

## 美诺华 603538

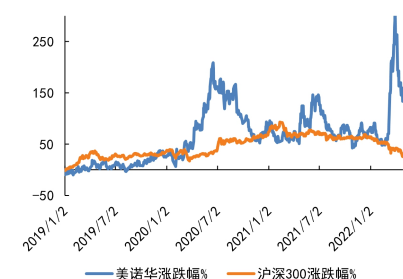
### CDMO、制剂业务高速增长，今年一季度业绩超预期

#### 基础数据：

截至 2021 年 4 月 26 日

当前股价	45.40 元
投资评级	买入
评级变动	维持
总股本	1.52 亿股
流通股本	1.51 亿股
总市值	69.01 亿元
流动市值	68.55 亿元

#### 相对市场表现：



#### 分析师：

分析师 胡晨曦

huchenxi@gwgsc.com

执业证书编号：S0200518090001

联系电话：010-68085205

公司地址：北京市丰台区凤凰嘴街2号院1号楼中国长城资产大厦12层

**事件：**公司发布2021年年报和2022年一季度报：2021年公司实现营收12.58亿元，同比增长5.43%；归母净利润1.43亿元，同比下滑8.62%；扣非归母净利润为1.26亿元，同比增长56.46%。2022年一季度公司实现营收5.00亿元，同比增长47.86%；归母净利润1.15亿元，同比增长128.94%；扣非归母净利润为1.09亿元，同比增长142.75%。

#### 事件点评：

**◆CDMO业务高速增长。**2021年公司CDMO业务实现收入2.65亿元，同比增长118.31%，占营收比重达到21%，毛利率同比增加18.99Pct达到44.54%。公司CDMO业务与100余家国内外优秀医药企业建立业务合作，正在进行的项目达200余项，与开拓药业等国内外新型制药公司建立合作。2021年，公司与大型跨国制药企业默沙东在宠物药、兽药、动物保健领域签订了十年期CDMO战略合作协议；截至2021年末，研发第一期9个项目均已开展不同阶段的工作，技术转移逐步完成，即将实现商业化。同时，公司已经承接了小核酸药物合成基础片段，核酸检测试剂原料等CDMO业务，为国内主流核酸检测产品提供原料，为公司构筑新的业绩增长点。

**◆积极落实“技术转移+自主申报+国内 MAH 合作”制剂经营发展策，制剂业务高速增长。**2021 年，在仿制药集采政策背景下，公司制剂板块发展势头强劲，全年实现营收 1.53 亿元，同比增长 103.58%，毛利率提升 16.88Pct 达到 47.27%。公司利用原料药产业链的优势，集中精力研发原料药优势品种的制剂，同时，积极落实“技术转移+自主申报+国内 MAH 合作”制剂经营发展策略，深化全产业链垂直一体化协同，提升公司综合竞争实力，把握国家集采政策带来的快速商业化放量机遇，取得了阶段性的成果。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药品集中采购；阿托伐他汀钙片、氯沙坦钾片、赖诺普利片接力集采续标，中标广东 13 省联合集采、江苏区域、山东



## 相关报告:

1. 公司研究: 美诺华 (603538)  
——公司迎来发展良机, 业绩快速增长 \_2020. 02. 25

2. 中报点评: 美诺华 (603538)  
——中间体、原料药增长稳定, CDMO、CMO、制剂开始放量 \_2020. 08. 04

3. 年报点评: 美诺华 (603538)  
——原料药基础稳固, CDMO 快速放量, 制剂开始盈利 \_2021. 04. 22

区域集采。目前, 公司累计已有 7 个制剂产品在国内获批上市, 8 个产品处 CDE 审评中: 包括格列齐特缓释片、异烟肼片 (仿制药一致性评价)、缬沙坦氢氯噻嗪片、利伐沙班片、盐酸莫西沙星片、维格列汀片等。缬沙坦氢氯地平片、氢氯地平阿托伐他汀钙片、富马酸比索洛尔片、富马酸丙酚替诺福韦片、恩格列净片、达格列净片、西格列汀二甲双胍片、硫酸氢氯吡格雷片共 8 个产品处正式 BE 试验阶段, 另有 30 多个产品在研。

◆**原料药业务客户结构持续优化、品种不断丰富。**2021 年公司原料药业务实现收入 7.48 亿元, 同比下滑 21.5%, 毛利率下滑 3.61Pct 为 35.68%, 主要是汇兑损益、疫情影响慢病领域药物、上游原材料涨价以及发货节奏运输等原因导致。2021 年公司在不断加强与现有大客户深度合作的情况下, 持续开拓新的客户。公司多个核心品种与多家全球跨国制药巨头进入项目阶段, 与国内众多百强药企, 特别是正大天晴、海思科、千金药业等进行了不同深度的实质合作与沟通。海外客户方面, 公司积极开拓渠道、培育新客户, 特别是在巴西、墨西哥等主要原料药需求国与前 10 大客户建立联系, 如巴西 Brainpharm、EMS 等达成一定里程碑的突破。品种方面: 目前在研原料药品种共计 43 个, 其中 14 个实现转产, 11 个品种递交海外市场注册认证, 同时 8 个品种递交国内 CDE 登记; 2021 年缬沙坦 (新工艺)、硫酸氢氯吡格雷晶型 II 2 个品种获得欧盟 CEP 证书; 阿托伐他汀钙、氯沙坦钾、维格列汀、阿哌沙班 4 个原料药通过国内审评审批。截至 2022 年 4 月, 另有硫酸氢氯吡格雷晶型 II, 米氮平和利伐沙班 3 个原料药通过国内审评审批。

◆**公司整体业绩平稳增长。**2021 年公司实现营收 12.58 亿元, 同比增长 5.43%; 归母净利润 1.43 亿元, 同比下滑 8.62%; 扣非归母净利润为 1.26 亿元, 同比增长 56.46%。公司归母净利润同比下滑, 主要是 2020 年公司出售持有的浙江晖石药业 13.5% 股权确认的以公允价值变动损益 8,512.94 万元。2021 年公司综合毛利率 37.29%, 较上年增加 0.84Pct, 主要是高毛利的 CDMO、制剂业务占比提升拉高公司整体毛利率。

◆**2022 年一季度业绩超预期, 综合毛利率快速提升。**2022 年一季度公



司实现营收 5.00 亿元，同比增长 47.86%，达到 2021 年全年营收的近 40%；归母净利润 1.15 亿元，同比增长 128.94%，达到 2021 年全年归母净利润的 80%。公司一季度业绩超预期主要系 CDMO 与制剂业务销售实现高速增长，销售额增长率分别为 296.09%、50.87%。今年一季度，公司综合毛利率达到 40.49%，较 2021 年末提升 3.2Pct，一方面，公司前期布局的 CDMO 和制剂业务强劲增长；另一方面，部分产品放量后的规模化效应显著，毛利率空间进一步突破。

### 投资建议：

我们预计公司2022-2024年的归母净利润分别为3.28/3.97/4.83亿元，EPS 分别为2.17/2.62/3.19元，当前股价对应PE为21/17/14倍。考虑公司CDMO 业务和制剂业务进入快速放量阶段，转型升级加快；我们维持其“买入”评级。

### 风险提示：

重点CDMO订单放量不及预期；原料药和中间体价格波动风险；环保政策风险；安全生产风险。

### 主要财务数据及预测：

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,258.15	2,006.66	2,480.47	2,999.22
增长率(%)	5.40	59.49	23.61	20.91
归母净利润(百万元)	142.53	328.13	396.57	482.90
增长率(%)	-14.84	130.23	20.86	21.77
EPS(元/股)	0.93	2.17	2.62	3.19
市盈率(P/E)	48.82	20.94	17.32	14.23
市净率(P/B)	3.95	3.46	2.96	2.51

资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所

说明：2021 年归母净利润增速为调整前



## 盈利预测（单位：百万元）

资产负债表	2021	2022E	2023E	2024E	利润表	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	421.79	672.72	831.56	1,005.47	营业收入	1,258.15	2,006.66	2,480.47	2,999.22
应收账款	226.72	400.81	380.93	568.98	营业成本	788.93	1,171.35	1,432.61	1,719.19
预付账款	26.91	9.56	37.51	24.88	营业税金及附加	11.49	18.06	22.32	26.99
存货	579.69	747.41	957.86	1,124.88	营业费用	29.29	40.13	44.65	50.99
其他	447.29	404.52	402.02	402.82	管理费用	167.83	260.87	322.46	389.90
流动资产合计	1,702.40	2,235.02	2,609.88	3,127.02	财务费用	22.28	30.10	37.21	44.99
长期股权投资	319.59	319.59	319.59	319.59	研发费用	62.05	88.31	140.47	173.63
固定资产	848.42	983.25	1,412.59	1,753.89	资产减值损失	0.30	5.00	5.00	5.00
在建工程	730.93	984.74	890.85	834.51	公允价值变动收益	-5.23	20.00	20.00	20.00
无形资产	201.70	194.11	186.49	178.82	投资净收益	27.61	40.00	25.00	25.00
其他	198.46	363.31	257.44	201.93	其他	27.74	-4.53	58.63	94.95
非流动资产合计	2,299.10	2,845.00	3,066.95	3,288.74	营业利润	187.91	425.68	512.59	622.21
资产总计	4,001.50	5,080.01	5,676.83	6,415.76	营业外收入	1.05	1.00	1.00	1.00
短期借款	425.87	1,159.23	1,251.96	1,364.56	营业外支出	8.67	10.00	10.00	10.00
应付账款	374.84	427.94	601.59	676.29	利润总额	180.29	416.68	503.59	613.21
其他	346.11	439.17	410.89	562.58	所得税	22.22	52.08	62.95	76.65
流动负债合计	1,146.82	2,026.34	2,264.44	2,603.43	净利润	158.07	364.59	440.64	536.56
长期借款	303.00	517.04	490.64	421.63	少数股东损益	15.54	36.46	44.06	53.66
应付债券	424.31	141.44	141.44	141.44	归属于母公司净利润	142.53	328.13	396.57	482.90
其他	148.86	148.86	148.86	148.86	主要财务比率	2021	2022E	2023E	2024E
非流动负债合计	876.17	807.34	780.94	711.93	成长能力				
负债合计	2,022.99	2,833.68	3,045.38	3,315.36	营业收入	5.40%	59.49%	23.61%	20.91%
少数股东权益	227.02	263.48	307.54	361.20	营业利润	-12.82%	126.54%	20.42%	21.39%
股本	151.32	151.32	151.32	151.32	归属于母公司净利润	-14.84%	130.23%	20.86%	21.77%
资本公积	587.21	587.21	587.21	587.21	获利能力				
留存收益	1,549.34	1,831.53	2,172.59	2,587.89	毛利率	37.29%	41.63%	42.24%	42.68%
其他	-536.38	-587.21	-587.21	-587.21	净利率	11.33%	16.35%	15.99%	16.10%
股东权益合计	1,978.51	2,246.33	2,631.45	3,100.40	ROE	8.14%	16.55%	17.06%	17.63%
负债和股东权益总计	4,001.50	5,080.01	5,676.83	6,415.76	ROIC	9.76%	17.77%	17.57%	18.62%
现金流量表	2021	2022E	2023E	2024E	偿债能力				
经营活动现金流	220.63	217.06	681.24	738.91	资产负债率	50.56%	55.78%	53.65%	51.68%
资本支出	489.77	501.00	501.00	501.00	流动比率	1.48	1.10	1.15	1.20
长期投资	46.02	0.00	0.00	0.00	速动比率	0.98	0.73	0.73	0.77
其他	-1,139.04	-982.00	-997.00	-997.00	营运能力				
投资活动现金流	-603.25	-481.00	-496.00	-496.00	应收账款周转率	6.21	6.40	6.35	6.31
债权融资	1,232.34	1,874.09	1,940.42	1,984.00	存货周转率	2.43	3.02	2.91	2.88
股权融资	51.98	-80.93	-37.21	-44.99	总资产周转率	0.36	0.44	0.46	0.50
其他	-701.17	-1,278.28	-1,929.61	-2,008.02	每股指标（元）	2020	2021E	2022E	2023E
筹资活动现金流	583.15	514.88	-26.40	-69.01	每股收益	0.93	2.17	2.62	3.19
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	1.45	1.42	4.47	4.85
现金净增加额	200.53	250.93	158.84	173.91	每股净资产	11.49	13.10	15.36	18.10

资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所

## 股票投资评级说明

### 证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现 20%以上；

增持：相对强于市场表现 10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现 10%以下。

### 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

### 法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。