

美诺华

603538

审慎增持 (维持)

业绩符合预期，产业链一体化优势逐步释放

2020年08月03日

市场数据

市场数据日期	2020-08-02
收盘价(元)	45.73
总股本(百万股)	149.68
流通股本(百万股)	146.02
总市值(百万元)	6844.96
流通市值(百万元)	6677.46
净资产(百万元)	1474.17
总资产(百万元)	2801.98
每股净资产	9.85

主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1180	1515	1982	2536
同比增长(%)	39.0%	28.4%	30.9%	27.9%
净利润(百万元)	151	198	263	347
同比增长(%)	56.6%	31.1%	32.8%	31.9%
毛利率(%)	38.3%	38.4%	37.7%	38.1%
净利润率(%)	12.8%	13.1%	13.3%	13.7%
每股收益(元)	1.01	1.32	1.76	2.32
每股经营现金流(元)	1.20	4.05	1.97	2.65
市盈率	45.36	34.60	26.05	19.74

相关报告

《美诺华(603538)2019年报及2020年一季报点评:原料药业务快速增长,制剂战略稳步推进》2020-04-21

《美诺华(603538)年报点评:业绩高速增长,看好原料药制剂一体化战略》2019-04-24

《国际化的特色原料药企业》2017-03-27

分析师:

徐佳熹

xujiaxi@xyzq.com.cn

S0190513080003

研究助理:

王楠

wangnan20@xyzq.com.cn

投资要点

- 2020年7月31日,美诺华发布2020年中报,报告期内公司实现营业收入6.51亿元,同比增长16.01%;归属于上市公司股东的净利润1.07亿元,同比增长24.57%;扣非后归母净利润0.98亿元,同比增长25.59%。Q2实现营业收入3.6亿元,同比增长19.16%;归属于上市公司股东的净利润0.64亿元,同比增长45.01%;扣非后归母净利润0.58亿元,同比增长40.30%。
- **盈利预测:**公司专注于国际规范市场的特色原料药的研发、生产与销售的公司,是国内出口欧洲特色原料药品种最多的企业之一。凭借“产能+品种”扩张和客户结构优化,原料药业务将继续保持原料药业务的快速增长,同时制剂一体化战略稳步推进也将带来新的增长引擎,公司中长期业绩有望持续向好,估值水平有望提升。我们更新盈利预测,预计公司2020-2022年EPS分别1.32元、1.76元、2.32元,对应2020年8月2日的市盈率分别为34.60X、26.05X、19.74X,继续维持“审慎增持”评级。

风险提示:产品质量控制风险;汇兑损益风险;市场竞争风险;环保风险

报告正文

事件

- 2020年7月31日,美诺华发布2020年中报,报告期内公司实现营业收入6.51亿元,同比增长16.01%;归属于上市公司股东的净利润1.07亿元,同比增长24.57%;扣非后归母净利润0.98亿元,同比增长25.59%。Q2实现营业收入3.6亿元,同比增长19.16%;归属于上市公司股东的净利润0.64亿元,同比增长45.01%;扣非后归母净利润0.58亿元。同比增长40.30%。

点评

- **整体业绩符合预期, Q2 营收稳步增长。**一季度受疫情影响,业绩有所放缓,二季度公司利用自身资源优势及管理、技术、创新等综合能力的积累,有效削弱了疫情带来的负面影响,并抓住市场紧缺的机遇,促进主要产品销量的稳步增长。Q2实现营业收入3.66亿元,同比增长19.16%;实现归母净利润0.64亿元,同比增长45.01%;毛利率为40.98%,同比增长5.8%,主要源于公司产能提升带来的规模化效应及供应端源头成本控制的加强。
- **“产能+品种”扩张驱动原料药业务快速增长。**公司的营业收入主要来源于中间体及原料药,2020H1 中间体及原料药实现营业收入约5.79亿元,占总营收比例达到89%。公司现有中间体、原料药商业化产品主要覆盖心血管、中枢神经、胃肠道、内分泌、抗病毒等多个治疗领域,多个拳头产品在欧洲市场占有领先市场份额,缬沙坦、氯吡格雷、瑞舒伐他汀钙等产品在多个市场的销量有较大幅度的增加:

(1) 产能: 新产能投入运营,持续构建规模化能力。2019年投入运营的“宣城美诺华1600吨原料药一期项目”顺利运营,规模化效应初显。报告期内,安徽美诺华“年产400吨原料药技改项目”一期技改项目完成装备工艺流程设计和关键装备的定制采购,进入安装阶段;浙江美诺华“年产520吨医药原料药(东扩)”一期项目正在进行设备采购及安装调试;燎原技改项目三废相关设备已投入使用,其他配套工程尚在继续。

(2) 客户: 积极拓展新客户市新场,客户服务能力持续加强。2020年公司多次接受国内外客户审计,新增欧美、日韩、中东等国家地区的客户40余家,境内外客户数持续攀升。同时由于印度疫情,部分欧洲客户订单转移至国内,客户结构有望进一步优化。

(3) 品种: 产品品类丰富,加速推进研发注册计划。报告期内,米氮平原料药获得台湾DMF核准函,多个新品种研发和工艺优化研发项目稳步推进,多个项目已向EDQM递交CEP注册申请。主要涉及中枢神经类、内分泌类、心血管类、抗病毒类等治疗领域。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- **制剂战略加速推进，一体化效果初步呈现。**公司制剂业务正逐步体现公司中间体-原料药-制剂的一体化优势，以慢病领域为核心的产品组合，通过与科尔康美诺华合作进行产品的中欧申报，资源整合和产业升级成果快速体现：

(1) **积极布局特色品种，强化公司制剂市场竞争力。**报告期内，公司与合资公司联合递交注册申请品种 3 项，共计 7 个品种等待审评审批，部分品种进入国内优先审评通道，另有多个项目正在进行药物研发。在第一阶段以现有原料药为基础的“慢病组合”为主的基础上，第二阶段发展目标为差异化布局高端制剂。公司拟发行可转换债券 5.2 亿元以建设高端制剂项目已获受理，在优化产品结构的同时，拓展抗肿瘤药物市场客户，打开国内市场。

(2) **现有制剂产能利用率显著提升。**报告期内，公司制剂产能利用率不断提升，制剂产量较去年同期增长 144%，募投项目“年产 30 亿片（粒）出口固体制剂建设项目”建设也正在稳步推进。同时，公司高端制剂项目建成后预计产品总年生产能力达到约 3100 万支。

- **合同定制生产业务（CDMO/CMO）迎来新发展机遇。**报告期内，公司共与 15 家国内外优秀医药企业合作，临床阶段和转移验证阶段产品约 20 余项，共实现合同定制业务销售收入近 5,000 万元，预计于 2021 年完成 1 亿元以上的订单，另有多个项目正在洽谈中。
- **基于整体发展考虑，放弃优先受让权。**公司控股子公司宣城美诺华另一股东先声制药拟将其持有的宣城美诺华 49% 股权转让给公司关联方美诺华锐合基金，公司出于对发展和收益的考虑，拟放弃宣城美诺华对应部分股权转让的优先受让权。公司将与先声制药将继续发挥各自优势资源，保持长期稳定的业务合作关系。
- **销售费用相对平稳，管理费用增加系股权激励。**公司销售费用同比增长 8.12%，费用增长的主要原因在于销售收入增长所带来的变动性费用增加；公司管理费用同比增长 31.62%，管理费用增长的主要原因在于限制性股权激励费用分摊、安全环保费用和管理人员人力成本增加；公司财务费用同比下降 43.85%，费用增加的主要原因是美元汇率上升带来汇兑收益和借款利率下降带来利息支出减少的共同作用。
- **盈利预测：**公司专注于国际规范市场的特色原料药的研发、生产与销售的公司，是国内出口欧洲特色原料药品种最多的企业之一。凭借“产能+品种”扩张和客户结构优化，原料药业务将继续保持原料药业务的快速增长，同时制剂一体化战略稳步推进也将带来新的增长引擎，公司中长期业绩有望持续向好，估值水平有望提升。我们更新盈利预测，预计公司 2020-2022 年 EPS 分别 1.32 元、1.76 元、2.32 元，对应 2020 年 8 月 2 日的市盈率分别为 34.60 X、

26.05 X、19.74 X，继续维持“审慎增持”评级。

- **风险提示：**产品质量控制风险；汇兑损益风险；市场竞争风险；环保风险

附表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1136	958	1185	1576
货币资金	342	476	587	854
交易性金融资产	101	0	0	0
应收账款	176	207	244	288
其他应收款	16	21	27	35
存货	400	243	309	378
非流动资产	1478	1393	1485	1515
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	134	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	658	873	1017	1081
在建工程	269	210	155	117
油气资产	0	0	0	0
无形资产	168	162	155	149
资产总计	2614	2351	2670	3091
流动负债	876	419	451	519
短期借款	429	0	0	0
应付票据	129	166	219	278
应付账款	180	120	120	120
其他	138	133	112	121
非流动负债	169	146	161	159
长期借款	123	123	123	123
其他	46	22	38	35
负债合计	1045	565	612	678
股本	150	150	150	150
资本公积	552	552	552	552
未分配利润	668	834	1071	1383
少数股东权益	204	213	222	231
股东权益合计	1569	1786	2058	2413
负债及权益合计	2614	2351	2670	3091

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	151	198	263	347
折旧和摊销	65	81	98	110
资产减值准备	7	-4	5	5
无形资产摊销	7	7	7	7
公允价值变动损失	-1	0	0	0
财务费用	20	13	2	-1
投资损失	-7	0	0	0
少数股东损益	10	9	9	9
营运资金的变动	-33	-230	91	64
经营活动产生现金流量	169	606	294	397
投资活动产生现金流量	-250	4	-181	-131
融资活动产生现金流量	57	-476	-2	1
现金净变动	-24	134	111	267
现金的期初余额	370	342	476	587
现金的期末余额	346	476	587	854

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1180	1515	1982	2536
营业成本	728	934	1235	1569
营业税金及附加	11	23	40	51
销售费用	21	30	38	51
管理费用	163	224	282	363
财务费用	20	13	2	-1
资产减值损失	-12	45	63	82
公允价值变动	-1	0	0	0
投资收益	7	0	0	0
营业利润	190	246	323	422
营业外收入	7	4	5	5
营业外支出	9	7	8	8
利润总额	187	243	320	419
所得税	26	36	48	63
净利润	161	207	272	356
少数股东损益	10	9	9	9
归属母公司净利润	151	198	263	347
EPS(元)	1.01	1.32	1.76	2.32

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长性(%)				
营业收入增长率	39.0%	28.4%	30.9%	27.9%
营业利润增长率	68.6%	29.7%	31.3%	30.5%
净利润增长率	56.6%	31.1%	32.8%	31.9%
盈利能力(%)				
毛利率	38.3%	38.4%	37.7%	38.1%
净利率	12.8%	13.1%	13.3%	13.7%
ROE	11.1%	12.6%	14.3%	15.9%

资产负债率	40.0%	24.0%	22.9%	21.9%
流动比率	1.30	2.29	2.63	3.04
速动比率	0.82	1.68	1.92	2.28
营运能力(次)				
资产周转率	0.48	0.61	0.79	0.88
应收帐款周转率	6.83	7.52	8.34	9.04
每股资料(元)				
每股收益	1.01	1.32	1.76	2.32
每股经营现金	1.20	4.05	1.97	2.65
每股净资产	9.11	10.51	12.26	14.58
估值比率(倍)				
PE	45.36	34.60	26.05	19.74
PB	5.02	4.35	3.73	3.14

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址:上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址:北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址:深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编:200135	邮编:100033	邮编:518035
邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn