

2021 年中报点评: CDMO 业务高速增长, 制剂一体化及产能扩张持续推进
买入 (维持)

2021 年 07 月 26 日

证券分析师 朱国广
执业证号: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn
证券分析师 周新明
执业证号: S0600520090002

zhouxm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1,194	1,602	2,171	2,822
同比 (%)	1.1%	34.2%	35.5%	30.0%
归母净利润 (百万元)	167	240	346	451
同比 (%)	10.9%	43.7%	43.7%	30.5%
每股收益 (元/股)	1.12	1.61	2.31	3.01
P/E (倍)	31.91	22.21	15.45	11.84

投资要点

- **事件:** 公司 2021 年 H1 实现营收 6.92 亿元, 同比增长 6.21%; 实现归母净利润 1.16 亿元, 同比增长 9.84%; 扣非归母净利润 9798 万元, 同比增加 1.39%; 经营性现金流净额 1.11 亿元, 同比减少 6.80%。
- **各业务板块稳步推进, CDMO 实现高速增长。** 公司 2021Q2 实现营业收入 3.53 亿元, 同比下滑 3.42%; 归母净利润 6601 万元, 同比增长 5.93%。分业务看, 2021H1, 公司原料药 CDMO 业务实现营收 1.06 亿元, 同比增长 113.4%, 特色原料药业务实现营收 4.54 亿元, 较上年同期略有下降; 制剂业务实现营收 0.64 亿元, 同比增长 47.08% (其中自研制剂业务实现营收 0.17 亿元, 同比增加 3309.49%)。2021H1, 公司与默沙东在宠物药、兽药、动物保健领域签订了十年期 CDMO 战略合作协议, 截至报告期末, 该项目已经启动三个产品的研发工作。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。
- **制剂新产品申报不断推进, 依靠集采有望实现一体化放量。** 2021 年 5 月, 公司此前中标的培哌普利叔丁胺片和普瑞巴林胶囊开始集采执行, 截至报告期末, 培哌普利叔丁胺片发货量已超过首年约定量的 56%, 普瑞巴林胶囊发货量已超过首年约定量的 47%, 制剂业务放量明显。此外 2021H1, 公司联合科尔康美诺华共同提交注册审评品种 1 项。截至报告期末, 累计实现欧洲制剂定制生产服务产品 13 项, 累计 8 个战略联合开发制剂产品正在进行中国 CDE 审评, 预计下半年至 2022 年有望陆续获批上市; 自研制剂方面, 公司阿哌沙班片、异烟肼片一致性评价审批进展顺利, 有望在下半年或 2022 年获批上市。磷酸西格列汀片、盐酸莫西沙星片已通过 BE 研究, 计划下半年递交 CDE 审评, 维格列汀片等 2 个研发项目即将进入 BE 试验阶段, 另有 14 个在研项目同步推进。依靠集采品种放量及新品种申报, 公司原料药制剂一体化不断推进。
- **产能扩张进展顺利, 持续构建规模化能力。** 截至 2021H1, 公司在建工程中安徽美诺华“年产 400 吨原料药技改项目”部分主体基本完工, 其中部分车间已达试生产条件; 浙江美诺华“年产 520 吨原料药 (东扩) 项目”土建部分主体基本完工, 目前正在进行罐区基础施工; “年产 30 亿片 (粒) 出口固体制剂建设项目”主体二次结构已完工, 预计 2021 年 12 月完成机电安装工作。“美诺华医药科技高端制剂项目”桩基部分基本完成, 继续进行主体工程建设。我们认为, 公司在建工程项目进展顺利, 未来充裕的产能将对 CDMO、API、制剂三大业务形成有力支撑。
- **盈利预测与投资评级:** 由于公司 CDMO 业务的高速增长和下半年制剂产品的预期放量, 我们维持此前盈利预测, 预计公司 2021-2023 年归母净利润为 2.40/3.46/4.51 亿元, 当前市值对应 2021-2023 年 PE 分别为 22/15/12 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。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	35.70
一年最低/最高价	28.60/52.80
市净率(倍)	3.37
流通 A 股市值(百万元)	5276.97

基础数据

每股净资产(元)	11.55
资产负债率(%)	46.69
总股本(百万股)	149.59
流通 A 股(百万股)	147.81

相关研究

- 1、《美诺华 (603538): CDMO 战略合作落地, 公司长期价值有待重估》2021-04-26
- 2、《美诺华 (603538): 2020 年年报及 2021 年一季报点评: 业绩符合我们预期, 原料药制剂一体化+CDMO 驱动成长》2021-04-20
- 3、《美诺华 (603538): 产能爬坡和新产品获批推动 API 高速增长, 制剂一体化+CDMO 兑现加速》2020-12-31

美诺华三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1,134	1,596	1,771	1,916	营业收入	1,194	1,602	2,171	2,822
现金	236	365	322	20	减:营业成本	759	1,007	1,359	1,752
应收账款	160	281	323	463	营业税金及附加	13	17	22	30
存货	455	680	851	1,123	营业费用	14	24	33	41
其他流动资产	284	269	275	310	管理费用	158	208	284	361
非流动资产	1,929	2,143	2,595	3,085	研发费用	62	80	109	135
长期股权投资	274	283	341	410	财务费用	35	35	40	43
固定资产	845	1,057	1,350	1,683	资产减值损失	57	11	23	37
在建工程	300	321	373	431	加:投资净收益	8	10	12	12
无形资产	225	255	276	302	其他收益	11	10	11	10
其他非流动资产	285	225	256	259	资产处置收益	0	-1	-0	-0
资产总计	3,063	3,738	4,366	5,002	营业利润	216	309	444	579
流动负债	1,112	1,073	1,342	1,514	加:营业外净收支	-1	-1	-1	-1
短期借款	602	487	506	532	利润总额	215	308	443	578
应付账款	373	430	689	779	减:所得税	42	60	86	112
其他流动负债	137	156	147	204	少数股东损益	6	8	12	15
非流动负债	188	655	655	653	归属母公司净利润	167	240	346	451
长期借款	109	99	95	88	EBIT	251	336	466	608
其他非流动负债	79	556	560	565	EBITDA	339	432	594	776
负债合计	1,300	1,727	1,998	2,167	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	211	219	231	246	每股收益(元)	1.12	1.61	2.31	3.01
归属母公司股东权益	1,552	1,792	2,138	2,589	每股净资产(元)	10.37	11.98	14.29	17.31
负债和股东权益	3,063	3,738	4,366	5,002	发行在外股份(百万股)	150	150	150	150
					ROIC(%)	13.5%	13.1%	15.9%	15.9%
					ROE(%)	9.8%	12.4%	15.1%	16.4%
					毛利率(%)	36.5%	37.2%	37.4%	37.9%
					销售净利率(%)	14.0%	15.0%	15.9%	16.0%
					资产负债率(%)	42.5%	46.2%	45.8%	43.3%
					收入增长率(%)	1.1%	34.2%	35.5%	30.0%
					净利润增长率(%)	7.6%	43.7%	43.7%	30.5%
					P/E	31.91	22.21	15.45	11.84
					P/B	3.44	2.98	2.50	2.06
					EV/EBITDA	17.63	14.47	10.61	8.56

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

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>

