

# 业绩高速增长，小而美的制剂出口标的

2017年08月20日

强烈推荐/首次

普利制药

财报点评

## ——普利制药（300630）2017年中报点评

张金洋	分析师	执业证书编号：S1480516080001	
		zhangjy@dxzq.net.cn	010-66554035
缪牧一	联系人		
		miaomy@dxzq.net.cn	010-66554035

### 事件：

公司发布2017年半年报，H1实现营业收入1.30亿元，同比增长26.14%，实现归母净利润3122万元，同比增长38.16%，实现扣非后净利润3008万元，同比增长47.05%。

Q2单季来看，Q2实现营业收入8185万元，同比增长21.91%，实现归母净利润2087万元，同比增长45.49%，实现扣非后净利润1855万元。

### 公司分季度财务指标

指标	2016Q1	2016Q2	2017Q1	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
营业收入（百万元）	35.98	67.14	48.23	909.84	1061.15	1078.25	1160.35
增长率（%）	-	-	34.04%	34.67%	22.39%	29.36%	24.89%
毛利率（%）	73.40%	74.21%	76.40%	40.17%	39.83%	39.70%	39.93%
期间费用率（%）	45.30%	53.06%	51.55%	32.28%	32.16%	30.18%	29.47%
营业利润率（%）	27.35%	21.85%	23.90%	7.07%	7.91%	8.80%	9.57%
净利润（百万元）	8.26	14.34	10.35	48.14	65.80	70.19	86.67
增长率（%）	-	-	25.43%	27.20%	27.76%	32.32%	42.24%
每股盈利（季度，元）	0.09	0.16	0.08	0.13	0.18	0.19	0.24
资产负债率（%）	-	29.34%	16.98%	29.18%	29.51%	28.18%	28.12%
净资产收益率（%）	-	5.52%	1.61%	1.66%	2.21%	2.30%	2.87%
总资产收益率（%）	-	3.90%	1.34%	1.17%	1.56%	1.66%	2.06%

### 观点：

#### 1、业绩高速增长，国内业务表现亮眼

公司实现收入增长26.14%，分别实现归母净利润和扣非后归母净利润增速38.16%、47.05%，在制剂出口业务尚未爆发的情况下国内业务表现亮眼。分业务来看：

- ◆ **抗过敏：**主要为地氯雷他定的分散片、干混悬剂、片剂等，实现收入5605万，同比增长29.12%，毛利率为84.40%，较去年同期增加2.78pp。由于福建省新中标的因素，收入增速有所提升，同时由于更高毛

利的分散片、干混悬剂的增速较片剂更快, 毛利率有所提升。我们认为, 随着地氯雷他定进入全国医保, 未来有望保持高速增长。

- ◆ **非甾体抗炎类药物:** 主要为双氯芬酸钠肠溶缓释胶囊, 实现收入 2054 万元, 同比下降 12.76%, 毛利率为 86.19%, 较去年同期下降 5.11pp。由于双氯芬酸钠肠溶缓释胶囊产能面临瓶颈, 公司上半年进行扩产, 供货受到一定影响, 而双氯芬酸钠肠溶缓释胶囊在近期已经恢复产能, 我们预计未来仍将实现高速增长。
- ◆ **抗生素:** 以克拉霉素缓释片、盐酸左氧氟沙星胶囊、阿奇霉素干混悬剂为主, 实现收入 1978 万元, 同比增长 12.83%, 毛利率为 60.74%, 较去年同期大幅增加 12.53pp, 我们认为主要内部结构调整的原因, 高毛利品种占比增加。
- ◆ **消化类药物:** 以马来酸曲美布汀片为主, 实现收入 980 万元, 同比增长 29.23%, 毛利率为 57.17%, 较去年同期增加 2.95pp, 保持高速增长。
- ◆ **其他主营业务:** 实现收入 1634 万元, 同比增长 65.56%, 毛利率为 59.78%, 较去年增加 3.83pp, 我们认为主要是更昔洛韦等品种在欧盟地区放量导致的高增长, 未来随着公司的依替巴肽、阿奇霉素等品种在美国获准销售, 未来有望加速增长。
- ◆ **其他业务:** 实现收入 758 万元, 主要是公司制剂出口业务获得的经销商的里程碑式付款以及产品授权费, 随着公司制剂出口业务推进, 下半年贡献收入有望进一步增加。

从研发费用投入上来看, 公司 H1 合计投入 1811 万元, 同比增长 58.60%, 我们认为增长主要是公司积极积极申报国内和海外品种, 未来有望推动公司业绩加速增长。

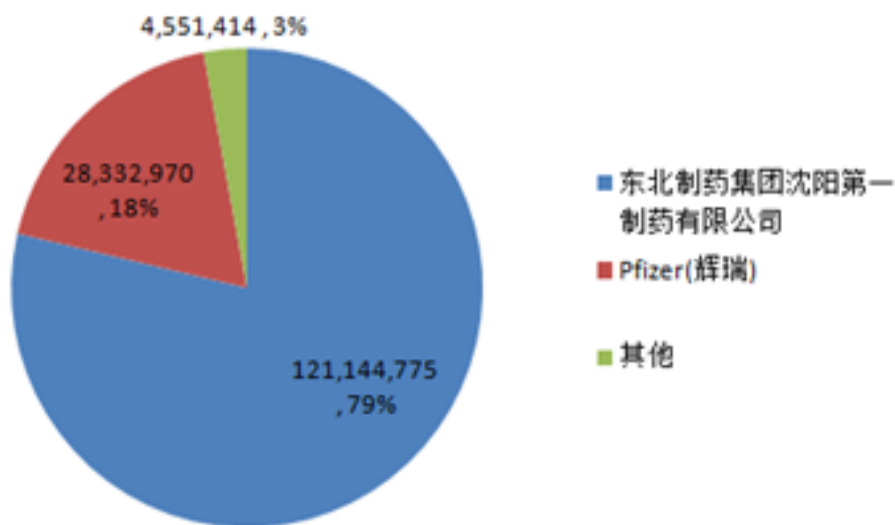
## 2、阿奇霉素国内获批, 关注制剂出口反哺国内逻辑

公司 8 月 8 日公告阿奇霉素获得批文, 是国内首个通过制剂出口而在优先审评获批的品种。

根据 PDB 数据, 2016 年我国阿奇霉素样本医院销售额 3.5 亿元, 2011~2016 年 CAGR 为 3%, 外扩到整个国内市场, 预计在 25 亿元左右, 其中注射剂型占比 44%, 估计注射剂市场规模在 10 亿元以上。

从国内的注射用阿奇霉素的情况来看, 目前参与者主要是原研辉瑞以及东北制药。其中, 辉瑞 0.5g 规格的中标价在 90-120 元之间, 而东北制药由于单独定价, 折算成 0.5g 规格的中标价在 70 元左右, 而其他近 30 家参与者中标价普遍在 5-20 元的价格区间。我们认为, 公司的注射用阿奇霉素有望与原研分在同一质量分层, 定价有望在东北制药之上, 未来有望迅速放量, 为公司贡献业绩弹性。

图 1: 注射用阿奇霉素各厂家样本医院销售额 (元) 及占比



资料来源: PDB, 东兴证券研究所

此外, 公司已经进入注射用泮托拉唑钠、注射用更昔洛韦钠等已经进入优先审评的品种有望在下半年获批, 建议关注公司制剂出口反哺国内业务带来的业绩弹性。

### 3、海外业务爆发前夜, 小而美的制剂出口标的

公司从 2008 年开始即布局制剂出口, 现已进入业务爆发的前夜, 我们认为将在 2018-2019 年逐步看到海外业务带来的巨大的业绩弹性。从目前来说, 我们预计公司明年有望获得依替巴肽的 ANDA, 而阿奇霉素明年 7 月专利到期后即可开始销售, 更昔洛韦、左乙拉西坦等品种的审批也在持续推进, 建议投资者关注公司未来 ANDA 获批情况。

**表 1: 公司制剂出口品种梳理**

产品名称	产品注册情况	海外市场	国内市场	国内医保
注射用阿奇霉素	美国: 2012 年递交美国和国内的产品注册申请, 目前已获得美国 FDA 暂时性批准 欧盟: 2017 年完成递交申报 中国: 获得批文	全球: 3.87 亿美元 美国: 6700 万美金, 7 家在售 英国: 1 家在售	10 亿元, 批文众多	乙类
注射用更昔洛韦钠	美国: 美国 ANDA 现场检查已经通过, 正等待最后审批 欧盟: 2012 年递交美国、欧盟、WHO 以及国内的产品注册申请, 目前已获得德国、荷兰、法国的产品上市许可 中国: 优先审评审批, 目前正在技术审评中	美国: 1500 万美金, 2 家在售 欧盟: 300 万美金, 英国 1 家在售	3 亿, 批文众多	乙类
注射用泮托拉唑钠	美国: 公司已就注射用泮托拉唑钠开发了新的配方, 绕开了美国市场配方专利壁垒, 从而使公司生产的该种产品在可以在美国配方专利到期前提前上市 欧盟: 2015 年递交欧盟产品注册申请, 已通过欧盟审批, 待发批件 中国: 优先审评审批, 目前正在技术审评中	美国: 2 亿美元, 4 家在售 法国: 3300 万欧元, 3 家在售 英国: 250 万欧元, 6 家在售	45 亿, 批文众多	乙类
左乙拉西坦注射液	美国: 2015 年递交美国, 预计 2018 年底获批 欧盟: 2016 年 11 月、2016 年 12 月分别获得德国、荷兰的产品上市许可 中国: 2016 年 7 月获得国内临床批件	美国: 3 亿美元, 9 家在售 英国: 250 万美金, 4 家在售	无上市品种, 19 家申报	无
依替巴肽注射液	美国: 2016 年 12 月递交申报	美国: 1.2 亿美元, 4 家在售	市场小, 2 家	乙类

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

## 结论:

我们预计公司 2017-2019 年净利润为 0.95、1.35、2.31 亿元, 增速分别为 36.46%、41.39%、71.79%, 对应 PE 为 51x、36x、21x。公司是小而美的制剂出口标的, 海外业务在爆发前夜, 制剂出口反哺国内逻辑目前已获得阿奇霉素批文, 国外国内两大板块未来均有望贡献巨大业绩弹性, 首次覆盖, 给予“强烈推荐”评级。

## 风险提示:

外延进展不达预期; 处方外流进展缓慢

**公司盈利预测表**

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产合计</b>	192	175	249	331	460	<b>营业收入</b>	203	248	321	440	665
货币资金	98	102	170	228	312	<b>营业成本</b>	52	58	71	94	127
应收账款	23	26	34	47	71	营业税金及附加	2	3	3	5	7
其他应收款	1	1	1	1	2	营业费用	55	65	84	112	156
预付款项	7	6	5	4	3	管理费用	46	52	66	90	128
存货	18	19	24	31	42	财务费用	0	0	0	0	0
其他流动资产	37	9	0	0	0	资产减值损失	-2.60	-0.11	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	175	265	255	246	238	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	3.23	1.59	2.00	3.12	4.51
固定资产	96	90	84	79	73	<b>营业利润</b>	54	73	99	142	252
无形资产	27	27	24	22	19	营业外收入	3.54	8.36	10.00	12.51	14.15
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.70	0.58	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	367	440	504	578	698	<b>利润总额</b>	57	81	109	155	266
<b>流动负债合计</b>	78	52	80	88	95	所得税	6	11	14	20	35
短期借款	10	0	0	0	0	<b>净利润</b>	51	70	95	135	231
应付账款	14	13	15	20	27	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	13	9	4	-3	-13	归属母公司净利润	51	70	95	135	231
一年内到期的非流	0	5	5	5	5	EBITDA	93	111	108	151	260
<b>非流动负债合计</b>	33	80	39	39	39	<b>BPS (元)</b>	0.55	0.76	0.78	1.10	1.89
长期借款	0	28	28	28	28	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
<b>负债合计</b>	111	133	119	127	134	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	23.25%	22.28%	29.54%	36.81%	51.25%
实收资本(或股本)	92	92	122	122	122	营业利润增长	36.32%	35.49%	35.62%	43.03%	76.95%
资本公积	102	102	102	102	102	归属于母公司净利润	36.46%	41.39%	36.46%	41.39%	71.79%
未分配利润	48	92	110	136	179	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	256	307	384	450	564	毛利率(%)	74.54%	76.75%	77.85%	78.72%	80.95%
<b>负债和所有者权</b>	367	440	504	578	698	净利率(%)	25.00%	28.14%	29.64%	30.63%	34.79%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润(%)</b>					
单位: 百万元						ROE(%)					
2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		
<b>经营活动现金流</b>	58	56	123	123	198	<b>偿债能力</b>					
净利润	51	70	95	135	231	资产负债率(%)	30%	30%	24%	22%	19%
折旧摊销	39	38	8	8	8	流动比率	2.46	3.33	3.12	3.77	4.86
财务费用	0	0	0	0	0	速动比率	2.23	2.96	2.82	3.42	4.41
应付帐款的变化	0	0	-8	-13	-24	<b>营运能力</b>					
预收帐款的变化	0	0	-5	-7	-10	总资产周转率	0.56	0.61	0.68	0.81	1.04
<b>投资活动现金流</b>	-55	-38	4	3	5	应收账款周转率	9	10	11	11	11
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	16.92	18.66	23.10	24.87	28.14
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	3	2	2	3	5	每股收益(最新摊薄)	0.55	0.76	0.78	1.10	1.89
<b>筹资活动现金流</b>	-52	-12	-58	-69	-118	每股净现金流(最新)	-0.53	0.05	0.56	0.47	0.69
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	2.79	3.35	3.15	3.69	4.61
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	0	31	0	0	P/E	71.64	51.84	50.53	35.74	20.80
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	14.11	11.75	12.52	10.69	8.54
<b>现金净增加额</b>	-49	5	69	58	84	EV/EBITDA	37.92	31.87	43.34	30.64	17.42

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 张金洋

医药生物行业小组组长, 3 年证券行业研究经验, 3 年医药行业实业工作经验。2016 年水晶球最佳分析师第一名, 2015 年新财富第七名团队核心成员, 2015 年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士, 和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016 年 7 月加盟东兴证券研究所, 整体负责医药行业投资研究工作。

## 联系人简介

### 缪牧一

美国罗切斯特大学会计学理学硕士, 美国注册会计师, 2016 年 6 月加盟东兴证券研究所, 从事医药行业研究, 重点专注于医药政策下的投资机会。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易, 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。本报告版权仅为我公司所有, 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、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。