

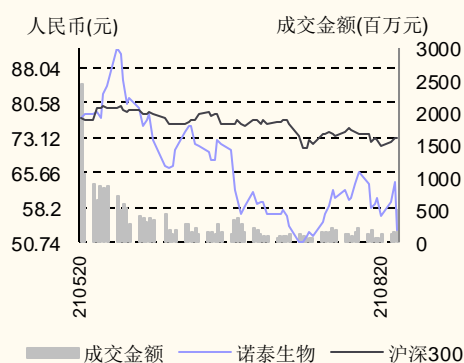
## 诺泰生物 (688076.SH) 买入 (维持评级)

## 公司点评

市场价格 (人民币): 53.55 元

## 市场数据 (人民币)

|               |             |
|---------------|-------------|
| 总股本(亿股)       | 2.13        |
| 已上市流通 A 股(亿股) | 0.43        |
| 总市值(亿元)       | 114.16      |
| 年内股价最高最低(元)   | 92.20/50.74 |
| 沪深 300 指数     | 4898        |
| 上证指数          | 3540        |



## 相关报告

1. 《小分子 CDMO 高成长，多肽特色业务逐渐发力-诺泰生物新股报告》，2021.4.29

## CDMO 业务高增长，自主创新业务稳步推进

## 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     | 752    | 1,152  | 1,592  |
| 营业收入增长率        | 45.40% | 52.58%  | 32.66% | 53.19% | 38.19% |
| 归母净利润(百万元)     | 49     | 123     | 160    | 242    | 328    |
| 归母净利润增长率       | 10.71% | 153.94% | 29.96% | 50.55% | 35.94% |
| 摊薄每股收益(元)      | 0.304  | 0.772   | 0.754  | 1.134  | 1.542  |
| 每股经营性现金流净额     | 0.22   | 0.78    | 1.17   | 0.97   | 1.31   |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 5.83%  | 12.81%  | 5.73%  | 7.94%  | 9.75%  |
| P/E            | 0.00   | 0.00    | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| P/B            | 0.00   | 0.00    | 0.00   | 0.00   | 0.00   |

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩情况

■ 8月25日，公司发布2021半年报，2021H1实现收入3.09亿元，同比增长42.87%；实现归母净利润5142万元，同比增长6.27%；实现扣非后归母净利润4680万元。业绩基本符合预期。

## 经营分析

- **总体业绩基本符合预期：**上半年实现收入3.09亿元，同比增长42.87%。单季度来看Q2实现收入1.43亿元，同比增长-15.96%，单季度收入同比增速的波动主要是2020年1季度经营收到新冠疫情较大影响，2020Q2单季度基数较高所致。2020H1整体来看，收入端基本符合预期，预计今年3-4季度同比增速将回复30-40%高速增长区间。
- **分板块来看，CDMO 板块竞争力不断提升，保持高增长：**2021H1整体来看，公司CDMO板块实现收入2.25亿元，同比增长59.83%。公司进一步加大CDMO的资源配置，提升公司整体竞争力。2021H1公司CDMO管线数量达到22个，其中商业化阶段产品数量5个，临床阶段产品17个。CDMO资源配置方面，公司不断加大研发人员和BD人员配置，产能不断提升。
- **分板块来看，公司自主创新业务不断取得积极进展：**2021H1公司稳步推进原料药及制剂的研发及注册申报工作。上半年度，注射用胸腺法新通过CDE的一致性评价并在第五批带量采购中成功中标，依替巴肽原料药通过与制剂的关联审评，奥司他韦原料药及胶囊、氟维司群原料药完成在国内的注册申报，预计2022-2023年贡献业绩。

## 盈利预测与投资建议

- 考虑到新冠疫情对公司海外自主创新业务的影响，我们小幅下调了2021-2023年归母净利润至1.60/2.42/3.28亿元，调整幅度分别为6%/4%/6%，看好公司CDMO板块业务的持续高增长，维持买入评级。

## 风险提示

解禁风险、核心技术人员流失风险、监管风险、IP保护风险、投资风险、汇率波动风险、原材料涨价风险、安全生产和环保风险。

王班

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

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         | 752          | 1,152       | 1,592       | 货币资金            | 192          | 58           | 70           | 1,650        | 1,750        | 1,920        |
| 增长率                   |             | 45.4%       | 52.6%       | 32.7%        | 53.2%       | 38.2%       | 应收款项            | 43           | 83           | 113          | 149          | 228          | 314          |
| 主营业务成本                | -102        | -173        | -237        | -327         | -527        | -761        | 存货              | 99           | 115          | 185          | 228          | 368          | 531          |
| %销售收入                 | 39.9%       | 46.6%       | 41.8%       | 43.4%        | 45.7%       | 47.8%       | 其他流动资产          | 23           | 38           | 120          | 124          | 132          | 142          |
| 毛利                    | 154         | 198         | 330         | 426          | 625         | 831         | 流动资产            | 358          | 294          | 488          | 2,150        | 2,478        | 2,908        |
| %销售收入                 | 60.1%       | 53.4%       | 58.2%       | 56.6%        | 54.3%       | 52.2%       | %总资产            | 34.0%        | 23.6%        | 35.0%        | 67.9%        | 70.0%        | 72.5%        |
| 营业税金及附加               | -4          | -3          | -4          | -5           | -7          | -10         | 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         | -15          | -23         | -32         | %总资产            | 35.4%        | 52.6%        | 44.0%        | 23.9%        | 22.5%        | 20.8%        |
| %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        | -150         | -219        | -271        | 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%        | 32.1%        | 30.0%        | 27.5%        |
| 研发费用                  | -35         | -46         | -61         | -83          | -130        | -175        | <b>资产总计</b>     | <b>1,051</b> | <b>1,245</b> | <b>1,396</b> | <b>3,169</b> | <b>3,539</b> | <b>4,008</b> |
| %销售收入                 | 13.7%       | 12.5%       | 10.7%       | 11.0%        | 11.3%       | 11.0%       | 短期借款            | 82           | 146          | 220          | 106          | 112          | 113          |
| 息税前利润 (EBIT)          | 39          | 59          | 141         | 173          | 246         | 344         | 应付款项            | 134          | 160          | 108          | 137          | 221          | 319          |
| %销售收入                 | 15.2%       | 15.8%       | 24.8%       | 22.9%        | 21.4%       | 21.6%       | 其他流动负债          | 34           | 28           | 55           | 72           | 111          | 153          |
| 财务费用                  | -8          | -6          | -20         | 10           | 29          | 32          | 流动负债            | 250          | 334          | 382          | 315          | 444          | 585          |
| %销售收入                 | 3.3%        | 1.5%        | 3.5%        | -1.4%        | -2.5%       | -2.0%       | 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           | <b>负债</b>       | <b>265</b>   | <b>406</b>   | <b>430</b>   | <b>367</b>   | <b>496</b>   | <b>637</b>   |
| 投资收益                  | 1           | 0           | 6           | 3            | 5           | 6           | <b>普通股股东权益</b>  | <b>778</b>   | <b>834</b>   | <b>963</b>   | <b>2,799</b> | <b>3,040</b> | <b>3,368</b> |
| %税前利润                 | 2.5%        | 0.8%        | 4.4%        | 1.6%         | 1.8%        | 1.6%        | 其中：股本           | 160          | 160          | 160          | 213          | 213          | 213          |
| 营业利润                  | 31          | 50          | 144         | 186          | 280         | 381         | 未分配利润           | -10          | 39           | 160          | 321          | 562          | 890          |
| 营业利润率                 | 12.3%       | 13.3%       | 25.4%       | 24.7%        | 24.3%       | 23.9%       | 少数股东权益          | 7            | 5            | 3            | 3            | 3            | 3            |
| 营业外收支                 | 0           | 4           | 3           | 3            | 4           | 5           | <b>负债股东权益合计</b> | <b>1,051</b> | <b>1,245</b> | <b>1,396</b> | <b>3,169</b> | <b>3,539</b> | <b>4,008</b> |
| 税前利润                  | 31          | 53          | 147         | 189          | 284         | 386         | <b>比率分析</b>     |              |              |              |              |              |              |
| 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         | -28          | -43         | -58         | <b>每股指标</b>     |              |              |              |              |              |              |
| 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        | 0.754        | 1.134        | 1.542        |
| 净利润                   | 45          | 45          | 120         | 160          | 242         | 328         | 每股净资产           | 4.868        | 5.218        | 6.025        | 13.146       | 14.280       | 15.822       |
| 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        | 1.174        | 0.968        | 1.311        |
| 归属于母公司的净利润            | 44          | 49          | 123         | 160          | 242         | 328         | 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%       | 20.6%       | <b>回报率</b>      |              |              |              |              |              |              |
| <b>现金流量表 (人民币百万元)</b> |             |             |             |              |             |             | 净资产收益率          | 5.64%        | 5.83%        | 12.81%       | 5.73%        | 7.94%        | 9.75%        |
|                       | 2018        | 2019        | 2020        | 2021E        | 2022E       | 2023E       | 总资产收益率          | 4.18%        | 3.91%        | 8.85%        | 5.06%        | 6.82%        | 8.19%        |
| 净利润                   | 45          | 45          | 120         | 160          | 242         | 328         | 投入资本收益率         | 6.26%        | 4.72%        | 9.42%        | 4.98%        | 6.55%        | 8.29%        |
| 少数股东损益                | 1           | -4          | -3          | 0            | 0           | 0           | <b>增长率</b>      |              |              |              |              |              |              |
| 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%       | 32.66%       | 53.19%       | 38.19%       |
| 非经营收益                 | -19         | 4           | 13          | 28           | -3          | -5          | EBIT增长率         | -54.16%      | 51.96%       | 139.11%      | 22.60%       | 42.65%       | 39.62%       |
| 营运资金变动                | 42          | -55         | -78         | -5           | -104        | -120        | 净利润增长率          | 4.72%        | 10.71%       | 153.94%      | 29.96%       | 50.55%       | 35.94%       |
| <b>经营活动现金净流</b>       | <b>91</b>   | <b>34</b>   | <b>124</b>  | <b>250</b>   | <b>206</b>  | <b>279</b>  | 总资产增长率          | 71.86%       | 18.43%       | 12.14%       | 127.04%      | 11.70%       | 13.25%       |
| 资本开支                  | -197        | -276        | -100        | -201         | -111        | -110        | <b>资产管理能力</b>   |              |              |              |              |              |              |
| 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        |
| <b>投资活动现金净流</b>       | <b>-210</b> | <b>-276</b> | <b>-163</b> | <b>-228</b>  | <b>-106</b> | <b>-104</b> | 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        | 314.7        | 218.0        | 166.0        |
| 债权募资                  | -44         | 116         | 52          | -109         | 6           | 1           | <b>偿债能力</b>     |              |              |              |              |              |              |
| 其他                    | -85         | -18         | -20         | -8           | -6          | -6          | 净负债/股东权益        | -13.16%      | 16.98%       | 10.56%       | -56.84%      | -55.41%      | -55.03%      |
| <b>筹资活动现金净流</b>       | <b>284</b>  | <b>98</b>   | <b>32</b>   | <b>1,558</b> | <b>0</b>    | <b>-5</b>   | EBIT利息保障倍数      | 4.6          | 10.5         | 7.2          | -16.9        | -8.5         | -10.8        |
| <b>现金净流量</b>          | <b>165</b>  | <b>-143</b> | <b>-7</b>   | <b>1,580</b> | <b>100</b>  | <b>170</b>  | 资产负债率           | 25.26%       | 32.59%       | 30.78%       | 11.59%       | 14.03%       | 15.90%       |

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内  | 一月内  | 二月内  | 三月内  | 六月内  |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 1    | 4    | 6    | 9    | 10   |
| 增持 | 0    | 0    | 1    | 1    | 0    |
| 中性 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 减持 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 评分 | 1.00 | 1.00 | 1.14 | 1.10 | 1.00 |

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

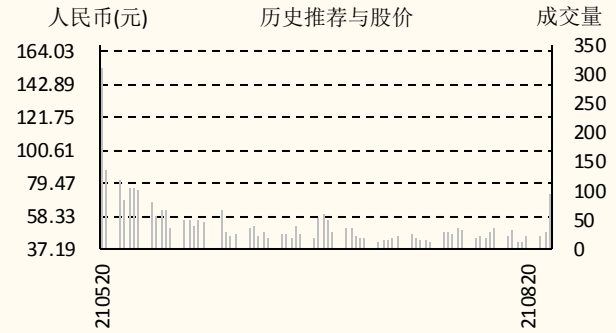
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

| 日期           | 评级 | 目标定价(人民币)     |
|--------------|----|---------------|
| 1 2021-04-29 | 买入 | 35.74 ~ 47.65 |
|              |    |               |
|              |    |               |
|              |    |               |
|              |    |               |
|              |    |               |
|              |    |               |
|              |    |               |

来源：国金证券研究所



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