

诺泰生物 (688076.SH)

买入 (首次评级)

GLP-1 产业链率先获益，数吨级产能助力腾飞

当前价格: 69.34 元

投资要点:

定制类业务增长稳健，欧洲大客户订单助力加速。

公司定制类业务主要由小分子 CDMO 业务贡献收入，公司主要服务于海外创新药高级中间体，具备较强壁垒，疫情期间收入下滑明显，2023 年开始实现恢复性增长，叠加 23 年 5 月公告与欧洲客户签订大订单，合同金额累计为 1 亿美元（含税），合同标的为 cGMP 高级医药中间体，按照采购指引量，订单分 6 年执行完毕，定制类业务稳健增长确定性强。

GLP-1 产业链率先获益，公司积极扩产，拥抱趋势。

GLP-1 产业链率先获益:随着司美&替尔泊肽等 GLP-1 明星产品海外销售火爆，点燃全球研发热情，研发阶段便催生出原料药采购需求，产业链业绩将率先体现；**公司积极扩产，25 年底将落地数吨级产能:**公司现有产能为吨级，公司变更募投项目资金用于建设多肽原料药 601/602 车间，合计 5.5 吨产能，将在 25 年底落地；**需求旺盛，订单不断:**2023 年公司与国内知名生物医药公司签署 GLP-1 原料药 CDMO 合作，并在欧洲及拉丁美洲区域分别签署司美格鲁肽注射剂及口服订单，后续随着项目推进叠加新签订单，公司将显著受益于 GLP-1 产业趋势，未来可期。

制剂产能落地，奥司他韦颗粒剂获批，有望加速

公司现有制剂品种主力为奥司他韦胶囊，随着公司中华药港制剂产能落地、新剂型奥司他韦颗粒剂获批，以及后续管线稳步推进，公司制剂业务有望保持良好增长态势。

盈利预测与投资建议

诺泰生物作为国内多肽原料药领军企业，在 GLP-1 大的产业趋势下，积极扩产，拥抱机遇，25 年底预计实现数吨级别产能，有望承接 GLP-1 相关订单，成长性凸显。我们预计 2024-2025 年公司归母净利润分别为 3.6/5.2/7.4 亿，同比增长 120%/44%/44%，对应 PE 分别为 42.2/29.3/20.4 倍，24 年可比公司调整后 PE 均值为 40.9 倍，考虑到公司明确受益于 GLP-1 产业趋势，且后续产能充沛，成长性强，可以享受一定估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

产能建设不及预期，多肽原料药订单不及预期，多肽原料药降价风险

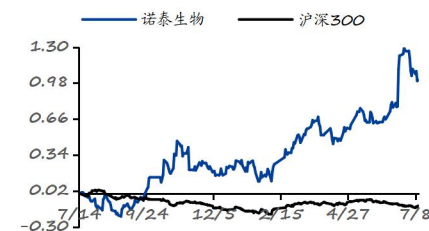
财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	651	1,034	1,655	2,384	3,468
增长率	1%	59%	60%	44%	45%
净利润(百万元)	129	163	359	517	743
增长率	12%	26%	120%	44%	44%
EPS(元/股)	0.59	0.75	1.64	2.37	3.40
市盈率(P/E)	117.2	92.9	42.2	29.3	20.4
市净率(P/B)	7.9	7.0	6.1	5.3	4.4

数据来源:公司公告、华福证券研究所

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	218.20/218.20
流通 A 股市值(百万元)	15,129.90
每股净资产(元)	9.89
资产负债率(%)	39.01
一年内最高/最低价(元)	81.50/27.49

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 盛丽华(S0210523020001)
SLH30021@hfzq.com.cn

相关报告



正文目录

1 GLP-1 产业链率先获益标的，业绩有望持续亮眼	3
1.1 聚焦多肽药物领域，多药物领域协同发展	3
1.2 营收及利润稳健增长，业务收入结构不断改善	4
2 小分子 CDMO 业务业绩稳健，欧洲大订单助力加速	6
3 自主选择业务增速明显，制剂+多肽原料药双轮驱动	7
3.1 GLP-1 原料药需求旺盛，公司积极布局产能，拥抱趋势	8
3.2 奥司他韦放量明显，颗粒剂上市，未来可期	10
4 盈利预测及估值	10
4.1 盈利预测	10
4.2 投资建议	11
5 风险提示	11

图表目录

图表 1: 公司发展历程	3
图表 2: 公司前十大股东情况 (截至 2024Q1)	3
图表 3: 公司 2023 年股权激励方案业绩考核标准	4
图表 4: 公司营业收入情况 (百万元, %)	4
图表 5: 公司归母净利润情况 (百万元, %)	4
图表 6: 2017-2023 年公司主营产品构成 (%)	4
图表 7: 2023 年公司主营产品构成 (百万元)	4
图表 8: 2017-2024Q1 公司毛利率及归母净利率 (%)	5
图表 9: 2017-2023 年公司各产品板块毛利率 (%)	5
图表 10: 2018-2023 年公司三费率变化情况 (%)	6
图表 11: 2018-2024Q1 公司研发费用 (百万元)	6
图表 12: 公司定制类产品及技术服务收入 (百万元, %)	6
图表 13: 公司定制类产品及技术服务毛利率 (%)	6
图表 14: 定制类产品及技术服务收入构成 (亿元)	6
图表 15: 公司累计销售收入前十的 CDMO 产品情况 (截至 2020 年)	7
图表 16: 公司 cGMP 高级医药中间体大订单采购量指引	7
图表 17: 公司自主选择产品收入情况 (百万元, %)	7
图表 18: 公司自主选择产品毛利率 (%)	7
图表 19: 全球多肽药物市场规模 (十亿美元)	8
图表 20: 2022 年销售额超 10 亿美元多肽单品 (亿美元)	8
图表 21: 多肽药物合成方法对比	9
图表 22: 公司重点 API 产品 2022-2023 年销售情况 (万元)	9
图表 23: 公司重点制剂品种 (万元)	10
图表 24: 盈利预测 (百万元, %)	11
图表 25: 可比公司估值分析 (截至 2024.7.11)	11
图表 26: 财务预测摘要	13

1 GLP-1 产业链率先获益标的，业绩有望持续亮眼

1.1 聚焦多肽药物领域，多药物领域协同发展

深耕小分子化药 CDMO 业务十余载，小分子化药+多肽+寡核苷酸多领域布局。公司于 2009 年成立，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。CDMO 业务服务国内外知名企业，品种包括吉利德的重磅抗艾滋病新药 Biktarvy、因赛特重磅创新药 Ruxolitinib、前沿生物的多肽类抗艾滋病新药艾博韦泰等知名产品。

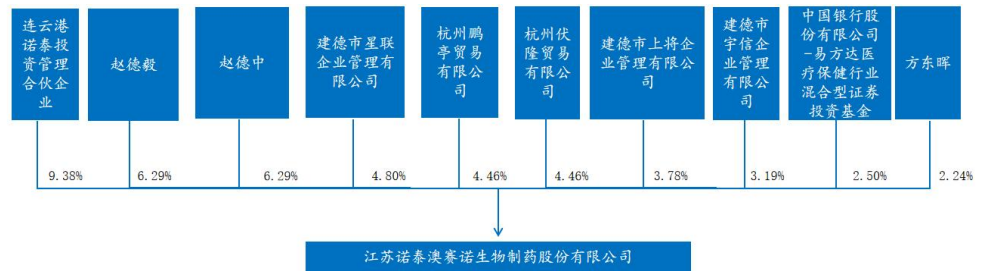
图表 1: 公司发展历程



数据来源：公司官网，公司公告，华福证券研究所

公司实际控制人为赵德毅、赵德中，截至 2024 年 Q1，二人合计直接持有公司股份 12.58%。公司持股平台包括诺泰投资、诺澳管理和泰澳管理等，实现核心员工利益共享和绑定。

图表 2: 公司前十大股东情况（截至 2024Q1）



数据来源：公司公告，华福证券研究所

股权激励落地，彰显十足发展信心。2023 年 6 月，公司发布了公司股权激励方案，拟对 66 名包括公司董事、高级管理人员、中层管理人员、核心技术人员等在内的激励对象以 15.73 元/股的价格授予限制性股票 310.00 万股，彰显公司长期发展信心。


图表 3: 公司 2023 年股权激励方案业绩考核标准

归属期	对应考核年度	营业收入增长率 (A)	
		目标值 (Am)	触发值 (An)
第一个	2023	30%	21%
第二个	2024	60%	42%
第三个	2025	90%	63%

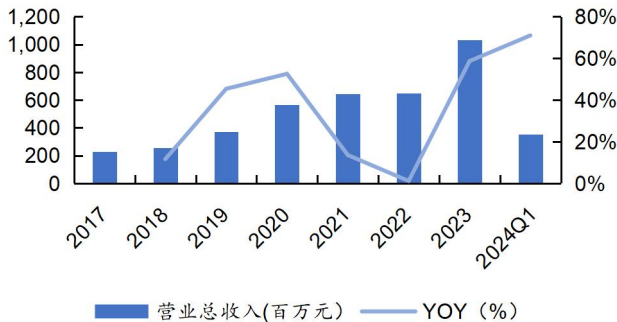
指标	完成度	指标对应系数
营业收入增长率 (A)	$A \geq A_m$	$X=1$
	$A_n \leq A < A_m$	$X=A/A_m$
	$A < A_n$	$X=0$

公司层面归属比例	每批次计划归属比例=X
----------	-------------

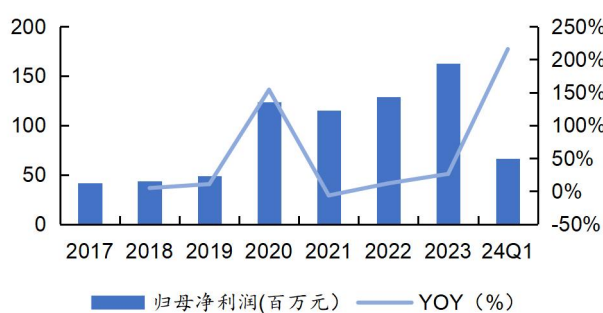
数据来源:《2023 年限制性股票激励计划(草案)》, 华福证券研究所
 注:考核目标以 2022 年收入为基数

1.2 营收及利润稳健增长, 业务收入结构不断改善

公司营业收入及利润稳健增长。2023 年公司实现营业收入 10.3 亿元, 同比增长 58.69%, 归母净利润 1.62 亿元, 同比增长 26.2%。2024Q1 公司实现营业收入 3.56 亿元, 同比增长 71.03%, 归母净利润 0.66 亿元, 同比增长 215.71%。近年来公司营收及利润均保持稳定增长, 2017-2023 年公司营收及归母净利润 CAGR 分别为 28.6%和 25.4%。

图表 4: 公司营业收入情况 (百万元, %)


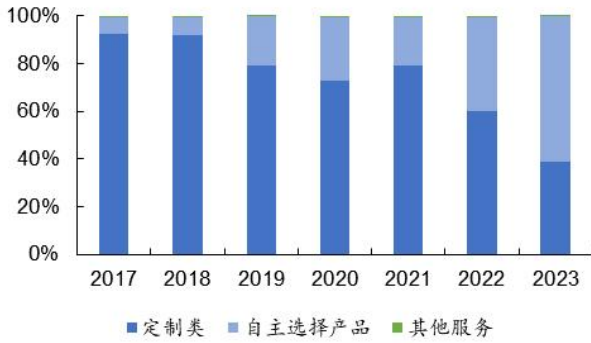
数据来源: iFinD, 公司公告, 华福证券研究所

图表 5: 公司归母净利润情况 (百万元, %)


数据来源: iFinD, 公司公告, 华福证券研究所

定制类与自主选择产品为核心, 双轮驱动增长。收入结构上看, 公司业务主要分为定制类和自主选择产品两大类。其中定制类业务为公司核心收入来源。自主选择产品业务营收规模持续扩大, 2023 年实现营收 6.3 亿元, 占比 60.8%; 定制类业务 2023 年实现营收 4 亿元, 占比 39.1%。近年来公司持续围绕原有定制类业务规模, 持续扩大自主选择产品收入规模, 收入结构持续优化。

图表 6: 2017-2023 年公司主营产品构成 (%)
图表 7: 2023 年公司主营产品构成 (百万元)



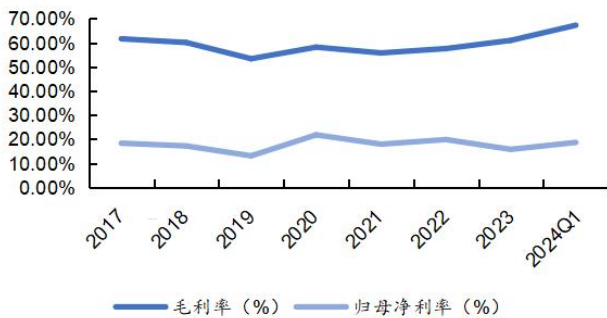
数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所



数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

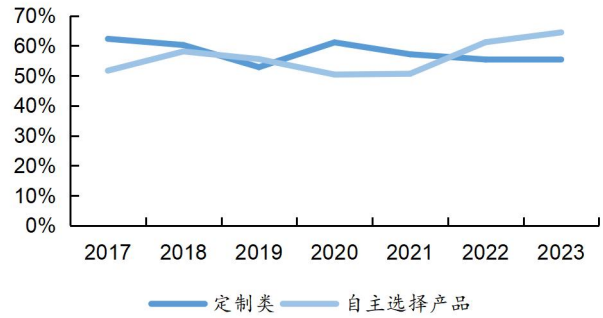
毛利率稳步提升、净利率整体保持稳定，定制类及自主选择产品业务毛利率较高。分业务看，公司定制类、自主选择产品业务毛利率较高，2017-2023 毛利率始终维持在 50% 以上，2024 第一季度公司毛利率为 67.26%，归母净利率为 18.64%。

图表 8: 2017-2024Q1 公司毛利率及归母净利率 (%)



数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

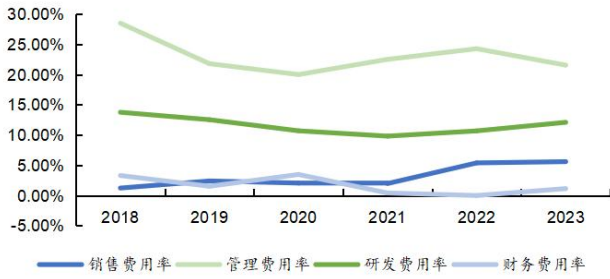
图表 9: 2017-2023 年公司各产品板块毛利率 (%)



数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

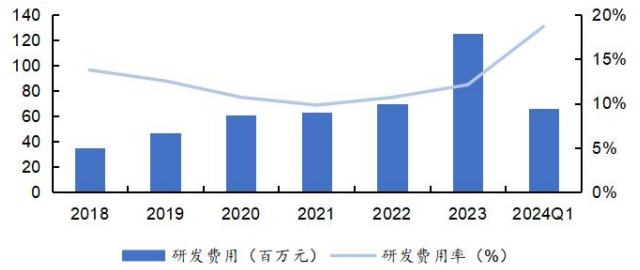
总体费用率维持稳定，研发投入持续增加。公司管理费用率持续下降，研发费用及销售费用近几年有所提升，2023 年销售费用率为 5.6%，管理费用率为 21.5%，财务费用率为 1.1%，研发费用率为 12.1%，2023 年研发投入明显增加。

图表 10: 2018-2023 公司三费率变化情况 (%)



数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 11: 2018-2024Q1 公司研发费用 (百万元)

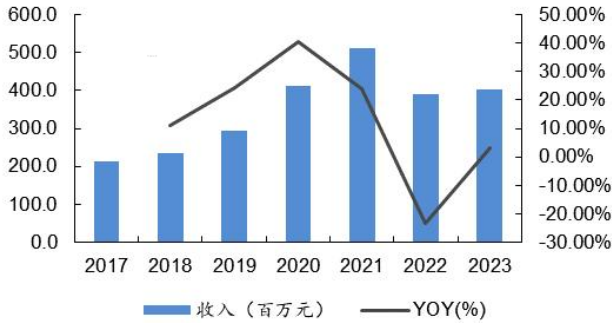


数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

2 小分子 CDMO 业务业绩稳健, 欧洲大订单助力加速

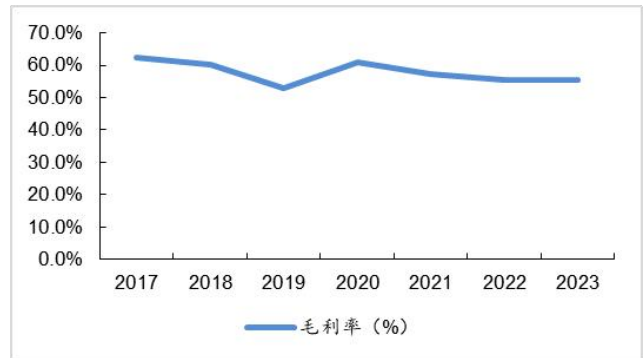
定制类产品及技术服务业务, 主要为小分子 CDMO/CMO, 技术服务业务占比较低。1) 收入端: 2021 年及之前, 定制类业务增长态势较好, 2022-2023 年收入端承压, 2023 年收入 4 亿, 同比增长 3%; 2) 盈利能力较为稳定: 2023 年毛利率为 55.6%, 近四年均维持在 55% 以上水平。

图表 12: 公司定制类产品及技术服务收入 (百万元, %)



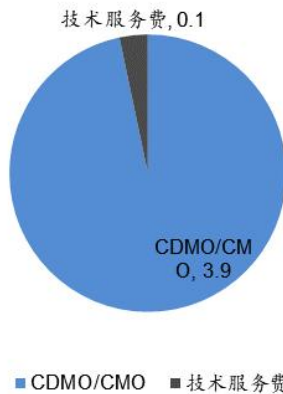
数据来源: wind, 公司年报, 华福证券研究所

图表 13: 公司定制类产品及技术服务毛利率 (%)



数据来源: 公司招股书, 公司年报, 华福证券研究所

图表 14: 定制类产品及技术服务收入构成 (亿元)



数据来源: 公司 2023 年年度报告, 华福证券研究所



布局多疾病领域，客户粘度较高。公司在艾滋病、肿瘤、关节炎等多个重大疾病领域，为全球创新药企提供高级医药中间体或原料药的定制研发生产服务（CDMO）。公司与美国因赛特（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）等国内外知名创新药企建立了稳固的合作关系，将为公司带来持续的业务机会。

图表 15: 公司累计销售收入前十的 CDMO 产品情况（截至 2020 年）

公司产品	治疗领域	下游药品所处阶段	下游药品简介
APC137 系列	艾滋病	商业化	美国吉利德创新药，GlobalData 预测到 2025 年其全球销售额将达到 100 亿美元
APC037	骨髓癌/关节炎	商业化	JAK-1/JAK-2 抑制剂
APC220	癌症	临床 II 期	肿瘤免疫治疗
APC202	癌症	临床 II 期	KRAS 抑制剂，市场前景乐观
APC214	癌症	临床 I 期	肿瘤免疫治疗
APC158	癌症	临床 III 期	高选择性 PI3K 抑制剂，用于淋巴瘤治疗
APC136	囊肿性纤维化	商业化	囊肿性纤维化，北欧、美国发病率较高
APC172	癌症	临床 III 期	精氨酸酶抑制剂
APC201	癌症	临床 II 期	KRAS 抑制剂，市场前景乐观

数据来源：公司招股书，华福证券研究所

欧洲 1 亿美元订单，小分子 CDMO 业务趋势向上。公司 23 年 5 月公告与欧洲客户签订大订单，合同金额累计为 1 亿美元（含税），合同标的为 cGMP 高级医药中间体，按照采购指引量，订单分 6 年执行完毕，24 年开始贡献，24-26 年预计贡献 576/1215/2264.8 万美元。

图表 16: 公司 cGMP 高级医药中间体大订单采购量指引

年度	2024	2025	2026	2027	2028	2029
采购金额 (万美元)	576	1,215	2,264.80	2,192.40	2,044.80	1,917

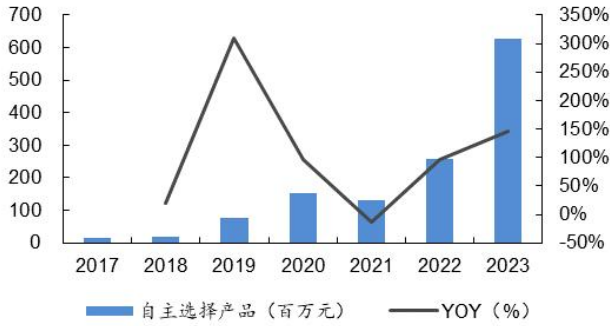
数据来源：公司公告，华福证券研究所

3 自主选择业务增速明显，制剂+多肽原料药双轮驱动

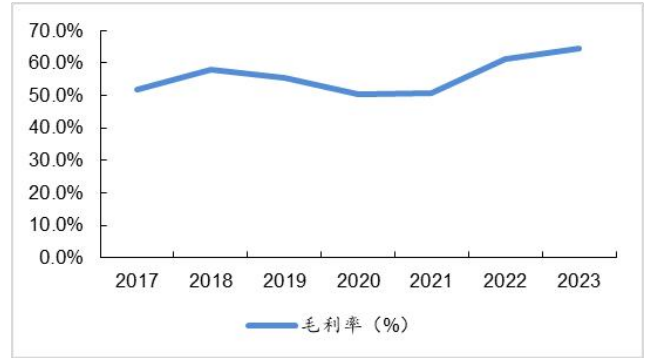
公司自主选择产品毛利率稳定，收入占比持续扩大。公司自主选择产品毛利率稳定在 50% 以上，2023 年自主产品收入占比达到 60.84%，我们认为这有利于进一步优化公司收入结构。公司 2023 年自主选择产品营业收入 6.29 亿元，较上年同期上升 145.48%。

图表 17: 公司自主选择产品收入情况（百万元，%）

图表 18: 公司自主选择产品毛利率（%）



数据来源: ifind, 公司年报, 华福证券研究所

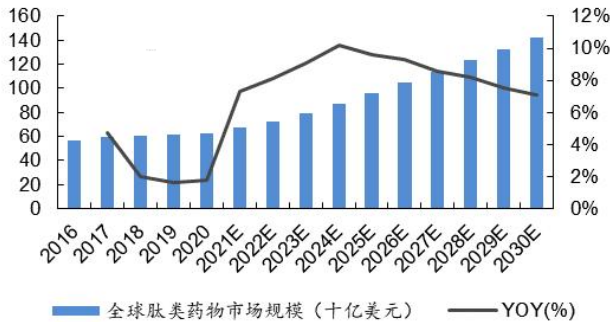


数据来源: ifind, 公司年报, 华福证券研究所

3.1 GLP-1 原料药需求旺盛, 公司积极布局产能, 拥抱趋势

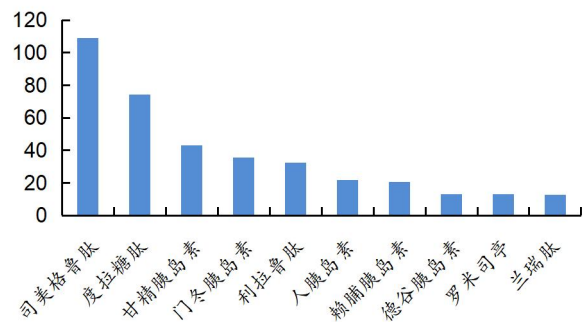
多肽大单品频出, 有望驱动市场规模快速增长。多肽药物大单品频出, 根据肽研社统计, 2022 年全球销售额突破 10 亿美元的多肽药物包括 GLP-1 类、胰岛素、兰瑞肽等, 随着 GLP-1 等大单品放量驱动, 多肽药物市场规模有望持续增加。根据昂博生物招股书, 2020 年全球多肽药物市场规模为 628 亿美元, 同年化药及生物药市场规模分别为 9652 和 2707 亿美元, 2030 年多肽药物市场预计将超过 1400 亿美元。

图表 19: 全球多肽药物市场规模 (十亿美元)



数据来源: 昂博生物招股书, 华福证券研究所

图表 20: 2022 年销售额超 10 亿美元多肽单品 (亿美元)



数据来源: 沙利文, 肽研社, 华福证券研究所

多肽合成方法多样, 化学固相 + 液相合成或成主流。多肽化学合成分为液相合成和固相合成, 液相合成适合短肽 (10 个氨基酸以下); 固相合成成为目前工业化生产的主流方法, 适用于中长肽; 生物合成包括发酵法、基因工程法、酶解法等, 其中发酵法是商业端应用较多的方法, 优势是物料成本较低, 但前期设备投入较大, 提纯复杂, 放大难度高。对于复杂肽段, 可采用化学合成结合生物合成的方式制备。

图表 21: 多肽药物合成方法对比

	化学合成法		生物合成法		
	液相合成法	固相合成法	发酵法	基因工程法	酶解法
原理	在液相中使氨基酸分子逐一连接形成目标肽段分为逐步合成和片段缩合法	将目标肽的第一个氨基酸以共价键与载体(树脂)相连以此为起点依次连接氨基酸形成肽段	利用微生物代谢获得多肽	基于DNA重组技术, 通过DNA序列来控制多肽的序列生成	利用生物酶降解大分子蛋白(动物或植物蛋白), 获得小分子多肽
优势	保护基选择多, 可随意进行非天然氨基酸修饰成本低廉, 易于放大, 适用于合成短肽	方便迅速, 后处理简单自动化程度高, 适用于合成中长肽, 目前多肽合成的主要方法, 可实现自动化批量合成	成本较低	表达定向性强, 原料来源广泛, 成本较低	专一性强, 可获得比原蛋白质更多的功能
缺点	费时费力, 需对中间产物提纯, 合成范围小一般在10个氨基酸内	氨基酸投料需过量, 纯度不如液相法, 可能存在副反应	前期投入大, 产物提纯复杂, 放大难度较高(每升多肽收率可能随体积放大下降)	高效表达难度大, 分离困难, 产率低, 成本昂贵, 难以用于规模生产	得到一系列多肽, 分离纯化难度较大, 不适于合成单一的多肽

数据来源: 肽研社, 专肽生物, CNKI, 华福证券研究所

公司多肽原料药中 GLP-1 已经成为主力, 司美占比最高。2022 年公司 GLP-1 相关原料药销售预计 0.4 亿元, 2023 年为 2.1 亿元, 增速明显, 其中 2023 年司美格鲁肽原料药销售额为 1.3 亿元, 替尔泊肽为 0.6 亿元, 利拉鲁肽为 0.3 亿元。

图表 22: 公司重点 API 产品 2022-2023 年销售情况 (万元)

产品名称	2023 年	2022 年	同比 (%)	主要国家&地区审评情况	是否上市销售
司美格鲁肽系列	12,547.45	1,868.82	571.41	美国: 已获批, 通过关联审评 国内、韩国、沙特等: 已登记或在审评审批中	否, 供客户研发报批用
醋酸兰瑞肽系列	7,220.59	6,698.19	7.8	美国、英国、欧盟: 已获批, 通过关联审评 加拿大、台湾地区、澳大利亚、新西兰等: 已登记或在关联审评中	是
替尔泊肽系列	5,942.46	-	/	/	否, 供客户研发报批用
氟维司群系列	5,456.83	2,698.64	102.21	国内、美国、欧盟、俄罗斯等: 已获批, 通过单独审评或关联审评 韩国、加拿大: 已登记或在审评审批中	是
利拉鲁肽系列	2,926.02	2,131.40	37.28	美国: 已获批, 通过关联审评 国内、欧盟、沙特、澳大利亚、巴西、加拿大、韩国等: 在审评审批中	是
重点原料药销售合计	34,093.35	13,397.05	154.48		

数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

公司现有多肽产能已达吨级, 25 年底预计数吨级产能落地。24 年 6 月, 公司发布《关于部分募投项目变更的公告》, 将原项目的 2.1 亿元用于多肽产能建设: 1) 601 车间: 年产司美格鲁肽 2250kg/a, 替尔泊肽 2250kg/a; 2) 602 车间: 年产司美格鲁肽 500kg/a, 替尔泊肽 500kg/a 等。合计共 5.5 吨 GLP-1 原料药产能, 预计 25 年底落地。

订单需求旺盛, 结合产能加速布局, 业绩有望持续亮眼。据公司《关于部分募投项目变更的公告》披露, 2023 年公司新签订三大重点多肽原料药项目: 1) 国内: 国内某知名生物医药公司签署 GLP-1 创新药原料药 CDMO 合作; 2) 欧洲区域: 司美格鲁肽原料药订单 (注射剂); 3) 拉丁美洲区域: 口服司美格鲁



肽原料药项目，未来产品可商业化上市销售后，指定客户独家采购；

3.2 奥司他韦放量明显，颗粒剂上市，未来可期

公司 2023 年制剂业务收入 2.1 亿，其中奥司他韦胶囊收入 1.8 亿，同比增长 647.5%，注射用胸腺法新收入 0.3 亿，同比增长 59%。**未来增长动力充沛：1) 新产能落地：**2023 年底公司位于连云港中华药港的口服固体制剂车间已投入使用，可年产片剂 15 亿片、硬胶囊剂 15 亿粒、口服干混悬剂 1000 万瓶、颗粒剂/散剂 1500 万袋；**2) 新剂型上市：**2024 年 6 月公司奥司他韦颗粒剂（主要用于 2 周岁及以上年龄患者的甲型和乙型流感治疗）获批上市；

图表 23：公司重点制剂品种（万元）

产品名称	2023 年	2022 年	同比 (%)	临床优势	竞争格局
磷酸奥司他韦 胶囊	17,987.88	2,406.34	647.52	1、对甲、乙型流感治疗效果好；2、可以用于流感预防。	同品种上市 企业 31 家
注射用胸腺法 新	3,284.43	2,060.24	59.42	1、对提高机体免疫力，有确切效果；2、增强患者对病毒性疫苗的免疫应答。	同品种上市 企业 17 家
以上重点制剂 销售收入合计	21,272.31	4,466.58	376.25		

数据来源：公司公告，华福证券研究所

以多肽为主、小分子化药为辅，多个产品即将上市。公司围绕糖尿病、心血管疾病、肿瘤等疾病治疗方向，选择具有较高技术壁垒和良好市场前景的仿制药（包括原料药及制剂）。据 2023 年年报披露，公司制剂相关进展如下：**1) 已批准项目（国内）：**奥美沙坦酯氨氯地平片、注射用比伐芦定、氨氯地平阿托伐他汀钙片（合作项目）取得药品注册证书。**2) 已提交申报项目（国内）：**匹可硫酸钠颗粒、磷酸奥司他韦干混悬剂、依折麦布阿托伐他汀钙片（合作项目）

4 盈利预测及估值

4.1 盈利预测

核心假设：

1) 定制类业务：定制类产品主要由小分子 CDMO 业务构成，公司主要服务海外客户创新药中间体，具备较强壁垒，叠加公司 23 年签订欧洲大客户订单，预计 24-26 年收入增速分别为 12.2%/10.4%/14.9%，毛利率分别为 56%/56%/56%；

2) 自主选择产品：公司自主选择产品主要包括原料药&中间体和制剂业务，其中：**1) 制剂业务：**公司 24 年 6 月份奥司他韦颗粒剂上市，预计贡献增量，同时中华药港产能落地，预计 24-26 年收入增速分别为 35%/30%/25%，毛利率稳定在 53%；**2) 原料药及中间体：**受益于 GLP-1 产业趋势带来的旺盛需求，公司积极布局产能，预计 24-26 年增速分别为 120%/65%/61%，毛利率分别为 65.9%/65.8%/63.9%。


图表 24: 盈利预测 (百万元, %)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	643.9	651.3	1033.6	1655.4	2384.2	3467.8
yoy	13.6%	1.2%	58.7%	60.2%	44.0%	45.4%
定制类业务	510.7	391.9	403.9	453.2	500.1	574.6
yoy	23.8%	-23.3%	3.1%	12.2%	10.4%	14.9%
毛利率 (%)	57.1%	55.4%	55.6%	56.0%	56.0%	56.0%
自主选择类业务	131.0	256.2	628.8	1202.2	1884.1	2893.2
yoy	-14.1%	95.6%	145.5%	91.2%	56.7%	53.6%
毛利率 (%)	50.6%	61.2%	64.4%	65.9%	65.8%	63.9%
原料药及中间体	0.0	172.5	416.0	915.0	1510.7	2426.5
yoy	0.0%	0.0%	141.2%	119.9%	65.1%	60.6%
毛利率 (%)	0.0%	65.6%	70.0%	70.0%	69.0%	66.0%
制剂	0.0	83.6	212.7	287.2	373.3	466.7
yoy	0.0%	0.0%	154.4%	35.0%	30.0%	25.0%
毛利率 (%)	0.0%	52.1%	53.5%	53.0%	53.0%	53.0%

数据来源: ifind, 华福证券研究所

4.2 投资建议

诺泰生物作为国内多肽原料药领军企业,在 GLP-1 大的产业趋势下,积极扩产,拥抱机遇,25 年底预计实现数吨级别产能,有望承接 GLP-1 相关订单,成长性凸显。我们预计 2024-2025 年公司归母净利润分别为 3.6/5.2/7.4 亿,同比增长 120%/44%/44%,对应 PE 分别为 42.2/29.3/20.4 倍,24 年可比公司调整后 PE 均值为 40.9 倍,考虑到公司明确受益于 GLP-1 产业趋势,且后续产能充沛,成长性强,可以享受一定估值溢价,首次覆盖,给予“买入”评级。

图表 25: 可比公司估值分析 (截至 2024.7.11)

	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE (倍)		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
圣诺生物	25.1	1.2	1.5	1.9	20.8	16.4	13.5
奥锐特	105.3	3.9	5.2	6.6	26.9	20.4	15.9
翰宇药业	90.2	0.8	2.7	5.6	120.2	34.0	16.0
博瑞医药	128.2	2.3	2.8	3.4	54.8	45.5	38.2
调整后平均					40.9	27.2	16.0
诺泰生物	151.4	3.6	5.2	7.4	42.2	29.3	20.4

数据来源: ifind, 华福证券研究所

注: 诺泰生物盈利预测来源于华福研究所, 圣诺生物、奥锐特、翰宇药业、博瑞医药预测数据来自 ifind 一致预期

5 风险提示

1、产能建设不及预期

公司预计 25 年底实现数吨级产能落地,以更好承接 GLP-1 产业趋势,产能建设周期存在不确定性,若进度不及预期,可能影响公司业绩。

2、多肽原料药订单不及预期

公司未来主要增长点来自于多肽原料药业务,若新签订单或订单执行不及预



期，可能影响公司业绩。

3、多肽原料药降价风险

GLP-1 产业链目前处于订单兑现初期，各家均在加速扩产，未来若供大于求，可能导致竞争恶化，可能面临降价带来的影响。

图表 26: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	749	1,246	1,795	2,610	营业收入	1,034	1,655	2,384	3,468
应收票据及账款	297	465	651	936	营业成本	403	609	864	1,297
预付账款	25	9	13	19	税金及附加	7	23	33	49
存货	377	572	850	1,316	销售费用	58	72	103	138
合同资产	0	0	0	0	管理费用	223	301	434	606
其他流动资产	47	74	101	147	研发费用	125	204	300	444
流动资产合计	1,495	2,365	3,409	5,029	财务费用	12	9	17	36
长期股权投资	0	0	0	0	信用减值损失	-5	0	0	0
固定资产	1,196	1,210	1,263	1,309	资产减值损失	-29	-23	-30	-30
在建工程	183	173	173	173	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	112	118	126	133	投资收益	3	0	0	0
商誉	156	156	156	156	其他收益	14	12	10	8
其他非流动资产	405	409	412	415	营业利润	190	426	613	876
非流动资产合计	2,052	2,066	2,129	2,185	营业外收入	0	1	1	1
资产合计	3,547	4,431	5,538	7,214	营业外支出	17	8	10	10
短期借款	546	1,038	1,527	2,302	利润总额	173	419	604	867
应付票据及账款	301	344	523	795	所得税	8	55	79	113
预收款项	0	0	0	0	净利润	165	364	525	754
合同负债	8	30	43	62	少数股东损益	3	6	8	11
其他应付款	4	4	4	4	归属母公司净利润	162	359	517	743
其他流动负债	114	133	164	205	EPS (按最新股本摊薄)	0.75	1.64	2.37	3.40
流动负债合计	973	1,548	2,261	3,369					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	286	286	286	286					
其他非流动负债	98	98	98	98					
非流动负债合计	385	385	385	385					
负债合计	1,358	1,933	2,646	3,753					
归属母公司所有者权益	2,170	2,474	2,860	3,417					
少数股东权益	19	25	33	44					
所有者权益合计	2,189	2,498	2,892	3,461					
负债和股东权益	3,547	4,431	5,538	7,214					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	350	267	432	489
现金收益	313	533	704	960
存货影响	-54	-194	-279	-466
经营性应收影响	-28	-128	-160	-262
经营性应付影响	129	43	179	272
其他影响	-11	14	-13	-16
投资活动现金流	-662	-173	-225	-226
资本支出	-566	-169	-222	-223
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-96	-4	-3	-3
融资活动现金流	632	403	342	553
借款增加	558	492	490	775
股利及利息支付	-58	-165	-241	-334
股东融资	0	5	0	0
其他影响	132	71	93	112

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	58.7%	60.2%	44.0%	45.4%
EBIT 增长率	50.2%	131.7%	45.0%	45.5%
归母公司净利润增长率	26.2%	120.2%	44.1%	43.6%
获利能力				
毛利率	61.0%	63.2%	63.8%	62.6%
净利率	16.0%	22.0%	22.0%	21.7%
ROE	7.4%	14.4%	17.9%	21.5%
ROIC	7.7%	12.7%	14.6%	16.2%
偿债能力				
资产负债率	38.3%	43.6%	47.8%	52.0%
流动比率	1.5	1.5	1.5	1.5
速动比率	1.1	1.2	1.1	1.1
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.5
应收账款周转天数	94	83	84	82
存货周转天数	313	280	296	301
每股指标 (元)				
每股收益	0.75	1.64	2.37	3.40
每股经营现金流	1.60	1.22	1.98	2.24
每股净资产	9.95	11.34	13.11	15.66
估值比率				
P/E	93	42	29	20
P/B	7	6	5	4
EV/EBITDA	4	2	2	1

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见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，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

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；香港市场以恒生指数为基准，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）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn