

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

诺泰生物(688076)

投资评级 买入

上次评级 买入

唐爱金 医药首席分析师

执业编号: S1500523080002

邮箱: tangaijin@cindasc.com

贺鑫 医药行业分析师

执业编号: S1500524120003

邮箱: hexin1@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

受益于 GLP-1 景气度，业绩持续高增长

2025 年 04 月 24 日

事件: 2025 年 4 月 22 日, 公司发布 2024 年年度报告&2025 年第一季度报告。2024 年公司实现营业收入 16.25 亿元, 同比增长 57.21%; 实现归母净利润 4.04 亿元, 同比增长 148.19%; 实现归母扣非净利润 4.08 亿元, 同比增长 142.60%。2025 年 Q1 公司实现营业收入 5.66 亿元, 同比增长 58.96%; 实现归母净利润 1.53 亿元, 同比增长 130.10%; 实现归母扣非净利润 1.52 亿元, 同比增长 131.79%。

点评:

➤ **业绩持续高增长，受益于 GLP-1 多肽药物景气度。**

- 1) 从收入拆分来看: 按照产品拆分, 2024 年公司自主选择产品实现营业收入 11.29 亿元, 同比增长 79.49%; 定制类产品及技术服务实现营业收入 4.94 亿元, 同比增长 22.34%。按照业务拆分, 2024 年 CDMO/CMO 实现营业收入 4.73 亿元, 原料药及中间体实现营业收入 9.44 亿元, 制剂实现营业收入 1.84 亿元, 技术服务费实现营业收入 0.21 亿元。按照区域划分, 2024 年公司国内实现营业收入 5.97 亿元, 同比增长 2.05%; 国外实现营业收入 10.26 亿元, 同比增长 129.10%。
- 2) 从盈利能力来看: 2024 年和 2025 年 Q1 公司利润增速显著高于收入增速, 盈利能力大幅提升, 主要得益于毛利率的提升和期间费用的摊薄。2024 年公司主营业务(医药制造业)毛利率 67.78%, 同比提升 6.81pct; 分产品来看, 自主选择产品毛利率 72.85%, 同比提升 8.42pct, 定制类产品及技术服务毛利率 56.21%, 同比提升 0.63pct。2024 年公司销售费用同比增加 7.63%, 管理费用同比增加 30.62%, 研发费用同比增加 82.12%。

我们认为, 公司是国内少数聚焦多肽药物的原料药&CDMO 龙头, 业绩高增长主要得益于全球 GLP-1 多肽药物高景气度, 从 2025 年 Q1 经营趋势来看, 2025 年有望延续 2024 年业绩表现。

➤ **BD 储备战略合作，客户资源丰富。**

凭借强大的国际化 BD 团队, 2024 年公司签订大量战略合作, 包括但不限于: 国内多个重磅 GLP-1 创新药原料药及制剂战略合作; MNC 重磅创新药 ADC 战略合作; MNC 多肽动物创新药 CDMO 战略合作; 重磅寡核苷酸 CDMO 战略合作; 拉美口服司美格鲁肽原料药战略合作, 并逐步达成北美、东南亚客户全方面合作; 司美格鲁肽制剂全球战略合作; 同多家国际仿制药企业达成替尔泊肽战略合作。客户资源方面, 公司自主开发的原料药已销往美国、欧洲、加拿大、印度、中东等国家或地区, 并与 Krka、Chemo、Cipla、Apotex、Mylan、Sandoz 等知名制药公司达成合作关系; 公司 CDMO 业务的客户主要包括 Incyte、Gilead、Vertex、MSD、前沿生物等国内外知名创新药企, 服务包括

Biktarvy、Ruxolitinib、艾博韦泰等一大批知名创新药项目。从客户分布来看，2024 年前五大客户销售额贡献均超过 1 亿元，合计贡献收入占比 47.62%。我们认为，公司在多肽领域具备国际竞争力，原料药和 CDMO 两大业务协同发展，战略合作关系紧密，储备客户资源丰富，对单一客户依赖度较低，有望持续受益于行业需求的高景气度。

➤ **产能建设趋于完善，生产体系得到国际认证。**

公司目前有连云港、建德两个现代化的生产基地。建德工厂现有产能 147 万升，可以提供从实验室级到吨级的定制生产服务；连云港工厂现有多个多肽、小分子化药原料药及制剂生产车间，现有吨级多肽原料药产能；第四代规模化吨级多肽生产车间 601 车间已经正式投产，实现多肽产能 5 吨/年，公司预计 602 多肽车间将于 2025 年上半年完成建设；寡核苷酸吨级商业化生产车间于 2024 年底正式动工，公司预计 2025 年 10 月完成建设，将形成年产寡核苷酸 1000 公斤，PMO100 公斤、PEG 偶联环肽 200 公斤的优质产能。公司面向全球市场，已经建立符合国际法规市场标准的生产质量管理体系；替尔泊肽、利拉鲁肽原料药生产线通过欧盟 GMP 符合性检查；连云港工厂接受美国 FDA 的 cGMP 飞行检查并第四次顺利通过；子公司诺泰诺和在成立两年后接受美国 FDA 的 cGMP 现场检查并顺利通过。我们认为，随着公司新建 601 车间和 602 车间陆续投入使用，产能建设趋于完善，生产体系得到国际认可，受益于 GLP-1 多肽药物需求旺盛，公司有望承接更多订单。

➤ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 21.75 亿元、27.68 亿元、34.24 亿元，归母净利润分别为 5.62 亿元、7.40 亿元、9.36 亿元，EPS（摊薄）分别为 2.56 元、3.37 元、4.26 元，对应 PE 估值分别为 21.36 倍、16.21 倍、12.81 倍，维持公司“买入”评级。

➤ **风险因素：**多肽药物行业景气度波动风险；地缘政治和关税政策变动风险；新建产能进度不及预期的风险；行业竞争加剧的风险。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	1,034	1,625	2,175	2,768	3,424
增长率 YoY %	58.7%	57.2%	33.9%	27.2%	23.7%
归属母公司净利润(百万元)	163	404	562	740	936
增长率 YoY%	26.2%	148.2%	38.9%	31.7%	26.5%
毛利率%	61.0%	67.7%	67.6%	67.8%	68.0%
净资产收益率ROE (%)	7.5%	15.2%	19.1%	22.2%	24.6%
EPS(摊薄)(元)	0.74	1.84	2.56	3.37	4.26
市盈率 P/E(倍)	73.63	29.67	21.36	16.21	12.81
市净率 P/B(倍)	5.53	4.51	4.07	3.61	3.15

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 4 月 24 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	1,495	2,006	2,290	2,710	3,306	
货币资金	749	571	515	574	763	
应收票据	1	4	5	7	8	
应收账款	296	532	692	866	1,060	
预付账款	25	30	41	52	64	
存货	377	584	750	920	1,115	
其他	47	284	288	292	297	
非流动资产	2,052	3,072	3,290	3,441	3,537	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	1,196	1,517	1,828	2,055	2,208	
无形资产	112	108	107	106	104	
其他	744	1,448	1,355	1,280	1,225	
资产总计	3,547	5,078	5,580	6,151	6,844	
流动负债	973	1,753	1,981	2,182	2,407	
短期借款	546	1,044	1,044	1,044	1,044	
应付票据	114	134	180	227	279	
应付账款	187	260	349	440	542	
其他	127	315	409	471	541	
非流动负债	385	643	635	635	635	
长期借款	0	282	282	282	282	
其他	385	361	353	353	353	
负债合计	1,358	2,396	2,616	2,818	3,042	
少数股东权益	19	22	16	7	-3	
归属母公司股东权益	2,170	2,660	2,949	3,327	3,805	
负债和股东权益	3,547	5,078	5,580	6,151	6,844	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	1,034	1,625	2,175	2,768	3,424	
同比 (%)	58.7%	57.2%	33.9%	27.2%	23.7%	
归属母公司净利润	163	404	562	740	936	
同比 (%)	26.2%	148.2%	38.9%	31.7%	26.5%	
毛利率 (%)	61.0%	67.7%	67.6%	67.8%	68.0%	
ROE%	7.5%	15.2%	19.1%	22.2%	24.6%	
EPS (摊薄)(元)	0.74	1.84	2.56	3.37	4.26	
P/E	73.63	29.67	21.36	16.21	12.81	
P/B	5.53	4.51	4.07	3.61	3.15	
EV/EBITDA	28.78	18.22	13.94	10.96	8.83	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	1,034	1,625	2,175	2,768	3,424	
营业成本	403	525	705	890	1,097	
营业税金及附加	7	9	12	16	19	
销售费用	58	62	83	106	131	
管理费用	223	291	392	498	616	
研发费用	125	227	304	387	479	
财务费用	12	18	23	23	23	
减值损失合计	-29	-36	-35	-35	-35	
投资净收益	3	1	1	2	2	
其他	9	-8	-4	-3	-2	
营业利润	190	448	618	811	1,024	
营业外收支	-17	-10	-9	-9	-9	
利润总额	173	439	609	802	1,015	
所得税	8	39	54	71	90	
净利润	165	400	555	732	926	
少数股东损益	3	-5	-6	-8	-11	
归属母公司净利润	163	404	562	740	936	
EBITDA	338	685	944	1,195	1,462	
EPS (当年)(元)	0.76	1.88	2.56	3.37	4.26	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	350	400	757	984	1,209	
净利润	165	400	555	732	926	
折旧摊销	140	217	312	369	424	
财务费用	17	26	36	36	36	
投资损失	-44	-58	-3	-1	-1	
营运资金变动	-5	-268	-201	-215	-238	
其它	35	27	55	63	63	
投资活动现金流	-662	-1,393	-530	-526	-526	
资本支出	-659	-1,086	-571	-528	-528	
长期投资	-6	-308	0	0	0	
其他	3	1	41	2	2	
筹资活动现金流	632	800	-285	-398	-494	
吸收投资	0	23	0	0	0	
借款	227	780	0	0	0	
支付利息或股息	-58	-119	-311	-398	-494	
现金流净增加额	317	-185	-57	59	189	

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师，浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超9年。

贺鑫，医药分析师，医疗健康研究组长，北京大学汇丰商学院硕士，上海交通大学工学学士，5年医药行业研究经验，2024年加入信达证券，主要覆盖医疗服务、CXO、生命科学上游、中药等细分领域。

曹佳琳，医药分析师，中山大学岭南学院数量经济学硕士，3年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL等领域的研究工作。

章钟涛，医药分析师，暨南大学国际投融资硕士，超2年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

赵丹，医药分析师，北京大学生物医学工程硕士，2年创新药行业研究经历，2024年加入信达证券。主要覆盖创新药。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其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,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。