

2021年04月28日

证券研究报告·2020年报及2021一季报点评

美诺华(603538) 医药生物

持有 (维持)

当前价: 38.99元

目标价: ——元(6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

# CDMO 战略合作落地, 开启公司发展新篇章

## 投资要点

- **事件: 1) 公司发布2020年年报与2021年一季报。**2020年全年实现营收11.9亿元, 同比+1.14%; 实现归母净利润1.67亿元, 同比+11%; 扣非后8053万元, 同比-42.6%; 经营性现金流净额2.52亿元, 同比+40%。2021Q1单季度实现营收3.38亿元, 同比+18.6%; 实现归母净利润5035万元, 同比增长15.4%; 扣非后4486万元, 同比+10.9%。**2) 公司公告与默沙东签订十年期战略合作伙伴关系, 为公司CDMO新业务板块贡献持续增长动力。**
- **夯实特色原料药基础, 制剂一体化发展。**公司全年实现特色原料药/制剂收入9.52亿元/7500万元/1.22亿元, 分别同比增长4%/19%, 特色原料药与制剂毛利率分别同比-4.93pp、+22.9pp, 以缬沙坦为代表的特色原料药价格逐渐调整至常规水平, 导致公司整体毛利率整体下滑约1.9pp。2020年公司开拓深入与战略客户的合作, 夯实特色原料药基础上深化制剂一体化发展, 并与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。
- **CDMO战略合作落地, 开启公司发展新篇章。**CDMO为公司新开拓业务, 全年实现收入1.22亿元, 同比增长113%。公司与默沙东签订十年战略合作伙伴关系, 决定在宠物药、兽药、动物保健领域共同建立长期稳定的合作伙伴关系, 标志着默沙东对公司在原料药领域研发技术、生产和质量等方面的充分认可, 具体项目和金额测算将陆续公布。默沙东动物健康业务2020年收入约为47亿美元, 2015~2020年复合增速约为7% (包含汇率影响), 我们测算目前该板块对应中间体原料药需求规模约为80~120亿元左右。随着双方战略合作伙伴关系的逐渐深入, 公司CDMO业务板块有望得到可靠加速增长, 收入占比有望在3~5年内提升至30~50%。2021~2023年公司有望迎来发展新篇章。
- **新品研发加速推进, 奠基长期发展。**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。不断加强研发能力, 奠定长期发展基础, 2020年公司研发费用为62万元, 同比+17%, 现有原料药研发人员374人、制剂研发人员79人, 其中硕博以上学历占比超过17%。
- **盈利预测与投资建议。**预计2021-2023年归母净利润分别为2.2亿元、3.1亿元和4.2亿元, 对应当前估值分别为26倍、19倍和14倍, 维持“持有”评级。
- **风险提示:** 1) 原料药价格波动风险; 2) 战略合作项目落地速度不及预期的风险; 3) 固体制剂建设项目进度不及预期。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1193.70	1421.84	1856.97	2437.69
增长率	1.14%	19.11%	30.60%	31.27%
归属母公司净利润(百万元)	167.37	221.08	307.58	424.98
增长率	10.91%	32.09%	39.13%	38.17%
每股收益EPS(元)	1.12	1.48	2.06	2.84
净资产收益率ROE	9.82%	11.70%	14.28%	16.87%
PE	35	26	19	14
PB	3.76	3.36	2.92	2.47

数据来源: Wind, 西南证券

## 西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳  
 执业证号: S1250520030002  
 电话: 021-68416017  
 邮箱: duxy@swsc.com.cn

## 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

## 基础数据

总股本(亿股)	1.50
流通A股(亿股)	1.48
52周内股价区间(元)	29.4-60.18
总市值(亿元)	58.33
总资产(亿元)	36.43
每股净资产(元)	10.60

## 相关研究

1. 美诺华(603538): 业绩符合预期, 多方面推进制剂一体化战略 (2020-11-02)
2. 美诺华(603538): 业绩符合预期, 制剂一体化成果逐步呈现 (2020-07-31)

## 盈利预测

### 关键假设:

1) 特色原料药业务: 考虑到市场缬沙坦价格调整较大, 尽管公司主要销售对象为长期合作伙伴 KRKA, 潜在价格波动范围相对较小, 我们仍保守假设原料药业务维持稳健增长, 2021~2023 年收入增速约为 5%。在我们的假设拆分中, 缬沙坦占公司原料药收入的 35%~45%, 对冲潜在降价风险的因素主要是公司原料药新品种陆续获批放量。

2) 制剂业务: 受益于国内集采政策, 公司原料药制剂一体化战略新品获批快速放量, 2020 年末获批 2 品种普瑞巴林和培哌普利, 争取今年再获批 3 个。公司制剂产能加速扩建, 预计 2022 年满产有望实现 50 亿片规模 (现有约 15 亿片), 提供产能保障, 预计 2021~2023 年收入增速约为 100%、87%、43%。

3) CDMO 业务: 公司 2020 年报披露目前共有 130 家 CDMO 客户, 在手 175 个订单, 我们保守假设订单平均规模在 200 万, 在手订单总金额可达 3.5 亿元; 此外已公告的默沙东战略合作项目预计将从 2022 年开始正式贡献业绩。公司在手订单充足, 随着宣城美诺华一期产能利用率稳步提升, 预计 2021~2023 年收入增速约为 110%、100%、80%。

**表 1: 公司分业务盈利预测**

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>合计</b>				
收入	1194	1422	1857	2438
yoy	1%	19%	31%	31%
毛利额	433	518	680	929
毛利率	36%	36%	37%	38%
净利润	167	221	306	424
<b>特色原料药业务</b>				
收入	952	1000	1050	1102
yoy	4%	5%	5%	5%
毛利率	39%	39%	39%	39%
利润率	15%	15%	15%	15%
净利润(估)	138	145	152	160
<b>制剂业务</b>				
收入	75	150	280	400
yoy	19%	100%	87%	43%
毛利率	30%	30%	30%	30%
利润率	12%	20%	20%	20%
净利润(估)	9	30	56	80
<b>CDMO 业务</b>				
收入	122	255	510	919
yoy	113%	110%	100%	80%
毛利率	26%	31%	36%	41%

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
利润率	15%	18%	19%	20%
净利润(估)	18	46	97	184
<b>医药流通业务</b>				
收入	41	12	12	12
yoy	-71%	-71%	0%	0%
毛利率	12%	12%	12%	12%
利润率	5%	5%	5%	5%
净利润(估)	2	1	1	1
<b>其他业务收入</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>

数据来源: Wind, 西南证券; 注: 表中净利润数据为我们估算, 仅供参考, 其他业务收入为公司按业务线条收入计算的倒减项, 不做利润预测

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1193.70	1421.84	1856.97	2437.69	净利润	173.06	228.59	318.02	439.42
营业成本	758.57	904.09	1176.61	1509.19	折旧与摊销	87.34	81.97	81.97	81.97
营业税金及附加	12.90	14.87	19.35	25.59	财务费用	34.78	30.97	27.92	24.40
销售费用	14.34	17.08	22.28	29.25	资产减值损失	-56.73	-56.73	-56.73	-56.73
管理费用	157.56	204.74	241.41	316.90	经营营运资本变动	-11.53	-112.88	-116.62	-159.59
财务费用	34.78	30.97	27.92	24.40	其他	24.70	14.33	-5.61	-3.65
资产减值损失	-56.73	-56.73	-56.73	-56.73	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>251.61</b>	<b>186.24</b>	<b>248.95</b>	<b>325.81</b>
投资收益	7.96	0.00	0.00	0.00	资本支出	-213.22	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	99.01	49.25	57.50	61.67	其他	-265.75	49.25	57.50	61.67
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-478.96</b>	<b>49.25</b>	<b>57.50</b>	<b>61.67</b>
<b>营业利润</b>	<b>215.54</b>	<b>270.75</b>	<b>375.93</b>	<b>519.13</b>	短期借款	172.71	-213.53	-190.80	-197.82
其他非经营损益	-0.88	-1.83	-1.78	-2.16	长期借款	-14.93	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>214.66</b>	<b>268.92</b>	<b>374.15</b>	<b>516.97</b>	股权融资	22.66	0.00	0.00	0.00
所得税	41.61	40.34	56.12	77.54	支付股利	-16.44	-33.47	-44.22	-61.52
净利润	173.06	228.59	318.02	439.42	其他	-25.55	-81.97	-27.92	-24.40
少数股东损益	5.69	7.51	10.45	14.44	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>138.44</b>	<b>-328.98</b>	<b>-262.94</b>	<b>-283.73</b>
归属母公司股东净利润	167.37	221.08	307.58	424.98	<b>现金流量净额</b>	<b>-90.96</b>	<b>-93.49</b>	<b>43.51</b>	<b>103.75</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	235.67	142.18	185.70	289.45	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	187.24	240.88	306.90	402.43	销售收入增长率	1.14%	19.11%	30.60%	31.27%
存货	454.67	535.04	703.23	901.29	营业利润增长率	13.60%	25.62%	38.85%	38.09%
其他流动资产	256.53	272.82	315.57	372.61	净利润增长率	7.62%	32.09%	39.13%	38.17%
长期股权投资	273.57	273.57	273.57	273.57	EBITDA 增长率	23.30%	13.63%	26.61%	28.75%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1141.92	1085.10	1028.28	971.46	毛利率	36.45%	36.41%	36.64%	38.09%
无形资产和开发支出	247.41	224.28	201.15	178.02	三费率	17.31%	17.78%	15.70%	15.20%
其他非流动资产	265.72	263.70	261.68	259.66	净利率	14.50%	16.08%	17.13%	18.03%
<b>资产总计</b>	<b>3062.72</b>	<b>3037.57</b>	<b>3276.07</b>	<b>3648.49</b>	ROE	9.82%	11.70%	14.28%	16.87%
短期借款	602.15	388.62	197.82	0.00	ROA	5.65%	7.53%	9.71%	12.04%
应付和预收款项	419.63	479.04	625.90	807.68	ROIC	12.33%	14.44%	18.63%	23.65%
长期借款	108.51	108.51	108.51	108.51	EBITDA/销售收入	28.29%	26.99%	26.16%	25.66%
其他负债	169.96	108.05	116.69	127.23	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1300.24</b>	<b>1084.21</b>	<b>1048.90</b>	<b>1043.41</b>	总资产周转率	0.42	0.47	0.59	0.70
股本	149.61	149.61	149.61	149.61	固定资产周转率	1.59	1.74	2.44	3.47
资本公积	574.37	574.37	574.37	574.37	应收账款周转率	7.11	7.71	7.84	7.95
留存收益	836.63	1024.23	1287.59	1651.06	存货周转率	1.74	1.81	1.89	1.88
归属母公司股东权益	1551.72	1735.09	1998.45	2361.92	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.31%	—	—	—
少数股东权益	210.76	218.27	228.72	243.15	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1762.48</b>	<b>1953.36</b>	<b>2227.17</b>	<b>2605.07</b>	资产负债率	42.45%	35.69%	32.02%	28.60%
负债和股东权益合计	3062.72	3037.57	3276.07	3648.49	带息债务/总负债	54.66%	45.85%	29.20%	10.40%
					流动比率	1.02	1.33	1.76	2.30
					速动比率	0.61	0.73	0.94	1.24
					股利支付率	9.83%	15.14%	14.38%	14.47%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.12	1.48	2.06	2.84
					每股净资产	10.37	11.60	13.36	15.79
					每股经营现金	1.68	1.24	1.66	2.18
					每股股利	0.11	0.22	0.30	0.41
业绩和估值指标									
	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	337.66	383.70	485.82	625.50					
PE	34.85	26.39	18.97	13.73					
PB	3.76	3.36	2.92	2.47					
PS	4.89	4.10	3.14	2.39					
EV/EBITDA	17.70	15.14	11.48	8.43					
股息率	0.28%	0.57%	0.76%	1.05%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn	
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn