

评级：买入(维持)

市场价格：62.09

分析师：祝嘉琦

执业证书编号：S0740519040001

电话：021-20315150

Email: zhujq@zts.com.cn

分析师：崔少煜

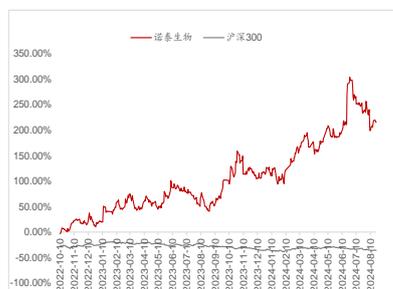
执业证书编号：S0740522060001

Email: cuisuy@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	219.78
流通股本(百万股)	219.78
市价(元)	62.09
市值(百万元)	13,646.14
流通市值(百万元)	13,646.14

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 《诺泰生物 (688076)：业绩超预期，多肽领域优势不断兑现，高增态势延续- (中泰证券_祝嘉琦_崔少煜)》2024.06.23
- 2 《诺泰生物 (688076)：Q1 高于预告中值，多肽领域优势持续兑现，有望持续维持高增态势- (中泰证券_祝嘉琦_崔少煜)》2024.04.22

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	651.29	1033.55	1667.03	2352.94	3565.10
增长率 yoy%	1.15%	58.69%	61.29%	41.15%	51.52%
净利润 (百万元)	129.11	162.94	413.24	564.80	801.11
增长率 yoy%	11.89%	26.20%	153.62%	36.68%	41.84%
每股收益 (元)	0.61	0.76	1.94	2.65	3.76
每股现金流量	0.14	1.64	1.57	0.15	-0.12
净资产收益率	6.76%	7.51%	17.23%	18.98%	21.11%
P/E	102.52	81.24	32.03	23.44	16.52
PEG	8.62	3.10	0.21	0.64	0.39
P/B	6.93	6.10	5.52	4.45	3.49

备注：截止 2024 年 08 月 22 日

投资要点

- 事件：公司发布 2024 年半年报，2024 年上半年公司实现营业收入 8.32 亿元，同比增长 107.47%；归母净利润 2.27 亿元，同比增长 442.77%；扣非归母净利润 2.29 亿元，同比增长 433.45%。
- 业绩超过预告中枢，多肽领域优势持续兑现，持续高增态势有望延续。2024H1 公司实现归母净利润 2.27 亿元 (+442.77%)；扣非归母净利润 2.29 亿元 (+433.45%)，均超过预告中枢上限。分季度看，2024Q2 实现营业收入约 4.76 亿元 (+146.82%)，归母净利润约 1.61 亿元 (+671.78%)；扣非归母净利润约 1.64 亿元 (+735.89%)，均持续表现强劲。我们预计主要源于：①自主选择产品业务中部分多肽重磅商业化品种迎来收获，呈持续放量趋势；②全球多肽产业链需求持续提升，公司部分高毛利多肽原料药验证批及商业化高速放量；③公司小分子 CDMO 技术优势显著，定制类服务呈逐步恢复态势所致。
- 多肽、特色原料药为主的自主选择产品持续高速增长，小分子 CDMO 呈稳步恢复态势。1、自主产品：达成多个战略合作，产能释放有望持续贡献增长新动能。2024H1 收入约 5.45 亿元 (+119.76%)。1) 需求方面，①同欧洲多家头部仿制药企开展口服司美格鲁肽、替尔泊肽原料药合作；②在北美市场达成利拉鲁肽制剂及原料药合作、开拓首个动物创新药多肽 CDMO 项目；③在南美市场签订司美格鲁肽制剂战略合作协议、达成利拉鲁肽制剂首仿上市原料药合作；④在印度市场与头部仿制药企达成利拉鲁肽制剂全球上市原料药合作、签订并推进多个寡核苷酸 CDMO 服务等；⑤在国内市场达成 GLP-1 创新药原料药及制剂战略合作。2) 供给方面，①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；②新建 602 多肽车间预计 2025 年上半年完成建设、安装及调试，届时将再释放多肽产能 5 吨/年；③前瞻性布局寡核苷酸产能，705 车间完成封顶。我们预计随着合作协议的不断推进，新产能的持续爬坡，公司自主产品业务有望持续维持高增态势。2、C(D)MO：大订单签约，2024 年有望逐步恢复。2024H1 收入约 2.86 亿元 (+88.16%)。凭借两大技术平台优势，公司同吉利德、英赛特、硕腾、Mirati 等知名药企建立长期合作关系，公司与欧洲某大型药企签约的合同总金额 1.02 亿美元 CDMO 长期供货合同于二季度已开始交付，预计下半年起将极大加快交付节奏。
- 盈利预测及估值：考虑公司自主选择产品需求旺盛，我们调整盈利预测，我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 16.67 亿元、23.53 亿元、35.65 亿元 (调整前 15.67 亿元、22.53 亿元、32.11 亿元)，增速分别为 61.29%、41.15%、51.52%；考虑 2024 年公司可转债、股权激励等费用摊销较大，费用率有望逐步回升，我们预计 2024-2026 年归母净利润分别为 4.13 亿元、5.65 亿元、8.01 亿元 (调整前 3.52 亿元、4.63 亿元、6.05 亿元)，增速分别为 153.62%、36.68%、41.84%。公司自主选择产品管线丰富，C(D)MO 技术平台优势显著，有望通过自主产品+C(D)MO 双轮驱动带来长期成长性，维持“买入”评级。
- 风险提示事件：研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险；产能提升不及预期风险；核心技术人员流失风险；毛利率下降的风险；汇率波动风险；原材料供应及其价格上涨的风险，环保和安全生产风险。

图表 1: 诺泰生物主要财务指标变化 (单位: 百万元)



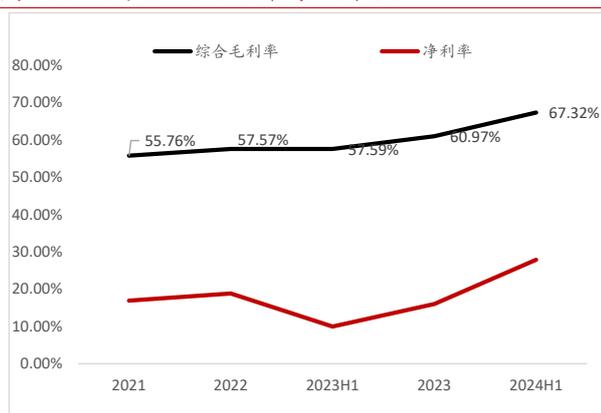
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: 诺泰生物分季度财务数据 (单位: 百万元, %)

项目	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
营业收入	134.25	134.05	113.94	269.05	208.06	192.72	308.68	324.08	355.82	475.68
营业收入环比	-19.22%	-6.13%	-19.12%	38.69%	54.98%	43.77%	170.91%	20.45%	71.02%	146.82%
营业收入环比	-30.80%	-0.15%	-15.00%	136.13%	-22.67%	-7.37%	60.17%	4.99%	9.79%	33.69%
营业成本	61.45	65.51	49.77	99.60	91.68	78.31	108.92	124.49	116.48	155.28
毛利率	54.23%	51.13%	56.32%	62.98%	55.94%	59.37%	64.72%	61.59%	67.26%	67.36%
销售费用	11.87	6.47	8.47	8.16	18.25	13.62	13.93	11.82	11.49	17.18
管理费用	34.28	39.93	39.02	44.76	44.38	45.22	64.02	68.97	70.57	60.10
研发费用	12.59	20.87	16.08	19.93	20.04	19.82	45.54	39.49	66.25	46.25
财务费用	-1.04	-2.72	-1.98	5.58	4.07	-0.29	3.97	3.84	3.25	1.86
营业利润	15.28	11.08	17.22	81.27	29.11	25.05	66.91	68.60	80.45	178.09
利润总额	14.93	10.04	17.42	80.77	23.53	24.35	66.97	58.28	80.45	176.51
所得税	-0.06	-6.95	0.75	6.66	4.64	3.38	16.48	-16.83	15.89	9.31
归母净利润	16.09	18.74	18.36	75.91	21.01	20.84	49.86	71.22	66.33	160.84
归母净利润同比	-59.46%	59.76%	-16.01%	80.27%	30.58%	11.21%	171.57%	-6.18%	215.69%	671.78%
净利率	11.99%	13.98%	16.11%	28.21%	10.10%	10.81%	16.15%	21.98%	18.64%	33.81%
扣非归母净利润	12.68	(1.25)	0.58	71.08	23.38	19.62	45.35	79.75	65.40	163.99
扣非归母净利润同比	-66.65%	-114.24%	-96.84%	79.18%	84.38%	-	7718.97%	12.20%	179.72%	735.89%
扣非净利率	9.45%	-0.93%	0.51%	26.42%	11.24%	10.18%	14.69%	24.61%	18.38%	34.47%

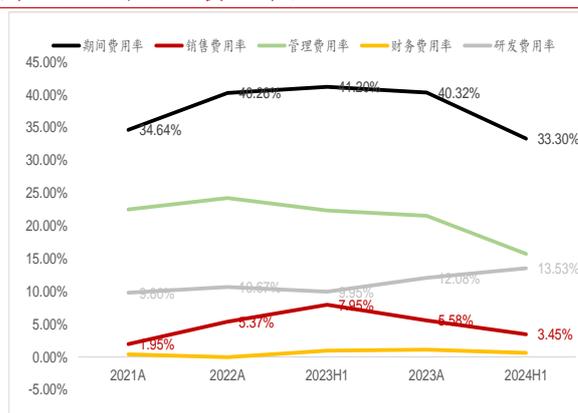
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 3: 诺泰生物毛利率净利率概况



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 4: 诺泰生物费用率概况



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

风险提示

研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险

- 报告中使用了大量公开资料，可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

产能提升不及预期风险

- 公司近年大幅扩充产能，存在一定的产能投放不及预期的风险。

核心技术人员流失风险

- 公司从事的小分子、多肽研发与生产业务为技术密集型，高素质专业人是公司的核心竞争要素。虽然公司持续为员工提供有竞争力的薪酬及股权激励，但由于行业近些年来发展迅速，对专业人才需求与日俱增，不排除发生人才流失或人才短缺的情况，这将给公司经营带来不利影响。

毛利率下降的风险

- 公司凭借自身技术及产品方面的优势，目前的综合毛利率维持在较高水平，随着公司的快速发展，公司业务规模及范围将进一步扩大，如果公司不能始终保持在技术和产品方面的竞争优势，随着销售规模的扩大，公司的毛利率有趋同同行业毛利率的可能，存在下降的风险。

汇率波动风险

- 公司目前海外收入占比超过 50%，收入主要以美元计价，使公司面临人民币汇率波动风险。

原材料供应及其价格上涨的风险

- 公司研发、生产所需原材料主要以基础化工原料、化学试剂和溶剂为主，这些原材料市场供应充足、价格较为市场化，且公司与主要供应商已建立稳定的合作关系，但是如果宏观经济环境发生重大变化或发生自然灾害等不可抗力，可能会出现原材料短缺、价格波动或原材料不能达到公司生产所要求的质量标准等情况，会影响公司的正常经营。

环保和安全生产风险

- 随着公司业务规模的逐步扩大，环保及安全生产方面的压力也在增大，可能会存在因设备故障、人为操作不当、自然灾害等不可抗力事件导致的安全环保方面事故的风险。一旦发生安全环保事故，不仅客户可能会中止与公司的合作，且公司将面临着政府有关监管部门的处罚、责令整改或停产的可能，进而严重影响公司正常的业务经营。

图表 5: 诺泰生物财务模型预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	1495	1876	2421	3237	营业收入	1034	1667	2353	3565
现金	749	633	672	659	营业成本	403	656	914	1369
应收账款	296	508	731	1087	营业税金及附加	7	16	22	32
其他应收款	3	4	6	10	营业费用	58	103	146	226
预付账款	25	33	49	74	管理费用	223	333	482	788
存货	377	659	923	1363	财务费用	0	0	17	17
其他流动资产	44	38	40	46	资产减值损失	-29	-26	-27	-27
非流动资产	2052	1786	1687	1545	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	3	16	2	9
固定资产	1196	1159	1067	949	营业利润	190	434	590	838
无形资产	112	112	112	112	营业外收入	1	1	1	1
其他非流动资产	744	515	507	484	营业外支出	17	10	11	12
资产总计	3547	3662	4108	4782	利润总额	173	425	579	827
流动负债	973	1180	1047	912	所得税	8	19	22	34
短期借款	546	546	546	546	净利润	165	405	557	793
应付账款	187	290	366	342	少数股东损益	3	-8	-8	-9
其他流动负债	240	344	135	23	归属母公司净利润	163	413	565	801
非流动负债	385	72	80	80	EBITDA	338	580	745	996
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.76	1.94	2.65	3.76
其他非流动负债	385	72	80	80					
负债合计	1358	1252	1128	992	主要财务比率				
少数股东权益	19	11	4	-5	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
股本	213	213	213	213	成长能力				
资本公积	1341	1341	1341	1341	营业收入	58.7%	61.3%	41.1%	51.5%
留存收益	495	802	1367	2168	营业利润	51.9%	128.8%	35.9%	42.1%
归属母公司股东权益	2170	2398	2976	3795	归属于母公司净利润	26.2%	153.6%	36.7%	41.8%
负债和股东权益	3547	3662	4108	4782	获利能力				
					毛利率 (%)	61.0%	60.6%	61.2%	61.6%
					净利率 (%)	15.8%	24.8%	24.0%	22.5%
					ROE (%)	7.5%	17.2%	19.0%	21.1%
					ROIC (%)	9.5%	19.9%	22.0%	23.5%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	38.3%	34.2%	27.5%	20.7%
					净负债比率 (%)	43.55%	46.06%	51.58%	58.46%
					流动比率	1.54	1.59	2.31	3.55
					速动比率	1.10	0.96	1.32	1.87
					营运能力				
					总资产周转率	0.34	0.46	0.61	0.80
					应收账款周转率	4	4	4	4
					应付账款周转率	2.71	2.75	2.79	3.87
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.76	1.94	2.65	3.76
					每股经营现金流 (最新摊薄)	1.64	1.57	0.15	-0.12
					每股净资产 (最新摊薄)	10.18	11.25	13.96	17.80
					估值比率				
					P/E	81.24	32.03	23.44	16.52
					P/B	6.10	5.52	4.45	3.49
					EV/EBITDA	40	23	18	14

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

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；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，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）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。