

# 诺泰生物 (688076. SH)

2023 年营收增长 58. 69%，自主选择产品表现亮眼

增持

## 核心观点

**2023 年业绩实现较快增长。**2023 年公司实现营收 10. 34 亿元 (+58. 69%)，归母净利润 1. 63 亿元 (+26. 20%)，扣非归母净利润 1. 68 亿元 (+102. 31%)。其中 23Q4 单季营收 3. 24 亿元 (+20. 45%)，归母净利润 0. 71 亿元 (-6. 18%)，扣非归母净利润 0. 80 亿元 (+12. 20%)。公司 2023 年业绩实现较快增长，主要由自主选择产品驱动，扣非归母净利润增速快于归母净利润，主要系 2022 年非经常性损益金额较高所致。

**自主选择产品表现亮眼，定制类业务稳定增长。**分业务来看，2023 年自主选择产品实现营收 6. 29 亿元，同比增长 145. 5%，其中制剂营收 2. 13 亿 (+154. 3%)，主要受益于奥司他韦等抗病毒制剂收入的大幅增长 (+647. 5%)，原料药及中间体营收 4. 16 亿 (+141. 2%)，主要受益于多肽原料药的需求增长。定制类产品及技术服务业务保持稳定增长，实现营收 4. 04 亿元 (+3. 1%)。

**盈利能力稳步提升，费用率较稳定。**2023 年公司毛利率 60. 97% (+3. 4pp)，其中定制类产品及技术服务业务毛利率 55. 58% (+0. 2pp)，与 2022 年基本维持稳定，自主选择产品毛利率 64. 43%，较 2022 年提升 3. 3pp。归母净利率 15. 58% (-4. 24pp)，下滑较多主要系 2022 年政府补助等非经常损益较高所致，扣非归母净利率 16. 26% (+3. 5pp)。费用方面，2023 年销售费用率 5. 58% (+0. 2pp)、管理费用率 21. 54% (-2. 7pp)、研发费用率 12. 08% (+1. 4pp)、财务费用率 1. 12% (+1. 1pp)，四费率合计 40. 32% (+0. 05pp)，费用率较稳定。

**投资建议：**首次覆盖，给予“增持”评级。

我们预计公司 2024-2026 年营收 14. 1/18. 7/23. 8 亿元，同比增速 36%/33%/27%，归母净利润 2. 2/3. 1/4. 1 亿元，同比增速 35%/40%/33%。在 GLP-1 药物大单品带动下，多肽产业链有望维持高景气度。诺泰生物作为国产多肽原料药领先企业，在人员、产能、技术方面均处于行业前列，随着公司加大矩阵式销售模式拓展力度，有望在订单和业绩端持续取得突破。给予公司 2024 年 PE 57-60x，合理价格区间为 58. 98-62. 08 元，对应市值区间为 126-132 亿元，较当前股价有 10-16% 溢价空间，首次覆盖，给予“增持”评级。

**风险提示：**药物研发失败风险；监管政策风险；汇率波动风险。

盈利预测和财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	651	1,034	1,408	1,871	2,385
(+/-%)	1. 2%	58. 7%	36. 3%	32. 9%	27. 4%
归母净利润(百万元)	129	163	221	308	410
(+/-%)	11. 9%	26. 2%	35. 4%	39. 8%	32. 9%
每股收益(元)	0. 61	0. 76	1. 03	1. 45	1. 92
EBIT Margin	15. 9%	21. 1%	19. 5%	20. 4%	21. 5%
净资产收益率(ROE)	6. 8%	7. 5%	9. 4%	12. 1%	14. 4%
市盈率(PE)	88. 0	69. 7	51. 5	36. 8	27. 7
EV/EBITDA	59. 2	36. 4	31. 7	24. 7	19. 5
市净率(PB)	5. 95	5. 24	4. 86	4. 45	4. 00

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究·财报点评

### 医药生物·医疗服务

证券分析师：张佳博	证券分析师：陈益凌
021-60375487	021-60933167
zhangjiabo@guosen. com. cnchenyiling@guosen. com. cn	S0980523050001 S0980519010002

联系人：凌珑

021-60375401  
linglong@guosen. com. cn

## 基础数据

投资评级	增持(首次评级)
合理估值	58. 98 - 62. 08 元
收盘价	53. 53 元
总市值/流通市值	11412/7835 百万元
52 周最高价/最低价	58. 97/27. 49 元
近 3 个月日均成交额	164. 49 百万元

## 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## 相关研究报告

**2023年业绩实现较快增长。**2023年公司实现营收10.34亿元(+58.69%)，归母净利润1.63亿元(+26.20%)，扣非归母净利润1.68亿元(+102.31%)。其中23Q4单季营收3.24亿元(+20.45%)，归母净利润0.71亿元(-6.18%)，扣非归母净利润0.80亿元(+12.20%)。公司2023年业绩实现较快增长，主要由自主选择产品驱动，扣非归母净利润增速快于归母净利润，主要系2022年非经常性损益金额较高所致。

图1：诺泰生物营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图3：诺泰生物归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：诺泰生物单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图4：诺泰生物单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）

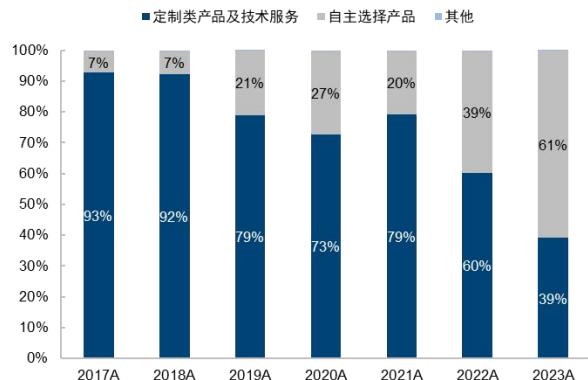


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

**自主选择产品表现亮眼，定制类业务稳定增长。**分业务来看，2023年自主选择产品实现营收6.29亿元，同比增长145.5%，其中制剂营收2.13亿(+154.3%)，主要受益于奥司他韦等抗病毒制剂收入的大幅增长(+647.5%)，原料药及中间体营收4.16亿(+141.2%)，主要受益于多肽原料药的需求增长。定制类产品及技术服务业务保持稳定增长，实现营收4.04亿元(+3.1%)。

**图5: 诺泰生物自主选择产品收入及增速**


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**图7: 诺泰生物营收结构**


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

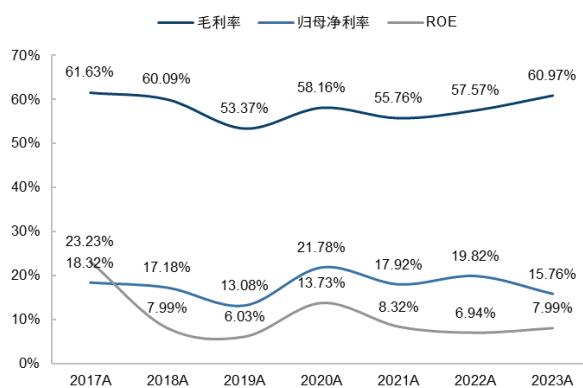
**图6: 诺泰生物定制类产品及技术服务收入及增速**


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

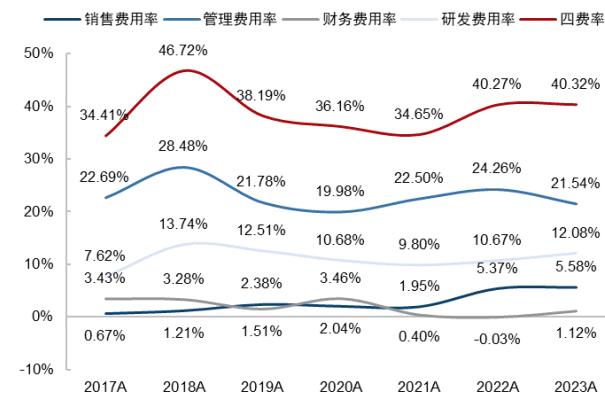
**图8: 诺泰生物 API 和中间体、制剂收入情况 (亿元)**


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**盈利能力稳步提升，费用率较稳定。**2023 年公司毛利率 60.97% (+3.4pp)，其中定制类产品及技术服务业务毛利率 55.58% (+0.2pp)，与 2022 年基本维持稳定，自主选择产品毛利率 64.43%，较 2022 年提升 3.3pp。归母净利率 15.58% (-4.24pp)，下滑较多主要系 2022 年政府补助等非经常损益较高所致，扣非归母净利率 16.26% (+3.5pp)。费用方面，2023 年销售费用率 5.58% (+0.2pp)、管理费用率 21.54% (-2.7pp)、研发费用率 12.08% (+1.4pp)、财务费用率 1.12% (+1.1pp)，四费率合计 40.32% (+0.05pp)，费用率较稳定。

**图9: 诺泰生物利润率变化情况**


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**图10: 诺泰生物费用率变化情况**


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**推进矩阵式 BD 拓展，成果逐步显现。**公司积极通过矩阵式商务拓展模式系统性、专业性地推进销售业务，市场占有率达到不断提升，2023 年在外部合作及订单方面取得突破。

- ◆ 与国内某知名生物医药公司签署 GLP-1 创新药原料药 CDMO 合作，并约定客户终端制剂于国内获批上市后原料药阶梯式供货价格；
- ◆ 与客户签署司美格鲁肽注射液欧洲区域战略合作协议，由公司提供低成本高质量的司美格鲁肽原料药，借助客户的制剂生产及区域销售推广优势，双方销售分成以实现双赢；
- ◆ 与客户签署口服司美格鲁肽原料药拉丁美洲区域战略合作协议，未来产品可商业化上市销售后，指定该客户独家采购并进行销售；
- ◆ 与欧洲某大型药企成功签约合同总金额 1.02 亿美元 CDMO 长期供货合同，将于 2024 年开始阶梯式供货。

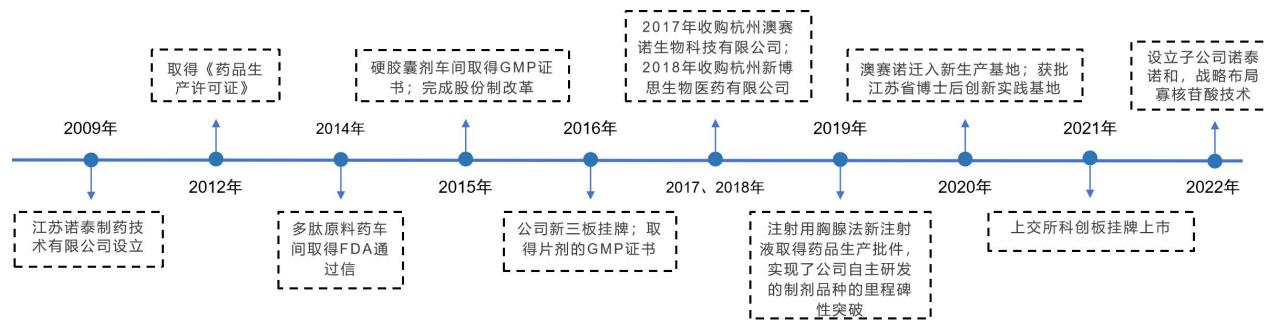
**图11: 诺泰生物矩阵式商务拓展模式**


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

## 诺泰生物是多肽原料药领先企业

原料药起家，向上游中间体及下游制剂拓展，战略布局寡核苷酸技术。公司2009年4月成立于连云港，创立伊始即确立了以多肽药物为主、兼顾小分子化药的研究、发展方向，以原料药为起点，逐步进行技术开发、产能建设和产品管线搭建。2017年，公司收购澳赛诺（建德工厂），向上游高级医药中间体领域拓展。2018年收购新博思，进一步完善了制剂研发体系，自主研发的注射用胸腺法新于2019年获批上市，实现了自制剂品种的里程碑性突破。2022年，设立子公司诺泰诺和，布局加码寡核苷酸技术。

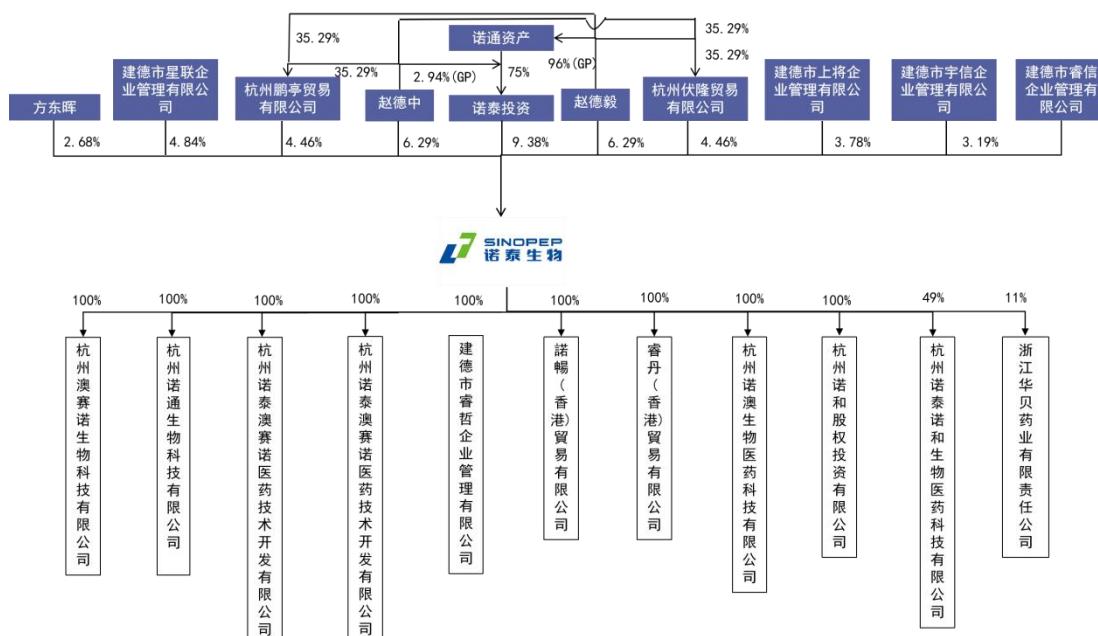
图12: 诺泰生物发展历程



资料来源：公司官网、公司公告、国信证券经济研究所整理

**公司股权结构清晰，架构完整。**公司实控人为赵德中、赵德毅兄弟，其中赵德中和赵德毅各自直接持股6.29%，两人合计直接及间接控制公司30.89%的股份。公司旗下拥有多家子公司，澳赛诺（建德工厂）为公司2017年并购的工厂，主要从事小分子化药高级医药中间体的生产，诺泰诺和为2022年新设立的子公司，主要从事寡核苷酸技术和产品的开发。

图13: 诺泰生物发展历程



资料来源：公司官网、公司公告、国信证券经济研究所整理

**高管团队专业背景深厚，行业经验丰富。**公司高管团队具备深厚的学术背景、国际化的任职经历及丰富的行业经验。公司董事长童梓权是新加坡国立大学化工硕士，在葛兰素史克制药公司、辉瑞制药公司累积拥有近 20 年的工作经验，2017 年加入诺泰生物；副董事长金富强、副总经理施国强、姜建军、李唐擎等均拥有海外的研究或从业背景。

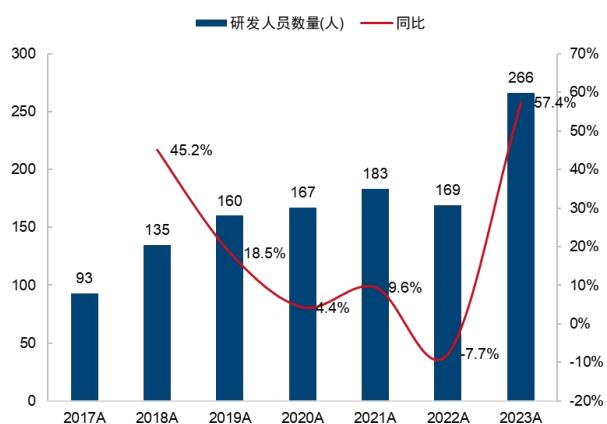
表1：诺泰生物高管及核心技术人员简介

高管	职务	学历	经历
童梓权	董事长、总经理、核心技术人	新加坡国立大学 化工系硕士	入选“国家重大人才工程 A 类”、“国家高端外国专家引进计划”及江苏省“双创计划”创新人才；获得江苏省“五一劳动荣誉奖章”。曾在辉瑞（Pfizer）、葛兰素史克（GSK）服务近二十年，先后在新加坡、中国、亚太区和全球总部任职，历经化学工程师、高级技术经理、质量总监、执行董事和总经理等职务。2017 年 9 月加入诺泰生物，担任常务副总经理。2018 年 1 月担任公司董事。2022 年 5 月起，担任公司董事长、总经理。
金富强	副董事长、核心技术人员	中科院上海有机 化学研究所有机 合成博士	1993 年 7 月至 1994 年 3 月，在中科院上海有机化学研究所担任助理研究员；1994 年 4 月至 2001 年 1 月，在美国杜邦公司研究院工作，历任研究员、高级研究员等职；2001 年至 2002 年，在美国施贵宝制药有限公司担任主任研究员；2002 年至 2003 年，在美国赛普科制药公司担任主任研究员；2003 年至 2007 年，在美国环球药物咨询有限公司担任技术总监；2007 年 2 月至 2016 年 8 月，创立澳赛诺并担任董事、总经理、首席技术官；2016 年 9 月至今，担任澳赛诺董事；2017 年 5 月至 2022 年 5 月，担任公司董事、总经理；2022 年 5 月至今，担任公司副董事长。
施国强	副总经理，研究院副 院长	瑞士洛桑大学有 机化学博士	1993 年 1 月至 1996 年 8 月，就职于中科院上海有机化学研究所，任副研究员和研究员；1996 年 9 月至 1998 年 4 月，就职于美国斯克里普斯研究所，任副研究员；1998 年 5 月至 2008 年 1 月，就职于美国默克制药公司，任研究员和资深研究员；2008 年 1 月至 2014 年 10 月，在美国 Anichem 公司，任总经理兼联合创始人；2014 年 11 月至 2017 年，在杭州澳赛诺生物科技有限公司，任研发副总经理；2017 年至今，担任公司研究院副院长、董事；2019 年 5 月至今，担任公司董事、副总经理。
刘标	监事会主席、连云港生产基地多肽生产总监	安徽工程大学生 物工程硕士	2004 年 6 月至 2009 年 3 月，在杭州诺泰制药技术有限公司担任多肽研发主管，副经理。2009 年 6 月至 2010 年 9 月，在杭州华津药业有限公司担任多肽副总经理。2010 年 10 月至 2014 年 12 月，在安徽工程大学任教。2015 年 1 月至今，担任公司多肽药物总监，研究院多肽药物研发中心主任；2015 年 9 月至 2017 年 4 月，担任公司副总经理。2018 年 3 月至今，担任公司监事会主席，连云港生产基地多肽生产总监。
姜建军	副总经理、研究院副 院长	宾夕法尼亚大学 有机化学博士	1994 年至 2007 年，在美国雅培公司担任高级工程师；2007 年至 2013 年，在 AmericanPeptide Company 担任 GMP 生产副总经理；2014 年至 2015 年，在 CS Bio(美国希施生物公司)担任 GMP 生产副总经理；2015 年至 2018 年，在海南双成药业股份有限公司担任多肽原料药部门副总经理等职位；2018 年加入公司，2019 年 5 月至今，担任公司副总经理，研究院副院长，主要负责多肽研发与生产管理工作。
李唐擎	副总经理	莱斯大学博士	曾在诺华制药从事研发及项目管理工作近二十年，后续效力于药明康德，凯莱英等公司从事海外市场商务拓展十余年，历任 ProjectLeader, Executive Director, Vice President 等职务。2023 年 3 月起担任副总经理。
李小华	副总经理	浙江大生物工 程硕士	具有近二十年原料药和制剂国内外销售经验，曾在普洛，先声，石药等公司先后担任欧盟市场部经理，国际业务总监，药品进出口公司副总经理等职务。2023 年 3 月起担任副总经理。
谷海涛	副总经理	本科	2006 年 5 月至 2011 年 6 月，在杭州华津药业股份有限公司，任副总经理；2011 年 6 月至 2014 年 12 月，在浙江华津依科生物制药有限公司，任副总经理。2019 年 5 月至 2024 年 2 月，任公司副总经理。
丁伟	财务总监	学士	2007 年至 2010 年，任职于富士康集团；2011 年至 2019 年，于上海英威腾工业技术有限公司担任财务负责人；2020 年至 2022 年，于浙江司太立制药股份有限公司担任财务负责人，期间兼任上海研诺医药科技有限公司董事。2023 年 2 月起担任财务总监。
周骅	董事会秘书	学士	2005 年 5 月至 2017 年 12 月任职于美都能源股份有限公司董事会秘书等职务；2018 年 3 月至 2022 年 8 月在杭州伯庐科技有限公司等担任董事会秘书职务。2023 年 2 月起担任董事会秘书。
赵呈青	连云港生产基地多肽项目组 项目经理	安徽大学生物工 程专业学士	2008 年 8 月至 2014 年 12 月，先后在杭州诺泰制药技术有限公司，杭州华津药业股份有限公司，江苏汉邦科技有限公司任职，先后任职多肽研发员，多肽原料车间副主任，液相设备产品经理岗位，华津药业期间解决了胸腺五肽大生产脱盐问题；2011 年期间协助马鞍山丰原药业完成胸腺五肽 GMP 再认证。2015 年 1 月至今，担任连云港生产基地多肽项目组项目经理。
张余	研发总监	香港中文大学化 学博士	2020 年 7 月至 2022 年 7 月，在瑞典于默奥大学从事博士后研究，研究方向是多肽，蛋白修饰和生物偶联。2022 年 8 月至今，在诺泰生物子公司诺泰和负责多肽、寡核苷酸和偶联物的研发平台建设，现任研发总监。
刘婷	分析及质量控 制高级总监	华东理工大学发 酵工程博士	在杭州奕安济世生物医药有限公司等担任过高级研究员及分析经理，具有多年的分析方法开发，结构表征及质量研究经验。2022 年 6 月加入诺泰和，现任分析及质量控制高级总监。
杨杰	子公司研发总 监	杜肯大学药物化 学博士	1991 年至 1997 年，在上海医科大学药学院药物化学教研室，任助教；2008 年至 2016 年，在 AlbanyMolecularResearch, Inc, 任资深科学家；2016 年至 2017 年，在 AgiosPharmaceuticals, 任 CMC 技术顾问；2017 年至 2018 年，在上海方楠生物医药科技有限公司，任执行副总；2018 年 5 月至 2024 年 2 月，任公司子公司杭州澳赛诺生物科技有限公司研发部研发总监。
赵呈青	核心技术人员	安徽大学生物工 程学士	2008 年 8 月至 2014 年 12 月，先后在杭州诺泰制药技术有限公司、杭州华津药业股份有限公司、江苏汉邦科技有限公司任职，先后任职多肽研发员、多肽原料药车间副主任、产品经理岗位，2015 年 1 月至今，历任公司连云港生产基地多肽项目经理、多肽药物研发副总监，期间兼任过中试车间主任及市场部经理，现为多肽药物研发中心多肽药物研发总监，主持完成多个多肽药物研发项目，如公司重磅降糖药物的研发，部分品种已经取得上市文号，多项技术已申请发明专利并获得授权。

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

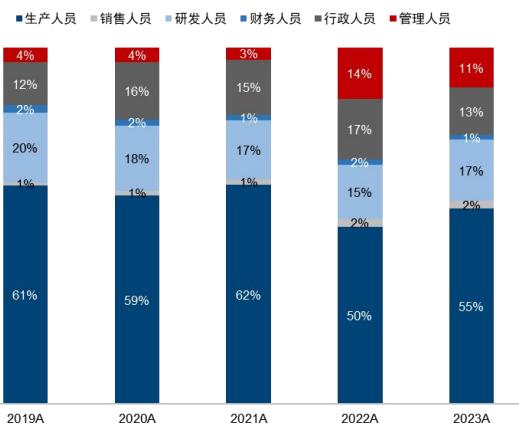
**注重研发，研发人员数量进一步增长。**公司高度重视研发投入，在技术研发人才方面储备深厚，2023年研发团队再度扩张，具有较强的核心竞争力。截至2023年年末，公司共有1545名员工，其中技术研发人员266名，同比增加57.40%，人员占比17.22%，技术人员中硕博人员共89人，占比33.46%，整体学历及综合素质较高。

图14：诺泰生物历年研发人员数量及增速



资料来源：Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

图15：诺泰生物历年人员占比图



资料来源：Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

**股权激励充分合理，彰显经营信心。**2023年5月23日，公司推出股权激励计划，激励对象包括为公司董事、高级管理人员、中层管理人员及核心技术人员共66人，激励授予的限制性股票数额为310.00万股，占据公司总股本的1.45%。激励目标为2023/24/25年营业收入增长率不低于21%/42%/63%（以2022年营业收入为基数）。充分合理的股权激励彰显了公司对未来发展的信心，有利于充分调动公司员工的积极性，使得各方共同关注公司的长远发展。

## 多肽药物深耕细作，产能扩充积极

**全球多肽药物市场持续增长，国内市场潜力巨大。**多肽药物以慢性病治疗为主，其确切的疗效和相对较好的安全性受到了专家和临床医生的认可，近年来，多肽药物在免疫调节和新陈代谢紊乱治疗中的广泛应用也进一步巩固了其地位。根据IQVIA数据，2007年全球多肽药物市场规模约124亿美元，到2020年已达430亿美元，年复合增长率10%。根据Frost&Sullivan数据，2020年中国肽类药物市场规模85亿美元，预计2030年市场规模达到328亿美元，年复合增长率14%。与发达国家相比，我国治疗糖尿病、罕见病等疾病的多肽药物市场份额还相对较少，尚有巨大增长空间。

**图16: 全球多肽药物市场规模 (亿美元)**


资料来源：IQVIA、国信证券经济研究所整理

**图17: 中国多肽药物市场规模 (亿美元)**


资料来源：Frost&amp;Sullivan、国信证券经济研究所整理

**从降糖到减重，GLP1RA 成为多肽类药品全球焦点。**糖尿病与超重/肥胖影响全球几十亿人的健康，并呈现出逐年增加的趋势。胰高血糖素样肽-1 (GLP-1) 具有促进胰岛素分泌、抑制食欲等作用，GLP-1 受体激动剂 (GLP1RA) 已在临幊上验证了优秀的降糖和减重作用。2022 年諾和諾德的司美格魯肽销售约 110 亿美元，2023 年销售超 212 亿美元，增长迅速。

**表2: 全球已获批上市的 GLP1RA 分子**

企业	药物	商品名	FDA 获批时间	国内进展
阿斯利康	艾塞那肽	Byetta	2005	批准上市 (T2D)
	艾塞那肽	Bydureon	2012	批准上市 (T2D)
	赛诺非	利司那肽	Adlyixin	批准上市 (T2D)
	GSK	阿必鲁肽	Tanzeum	Ph3(非积极)
	諾和諾德	利拉鲁肽	Victoza	批准上市 (T2D)
		Saxenda	2014	/
	司美格魯肽	Ozempic	2017	获批上市 (T2D, CVD)
		Rybelsus	2019	获批上市 (T2D), ph3 (Obesity)
		Wegovy	2021	申请上市 (Obesity)
	礼来	度拉糖肽	Trulicity	批准上市 (T2D)
		替尔泊肽	Mounjaro	申请上市 (T2D, Obesity)

资料来源：Insight、各公司官网、国信证券经济研究所整理

**諾泰生物是国内较早布局多肽领域的企业，产品布局全面。**公司从成立之始就前瞻性布局多肽药物，利用先发优势构筑起自身的“护城河”，目前已搭建了丰富的产品管线，涵盖利拉鲁肽、司美格鲁肽、依替巴肽、醋酸兰瑞肽等知名品种，还可提供多肽原料药的定制生产服务，以及少量客户定制肽的研发生产服务。此外，公司也在多肽创新药领域积极进行研发布局，在研的 GLP-1 受体单靶点激动剂 1 类新药已获批临床试验。2023 年，公司取得司美格鲁肽、利拉鲁肽等原料药的 FDA First Adequate Letter，可满足下游制剂客户在 FDA 的申报需求。

**突破长链多肽药物规模化生产壁垒，技术达到行业先进水平。**长链多肽药物的规模化大生产技术壁垒极高，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。公司在多肽固相合成技术、小分子液相合成技术的基础上，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大生产能力，在产能、产品质量和生产成本等方面具备较强的竞争优势，如司美格鲁肽、艾博韦泰等长链修饰多肽药物的单批次产量已超过 10 公斤，达到行业先进水平。以司美格鲁肽原料药为例，公司是在 CDE 登记的五家

企业中唯一一个包装规格达到 1kg/袋的企业。

表3: 利拉鲁肽和司美格鲁肽原料药 CDE 登记情况

品种名称	企业名称	包装规格
利拉鲁肽	诺泰生物	1kg/包
利拉鲁肽	翰宇药业	1g/袋, 5g/袋, 10g/袋, 15g/袋, 50g/袋
利拉鲁肽	天吉生物制药	5g/瓶, 20g/瓶, 50g/瓶, 100g/瓶
利拉鲁肽	南京星银药业	200g/包
利拉鲁肽	圣诺生物	
司美格鲁肽	诺泰生物	1kg/袋
司美格鲁肽	湃肽生物	50g/瓶
司美格鲁肽	湖北健翔	200g/听
司美格鲁肽	天吉生物制药	30g/瓶, 50g/瓶, 100g/瓶, 200g/瓶, 300g/瓶
司美格鲁肽	海南中和药业	50g/瓶, 100g/瓶, 200g/瓶, 300g/瓶, 500g/瓶

资料来源: CDE、国信证券经济研究所整理 注: 数据截至 2024. 3. 31

**106 车间技改项目完成, 多肽原料药产能持续提升。**公司 IPO 募投项目“106 车间多肽原料药产品技改项目”顺利投产, 作为第三代多肽生产车间, 配备了行业领先的工业机器人、DCS 自动控制系统、全密闭生产系统、全自动合成系统、全自动裂解系统以及进口液相制备生产线, 实现了生产数字化、智能化、规模化。目前, 公司的多肽原料药产能已达到吨级规模。此外, 公司还计划新建多肽生产车间, 预计到 2025 年底, 多肽原料药产能将达到数吨级。

图18: 诺泰生物连云港生产基地第三代多肽生产车间(106 车间)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

## 寡核苷酸前瞻布局, 探索新增长点

**寡核苷酸药物市场迎来快速发展, 有望成为具有颠覆性的新主流疗法之一。**寡核苷酸药物又称小核酸药物, 与 mRNA 药物共同组成核酸药物。与传统小分子和抗体药相比, 核酸药物具有治疗效率高、药物毒性低、特异性强等优点, 在治疗代谢性疾病、遗传疾病、癌症、预防感染性疾病等领域具有巨大潜力, 有望成为继小分子药物和抗体药物后的第三大类药物。据 Frost&Sullivan 数据, 随着两款反义核酸药物于 2016 年上市, 打破了多年寡核苷酸药物市场的沉寂, 全球市场规模也

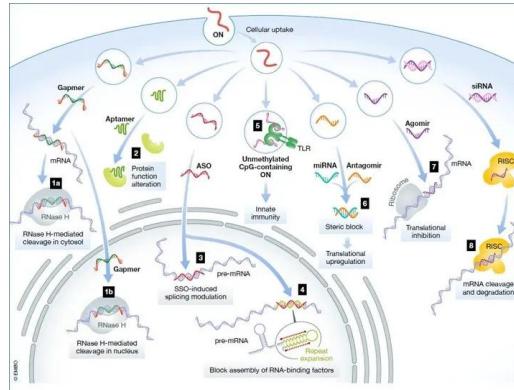
从 2016 年的 0.1 亿美元增长至 2021 年的 32.5 亿美元,年复合增长率高达 217.8%。

图19: 全球寡核苷酸市场规模变化（亿美元）



资料来源: Frost&Sullivan、国信证券经济研究所整理

图20: 寡核苷酸药物作用机制



资料来源: 药明康德、国信证券经济研究所整理

**积极拓展寡核苷酸领域, GMP 商业化车间纳入规划。**2022 年, 公司投资设立子公司诺泰诺和, 布局加码寡核苷酸技术领域, 建设了固液融合的小核酸规模化生产技术平台, 其中涵盖固液相结合的寡核苷酸合成等六大技术, 并于 2022 年完成核心团队组建和研发实验室投产。2023 年, 诺泰诺和 GMP 中试产线投产, 并规划建设寡核苷酸 GMP 商业化车间, 有望进一步增强商业化项目的承接能力。

表4: 诺泰生物基于固液融合的小核酸规模化生产技术平台

平台	技术名称	技术特点及优势
基于固液融合的小核酸规模化生 产技术平台	固液相结合的寡核苷酸合成技术	引入 Cytiva 最新一代固相合成仪, 具备稳定性和强大功能, 得到国内外寡核苷酸企业的广泛应用。基于 Unicorn 平台的控制软件能有效放大工艺, 提高偶联效率。液相合成依托多肽技术优势, 实现超长寡核苷酸链规模合成和大规模液相合成。
	GalNAc 寡核苷酸偶联技术	开发了高效的 GalNAc 寡核苷酸偶联平台, 旨在解决 siRNA 靶向递送中 GalNAc 引入的挑战。该平台能够将 GalNAc 共价缀合到 siRNA 链的 3' 末端、中间位置或 5' 末端, 实现在树脂上或液相中的反应, 提高产品产率和质量。
	纯化技术	引进 akta avant 和 akta pilot 等纯化设备, 开发离子交换和疏水层析工艺。YMC 制备液相用于寡核苷酸的反相色谱研究, 提供多样化的层析设备, 满足客户的不同需求。
	结构确证分析技术	平台研究开发研究了寡核苷酸立体异构表征方法。平台具备全面的结构确证分析技术, 表征技术包括常规物理化学性质, 一级结构: 分子量分析, 序列分析, 元素分析; 高级结构: 双链解链温度, 圆二色谱分析等。
	起始物料质量控制分析技术	平台开发了各类修饰寡核苷酸单体分析检测和鉴定方法。
寡核苷酸原料药质量研究和工艺关键参数控制技术	平台具备多种正交的纯度和杂质分析检测方法, 包括离子对色谱、离子交换色谱研究和工艺关键谱和体积排阻色谱。基于生物兼容的 UPLC 和高分辨质谱系统, 开发了寡核苷酸分子量、序列覆盖、杂质鉴定等检测方法, 用于产品中控和放行质量控制。	

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

# 盈利预测

## 假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

**定制类产品及技术服务：**考虑到建德工厂二期多功能 GMP 车间投入使用新增总产能 18 万升，且与欧洲某大型药企签订的 1.02 亿美元 CDMO 合同将于 2024 年开始阶梯式供货，定制类业务有望保持稳健增长，预计 2024-26 年收入增速分别为 10%、10%、10%，由于公司的定制类业务以较为复杂的高级中间体为主，受竞争加剧和价格战的影响相对较小，预计毛利率稳定在 55%左右。

**自主选择产品：**API 和中间体方面，受益于多肽药物需求增长，2024-26 年收入增速预计为 50%、40%、30%；制剂方面，公司目前尚有 4 款产品处于 CDE 审评状态，随着获批产品数目增多，制剂板块收入体量有望提升，2024-26 年收入增速预计为 60%、50%、40%。整体来看，自主选择产品 2024-26 年收入增速预计为 53%、44%、34%，毛利率为 63%、63%、63%。

表5：诺泰生物营收拆分（亿元）

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>定制类产品及技术服务</b>					
收入	3.92	4.04	4.43	4.86	5.33
YOY	-23.3%	3.1%	9.7%	9.7%	9.7%
毛利率	55.4%	55.6%	55.3%	55.3%	55.2%
<b>其中：CDMO/CMO</b>					
收入	3.59	3.91	4.30	4.73	5.20
YOY	-16.2%	8.8%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	56.5%	55.2%	55.0%	55.0%	55.0%
<b>其中：技术服务转让</b>					
收入	0.33	0.13	0.13	0.13	0.13
YOY	-59.9%	-59.6%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	42.9%	67.2%	65.0%	65.0%	65.0%
<b>自主选择产品</b>					
收入	2.56	6.29	9.64	13.84	18.51
YOY	95.6%	145.5%	53.4%	43.5%	33.7%
毛利率	61.2%	64.4%	62.9%	62.9%	62.9%
<b>其中：API 和中间体</b>					
收入	1.73	4.16	6.24	8.74	11.36
YOY	44.2%	141.2%	50.0%	40.0%	30.0%
毛利率	65.6%	70.0%	70.0%	70.5%	71.0%
<b>其中：制剂</b>					
收入	0.84	2.13	3.40	5.11	7.15
YOY	639.7%	154.3%	60.0%	50.0%	40.0%
毛利率	52.1%	53.5%	50.0%	50.0%	50.0%
<b>营收合计</b>					
	<b>6.51</b>	<b>10.34</b>	<b>14.08</b>	<b>18.71</b>	<b>23.85</b>
YOY	1.2%	58.7%	36.3%	32.9%	27.4%
毛利率	57.6%	61.0%	60.5%	60.9%	61.2%

资料来源：Wind、国信证券研究所整理和预测

综上所述，预计公司 2024-2026 年营收 14.1/18.7/23.8 亿元，同比增速 36%/33%/27%，毛利率为 60.5%/60.9%/61.2%。

## 未来3年业绩预测

表6: 未来3年盈利预测表

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入(百万元)</b>	651	1034	1408	1871	2385
<b>营业成本(百万元)</b>	276	403	556	731	926
<b>销售费用(百万元)</b>	35	58	77	99	119
<b>管理费用(百万元)</b>	158	223	321	416	517
<b>研发费用(百万元)</b>	69	125	169	225	286
<b>财务费用(百万元)</b>	0	12	15	21	26
<b>营业利润(百万元)</b>	125	190	260	368	486
<b>利润总额(百万元)</b>	123	173	260	362	480
<b>归母净利润(百万元)</b>	129	163	221	308	410
<b>归母净利润增速</b>	11.9%	26.2%	35.4%	39.8%	32.9%
<b>EPS(元)</b>	0.61	0.76	1.03	1.45	1.92
<b>ROE</b>	6.8%	7.5%	9.4%	12.1%	14.4%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件, 我们预计公司2024-2026年营收14.1/18.7/23.8亿元, 同比增速36%/33%/27%, 归母净利润2.2/3.1/4.1亿元, 同比增速35%/40%/33%。

## 盈利预测的敏感性分析

乐观假设与悲观假设在现有预测基础上浮动10%。

表7: 情景分析(乐观、中性、悲观)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>乐观预测</b>					
<b>营业收入(百万元)</b>	651	1034	1446	1968	2563
(+/-%)	1.15%	58.69%	39.88%	36.15%	30.19%
<b>净利润(百万元)</b>	129	163	332	467	624
(+/-%)	11.89%	26.20%	103.71%	40.58%	33.73%
<b>每股收益(元)</b>	0.61	0.76	1.56	2.19	2.93
<b>中性预测</b>					
<b>营业收入(百万元)</b>	651	1034	1408	1871	2385
(+/-%)	1.15%	58.69%	36.26%	32.86%	27.45%
<b>净利润(百万元)</b>	129	163	221	308	410
(+/-%)	11.89%	26.20%	35.38%	39.82%	32.88%
<b>每股收益(元)</b>	0.61	0.76	1.03	1.45	1.92
<b>悲观预测</b>					
<b>营业收入(百万元)</b>	651	1034	1371	1776	2215
(+/-%)	1.15%	58.69%	32.63%	29.58%	24.70%
<b>净利润(百万元)</b>	129	163	118	168	227
(+/-%)	11.89%	26.20%	-27.71%	43.00%	34.67%
<b>每股收益(元)</b>	0.61	0.76	0.55	0.79	1.06

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

## 估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

### 绝对估值：55.67-64.26 元

表8: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
营业收入增长率	1.15%	58.69%	36.26%	32.86%	27.45%	24.45%	21.45%	18.45%	16.45%	14.45%	12.45%	10.45%
营业成本/营业收入	42.43%	39.03%	39.46%	39.05%	38.82%	38.62%	38.42%	38.22%	38.02%	37.82%	37.62%	37.42%
管理费用/营业收入	22.99%	20.61%	22.50%	22.00%	21.50%	20.80%	20.10%	19.40%	18.70%	18.20%	17.70%	17.00%
研发费用/营业收入	10.67%	12.08%	12.00%	12.00%	12.00%	11.60%	11.20%	10.80%	10.40%	10.00%	9.60%	9.20%
销售费用/销售收入	5.37%	5.58%	5.50%	5.30%	5.00%	4.80%	4.60%	4.40%	4.20%	4.00%	3.80%	3.60%
营业税及附加/营业收入	1.42%	0.70%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
所得税税率	0.31%	4.43%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%
股利分配比率	31.43%	35.36%	24.01%	30.26%	29.88%	28.05%	29.40%	29.11%	28.85%	29.12%	29.03%	29.00%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

表9: 资本成本假设

指标	假设值	指标	假设值
无杠杆 Beta	0.9	T	14.00%
无风险利率	2.50%	Ka	8.80%
股票风险溢价	7.00%	有杠杆 Beta	1.00
公司股价	52.83	Ke	9.51%
发行在外股数	213	E/(D+E)	88.43%
股票市值(E)	11263	D/(D+E)	11.57%
债务总额(D)	1473.589081	WACC	8.94%
Kd	5.30%	永续增长率(10年后)	2.00%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司价格区间为 55.67-64.26 元，对应市值区间为 119-137 亿元。

表10: 诺泰生物 FCFF 估值表

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	TV
EBIT	275.2	381.9	512.5	683.5	885.1	1,113.2	1,371.7	1,644.5	1,933.0	2,241.4	
所得税税率	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	
EBIT*(1-所得税税率)	236.6	328.4	440.8	587.8	761.2	957.4	1,179.6	1,414.3	1,662.3	1,927.6	
折旧与摊销	148.9	192.2	222.6	242.9	259.9	275.8	291.5	307.0	322.4	337.9	
营运资金的净变动	(202.9)	(222.3)	(101.1)	(217.2)	(242.9)	(256.9)	(274.7)	(281.4)	(277.7)	(263.0)	
资本性投资	(660.6)	(660.6)	(233.4)	(233.4)	(233.4)	(233.4)	(233.4)	(233.4)	(233.4)	(233.4)	
FCFF	(478.0)	(362.3)	329.0	380.1	544.8	742.9	963.0	1,206.5	1,473.7	1,769.1	26,015.5
PV(FCFF)	(438.8)	(305.3)	254.5	269.9	355.1	444.6	529.0	608.4	682.1	751.7	11,053.9
核心企业价值	14,204.9										
减: 净债务	1,473.6										
股票价值	12,731.4										
每股价值	59.72										

资料来源: 国信证券经济研究所预测

## 绝对估值的敏感性分析

绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表11：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

	59.72	WACC 变化				
		8.5%	8.7%	8.9%	9.1%	9.3%
永 续 增 长 率 变 化	2.6%	71.58	68.16	64.96	61.98	59.18
	2.4%	69.40	66.15	63.11	60.26	57.58
	2.2%	67.35	64.26	61.36	58.64	56.08
	2.0%	65.44	62.49	59.72	57.12	54.66
	1.8%	63.63	60.82	58.17	55.67	53.32
	1.6%	61.93	59.24	56.70	54.31	52.04
	1.4%	60.33	57.75	55.31	53.01	50.83

资料来源：国信证券经济研究所分析 \*绝对估值分析时间 2024-4-2

## 相对估值：58.98-62.08 元

公司业务涵盖中间体 CDMO、原料药、制剂，涉及多肽及小分子化药，选取小分子 CDMO 企业博腾股份、凯莱英以及多肽原料药及制剂企业圣诺生物、翰宇药业作为可比公司，可比公司 2024-26 年平均 PE 为 52/23/15x。考虑多肽行业高景气度以及公司大订单的突破和优质产能的扩充，公司有望保持竞争优势持续成长，给予公司 2024 年 PE 57-60x，合理价格区间为 58.98-62.08 元，对应市值区间为 126-132 亿元，较当前股价有 10-16% 溢价空间。

表12：可比公司估值表

公司代码	公司名称	24/4/3	总市值	EPS			PE			ROE	PEG	投资评级	
		股价	(亿元)	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	23A	24E
688076.SH	诺泰生物	53.53	114	0.76	1.03	1.45	1.92	70.04	51.74	37.00	27.84	7.51%	1.44 增持
002821.SZ	凯莱英	85.09	307	6.14	4.74	6.07	5.55	13.51	17.50	13.68	14.95	12.98%	2.14 无评级
300363.SZ	博腾股份	17.92	98	0.98	0.98	1.29		18.20	18.31	13.93		33.41%	1.28 无评级
300199.SZ	翰宇药业	11.59	102	-0.49	0.08	0.30		-23.53	136.49	38.78		-29.16%	0.39 无评级
688117.SH	圣诺生物	30.54	34	0.63	0.93	1.17		48.79	32.99	26.04		7.80%	0.89 无评级

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

注：除诺泰生物外均为 Wind 一致预期

## 投资建议

我们预计公司 2024-2026 年营收 14.1/18.7/23.8 亿元，同比增速 36%/33%/27%，归母净利润 2.2/3.1/4.1 亿元，同比增速 35%/40%/33%。在 GLP-1 药物大单品带动下，多肽产业链有望维持高景气度。诺泰生物作为国产多肽原料药领先企业，在人员、产能、技术方面均处于行业前列，随着公司加大矩阵式销售模式拓展力度，有望在订单和业绩端持续取得突破。给予公司 2024 年 PE 57-60x，合理价格区间为 58.98-62.08 元，对应市值区间为 126-132 亿元，较当前股价有 10-16% 溢价空间，首次覆盖，给予“增持”评级。

## 风险提示

### 估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在126-132亿元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来10年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算WACC时假设无风险利率为2.5%、风险溢价7.0%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致WACC计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来10年后公司TV增长率为2%，公司所处行业可能在未来10年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了可比公司2024年平均PE做为相对估值的参考，同时考虑公司较好的成长性，最终给予公司24年57-60倍PE估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

### 盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来3年收入增长36%/33%/27%，可能存在对公司各业务收入增长预计偏乐观、进而高估未来3年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来3年毛利率分别为60.5%/60.9%/61.2%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来3年盈利预测值高于实际值的风险。

### 药物研发失败及研发周期较长风险

公司是一家聚焦多肽药物及小分子化药进行自主研发与定制研发生产相结合的生物医药企业。药品的研发具有技术难度大、研发周期长、前期投入高、审批周期不确定等特点，从研究开发到商业化的各个环节均面临一定研发风险，如关键技术难点无法突破、临床研究失败、无法通过监管部门的审评审批等，如果公司的药品未能开发成功，将对公司的盈利能力造成较大不利影响。在CDMO业务中，公司需为客户所需的各种复杂高难度化合物进行合成路线的设计、工艺优化、中试放大、质量标准等方面的研究，对公司的研发实力、技术体系和研发经验要求较高，公司存在研发失败、研发成果无法满足客户需求或不具备市场竞争力的风险，这将影响公司CDMO业务的经营业绩。

### 核心技术人员流失风险

核心技术人员是公司产品研发和技术创新的重要基础，核心技术人员的稳定对公司非常重要。随着医药行业的不断发展，行业内的人才竞争将日趋激烈，如果公司未来在发展前景、薪酬福利、工作环境等方面无法保持持续的竞争力，可能存在公司核心技术人员流失，进而对公司长期发展造成不利的风险。

## 市场竞争加剧风险

在 CDMO 业务方面，如果公司在技术研发、产品价格、交货期等方面不能持续满足客户需求并保持较强的市场竞争力，公司可能面临被其他供应商替代或市场份额下降的风险，这将影响公司 CDMO 业务的经营业绩。此外，随着医药行业快速发展，众多医药企业纷纷加大研发投入，已对公司布局的主要自主选择品种进行研发甚至已提交注册申请或取得注册批件的制药企业家数不断增加，市场竞争将日益激烈。如果公司不能加快研发和注册申报进度，尽快将在研产品实现商业化，或者公司不能持续优化现有产品管线，推出疗效更好、安全性更佳的新产品，随着现有在研药品的市场竞争日益激烈，将对公司的经营业绩产生不利影响。

## 政策风险

医药行业是受国家严格监管的行业，当前，我国医疗体制改革不断深化，相关政策法规体系正在逐步制订和完善。国家相关行业政策的出台或调整将对医药行业的市场供求关系、经营模式、企业的产品选择和商业化策略、产品价格等产生深远影响。如果公司未来不能采取有效措施应对医药行业政策的重大变化，不能持续保持市场竞争力，公司的盈利能力可能受到不利影响。

## 环保、安全生产风险

医药制造业属于高污染行业，随着近年来国家对环境保护的日益重视，环保标准不断提高，不同程度上增加了医药企业的环保成本。公司在生产过程中会产生废水、废气、固体废弃物等污染物。一旦发生环保或安全事故，公司可能面临监管部门的处罚，进而对公司的正常生产经营活动产生不利影响。

## 汇率波动风险

公司直接或间接来源于境外的营业收入占比较高，而公司产品出口主要以美元等外币定价和结算，因此，人民币兑美元等外币的汇率波动会对公司经营业绩产生一定影响。未来如果人民币汇率出现剧烈波动，公司将可能产生汇兑损失，同时汇率波动也会影响公司产品的价格竞争力，从而影响公司的经营业绩。

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	400	749	824	906	997	<b>营业收入</b>	<b>651</b>	<b>1034</b>	<b>1408</b>	<b>1871</b>	<b>2385</b>
应收款项	252	301	424	611	730	营业成本	276	403	556	731	926
存货净额	323	377	585	812	1007	营业税金及附加	9	7	14	19	24
其他流动资产	34	68	77	107	141	销售费用	35	58	77	99	119
<b>流动资产合计</b>	<b>1052</b>	<b>1495</b>	<b>1909</b>	<b>2437</b>	<b>2875</b>	管理费用	158	223	321	416	517
固定资产	987	1382	1872	2316	2305	研发费用	69	125	169	225	286
无形资产及其他	98	112	108	103	99	财务费用	(0)	12	15	21	26
投资性房地产	384	558	558	558	558	投资收益	20	3	9	11	7
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	24	29	(24)	(27)	(26)
<b>资产总计</b>	<b>2522</b>	<b>3547</b>	<b>4447</b>	<b>5415</b>	<b>5836</b>	其他收入	(92)	(174)	(148)	(202)	(267)
短期借款及交易性金融负债	320	591	1187	1716	1603	营业利润	125	190	260	368	486
应付款项	169	301	354	513	680	营业外净收支	(2)	(17)	(1)	(6)	(6)
其他流动负债	62	81	134	169	212	<b>利润总额</b>	<b>123</b>	<b>173</b>	<b>260</b>	<b>362</b>	<b>480</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>551</b>	<b>973</b>	<b>1676</b>	<b>2398</b>	<b>2495</b>	所得税费用	0	8	36	51	67
长期借款及应付债券	0	286	286	286	286	少数股东损益	(6)	3	3	3	3
其他长期负债	46	98	126	153	189	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>129</b>	<b>163</b>	<b>221</b>	<b>308</b>	<b>410</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>46</b>	<b>385</b>	<b>412</b>	<b>440</b>	<b>476</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债合计</b>	<b>597</b>	<b>1358</b>	<b>2088</b>	<b>2838</b>	<b>2970</b>	<b>净利润</b>	<b>129</b>	<b>163</b>	<b>221</b>	<b>308</b>	<b>410</b>
少数股东权益	15	19	21	23	26	资产减值准备	(10)	(1)	2	2	0
股东权益	1910	2170	2338	2553	2840	折旧摊销	99	132	149	192	223
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2522</b>	<b>3547</b>	<b>4447</b>	<b>5415</b>	<b>5836</b>	公允价值变动损失	(24)	(29)	24	27	26
						财务费用	(0)	12	15	21	26
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营运资本变动	(304)	(108)	(203)	(222)	(101)
每股收益	0.61	0.76	1.03	1.45	1.92	其它	5	2	(0)	1	2
每股红利	0.19	0.27	0.25	0.44	0.57	<b>经营活动现金流</b>	<b>(104)</b>	<b>159</b>	<b>193</b>	<b>307</b>	<b>560</b>
每股净资产	8.96	10.18	10.97	11.98	13.32	资本开支	0	(545)	(661)	(661)	(233)
ROIC	6%	8%	6%	7%	9%	其它投资现金流	44	43	0	0	0
ROE	7%	8%	9%	12%	14%	<b>投资活动现金流</b>	<b>44</b>	<b>(502)</b>	<b>(661)</b>	<b>(661)</b>	<b>(233)</b>
毛利率	58%	61%	61%	61%	61%	权益性融资	(1)	0	0	0	0
EBIT Margin	16%	21%	20%	20%	21%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	31%	34%	30%	31%	31%	支付股利、利息	(41)	(58)	(53)	(93)	(122)
收入增长	1%	59%	36%	33%	27%	其它融资现金流	(50)	808	596	529	(114)
净利润增长率	12%	26%	35%	40%	33%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(132)</b>	<b>692</b>	<b>543</b>	<b>436</b>	<b>(236)</b>
资产负债率	24%	39%	47%	53%	51%	<b>现金净变动</b>	<b>(192)</b>	<b>349</b>	<b>75</b>	<b>82</b>	<b>91</b>
股息率	0.4%	0.5%	0.5%	0.8%	1.1%	货币资金的期初余额	592	400	749	824	906
P/E	88.0	69.7	51.5	36.8	27.7	货币资金的期末余额	400	749	824	906	997
P/B	5.9	5.2	4.9	4.5	4.0	企业自由现金流	0	(313)	(478)	(362)	329
EV/EBITDA	59.2	36.4	31.7	24.7	19.5	权益自由现金流	0	494	92	121	163

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032