



2021-08-24

公司点评报告

买入/维持

溢多利(300381)

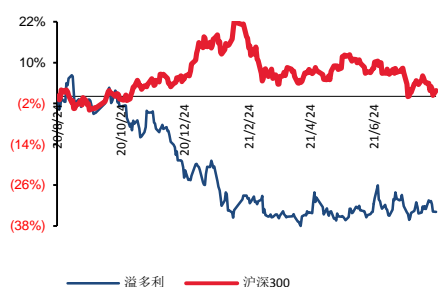
目标价: 15.06

昨收盘: 9.26

农林牧渔

溢多利中报点评：替抗和酶制剂较快增长，原料药平稳发展

■ 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)	4,538/4,340
12个月最高/最低(元)	15.10/8.74

相关研究报告：

溢多利(300381)《溢多利年报点评：酶制剂&替抗龙头，双主业发力，促业绩增长》——2021/04/25

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

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2021年中报。上半年，实现营收8.71亿元，同比减5.06%；归母净利润6044.12万元，同比减13.05%；扣非后归母净利润5419.84万元，同比增6.55%。基本每股收益0.12元。点评如下：

1、替抗业务快速增长

上半年，替抗业务收入为1.06亿元，同比增长60.98%，延续了自2020年下半年以来的高增长势头。替抗业务毛利率为64.14%，较上年同期高出1.66个百分点，较2020年下半年高出0.06个百分点。毛利率持续上升，主要是由于替抗产品量产以后规模效应显现，成本端下降所致。公司在2020年开始新建博落回原料种植基地，原料由市场采购逐渐转向自供。预计随着基地建成和自供比例的上升，替抗产品成本将进一步下沉，这有利于毛利率的稳步上升。

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，且具有优秀的替代抗生素效果，大单品优势比较明显。考虑到猪周期因素，下游对替抗产品的需求或受到一定影响，我们略下调替抗业务增长速度。

2、其他业务平稳发展

酶制剂业务平稳增长。上半年，酶制剂业务实现收入3.02亿元，同比增28.7%。毛利率为46.24%，较上年同期下滑8.12个百分点。毛利润为1.39亿元，同比增9.44%。

原料药业务回归正常。上半年，原料药收入为4.07亿元，同比减30.55%。收入下滑主要是去年同期高基数所致。2020年上半年，受益于新冠疫情的影响，公司收入同比增长了32.54%。目前，原料药业务基本恢复至疫情前水平。原料药毛利率为38.2%，较上年同期上升了14.01个百分点。

盈利预测

预计2021/2022/2023年归母净利润2.05/2.46/3.34亿元，考虑到替抗业务的高成长性，给予公司22年30倍PE，目标市值73.8亿元，距离现价有50+%的空间，维持“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	1975	2342	2774
(+/-%)	(6.49)	3.13	18.58	18.45
净利润(百万元)	162	205	246	334
(+/-%)	18.70	43.90	8.30	31.20
摊薄每股收益(元)	0.33	0.42	0.50	0.68
市盈率(PE)	28.06	22.12	18.42	13.59

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	296	351	416	营业收入	2048	1915	1975	2342	2774
应收和预付款项	641	631	658	866	934	营业成本	1323	1176	1179	1432	1668
存货	1074	1050	885	1488	1294	营业税金及附加	21	22	12	14	17
其他流动资产	110	100	1615	1638	1626	销售费用	167	144	168	194	227
流动资产合计	2042	2083	3454	4343	4271	管理费用	191	185	207	238	281
长期股权投资	2	21	25	30	36	财务费用	66	58	51	72	68
投资性房地产	6	6	0	0	0	资产减值损失	(5)	(12)	20	23	28
固定资产	1344	1285	1335	1321	1270	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	354	325	296	营业利润	284	351	343	374	492
长期待摊费用	7	19	19	19	19	其他非经营损益	192	232	342	370	486
其他非流动资产	542	559	512	516	521	利润总额	192	232	342	370	486
资产总计	4518	4672	5907	6708	6539	所得税	21	30	50	55	72
短期借款	501	636	600	600	600	净利润	170	202	291	315	414
应付和预收款项	295	254	232	349	345	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	205	246	334
其他负债	834	448	1439	1808	1229						
负债合计	1789	1409	2352	2837	2254						
股本	440	490	490	490	490	预测指标					
资本公积	1259	1642	1642	1642	1642		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
留存收益	705	838	1043	1289	1623	毛利率	35.4%	38.6%	40.3%	38.9%	39.9%
归母公司股东权益	2465	2978	3175	3421	3755	销售净利率	8.3%	10.6%	14.7%	13.5%	14.9%
少数股东权益	264	285	371	440	520	销售收入增长率	15.8%	-6.5%	3.1%	18.6%	18.4%
股东权益合计	2729	3263	3545	3861	4275	EBIT 增长率	1%	12.6%	35.4%	12.6%	25.2%
负债和股东权益	4518	4672	5897	6698	6529	净利润增长率	13%	18.7%	43.9%	8.3%	31.2%
						ROE	6.6%	6.8%	8.6%	8.5%	10.2%
						ROA	3.7%	4.4%	5.5%	5.0%	6.2%
						ROIC	8.0%	8.4%	7.1%	6.7%	9.3%
						EPS	0.29	0.33	0.42	0.50	0.68
						PE (X)	31.94	28.06	22.12	18.42	13.59
						PB (X)	1.65	1.52	1.43	1.33	1.21
						PS (X)	1.99	2.37	2.30	1.94	1.64
						EV/EBITDA (X)	14.76	12.63	11.78	11.35	8.64

现金流量表(百万)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营性现金流	442	404	(1140)	12	728
投资性现金流	(466)	(311)	24	(99)	(101)
融资性现金流	(684)	(5)	(130)	(72)	(68)
现金增加额	(708)	88	(1245)	(159)	560

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
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@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
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@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	zhafll@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

华南销售

李艳文

13728975701

liyw@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。