

## 公司研究

医药生物/化学制药/化学原料药

美诺华 (603538)

——原料药基础稳固，CDMO 快速放量，制剂开始盈利

### 事件：

公司发布 2020 年年报，报告期内，公司实现营业收入 119,369.79 万元，同比增长 1.14%。实现归属于上市公司股东的净利润 16,736.98 万元，同比增长 10.91%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 8,053.02 万元，同比下滑 42.59%；公司经营活动产生的现金净流量 25,161.12 万元，同比增长 39.98%。

### 主要观点：

◆公司核心业务稳定增长，投资收益业绩贡献显著。1) 公司实现营业收入 119,369.79 万元，其中 CDMO 业务收入 12,154.96 万元，同比增长 113.31%；特色原料药收入 95,235.95 万元，同比增长 3.86%，特色原料药增速放缓，主要系公司重点客户产品结构调整所致；制剂业务收入 7,494 万元，同比增长 18.71%；医药流通业务收入 4,115.13 万元，较上期减少 9,845.35 万元，下降 70.52%。公司营业收入低于预期主要系医药流通业务影响了公司整体营业收入的增长幅度。2) 公司存量业务保持稳定，增量业务（原料药 CDMO 业务、制剂业务）实现阶段性增长目标。同时，公司持有的金融资产期末按公允价值计量的投资收益 1.00 亿元，上述因素带动了 2020 年度业绩增长。报告期内，公司实现归属于母公司的扣除非经常性损益的净利润 8,053.02 万元，和上年同期比较下降明显，降幅 42.59%，主要系公司在报告期末对收购燎原药业形成的商誉和存货两项资产进行减值测试，根据测试结果计提商誉减值准备 2,826 万元和存货跌价准备 2,847 万元，因减值准备金计提影响报告期经常性损益 5,673 万元。

◆加速开拓 CDMO 新业务，构筑未来业绩增长点。1) 加速开拓原料药 CDMO 业务。报告期内，公司入选“2020 中国医药健康产业大会暨第四届中国医药研发·创新峰会 (PDI)”公布“2020 中国 CDMO 企业 20 强”，位居第 9 位。2020 年，公司 CDMO 业务与 100 余家国内外优秀医药企业建立业务合作，其中包括恒瑞医药、亿帆医药等国内大型上市公司，正在进行的项目达 175 项，共实现合同定制业务销售收入超 1.2 亿元；与大型跨国制药企业在宠物药、兽药、动物保健领域达成长期稳定的 CDMO 合

主要数据(截至 4 月 20 日收盘)：

当前股价	29.40 元
投资评级	买入
评级变动	维持
总股本	1.50 亿股
流通股本	1.48 亿股

长城国瑞证券研究所

分析师：

胡晨曦

huchenxi@gwgsc.com

执业证书编号：S0200518090001

联系电话：0592-5162118

地址：厦门市思明区莲前西路 2 号  
莲富大厦 17 楼

长城国瑞证券有限公司



相关报告:

1. 公司研究: 美诺华 (603538) —— 公司迎来发展良机, 业绩快速增长  
\_2020. 02. 25
2. 中报点评: 美诺华 (603538) —— 中间体、原料药增长稳定, CDMO、CMO、制剂开始放量  
\_2020. 08. 04

作意向, 顺利通过其质量与 EHS 审计。2) 引进战略投资者, 助力新业务发展。报告期内, 公司引进国家级产业投资基金-服务贸易创新发展引导基金(有限合伙)作为战略投资者。服贸基金的加入, 有望引进更多产业资源, 在研发生产外包服务领域、境内外项目股权投资、原料药制剂一体化项目股权投资以及服务宁波市生物医药发展建设等方面共同开展战略合作, 从而协助公司实现产业跨越式发展, 特别是助力公司 CDMO 业务快速扩张。3) 布局完善 CDMO 软硬件实力。基于公司战略规划, CDMO 作为公司后续重要的业务增长点, 公司将加速布局完善 CDMO 软硬件实力。2020 年, 公司已在各个生产基地布局相关多功能生产线, 以满足不同客户及不同产品的生产需求, 为业务部门开发 CDMO 客户及落地提供了有力的保障。

◆ 夯实特色原料药基础, 巩固核心优势。1) 持续优化客户结构, 培育重点客户。报告期内, 公司持续强化市场开拓工作, 加强与战略客户的合作深度、扩大合作范围, 并着力开拓培育国内外制剂新客户, 不断优化客户结构和产品结构。2020 年, 公司开拓深入与战略客户的合作。与 KRKA 共同合作研发, 顺利完成利伐沙班在欧洲市场的首仿/抢仿。与 Servier 加大了已合作项目的深度, 并在此基础上商定开发新的项目。与多家全球 100 强制药企业建立了业务联系、达成多了合作意向; 公司有力开拓培育新客户, 研发、验证生产订单数量快速增长。2020 年是公司发展中国市场的关键开端之年, 缬沙坦、氯吡格雷等核心产品都完成了重点客户供应商认证目标。海外市场也顶住疫情压力积极争取增量, 南美阿根廷市场在保持原有市场份额的同时, 新增多米尼加、哥伦比亚、秘鲁等市场。随着公司承接的客户项目管线日益丰富, 客户合作将不断深化。2) 落实原料药多品类、多市场路线, 加速新产品的研发注册。报告期内, 公司加速推进新产品研发注册计划, 拓展现有原料药产品中国市场和欧美规范市场的准入。阿托伐他汀钙、米氮平无水物获得欧盟 CEP 证书; 培哌普利、普瑞巴林原料药通过国内审评审批, 新增国内 CDE 登记产品包括阿哌沙班、维格列汀、利伐沙班等 7 项; 新增在研产品 25 项, 涉及中枢神经类、内分泌类、抗细菌类等治疗领域。3) 先进的原料药新产能逐渐释放, 多模式业务合作驱动持续发展。宣城美诺华年产 1600 吨原料药项目一期(生产沙坦类、他汀类等 6 个品种共计 131 吨医药原料药, 产值约 3.8 亿元) 已于 2019 年建成投产, 生产装备采用国内领先的密闭化、自动化、重力流管道化设计, 并建有标准化精烘包及 DCS、SIS 系统, 覆盖多类化学反应, 包括格式、氟代、氢化、氧化、叠氮化等复杂的反应, 通过组合生产满足客户不同的需求。报告期内, 宣城美诺华一期项目产能利用率逐渐释放, 产能利用率已提升至



40%以上。随着宣城美诺华逐步通过国内及欧盟官方和客户审计（国内及欧盟），有望带动 API 放量，2021 年预计产能利用率可以超过 60%。4) 公司重点产品市场占有率持续上升。随着公司产能释放及商务拓展，公司的品牌影响力和国际知名度进一步提升，产品市场份额持续上升。截至报告期末，公司沙坦类产品全球市场占有率近 20%，培哌普利系列产品全球市场占有率超过 60%，瑞舒伐他汀系列产品全球市场占有率近 50%（根据 IMS 数据计算所得）。

◆**两大制剂品种获批并进入集采，制剂工厂首年盈利。**1) 报告期内，公司联合科尔康美诺华共同提交注册审评品种 3 项。截至报告期末，累计实现欧洲制剂定制生产服务产品 12 项，累计 8 个战略联合开发制剂产品已递交中国 CDE 审评；公司自研制剂产品阿哌沙班片完成 BE 试验、异烟肼片完成一致性评价研究，均顺利递交 CDE 中心受理，盐酸莫西沙星片等 3 个研发项目进入 BE 试验阶段，另有 17 个在研项目同步推进。报告期内，公司首个合作品种普瑞巴林胶囊和首个自研产品培哌普利叔丁胺片获得药品批文，并于 2021 年第四批集采中标，拟采购金额约 4,700 万元。在带量采购政策弱化销售推广的背景下，药品的集采中标不仅能为公司带来新的利润增长点，还有利于增强公司制剂产品竞争力，提高市场占有率及公司品牌影响力，推进公司制剂转型步伐。2) 报告期内，公司制剂子公司美诺华天康首年转亏为盈，实现利润 85 万元。

◆**可转债获准发行，切入抗肿瘤领域。**报告期内，为提高制剂研发生产综合能力，优化产品结构，在心血管类、中枢神经类、精神类等原有业务布局的基础上，向抗肿瘤类药物延伸，公司以“高端制剂项目”作为募集资金投资项目向不特定对象发行可转换公司债券，拟募资 5.20 亿元。该可转债项目获得了中国证监会的审核通过，并于 2021 年 1 月发行上市。这是自公司 2017 年上市以来首次较大规模的再融资，债券募集资金将投入公司制剂业务的建设布局，助推公司制剂一体化加速发展。

### 投资建议：

我们更新了 2021 年、2022 年公司业绩预测，并新增了 2023 年业绩预测，预计公司 2021-2023 年的净利润分别为 2.09/2.66/3.36 亿元，EPS 分别为 1.40/1.78/2.25 元，当前股价对应 P/E 分别为 21/17/13 倍。目前化学原料药行业 P/E(TTM) 中位数为 35 倍，公司估值有较大的修复空间，并且考虑特色原料药业务基础稳固，CDMO 开始快速放量，制剂业务开始盈利，普瑞巴林



胶囊和培哌普利叔丁胺片两个制剂品种进入集采，为公司带来新的增长点，我们维持公司“买入”评级。

### 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

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,193.70	1,505.86	1,844.32	2,217.46
增长率(%)	1.14	26.15	22.48	20.23
净利润(百万元)	167.37	209.30	265.97	336.03
增长率(%)	10.91	25.05	27.08	26.34
EPS(元/股)	1.12	1.40	1.78	2.25
市盈率(P/E)	26.28	21.02	16.54	13.09
市净率(P/B)	2.83	2.56	2.28	2.02

数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所



表：盈利预测（单位：百万元）

资产负债表	2020	2021E	2022E	2023E	利润表	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	235.67	297.30	364.12	437.79	营业收入	1,193.70	1,505.86	1,844.32	2,217.46
应收账款	178.75	287.94	282.62	402.15	营业成本	758.57	944.56	1,143.84	1,353.78
预付账款	8.49	12.81	12.98	17.55	营业税金及附加	12.90	16.28	19.93	23.97
存货	454.67	609.77	679.23	846.35	营业费用	14.34	21.08	23.98	27.72
其他	256.53	184.22	184.22	184.22	管理费用	157.56	180.70	221.32	266.10
<b>流动资产合计</b>	<b>1,134.10</b>	<b>1,392.04</b>	<b>1,523.17</b>	<b>1,888.05</b>	财务费用	34.78	25.00	30.62	36.81
长期股权投资	273.57	273.57	273.57	273.57	资产减值损失	-56.73	-10.00	-10.00	-10.00
固定资产	844.94	956.16	1,036.44	1,085.26	公允价值变动收益	99.01	5.00	5.00	5.00
在建工程	297.01	214.21	176.52	135.91	投资净收益	7.96	8.00	8.00	8.00
无形资产	224.67	216.01	207.36	198.70	其他	-163.70	40.28	57.87	77.27
其他	288.43	283.55	279.15	275.05	营业利润	215.54	254.96	323.77	408.82
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,928.62</b>	<b>1,943.50</b>	<b>1,973.04</b>	<b>1,968.49</b>	营业外收入	2.68	2.68	2.68	2.68
<b>资产总计</b>	<b>3,062.72</b>	<b>3,335.54</b>	<b>3,496.21</b>	<b>3,856.54</b>	营业外支出	3.56	3.56	3.56	3.56
短期借款	602.15	685.21	571.61	520.51	<b>利润总额</b>	<b>214.66</b>	<b>254.09</b>	<b>322.89</b>	<b>407.95</b>
应付账款	276.75	332.15	405.21	467.48	所得税	41.61	37.68	47.88	60.50
其他	233.44	299.34	284.98	371.46	净利润	173.06	216.41	275.00	347.45
<b>流动负债合计</b>	<b>1,112.34</b>	<b>1,316.70</b>	<b>1,261.80</b>	<b>1,359.46</b>	少数股东损益	5.69	7.11	9.03	11.41
长期借款	108.51	1.85	0.00	0.00	归属于母公司净利润	167.37	209.30	265.97	336.03
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益（元）	1.12	1.40	1.78	2.25
其他	79.39	79.39	79.39	79.39					
<b>非流动负债合计</b>	<b>187.90</b>	<b>81.24</b>	<b>79.39</b>	<b>79.39</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,300.24</b>	<b>1,397.94</b>	<b>1,341.19</b>	<b>1,438.85</b>	<b>成长能力</b>				
少数股东权益	210.76	217.87	226.90	238.32	营业收入同比	1.14%	26.15%	22.48%	20.23%
股本	149.61	149.61	149.61	149.61	营业利润同比	13.60%	18.29%	26.98%	26.27%
资本公积	574.37	574.37	574.37	574.37	归属于母公司净利润同比	10.91%	25.05%	27.08%	26.34%
留存收益	1,411.00	1,570.12	1,778.51	2,029.76	<b>获利能力</b>				
其他	-583.26	-574.37	-574.37	-574.37	毛利率	36.45%	37.27%	37.98%	38.95%
<b>股东权益合计</b>	<b>1,762.48</b>	<b>1,937.60</b>	<b>2,155.02</b>	<b>2,417.69</b>	净利率	14.02%	13.90%	14.42%	15.15%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3,062.72</b>	<b>3,335.54</b>	<b>3,496.21</b>	<b>3,856.54</b>	ROE	10.79%	12.17%	13.79%	15.42%
<b>现金流量表</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	ROIC	13.11%	12.63%	14.81%	18.28%
<b>经营活动现金流</b>	<b>251.61</b>	<b>152.98</b>	<b>347.46</b>	<b>293.35</b>	<b>偿债能力</b>				
资本支出	421.60	60.00	80.00	50.00	资产负债率	42.45%	41.91%	38.36%	37.31%
长期投资	139.57	0.00	0.00	0.00	流动比率	1.02	1.06	1.21	1.39
其他	-1,040.14	-44.69	-157.00	-97.00	速动比率	0.61	0.59	0.67	0.77
<b>投资活动现金流</b>	<b>-478.96</b>	<b>15.31</b>	<b>-77.00</b>	<b>-47.00</b>	<b>营运能力</b>				
债权融资	757.42	717.04	601.59	550.50	应收账款周转率	6.44	6.45	6.46	6.48



股权融资	1.87	-16.11	-30.62	-36.81	存货周转率	2.79	2.83	2.86	2.91
其他	-620.85	-807.59	-774.62	-686.37	总资产周转率	0.42	0.47	0.54	0.60
筹资活动现金流	138.44	-106.66	-203.64	-172.69	估值比率				
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	市盈率	26.28	21.02	16.54	13.09
现金净增加额	-88.91	61.63	66.82	73.67	市净率	2.83	2.56	2.28	2.02

数据来源: Wind、长城国瑞证券研究所

## 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。