

# 诺泰生物 (688076.SH)

## 业绩表现亮眼，产能布局领先

优于大市

### 核心观点

**业绩表现亮眼，利润端增速快于收入端。**2024上半年公司实现营收8.31亿元(+107.47%)，归母净利润2.27亿元(+442.77%)，扣非归母净利润2.29亿元(+433.45%)。其中24Q2单季营收4.76亿元(+146.82%)，归母净利润1.61亿元(+671.78%)，扣非归母净利润1.64亿元(+735.89%)。公司2024上半年业绩高速增长，主要系自主选择产品及定制类产品销售收入同比均有较大增长，利润端增速快于收入端，主要系规模效应体现，以及高毛利产品占比提升所致。

**自主选择产品与定制类业务均实现快速增长。**分业务来看，2024上半年自主选择产品实现收入5.45亿元，同比增长120%，其中制剂营收1.68亿元(+79%)，主要受益于奥司他韦等抗病毒制剂收入的增长，原料药及中间体营收3.77亿(+145%)，主要受益于多肽原料药的需求增长。定制类产品及服务实现收入2.86亿元，同比增长88%，CDMO业务在具有挑战的外部环境下实现快速增长，2023年5月与欧大型药企签订的1.02亿美元合同于24Q2已开始交付，预计下半年起将加快交付节奏。

**产能布局领先，多肽原料药产能达到吨级。**产能方面，建德工厂现有产能125万升，另有在建中22万升将于今年投入使用，可以提供从实验室级到吨级的定制生产服务；连云港工厂现已有吨级多肽原料药产能，新建601多肽车间提前完成封顶，预计2024年底完成安装调试，实现多肽产能5吨/年，新建602多肽车间预计2025年上半年完成建设、安装及调试，将再释放多肽产能5吨/年，届时公司多肽原料药产能将达数吨级。

**投资建议：**在GLP-1药物大单品带动下，多肽产业链有望维持高景气度，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。上调盈利预测，预计公司2024-2026年营收16.3/22.8/30.4亿元（原为14.1/18.7/23.8亿元），同比增速58%/40%/33%，归母净利润4.3/5.9/7.9亿元（原为2.2/3.1/4.1亿元），同比增速165%/36%/34%，当前股价对应PE=29/21/16x，维持“优于大市”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 | 1,634  | 2,280 | 3,036 |
| (+/-%)      | 1.2%  | 58.7% | 58.1%  | 39.5% | 33.1% |
| 归母净利润(百万元)  | 129   | 163   | 432    | 589   | 790   |
| (+/-%)      | 11.9% | 26.2% | 165.4% | 36.2% | 34.0% |
| 每股收益(元)     | 0.61  | 0.76  | 1.97   | 2.68  | 3.59  |
| EBIT Margin | 15.9% | 21.1% | 31.5%  | 30.9% | 31.2% |
| 净资产收益率(ROE) | 6.8%  | 7.5%  | 17.3%  | 20.2% | 22.8% |
| 市盈率(PE)     | 94.0  | 74.4  | 28.9   | 21.2  | 15.8  |
| EV/EBITDA   | 63.0  | 38.6  | 21.9   | 17.0  | 13.0  |
| 市净率(PB)     | 6.35  | 5.59  | 5.00   | 4.30  | 3.61  |

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 联系人：凌珑  
021-60375487 021-60375401  
zhangjiabo@guosen.com.cn linglong@guosen.com.cn  
S0980523050001

#### 基础数据

|            |                |
|------------|----------------|
| 投资评级       | 优于大市(维持)       |
| 合理估值       |                |
| 收盘价        | 56.25元         |
| 总市值/流通市值   | 12363/12363百万元 |
| 52周最高价/最低价 | 81.50/29.60元   |
| 近3个月日均成交额  | 283.58百万元      |

#### 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

《诺泰生物(688076.SH)-2024年一季度归母净利润增长216%，持续加大研发投入》——2024-05-06  
《诺泰生物(688076.SH)-2023年营收增长58.69%，自主选择产品表现亮眼》——2024-04-08

**业绩表现亮眼，利润端增速快于收入端。**2024 上半年公司实现营收 8.31 亿元（+107.47%），归母净利润 2.27 亿元（+442.77%），扣非归母净利润 2.29 亿元（+433.45%）。其中 24Q2 单季营收 4.76 亿元（+146.82%），归母净利润 1.61 亿元（+671.78%），扣非归母净利润 1.64 亿元（+735.89%）。公司 2024 上半年业绩高速增长，主要系自主选择产品及定制类产品销售收入同比均有较大增长，利润端增速快于收入端，主要系规模效应体现，以及高毛利产品占比提升所致。

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

**自主选择产品与定制类业务均实现快速增长。**分业务来看，2024 上半年自主选择产品实现收入 5.45 亿元，同比增长 120%，其中制剂营收 1.68 亿（+79%），主要受益于奥司他韦等抗病毒制剂收入的增长，原料药及中间体营收 3.77 亿（+145%），主要受益于多肽原料药的需求增长。定制类产品及服务实现收入 2.86 亿元，同比增长 88%，CDMO 业务在具有挑战的外部环境下实现快速增长，2023 年 5 月与欧大型药企签订的 1.02 亿美元合同于 24Q2 已开始交付，预计下半年起将加快交付节奏。

图5: 诺泰生物自主选择产品收入及增速



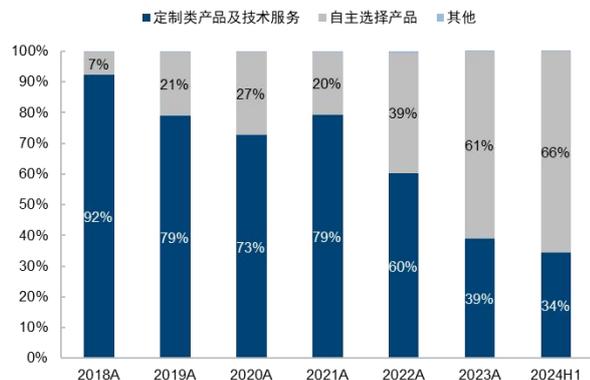
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

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

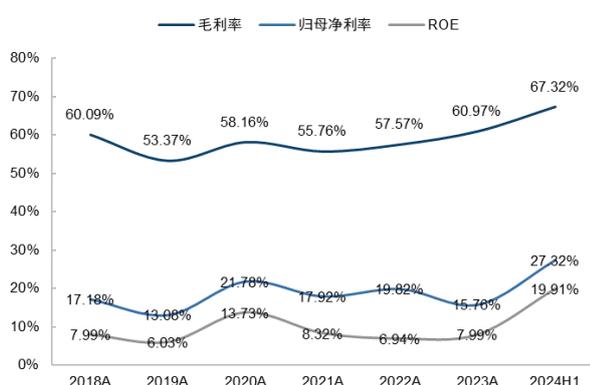
图8: 诺泰生物API和中间体、制剂收入情况（亿元）



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

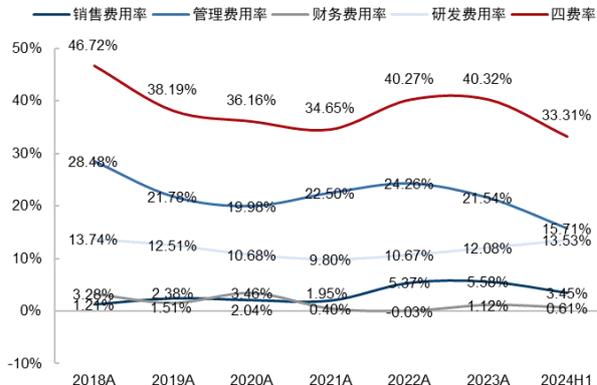
**盈利能力提升显著，研发费用率有所提升。**2024上半年公司毛利率67.32%（+9.73pp），毛利率提升显著，主要系规模效应体现以及高毛利的多肽原料药产品收入占比提升所致。销售费用率3.45%（-4.51pp），管理费用率15.71%（-6.64pp），研发费用率13.53%（+3.58pp），财务费用率0.61%（-0.33pp），四费率33.31%（-7.89pp），得益于规模效应，销售、管理费用率有所下降，研发费用率提升明显，主要系公司为构筑技术壁垒，持续加大研发投入所致。归母净利润率27.32%（+16.88pp），盈利能力提升显著。

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

**产能布局领先, 多肽原料药产能达到吨级。**产能方面, 建德工厂现有产能 125 万升, 另有在建中 22 万升将于今年投入使用, 可以提供从实验室级到吨级的定制生产服务; 连云港工厂现已有吨级多肽原料药产能, 新建 601 多肽车间提前完成封顶, 预计 2024 年底完成安装调试, 实现多肽产能 5 吨/年, 新建 602 多肽车间预计 2025 年上半年完成建设、安装及调试, 将再释放多肽产能 5 吨/年, 届时公司多肽原料药产能将达数吨级。

**投资建议:** 在 GLP-1 药物大单品带动下, 多肽产业链有望维持高景气度, 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。上调盈利预测, 预计公司 2024-2026 年营收 16.3/22.8/30.4 亿元 (原为 14.1/18.7/23.8 亿元), 同比增速 58%/40%/33%, 归母净利润 4.3/5.9/7.9 亿元 (原为 2.2/3.1/4.1 亿元), 同比增速 165%/36%/34%, 当前股价对应 PE=29/21/16x, 维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值表

| 公司代码      | 公司名称 | 24/8/30<br>股价 | 总市值<br>(亿元) | EPS   |      |      |      | PE     |        |       |       | ROE     |       | PEG  | 投资<br>评级 |
|-----------|------|---------------|-------------|-------|------|------|------|--------|--------|-------|-------|---------|-------|------|----------|
|           |      |               |             | 23A   | 24E  | 25E  | 26E  | 23A    | 24E    | 25E   | 26E   | 23A     | 24E   |      |          |
| 688076.SH | 诺泰生物 | 56.25         | 124         | 0.74  | 1.97 | 2.68 | 3.59 | 75.87  | 28.59  | 20.98 | 15.66 | 7.51%   | 0.41  | 优于大市 |          |
| 002821.SZ | 凯莱英  | 63.67         | 227         | 6.17  | 3.34 | 4.18 | 5.25 | 10.01  | 18.47  | 14.78 | 11.77 | 12.98%  | 0.73  | 无评级  |          |
| 300363.SZ | 博腾股份 | 11.94         | 65          | 0.49  | 0.05 | 0.44 | 0.70 | 24.41  | 228.67 | 26.93 | 17.08 | 4.60%   | 18.11 | 无评级  |          |
| 300199.SZ | 翰宇药业 | 9.26          | 82          | -0.58 | 0.08 | 0.30 | 0.64 | -15.92 | 109.05 | 30.98 | 14.58 | -67.72% | 0.43  | 无评级  |          |
| 688117.SH | 圣诺生物 | 29.04         | 33          | 0.63  | 0.96 | 1.23 | 1.53 | 46.24  | 30.37  | 23.62 | 18.94 | 7.99%   | 0.88  | 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

# 财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元)      |             |             |             |             |             | 利润表 (百万元)          |              |              |              |              |              |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                  | 2022        | 2023        | 2024E       | 2025E       | 2026E       |                    | 2022         | 2023         | 2024E        | 2025E        | 2026E        |
| 现金及现金等价物         | 400         | 749         | 824         | 906         | 997         | 营业收入               | 651          | 1034         | 1634         | 2280         | 3036         |
| 应收款项             | 252         | 301         | 492         | 744         | 929         | 营业成本               | 276          | 403          | 564          | 796          | 1052         |
| 存货净额             | 323         | 377         | 588         | 897         | 1168        | 营业税金及附加            | 9            | 7            | 8            | 11           | 15           |
| 其他流动资产           | 34          | 68          | 89          | 131         | 180         | 销售费用               | 35           | 58           | 57           | 80           | 106          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>1052</b> | <b>1495</b> | <b>1993</b> | <b>2678</b> | <b>3274</b> | 管理费用               | 158          | 223          | 266          | 369          | 490          |
| 固定资产             | 987         | 1382        | 1872        | 2320        | 2312        | 研发费用               | 69           | 125          | 229          | 319          | 425          |
| 无形资产及其他          | 98          | 112         | 108         | 103         | 99          | 财务费用               | (0)          | 12           | 8            | 11           | 15           |
| 投资性房地产           | 384         | 558         | 558         | 558         | 558         | 投资收益               | 20           | 3            | 9            | 8            | 5            |
| 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)         | (23)         | (22)         |
| <b>资产总计</b>      | <b>2522</b> | <b>3547</b> | <b>4531</b> | <b>5660</b> | <b>6243</b> | 其他收入               | (92)         | (174)        | (208)        | (303)        | (413)        |
| 短期借款及交易性金融负债     | 320         | 591         | 1120        | 1552        | 1265        | 营业利润               | 125          | 190          | 507          | 693          | 927          |
| 应付款项             | 169         | 301         | 357         | 567         | 789         | 营业外净收支             | (2)          | (17)         | (1)          | (5)          | (5)          |
| 其他流动负债           | 62          | 81          | 122         | 168         | 224         | <b>利润总额</b>        | <b>123</b>   | <b>173</b>   | <b>506</b>   | <b>689</b>   | <b>922</b>   |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>551</b>  | <b>973</b>  | <b>1598</b> | <b>2287</b> | <b>2278</b> | 所得税费用              | 0            | 8            | 71           | 96           | 129          |
| 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>432</b>   | <b>589</b>   | <b>790</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>负债合计</b>      | <b>597</b>  | <b>1358</b> | <b>2011</b> | <b>2727</b> | <b>2754</b> | 净利润                | 129          | 163          | 432          | 589          | 790          |
| 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        | 2499        | 2910        | 3463        | 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>4531</b> | <b>5660</b> | <b>6243</b> | 公允价值变动损失           | (24)         | (29)         | 24           | 23           | 22           |
| <b>关键财务与估值指标</b> |             |             |             |             |             | 财务费用               | (0)          | 12           | 8            | 11           | 15           |
| 每股收益             | 0.61        | 0.76        | 1.97        | 2.68        | 3.59        | 营运资本变动             | (304)        | (108)        | (297)        | (318)        | (190)        |
| 每股红利             | 0.19        | 0.27        | 0.47        | 0.81        | 1.07        | 其它                 | 5            | 2            | (0)          | 1            | 2            |
| 每股净资产            | 8.96        | 10.18       | 11.37       | 13.24       | 15.76       | <b>经营活动现金流</b>     | <b>(104)</b> | <b>159</b>   | <b>311</b>   | <b>489</b>   | <b>847</b>   |
| ROIC             | 5.56%       | 7.83%       | 12%         | 14%         | 16%         | 资本开支               | 0            | (545)        | (661)        | (661)        | (233)        |
| ROE              | 6.76%       | 7.51%       | 17%         | 20%         | 23%         | 其它投资现金流            | 44           | 43           | 0            | 0            | 0            |
| 毛利率              | 58%         | 61%         | 65%         | 65%         | 65%         | <b>投资活动现金流</b>     | <b>44</b>    | <b>(502)</b> | <b>(661)</b> | <b>(661)</b> | <b>(233)</b> |
| EBIT Margin      | 16%         | 21%         | 31%         | 31%         | 31%         | 权益性融资              | (1)          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| EBITDA Margin    | 31%         | 34%         | 41%         | 39%         | 39%         | 负债净变化              | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 收入增长             | 1%          | 59%         | 58%         | 40%         | 33%         | 支付股利、利息            | (41)         | (58)         | (104)        | (178)        | (236)        |
| 净利润增长率           | 12%         | 26%         | 165%        | 36%         | 34%         | 其它融资现金流            | (50)         | 808          | 528          | 433          | (287)        |
| 资产负债率            | 24%         | 39%         | 45%         | 49%         | 45%         | <b>融资活动现金流</b>     | <b>(132)</b> | <b>692</b>   | <b>425</b>   | <b>254</b>   | <b>(523)</b> |
| 股息率              | 0.3%        | 0.5%        | 0.9%        | 1.5%        | 1.9%        | <b>现金净变动</b>       | <b>(192)</b> | <b>349</b>   | <b>75</b>    | <b>82</b>    | <b>91</b>    |
| P/E              | 94.0        | 74.4        | 28.9        | 21.2        | 15.8        | 货币资金的期初余额          | 592          | 400          | 749          | 824          | 906          |
| P/B              | 6.4         | 5.6         | 5.0         | 4.3         | 3.6         | 货币资金的期末余额          | 400          | 749          | 824          | 906          | 997          |
| EV/EBITDA        | 63.0        | 38.6        | 21.9        | 17.0        | 13.0        | 企业自由现金流            | 0            | (313)        | (366)        | (181)        | 614          |
|                  |             |             |             |             |             | 权益自由现金流            | 0            | 494          | 137          | 210          | 285          |

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<br>投资评级 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数 10%以上           |
|  |            | 中性   | 股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间   |
|  |            | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上           |
|  |            | 无评级  | 股价与市场代表性指数相比无明确观点             |
|  | 行业<br>投资评级 | 优于大市 | 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 $\pm 10\%$ 之间 |
|  |            | 弱于大市 | 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所提及的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