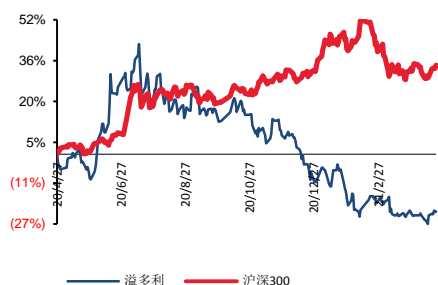


农林牧渔

溢多利年报点评：酶制剂&替抗龙头，双主业发力，促业绩增长

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	490/469
总市值/流通(百万元)	4,562/4,364
12个月最高/最低(元)	17.13/8.74

相关研究报告：

溢多利(300381)《溢多利：业绩高速增长，替抗业务优势持续得到验证》—2020/10/27

溢多利(300381)《溢多利：业绩增长超预期，三大业务全面提速中》—2020/07/01

溢多利(300381)《溢多利：生物发酵领域龙头，三大业务有望全面提速》—2020/06/28

证券分析师：程晓东

电话：010-88321761

E-MAIL: chengxd@tpyzq.com

执业资格证书编号：

事件：公司发布2020年报，实现营收19.14亿元，同比减少6.51%；归母净利润为1.61亿元，同比增长26.81%；扣非后归母净利润1.11亿元，同比增14.06%；每股收益0.34元，利润分配拟每10股派发现金红利0.7元（含税）。点评如下：

1、替抗产品量利双升，成本端下沉

替抗产品量利双升。2020年是国内饲料禁抗元年。进入下半年，由于饲料禁抗政策的正式实施，促生长类抗生素退出市场引发了替抗产品市场需求的快速增长。受益于此，公司以博落回提取物为核心所形成的一系列替抗组合方案产品销量5184吨，同比增141.71%；毛利率63.54%，较上年提升了9.57个百分点；毛利率上升，主要原因是由于替抗产品量产以后规模效应显现，成本端下降所致。2020年，替抗产品单位成本1.39万元/吨，同比减少43.4%。公司在2020年开始新建博落回原料种植基地。预计随着基地产能的扩张，替抗产品成本端还将下沉。

替抗成业绩的主要增长点。替抗业务实现收入1.97亿元，同比增长72.68%。其中，下半年收入1.31亿元，环比上半年增长了99%。替抗业务由控股51%的子公司世唯科技和母公司共同运营。2020年，世唯科技净利润3909.79万元，同比增70.82%，贡献合并报表利润经测算为1395.79万元，世唯科技和母公司替抗业务合计贡献合并报表利润经测算约2500万元，较上年新增约1500万元，占公司扣非后归母净利润增量的9成。

替抗继续高速增长可期。十四五期间，国内饲料禁抗监管趋严，叠加养殖限抗，替抗产品市场需求预计还有较大的增长空间。公司替抗主打产品博落回提取物（兽药原料药）和博落回散（兽药制剂）均取得国家新兽药证书。其中，博落回散还取得了农业部颁发的药物饲料添加剂证书，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，具有与抗生素媲美的抗菌消炎效果。我们看好公司在替抗领域的大单品优势，判断未来5年内将继续保持高增。预计，21/22/23年替抗产品销量分别为9331吨/13996吨/20995吨，同比增幅为80%/50%/50%。

2、饲用酶制剂增长明显，预计2021年继续快速增长

2020年，酶制剂销量39611吨，同比增6.95%，收入5.55亿元，同比增9.01%。增量主要来自于饲用酶制剂。我们认为，受益于下游需求高涨，2021年公司饲用酶制剂将继续快速增长，主要理由有：1)

畜禽存栏水平显著回升，拉动饲用酶市场需求。据农业部数据，2020年末全国能繁母猪存栏水平比上年末增长35.1%。我们预计，2021年商品猪存、出栏水平同比或增长30%以上。2)小麦玉米价格严重倒挂，小麦替代玉米趋势将延续，小麦用酶市场继续扩容。

酶制剂毛利率为46.42%，较上年下滑了4.47个百分点。毛利率下滑，主要是受新版会计准则调整运费核算科目的影响。剔除该影响后的真实毛利率为51.8%，较上年上升1个百分点。

3、原料药产能增长，毛利率稳中有升

2020年，原料药业务收入10.87亿元，同比减9.92%；毛利率31.21%，较上年有所提升。收入减少主要受原料药行业景气低迷的影响。我们认为，原料药业务即将进入底部向上阶段，主要依据有：1)环保收紧将提升行业壁垒，叠加当前行业景气低迷，小产能出清速度必然加快，原料药价格将止跌企稳；2)公司原料药产品结构以中间体为主，未来发展重心是下游原料药。原料药毛利率比较稳定，平均水平高于中间体，这将打开毛利提升空间；3)2020年，全资子公司科益新年产1200吨甾体药物及中间体项目竣工试运行。随着新项目的投产，原料药产能将翻番。

盈利预测

预计2021/2022/2023年归母净利润2.49/3.5/4.98亿元，考虑到替抗业务的高成长性，给予公司21年30倍PE，目标市值74.7亿元，距离现价有60%的空间，给予“买入”评级。

风险提示

国家替抗政策执行力度偏弱、公司研发和项目建设进度不及预期、环保停工限产等

■ 盈利预测和财务指标：

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1915	2253	2763	3515
(+/-%)	-6.5	17.7	22.6	27.2
净利润(百万元)	202	335	419	578
(+/-%)	18.7%	65.5%	25.2%	37.9%
摊薄每股收益(元)	0.33	0.51	0.71	1.02
市盈率(PE)	28.21	18.33	13.03	9.16

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	217	303	338	414	527	营业收入	2048	1915	2253	2763	3515
应收和预付款项	641	631	832	956	1310	营业成本	1323	1176	1378	1667	2090
存货	1074	1050	1210	1552	1934	营业税金及附加	21	22	14	17	21
其他流动资产	110	100	1621	1641	1641	销售费用	167	144	178	217	275
流动资产合计	2042	2083	4002	4563	5412	管理费用	191	185	216	264	337
长期股权投资	2	21	25	30	36	财务费用	66	58	57	79	77
投资性房地产	6	6	0	0	0	资产减值损失	(5)	(12)	23	28	35
固定资产	1344	1285	1335	1319	1265	投资收益	(2)	9	5	6	7
在建工程	209	317	208	154	127	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	366	382	353	324	293	营业利润	284	351	395	498	687
长期待摊费用	7	19	19	19	19	其他非经营损益	192	232	393	492	679
其他非流动资产	542	559	513	518	525	利润总额	192	232	393	492	679
资产总计	4518	4672	6456	6928	7676	所得税	21	30	58	73	101
短期借款	501	636	600	600	600	净利润	170	202	335	419	578
应付和预收款项	295	254	314	363	507	少数股东损益	43	41	86	69	80
长期借款	159	71	80	80	80	归母股东净利润	128	162	249	350	498
其他负债	834	448	1862	1866	1892						
负债合计	1789	1409	2857	2909	3080	预测指标					
股本	440	490	490	490	490		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	1259	1642	1642	1642	1642	毛利率	35.4%	38.6%	38.9%	39.6%	40.5%
留存收益	705	838	1087	1437	1935	销售净利率	8.3%	10.6%	14.9%	15.2%	16.4%
归母公司股东权益	2465	2978	3218	3569	4067	销售收入增长率	15.8%	-6.5%	17.7%	22.6%	27.2%
少数股东权益	264	285	371	440	520	EBIT 增长率	1%	12.6%	55.1%	26.9%	32.5%
股东权益合计	2729	3263	3589	4008	4586	净利润增长率	13%	18.7%	65.5%	25.2%	37.9%
负债和股东权益	4518	4672	6446	6917	7666	ROE	6.6%	6.8%	9.8%	11.0%	13.5%
						ROA	3.7%	4.4%	6.0%	6.3%	7.9%
						ROIC	8.0%	8.4%	7.7%	8.1%	11.5%
						EPS	0.29	0.33	0.51	0.71	1.02
						PE(X)	32.11	28.21	18.33	13.03	9.16
						PB(X)	1.66	1.53	1.42	1.28	1.12
						PS(X)	2.00	2.38	2.02	1.65	1.30
						EV/EBITDA(X)	14.82	12.68	11.47	9.44	7.56

现金流量表(百万)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营性现金流	442	404	(1469)	377	262
投资性现金流	(466)	(311)	21	(101)	(104)
融资性现金流	(684)	(5)	(135)	(79)	(77)
现金增加额	(708)	88	(1584)	197	81

资料来源：WIND，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。