

# 2021 年报及 2022 一季报点评：业绩符合预期，制剂和 CDMO 业务翻倍放量

## 买入（维持）

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	1,258	1,828	2,405	3,010
同比	5%	45%	32%	25%
归属母公司净利润（百万元）	143	296	420	559
同比	-9%	107%	42%	33%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.93	1.94	2.75	3.67
P/E（现价&最新股本摊薄）	48.56	23.41	16.50	12.38

### 投资要点

- 事件：**公司公布 2021 年报，全年实现营收 12.58 亿元 (+5.43%)；归母净利润 1.43 亿元 (-8.62%)；扣非归母净利润 1.26 亿元 (+56.46%)。公司同时公布 2022 一季报，2022Q1 实现营收 5.00 亿元 (+47.86%)；归母净利润 1.15 亿元 (+128.94%)，Q1 业绩超预期增长。
- CDMO 业务翻倍增长，22 年默沙东订单将开始交付：**CDMO 业务 2021 年实现收入 2.65 亿元 (+118.3%)，实现翻倍增长。公司 2021 年与默沙东在宠物药、兽药、动物保健领域签订了十年期 CDMO 战略合作协议，截至 2021 年底，第一期 9 个项目均逐步完成技术转移，商业化在即。我们认为与默沙东的合作对公司 CDMO 新业务有深远影响，将不断提升公司技术能力、项目管理能力和交付能力，CDMO 未来有望带动公司业绩快速增长。
- 依托技术成本优势+集采快速打开制剂业务空间：**制剂业务 2021 年实现收入 1.53 亿元 (+103.6%)，公司依托技术和成本优势，快速入围集采，业绩快速放量。2021 年公司培哚普利叔丁胺片、普瑞巴林胶囊中标第四批全国集采后快速放量；阿托伐他汀钙片、氯沙坦钾片、赖诺普利片中标广东 13 省联合集采、江苏区域、山东区域集采。品种获批方面，2021 年瑞舒伐他汀钙片、阿托伐他汀钙片、氯沙坦钾片获批上市；2022 年 4 月阿哌沙班片、异烟肼片获批上市。研发管线方面，公司共有缬沙坦氢氯噻嗪片、利伐沙班片、维格列汀片等 8 个产品处于 CDE 审评中；有缬沙坦氨氯地平片、恩格列净片等 8 个产品在 BE 阶段，另有 30 多个产品在研。丰富的研发和申报管线为公司制剂业务长期放量打好基础。
- 新冠订单提供业绩弹性，SM1/SM2 已吨级供应：**公司已实现生产奈玛特韦所需关键中间体 SM1/SM2 的商业化吨级交付。目前 SM1/SM2 产能最高可达 15-20 吨/月，且在建 210 吨新产能有望 2022 年底建成。目前 SM1/SM2 供不应求，未来 MPP 将带来的巨大中间体需求，为公司提供持续业绩增量。其他品种上，公司还具备 VV116 相关中间体的成熟工艺技术，对应百吨产能；且公司已储备多款海内外在研 3CL 蛋白靶点新冠特效药的中间体/原料药合成工艺，并与研发企业积极合作。
- 盈利预测与投资评级：**考虑到疫情和全球原材料涨价的预期，我们将给公司 2022-2023 年归母净利润从 3.46/4.51 亿元调整为 2.96/4.20 亿元，预计 2024 年归母净利润为 5.59 亿元，当前市值对应 2022-2024 年 PE 估值为 23/16/12 倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**制剂申报进度不及预期，CDMO 订单交付不及预期等。

2022 年 04 月 26 日

证券分析师 朱国广  
执业证书：S0600520070004  
zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 周新明  
执业证书：S0600520090002  
Zhouxm@dwzq.com.cn  
研究助理 徐梓煜  
执业证书：S0600122010013  
xuzy@dwzq.com.cn

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	45.40
一年最低/最高价	27.72/83.35
市净率(倍)	3.75
流通 A 股市值(百万元)	6,842.27
总市值(百万元)	6,920.71

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	12.10
资产负债率(% ,LF)	48.28
总股本(百万股)	152.44
流通 A 股(百万股)	150.71

### 相关研究

《美诺华(603538)：2021 年中报点评：CDMO 业务高增长，制剂一体化及产能扩张持续推进》

2021-07-26

《美诺华(603538)：CDMO 战略合作落地，公司长期价值有待重估》

2021-04-26

## 美诺华三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>1,702</b>	<b>2,012</b>	<b>2,567</b>	<b>3,266</b>	<b>营业总收入</b>	<b>1,258</b>	<b>1,828</b>	<b>2,405</b>	<b>3,010</b>
货币资金及交易性金融资产	793	889	1,057	1,368	营业成本(含金融类)	789	1,095	1,422	1,755
经营性应收款项	250	307	409	536	税金及附加	11	18	24	29
存货	580	688	930	1,180	销售费用	29	24	31	39
合同资产	0	0	0	0	管理费用	168	217	272	331
其他流动资产	80	129	170	181	研发费用	88	108	147	184
<b>非流动资产</b>	<b>2,299</b>	<b>2,470</b>	<b>2,712</b>	<b>2,979</b>	<b>财务费用</b>	<b>22</b>	<b>48</b>	<b>50</b>	<b>52</b>
长期股权投资	320	388	473	539	加:其他收益	16	23	33	39
固定资产及使用权资产	881	1,126	1,323	1,513	投资净收益	28	21	32	47
在建工程	734	590	531	531	公允价值变动	-5	0	0	0
无形资产	182	189	196	194	减值损失	1	0	0	0
商誉	23	23	23	23	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	21	11	16	21	<b>营业利润</b>	<b>188</b>	<b>364</b>	<b>524</b>	<b>705</b>
其他非流动资产	139	144	150	158	营业外净收支	-8	-2	-3	-3
<b>资产总计</b>	<b>4,001</b>	<b>4,482</b>	<b>5,278</b>	<b>6,245</b>	<b>利润总额</b>	<b>180</b>	<b>362</b>	<b>520</b>	<b>703</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,147</b>	<b>1,231</b>	<b>1,498</b>	<b>1,780</b>	减:所得税	22	46	71	97
短期借款及一年内到期的非流动负债	505	505	505	505	<b>净利润</b>	<b>158</b>	<b>316</b>	<b>449</b>	<b>605</b>
经营性应付款项	389	520	692	851	减:少数股东损益	16	21	30	46
合同负债	81	47	81	119	<b>归属母公司净利润</b>	<b>143</b>	<b>296</b>	<b>420</b>	<b>559</b>
其他流动负债	172	160	220	305					
非流动负债	876	956	1,036	1,116	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.93	1.94	2.75	3.67
长期借款	303	383	463	543					
应付债券	424	424	424	424	EBIT	188	367	509	671
租赁负债	28	28	28	28	EBITDA	291	483	649	823
其他非流动负债	121	121	121	121					
<b>负债合计</b>	<b>2,023</b>	<b>2,187</b>	<b>2,534</b>	<b>2,896</b>	毛利率(%)	37.29	40.12	40.87	41.67
归属母公司股东权益	1,751	2,047	2,467	3,025	归母净利率(%)	11.33	16.17	17.44	18.57
少数股东权益	227	248	277	324					
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,979</b>	<b>2,295</b>	<b>2,744</b>	<b>3,349</b>	收入增长率(%)	5.43	45.32	31.56	25.12
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,001</b>	<b>4,482</b>	<b>5,278</b>	<b>6,245</b>	归母净利润增长率(%)	-8.62	107.40	41.94	33.19

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	221	334	497	666	每股净资产(元)	11.09	13.04	15.81	19.51
投资活动现金流	-603	-217	-323	-355	最新发行在外股份 (百万股)	152	152	152	152
筹资活动现金流	583	29	24	20	ROIC(%)	5.66	9.32	11.27	12.82
现金净增加额	198	146	198	331	ROE-摊薄(%)	8.14	14.44	17.01	18.47
折旧和摊销	104	116	140	152	资产负债率(%)	50.56	48.80	48.01	46.37
资本开支	-528	-222	-285	-338	P/E (现价&最新股本摊薄)	48.56	23.41	16.50	12.38
营运资本变动	-41	-69	-138	-181	P/B (现价)	4.09	3.48	2.87	2.33

数据来源:Wind,东吴证券研究所, 全文如无特殊注明, 相关数据的货币单位均为人民币, 预测均为东吴证券研究所预测。

### 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

### 东吴证券投资评级标准：

#### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

#### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>