



2021-10-21

公司点评报告

买入/调高

溢多利(300381)

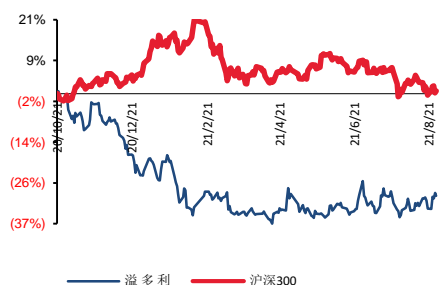
目标价: 14.98

昨收盘: 10.46

农林牧渔

公司简评：拟剥离原料药业务，专注核心赛道

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	490/490
总市值/流通(百万元)	5,126/5,126
12个月最高/最低(元)	14.05/8.74

相关研究报告：

溢多利(300381)《溢多利中报点评：替抗和酶制剂较快增长，原料药平稳发展》—2021/08/24

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

证券分析师：程晓东

电话：010-88321761

E-MAIL: chengxd@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190511050002

事件：10月21日发布公告称，公司基于业务发展及战略布局考虑，拟出售医药板块业务，并且与常德财鑫金融控股集团有限责任公司、津市嘉山产业发展投资有限公司就本次出售签署了意向协议。经初步研究和测算，本次交易可能将构成《上市公司重大资产重组管理办法》规定的重大资产重组。针对此次事件，我们点评如下：

1、拟剥离原料药业务，专注核心赛道

公司在上市之前是国内酶制剂产业领先企业和饲用酶制剂龙头，实行专业化经营。上市以后积极尝试多元化发展，通过一系列并购进入甾体激素原料药领域，以及围绕下游农牧产业需求横向延伸进入与酶制剂业务具有协同效应的替抗产品领域，形成了酶制剂、甾体激素原料药和替抗品三大业务共同发展的格局。此次拟出售原料药板块业务，是公司从多元化向专业化经营回归的非常重要的一步。由于原料药业务体量较大，预计此次出售完成后，公司将获得不菲的收入，这可以为专注发展酶制剂和替抗品这两大生物业务提供强有力的支持。

2、酶制剂和替抗品业务具有广阔的市场前景和核心优势，看好其未来发展

公司工业酶产品市场前景广阔，且优势明显，看好其未来发展。工业用酶以食品酶和洗涤酶为主。目前，诺维信、帝斯曼等国际领先企业占据了国内食品用酶、洗涤用酶等细分市场的70%以上份额。在这些领域，国内企业技术和品牌逐渐成熟，未来有较大的发展空间。公司以饲用酶制剂起家，目前饲用酶制剂占酶制剂营收的70%，销售收入在国内市场占有率接近20%。2014年公司并购鸿鹰生物后，酶制剂业务扩展到食品酶、洗涤酶和纺织酶等。我们认为，公司作为亚洲最大的生物酶制剂制造与服务企业，相对于国内同行具有较强的品牌优势和技术优势，因此看好其工业用酶业务的未来发展。

公司替抗产品优势突出，看好其未来发展。近1年来，受益于国内饲料禁抗政策的推行，公司替抗业务发展速度明显加快。2021年上半年，替抗业务实现收入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。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，产品优势比较独特，预计仍将会有较好的发展。

盈利预测

预计 2021/2022/2023 年归母净利润 2.05/2.46/3.34 亿元，考虑到工业酶和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 40+% 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)	31.70	24.98	20.81	15.35

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	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%	40.3%	38.9%	39.9%
留存收益	705	838	1043	1289	1623	销售净利率	8.3%	10.6%	14.7%	13.5%	14.9%
归母公司股东权益	2465	2978	3175	3421	3755	销售收入增长率	15.8%	-6.5%	3.1%	18.6%	18.4%
少数股东权益	264	285	371	440	520	EBIT 增长率	1%	12.6%	35.4%	12.6%	25.2%
股东权益合计	2729	3263	3545	3861	4275	净利润增长率	13%	18.7%	43.9%	8.3%	31.2%
负债和股东权益	4518	4672	5897	6698	6529	ROE	6.6%	6.8%	8.6%	8.5%	10.2%
						ROA	3.7%	4.4%	5.5%	5.0%	6.2%
现金流量表(百万)						ROIC	8.0%	8.4%	7.1%	6.7%	9.3%
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	EPS	0.29	0.33	0.42	0.50	0.68
经营性现金流	442	404	(1140)	12	728	PE(X)	36.08	31.70	24.98	20.81	15.35
投资性现金流	(466)	(311)	24	(99)	(101)	PB(X)	1.87	1.72	1.61	1.50	1.37
融资性现金流	(684)	(5)	(130)	(72)	(68)	PS(X)	2.25	2.68	2.60	2.19	1.85
现金增加额	(708)	88	(1245)	(159)	560	EV/EBITDA(X)	16.18	13.95	12.83	12.30	9.43

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。