

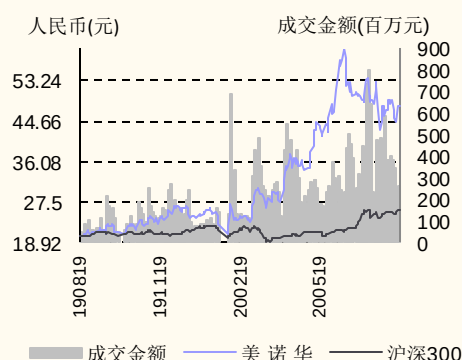
美诺华 (603538.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 48.01 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	1.50
已上市流通 A 股(亿股)	1.46
总市值(亿元)	71.86
年内股价最高最低(元)	52.72/42.59
沪深 300 指数	4813
上证指数	3451



相关报告

- 1.《业绩符合预期, 客户定制生产服务稳健推进 - 美诺华 2020H1 半 ...》, 2020.7.21
- 2.《业绩符合预期, 看好客户定制服务及制剂业务 - 美诺华 2019 年报 ...》, 2020.4.21
- 3.《与先声合作阿比多尔, 共同开拓抗病毒领域 - 美诺华公司点评》, 2020.2.11
- 4.《公司业绩符合预期, 原料药有竞争力快速增长 - 美诺华 2019Q3 ...》, 2019.10.24

引入战略投资者, 共谋境内外 CDMO 布局发展

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	0.646	1.008	1.301	1.757	2.307
每股净资产(元)	8.03	9.11	10.04	11.10	12.48
每股经营性现金流(元)	0.31	1.19	1.81	2.21	2.73
市盈率(倍)	74.31	47.62	36.91	27.33	20.81
净利润增长率(%)	115.66%	56.62%	29.01%	35.08%	31.31%
净资产收益率(%)	8.05%	11.06%	12.95%	15.83%	18.48%
总股本(百万股)	149.13	149.68	149.68	149.68	149.68

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 今日, 公司发布公告, 公司股东美诺华控股与招商局资本服务贸易创新发展引导基金签署《股份转让协议》, 拟通过协议转让方式减持上市公司 748.4 万股股份, 占公司总股本的 5%。股权变动后, 美诺华控股及一致行动人姚成志持股比例有 32.43% 下降到 27.43%, 引入优质国资背景的战略投资者预计对公司 CDMO 布局和快速发展具有积极推动作用, 合作前景可期。

经营分析

- **公司引入战略投资者, 共谋境内外 CDMO 布局发展:** 公司通过减持 748.4 万股 (约总股本 5%) 的方式引入战略投资者 (招商局资本), 该举动战略意义重大。招商局资本隶属于商务部及财政部管理, 后期在多方面资源上会为公司境内外发展提供支持, 我们预计双方合作在海内外并购、CDMO 领域业务拓展以及医药研发投入方面将有更多重大合作。此次引入战投转让价格约 43.24 元/股, 对应约 3.24 亿元, 公司承诺本次股权转让所得价款中不低于 1 亿元人民币用于海外并购基金、CXO 专题并购基金和/或医药研发的投资。
- **客户定制生产服务 (CMO/CDMO) 订单稳步增加, 崭露头角:** 基于 2019 年宣城新产能投放和规范运营的质量体系, 积极拓展与海内外龙头药企的紧密合作。20H1, 公司共与 15 家国内外企业合作, 临床阶段和转移验证阶段产品 20 余项, 预计该部分业务收入约 5000 万元。公司与施维雅建立业务合作, 目前正在进行 2 个产品合作, 预计 21 年订单体量超 1 亿元。公司积极拓展对外合作, 未来仍有多个新项目规划。
- **战略投资者资质较优, 深度聚焦大健康行业:** 服务贸易创新发展引导基金作为国务院批准设立的国家级产业投资基金, 重点为有出口潜力、符合产业导向的服务贸易企业提供融资支持, 引导地方和社会资本加大对有服务出口企业的投入, 夯实服务业基础, 打造影响力大、国际竞争力强的服务贸易领军企业, 积极扶持特色鲜明、善于创新的服务贸易中小型企业, 全面提升中国服务贸易国际竞争力。战略投资者资质较优, 未来与公司合作值得期待。

盈利预测及投资建议

- 考虑到引入战投未来海内外 CDMO 战略合作, 特色原料药业务稳健增长, 转型客户定制生产业务订单落地, 以及制剂一体化等战略进展顺利, 维持“买入”评级。我们预计未来三年 EPS 分别为 1.30/1.76/2.31 元, 对应 PE 分别为 36.9/27.3/20.8 倍。

风险提示

- 上游原料涨价对毛利率影响存在不确定性; 公司海外业务存在不确定性; 产品研发申报不达预期; 可转债进度不达预期; CMO/CDMO 订单不达预期。

王麟

分析师 SAC 执业编号: S1130520030001
(8621)60230233
wang_lin@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	605	849	1,180	1,395	1,767	2,227
增长率		40.2%	39.0%	18.2%	26.6%	26.0%
主营业务成本	-399	-572	-728	-844	-1,051	-1,314
%销售收入	65.9%	67.4%	61.7%	60.5%	59.5%	59.0%
毛利	206	276	453	551	716	913
%销售收入	34.1%	32.6%	38.3%	39.5%	40.5%	41.0%
营业税金及附加	-9	-10	-11	-14	-18	-22
%销售收入	1.6%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-17	-19	-21	-25	-35	-51
%销售收入	2.9%	2.2%	1.8%	1.8%	2.0%	2.3%
管理费用	-110	-109	-163	-170	-212	-267
%销售收入	18.2%	12.9%	13.8%	12.2%	12.0%	12.0%
研发费用	0	-39	-53	-63	-88	-111
%销售收入	0.0%	4.6%	4.5%	4.5%	5.0%	5.0%
息税前利润 (EBIT)	69	99	204	279	362	461
%销售收入	11.4%	11.7%	17.3%	20.0%	20.5%	20.7%
财务费用	-10	-11	-20	-33	-35	-32
%销售收入	1.6%	1.3%	1.7%	2.4%	2.0%	1.4%
资产减值损失	-1	-8	-12	-5	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	-1	0	0	0
投资收益	0	28	7	0	0	0
%税前利润	n.a	26.5%	3.6%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	64	113	190	241	326	428
营业利润率	10.6%	13.3%	16.1%	17.3%	18.4%	19.2%
营业外收支	0	-6	-2	0	0	0
税前利润	64	107	187	241	326	428
利润率	10.6%	12.6%	15.9%	17.3%	18.4%	19.2%
所得税	-14	-2	-26	-34	-46	-60
所得税率	22.4%	1.6%	14.1%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	50	105	161	207	280	368
少数股东损益	5	9	10	13	17	23
归属于母公司的净利润	45	96	151	195	263	345
净利率	7.4%	11.3%	12.8%	14.0%	14.9%	15.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	50	105	161	207	280	368
少数股东损益	5	9	10	13	17	23
非现金支出	35	59	76	67	70	78
非经营收益	10	-11	15	47	42	40
营运资金变动	-15	-107	-73	-51	-62	-77
经营活动现金净流	80	47	178	271	331	409
资本开支	-85	-298	-325	-82	-125	-105
投资	-309	-30	-52	-150	0	0
其他	-28	2	26	0	0	0
投资活动现金净流	-422	-326	-351	-232	-125	-105
股权募资	403	39	116	27	0	0
债权募资	88	337	57	40	-40	-34
其他	-24	7	-72	-123	-147	-178
筹资活动现金净流	468	382	101	-270	-283	-302
现金净流量	126	103	-71	19	28	106

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	259	370	342	326	345	437
应收款项	88	174	198	270	342	431
存货	146	299	400	458	570	713
其他流动资产	285	230	196	376	382	390
流动资产	777	1,073	1,136	1,430	1,640	1,971
%总资产	51.4%	47.3%	43.5%	49.4%	51.8%	56.0%
长期投资	256	164	184	184	184	184
固定资产	359	739	927	1,038	1,074	1,082
%总资产	23.7%	32.5%	35.5%	35.8%	33.9%	30.7%
无形资产	109	229	240	245	266	286
非流动资产	736	1,198	1,478	1,468	1,523	1,552
%总资产	48.6%	52.7%	56.5%	50.6%	48.2%	44.0%
资产总计	1,514	2,271	2,614	2,898	3,163	3,523
短期借款	155	428	473	532	492	458
应付款项	159	313	351	427	533	666
其他流动负债	26	39	52	90	115	146
流动负债	340	779	876	1,049	1,139	1,270
长期贷款	0	108	123	123	123	123
其他长期负债	11	44	46	5	5	5
负债	351	931	1,045	1,177	1,268	1,398
普通股股东权益	1,116	1,197	1,364	1,503	1,661	1,868
其中：股本	120	149	150	150	150	150
未分配利润	479	553	668	785	943	1,150
少数股东权益	46	143	204	217	234	257
负债股东权益合计	1,514	2,271	2,614	2,898	3,163	3,523

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.372	0.646	1.008	1.301	1.757	2.307
每股净资产	9.302	8.027	9.114	10.044	11.098	12.482
每股经营现金净流	0.668	0.312	1.192	1.812	2.213	2.730
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.520	0.703	0.923
回报率						
净资产收益率	4.00%	8.05%	11.06%	12.95%	15.83%	18.48%
总资产收益率	2.95%	4.24%	5.77%	6.72%	8.31%	9.80%
投入资本收益率	4.07%	5.16%	8.01%	10.10%	12.41%	14.64%
增长率						
主营业务收入增长率	4.71%	40.25%	39.02%	18.22%	26.63%	26.03%
EBIT增长率	-30.23%	43.89%	105.30%	36.72%	29.79%	27.26%
净利润增长率	-43.33%	115.66%	56.62%	29.01%	35.08%	31.31%
总资产增长率	58.45%	50.03%	15.10%	10.86%	9.15%	11.39%
资产管理能力						
应收账款周转天数	38.6	49.0	50.7	65.0	65.0	65.0
存货周转天数	132.6	142.0	175.4	200.0	200.0	200.0
应付账款周转天数	83.7	85.6	87.0	100.0	100.0	100.0
固定资产周转天数	149.8	196.5	203.5	175.0	139.3	112.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-8.91%	12.38%	9.77%	4.55%	1.02%	-5.01%
EBIT利息保障倍数	7.3	9.0	10.4	11.1	21.3	86.8
资产负债率	23.20%	40.99%	39.99%	41.07%	39.67%	38.68%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-07-30	增持	21.80	24.00~24.00
2	2019-10-24	增持	22.73	N/A
3	2020-02-11	增持	23.96	N/A
4	2020-04-21	买入	37.07	N/A
5	2020-07-31	买入	47.76	N/A

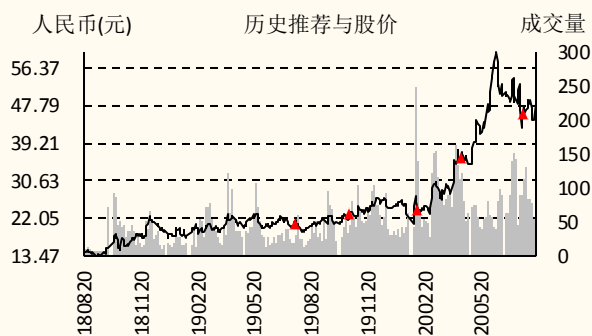
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH