

2022年02月08日

证券研究报告·2021年业绩预告点评

溢多利(300381) 医药生物

持有(下调)

当前价: 11.07元

目标价: 11元(6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 短期业绩承压，专注生物农牧长期向好

### 投资要点

- **事件:** 1) 公司发布2021年业绩预告, 预计亏损0.9-1.1亿元; 2) 公司拟出售生物医药业务相关的全部资产, 即现金出售持有的新合新、科益新和利华制药三个标的公司全部股权, 三者交易作价分别为8.2亿元、0.5亿元、4.3亿元。
- **业绩点评:** 公司盈利水平不及预期主要原因系: 1) 子公司鸿鹰生物因主要原材料以及能源价格上涨, 业务拓展受阻, 出现经营亏损, 故计提商誉减值损失7559.4万元, 且过往生产维生素B12产品价格下降, 计提相应资产减值损失; 2) 应环保要求进行设施升级改造以及拉闸限电的影响, 医药板块产品产量减少, 销售收入下降, 业绩下滑; 3) 生物酶制剂板块因玉米淀粉、甲醇等原材料涨价以及电、汽动力成本上涨而出现毛利下降的情况。
- **事件点评:** 此次出售新合新、科益新和利华制药三个标的公司全部股权公司将获得13亿现金, 此外新合新、科益新和利华制药尚欠公司4.8亿元、3亿元、1亿元, 共计约8.8亿元债务将按协议约定得到清偿。回收现金可偿还上市公司债务, 优化资产结构, 改善资产负债率。另一部分可用于生物酶制剂以及饲料添加剂产业规模化发展, 未来公司将坚持立足于大健康领域, 聚焦生物农牧, 以客户价值为导向致力成为全球生物酶制剂市场标杆企业。
- **饲用酶制剂龙头未来长期有望受益于下游需求增长。** 2021年上半年公司营收中酶制剂整体占3亿元, 而酶制剂业务中又以饲用酶制剂为核心产品, 具体包括植酸酶、木聚糖酶等, 饲料价格多次上调, 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。另一方面公司是目前国内唯一的博落回散生产销售企业, 替抗产品优势明显。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, 博普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。除品种替抗产品外, 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。** 基于市场需求以及原材料成本变化, 参考公司业绩预告, 对盈利预测进行调整, 预计2022-2023年EPS分别为0.17元、0.23元, 对应PE分别为66/49倍, 调整至“持有”评级。
- **风险提示:** 下游对博落回需求增长不及预期、酶制剂产品销量不及预期。

| 指标/年度         | 2020A   | 2021E    | 2022E   | 2023E   |
|---------------|---------|----------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)     | 1914.76 | 1770.94  | 1106.66 | 1392.81 |
| 增长率           | -6.51%  | -7.51%   | -37.51% | 25.86%  |
| 归属母公司净利润(百万元) | 161.71  | -100.88  | 82.37   | 111.68  |
| 增长率           | 26.81%  | -162.38% | 181.65% | 35.58%  |
| 每股收益EPS(元)    | 0.33    | -0.21    | 0.17    | 0.23    |
| 净资产收益率ROE     | 6.20%   | -4.08%   | 3.20%   | 4.18%   |
| PE            | 34      | -53.8    | 65.9    | 48.6    |
| PB            | 1.82    | 1.91     | 1.85    | 1.79    |

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

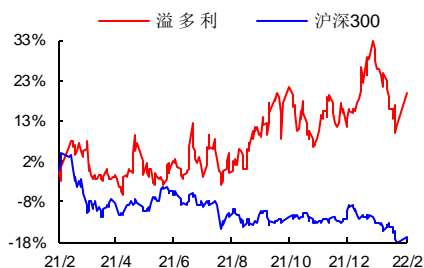
邮箱: xuq@swsc.com.cn

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) | 8.74-12.3 |
| 总市值(亿元)     | 54.25     |
| 总资产(亿元)     | 46.05     |
| 每股净资产(元)    | 6.07      |

### 相关研究

1. 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)
2. 溢多利(300381): 提升替抗市场竞争力, 发挥酶制剂龙头优势 (2021-04-28)
3. 溢多利(300381): 业绩平稳过渡, 有望高速增长 (2021-04-25)
4. 溢多利(300381): 饲用酶制剂需求提升, 替抗产品把握时势 (2021-03-11)

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 盈利预测

假设 1: 酶制剂板块, 考虑到原材料价格上涨以及能源限制等因素未来将有效缓解, 毛利水平或将提升, 综合对于下游养殖端盈利情况的判断, 2021-2023 年销量增速分别为 10%/30%/30%, 对应毛利率分别为 35%/40%/41%。

假设 2: 考虑到下游养殖情况, 功能性饲料添加剂中博落回的相关产品市场需求增速放缓, 预计 2021-2023 年销量增速分别为 8%/10%/20%, 因未来原材料成本方面未来将得到改善, 相应毛利率为 42%/43%/45%。

假设 3: 因考虑到公司将生物医药业务出售, 2022-2023 年将不再产生收入及利润。

基于以上假设, 我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表:

**表 1: 分业务收入及毛利率**

| 单位: 百万元 |     | 2020A   | 2021E  | 2022E   | 2023E  |
|---------|-----|---------|--------|---------|--------|
| 甾体激素原料药 | 收入  | 1087.21 | 869.8  | 0.0     | 0.0    |
|         | 增速  | -9.9%   | -20.0% | -100.0% | 0.0%   |
|         | 毛利率 | 23.5%   | 21.0%  | 0.0%    | 0.0%   |
| 酶制剂     | 收入  | 555.66  | 611.2  | 794.6   | 1033.0 |
|         | 增速  | 9.0%    | 10.0%  | 30.0%   | 30.0%  |
|         | 毛利率 | 54.9%   | 35.0%  | 40.0%   | 41.0%  |
| 饲料添加剂   | 收入  | 197.8   | 213.6  | 235.0   | 282.0  |
|         | 增速  | 72.7%   | 8.0%   | 10.0%   | 20.0%  |
|         | 毛利率 | 73.4%   | 42.0%  | 43.0%   | 45.0%  |
| 合计      | 收入  | 1914.8  | 1770.9 | 1106.7  | 1392.8 |
|         | 增速  | -6.5%   | -7.5%  | -37.5%  | 25.9%  |
|         | 毛利率 | 38.6%   | 27.9%  | 38.5%   | 40.1%  |

数据来源: Wind, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

| 利润表 (百万元)     | 2020A          | 2021E          | 2022E          | 2023E          | 现金流量表 (百万元)       | 2020A          | 2021E         | 2022E          | 2023E         |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|----------------|---------------|----------------|---------------|
| 营业收入          | 1914.76        | 1770.94        | 1106.66        | 1392.81        | 净利润               | 202.34         | -126.23       | 103.06         | 139.74        |
| 营业成本          | 1176.44        | 1277.01        | 680.08         | 834.62         | 折旧与摊销             | 156.95         | 110.69        | 110.69         | 110.69        |
| 营业税金及附加       | 21.93          | 19.43          | 11.97          | 15.43          | 财务费用              | 57.97          | 39.54         | 28.31          | 14.45         |
| 销售费用          | 144.22         | 177.09         | 110.67         | 153.21         | 资产减值损失            | -12.00         | 140.00        | 10.00          | 10.00         |
| 管理费用          | 184.71         | 283.35         | 166.00         | 222.85         | 经营营运资本变动          | -30.89         | 32.94         | 533.78         | -185.80       |
| 财务费用          | 57.97          | 39.54          | 28.31          | 14.45          | 其他                | 29.36          | -143.89       | -8.05          | -10.97        |
| 资产减值损失        | -12.00         | 140.00         | 10.00          | 10.00          | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>403.73</b>  | <b>53.06</b>  | <b>777.79</b>  | <b>78.10</b>  |
| 投资收益          | 9.43           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 资本支出              | -75.79         | 0.00          | 0.00           | 0.00          |
| 公允价值变动损益      | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 其他                | -235.58        | 0.00          | 0.00           | 0.00          |
| 其他经营损益        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-311.37</b> | <b>0.00</b>   | <b>0.00</b>    | <b>0.00</b>   |
| <b>营业利润</b>   | <b>241.22</b>  | <b>-165.48</b> | <b>99.64</b>   | <b>142.25</b>  | 短期借款              | 134.88         | 269.32        | -905.21        | 0.00          |
| 其他非经营损益       | -9.25          | 20.00          | 18.00          | 18.00          | 长期借款              | -88.00         | 0.00          | 0.00           | 0.00          |
| <b>利润总额</b>   | <b>231.97</b>  | <b>-145.48</b> | <b>117.64</b>  | <b>160.25</b>  | 股权融资              | 433.12         | 0.00          | 0.00           | 0.00          |
| 所得税           | 29.64          | -19.25         | 14.58          | 20.51          | 支付股利              | -28.59         | -32.34        | 20.18          | -16.47        |
| 净利润           | 202.34         | -126.23        | 103.06         | 139.74         | 其他                | -456.21        | -61.86        | -28.31         | -14.45        |
| 少数股东损益        | 40.63          | -25.35         | 20.70          | 28.06          | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>-4.80</b>   | <b>175.13</b> | <b>-913.34</b> | <b>-30.93</b> |
| 归属母公司股东净利润    | 161.71         | -100.88        | 82.37          | 111.68         | <b>现金流量净额</b>     | <b>88.11</b>   | <b>228.19</b> | <b>-135.55</b> | <b>47.18</b>  |
|               |                |                |                |                |                   |                |               |                |               |
| 资产负债表 (百万元)   | 2020A          | 2021E          | 2022E          | 2023E          | 财务分析指标            | 2020A          | 2021E         | 2022E          | 2023E         |
| 货币资金          | 303.10         | 531.28         | 395.73         | 442.91         | <b>成长能力</b>       |                |               |                |               |
| 应收和预付款项       | 661.74         | 573.99         | 360.79         | 461.32         | 销售收入增长率           | -6.51%         | -7.51%        | -37.51%        | 25.86%        |
| 存货            | 1049.51        | 1144.51        | 601.76         | 742.74         | 营业利润增长率           | 25.19%         | -168.60%      | 160.21%        | 42.76%        |
| 其他流动资产        | 68.69          | 63.53          | 39.70          | 49.97          | 净利润增长率            | 18.71%         | -162.38%      | 181.65%        | 35.58%        |
| 长期股权投资        | 20.55          | 20.55          | 20.55          | 20.55          | EBITDA 增长率        | 9.96%          | -103.34%      | 1665.33%       | 12.05%        |
| 投资性房地产        | 5.83           | 5.83           | 5.83           | 5.83           | <b>获利能力</b>       |                |               |                |               |
| 固定资产和在建工程     | 1602.00        | 1508.45        | 1414.90        | 1321.36        | 毛利率               | 38.56%         | 27.89%        | 38.55%         | 40.08%        |
| 无形资产和开发支出     | 858.78         | 843.58         | 828.37         | 813.17         | 三费率               | 20.21%         | 28.23%        | 27.56%         | 28.04%        |
| 其他非流动资产       | 102.03         | 100.09         | 98.15          | 96.20          | 净利率               | 10.57%         | -7.13%        | 9.31%          | 10.03%        |
| <b>资产总计</b>   | <b>4672.23</b> | <b>4791.81</b> | <b>3765.79</b> | <b>3954.05</b> | ROE               | 6.20%          | -4.08%        | 3.20%          | 4.18%         |
| 短期借款          | 635.88         | 905.21         | 0.00           | 0.00           | ROA               | 4.33%          | -2.63%        | 2.74%          | 3.53%         |
| 应付和预收款项       | 428.35         | 458.72         | 246.43         | 303.21         | ROIC              | 6.29%          | -2.66%        | 3.12%          | 4.20%         |
| 长期借款          | 71.00          | 71.00          | 71.00          | 71.00          | EBITDA/销售收入       | 23.82%         | -0.86%        | 21.56%         | 19.20%        |
| 其他负债          | 274.07         | 261.19         | 229.43         | 237.65         | <b>营运能力</b>       |                |               |                |               |
| <b>负债合计</b>   | <b>1409.30</b> | <b>1696.12</b> | <b>546.87</b>  | <b>611.86</b>  | 总资产周转率            | 0.42           | 0.37          | 0.26           | 0.36          |
| 股本            | 490.06         | 490.06         | 490.06         | 490.06         | 固定资产周转率           | 1.46           | 1.43          | 0.97           | 1.32          |
| 资本公积          | 1641.68        | 1641.68        | 1641.68        | 1641.68        | 应收账款周转率           | 3.32           | 3.25          | 2.69           | 3.83          |
| 留存收益          | 837.68         | 704.46         | 807.01         | 902.21         | 存货周转率             | 1.10           | 1.15          | 0.77           | 1.22          |
| 归属母公司股东权益     | 2978.09        | 2836.20        | 2938.75        | 3033.95        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 94.11%         | —             | —              | —             |
| 少数股东权益        | 284.83         | 259.48         | 280.18         | 308.24         | <b>资本结构</b>       |                |               |                |               |
| <b>股东权益合计</b> | <b>3262.92</b> | <b>3095.69</b> | <b>3218.93</b> | <b>3342.19</b> | 资产负债率             | 30.16%         | 35.40%        | 14.52%         | 15.47%        |
| 负债和股东权益合计     | 4672.23        | 4791.81        | 3765.79        | 3954.05        | 带息债务/总负债          | 53.57%         | 60.39%        | 21.77%         | 19.46%        |
|               |                |                |                |                | 流动比率              | 1.82           | 1.62          | 4.95           | 4.88          |
|               |                |                |                |                | 速动比率              | 0.90           | 0.82          | 2.82           | 2.74          |
|               |                |                |                |                | 股利支付率             | 17.68%         | -32.06%       | -24.49%        | 14.75%        |
|               |                |                |                |                | <b>每股指标</b>       |                |               |                |               |
|               |                |                |                |                | 每股收益              | 0.33           | -0.21         | 0.17           | 0.23          |
|               |                |                |                |                | 每股净资产             | 6.08           | 5.79          | 6.00           | 6.19          |
|               |                |                |                |                | 每股经营现金            | 0.82           | 0.11          | 1.59           | 0.16          |
|               |                |                |                |                | 每股股利              | 0.06           | 0.07          | -0.04          | 0.03          |
|               |                |                |                |                |                   |                |               |                |               |
| 业绩和估值指标       | 2020A          | 2021E          | 2022E          | 2023E          |                   |                |               |                |               |
| EBITDA        | 456.14         | -15.25         | 238.64         | 267.39         |                   |                |               |                |               |
| PE            | 33.55          | -53.78         | 65.86          | 48.58          |                   |                |               |                |               |
| PB            | 1.82           | 1.91           | 1.85           | 1.79           |                   |                |               |                |               |
| PS            | 2.83           | 3.06           | 4.90           | 3.90           |                   |                |               |                |               |
| EV/EBITDA     | 12.69          | -381.61        | 21.15          | 18.70          |                   |                |               |                |               |
| 股息率           | 0.53%          | 0.60%          | —              | 0.30%          |                   |                |               |                |               |

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 |
| 行业评级 | 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下       |
|      | 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：北京市西城区南礼士路66号建威大厦1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼

邮编：400023

### 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

## 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 | 地区销售总监  | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn      |
|    | 张方毅 | 高级销售经理  | 021-68413959 | 15821376156 | zfy@swsc.com.cn      |
|    | 黄滢  | 销售经理    | 18818215593  | 18818215593 | hying@swsc.com.cn    |
|    | 蒋俊洲 | 销售经理    | 18516516105  | 18516516105 | jiangjz@swsc.com.cn  |
|    | 崔露文 | 销售经理    | 15642960315  | 15642960315 | clw@swsc.com.cn      |
|    | 陈慧琳 | 销售经理    | 18523487775  | 18523487775 | chhl@swsc.com.cn     |
|    | 王昕宇 | 销售经理    | 17751018376  | 17751018376 | wangxy@swsc.com.cn   |
| 北京 | 李杨  | 地区销售总监  | 18601139362  | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn     |
|    | 张岚  | 地区销售副总监 | 18601241803  | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
|    | 陈含月 | 销售经理    | 13021201616  | 13021201616 | chhy@swsc.com.cn     |
|    | 王兴  | 销售经理    | 13167383522  | 13167383522 | wxing@swsc.com.cn    |
|    | 来趣儿 | 销售经理    | 15609289380  | 15609289380 | lqe@swsc.com.cn      |
| 广深 | 郑龔  | 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      |