

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

美诺华(603538)

投资评级

上次评级

周平 医药行业首席分析师

执业编号: S1500521040001

联系电话: 15310622991

邮箱: zhouping@cindasc.com

相关研究

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

CDMO 及制剂业务高速增长，驱动公司业绩迎来拐点

2022年05月16日

事件: 近日公司发布 2021 年年报和 2022 年 1 季报, 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, 同比下降 8.62%, 扣非归母净利润 1.26 亿元, 同比增长 56.46%。2022Q1 公司实现营收 5 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 1.09 亿元, 同比增长 142.75%。

点评:

- **2022Q1 业绩超预期, 2021 年业绩符合预期。**受上游原材料价格上涨、汇率波动及运费上涨等影响, 2021 年公司的原料药中间体业务出现下滑, 同比下降 21.5%。公司推动一体两翼发展策略, 持续加快 CDMO 和制剂业务发展, 2021 年 CDMO 业务实现收入 2.65 亿元, 同比增长 118.31%, 项目数达到 200 多个, 新签项目较多。受益于制剂中标广东 13 省集采联盟, 2021 年公司制剂业务实现收入 1.53 亿元, 同比增长 103.58%, 保持翻倍以上增速。2022Q1 公司原料药业务恢复增长, CDMO 和制剂维持高速放量, 驱动公司归母净利润实现近 130% 的增速。
- **2022Q1 毛利率及净利率创历史新高。**2021 年公司整体毛利率 37.29%, 同比变动 0.84pct, 净利率 12.56%, 同比变动 -1.94pct, 2022Q1 公司毛利率达到 40.49%, 净利率达到 25.35%, 均创历史新高。销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率分别为 2.33%、20.36%、1.77%、7.02%, 同比变动 1.13pct、1.96pct、-1.14pct、1.82pct。
- **在研项目丰富, 产能扩张带来业绩快速增长。**2022-2024 年处于行业专利药到期大年, 公司积极布局沙班类、列净类、列汀类、达比加群酯等产品。制剂板块, 快速研发公司原料药具有优势的品种, 积极参与国家集采, 加强原料药制剂一体化优势。CDMO 板块, 公司与默沙东签订 10 年战略合作协议, 第一批项目合作顺利, 预计 2023 年将逐步贡献较大增量。此外, 公司抓住国内创新药发展东风, 与济民可信等国内创新药企展开深度合作, 积极开展 CDMO 业务。2021 年安徽美诺华新增产能 500 吨, 总产能达到 980 吨, 浙江美诺华新增产能 520 吨, 总产能达到 900 吨, 宣城美诺华现有产能 460 吨, 二期开工建设 1200 吨产能的生产基地。美诺华天康药业预计今年新增制剂产能 30 亿片, 总产能将达到 45 亿片。
- **盈利预测与投资评级:** 预计公司 2022-2024 年实现营收分别为 19.93、27.29、34.61 亿元, 同比增长 58.4%、36.9%、26.8%, 归母净利润分别为 3.75、5.07、6.86 亿元, 同比增长 163.2%、35.2%、35.3%, 对应 PE 分别为 20.4、15.09、11.15 倍。

➤ **风险因素：**原材料价格上涨、汇率波动、原料药竞争加剧的风险；

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1,193	1,258	1,993	2,729	3,461
增长率 YoY %	1.1%	5.4%	58.4%	36.9%	26.8%
归属母公司净利润 (百万元)	156	143	375	507	686
增长率 YoY%	3.4%	-8.6%	163.2%	35.2%	35.3%
毛利率%	36.5%	37.3%	39.8%	41.1%	42.2%
净资产收益率ROE%	10.0%	8.1%	17.6%	19.2%	20.7%
EPS(摊薄)(元)	1.06	0.96	2.48	3.35	4.53
市盈率 P/E(倍)	35.03	36.99	20.40	15.09	11.15
市净率 P/B(倍)	3.55	3.07	3.60	2.90	2.30

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 05 月 13 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,186	1,702	2,335	3,152	4,119
货币资金	237	422	730	1,006	1,395
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	159	210	306	404	540
预付账款	9	27	19	24	34
存货	455	580	769	1,128	1,501
其他	327	464	511	591	649
非流动资产	1,940	2,299	2,300	2,285	2,259
长期股权投资	274	320	320	320	320
固定资产	863	848	894	921	935
无形资产	202	182	174	167	160
其他	602	949	912	878	845
资产总计	3,126	4,001	4,635	5,437	6,378
流动负债	1,155	1,147	1,386	1,670	1,911
短期借款	645	426	426	426	426
应付票据	119	105	158	225	285
应付账款	253	284	434	577	707
其他	138	332	368	442	494
非流动负债	195	876	881	886	891
长期借款	109	303	306	309	312
其他	87	573	575	577	579
负债合计	1,351	2,023	2,267	2,556	2,802
少数股东权益	211	227	241	247	255
归属母公司股东权益	1,565	1,751	2,128	2,635	3,321
负债和股东权益	3,126	4,001	4,635	5,437	6,378

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,193	1,258	1,993	2,729	3,461
同比 (%)	1.1%	5.4%	58.4%	36.9%	26.8%
归属母公司净利润	156	143	375	507	686
同比	3.4%	-8.6%	163.2%	35.2%	35.3%
毛利率 (%)	36.5%	37.3%	39.8%	41.1%	42.2%
ROE%	10.0%	8.1%	17.6%	19.2%	20.7%
EPS (摊薄)(元)	1.06	0.96	2.48	3.35	4.53
P/E	35.03	36.99	20.40	15.09	11.15
P/B	3.55	3.07	3.60	2.90	2.30
EV/EBITDA	24.19	21.32	16.26	11.88	8.69

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,193	1,258	1,993	2,729	3,461
营业成本	758	789	1,199	1,608	1,999
营业税金及附加	13	11	18	25	31
销售费用	14	29	27	47	67
管理费用	161	168	220	316	406
研发费用	74	88	112	157	186
财务费用	35	22	42	38	34
减值损失合计	-57	0	0	0	0
投资净收益	8	28	50	21	22
其他	116	10	24	33	42
营业利润	206	188	450	593	801
营业外收支	-1	-8	-3	-3	-3
利润总额	205	180	447	590	798
所得税	43	22	58	77	104
净利润	162	158	389	513	694
少数股东损益	6	16	14	6	8
归属母公司净利润	156	143	375	507	686
EBITDA	253	291	503	666	866
EPS (当年)(元)	1.06	0.96	2.48	3.35	4.53

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	228	221	425	432	517
净利润	162	158	389	513	694
折旧摊销	91	104	86	90	95
财务费用	26	22	47	48	48
投资损失	-8	-111	-50	-21	-22
营运资金变动	-21	-28	-50	-200	-301
其它	-21	76	3	3	3
投资活动现金流	-483	-603	-75	-113	-85
资本支出	-316	-528	-90	-78	-72
长期投资	-183	-137	-35	-57	-36
其他	15	62	50	21	22
筹资活动现金流	167	583	-41	-43	-43
吸收投资	0	28	1	0	0
借款	1,006	798	3	3	3
支付利息或股息	-41	-14	-47	-48	-48
现金流净增加额	-91	198	308	276	389

研究团队简介

周平，医药行业首席分析师。北京大学本科、清华大学硕士，5年证券从业经验。曾入职西南证券、华西证券，2021年4月加入信达证券担任医药首席分析师。作为团队核心成员获得2015/2016/2017年新财富医药行业最佳分析师第六名/五名/四名。

史慧颖，团队成员，上海交通大学大学药学硕士，曾在PPC佳生和Parexel从事临床CRO工作，2021年加入信达证券，负责CXO行业研究。

王桥天，团队成员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021年12月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

阮帅，团队成员，暨南大学经济学硕士，2年证券从业经验。曾在明亚基金从事研究工作，2022年3月加入信达证券，负责医药消费、原料药行业研究。

吴欣，团队成员，上海交通大学生物医学工程本科及硕士，曾在长城证券研究所医药团队工作，2022年4月加入信达证券，负责医疗器械和中药板块行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准20%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。