

美诺华 (603538.SH) / 化学制药

证券研究报告/公司点评

2022年10月27日

评级: 买入 (维持)

市场价格: 25.47

分析师: 祝嘉琦

执业证书编号: S0740519040001

电话: 021-20315150

Email: zhujq@r.qlzq.com.cn

分析师: 李建

执业证书编号: S0740522090004

电话: 021-20315125

Email: lijian01@r.qlzq.com.cn

公司盈利预测及估值

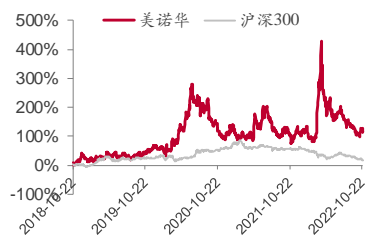
指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1193.37	1258.15	1694.96	2037.38	2450.80
增长率 yoy%	1.12%	5.43%	34.72%	20.20%	20.29%
净利润 (百万元)	155.96	142.53	280.21	336.25	437.90
增长率 yoy%	3.35%	-8.62%	96.60%	20.00%	30.23%
每股收益 (元)	0.57	0.52	1.03	1.23	1.60
每股现金流量	0.84	0.81	0.44	1.44	1.83
净资产收益率	9.97%	8.14%	13.73%	14.30%	15.89%
P/E	44.59	48.80	24.82	20.68	15.88
PEG	13.30	-5.66	0.26	1.03	0.53
P/B	4.44	3.97	3.41	2.96	2.52

备注: 数据截至 2022.10.27

基本状况

总股本(百万股)	212.99
流通股本(百万股)	210.57
市价(元)	25.47
市值(百万元)	5,424.73
流通市值(百万元)	5,363.25

股价与行业-市场走势对比

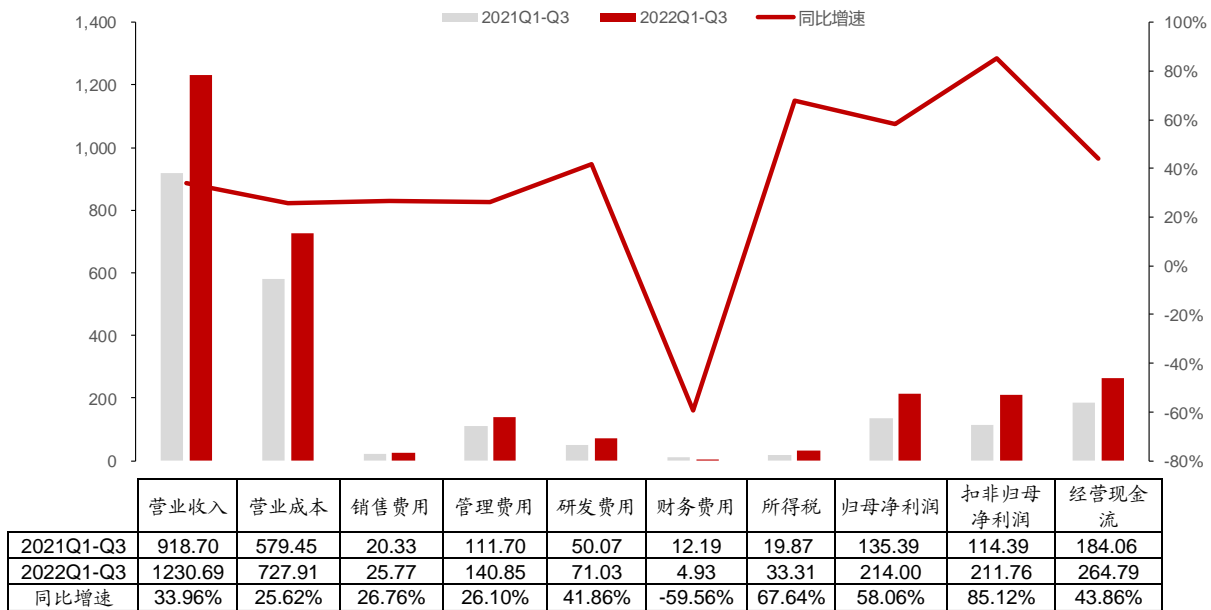


相关报告

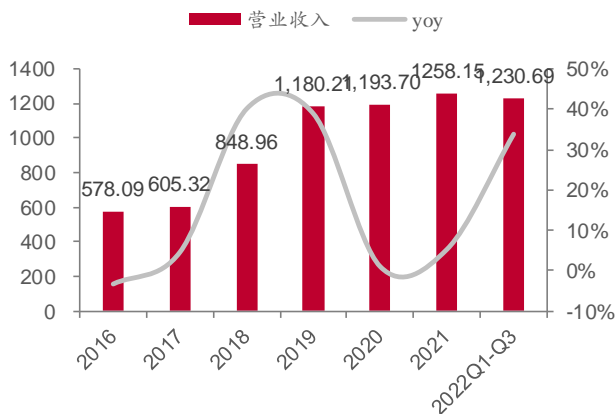
- 1 美诺华 (603538.SH)-2021 年报 & 2022 年一季报点评: 新冠产业链带来 Q1 业绩爆发, CDMO、制剂、API 三轮驱动-20220425
- 2 美诺华(603538.SH)- 2021 年三季报点评: 业绩短期承压, CDMO、制剂放量值得期待-20211027
- 3 美诺华(603538.SH)- 2021 年中报点评: 业绩符合预期, CDMO、制剂持续放量-20210726

投资要点

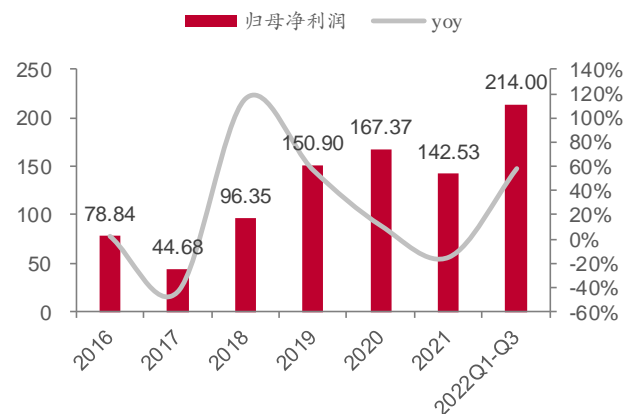
- **事件: 公司发布 2022 年三季报, 前三季度实现营收 12.31 亿元, 同比增长 33.96%; 归母净利润 2.14 亿元, 同比增长 58.06%; 扣非净利润 2.12 亿元, 同比增长 85.12%。**
- **CDMO、制剂带动快速增长, 战略转型加速。**2022 年前三季度, 公司营收、净利润均保持快速增长, 利润端增速快于收入端, 我们预计主要由于: 1) 高毛利的 CDMO、制剂业务快速增长、收入占比持续提升; 2) 公司增加宣城美诺华 49% 的少数股权收购后, 对归母净利润产生了正面效应。前三季度公司毛利率 40.85% (同比+3.93pp, 下同)。单季度看, 22Q3 实现收入 3.33 亿元 (+46.82%), 归母净利润 2934 万元 (+54.11%), 扣非净利润 4070 万元 (+148.05%)。
- **5.13 亿元出售燎原药业股权, 产能结构进一步优化。**公司公告与江西济民可信医药产业投资有限公司签订股权转让协议, 拟将持有的燎原药业全部股权转让给济民可信投资, 交易对价 5.13 亿元, 预计增加归母净利润 1.73 亿元。济民可信集团目前拥有 20 多款在研 1 类新药, 有较大 CDMO 产能需求, 通过本次合作, 公司将成为其创新药 CDMO 领域重要合作伙伴, 同时也使公司进一步优化产能结构, 加速战略升级转型。
- **毛利率持续提升, 三项费用率略微下降。**2022 年前三季度公司毛利率 40.85% (+3.93pp), 预计主要由于高毛利的 CDMO、制剂业务快速增长以及部分产品放量后规模效应显著, 其中 22Q3 毛利率 37.07% (+0.61pp), 保持稳定; 销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 2.09%、11.44%、0.40%, 同比变动-0.12pp、-0.71pp、-0.93pp, 三项费用率略微下降, 主要因为收入快速增长所致。
- **CDMO、制剂持续发力, 原料药品种、客户不断丰富。**1) **CDMO 业务加速布局, 构筑未来业绩增长点。**公司与默沙东在宠物药、兽药、动物保健领域签订十年期 CDMO 战略合作协议, 2022 年中报披露, 第一期 9 个项目均已开展不同阶段工作, 即将商业化。同时, 公司积极布局小核酸 CDMO 业务, 为国内外主流核酸检测和基因测序等产品提供原料, 构筑新增长点; 收购宣城美诺华 49% 股权, 进一步完善了 CDMO 软硬件实力。2) **制剂业务积极落实“技术转移+自主申报+国内 MAH 合作”战略, 集采品种持续放量, 多个自研及合作制剂品种有望陆续获批上市, 提前布局专利到期“重磅药物”; 制剂转型取得阶段性成果。**2022H1, 公司培哌普利叔丁胺片实现集采续签, 去年中标的普瑞巴林胶囊、氯沙坦钾片、阿托伐他汀钙片、赖诺普利片正常发货。自研及合作品种方面, 目前公司已有 10 个制剂产品国内上市, 8 个产品在 CDE 审评中, 富马酸丙酚替诺福韦片、恩格列净片、达格列净片等 5 个项目通过正式 BE, 3-5 个项目即将进入 BE, 另有 20 多个产品在研。专利到期药物方面目前已布局西格列汀二甲双胍片等多个产品。3) **原料药迎接新产能、新客户、新品种。**产能方面, 三大原料药生产基地扩建中, 合计增加约 2500 吨原料药及中间体产能, 奠定未来增长基础。宣城美诺华已经进入放量阶段。客户方面, 在大客户 KRKA 的基础上, 不断开拓新客户、新市场。产品方面, 公司已实现国际、国内商业化品种超过 20 个, 聚焦核心治疗领域。
- **盈利预测与投资建议:**根据三季报, 考虑疫情扰动, 我们调整盈利预测, 预计公司 2022-2024 年收入 16.95、20.37、24.51 亿元 (调整前 16.95、21.45、25.90 亿元), 同比增长 34.7%、20.2%、20.3%; 归母净利润 2.80、3.36、4.38 亿元 (调整前 2.80、3.65、4.76 亿元), 同比增长 96.6%、20.0%、30.2%。目前公司股价对应 22-24 年 2.5/21/16 倍 PE, 考虑公司处于原料药扩展升级和制剂、CDMO 加速转型阶段, 维持“买入”评级。
- **风险提示事件: 环保风险、质量风险、原料药及中间体价格波动的风险、产品研发不达预期的风险、公开资料信息滞后或更新不及时风险。**

图表 1: 2022Q1-Q3 主要财务数据变化 (单位: 百万元, %)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: 美诺华营收 (百万元, %)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

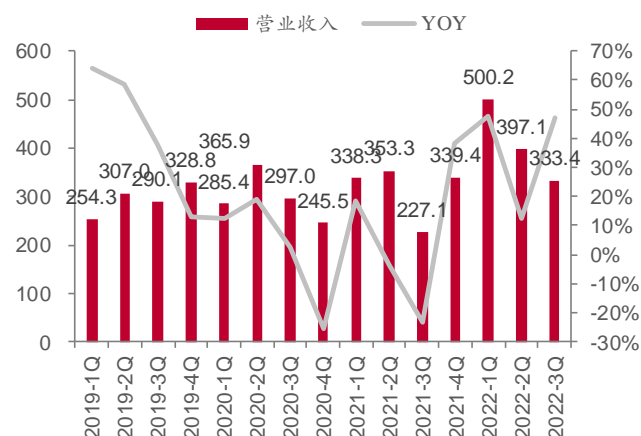
图表 3: 美诺华归母净利润 (百万元, %)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

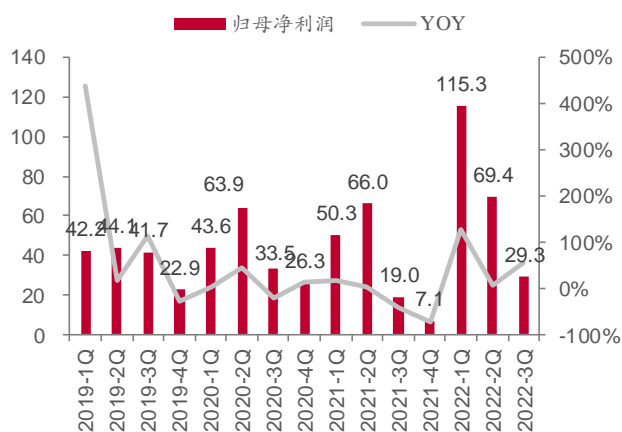
图表 4: 分季度财务数据 (单位: 百万元)

项目	2019-1Q	2019-2Q	2019-3Q	2019-4Q	2020-1Q	2020-2Q	2020-3Q	2020-4Q	2021-1Q	2021-2Q	2021-3Q	2021-4Q	2022-1Q	2022-2Q	2022-3Q
营业收入	254.31	307.03	290.07	328.80	285.36	365.85	297.02	245.46	338.29	353.34	227.07	339.44	500.21	397.10	333.38
营业收入同比	64.38%	58.86%	37.75%	13.22%	12.21%	19.16%	2.40%	-25.35%	18.55%	-3.42%	-23.55%	38.29%	47.86%	12.38%	46.82%
营业收入环比	-12.43%	20.73%	-5.53%	13.35%	-13.21%	28.21%	-18.81%	-17.36%	37.82%	4.45%	-35.74%	49.49%	47.36%	-20.61%	-16.05%
营业成本	157.62	199.47	175.95	194.58	185.05	216.13	188.49	168.90	219.96	215.23	144.27	209.47	297.67	220.45	209.79
毛利率	38.02%	35.03%	39.34%	40.82%	35.15%	40.92%	36.54%	31.19%	34.98%	39.09%	36.46%	38.29%	40.49%	44.49%	37.07%
销售费用	4.68	5.23	4.34	7.09	5.43	5.28	4.64	-1.01	4.84	8.55	6.94	8.96	6.89	7.72	11.15
管理费用	26.28	30.90	35.16	70.61	30.64	44.61	38.95	43.35	37.37	37.51	36.82	56.13	44.58	47.51	48.76
研发费用	8.83	11.09	12.24	20.80	8.15	13.86	13.18	26.87	13.21	12.75	24.11	38.24	8.53	35.58	26.92
财务费用	9.14	2.86	2.55	5.00	1.53	5.21	15.00	13.05	4.73	6.45	1.01	10.09	4.61	1.02	-0.70
营业利润	53.43	60.38	56.61	19.32	54.97	83.07	45.21	32.29	62.68	84.41	21.82	18.99	143.53	101.14	29.32
利润总额	55.56	56.88	54.96	19.84	54.53	82.27	44.84	33.03	62.28	84.05	21.18	12.79	143.60	100.74	23.80
所得税	8.98	9.85	9.17	-1.55	8.11	13.59	8.74	11.17	8.43	11.71	-0.27	2.35	16.79	22.00	-5.49
归母净利润	42.24	44.05	41.67	22.94	43.61	63.88	33.53	26.34	50.35	66.01	19.04	7.13	115.26	69.39	29.34
归母净利润同比	436.95%	18.49%	115.34%	-28.21%	3.25%	45.01%	-19.53%	14.85%	15.43%	3.33%	-43.22%	-72.92%	128.94%	5.13%	54.11%
净利率	16.61%	14.35%	14.37%	6.98%	15.28%	17.46%	11.29%	10.73%	14.88%	18.68%	8.39%	2.10%	23.04%	17.48%	8.80%
扣非归母净利润	37.06	41.15	40.53	21.54	40.48	57.74	29.79	-47.48	44.86	53.12	16.41	11.61	108.89	62.16	40.70
扣非归母净利润同比	433.91%	242.01%	177.73%	-17.94%	9.25%	40.30%	-26.51%	-320.44%	10.81%	-8.00%	-44.91%	-124.45%	142.75%	17.02%	148.05%

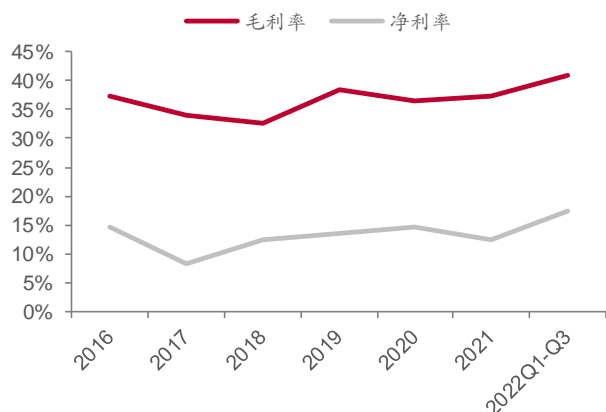
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 5: 分季度营收 (单位: 百万元, %)


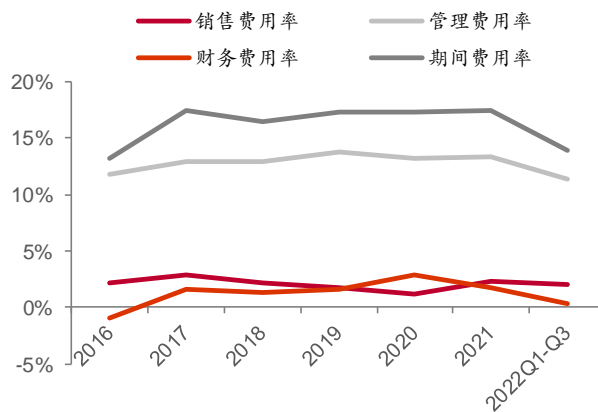
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 6: 分季度归母净利润 (单位: 百万元, %)


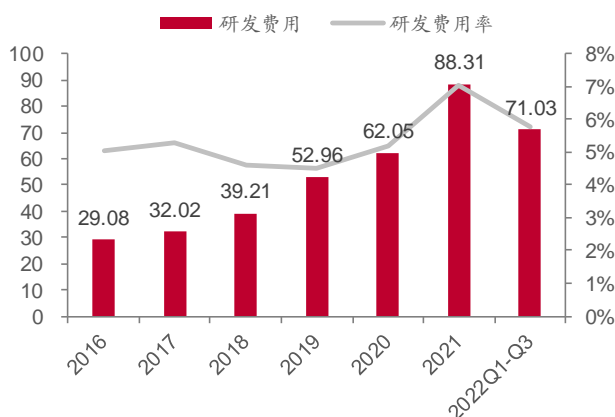
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 7: 公司毛利率和净利率情况


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 8: 公司期间费用率情况


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 9: 公司研发费用率 (百万元, %)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 10: 美诺华财务报表预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,702.40	1,727.08	2,056.83	2,803.40	营业收入	1,258.15	1,694.96	2,037.38	2,450.80
现金	421.79	346.78	470.16	988.39	营业成本	788.93	1,076.30	1,222.43	1,421.47
应收账款	210.19	258.82	314.23	381.98	营业税金及附加	11.49	16.54	19.81	23.62
其他应收款	16.53	46.27	55.56	61.10	营业费用	29.29	23.35	47.43	58.82
预付账款	26.91	24.55	30.16	36.42	管理费用	167.83	151.07	187.85	232.83
存货	579.69	708.86	823.60	964.87	财务费用	22.28	39.91	23.00	-0.27
其他流动资产	447.29	341.80	363.12	370.63	资产减值损失	0.30	-28.22	0.00	0.00
非流动资产	2,299.10	2,186.41	2,070.48	1,899.94	公允价值变动收益	-5.23	30.26	29.88	24.16
长期投资	319.59	273.31	288.78	288.76	投资净收益	27.61	17.59	19.33	20.13
固定资产	848.42	1,113.07	1,166.99	1,115.54	营业利润	187.91	348.07	426.21	550.78
无形资产	181.92	176.23	168.08	157.27	营业外收入	1.05	2.60	2.10	2.09
其他非流动资产	949.17	623.80	446.63	338.37	营业外支出	8.67	7.10	7.03	7.33
资产总计	4,001.50	3,913.49	4,127.30	4,703.34	利润总额	180.29	343.57	421.29	545.54
流动负债	1,146.82	1,007.40	837.83	948.15	所得税	22.22	42.35	58.10	71.24
短期借款	425.87	267.40	0.00	0.00	净利润	158.07	301.23	363.19	474.31
应付账款	283.85	357.61	417.64	485.49	少数股东损益	15.54	21.01	26.94	36.40
其他流动负债	437.11	382.39	420.19	462.66	归属母公司净利润	142.53	280.21	336.25	437.90
非流动负债	876.17	616.45	662.99	687.76	EBITDA	313.95	501.99	591.07	706.06
长期借款	303.00	303.00	303.00	303.00	EPS (元)	0.94	1.03	1.23	1.60
其他非流动负债	573.17	313.45	359.99	384.76	主要财务比率				
负债合计	2,022.99	1,623.85	1,500.82	1,635.90	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	227.02	248.03	274.97	311.37	成长能力				
股本	151.32	273.06	273.06	273.06	营业收入	5.4%	34.7%	20.2%	20.3%
资本公积	587.21	527.14	527.14	527.14	营业利润	-8.7%	85.2%	22.4%	29.2%
留存收益	962.13	1,212.31	1,513.94	1,907.45	归属于母公司净利润	-8.6%	96.6%	20.0%	30.2%
归属母公司股东权益	1,751.48	2,041.61	2,351.51	2,756.07	获利能力				
负债和股东权益	4,001.50	3,913.49	4,127.30	4,703.34	毛利率(%)	37.3%	36.5%	40.0%	42.0%
现金流量表					净利率(%)	11.3%	16.5%	16.5%	17.9%
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	ROE(%)	8.1%	13.7%	14.3%	15.9%
经营活动现金流	220.63	119.42	394.54	500.63	ROIC(%)	8.7%	15.4%	18.0%	22.7%
净利润	158.07	301.23	363.19	474.31	偿债能力				
折旧摊销	103.76	114.01	141.86	155.56	资产负债率(%)	50.6%	41.5%	36.4%	34.8%
财务费用	22.28	39.91	23.00	-0.27	净负债比率(%)	39.94%	38.97%	24.54%	22.60%
投资损失	-27.61	-17.59	-19.33	-20.13	流动比率	1.48	1.71	2.45	2.96
营运资金变动	-41.18	-207.07	-100.49	-120.22	速动比率	0.95	0.97	1.41	1.88
其他经营现金流	5.30	-111.07	-13.68	11.38	营运能力				
投资活动现金流	-603.25	222.72	7.34	31.68	总资产周转率	0.35	0.43	0.51	0.56
资本支出	529.89	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	6	7	7	7
长期投资	90.25	-57.22	17.29	0.89	应付账款周转率	2.94	3.36	3.15	3.15
其他投资现金流	16.89	165.50	24.63	32.57	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	583.15	-417.15	-278.50	-14.09	每股收益(最新摊薄)	0.52	1.03	1.23	1.60
短期借款	-219.00	-158.47	-267.40	0.00	每股经营现金流(最新摊薄)	0.81	0.44	1.44	1.83
长期借款	194.49	0.00	0.00	0.00	每股净资产(最新摊薄)	6.41	7.48	8.61	10.09
普通股增加	1.71	121.74	0.00	0.00	估值比率				
资本公积增加	-17.17	-60.07	0.00	0.00	P/E	48.80	24.82	20.68	15.88
其他筹资现金流	623.12	-320.35	-11.10	-14.09	P/B	3.97	3.41	2.96	2.52
现金净增加额	198.23	-75.01	123.38	518.23	EV/EBITDA	18	11	10	8

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的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, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。