

美诺华 (603538)

2020 年年报及 2021 年一季报点评：业绩符合我们预期，原料药制剂一体化+CDMO 驱动成长 买入（维持）

2021 年 04 月 20 日

证券分析师 朱国广

执业证号：S0600520070004

021-60199793

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 周新明

执业证号：S0600520090002

zhouxm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,194	1,602	2,171	2,822
同比（%）	1.1%	34.2%	35.5%	30.0%
归母净利润（百万元）	167	240	346	451
同比（%）	10.9%	43.7%	43.7%	30.5%
每股收益（元/股）	1.12	1.61	2.31	3.01
P/E（倍）	28.07	19.53	13.59	10.42

投资要点

- **事件：**公司 2020 年实现营收 11.94 亿元，同比增长 1.14%；实现归母净利润 1.67 亿元，同比增长 10.91%；扣非归母净利润 8053 万元，同比减少 42.59%；经营性现金流净额 2.52 亿元，同比增长 39.98%。公司 2021 年 Q1 实现营收 3.38 亿元，同比增长 18.55%；实现归母净利润 5035 万元，同比增长 15.43%；扣非归母净利润 4486 万元，同比增长 10.86%。
- **业务结构战略性调整，未来主要业绩驱动力来自高附加值 CDMO 及制剂业务。**公司 2020 年扣非归母净利润同比下降主要系 Q4 对收购燎原药业形成的商誉和存货两项资产减值测试后，计提商誉减值准备 2826 万元和存货跌价准备 2847 万元所致，公司全年业绩符合我们的预期。分业务看，2020 年公司特色原料药业务实现营收 9.52 亿元（+3.86%，括号内数字为同比增速，下同）；CDMO 业务实现营收 1.22 亿元（+113.13%）；制剂业务实现营收 7494 万元（+18.71%）；医药流通业务因业务结构调整，实现营收 4115 万元（-70.52%），同比减少 9845 万元，影响公司收入端增速。公司未来主要业绩驱动力来自高附加值的 CDMO 及制剂业务。毛利率方面，公司 2020 年毛利率为 36.45%，同比减少 1.9pt，主要系特色原料药业务毛利率同比减少 4.93pt 所致。逐季来看，公司毛利率由 2020 年 Q2 的 40.92%下降至 Q3 与 Q4 的 36.54%、31.19%，2021 年 Q1 已恢复至 34.98%。后续随着沙坦类等原料药在欧美法规市场价格逐渐趋稳，以及 CDMO 和制剂业务在收入结构中的占比提升，公司毛利率有望逐步上行，盈利能力逐渐加强。
- **产能扩张有序推进，发行可转债募资切入抗肿瘤领域。**公司当前拥有浙江美诺华、安徽美诺华、宣城美诺华、燎原药业四大原料药基地，涵盖从 50L 到 10000L 不等规模的生产能力，拥有符合 cGMP 标准的反应釜体积合计约 2200 立方米。同时公司积极扩产，建设项目带动新增产能将于 2021 年开始密集落地。另外公司可转债已于 2021 年 1 月发行上市，募资 5.2 亿元用于向抗肿瘤药物进军，公司产品结构不断优化。
- **原料药制剂一体化效果显现，CDMO 业务为公司业绩提供爆发点。**公司围绕“技术转移+自主申报+国内 MAH 合作”打造原料药制剂一体化战略，2020 年底培哚普利叔丁胺片和普瑞巴林胶囊的上市已充分证明公司能力，同时国家第四次集采上述两个品种已中标。未来公司有望依靠高确定性的 KRKA 欧洲销售产品国内转报及自主研发管线落地迅速打开国内仿制药市场空间。CDMO 业务公司一方面内生增长拓展客户，另一方面依托服贸基金开展外延式扩张，有望提供业绩爆发点。
- **盈利预测与投资评级：**我们维持 2021-2022 年归母净利润预测 2.40/3.46 亿元，预计 2023 年归母净利润为 4.51 亿元，当前市值对应 2021-2023 年 PE 分别为 20/14/10 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**制剂申报进度不及预期，行业政策收紧，原料药降价风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	31.40
一年最低/最高价	29.37/62.16
市净率(倍)	2.72
流通 A 股市值(百万元)	4641.37

基础数据

每股净资产(元)	11.55
资产负债率(%)	46.69
总股本(百万股)	149.61
流通 A 股(百万股)	147.81

相关研究

- 1、《美诺华 (603538)：产能爬坡和新产品获批推动 API 高增长，制剂一体化+CDMO 兑现加速》2020-12-31

美诺华三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1,134	1,596	1,771	1,916	营业收入	1,194	1,602	2,171	2,822
现金	236	365	322	20	减:营业成本	759	1,007	1,359	1,752
应收账款	160	281	323	463	营业税金及附加	13	17	22	30
存货	455	680	851	1,123	营业费用	14	24	33	41
其他流动资产	284	269	275	310	管理费用	158	208	284	361
非流动资产	1,929	2,143	2,595	3,085	研发费用	62	80	109	135
长期股权投资	274	283	341	410	财务费用	35	35	40	43
固定资产	845	1,057	1,350	1,683	资产减值损失	57	11	23	37
在建工程	300	321	373	431	加:投资净收益	8	10	12	12
无形资产	225	255	276	302	其他收益	11	10	11	10
其他非流动资产	285	225	256	259	资产处置收益	0	-1	0	0
资产总计	3,063	3,738	4,366	5,002	营业利润	216	309	444	579
流动负债	1,112	1,073	1,342	1,514	加:营业外净收支	-1	-1	-1	-1
短期借款	602	487	506	532	利润总额	215	308	443	578
应付账款	373	430	689	779	减:所得税	42	60	86	112
其他流动负债	137	156	147	204	少数股东损益	6	8	12	15
非流动负债	188	655	655	653	归属母公司净利润	167	240	346	451
长期借款	109	99	95	88	EBIT	251	336	466	608
其他非流动负债	79	556	560	565	EBITDA	339	432	594	776
负债合计	1,300	1,727	1,998	2,167	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	211	219	231	246	每股收益(元)	1.12	1.61	2.31	3.01
归属母公司股东权益	1,552	1,792	2,138	2,589	每股净资产(元)	10.37	11.98	14.29	17.30
负债和股东权益	3,063	3,738	4,366	5,002	发行在外股份(百万股)	150	150	150	150
					ROIC(%)	13.5%	13.1%	15.9%	15.9%
					ROE(%)	9.8%	12.4%	15.1%	16.4%
					毛利率(%)	36.5%	37.2%	37.4%	37.9%
					销售净利率(%)	14.0%	15.0%	15.9%	16.0%
					资产负债率(%)	42.5%	46.2%	45.8%	43.3%
					收入增长率(%)	1.1%	34.2%	35.5%	30.0%
					净利润增长率(%)	7.6%	43.7%	43.7%	30.5%
					P/E	28.07	19.53	13.59	10.42
					P/B	3.03	2.62	2.20	1.81
					EV/EBITDA	15.73	12.98	9.53	7.73
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E					
经营活动现金流	252	27	491	302					
投资活动现金流	-479	-211	-516	-584					
筹资活动现金流	138	313	-19	-19					
现金净增加额	-91	129	-43	-301					
折旧和摊销	87	96	128	168					
资本开支	312	304	359	411					
营运资本变动	-19	-290	52	-305					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>