

战略合作强化布局，研发创新稳步向前

投资要点

- **事件：**7月29日，公司与津市市人民政府签订《溢多利津市生物科技产业园扩产提质增效工程项目战略合作协议》。
- **点评：**公司拟投资建设溢多利津市生物科技产业园扩产提质增效工程项目，占地约533亩，包括：1) 湖南世唯植物提取物生产基地建设项目（计划整体投资4亿元，一期投资1亿元）；2) 湖南康捷核苷类发酵中间体后处理车间建设项目（2亿元）；3) 湖南鸿鹰“智能制造”提质增效技改工程项目（1亿元）；4) 溢多利津市生物科技产业园实验检测与服务中心建设项目（5000万元）。其中世唯植物提取物生产项目第一期工程主要用于生产天然抗氧化剂迷迭香提取物、食品饮料及功能性食品原料蒲公英提取物和玫瑰茄提取物，以及辅助调节血糖血压、改善睡眠类的保健食品、功能性食品。本次投资围绕生物酶制剂、活性天然产物、动物营养与健康三大主业，对津市生物科技产业园内子公司进行提质增效技改及产能扩建，同时优化产品性能，满足未来市场需求，彰显公司长期发展信心，长远来看前景向好，盈利能力有望得到增强。
- **饲用酶制剂稳步发展，工业酶产品持续研发。**酶制剂是公司的核心业务，酶制剂业务中又以饲用酶制剂为核心产品，具体包括有植酸酶、木聚糖酶等，饲料价格多次上调，截至2022年7月，我国玉米现货平均价约2813元/吨、小麦现货平均价约3083元/吨、豆粕现货价格约4240元/吨，21年三月农业农村部颁布的《饲料中玉米豆粕减量替代工作方案》中提到饲料配方调整的相关工作部署，我们认为相对应的消化酶以及木聚糖酶需求量或有提升。且公司注重研发及产品更新，未来将进一步开拓反刍动物饲料添加剂、水产饲料酶的市场，扩大市场份额。洗涤酶方面公司持续进行研发，致力于开发出适合在洗涤日化产品中添加的蛋白酶制剂产品、纤维素酶制剂产品，弥补空白实现国产替代，拥有广阔成长空间。
- **禁抗为养殖发展大趋势，公司为国内唯一博落回生产销售的企业，未来发展前景广阔。**为保证食品安全，提倡绿色养殖，2020年7月起我国饲料生产企业开始全面禁抗。博落回提取物具有抗菌消炎、开胃、促生长的功能，能降低动物腹泻率，提高饲料转化率，且毒性低、无耐药性、无休药期，博落回总碱有效部位及其制剂作为中兽药添加在畜禽饲料中同样具有较高的开发价值，可研究将其制成抗菌消炎、保肝护肾的兽用天然药物，目前仍处于研制阶段。除品种替代产品外，公司积极研发复合类替抗产品，如博溢康即为利用葡萄糖氧化酶与博落回散之间的协同作用，提高替抗效率。且公司于2021年4月27日签订协议收购世唯科技29%的股权，交易完成后持股比例由51%变为80%。
- **盈利预测与投资建议。**预计2022-2024年EPS分别为0.15元、0.22元、0.3元，对应PE分别为65/45/33倍，维持“持有”评级。
- **风险提示：**产品研发不及预期、下游需求不及预期、酶制剂销量不及预期。

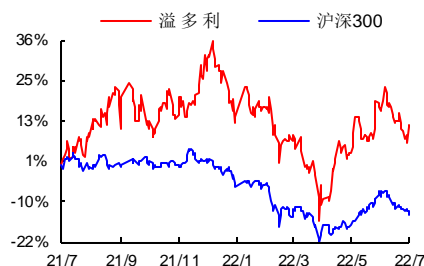
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1892.16	1084.85	1257.59	1400.82
增长率	-1.18%	-42.67%	15.92%	11.39%
归属母公司净利润(百万元)	-118.91	75.33	108.84	147.99
增长率	-173.53%	163.35%	44.48%	35.97%
每股收益EPS(元)	-0.24	0.15	0.22	0.30
净资产收益率ROE	-2.80%	2.45%	3.34%	4.28%
PE	-41	64.9	44.9	33.0
PB	1.75	1.70	1.64	1.58

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 徐卿
执业证号: S1250518120001
电话: 021-68415832
邮箱: xuq@swsc.com.cn
联系人: 刘佳宜
电话: 021-68415832
邮箱: liujy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.90
流通A股(亿股)	4.77
52周内股价区间(元)	7.61-12.3
总市值(亿元)	48.91
总资产(亿元)	46.05
每股净资产(元)	6.07

相关研究

1. 溢多利(300381): 短期业绩承压, 专注生物农牧长期向好 (2022-02-09)
2. 溢多利(300381): 酶制剂、替抗产品迎增长, 多业务板块共发展 (2021-08-23)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1892.16	1084.85	1257.59	1400.82	净利润	-85.43	77.00	108.07	143.48
营业成本	1169.27	627.57	707.51	775.87	折旧与摊销	176.89	123.23	123.23	123.23
营业税金及附加	24.61	12.47	15.07	17.04	财务费用	44.00	34.08	28.11	28.13
销售费用	198.09	108.49	138.34	154.09	资产减值损失	-128.50	25.00	15.00	10.00
管理费用	267.26	184.43	226.37	252.15	经营营运资本变动	16.82	541.64	-110.05	-77.84
财务费用	44.00	34.08	28.11	28.13	其他	193.14	-46.61	-4.20	-15.40
资产减值损失	-128.50	25.00	15.00	10.00	经营活动现金流净额	216.93	754.35	160.17	211.60
投资收益	-2.28	0.00	0.00	0.00	资本支出	48.69	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-303.22	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-254.53	0.00	0.00	0.00
营业利润	-83.14	92.81	127.19	163.55	短期借款	21.02	-405.98	-30.62	-90.09
其他非经营损益	-5.58	-8.00	-9.00	-9.00	长期借款	5.86	0.00	0.00	0.00
利润总额	-88.72	84.81	118.19	154.55	股权融资	-32.08	0.00	0.00	0.00
所得税	-3.29	7.82	10.13	11.07	支付股利	-34.27	23.78	-15.07	-21.77
净利润	-85.43	77.00	108.07	143.48	其他	76.09	-102.43	-28.11	-28.13
少数股东损益	33.48	1.66	-0.77	-4.51	筹资活动现金流净额	36.62	-484.62	-73.80	-139.98
归属母公司股东净利润	-118.91	75.33	108.84	147.99	现金流量净额	-1.31	269.73	86.37	71.62
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	272.70	542.43	628.80	700.41	成长能力				
应收和预付款项	607.01	373.50	435.15	471.70	销售收入增长率	-1.18%	-42.67%	15.92%	11.39%
存货	992.45	526.70	587.81	654.71	营业利润增长率	-134.46%	211.64%	37.04%	28.59%
其他流动资产	79.78	45.74	53.03	59.07	净利润增长率	-142.22%	190.13%	40.35%	32.77%
长期股权投资	17.46	17.46	17.46	17.46	EBITDA 增长率	-69.80%	81.58%	11.36%	13.06%
投资性房地产	5.44	5.44	5.44	5.44	获利能力				
固定资产和在建工程	1594.51	1490.07	1385.63	1281.19	毛利率	38.20%	42.15%	43.74%	44.61%
无形资产和开发支出	816.16	798.87	781.58	764.29	三费率	26.92%	30.14%	31.24%	31.01%
其他非流动资产	94.42	92.92	91.42	89.92	净利率	-4.51%	7.10%	8.59%	10.24%
资产总计	4479.93	3893.13	3986.31	4044.18	ROE	-2.80%	2.45%	3.34%	4.28%
短期借款	656.90	250.92	220.30	130.21	ROA	-1.91%	1.98%	2.71%	3.55%
应付和预收款项	391.95	210.11	237.48	260.77	ROIC	-0.83%	2.92%	4.12%	5.09%
长期借款	76.86	76.86	76.86	76.86	EBITDA/销售收入	7.28%	23.06%	22.15%	22.48%
其他负债	306.22	215.08	218.53	221.47	营运能力				
负债合计	1431.93	752.97	753.16	689.32	总资产周转率	0.41	0.26	0.32	0.35
股本	490.07	490.07	490.07	490.07	固定资产周转率	1.41	0.81	1.01	1.23
资本公积	1609.60	1609.60	1609.60	1609.60	应收账款周转率	3.53	2.75	3.83	3.81
留存收益	684.51	783.62	877.40	1003.62	存货周转率	1.10	0.78	1.18	1.16
归属母公司股东权益	2792.80	2883.28	2977.06	3103.28	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	90.18%	—	—	—
少数股东权益	255.20	256.87	256.09	251.58	资本结构				
股东权益合计	3048.01	3140.15	3233.15	3354.86	资产负债率	31.96%	19.34%	18.89%	17.04%
负债和股东权益合计	4479.93	3893.13	3986.31	4044.18	带息债务/总负债	54.72%	50.15%	46.07%	37.27%
					流动比率	1.67	3.05	3.49	4.44
					速动比率	0.82	1.97	2.29	2.90
					股利支付率	-28.82%	-31.57%	13.84%	14.71%
					每股指标				
					每股收益	-0.24	0.15	0.22	0.30
					每股净资产	5.70	5.88	6.07	6.33
					每股经营现金	0.44	1.54	0.33	0.43
					每股股利	0.07	-0.05	0.03	0.04
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	137.76	250.13	278.54	314.91					
PE	-41.13	64.92	44.94	33.05					
PB	1.75	1.70	1.64	1.58					
PS	2.58	4.51	3.89	3.49					
EV/EBITDA	38.95	18.51	16.20	13.82					
股息率	0.70%	—	0.31%	0.45%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -20% 以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn