

## 公司研究

## 多线布局，未来可期

## ——美诺华（603538.SH）2020 年报&amp;2021 年一季报&amp;默沙东合作项目点评

## 买入（维持）

当前价：37.05 元

## 作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

021-52523871

linxiaowei@ebscn.com

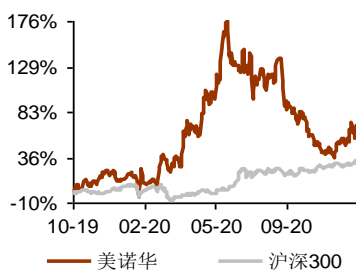
联系人：刘锡源

liuxiyuan@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	1.50
总市值(亿元):	55.43
一年最低/最高(元):	28.60/62.16
近3月换手率:	127.03%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	12.95	30.20	-29.20
绝对	17.20	21.49	5.13

资料来源：Wind

## 相关研报

20Q3 业绩有所波动，公司经营拐点可见——美诺华（603538.SH）2020 年三季报点评（2020-10-26）

引入战略投资者，CDMO 业务布局节奏加快——美诺华（603538.SH）公司公告点评（2020-08-19）

20H1 业绩符合预期，转型升级正在兑现——美诺华（603538.SH）2020 年半年报点评（2020-07-31）

## 要点

## 事件：

(1) 公司发布 2020 年年报，实现营业收入 11.94 亿元（+1.14% YOY），实现归母净利润 1.67 亿元（+10.91% YOY），实现扣非归母净利润 8053 万元（-42.59% YOY），业绩低于市场预期。

(2) 公司发布 2021 年一季报，实现营业收入 3.38 亿元（+18.55% YOY），实现归母净利润 5035 万元（+15.43% YOY），实现扣非归母净利润 4486 万元（+10.86% YOY），业绩略超市场预期。

(3) 4 月 22 日，公司发布与默沙东旗下子公司英特威签订十年战略业务合作协议的公告，双方决定在宠物药、兽药、动物保健领域共同建立长期稳定的 CDMO 伙伴关系，第一批合作品种有 9 个，默沙东将支付研发费用并提供生产运营的资金支持。

**2020 年业绩低于预期，2021Q1 业绩略超预期。**2020 年，公司实现归母净利润 1.67 亿元（+10.91% YOY），公司实现扣非归母净利润 8053 万元（-42.59% YOY），业绩低于市场预期，主要由于公司计提燎原药业商誉减值准备 2826 万元，存货跌价准备 2847 万元。需要注意的是，公司非经常损益主要包括：(1) 持有浙江晖石 13.5% 股权作为非流动金融资产在期末以公允价值计量，增值 8513 万元；(2) 公司美元资产办理远期外汇套期保值业务，期末公允价值变动实现收益 1511 万元等。2021 年一季度，公司实现营业收入 3.38 亿元（+18.55% YOY），实现归母净利润 5035 万元（+15.43% YOY），实现扣非归母净利润 4486 万元（+10.86% YOY），业绩略超市场预期，主要由于公司的原料药产品与大客户形成较为深度的绑定，且主要在规范市场销售，价格维护地较好。我们认为，随着公司在原料药、制剂和 CDMO 领域的布局不断深入，其未来业绩将保持稳健增长。

**原料药：客户结构持续优化，新品种研发注册加速。**公司与多家全球 100 强制药企业建立了业务联系、达成多项合作意向；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。公司新产品研发注册节奏加快，积极拓展现有原料药产品在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、抗菌类治疗领域。公司宣城美诺华年产 1600 吨原料药项目一期已于 2019 年建成投产，产能较为先进，截至 2020 年底，产能利用率已提升至 40%，随着宣城美诺华逐步通过国内及欧盟官方和客户审计，API 销售有望放量，公司预计 2021 年宣城基地的产能利用率可以超过 60%。

**制剂：定制生产稳步推进，制剂产品进入收获期。**公司联合科尔康美诺华共同提交注册审评品种 3 项。截至 2020 年末，累计实现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。2020 年，公司合作品种普瑞巴林胶囊和自主产品培哌普利叔丁胺片获批，并在第四批集采中中标。我们认为，随着公司合作和自产制剂产品研发注册的稳步推进，预计公司每年申报 3-5 个品种，制剂业务将逐渐进入收获期。

**原料药 CDMO：默沙东项目落地，CDMO 业务有望实现较快增长。**2020 年，公司的原料药 CDMO 业务收入为 1.22 亿元 (+113.13% YOY)，进入快速发展阶段。公司与默沙东旗下动物保健公司英特威国际签订战略合作协议，在宠物药、兽药、动物保健领域达成长期稳定的 CDMO 合作意向，并顺利通过其质量与 EHS 审计，合作期限为十年。目前，双方已经确认了 9 个产品作为第一批合作品种，默沙东将支付研发费用并提供生产运营的资金支持。我们一直强调 Big Pharma 在选择 CDMO 供应商的时候会有较高的标准，公司通过默沙东审计也表明了其质量管理、EHS、工艺开发等生产方面的能力得到客户认可。我们认为，未来随着与默沙东合作的进一步深入，公司承接 CDMO 订单规模有望不断增长。

**盈利预测、估值与评级：**公司三大业务板块业务正在稳步推进，表现出良好的成长性。但考虑到汇兑损失等因素影响，我们下调公司 21-22 年 EPS 至 1.34 元（下调 31.3%）/1.74 元（下调 34.2%），新增 23 年 EPS 为 2.07 元，分别同比增长 20%/30%/19%，现价对应 21-23 年 PE 为 28/21/18 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**原料药价格降幅超出预期，制剂申报进度不及预期，CDMO 业务拓展不及预期。

**表 1：公司盈利预测与估值简表**

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,180	1,194	1,444	1,811	2,151
营业收入增长率	39.02%	1.14%	20.93%	25.46%	18.79%
净利润（百万元）	151	167	200	261	310
净利润增长率	56.62%	10.91%	19.73%	30.21%	18.89%
EPS（元）	1.01	1.12	1.34	1.74	2.07
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.06%	10.79%	11.53%	13.22%	13.81%
P/E	37	33	28	21	18
P/B	4.1	3.6	3.2	2.8	2.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-23

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,180	1,194	1,444	1,811	2,151
营业成本	728	759	913	1,130	1,329
折旧和摊销	64	85	9	19	29
税金及附加	11	13	15	19	23
销售费用	21	14	20	29	39
管理费用	163	158	188	235	280
研发费用	53	62	76	98	118
财务费用	20	35	9	5	11
投资收益	7	8	0	0	0
营业利润	190	216	236	307	365
利润总额	187	215	236	307	365
所得税	26	42	35	46	55
净利润	161	173	200	261	310
少数股东损益	10	6	0	0	0
归属母公司净利润	151	167	200	261	310
EPS(按最新股本计)	1.01	1.12	1.34	1.74	2.07

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	180	252	139	221	302
净利润	151	167	200	261	310
折旧摊销	64	85	9	19	29
净营运资金增加	22	14	148	153	134
其他	-57	-15	-218	-213	-172
投资活动产生现金流	-351	-479	-187	-320	-320
净资本支出	-325	-311	-197	-220	-220
长期投资变化	134	274	-100	-100	-100
其他资产变化	-160	-441	110	0	0
融资活动现金流	99	138	173	191	103
股本变化	1	0	0	0	0
债务净变化	60	161	186	207	138
无息负债变化	54	93	57	156	162
净现金流	-70	-91	125	92	85

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	38.3%	36.5%	36.8%	37.6%	38.2%
EBITDA 率	24.8%	28.8%	17.5%	18.5%	19.1%
EBIT 率	19.3%	21.4%	16.9%	17.5%	17.8%
税前净利润率	15.9%	18.0%	16.3%	17.0%	17.0%
归母净利润率	12.8%	14.0%	13.9%	14.4%	14.4%
ROA	6.2%	5.7%	5.7%	6.4%	6.7%
ROE (摊薄)	11.1%	10.8%	11.5%	13.2%	13.8%
经营性 ROIC	10.7%	10.1%	8.7%	9.9%	10.7%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	40%	42%	44%	47%	47%
流动比率	1.30	1.02	1.67	1.43	1.35
速动比率	0.84	0.61	1.05	0.88	0.82
归母权益/有息债务	2.29	2.05	1.84	1.72	1.74
有形资产/有息债务	3.93	3.63	3.41	3.29	3.37

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	2,614	3,063	3,493	4,091	4,664
货币资金	342	236	361	453	538
交易性金融资产	101	133	133	133	133
应收帐款	176	160	222	264	311
应收票据	0	0	3	1	2
其他应收款 (合计)	16	18	23	27	34
存货	400	455	521	656	775
其他流动资产	93	123	136	154	171
流动资产合计	1,136	1,134	1,412	1,702	1,980
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	134	274	374	474	574
固定资产	658	845	989	1,132	1,270
在建工程	263	297	328	351	368
无形资产	168	202	217	233	248
商誉	51	23	23	23	23
其他非流动资产	97	62	87	87	87
非流动资产合计	1,478	1,929	2,082	2,389	2,684
总负债	1,045	1,300	1,544	1,906	2,206
短期借款	429	602	268	475	614
应付账款	180	254	266	329	406
应付票据	129	119	143	177	209
预收账款	10	1	6	8	7
其他流动负债	0	1	21	49	76
流动负债合计	876	1,112	845	1,190	1,472
长期借款	123	109	109	109	109
应付债券	0	0	520	520	520
其他非流动负债	23	29	39	54	67
非流动负债合计	169	188	698	717	734
股东权益	1,569	1,762	1,950	2,185	2,457
股本	150	150	150	150	150
公积金	569	599	619	645	649
未分配利润	668	812	992	1,197	1,464
归属母公司权益	1,364	1,552	1,739	1,974	2,247
少数股东权益	204	211	211	211	211

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	1.81%	1.20%	1.40%	1.60%	1.80%
管理费用率	13.81%	13.20%	13.00%	13.00%	13.00%
财务费用率	1.66%	2.91%	0.65%	0.27%	0.53%
研发费用率	4.49%	5.20%	5.30%	5.40%	5.50%
所得税率	14%	19%	15%	15%	15%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.11	0.00	0.20	0.26	0.31
每股经营现金流	1.20	1.68	0.93	1.47	2.02
每股净资产	9.11	10.37	11.62	13.19	15.02
每股销售收入	7.88	7.98	9.65	12.11	14.38

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	37	33	28	21	18
PB	4.1	3.6	3.2	2.8	2.5
EV/EBITDA	21.5	18.7	25.3	19.4	15.9
股息率	0.3%	0.0%	0.5%	0.7%	0.8%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE