

2023年09月26日

诺泰生物 (688076.SH)

公司快报

多肽业务持续放量，产能建设有序推进

投资要点

- ◆ **多肽业务快速增长，研发投入持续加强。** (1) 2023H1，公司实现营业收入 4.01 亿元 (+49.38%)。其中自主选择产品收入 2.48 亿元 (+118.51%)，主要系多肽业务持续快速增长，制剂业务实现历史突破；定制类产品及技术服务收入 1.52 亿元 (-0.60%)，新签订 cGMP 高级医药中间体合同金额约 1.02 亿美元（含税）。归母净利润 0.42 亿元 (+20.15%)；扣非归母净利润 0.43 亿元 (+276.12%)；综合毛利率 57.59%，维持行业较高水平。研发投入 0.56 亿元 (+56%)，占营收比重 14%；新获批制剂及原料药品种 3 个，新增在研项目超 10 项。(2) 2023Q2，公司实现营业收入 1.93 亿元 (+43.76%)；归母净利润 0.21 亿元 (+11.20%)；扣非归母净利润 0.20 亿元，同比由负转正。
- ◆ **深耕多肽领域，面向全球市场。** (1) 多肽原料药深度布局。公司自研司美格鲁肽、利拉鲁肽等原料药已在国内 CDE 登记，取得美国 DMF 编号并已通过完整性审核，面向全球市场；目前 106 车间司美格鲁肽出口欧盟通过 GMP 检查，已贡献一定收入；替尔泊肽原料药进入小试阶段。(2) 产能行业居前。公司已突破长链多肽药物规模化大生产技术瓶颈，包含利拉鲁肽在内的长链修饰多肽药物的单批次产量已超过 5 公斤，达到行业先进水平。(3) 客户结构量质齐升。公司新的 BD 团队全面覆盖欧美及亚太地区市场，新开拓巴西、希腊、意大利、加拿大、日韩等地重要客户。(4) 在研管线积极推进。仿制药制剂方面，司美格鲁肽制剂处于小试阶段，利拉鲁肽注射液处于补充研究阶段；创新药方面，自研 GLP-1RA 创新药 SPN009 临床申请已获批准，以 GLP-1/GIP 双靶点创新药 SPN007 专利技术已与外部达成合作。
- ◆ **产能建设有序推进，前瞻布局寡核苷酸优势板块。** (1) 多肽及小分子：公司目前有建德、连云港两个生产基地，其中建德工厂现有一期产能 107 万升，二期产能 18 万升于今年 8 月正式投入使用，另有 22 万升将于明年投入使用，可以提供从实验室级到吨级的定制生产服务；连云港工厂现有 2 个多肽原料药生产车间、4 个小小分子化药原料药生产车间和 3 个制剂生产车间，IPO 募投项目“106 车间多肽原料药产品技改项目”将于今年 10 月完成建设，新建多肽 601 车间亦在有序推进建设当中。(2) 寡核苷酸：公司战略布局寡核苷酸药物领域，有望带来新的业绩增长点。目前核心团队已组建完成，研发实验室已投产；产线方面，占地 3000 平米，年产能 10-20KG，已引入 OligoPilot 等行业先进设备的 GMP 中试产线于今年 7 月正式投产，能够满足寡核苷酸和多肽工艺从研发向中试放大转移。
- ◆ **投资建议：**公司多肽原料药深度布局，拥有多核心技术平台，产能建设有序推进；多肽业务持续增长，定制类产品及技术服务业务逐步企稳，寡核苷酸优势板块有望带来新的业绩增长点。我们预测公司 2023-2025 年归母净利润 1.37/1.82/2.47 亿元，增速 5.8%/33.0%/36.2%，对应 PE 分别为 57/43/31 倍。首次覆盖，给予“买入-A”建议。
- ◆ **风险提示：**行业政策风险、市场竞争加剧风险、在研产品上市不确定风险、环保风

医药 | 生物医药III

投资评级

买入-A(首次)

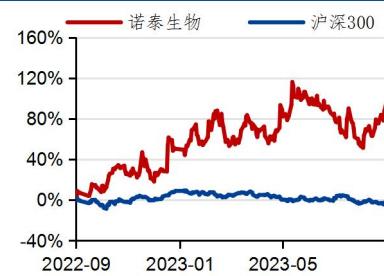
股价(2023-09-25)

36.25 元

交易数据

总市值 (百万元)	7,727.91
流通市值 (百万元)	5,306.06
总股本 (百万股)	213.18
流通股本 (百万股)	146.37
12 个月价格区间	38.51/19.18

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	28.99	-0.04	95.1
绝对收益	29.14	-3.91	91.43

分析师

赵宁达

 SAC 执业证书编号: S0910523060001
 zhaoningda@huajinsec.cn

相关报告



险等。

财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	644	651	853	1,132	1,478
YoY(%)	13.6	1.2	31.0	32.7	30.5
净利润(百万元)	115	129	137	182	247
YoY(%)	-6.5	11.9	5.8	33.0	36.2
毛利率(%)	55.8	57.6	58.5	58.8	58.9
EPS(摊薄/元)	0.54	0.61	0.64	0.85	1.16
ROE(%)	6.0	6.4	6.5	8.3	10.4
P/E(倍)	67.0	59.9	56.6	42.5	31.2
P/B(倍)	4.3	4.0	3.9	3.6	3.2
净利率(%)	17.9	19.8	16.0	16.0	16.7

数据来源: 聚源、华金证券研究所

盈利预测核心假设

定制类产品及技术服务：公司拥有多核心技术平台优势，随着BD团队不断扩充以及产能陆续释放，CDMO大订单有望持续增加，客户粘性有望增强。预计该板块2023-2025年收入增速-4%/25%/30%。

自主选择产品：公司聚焦多肽业务，产能建设有序推进。司美格鲁肽原料药已通过海外GMP检查，收入贡献有望逐渐增加；替尔泊肽原料药已进入小试阶段。战略布局寡核苷酸优势板块，有望带来新的增长点。预计该板块2023-2025年收入增速85%/39%/31%。

综上，我们预计公司2023-2025年将实现营业收入8.53/11.32/14.78亿元，增速31%/33%/31%。

表1：公司营收拆分预测（亿元）

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	6.44	6.51	8.53	11.32	14.78
YOY	14%	1%	31%	33%	31%
定制类产品及技术服务	5.11	3.92	3.76	4.70	6.12
YOY	24%	-23%	-4%	25%	30%
自主选择产品	1.31	2.56	4.74	6.58	8.62
YOY	-14%	95%	85%	39%	31%
其他业务	0.02	0.03	0.03	0.04	0.04
YOY	0%	50%	10%	10%	10%

资料来源：Wind，华金证券研究所测算

可比公司估值

公司主营业务涵盖自主选择产品（聚焦多肽领域）、定制类产品及技术服务（CDMO）两大业务，选取聚焦多肽领域的圣诺生物、昊帆生物，聚焦CDMO业务的博腾股份及九州药业作为可比公司，公司估值水平高于可比公司平均。

表2：可比公司估值对比

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
688117.SH	圣诺生物	29.59	33.14	0.64	0.79	1.07	46.24	37.52	27.69
301393.SZ	昊帆生物	77.31	83.49	1.55	2.15	2.93	49.84	35.92	26.36
300363.SZ	博腾股份	25.90	141.45	1.35	1.44	1.87	19.14	17.94	13.83
603456.SH	九洲药业	27.27	245.29	1.36	1.76	2.27	20.10	15.48	12.01
平均值							33.83	26.71	19.97
688076.SH	诺泰生物	36.25	77.28	0.64	0.85	1.16	56.58	42.53	31.23

资料来源：Wind，华金证券研究所（其中可比公司EPS、PE预测来自Wind一致预期，收盘价、总市值截至2023/09/25）

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)						
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1104	1052	1196	1711	2073	营业收入	644	651	853	1132	1478
现金	592	400	442	646	805	营业成本	285	276	354	466	607
应收票据及应收账款	143	251	266	420	475	营业税金及附加	5	9	8	11	15
预付账款	6	14	12	22	23	营业费用	13	35	60	68	74
存货	251	323	412	558	704	管理费用	145	158	183	238	303
其他流动资产	112	64	65	65	66	研发费用	63	69	85	103	121
非流动资产	1023	1470	1674	1956	2271	财务费用	3	-0	16	41	63
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-17	-32	-24	-34	-49
固定资产	665	807	1006	1265	1570	公允价值变动收益	0	-2	-1	-1	-1
无形资产	98	131	134	136	139	投资净收益	3	20	7	9	10
其他非流动资产	260	531	534	556	563	营业利润	128	125	149	202	276
资产总计	2127	2522	2871	3668	4344	营业外收入	1	1	3	2	2
流动负债	275	551	807	1439	1887	营业外支出	3	3	2	2	3
短期借款	77	319	507	1067	1411	利润总额	126	123	149	202	275
应付票据及应付账款	128	169	211	290	363	所得税	17	0	18	22	25
其他流动负债	70	64	89	81	113	税后利润	109	123	131	180	250
非流动负债	43	46	50	54	56	少数股东损益	-7	-6	-5	-2	2
长期借款	0	0	3	8	10	归属母公司净利润	115	129	137	182	247
其他非流动负债	43	46	46	46	46	EBITDA	199	234	252	348	477
负债合计	318	597	857	1493	1943						
少数股东权益	-3	15	9	8	10						
股本	213	213	213	213	213						
资本公积	1318	1319	1319	1319	1319						
留存收益	278	375	486	632	823						
归属母公司股东权益	1811	1910	2004	2167	2391						
负债和股东权益	2127	2522	2871	3668	4344						
现金流量表(百万元)											
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率					
经营活动现金流	181	29	195	82	346	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	109	123	131	180	250	成长能力					
折旧摊销	86	103	91	115	148	营业收入(%)	13.6	1.2	31.0	32.7	30.5
财务费用	3	-0	16	41	63	营业利润(%)	-10.8	-2.7	19.0	36.1	36.5
投资损失	-3	-20	-7	-9	-10	归属于母公司净利润(%)	-6.5	11.9	5.8	33.0	36.2
营运资金变动	-58	-198	-34	-241	-100	获利能力					
其他经营现金流	44	22	-3	-3	-6	毛利率(%)	55.8	57.6	58.5	58.8	58.9
投资活动现金流	-237	-450	-285	-384	-448	净利率(%)	17.9	19.8	16.0	16.0	16.7
筹资活动现金流	535	237	-56	-54	-83	ROE(%)	6.0	6.4	6.5	8.3	10.4
每股指标(元)											
每股收益(最新摊薄)	0.54	0.61	0.64	0.85	1.16	ROIC(%)	5.1	5.8	5.7	6.4	7.8
每股经营现金流(最新摊薄)	0.85	0.14	0.91	0.38	1.62	偿债能力					
每股净资产(最新摊薄)	8.50	8.96	9.40	10.17	11.22	资产负债率(%)	15.0	23.7	29.9	40.7	44.7
						流动比率	4.0	1.9	1.5	1.2	1.1
						速动比率	3.0	1.3	0.9	0.8	0.7
						营运能力					
						总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4
						应收账款周转率	5.1	3.3	3.3	3.3	3.3
						应付账款周转率	2.4	1.9	1.9	1.9	1.9
						估值比率					
						P/E	67.0	59.9	56.6	42.5	31.2
						P/B	4.3	4.0	3.9	3.6	3.2
						EV/EBITDA	35.9	32.6	30.7	23.3	17.4

资料来源：聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

- 买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

赵宁达声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn