

溢多利 (300381): “替抗” 业务有望迎来快速增长期

2020年08月18日

强烈推荐/维持

溢多利 公司报告

溢多利公布 2020 年上半年业绩: 营业收入 9.18 亿元, YoY+7.3%, 归母净利润 0.70 亿元, YoY+77.6%, 对应 EPS 为 0.16 元, 符合预期。

溢多利“替抗”业务有望迎来较快增长。 限抗、禁抗是养殖业绿色发展, 保障食品安全的必然选择, 2020年7月1日起我国饲料生产企业开始全面禁抗。结合海外经验, 我们认为替抗产品的潜在市场空间超过百亿元。针对禁抗政策, 溢多利提前布局, 对现有生物酶制剂产品葡萄糖氧化酶、复合酶, 植物提取物产品博落回散, 酸化剂产品三丁酸甘油酯进行了多批次的替抗效果试验, 已形成了有效的替抗饲料添加剂解决方案。2020H 公司替抗饲料添加剂实现营收 6396 万元, 同比增长 45.03%。结合公司在农牧领域多年的营销渠道优势和品牌优势, 目前公司的替抗产品已进入市场培育和试用阶段, 我们预计从今年下半年开始, 公司“替抗”业务将迎来较大的业绩增长。

医药原料药业务新增产能释放在即, 未来将加速发展。 公司 2015 年先后收购新合新、利华制药, 将医用酶制剂延伸至下游制药行业, 并打通了甾体激素医药制造的产业链。公司相关产品包括糖皮质激素原料药、性激素原料药。根据国家卫生健康委员会与国家中医药管理局联合发布的几版《新型冠状病毒感染的肺炎诊疗方案》, 糖皮质激素可作为应对重症的治疗用药, 公司相关的糖皮质激素原料药产品业绩在 2020H 取得较大增长。公司新建的性激素原料药项目预计有望年内投产, 贡献新的盈利增长点。

生物酶制剂业务存在进口替代的机遇。 公司非饲用酶制剂业务发展较快, 食品级生物酶制剂项目已竣工投产、其他生物酶制剂新建项目未来将逐步投产, 公司非饲用酶制剂产品未来有望逐步实现部分进口替代。

公司盈利预测及投资评级: 我们维持对公司的盈利预测, 即公司 2020~2022 年净利润分别为 2.07、2.63 和 3.34 亿元, 对应 EPS 分别为 0.44、0.55 和 0.71 元。当前股价对应 2020~2022 年 P/E 值分别为 33.26 和 21 倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示: 下游需求释放不及预期; 新增产能投放不及预期; 商誉减值风险。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,768	2,048	2,469	2,949	3,490
增长率(%)	17.94%	15.83%	20.56%	19.43%	18.34%
归母净利润(百万元)	114	128	207	263	334
增长率(%)	41.14%	12.35%	62.61%	26.66%	27.13%
净资产收益率(%)	5.30%	5.17%	7.84%	9.16%	10.62%
每股收益(元)	0.24	0.27	0.44	0.55	0.71
PE	60	54	33	26	21
PB	3.20	2.78	2.59	2.39	2.18

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

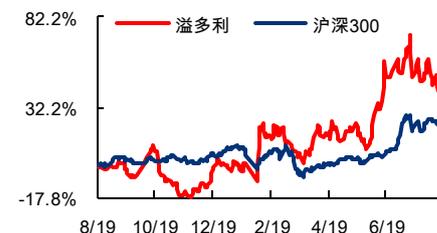
公司简介:

广东溢多利生物科技股份有限公司成立于 1991 年, 总部位于广东省珠海市。公司专注于生物工程领域, 围绕生物医药和生物农牧两大产业, 研发并形成了生物酶制剂、甾体激素原料药、功能性饲料添加剂三大系列产品线, 同时为行业客户持续提供整体生物技术解决方案, 是我国生物酶制剂行业首家上市企业, 全球极具竞争力的甾体激素医药企业。

交易数据

52 周股价区间(元)	17.07-8.15
总市值(亿元)	69.54
流通市值(亿元)	68.18
总股本/流通 A 股(万股)	47,957/47,021
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	2.28

52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

分析师: 刘宇卓

010-66554030 liuyuzhuo@dxzq.net.cn
 执业证书编号: S1480516110002

分析师: 罗四维

010-66554047 luosw@dxzq.net.cn
 执业证书编号: S1480519080002

分析师: 程诗月

010-66555458 chengsy_yjs@dxzq.net.cn
 执业证书编号: S1480519050006

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	2587	2042	2457	2952	3500	营业收入	1768	2048	2469	2949	3490
货币资金	938	217	244	359	486	营业成本	1107	1323	1641	1932	2253
应收账款	475	566	683	815	965	营业税金及附加	20	21	25	30	35
其他应收款	38	45	47	48	47	营业费用	159	167	201	241	285
预付款项	40	48	59	70	82	管理费用	169	191	230	275	326
存货	1004	1074	1332	1568	1828	财务费用	76	66	-59	-57	-57
其他流动资产	91	92	92	92	92	资产减值损失	45	5	12	13	15
非流动资产合计	2214	2476	2400	2312	2217	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	4	2	2	2	2	投资净收益	1	-2	-2	-2	-2
固定资产	1314	1557	1505	1440	1368	营业利润	173	193	282	353	442
无形资产	361	366	344	322	300	营业外收入	20	2	2	2	2
其他非流动资产	536	551	549	548	547	营业外支出	15	3	3	3	3
资产总计	4801	4518	4858	5265	5716	利润总额	179	192	282	352	441
流动负债合计	1443	1115	1260	1425	1568	所得税	28	21	31	39	49
短期借款	996	501	501	501	501	净利润	151	170	250	312	392
应付账款	141	289	358	438	510	少数股东损益	37	43	43	50	58
预收款项	12	7	8	10	11	归属母公司净利润	114	128	207	263	334
一年内到期的非流	118	63	63	63	63	EBITDA	350	371	355	433	522
非流动负债合计	952	674	646	617	589	EPS (元)	0.24	0.27	0.44	0.55	0.71
长期借款	188	159	131	102	74	主要财务比率					
应付债券	539	327	327	327	327		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	2394	1789	1905	2043	2157	成长能力					
少数股东权益	265	264	306	356	414	营业收入增长	18%	16%	21%	19%	18%
实收资本(或股本)	407	440	474	474	474	营业利润增长	51%	11%	47%	25%	25%
资本公积	1028	1259	1225	1225	1225	归属于母公司净利	41%	12%	63%	27%	27%
未分配利润	561	658	818	1011	1258	获利能力					
归属母公司股东权	2142	2465	2646	2866	3145	毛利率(%)	37%	35%	34%	34%	35%
负债和所有者权益	4801	4518	4858	5265	5716	净利率(%)	6%	6%	8%	9%	10%
现金流量表						总资产净利润(%)	2%	3%	4%	5%	6%
	单位:百万元					ROE(%)	5%	5%	8%	9%	11%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	偿债能力					
经营活动现金流	204	442	123	229	253	资产负债率(%)	50%	40%	39%	39%	38%
净利润	114	128	207	263	334	流动比率	1.79	1.83	1.95	2.07	2.23
折旧摊销	132	157	176	188	196	速动比率	1.10	0.87	0.89	0.97	1.07
财务费用	76	66	-59	-57	-57	营运能力					
应付账款的变化	64	-91	-116	-133	-149	总资产周转率	0.41	0.44	0.53	0.58	0.64
预收账款的变化	3	-5	1	2	2	应收账款周转率	3.48	3.93	3.95	3.94	3.92
投资活动现金流	-148	-466	-100	-100	-100	应付账款周转率	10.51	9.53	7.63	7.41	7.37
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
长期股权投资减少	-4	2	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.24	0.27	0.44	0.55	0.71
投资收益	1	-2	-2	-2	-2	每股净现金流(最新)	1.68	-1.61	0.06	0.24	0.27
筹资活动现金流	631	-684	4	-15	-26	每股净资产(最新摊)	4.52	5.21	5.59	6.05	6.64
应付债券增加	539	-212	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	42	-29	-29	-29	-29	P/E	60.37	53.74	33.05	26.09	20.52
普通股增加	0	33	34	0	0	P/B	3.20	2.78	2.59	2.39	2.18
资本公积增加	0	231	-34	0	0	EV/EBITDA	19.40	19.40	21.47	17.29	14.05
现金净增加额	685	-708	27	114	127						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司深度报告	溢多利(300381.SZ)深度报告: “替抗”打开需求空间	2020-07-10
行业深度报告	农林牧渔行业报告: 饲料禁抗给养殖链带来哪些变化	2020-07-10

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

刘宇卓

化工行业资深分析师。新加坡管理大学硕士，北京航空航天大学学士，CFA 持证人。曾就职于中金公司研究部，6 年化工行业研究经验。从业期间获得 2017 年水晶球总榜第二名、公募榜第一名，2018 年水晶球公募榜入围，2019 年新浪金麒麟新锐分析师、东方财富化工行业前三甲第二名。

罗四维

化工行业首席分析师，能源与材料团队组长。清华大学化学工程学士，美国俄亥俄州立大学化学工程博士，CFA 持证人，3 年化工实业经验。多家国际一流学术期刊审稿人，著有国内外专利 5 项，国际一流学术期刊署名论文 10 余篇，累计被引用次数近千次。2017 年 7 月加入东兴证券研究所，从业期间获得 2017 年水晶球总榜第二名、公募榜第一名，2018 年水晶球公募榜入围，2019 年新浪金麒麟新锐分析师、东方财富化工行业前三甲第二名。

程诗月

美国马里兰大学金融学硕士，2017 年加入东兴证券从事农林牧渔行业研究，重点覆盖畜禽养殖、饲料动保、宠物食品等细分子行业。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526