

溢多利 (300381): 业务结构优化, “替抗” 业务持续快速增长

2020年10月26日

强烈推荐/维持

溢多利 公司报告

溢多利发布 2020 年第 3 季度报告: 公司前 3 季度实现营业收入 14.31 亿元, YoY+2.05%, 归母净利润 1.23 亿元, YoY+47.73%。其中, 公司第 3 季度实现营业收入 5.13 亿元, YoY-6.16%, 归母净利润 0.54 亿元, YoY+21.23%。

公司 Q3 业务结构持续优化, 低毛利率业务收入下降, 替抗、饲用酶制剂等高毛利率业务增长显著, 公司 Q3 单季度毛利率达到 42.78%, 同比大幅提升 7.67 个百分点、环比大幅提升 8.18%。

公司“替抗”业务持续高速增长, 有望成为未来主要盈利增长点之一。 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。针对饲料禁抗政策, 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。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, 公司在国内的“替抗”业务将会持续迎来较大的业绩增长。

传统主业饲用酶制剂业务受益下游需求复苏, 非饲用酶制剂存进口替代机遇。 随着国内生猪存栏持续攀升, 公司传统主业饲用酶制剂业务受益下游饲料需求反弹, 我们预计未来 2 年业绩有望持续增长。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, 公司非饲料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: 我们预测公司 2020~2022 年净利润分别为 1.85、2.60 和 3.26 亿元, 对应 EPS 分别为 0.39、0.55 和 0.69 元。当前股价对应 2020~2022 年 P/E 值分别为 35、25 和 20 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	2,385	2,860	3,616
增长率 (%)	17.94%	15.83%	16.43%	19.93%	26.43%
归母净利润 (百万元)	114	128	185	260	326
增长率 (%)	41.14%	12.35%	44.72%	40.79%	25.35%
净资产收益率 (%)	5.30%	5.17%	7.03%	9.13%	10.45%
每股收益 (元)	0.24	0.27	0.39	0.55	0.69
PE	57	51	35	25	20
PB	3.03	2.63	2.47	2.28	2.08

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)	66.18
流通市值 (亿元)	64.89
总股本/流通 A 股 (万股)	47,991/47,055
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	2.38

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

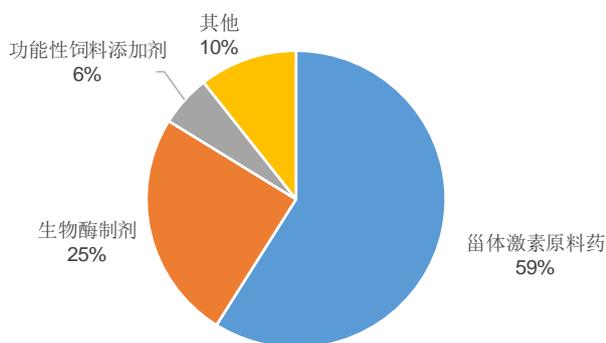
010-66555458 chengsy_yjs@dxzq.net.cn
 执业证书编号: S1480519050006

图1：公司业务板块

公司业务板块	收入结构（2019年）	主要产品	经营主体	公司在行业中的地位	公司主要“替抗”产品
甾体激素原料药	59%	免疫和呼吸系统用药（糖皮质激素原料药）、生殖保健系统用药（性激素原料药）	子公司利华制药、新合新及其下属子公司等	已成为全球甾体激素原料药行业的重要供应商，	
生物酶制剂	25%	饲料用酶（2018年收入占比64.69%） 生物能源用酶（15.44%） 食品、纺织和其他工业酶（19.87%）	母公司	国内第一家生物酶制剂专业生产企业、亚洲最大的生物酶制剂制造与服务企业，已成为中国饲用酶制剂市场最主要的供应商。	博落回、博普总碱、酸化剂（三丁酸甘油酯）、葡萄糖氧化酶及其复合产品
功能性饲料添加剂	6%	替抗饲料添加剂、抗氧化剂、诱食剂、调味剂、防霉剂、维生素B5等	子公司世唯科技及其下属子公司	主打产品博落回散是我国第一个自主研发可长期添加使用的天然植物药源药物饲料添加剂专利产品。	

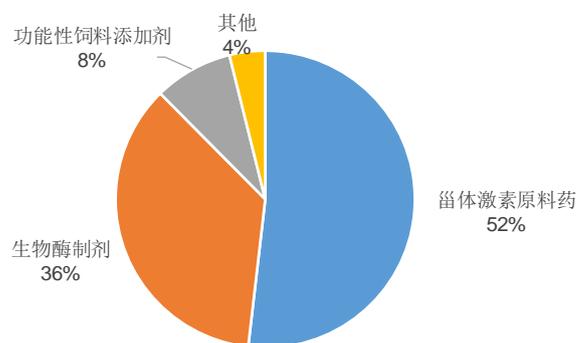
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图2：公司营收结构（2019年）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图3：公司毛利结构（2019年）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图4：我国饲料禁抗时间表



资料来源：农业农村部，东兴证券研究所

图5：全球抗生素禁用历程



资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

图6：不同替抗产品使用时间和作用机制

产品类别	作用机制	使用时间		
		在感染发生前较长时间预防	在感染发生前较短时间预防	感染后治疗
水解酶/噬菌体	针对细菌		最初感染发生前后的较短时间窗口期	
植物化学物质	针对细菌		可连续使用	
抗菌肽	针对细菌		最初感染发生前后的较短时间窗口期	
有机酸	针对细菌		可连续使用	
益生菌	改善肠道健康		可连续使用	
益生元	改善肠道健康		可连续使用	
免疫调节剂	刺激或加强免疫反应		最初感染发生后的较短时间窗口期	
疫苗	为免疫反应做准备	感染前使用		

资料来源：pewtrust.org，东兴证券研究所

图7：不同替抗产品在不同靶向动物身上表现存在差异

	小牛	奶牛	肉牛	猪	肉鸡	火鸡
益生菌	● ▲	● ▲	● ▲ ◆	● ▲ ◆	● ▲	● ▲
益生元	● ▲	●	●	● ▲	● ▲	● ▲
有机酸		● ▲	● ▲	● ▲	● ▲	● ▲
饲料酶制剂		●	●	● ▲	● ▲	●
抗菌肽	● ▲ ◆	● ▲ ◆	● ▲	● ▲ ◆	● ▲	● ▲
植物化学物质	● ▲ ◆	● ▲	● ▲	● ▲	● ▲	● ▲
铜、锌和其他重金属	●	● ▲	● ▲	● ▲	● ▲	● ▲
免疫调节剂	● ▲	● ▲	● ▲	● ▲ ◆	● ▲	● ▲
疫苗	● ▲	● ▲	● ▲	● ▲	● ▲	● ▲
噬菌体、溶菌酶及其他水解酶	● ▲	● ▲ ◆		● ▲ ◆	● ▲ ◆	● ▲

注释

促生长效果 (高/低)	● ▲
疾病预防效果 (高/低)	● ▲
疾病治疗效果 (高/低)	◆
没有明显效果	●

资料来源: pewtrust.org, 东兴证券研究所

图8: 促生长替抗产品的优缺点比较

替抗产品	优点	缺点
益生菌	能够改善肠胃微生物菌群平衡, 广泛应用于美国禽养殖业, 可以在一定程度上控制球虫病; 可以有效预防断奶仔猪腹泻	益生菌的储存和使用过程中易失活
益生元	能够刺激肠道中有益菌的生长, 调节肠道健康	促生长作用表现不一, 对于反刍动物只对牛犊有效
有机酸	有利于喜酸有益菌的生长, 对于预防某些消化类疾病有积极影响	使用效果不太稳定, PH值降低可能会影响动物采食
饲料酶制剂	能够帮助分解, 提升消化率, 研究表明添加酶制剂可使饲喂效率提升2-5%, 可能能够降低胃肠疾病风险	对于反刍动物表现不佳, 瘤胃会使酶制剂失活
抗菌肽	能够降低肠道病原体感染风险, 对于促生长和疾病预防有一定效果	天然资源有限, 合成成本较高
植物化学物质	对预防疾病和促生长有一定积极作用	添加所需浓度较高, 可能会对肉质产生负面影响
铜、锌和其他重金属	铜对促进肉鸡和猪的生长有效, 氧化铜对促进自主生长有效, 能够减少断奶仔猪腹泻	肉类中可能会出现重金属残留, 可能会呆滞对某些抗生素的抗药性增加
中兽药添加剂	具备促生长、抗微生物、增强免疫力等功效; 不易产生耐药性、无有害残留、毒副作用小	产品添加量大、有效成分不明、作用机理不清、作用效果不稳定、剂型单一、缺乏毒理安全方面的研究、原料和产品质量控制标准不完备等

资料来源: pewtrust.org, 公开资料整理, 东兴证券研究所

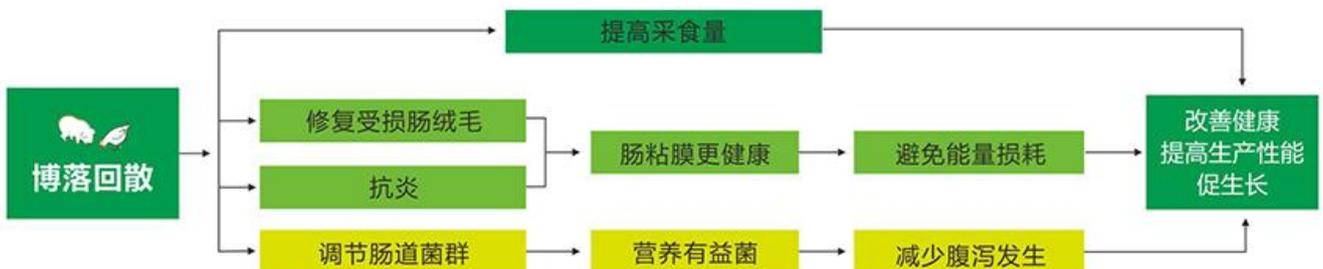
图9: 公司生物酶制剂产品种类

公司产品类别	营收占比 (2018年)	具体产品
饲料用酶	64.69%	植酸酶、木聚糖酶、脂肪酶、葡萄糖氧化酶、β-甘露聚糖酶及复合酶等
能源用酶	15.44%	糖化酶、耐高温α-淀粉酶、酸性蛋白酶等
食品用酶	12.87%	糖化酶、淀粉酶、木聚糖酶、普鲁兰酶、蛋白酶、β-葡聚糖酶、果胶酶、脂肪酶
纺织用酶	5.23%	酸性纤维素酶、中性纤维素酶、过氧化氢酶、碱性蛋白酶、中温退浆酶
造纸用酶	1.77%	生物打浆酶、生物施胶酶、生物脱墨酶、中温退浆酶、再生浆-板纸专用生物酶、废纸脱墨专用酶等
环保用酶		漆酶、淀粉酶、蛋白酶、脂肪酶、乳酸脱氢酶等

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图10: 公司博落回散的研发历程


资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

图11: 博落回散的作用机制


资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

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	2419	2903	3515	营业收入	1768	2048	2385	2860	3616
货币资金	938	217	262	390	381	营业成本	1107	1323	1605	1868	2352
应收账款	475	566	659	791	999	营业税金及附加	20	21	24	29	36
其他应收款	38	45	46	47	49	营业费用	159	167	194	233	295
预付款项	40	48	58	68	85	管理费用	169	191	223	267	337
存货	1004	1074	1302	1516	1908	财务费用	76	66	-59	-57	-56
其他流动资产	91	92	92	92	92	资产减值损失	45	5	10	13	21
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	257	349	433
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	4820	5215	5732	利润总额	179	192	256	349	432
流动负债合计	1443	1115	1244	1397	1612	所得税	28	21	29	39	48
短期借款	996	501	501	501	501	净利润	151	170	227	310	384
应付账款	141	289	350	423	532	少数股东损益	37	43	43	50	58
预收款项	12	7	8	9	12	归属母公司净利润	114	128	185	260	326
一年内到期的非流	118	63	63	63	63	EBITDA	350	371	330	430	513
非流动负债合计	952	674	646	617	589	EPS (元)	0.24	0.27	0.39	0.55	0.69
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	1890	2014	2201	成长能力					
少数股东权益	265	264	306	356	414	营业收入增长	18%	16%	16%	20%	26%
实收资本(或股本)	407	440	474	474	474	营业利润增长	51%	11%	33%	36%	24%
资本公积	1028	1259	1225	1225	1225	归属于母公司净利	41%	12%	45%	41%	25%
未分配利润	561	658	797	993	1232	获利能力					
归属母公司股东权	2142	2465	2623	2845	3117	毛利率(%)	37%	35%	33%	35%	35%
负债和所有者权益	4801	4518	4820	5215	5732	净利率(%)	6%	6%	8%	9%	9%
现金流量表						总资产净利润(%)	2%	3%	4%	5%	6%
	单位:百万元					ROE(%)	5%	5%	7%	9%	10%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	偿债能力					
经营活动现金流	204	442	140	238	117	资产负债率(%)	50%	40%	39%	39%	38%
净利润	114	128	185	260	326	流动比率	1.79	1.83	1.94	2.08	2.18
折旧摊销	132	157	176	188	196	速动比率	1.10	0.87	0.90	0.99	1.00
财务费用	76	66	-59	-57	-56	营运能力					
应付账款的变化	64	-91	-93	-131	-209	总资产周转率	0.41	0.44	0.51	0.57	0.66
预收账款的变化	3	-5	1	2	2	应收账款周转率	3.48	3.93	3.89	3.95	4.04
投资活动现金流	-148	-466	-100	-100	-100	应付账款周转率	10.51	9.53	7.46	7.40	7.57
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	0.39	0.55	0.69
投资收益	1	-2	-2	-2	-2	每股净现金流(最新)	1.68	-1.61	0.09	0.27	-0.02
筹资活动现金流	631	-684	4	-10	-26	每股净资产(最新摊)	4.52	5.21	5.54	6.01	6.58
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	57.16	50.88	35.16	24.97	19.92
普通股增加	0	33	34	0	0	P/B	3.03	2.63	2.47	2.28	2.08
资本公积增加	0	231	-34	0	0	EV/EBITDA	18.51	18.49	21.99	16.50	13.79
现金净增加额	685	-708	45	128	-9						

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
公司普通报告	溢多利(300381): “替抗”业务有望迎来快速增长期	2020-08-18
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