

2022年07月05日

美诺华 (603538.SH)

CDMO 业务快速发展，2022H1 业绩增长符合预期

■事件：近日公司发布 2022 年半年度业绩预增公告，2022H1 预计实现归母净利润 1.80 亿元-2.00 亿元，同比增长 54.70%-71.89%；预计实现扣非后归母净利润 1.70 亿元-1.90 亿元，同比增长 73.51%-93.92%，业绩增长符合预期。

■2022H1 归母净利润预计同比增长 55%-72%，业绩增长符合预期

根据公司发布的 2022 年半年度业绩预增公告，2022H1 预计公司实现归母净利润 1.80 亿元-2.00 亿元，同比增长 54.70%-71.89%；预计实现扣非后归母净利润 1.70 亿元-1.90 亿元，同比增长 73.51%-93.92%。得益于 CDMO 项目的持续落地、原料药和制剂业务的快速发展、小核酸业务和新冠药物中间体业务的推进顺利，2022H1 业绩增长符合预期。

■默沙东等重大项目持续落地，驱动 CDMO 业务持续快速发展

公司 CDMO 业务持续快速发展，目前已和国内外著名药企建立紧密的合作关系。其中，公司与默沙东在宠物药、兽药、动物保健等领域达成十年期的 CDMO 战略合作协议。根据公司公告，截止到 2021 年末，默沙东 CDMO 合作项目的研发第一期 9 个项目均已开展不同阶段的工作，技术转移逐步完成，有望即将实现商业化。

■2022 年原料药业务有望逐步迎来边际改善

公司充分践行原料药业务多品类、多市场的发展路线，根据公司公告，截止 2021 年末，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，8 个品种递交国内 CDE 登记。核心品种沙坦类原料药的价格于 2021H2 基本见底，考虑到上游原材料涨价的传导效应，2022 年原料药业务有望迎来边际改善。

■落实“技术转移+自主申报+国内 MAH 合作”发展战略，制剂业务持续快速发展

公司积极落实“技术转移+自主申报+国内 MAH 合作”制剂经营发展策略，制剂业务处于快速发展阶段。其中，国内市场方面，培哌普利叔丁胺片、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、赖诺普利片成功集采续标，中标广东 13 省联合集采、江苏区域/山东区域集采。得益于集采品种的快速放量以及标外市场的快速拓展，2022 年制剂业务有望延续过往的高增长态势。

■投资建议：我们预计 2022-2024 年公司分别实现归母净利润 3.98 亿

公司快报

证券研究报告

化学原料药

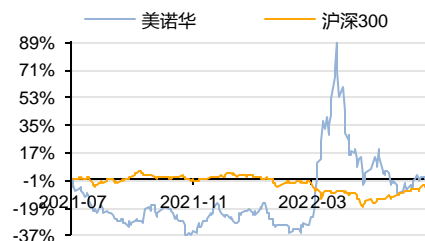
投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价：**46.75 元**
股价 (2022-07-04) **34.11 元**

交易数据

总市值 (百万元)	7,264.84
流通市值 (百万元)	7,182.51
总股本 (百万股)	212.98
流通股本 (百万股)	210.57
12 个月价格区间	27.72/83.35 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	13.35	-32.84	11.92
绝对收益	19.92	-29.1	8.7

马帅

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518120001
mashuai@essence.com.cn

冯俊曦

分析师

SAC 执业证书编号：S1450520010002
fengjx@essence.com.cn

相关报告

- 美诺华：安信证券-点评报告-美诺华-CDMO 业务加速升级转型，2022Q1 业绩超预期增长-2022.5.6/马帅 2022-05-06
- 美诺华：安信证券-点评报告-美诺华-2021 年 Q1 业绩增长稳健，原料药制剂一体化布局持续推进-2021.04.21/马帅 2021-04-21

元、4.67 亿元、5.97 亿元，分别同比增长 179.4%、17.3%、27.9%；给予买入-A 的投资评级。

■风险提示：原料药价格波动风险、汇率波动风险、研发进展不及预期等。

(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	1,193.7	1,258.1	1,890.4	2,462.2	3,160.2
净利润	167.4	142.5	398.2	467.0	597.1
每股收益(元)	0.79	0.67	1.87	2.19	2.80
每股净资产(元)	7.29	8.22	9.94	11.90	14.31

盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	41.0	48.2	17.2	14.7	11.5
市净率(倍)	4.4	3.9	3.2	2.7	2.3
净利润率	14.0%	11.3%	21.1%	19.0%	18.9%
净资产收益率	10.8%	8.1%	18.8%	18.4%	19.6%
股息收益率	0.0%	0.4%	0.6%	0.7%	1.2%
ROIC	13.1%	9.8%	19.9%	22.4%	27.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,193.7	1,258.1	1,890.4	2,462.2	3,160.2	成长性					
减:营业成本	758.6	788.9	1,143.3	1,469.4	1,882.6	营业收入增长率	1.1%	5.4%	50.3%	30.3%	28.4%
营业税费	12.9	11.5	18.9	24.6	31.6	营业利润增长率	13.6%	-12.8%	168.4%	17.4%	29.3%
销售费用	14.3	29.3	47.3	61.6	79.0	净利润增长率	10.9%	-14.8%	179.4%	17.3%	27.9%
管理费用	157.6	167.8	255.2	332.4	426.6	EBITDA 增长率	47.3%	-23.5%	63.7%	15.6%	23.1%
财务费用	34.8	22.3	22.1	32.2	25.1	EBIT 增长率	50.5%	-31.7%	86.2%	18.5%	26.7%
资产减值损失	-56.7	0.3	-	-	-	NOPLAT 增长率	12.3%	-8.7%	142.8%	18.5%	26.7%
加:公允价值变动收益	99.0	-5.2	0.6	-0.3	0.0	投资资本增长率	22.6%	18.9%	5.4%	3.5%	-0.8%
投资和汇兑收益	8.0	27.6	100.0	50.0	50.0	净资产增长率	12.4%	12.3%	19.8%	19.0%	19.9%
营业利润	215.5	187.9	504.3	591.8	765.3	利润率					
加:营业外净收支	-0.9	-7.6	-3.7	-4.1	-5.1	毛利率	36.5%	37.3%	39.5%	40.3%	40.4%
利润总额	214.7	180.3	500.6	587.7	760.2	营业利润率	18.1%	14.9%	26.7%	24.0%	24.2%
减:所得税	41.6	22.2	75.1	88.2	114.0	净利润率	14.0%	11.3%	21.1%	19.0%	18.9%
净利润	167.4	142.5	398.2	467.0	597.1	EBITDA/营业收入	41.8%	30.3%	33.0%	29.3%	28.1%
						EBIT/营业收入	34.7%	22.5%	27.8%	25.3%	25.0%
资产负债表						运营效率					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	固定资产周转天数	227	242	153	104	71
货币资金	235.7	421.8	151.2	197.0	702.9	流动营业资本周转天数	89	81	66	77	76
交易性金融资产	133.1	371.4	371.5	371.5	371.5	流动资产周转天数	342	406	325	283	295
应收帐款	178.7	226.7	364.4	411.5	589.4	应收帐款周转天数	56	58	56	57	57
应收票据	-	-	3.0	0.6	1.6	存货周转天数	129	148	123	128	130
预付帐款	8.5	26.9	8.7	39.6	28.7	总资产周转天数	856	1,011	758	604	533
存货	454.7	579.7	715.6	1,033.5	1,247.2	投资资本周转天数	517	591	439	352	278
其他流动资产	123.4	75.9	97.4	98.9	90.7	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	10.8%	8.1%	18.8%	18.4%	19.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.7%	4.0%	10.7%	11.6%	12.8%
长期股权投资	273.6	319.6	319.6	319.6	319.6	ROIC	13.1%	9.8%	19.9%	22.4%	27.5%
投资性房地产	-	21.9	21.9	21.9	21.9	费用率					
固定资产	844.9	848.4	758.7	669.0	579.2	销售费用率	1.2%	2.3%	2.5%	2.5%	2.5%
在建工程	297.0	730.9	730.9	730.9	730.9	管理费用率	13.2%	13.3%	13.5%	13.5%	13.5%
无形资产	224.7	201.7	193.2	184.6	176.1	财务费用率	2.9%	1.8%	1.2%	1.3%	0.8%
其他非流动资产	288.4	176.6	224.9	222.0	197.9	三费/营业收入	17.3%	17.4%	17.2%	17.3%	16.8%
资产总额	3,062.7	4,001.5	3,961.0	4,300.7	5,057.6	偿债能力					
短期债务	602.2	425.9	540.3	164.9	-	资产负债率	42.5%	50.6%	40.1%	34.4%	33.2%
应付帐款	276.8	374.8	408.7	647.3	752.0	负债权益比	73.8%	102.2%	67.1%	52.5%	49.6%
应付票据	119.1	105.2	245.4	204.3	358.6	流动比率	1.02	1.48	1.26	1.82	2.31
其他流动负债	114.3	240.9	163.0	168.9	199.5	速动比率	0.61	0.98	0.73	0.94	1.36
长期借款	108.5	303.0	-	-	-	利息保障倍数	11.90	12.69	23.86	19.40	31.44
其他非流动负债	79.4	573.2	232.7	295.1	367.0	分红指标					
负债总额	1,300.2	2,023.0	1,590.2	1,480.5	1,677.2	DPS(元)	-	0.14	0.20	0.23	0.40
少数股东权益	210.8	227.0	253.0	285.0	332.9	分红比率	0.0%	21.2%	10.7%	10.6%	14.2%
股本	149.6	151.3	213.0	213.0	213.0	股息收益率	0.0%	0.4%	0.6%	0.7%	1.2%
留存收益	1,411.0	1,549.3	1,904.9	2,322.2	2,834.5						
股东权益	1,762.5	1,978.5	2,370.8	2,820.1	3,380.4						

现金流量表

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	业绩和估值指标					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
净利润	173.1	158.1	398.2	467.0	597.1	EPS(元)	0.79	0.67	1.87	2.19	2.80
加:折旧和摊销	87.3	103.8	98.3	98.3	98.3	BVPS(元)	7.29	8.22	9.94	11.90	14.31
资产减值准备	56.7	-0.3	-	-	-	PE(X)	41.0	48.2	17.2	14.7	11.5
公允价值变动损失	-99.0	90.4	0.6	-0.3	0.0	PB(X)	4.4	3.9	3.2	2.7	2.3
财务费用	25.0	22.5	22.1	32.2	25.1	P/FCF	-344.1	26.3	-31.7	113.2	13.2
投资损失	-8.0	-111.5	-100.0	-50.0	-50.0	P/S	5.8	5.5	3.6	2.8	2.2
少数股东损益	5.7	15.5	27.3	32.5	49.0	EV/EBITDA	11.8	15.4	11.4	9.4	7.0
营运资金的变动	-66.7	283.9	-267.3	-177.7	-55.3	CAGR(%)	42.4%	59.9%	38.3%	42.4%	59.9%
经营活动产生现金流量	251.6	220.6	179.2	402.0	664.4	PEG	1.0	0.8	0.4	0.3	0.2
投资活动产生现金流量	-479.0	-603.3	99.8	50.0	50.0	ROIC/WACC	1.3	1.0	2.0	2.3	2.8
融资活动产生现金流量	138.4	583.1	-549.5	-406.3	-208.4	REP	2.3	2.6	1.5	1.2	0.9

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034