

公司研究

医药生物/化学制药/化学原料药

美诺华（603538）

——中间体、原料药增长稳定，CDMO/CMO、制剂开始放量

事件：

公司发布2020年中报，报告期内，公司实现营业收入6.51亿元，同比增长16.01%；实现归属于上市公司股东的净利润1.07亿元，同比增长24.57%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润9,822.01万元，同比增长25.59%。

主要观点：

◆公司销售收入稳定增长，合同定制业务贡献显著。公司主要从事医药中间体、特色原料药、制剂的研发、生产与销售，包括自有中间体、原料药业务；CDMO/CMO（中间体、原料药合同定制生产）业务；制剂业务。公司主要原料药、中间体产品涵盖心血管类和中枢精神类药物，包括缬沙坦、氯沙坦、坎地沙坦、培哚普利、瑞舒伐他汀、阿托伐他汀、氯吡格雷、埃索美拉唑、噻氯匹定、度洛西汀和米氮平等；公司主要制剂业务为赖诺普利片、三合钙咀嚼片等自有产品的销售和制剂产品定制生产业务。报告期内，公司实现营业收入 6.51 亿元，同比增长 16.01%。其中中间体、原料药业务收入 5.79 亿元，合同定制业务收入近 5,000 万元，贡献了公司增量收入的五成以上。

◆中间体、原料药业务老客户订单稳步增长，新客户增加 40 余家。公司现有中间体、原料药商业化产品主要覆盖心血管、中枢神经、胃肠道消化道、内分泌、抗病毒等多个治疗领域，在研产品除增加现有治疗领域品种外，积极探索抗肿瘤领域，产品品类相互组合，相互协同。基于公司产品品类丰富的布局和产品组合优势，多个拳头产品在欧洲市场占有领先市场份额。报告期内公司原有客户订单稳步增长。同时依托质量和规模优势，公司中国市场、非规范市场等业务拓展不断深入，研发、验证生产订单数量快速增长。报告期内，新增欧美、日韩、中东等国家地区的客户 40 余家。缬沙坦、氯吡格雷、瑞舒伐他汀钙等产品在多个市场的销量有较大幅度的增加，其心血管类产品的营业收入较上年同期增长 30% 以上。

◆CDMO/CMO 业务新产能投入运营，有望成为公司的主要

主要数据(截至 7 月 31 日收盘)：

当前股价	45.73 元
投资评级	买入
评级变动	上调
总股本	1.50 亿股
流通股本	1.46 亿股

长城国瑞证券研究所

分析师：

黄文忠

huangwenzhong@gwgsc.com

执业证书编号：S0200514120002

胡晨曦

huchenxi@gwgsc.com

执业证书编号：S0200518090001

联系电话：0592-5169085

地址：厦门市思明区莲前西路 2 号
莲富大厦 17 楼



业绩增长点。随着全球医药产能的转移，以及原研或初创型药企为集中资源提高研发效率等因素影响，医药 CDMO/CMO 业务迎来新一轮发展机遇，这将成为医药原料药行业突破产能瓶颈，提升企业成长性的新发展方向。公司夯实自有原料药中间体业务，致力于建立全球领先的原料药服务平台，依托美诺华积累的领先的研发技术能力、完善的质量管理和 EHS 管理体系，积极探索新的增长点。2019 年，高标准、高规格建立的宣城美诺华 1600 吨原料药一期项目顺利投入运营，扩大了公司原料药生产规模，增强了公司多元化客户服务能力。该一期项目生产沙坦类、他汀类等 6 个品种共计 131 吨医药原料药，达产产值约 3.8 亿元。报告期内，公司共与 15 家国内外优秀医药企业合作，临床阶段和转移验证阶段产品约 20 余项，宣城美诺华实现营业收入 4922.82 万元。宣城美诺华与广东莱佛士制药技术有限公司关于小分子创新药领域合同定制业务达成深入战略合作；与知名战略药企施维雅建立业务合作，目前正在进行 2 个产品合作，确定到 2021 年完成 1 亿元以上的订单，另有多个项目正在洽谈中。**我们认为公司 CDMO/CMO 业务宣城美诺华一期项目投产后，市场开拓顺利，订单放量可期，有望成为业绩的主要新增长点。**

◆制剂业务快速放量，募投项目稳步推进，拟发行可转债募资拓展抗肿瘤领域。1) 制剂业务正逐步体现公司中间体-原料药-制剂的一体化优势，以慢病领域为核心的产品组合，通过与科尔康美诺华合作进行产品的中欧申报，资源整合和产业升级成果快速体现，公司制剂研发管线的布局节奏加速。2019 年共完成制剂技术转移品种 6 个，累计实现欧洲制剂定制生产服务产品 9 项，制剂出口业务加速放量。除合资公司外，公司新增 2 家国内领先医药企业定制生产合作，已完成产品的转移验证并通过中国药监部门的现场检查，实现商业化生产。报告期内，公司制剂产能利用率不断提升，制剂产量较去年同期增长 144%，预计今年客户定制生产业务等将覆盖现有 2 条生产线共 15 亿片（粒）的产能。2) 募投项目天康药业“年产 30 亿片（粒）出口固体制剂建设项目”建设正在稳步推进。3) 公司在 4 月份发布公告，拟发行可转换公司债券募集资金总额不超过人民币 52,000 万元（含 52,000 万元），建设高端制剂项目，向抗肿瘤类药物延伸，主要研发生产抗肿瘤类产品，项目建成后预计产品总年生产能力达到约 3,100 万支（片、颗），提升公司盈利的稳定性。

◆持续构建规模化生产能力，推进在建工程建设。公司抓住行业快速发展机遇，通过构建规模化竞争力，奠定未来增长基础。报告期内安徽美诺华“年产 400 吨原料药技改项目”一期技改项目完



成装备工艺流程设计和关键装备的定制采购，进入安装阶段；浙江美诺华“年产 520 吨医药原料药（东扩）”一期项目正在进行设备采购及安装调试；燎原技改项目三废相关设备已投入使用，其他配套工程尚在继续。

◆**规模效应显现，综合毛利率提升。**报告期，公司综合毛利率 38.39%，较上年同期增长 2.01 个百分点。一方面，公司利用多生产基地优势，提升重点产品产能，规模化制造的效应显现，产品收率良好，制造成本趋于下降；另一方面，公司通过优化采购策略，提升议价能力，抓住关键性物料外部市场格局变动，合理规划战略性物料储备，以加强供应端源头成本控制。随着公司各在建项目投产，产能释放，规模化制造的效应进一步显现，综合毛利率有望逐步提升。

投资建议：

根据公司 2020 年上半年经营情况，我们更新了 2020 年、2021 年公司业绩预测，并新增了 2022 年业绩预测，预计公司 2020-2022 年的净利润分别为 1.94/2.74/3.83 亿元，EPS 分别为 1.29/1.83/2.56 元，当前股价对应 P/E 分别为 35/25/18 倍。目前化学原料药行业 P/E (TTM) 中位数为 50 倍，公司估值有较大的修复空间，并且考虑 CDMO/CMO 业务新产能投入运营，订单增长可期，制剂业务开始快速放量，我们将公司评级由“增持”上调为“买入”。

风险提示：

中间体、原料药业务需求放缓；CDMO/CMO 业务、制剂业务增长不及预期；环保安全风险；汇率波动风险。

主要财务数据及预测

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,180.21	1,576.39	1,954.76	2,343.92
增长率(%)	39.02%	33.57%	24.00%	19.91%
归母净利润（百万元）	150.91	193.74	274.30	383.13
增长率(%)	56.62%	28.38%	41.58%	39.68%
EPS（元）	1.01	1.29	1.83	2.56
毛利率	38.35%	38.94%	40.16%	42.38%
净资产收益率（摊薄）	11.06%	12.55%	15.26%	17.81%

数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所

表：盈利预测（单位：百万元）

利润表	2019	2020E	2021E	2022E	资产负债表	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,180.21	1,576.39	1,954.76	2,343.92	货币资金	279.95	362.83	449.91	673.55
减:营业成本	727.63	962.56	1,169.69	1,350.53	应收和预付款项	206.67	262.72	318.72	377.13
营业税金及附加	11.25	15.02	18.63	22.34	存货	400.17	379.74	568.00	526.27
营业费用	21.33	27.59	33.23	38.67	其他流动资产	187.29	187.29	187.29	187.29
管理费用	162.94	212.81	263.89	316.43	长期股权投资	133.99	131.99	129.99	127.99
研发费用	52.96	73.93	91.68	109.93	投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	19.56	17.26	11.96	5.29	固定资产和在建工程	927.37	910.43	893.49	876.56
信用资产减值损失*	-1.37	-2.00	-2.00	-2.00	无形资产和开发支出	234.25	232.70	231.15	229.59
资产减值损失*	-11.91	-10.00	-10.00	-10.00	其他非流动资产	152.44	149.78	147.11	147.11
投资收益	6.82	-2.00	-2.00	-2.00	资产总计	2,522.13	2,617.48	2,925.67	3,145.51
公允价值变动	-0.77	0.00	0.00	0.00					
其他经营损益	-12.77	-12.00	-12.00	-12.00	短期借款	429.44	258.14	216.73	0.00
营业利润	242.70	337.15	453.37	606.66	应付和预收款项	351.31	427.37	505.19	562.13
其他非经营损益	-2.49	-0.50	1.00	1.00	长期借款	123.44	123.44	123.44	123.44
利润总额	240.21	336.65	454.37	607.66	其他负债	49.42	48.05	48.05	48.05
所得税	26.45	34.28	48.40	67.47	负债合计	953.61	857.00	893.40	733.61
净利润	213.76	302.37	405.96	540.18	股本	149.68	149.68	149.68	149.68
少数股东损益	9.90	12.70	17.99	25.12	资本公积	524.47	524.47	524.47	524.47
归母净利润	150.91	193.74	274.30	383.13	留存收益	689.99	869.25	1,123.05	1,477.55
					归母股东权益	1,364.14	1,543.40	1,797.20	2,151.70
现金流量表	2019	2020E	2021E	2022E	少数股东权益	204.38	217.08	235.07	260.19
经营活动现金流	176.11	290.71	163.09	476.43	股东权益合计	1,568.52	1,760.48	2,032.27	2,411.89
投资活动现金流	-351.20	-1.80	0.86	0.86	负债和股东权益	2,522.13	2,617.48	2,925.67	3,145.51
融资活动现金流	99.00	-206.04	-76.86	-253.65					
现金流量净额	-73.66	82.87	87.09	223.64					

数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所

说明：*损失以“-”号填列

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现 20% 以上；

增持：相对强于市场表现 10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。