



溢多利 (300381): 主动战略调整，专注核心业务

2021年10月27日

强烈推荐/维持

溢多利

公司报告

溢多利发布 2021 年 3 季报：公司 1~3 季度实现营业收入 12.89 亿元，YoY-9.95%，归母净利润 0.71 亿元，YoY-42.14%。公司第 3 季度实现营业收入 4.17 亿元，YoY-18.70%，归母净利润 0.11 亿元，YoY-79.94%。

从收入端来看，公司整体营收减少主要是生物医药板块去年同期受疫情影响销量增加，今年医药业务恢复至常规水平，高基数导致收入同比下滑，目前公司医药业务也在积极进行优势产品的产能扩建，同时拟整体出售以寻求医药业务更好的发展。我们判断公司生物酶制剂业务和替抗业务均实现了收入的增长，其中生物酶制剂业务在生猪存栏增长的趋势下实现销量增长；替抗产品受益饲料“禁抗”政策实施红利，销量持续提升。

从利润端来看，公司前 3 季度整体毛利率有所增长，我们判断主要是医药业务毛利率增长较多，但生物酶制剂业务由于上游原材料大幅涨价，我们判断该项业务毛利率受损。公司经营费用中，公司管理费用增加 35% 导致净利润同比下滑，主因公司受因电停工导致经营性停工损失增加，以及母公司实行股权激励导致摊销成本增加。

公司战略主动调整，剥离医药板块，进一步聚焦核心业务。公司筹划重大资产重组，拟整体出售医药业务板块，出售资产获得的资金预计将用于加大现有优势业务——生物酶制剂、功能性饲料添加剂——的投入和产业升级，彰显了公司对深耕酶制剂和农牧领域，做大做强优势业务的决心。

生物酶制剂国内龙头积极进行产业升级。公司现已成为国内饲用酶制剂市场最主要的供应商，近年来主动进行产业升级，调整产品结构，在巩固饲料用酶制剂国内龙头地位的基础上，由饲料用酶拓展到盈利能力更强、市场空间更大的工业用酶领域，目前公司在建多个生物酶制剂项目，其中洗涤酶产品于今年试生产，随着更多工业用酶制剂产品的陆续投产，预计公司饲料用酶和工业用酶均有望取得进一步增长。

依托公司饲用酶制剂产品近 30 年积累的农牧客户渠道优势，把握市场机遇，大力发展替抗饲料添加剂业务。随着国内饲料禁用抗生素的政策引导，替代抗生素的饲料添加剂有望迎来增量市场需求。公司替抗产品具有优秀的替抗效果，预计未来将有较好的发展。此外，公司已进行相关业务公司的少数股权收购，后续将统一规划调整替抗业务的销售体系，嫁接公司成立至今近 30 年的技术优势和渠道客户资源，帮助替抗业务更快更好的发展。

公司盈利预测及投资评级：公司主动寻求战略调整，进一步聚焦优势业务，依托近 30 年积累的农牧客户渠道优势，我们预期未来生物酶制剂和功能性饲料添加剂业务有望进一步增长。由于公司重大资产重组处于筹划阶段，我们暂不考虑重大资产重组对盈利预测的影响，仅基于 3 季报数据对盈利预测相应调整。我们预测公司 2021~2023 年净利润分别为 1.66、1.86 和 2.15 亿元，对应 EPS 分别为 0.34、0.38 和 0.44 元。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：下游需求释放不及预期；新增产能投放不及预期。

公司简介：

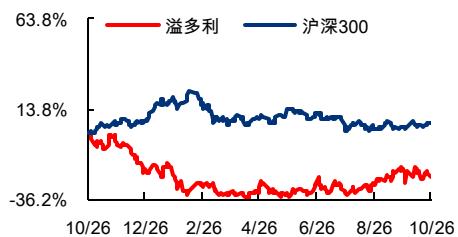
溢多利成立于 1991 年，总部位于广东省珠海市。公司专注于生物工程领域，围绕生物医药和生物农牧两大产业，研发并形成了生物酶制剂、甾体激素原料药、功能性饲料添加剂三大系列产品线，同时为行业客户持续提供整体生物技术解决方案，是我国生物酶制剂行业首家上市公司，全球极具竞争力的甾体激素医药企业。目前公司拟出售医药业务板块，聚焦生物农牧领域业务。

资料来源：公司公告、WIND

交易数据

52 周股价区间 (元)	13.83-8.74
总市值 (亿元)	50.72
流通市值 (亿元)	49.33
总股本/流通 A 股 (万股)	49,007/49,007
流通 B 股/H 股 (万股)	-/-
52 周日均换手率	2.03

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：刘宇卓

010-66554030

liuyuzhuo@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516110002

分析师：程诗月

010-66555458

chengsy_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519050006

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	2,048	1,915	1,796	1,996	2,220
增长率 (%)	15.83%	-6.51%	-6.19%	11.10%	11.22%
归母净利润 (百万元)	128	162	166	186	215
增长率 (%)	12.35%	26.81%	2.76%	12.13%	15.42%
净资产收益率 (%)	5.17%	5.43%	5.34%	5.71%	6.26%
每股收益(元)	0.26	0.33	0.34	0.38	0.44
PE	39	31	30	27	23
PB	2.01	1.66	1.59	1.52	1.44

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表					利润表					单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E			
流动资产合计	2042	2083	2240	2467	2849	营业收入	2048	1915	1796	1996	2220			
货币资金	217	303	543	613	815	营业成本	1323	1176	1135	1240	1363			
应收账款	566	586	550	611	679	营业税金及附加	21	22	21	23	25			
其他应收款	45	52	44	44	43	营业费用	167	144	135	150	167			
预付款项	48	26	25	27	30	管理费用	191	185	173	193	214			
存货	1074	1050	1012	1106	1216	财务费用	66	58	-27	-24	-21			
其他流动资产	92	66	66	66	66	资产减值损失	5	12	-4	8	9			
非流动资产合计	2476	2589	2527	2458	2284	公允价值变动收益	0	0	0	0	0			
长期股权投资	2	21	21	21	21	投资净收益	-2	9	0	0	0			
固定资产	1557	1610	1574	1533	1386	营业利润	193	241	248	278	320			
无形资产	366	382	357	332	307	营业外收入	2	2	2	2	2			
其他非流动资产	551	577	575	573	571	营业外支出	3	12	12	12	12			
资产总计	4518	4672	4767	4924	5133	利润总额	192	232	239	269	310			
流动负债合计	1115	1145	1153	1199	1264	所得税	21	30	31	34	40			
短期借款	501	636	636	636	636	净利润	170	202	208	235	271			
应付账款	289	254	254	278	305	少数股东损益	43	41	42	48	56			
预收款项	7	0	0	0	0	归属母公司净利润	128	162	166	186	215			
一年内到期的非流动负债	63	14	14	14	14	EBITDA	371	406	333	365	408			
非流动负债合计	674	264	176	88	0	EPS (元)	0.26	0.33	0.34	0.38	0.44			
长期借款	159	71	-17	-105	-193	主要财务比率								
应付债券	327	48	48	48	48		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E			
负债合计	1789	1409	1329	1287	1264	成长能力								
少数股东权益	264	285	327	376	431	营业收入增长	16%	-7%	-6%	11%	11%			
实收资本 (或股本)	440	490	490	490	490	营业利润增长	11%	25%	3%	12%	15%			
资本公积	1259	1642	1642	1642	1642	归属于母公司净利润增长	12%	27%	3%	12%	15%			
未分配利润	658	780	896	1028	1182	获利能力								
归属母公司股东权益合计	2465	2978	3110	3261	3437	毛利率(%)	35%	39%	37%	38%	39%			
负债和所有者权益	4518	4672	4766	4923	5132	净利润率(%)	6%	8%	9%	9%	10%			
现金流量表						总资产净利润(%)	3%	3%	3%	4%	4%			
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	ROE(%)	5%	5%	5%	6%	6%			
经营活动现金流	442	404	435	269	309	偿债能力								
净利润	128	162	166	186	215	资产负债率(%)	40%	30%	28%	26%	25%			
折旧摊销	157	157	164	169	174	流动比率	1.83	1.82	1.94	2.06	2.25			
财务费用	66	58	-27	-24	-21	速动比率	0.87	0.90	1.07	1.14	1.29			
应收账款减少	-91	-20	36	-61	-69	营运能力								
预收帐款增加	-5	-7	0	0	0	总资产周转率	0.44	0.42	0.38	0.41	0.44			
投资活动现金流	-466	-311	-100	-100	0	应收账款周转率	3.93	3.32	3.16	3.44	3.44			
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	9.53	7.06	7.07	7.50	7.61			
长期投资减少	2	-18	0	0	0	每股指标(元)								
投资收益	-2	9	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.26	0.33	0.34	0.38	0.44			
筹资活动现金流	-684	-5	-95	-99	-107	每股净现金流(最新摊薄)	-1.61	0.18	0.49	0.14	0.41			
应付债券增加	-212	-279	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	5.03	6.08	6.35	6.65	7.01			
长期借款增加	-29	-88	-88	-88	-88	估值比率								
普通股增加	33	50	0	0	0	P/E	38.81	30.61	29.79	26.56	23.01			
资本公积增加	231	383	0	0	0	P/B	2.01	1.66	1.59	1.52	1.44			
现金净增加额	-708	88	240	70	202	EV/EBITDA	14.22	13.33	15.26	13.49	11.38			

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	溢多利(300381): 业务结构优化, “替抗”业务持续快速增长	2020-10-27
公司普通报告	溢多利(300381): “替抗”业务有望迎来快速增长期	2020-08-18
公司深度报告	溢多利(300381.SZ)深度报告: “替抗”打开需求空间	2020-07-10
行业深度报告	农林牧渔行业报告: 饲料禁抗给养殖链带来哪些变化	2020-07-10

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

刘宇卓

8年化工行业研究经验。曾就职于中金公司研究部, 从业期间获得多项荣誉, 包括2017年水晶球总榜第二名、公募榜第一名, 2016、2018年水晶球公募榜入围, 2019年新浪金麒麟新锐分析师、东方财富化工行业前三甲第二名。

程诗月

美国马里兰大学金融学硕士, 2017年加入东兴证券从事农林牧渔行业研究, 重点覆盖畜禽养殖、饲料动保、宠物食品等细分子行业。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与, 未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300/恒生指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300/恒生指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526