市的研发、开发成本自 2010 年以来增长了 67% (11.88 亿美元→19.81 亿美元)。因此近年来, 众多 MNC 基于成本和效率的考虑, 不断剥离非核心生产资产, 增大外包比率, 外包渗透率持续提升。
- 近年来新药研发的新趋势是, 小的研发型医药企业数量不断增多, 在研管线占比持续提升。一方面是因为小型研发机构的医药创新更加活跃, 另一方面是因为全球资本市场医药健康产业投融资的活跃。根据动脉网的统计, 2011 年以来资本市场持续保持高度活跃, 相关投融资事件及融资金额快速增长, 2011 至 2020 年复合增速 22%。2020 年中国医疗健康产业投融资总额达到历史新高的 5169 亿元 (749 亿美元), 同比增长 41%。据 Phamaprojects 统计, 全球在研新药中新兴科技研发公司 (在研管线中有 1-2 个新药) 所研发的新药占比从 2011 年的 14.8% 左右迅速增长到 2018 年的 19.3% 左右。考虑到新药销售弹性较大, 新建产能周期长、折旧多等因

素，轻资产的新兴生物科技研发公司往往比大型医药公司更倾向于将生产等环节进行外包。

内外需需求强劲，中国 CDMO 进入高速发展黄金十年

- 中国 CDMO 作为一个近 20 年成长起来的新兴产业，海外需求是重要的发展推动力（以合全药业、凯莱英、九洲药业、博腾股份、康龙化成等为代表的头部企业海外收入占比超过 80%）。过去 20 年时间，离岸外包的承接海外订单，国内 CDMO 产业逐渐建立、健全、完善并提升了自身的 EHS、研发/开发/生产体系，并逐步获得了全球医药创新高端制造供应链的认可。

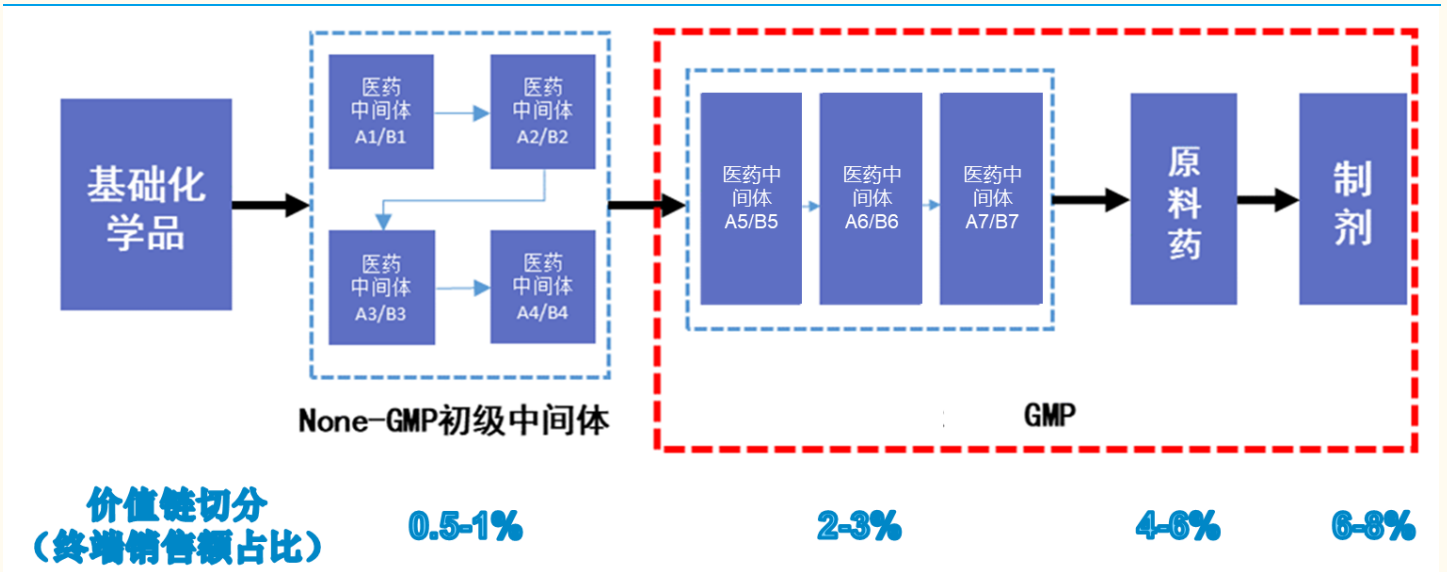
图表 16：中国 CDMO 产业高景气逻辑图



来源：国金证券研究所

- **工程师红利等优势推动产业转移：**目前全球 CMO/CDMO 市场仍主要集中在欧美等发达国家市场，但由于上述市场环保和安全生产方面要求严格，扩大产能面临严格、繁琐的行政审批，同时劳动力、环保成本高企，大大限制了欧美地区的产能扩张。而以中国为代表的亚太药品市场需求日益旺盛，在药品专利保护制度建设上逐步完善，在固有的成本效益优势的基础上，随着科研和制造实力的提升，全球 CMO/CDMO 市场已陆续开始从西方成熟市场向亚太新兴市场转移。相比于其他大多数亚洲国家，中国在新技术开发、基础设施建设和供应链、质量管理体系、知识产权保护等方面优势明显。
- **国际认可度持续提升，产业平稳升级，拉动产业快速发展，未来空间巨大。**小分子药物的生产过程大致可以分成以下几个阶段：偏精细化工阶段（nonGMP）→RSM（nonGMP）→GMP 中间体、高级中间体→API（GMP）→制剂（GMP）。过去 15-20 年时间，国内头部的 CDMO 企业不断实现国际医药创新高端制造供应链上的突破，国际认可度持续提升，D（Development）和 M（Manufacture）的产品不断升级（RSM→GMP 中间体→GMP 高级中间体→API），2019-2020 年来看，商业化阶段的项目以 GMP 中间体、高级中间体为主，API 项目持续增长，临床阶段 API 项目则占比更大；长期来看，产业升级仍是中国 CDMO 发展的重要推动因素。

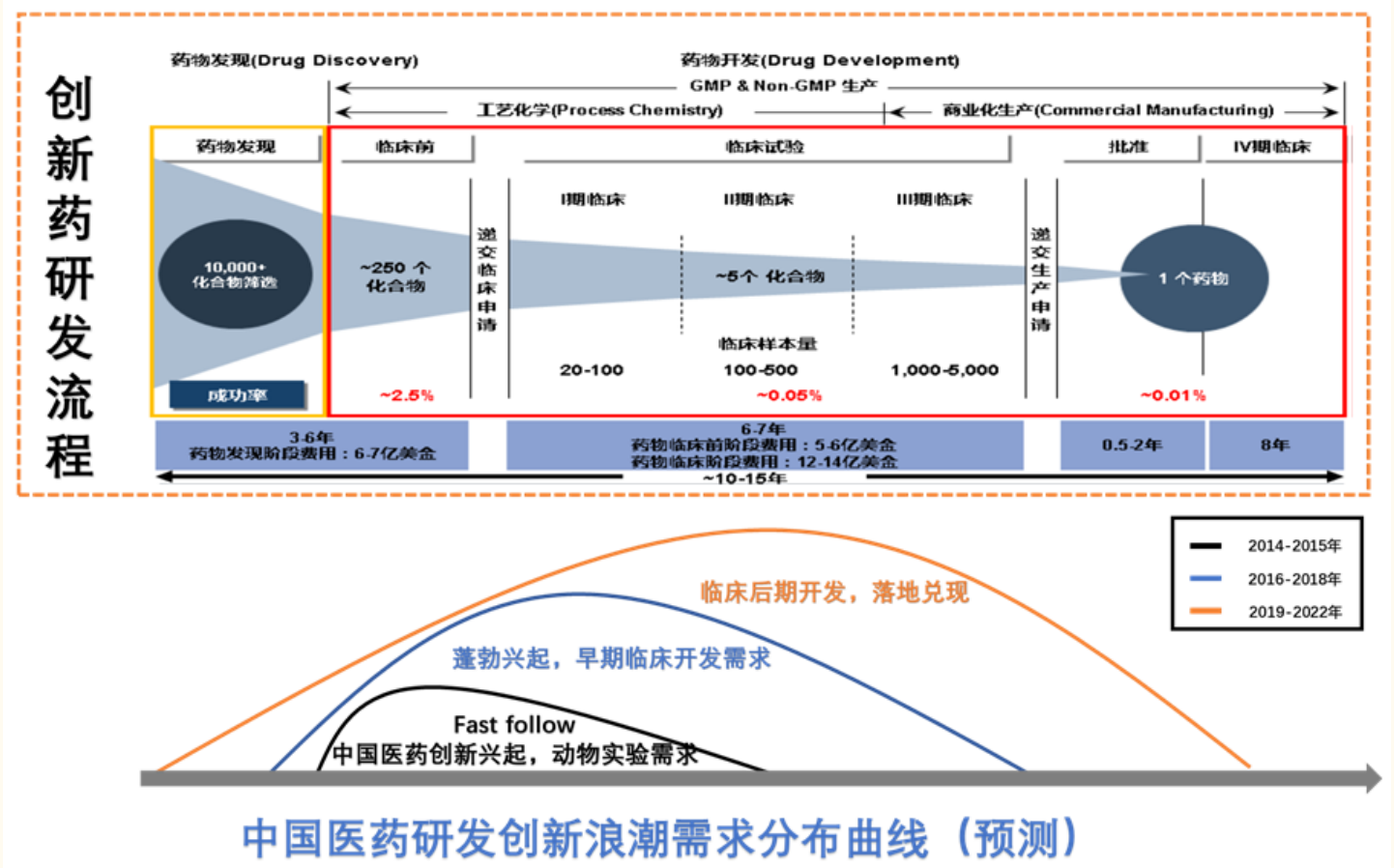
图表 17：小分子创新药制造产业链示意图



来源：国金证券研究所

- 中国医药研发创新浪潮推动 CDMO 强劲增长：①从我们跟踪的产业趋势来看，2010 年以来，特别是 2015 年以来，中国医药创新开始蓬勃兴起，开启了中国医药研发创新浪潮。过去五年，是一个国内医药创新项目大量立项→临床前开发→临床早期开发（fast follow 项目为主，因此药物发现阶段研发需求较少），本土医药创新实现从 0 到 1 的黄金五年，相关 CMC/CDMO 需求开始萌芽发展，未来 5 年中国医药研发创新浪潮将逐渐进入 2.0 阶段，大量项目进入临床后期开发和落地兑现阶段，相关 CDMO/CMO 需求快速爆发，内需即将实现从 1 到 10 的加速发展五年黄金期，看好 CDMO 的内需爆发。

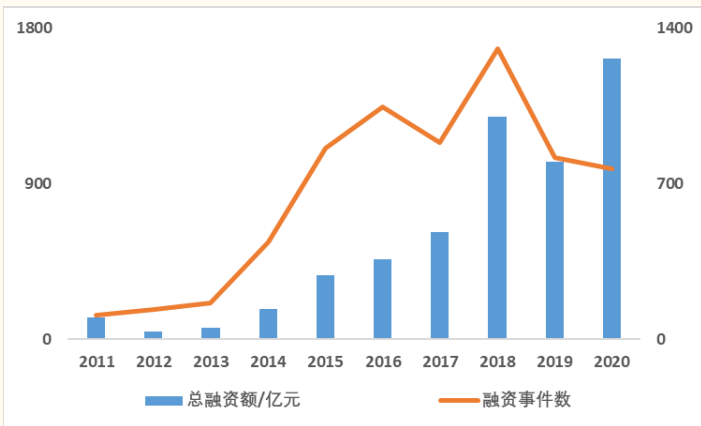
图表 18：中国医药研发创新浪潮示意图



来源：康龙化成招股书，国金证券研究所

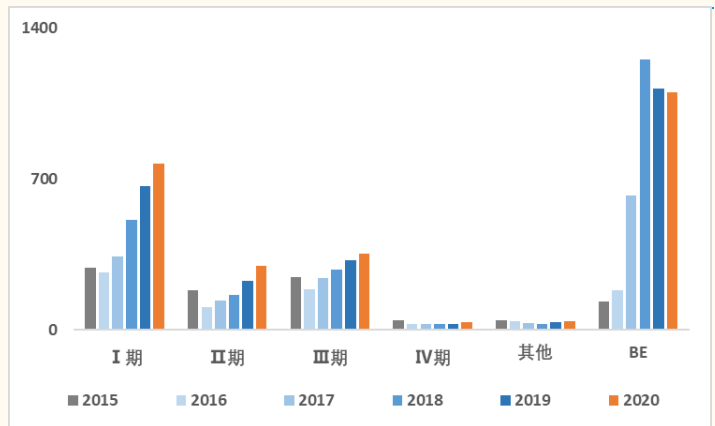
- **投融资方面**，自 2015 年以来资本市场持续保持高度活跃，相关投融资事件及融资金额快速增长。2020 年中国医疗健康产业投融资总额达到历史最高的 1627 亿元，同比增长 58%，2011 至 2020 年复合增长 24%。
- **临床端来看**，新登记临床保持快速增长。过去五年创新药早期临床呈现爆发式增长，临床三期项目持续增长，我们预计未来五年将逐步迎来临床后及商业化 CDMO 需求潮。

图表 19：中国医疗健康产业投融资情况



来源：动脉网，国金证券研究所

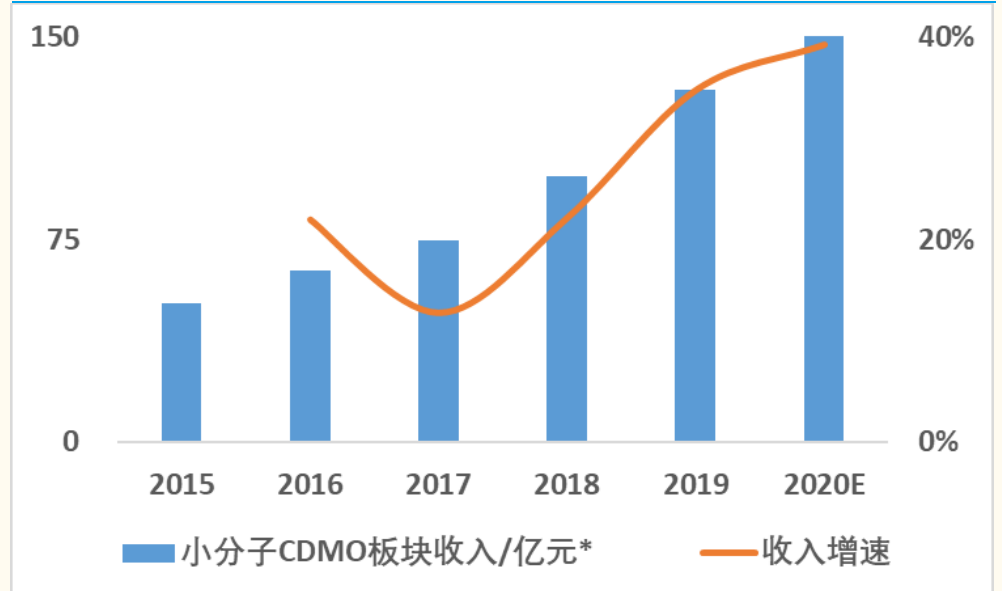
图表 20：中国新登记临床项目情况



来源：CDE，医药魔方，国金证券研究所

- **中国小分子 CDMO 行业实现加速发展：**国金医药大数据中心对所覆盖的 CXO 全产业链的 22 家 A+H 已上市公司的研发外包相关收入进行了拆分、分类汇总，2015-2020 年 22 家 CXO 企业中的小分子 CMO/CDMO 相关业务整体收入规模分别为 52/63/75/99/131/180 亿元，2016-2020 年分别同比增长 22%/13%/22%/35%/39%，该板块收入增速连续三年实现大幅提升。

图表 21：2020 年国内 CDMO 板块上市公司营收情况/亿元



来源：公司公告，国金证券研究所

*，部分财务数据还原为同口径。

- 外需方面，产业转移叠加产业升级，药明康德（合全药业）、凯莱英、九洲药业、博腾股份、康龙化成等公司体系不断完善，能力持续提升，国际认可度逐渐增强，不断实现业绩加速。客户层面，头部企业逐渐进入 MNC 医药创新制造核心供应链；海外 Biotech 长尾客户方面，拓客力度逐渐增强，欧美中小型客户逐渐成为业绩增长核心动力之一。
- 自 2018 年以来，我们对国内医药创新（内需）的判断：目前中国医药行业处在医药研发创新 1.0 浪潮中，从国内医药创新趋势来看，未来 5 年将逐渐从研发立项&早期临床开发阶段过渡进入到临床后期开发和落地兑现阶段，CXO 全产业链整体持续高景气，细分产业链中临床 CRO 和 CDMO 的内需将进一步提振。基于上述产业趋势研判，我们对临床 CRO 和 CDMO 产业链进行了重点推荐，相关上市公司业绩持续兑现，不断实现高速增长。
- 大量新药研发项目进入临床后期开发和落地兑现阶段，带来验证批次需求和新国产商业化 CMO 订单：①验证批次，商业化规模，量大于早期临床开发阶段订单；②MAH 制度下，新的国产商业化 CMO 订单：渠道零库存，药企超量备货。未来 3 年内需订单弹性较大的公司包括药明康德（合全药业）、凯莱英、九洲药业等。
- 综合来看，我们预计未来 5 年国内小分子 CDMO 板块仍会保持高速增长。

业务成长性，盈利预测与估值

核心假设与盈利预测

- CDMO 板块：行业需求旺盛，中国 CDMO 产业高成长，公司多年来专注高难度化学、保持了良好的国际领先 EHS 体系，获得了国内外客户的广泛、高度认可。项目稳定增长，连云港新产能持续爬坡，硕腾、吉列德、前沿等多个国内外客户 CMO 项目快速放量，2021/2022/2023 年分别同比增长 46%/42%/41%。
- 自主选择产品板块：公司聚焦高壁垒、良好市场前景的多肽及小分子仿制药，管线不断丰富、持续推进，未来三年胸腺法新、氟维司群、奥司他韦、利拉鲁肽逐渐进入放量周期，其中 2022 年奥司他韦制剂、2023 年利拉鲁肽相关产品贡献较大收入/利润弹性，2021/2022/2023 年分别同比增长 31%/70%/40%。
- 费用率假设：各项费用支出保持相对稳定，销售费用率保持行业内较低水平 2%；随着收入规模的扩大，管理费用率有所下降（20%→17%）；公司重视研发投入，研发费用率保持 11%左右。

图表 22：公司拆分及未来预测

单位：万元	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
CDMO								
收入	21,211	23,572	29,341	41,248	60,000	85,000	120,000	
增速		11.13%	24.47%	40.58%	45.46%	41.67%	41.18%	
毛利	13,209	14,194	15,500	25,197	35,400	48,450	66,000	
毛利率	62.28%	60.21%	52.83%	61.09%	59.00%	57.00%	55.00%	
收入占比	92.68%	92.25%	78.97%	72.76%	74.81%	70.72%	70.92%	
毛利占比	93.65%	92.45%	78.17%	76.42%	77.80%	74.14%	74.46%	
主选择产品								
收入	1,578	1,887	7,737	15,250	20,000	35,000	49,000	
增速		19.59%	310.01%	97.12%	31.14%	75.00%	40.00%	
毛利	815	1,096	4,295	7,680	10,000	16,800	22,540	
毛利率	51.67%	58.08%	55.52%	50.36%	50.00%	48.00%	46.00%	
收入占比	6.89%	7.38%	20.82%	26.90%	24.94%	29.12%	28.96%	
毛利占比	5.78%	7.14%	21.66%	23.29%	21.98%	25.71%	25.43%	
其他								
收入	98	94	75	189	200	200	200	
增速		-4.58%	-19.53%	150.13%	6.04%	0.00%	0.00%	
毛利	80	64	33	95	100	100	100	
毛利率	81.36%	67.98%	43.63%	50.53%	50.00%	50.00%	50.00%	
合计								
收入	22,887	25,553	37,153	56,687	80,200	120,200	169,200	
增速		11.65%	45.40%	52.58%	41.48%	49.88%	40.77%	
毛利	14,104	15,354	19,828	32,972	45,500	65,350	88,640	
毛利率	61.63%	60.09%	53.37%	58.16%	56.73%	54.37%	52.39%	

来源：公司招股书，国金证券研究所

相对估值法

- 公司主要可比公司为凯莱英（002821.SZ）、博腾股份（300363.SZ）、九洲药业（603456.SH）。

图表 23：诺泰生物与可比公司比较

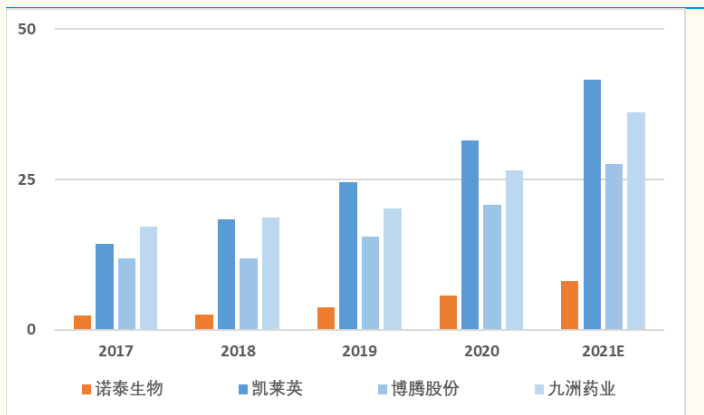
可比上市公司	诺泰生物	凯莱英	博腾股份	九洲药业
主营业务	聚焦小分子及多肽化学合成，CDMO为主，自主选择产品为辅	聚焦小分子CDMO，积极拓展临床CRO、化学大分子（多肽、多糖、寡核苷酸类）和生物大分子CDMO	聚焦小分子CDMO，积极拓展制剂业务&细胞和基因治疗业务	聚焦小分子化学合成，CDMO&API双轮驱动
竞争优势	高难度化学、多肽研发、合成、规模生产	小分子CDMO	小分子CDMO	小分子CDMO和API
营业收入 (2021E, 亿元)	8.02	42.61	27.53	36.70
归母净利润 (2021E, 亿元)	1.71	9.56	4.41	6.00
利润增速 (2021E)	38.49%	32.36%	35.78%	57.69%
市值/亿元	N/A	793.39	323.58	364.16
PE-2021	N/A	82.99	73.46	60.68
PEG	N/A	2.56	2.05	1.05
毛利率 (2020)	58.16%	46.55%	41.68%	37.51%

来源：公司招股书，公司公告，wind，国金证券研究所

*,部分公司盈利预测采用 wind 一致预期

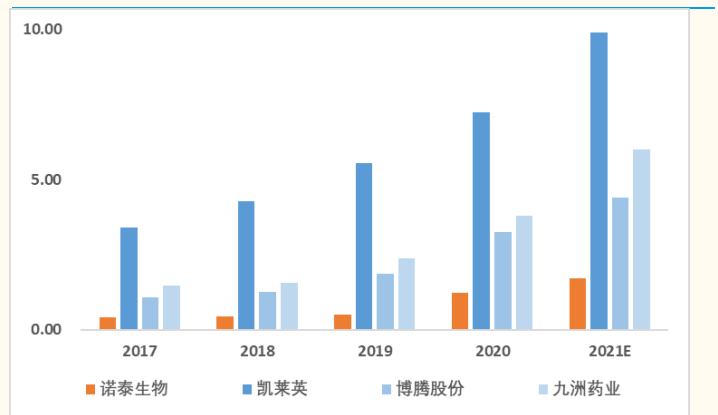
- 公司核心业务为小分子及多肽 CDMO，与可比公司相比规模较小，毛利率较高，增速较快。我们认为公司与三家可比公司在主营业务、主要财务指标上具有较高相似性，具备较强可比性。

图表 24：CDMO 企业收入情况/亿元



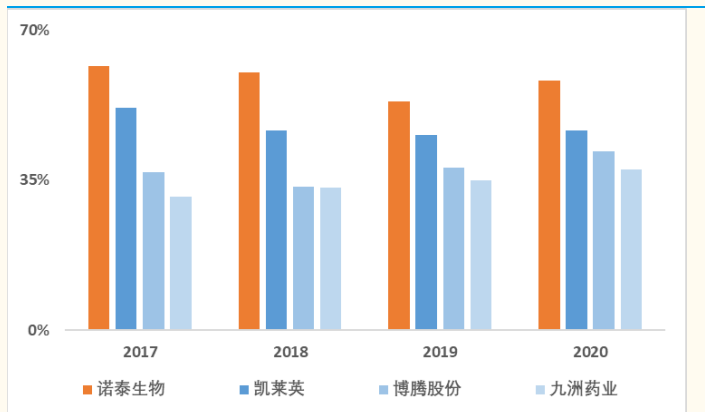
来源：公司招股书，公司公告，国金证券研究所

图表 25：CDMO 企业盈利情况/亿元



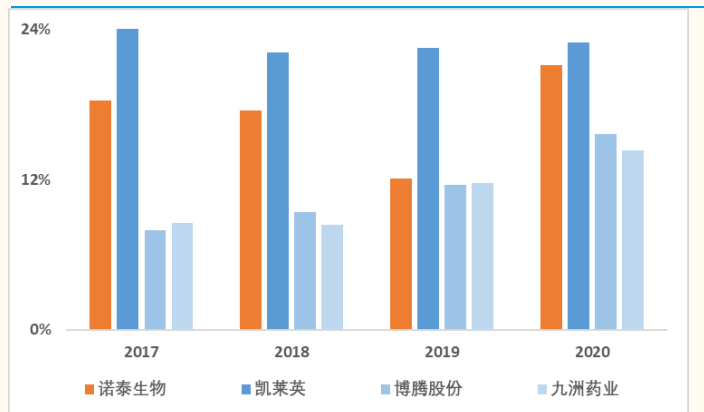
来源：公司招股书，公司公告，国金证券研究所

图表 26: CDMO 企业毛利率对比



来源: 公司招股书, 公司公告, 国金证券研究所

图表 27: CDMO 企业净利率对比



来源: 公司招股书, 公司公告, 国金证券研究所

- 我们主要采取 PE-2021 作为估值区间的基础依据: 三家可比公司 (凯莱英、博腾股份和九洲药业) 市值加权平均 2021 年市盈率为 74.18 倍, 我们给予 20%-40% 的折价, 给予公司 2021 年预期归母净利润 44.51-59.34 倍市盈率, 对应公司整体估值 76.09-101.45 亿元。

风险提示

- 研发失败风险。药物研发过程存在不确定性, 存在一定研发失败风险。公司新药研发风险主要包括三块, 相对风险可控: ①自主研发 GLP-1 受体单靶点激动剂 1 类新药 SPN009 目前处于临床前阶段, 可能存在一定新药研发风险。但相对可控, 设计思路上来说, 公司在深入理解 GLP-1 受体激动剂的药理作用机制基础上, 在索马鲁肽多肽序列结构基础上做了相应改进, 对第 8 位氨基酸进行非天然氨基酸的取代来抑制 DPP-4 酶的降解, 提高药物的半衰期, 而且突破性地多肽骨架中间进行了非天然氨基酸取代, 在不影响生物活性的前提下进一步提高了药物分子的稳定性。②公司下游 CDMO 客户新药研发项目研发失败风险。2021-2023 年公司 CDMO 业务快速增长的动力主要来自于硕腾、吉列德、前沿生物等国内外知名药企的已上市 CMO 项目持续放量, 新药研发失败风险很小; 前端早期临床阶段项目存在一定新药研发失败风险, 但对 CDMO 业务的持续稳定增长影响较小。③公司自主选择产品研发存在一定研发失败风险。公司在研的重磅仿制药品种, 主要磷酸奥司他韦、利拉鲁肽等, 给予公司在高难度化学和多肽研发、开发和规模生产方面的历史经验、良好记录和相关产品的特性, 相关仿制药研发项目的研发失败风险相对较小。
- 海外疫情进一步发展的风险。海外疫情存在一定不确定性, 存在对经济的负面影响风险, 公司海外客户占比较大, 海外疫情的超预期演进可能影响公司海外客户的相关研发业务。
- 汇率波动风险。海外业务收入以外币结算, 汇率波动可能会对公司收入和利润产生影响。
- 原材料涨价风险: 公司主营业务上游的原材料主要是基础化工品, 基础化工品涨价可能会在一定程度上影响公司盈利能力。
- 监管风险。客户涉及全球多个地区和国家, 受到多个地区和国家监管, 监管政策存在一定不确定性, 可能会对公司的收入和盈利能力产生影响。
- IP 保护风险。新药研发过程中, 可能存在知识产权泄露的风险。
- 核心技术人员流失风险。核心技术人员的流失可能会对公司的盈利能力产生影响。

- 安全生产及环保风险。医药中间体、原料药和制剂生产，可能存在一定安全生产和环保风险。
- 国际贸易纠纷风险，影响转移趋势及进度。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	256	372	567	802	1,202	1,692	货币资金	192	58	70	1,650	1,750	1,920
增长率		45.4%	52.6%	41.5%	49.9%	40.8%	应收账款	43	83	113	158	237	334
主营业务成本	-102	-173	-237	-347	-549	-806	存货	99	115	185	242	383	563
%销售收入	39.9%	46.6%	41.8%	43.3%	45.6%	47.6%	其他流动资产	23	38	120	125	133	144
毛利	154	198	330	455	654	886	流动资产	358	294	488	2,175	2,504	2,961
%销售收入	60.1%	53.4%	58.2%	56.7%	54.4%	52.4%	%总资产	34.0%	23.6%	35.0%	68.1%	70.2%	72.9%
营业税金及附加	-4	-3	-4	-5	-8	-11	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	1.5%	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	372	655	614	758	798	834
销售费用	-3	-9	-12	-16	-24	-34	%总资产	35.4%	52.6%	44.0%	23.7%	22.4%	20.5%
%销售收入	1.2%	2.4%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	无形资产	255	259	261	260	263	267
管理费用	-73	-81	-113	-160	-228	-288	非流动资产	693	951	908	1,018	1,061	1,100
%销售收入	28.5%	21.8%	20.0%	20.0%	19.0%	17.0%	%总资产	66.0%	76.4%	65.0%	31.9%	29.8%	27.1%
研发费用	-35	-46	-61	-88	-135	-186	资产总计	1,051	1,245	1,396	3,194	3,565	4,061
%销售收入	13.7%	12.5%	10.7%	11.0%	11.3%	11.0%	短期借款	82	146	220	107	103	95
息税前利润 (EBIT)	39	59	141	185	258	368	应付款项	134	160	108	146	230	338
%销售收入	15.2%	15.8%	24.8%	23.1%	21.5%	21.7%	其他流动负债	34	28	55	77	116	162
财务费用	-8	-6	-20	10	29	32	流动负债	250	334	382	329	449	596
%销售收入	3.3%	1.5%	3.5%	-1.3%	-2.4%	-1.9%	长期贷款	7	54	32	32	32	32
资产减值损失	3	5	8	0	0	0	其他长期负债	8	17	15	20	20	20
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	265	406	430	382	501	648
投资收益	1	0	6	3	5	6	普通股股东权益	778	834	963	2,809	3,061	3,411
%税前利润	2.5%	0.8%	4.4%	1.5%	1.7%	1.5%	其中：股本	160	160	160	213	213	213
营业利润	31	50	144	198	292	406	未分配利润	-10	39	160	331	583	933
营业利润率	12.3%	13.3%	25.4%	24.7%	24.3%	24.0%	少数股东权益	7	5	3	3	3	3
营业外收支	0	4	3	3	4	5	负债股东权益合计	1,051	1,245	1,396	3,194	3,565	4,061
税前利润	31	53	147	201	296	411	比率分析						
利润率	12.3%	14.4%	25.9%	25.1%	24.7%	24.3%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	13	-9	-27	-30	-44	-62	每股指标						
所得税率	-42.6%	16.1%	18.1%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.275	0.304	0.772	0.804	1.183	1.642
净利润	45	45	120	171	252	350	每股净资产	4.868	5.218	6.025	13.196	14.380	16.021
少数股东损益	1	-4	-3	0	0	0	每股经营现金净流	0.570	0.216	0.778	1.170	1.014	1.349
归属于母公司的净利润	44	49	123	171	252	350	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	17.2%	13.1%	21.8%	21.3%	21.0%	20.7%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	5.64%	5.83%	12.81%	6.09%	8.23%	10.25%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	4.18%	3.91%	8.85%	5.36%	7.07%	8.61%
净利润	45	45	120	171	252	350	投入资本收益率	6.26%	4.72%	9.42%	5.33%	6.85%	8.82%
少数股东损益	1	-4	-3	0	0	0	增长率						
非现金支出	23	41	70	67	72	76	主营业务收入增长率	11.65%	45.40%	52.58%	41.48%	49.88%	40.77%
非经营收益	-19	4	13	28	-3	-5	EBIT 增长率	-54.16%	51.96%	139.11%	31.61%	39.39%	42.54%
营运资金变动	42	-55	-78	-17	-105	-133	净利润增长率	4.72%	10.71%	153.94%	38.68%	47.16%	38.75%
经营活动现金净流	91	34	124	249	216	287	总资产增长率	71.86%	18.43%	12.14%	128.84%	11.63%	13.92%
资本开支	-197	-276	-100	-201	-111	-110	资产管理能力						
投资	-14	0	-64	-30	0	0	应收账款周转天数	74.0	56.0	58.9	69.0	69.0	69.0
其他	1	0	0	3	5	6	存货周转天数	307.4	226.1	231.1	255.0	255.0	255.0
投资活动现金净流	-210	-276	-163	-228	-106	-104	应付账款周转天数	245.7	262.9	195.0	150.0	150.0	150.0
股权募资	413	0	0	1,675	0	0	固定资产周转天数	439.9	371.0	388.8	295.0	208.9	156.2
债权募资	-44	116	52	-108	-4	-7	偿债能力						
其他	-85	-18	-20	-8	-6	-6	净负债/股东权益	-13.16%	16.98%	10.56%	-56.59%	-55.33%	-54.86%
筹资活动现金净流	284	98	32	1,559	-10	-13	EBIT 利息保障倍数	4.6	10.5	7.2	-18.1	-8.8	-11.4
现金净流量	165	-143	-7	1,580	100	170	资产负债率	25.26%	32.59%	30.78%	11.95%	14.06%	15.95%

来源：公司年报、国金证券研究所

定价区间的说明：

上市定价：预期该股票上市当日均价区间；

目标价格：预期未来 6—12 个月内该股票目标价格区间；

询价价格：建议询价对象申报的询价价格区间。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402