

原料药景气度提升, 内部整合释放盈利空间

——普洛药业 (000739)



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

核心观点

❖ 普洛药业是深耕行业 30 年的大型原料药企业

公司创立于 1989 年, 主要从事医药中间体、原料药及制剂的生产和销售, 产品涉及抗生素类、抗肿瘤类、心脑血管类等领域。2018 年上半年营业收入 30.71 亿元, 同比增长 12.05%, 归母净利润 1.86 亿元, 同比增长 43.52%。

❖ 原料药行业供给收紧, 带量采购提升下游需求

一致性评价政策导致制剂企业提升原料药标准, 同时“原料药+制剂”关联审批政策收缩原料药行业供给, 原料药行业步入结构性调整阶段, 环保政策趋严使得部分原料药价格波动上升。国家带量采购催生原料药行业景气度。

❖ 原料药业务稳中有升, 制剂业务不断发力

公司是行业领先的原料药生产企业, 出口量位列全国第三, 数条生产线分别通过 FDA、PMDA 等海外机构的核查与认证, 原料药业务保持 13% 左右的增速稳定增长; 制剂产品包括乌苯美司胶囊、阿莫西林克拉维酸钾、头孢克肟颗粒等产品, 销售毛利率不断提升。

❖ 管理整合提质增效, 研发布局完善产品管线

近年来, 公司秉承“做精原料药、做强 CDMO、做优制剂”的战略发展规划, 进行资产的整合与人员的精简, 实现公司经营的提质增效。研发投入不断加大, 1.1 类新药索法地尔临床 II 期试验顺利进行, 在研品种成长潜力大。

❖ 首次覆盖予以“增持”评级

我们预计 2018-2020 年公司营业收入分别为 6322/7414/8736 百万元, 归属于上市公司股东的净利润分别为 358/495/582 百万元, 对应 EPS 分别为 0.30/0.42/0.49 元/股, 对应 PE 分别为 24/17/14 倍。公司是化学原料药行业的领导者, 未来业绩进入快速兑现期, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

❖ **风险提示:** 原料药价格下降的风险, 制剂销售不及预期, 环保监管处罚的风险, 汇兑损失风险。

盈利预测与估值

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	5552	6322	7414	8736
+/-%	16%	14%	17%	18%
净利润(百万元)	257	358	495	582
+/-%	-2%	39%	38%	18%
EPS(元)	0.22	0.30	0.42	0.49
PE(X)	32.00	23.47	16.76	14.37

资料来源: 公司公告、川财证券研究所

📄 证券研究报告

所属部门 | 股票研究部

报告类别 | 公司深度

所属行业 | 医药生物

报告时间 | 2018/10/24

前收盘价 | 7.04 元

公司评级 | 增持评级

👤 分析师

周豫

证书编号: S1100518090001

010-66495613

zhouyu@cczq.com

👤 联系人

张雪

证书编号: S1100118080003

010-66495936

zhangxue@cczq.com

📍 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼, 100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼, 200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 21 层, 518000

成都 中国(四川)自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼, 610041



正文目录

一、原料药制剂一体化生产企业	5
1.1.公司简介：深耕行业 30 年的大型原料药企业	5
1.2.主营业务：原料药+制剂+CDMO 一体化发展	6
1.3.财务分析：经营效率提升，业绩大幅上涨	8
二、原料药行业供给收紧，带量采购提升下游需求	10
2.1.行业政策提升原料药质量要求收缩供给	10
2.2.环保趋严，部分原料药价格波动上升	10
2.3.国家带量采购催生原料药行业景气度	11
三、原料药业务稳中有升，制剂业务不断发力	12
3.1.行业领先的原料药出口企业	12
3.2.CDMO 提供广阔业务成长空间	14
3.3.承接原料药优势，制剂业务不断扩展	15
四、管理整合提质增效，研发布局完善产品管线	17
4.1.子公司人员整合降本增效	17
4.2.研发布局完善管线，提高未来成长性	19
五、估值评级：首次覆盖给予“增持”评级	21
风险提示	23
盈利预测	24



图表目录

图 1:	普洛药业股权结构图.....	5
图 2:	普洛药业发展历史.....	6
图 3:	原料药、中间体业务收入同比增长 12.76%.....	7
图 4:	国内市场收入占比逐步提升.....	7
图 5:	制剂业务营业收入同比增长 9.36%.....	8
图 6:	制剂业务毛利率不断攀升.....	8
图 7:	普洛药业主要制剂产品.....	8
图 8:	18H1 营业收入同比增长 12.05%.....	9
图 9:	18H1 归母净利润同比增长 43.52%.....	9
图 10:	18H1 销售净利率同比上升 1.54PCTS.....	9
图 11:	18H1 管理费用率同比下降 2.43PCTS.....	9
图 12:	15-18H1 资产负债结构持续好转.....	9
图 13:	18H1 净资产收益率同比提升 1.15PCTS.....	9
图 14:	美国零售药店市场销量推测情况 (75MG) (百万盒)	12
图 15:	全球 CMO/CDMO 市场规模及预测 (单位: 亿美元)	14
图 16:	国内 CMO/CDMO 市场规模及预测 (单位: 亿元人民币)	14
图 17:	主要制剂品种及功能主治.....	15
图 18:	普洛药业乌苯美司胶囊销售额 (百万元)	16
图 19:	乌苯美司市场竞争格局.....	16
图 20:	阿莫西林销售价格 (元/千克)	16
图 21:	阿莫西林克拉维酸钾胶囊.....	16
图 22:	抗菌药品种分布及市场份额.....	17
图 23:	2017 年头孢类前十大药品销售额及增速.....	17
图 24:	2017 年至今头孢克肟价格不断提升.....	17
图 25:	头孢克肟销量逐年增长.....	17
图 26:	2015-2017 年研发支出及增速.....	20
图 27:	研发人员数量变化	20
图 28:	2003-2015 年我国居民脑血管病死亡率呈上升趋势	20



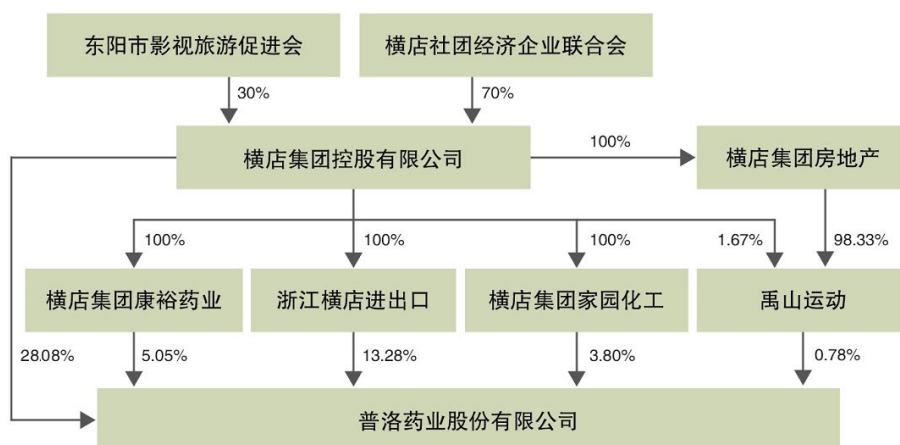
表格 1.	原料药产品线	7
表格 2.	仿制药一致性评价政策进程	10
表格 3.	关联审评审批政策及主要内容	10
表格 4.	医药原料药行业环保政策频出	11
表格 5.	主要原料药及用途	13
表格 6.	昌邑华普基本情况	13
表格 7.	2015 年以来兽药抗菌药禁用情况	13
表格 8.	企业集团构成	18
表格 9.	业务整合情况	19
表格 10.	普洛药业收入、成本和费用预测	22
表格 11.	可比公司估值比较	22

一、原料药制剂一体化生产企业

1.1. 公司简介：深耕行业 30 年的大型原料药企业

普洛药业创立于 1989 年,主要从事医药中间体、原料药及制剂的生产和销售,产品涉及抗生素类、抗肿瘤类、心脑血管类等领域。2001 年,公司在深交所主板上市。公司总部位于浙江省东阳市横店镇,有 7 家原料药生产工厂和 4 家制剂生产工厂,分布在浙江横店、浙江衢州、山东潍坊、安徽池州、山西大同等地;公司在总部以及上海、成都、杭州设立了研发机构,在美国、香港设立了境外公司或分支机构。截至 2018 年 10 月 19 日,公司控股股东横店控股及其一致行动人合计持有公司股份 601,046,901 股,占公司总股本的 51%。

图 1：普洛药业股权结构图



资料来源：公司官网，川财证券研究所

公司是横店集团下属的大型综合制药企业,前身是横店工业总公司先后投资设立的东阳市制药化工厂、东阳市有机合成化工厂以及永安化工厂,生产医药中间体。2001 年横店集团以部分医药产业资产置换,实现“借壳上市”,并于 2012 年实现医药资产的整体上市。根据中登公告数据,截至 2018 年 10 月,控股股东股权质押 2.65 亿股,质押股票占控股股东持股比例为 44.21%。

图 2：普洛药业发展历史



资料来源：公司公告，川财证券研究所

1.2. 主营业务：原料药+制剂+CDMO 一体化发展

公司主要分为原料药、制剂和 CDMO 三类业务。近年来公司打造“原料药+制剂+CDMO”三位一体，三类业务协同发展。

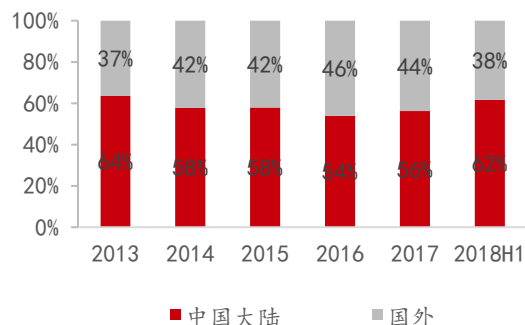
原料药业务贡献主要收入。公司原料药品种共 73 个，包括：口服头孢系列、口服青霉素系列、兽药原料药中间体、精神类以及心脑血管类产品，其中销售过亿品种共 13 个，头孢克肟、金刚烷胺、(伪)麻黄碱等原料药占有重要市场地位。2018H1 公司原料药及中间体业务销售收入 24.78 亿元（含 CDMO），同比增长 12.76%，营收占比达 81%，原料药业务平稳增长，为公司提供稳定的现金流。

图 3：原料药、中间体业务收入同比增长 12.76%



资料来源：wind，川财证券研究所

图 4：国内市场收入占比逐步提升



资料来源：wind，川财证券研究所

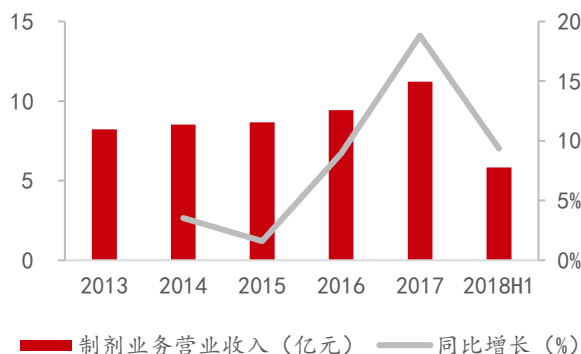
表格 1. 原料药产品线

子公司	原料药品种
浙江普洛康裕制药有限公司	氧氟沙星、左氧氟沙星、盐酸左氧氟沙星、甲磺酸左氧氟沙星、盐酸金刚乙胺、乌苯美司、盐酸金刚烷胺、盐酸伪麻黄碱、盐酸麻黄碱、聚维酮碘、盐酸头孢他美酯等
浙江普洛家园药业有限公司	盐酸安非他酮，硫酸氢氯吡格雷，酒石酸美托洛尔，厄贝沙坦，吉他霉素等
浙江普洛得邦制药有限公司	头孢克肟（第三代头孢）、头孢地尼（第三代头孢）、头孢丙烯（第二代头孢）

资料来源：公司官网，川财证券研究所

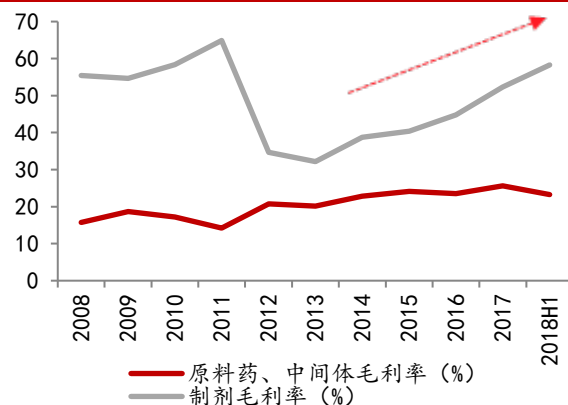
制剂业务不断发力，盈利能力显著提升。公司制剂品种包括口服头孢系列、抗肿瘤类等品种，另有索法地尔等在研品种，覆盖口服固体制剂、液体制剂、冻干粉针、注射剂、软膏剂等生产线，拥有“天立威”、“百士欣”、“优胜美特”、“巨泰”等知名产品品牌，主打品种有口服头孢系列、乌苯美司胶囊、阿莫西林克拉维酸钾胶囊、治伤软膏等品种。2018 年上半年制剂业务营业收入 5.83 亿元，同比增长 9.36%，毛利率 58.27%，同比大幅增长 12.32pcts，盈利能力显著提升。

图 5： 制剂业务营业收入同比增长 9.36%



资料来源：wind，川财证券研究所

图 6： 制剂业务毛利率不断攀升



资料来源：wind，川财证券研究所

图 7： 普洛药业主要制剂产品



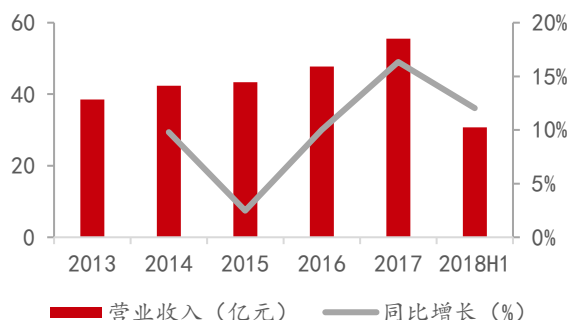
资料来源：公司官网，川财证券研究所

1.3. 财务分析：经营效率提升，业绩大幅上涨

2018 年上半年业绩同比大幅上涨 43.52%。2018 年上半年营业收入 30.71 亿元，同比增长 12.05%，归母净利润 1.86 亿元，同比增长 43.52%。归母净利

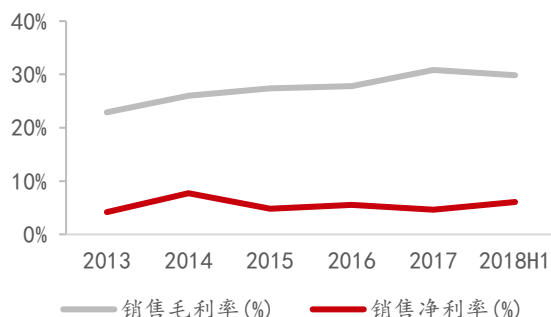
利润的快速增长主要得益于公司成本端的控制，一方面，制剂品种整合带来生产成本的下降导致制剂毛利率显著提升；另一方面，职能部门整合及人员精简使得公司管理降本增效，管理费用率下降 2.43pcts。2018 年上半年资产负债率 44.55%，公司经营稳健，资产负债结构持续好转；ROE 为 5.90%，同比提升 1.15pcts。公司整体经营稳中向好。

图 8：18H1 营业收入同比增长 12.05%



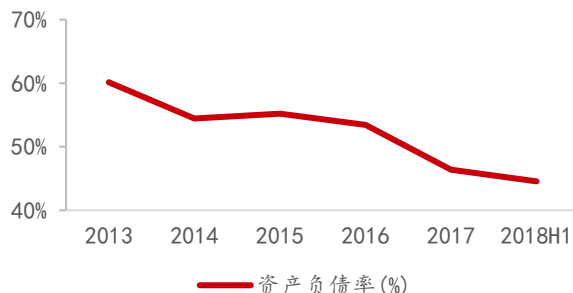
资料来源：wind，川财证券研究所

图 10：18H1 销售净利率同比上升 1.54pcts



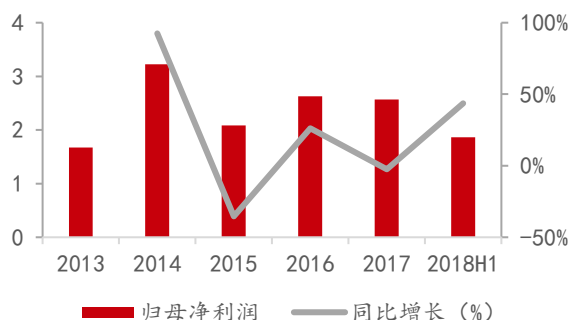
资料来源：wind，川财证券研究所

图 12：15-18H1 资产负债结构持续好转



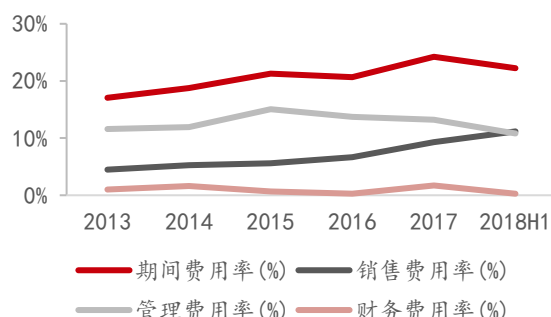
资料来源：wind，川财证券研究所

图 9：18H1 归母净利润同比增长 43.52%



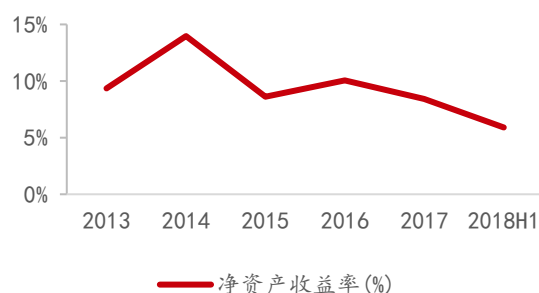
资料来源：wind，川财证券研究所

图 11：18H1 管理费用率同比下降 2.43pcts



资料来源：wind，川财证券研究所

图 13：18H1 净资产收益率同比提升 1.15pcts



资料来源：wind，川财证券研究所

二、原料药行业供给收紧，带量采购提升下游需求

2.1. 行业政策提升原料药质量要求收缩供给

仿制药一致性评价政策提升对原料药质量要求。2012 年国家食药监总局提出仿制药一致性评价政策，要求仿制药与原研药品在质量和药效上一致，导致下游制剂厂商对原料药品质的要求也相应提升，从而大多符合制剂一致性评价标准要求的厂商处于供货紧张状态，不合格原料药产品面临市场需求的萎缩，原料药行业步入结构性调整阶段。

表格 2. 仿制药一致性评价政策进程

时间	政策及主要内容
2012 年	CFDA 启动 15 个试点品种的质量一致性评价工作
2013 年	发布《仿制药质量一致性评价工作方案》
2015 年	国务院印发《关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》
2016 年	国务院印发《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》
2017 年	14 个品种首批通过一致性评价

资料来源：中国政府网，CFDA，川财证券研究所

原料药+制剂关联审批收缩原料药行业供给。2018 年 7 月 24 日，为落实中共中央办公厅、国务院办公厅出台《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》（厅字〔2017〕42 号），CFDA 公布《关于药品制剂所用原料药、药用辅料和药包材登记和关联审评审批有关事宜的公告（征求意见稿）》，提出原料药与制剂关联审评。

表格 3. 关联审评审批政策及主要内容

文件名称	出台时间	主要内容
《关于药品制剂所用原料药、药用辅料和药包材登记和关联审评审批有关事宜的公告（征求意见稿）》	2018 年 7 月 24 日	提出原料药与制剂关联审评，强调原料药质量，规范原料药行业产品质量

资料来源：中国政府网，川财证券研究所

2.2. 环保趋严，部分原料药价格波动上升

我国是化学原料药生产大国，原料药产量位居世界前列，而原料药生产过程中产生的“三废”量较大，废物成分复杂，污染危害严重，近两年来环保监管趋严，原料药企业面临的环保标准不断提升，导致不断有原料药制造企业因为环保不达标被限产或停产。

2016 年 12 月，环境保护税法出台，将环保费改为环保税，并对原料药企业征税；同时，在国家“十三五”规划中也明确提出健全清洁生产评价指标体系，实

施医药化工园区挥发性有机物的综合整治，原料药制造业推进行业达标排放改造。在环保监管政策与标准的制定与实施过程中，行业的生产得以规范，重污染及落后产能不断整改及关停，原料药行业整体供给有所收缩，部分原料药价格呈波动性上升趋势。

表格 4. 医药原料药行业环保政策频出

时间	政策	主要内容
2016 年 7 月	第一批中央环境保护督察工作启动	对内蒙古、黑龙江、江苏、江西、河南、广西、云南、宁夏等 8 个省（自治区）开展环保督察工作
2016 年 12 月	中华人民共和国环境保护税法	将环保费改为环保税，开始对原料药生产企业等排污企业征税
2016 年 12 月	“十三五”生态环境保护规划	健全清洁生产评价体系，实施医药化工园区挥发性有机物综合整治，原料药制造业推进行业达标排放改造
2017 年 6 月	水污染防治法	严格控制工业污染
2017 年 6 月	土壤污染防治法	确立土壤污染责任人、土地使用权人和政府顺序承担责任的制度框架
2017 年 12 月	2017 年防治大气污染工作方案	医药企业实施错峰生产、限产停产
2018 年 5 月	第一批中央环境保护督察“回头看”以及启动第二轮督察	督察整改方案总体落实情况，进一步加强污染治理，提升环境保护效率

资料来源：中国政府网，环保部，川财证券研究所

2.3. 国家带量采购催生原料药行业景气度

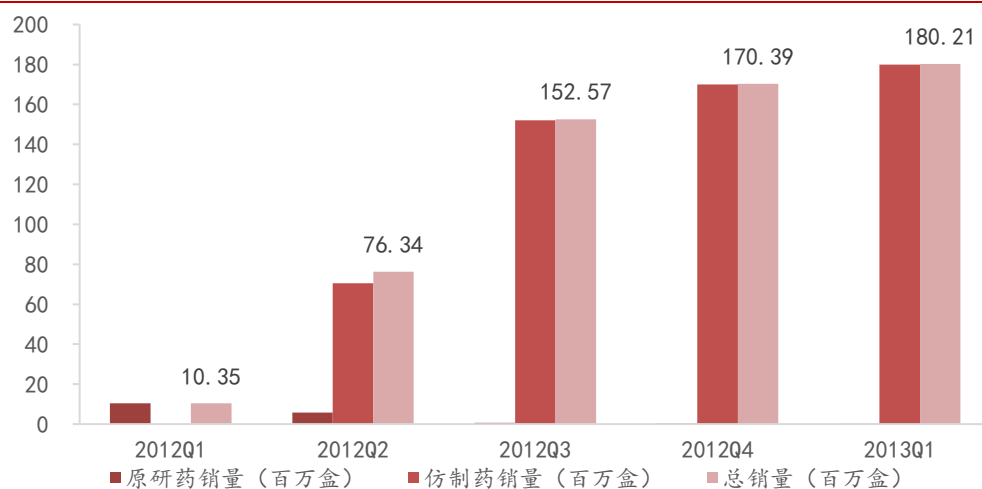
2018 年 6 月，上海带量采购第三批带量采购中标品种公布，中标药品仅一家外资药企，呈现出国产通过一致性评价的药品对国外原研药品的替代趋势，我们认为，未来若国家带量采购政策顺利推行，或将参考“上海模式”，实现国产仿制药的替代以及产量的大幅增长，从而提升中标制剂企业对国产原料药的需求，催生行业景气度。

存量来看，国产替代加速进行，原研药的原料药大多是海外制药企业自己从海外采购或自产，而国产替代快速通过带量采购形式完成后，将使得这部分原料药的购买由海外转为国内，势必会催化国内一批高质量的原料药企业市占率的快速提升。

增量来看，下游制剂品种的价格将在带量采购背景下出现明显下降，一般从供需角度来看，大范围多品种的药品价格下降将会使得需求上升，销售量增加显著。

从估值角度及未来现金流稳定性来看，原料药比远比制剂企业未来的现金流更为稳定，制剂企业来看带量采购是赢者全拿的政策，而原料药领域则不存在采购和中标的风险，即使一家制剂企业也确实会跟少数几家上游原料药企业合作，总体看虽粘度较强但部分高壁垒品种市场毕竟具有寡头垄断性质，这就决定了未来可能会出现无论谁中标都会采购同家的原料药的情况，对于企业，带量采购政策本身对原料药的需求是稳定的，大幅波动是不存在的，因此原料药行业景气度势必获得提升。

图 14：美国零售药店市场销量推测情况（75mg）（百万盒）



资料来源：bloomberg，川财证券研究所

三、原料药业务稳中有升，制剂业务不断发力

3.1. 行业领先的原料药出口企业

公司在销原料药品种共 73 个，包括：口服头孢系列、口服青霉素系列、兽药原料药中间体、精神类以及心脑血管类产品。头孢克肟、金刚烷胺、(伪)麻黄碱等原料药占有重要市场地位，羧酸系列产品拥有核心竞争力，处于市场主导地位，目前市场上只有两家企业在生产，产品供不应求，计划 2019 年扩产 30%。公司经过多年发展，已经具备国际化的制造能力，数条生产线分别通过 WHO、FDA、PMDA 等机构的核查与认证。

业务出口比例上，2018 年上半年公司的原料出口占营收占比 38%。公司跻身中国医药行业 40 强榜单，原料药出口位列全国第三。海外订单多为 3-5 年的长期订单，订单量稳定，毛利率相比国内原料药偏低，长协订单为公司提供了稳定的现金流，同时收入以美元计价使得存在汇兑风险，2017 年汇兑损益达 3652.02 万元。原料药业务对大客户的依赖程度较小，前五大客户销售金额营

收占比约为 12%，业绩增长较为稳定。

表格 5. 主要原料药及用途

产品名称	用途	生产及销售计划
羧酸系列	合成阿莫西林的中间体	目前规模 1 万吨，供货紧张，计划扩充产能
D 酯	合成兽药氟苯尼考的核心母核	目前规模 2000 吨，供货紧张，计划适当扩充产能及调价
沙坦联苯	合成缬沙坦原料药的中间体	2019 年底完成扩产改造

资料来源：Wind, 川财证券研究所

与华海药业合作生产沙坦中间体沙坦联苯等品种。为发挥公司在联苯生产、销售等方面的优势，公司子公司山东汉兴于 2015 年 3 月采取设备增资的方式与华海药业合作，获得华海药业全资子公司昌邑华普 49% 的股权，双方共同拓展市场，生产沙坦原料药的上游中间体沙坦联苯等产品。目前沙坦联苯处于供应紧张的状态，公司计划在不影响当前生产的情况下，于 2019 年底完成扩产改造。

表格 6. 昌邑华普基本情况

企业名称	主要经营地	注册地	主要产品	持股情况
昌邑华普医药科技有限公司	山东省潍坊市昌邑市滨海经济开发区	山东省潍坊市昌邑市下营滨海经济开发区	联苯腈、二甲联苯腈、二甲联苯、氯化镁	直接持股，49%

资料来源：公司公告, 川财证券研究所

兽药原料药泰乐菌素价格持续上涨。2017 年下半年以来，泰乐菌素市场供求关系发生较大变化，环保问题关停部分产能导致，供应量不足，产品市场价格高企。另外随着国家规范兽用抗生素的使用，出于养殖安全，泰乐菌素等专用抗生素的用量增加。根据健康网数据，泰乐菌素原料药价格由 2017 年初的 200 元/千克增至 380 元/千克，涨幅达 90%。

表格 7. 2015 年以来兽药抗菌药禁用情况

时间	禁止用于食品动物的药品
2015	洛美沙星、培氟沙星、氧氟沙星、诺氟沙星
2016	硫酸黏菌素预混剂
2017	非泼罗尼
2018	喹乙醇、氨苯胂酸、洛克沙肼

资料来源：农业部农村官网, 川财证券研究所

泰乐菌素行业产量在 1.6 万吨左右，主要生产厂家有宁夏泰瑞制药、山东齐鲁制药、山东鲁抗医药等，普洛药业浙江生产基地泰乐菌素设计产能 500 吨，今年预计能达到 150-200 吨产量，现在仍处于中期放大阶段，目前还有其他产品生产线可以用来满足未来泰乐菌素产能扩充的需求。2018 年 8 月 18 日，

宁夏政府查封关停了泰瑞制药位于永宁厂区的发酵罐,行业近 1/3 产能遭到关停,预计产品价格和需求增加及产能收缩双重因素驱动下仍将维持高位。

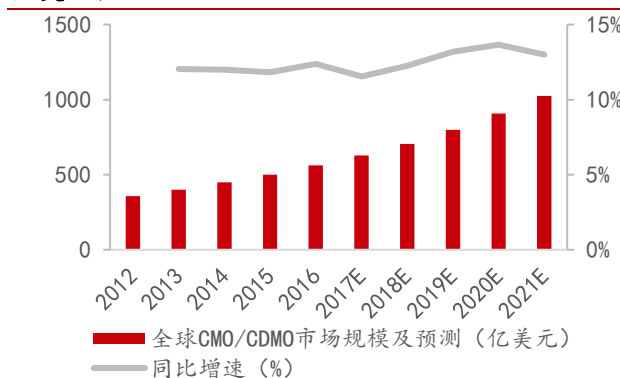
原料药业务环保投入不断加大。公司积极推行 EHS 环境管理体系认证,过去几年公司在环保上的累计投入达到 5 个亿左右, RTO 尾气处理项目上投入超过 1 亿,有效提高公司生产规范性。

3.2. CDMO 提供广阔业务成长空间

CDMO 简称医药合同定制研发生产,为小分子化药提供生产工艺研发,以及临床前研究至商业化生产阶段所需的中间体、原料药以及制剂。CDMO 企业具有较强的工艺开发能力,能够帮助客户开发、优化生产工艺,从而将产品实现产业化,并降低成本、缩短备货周期、减少三废排放。

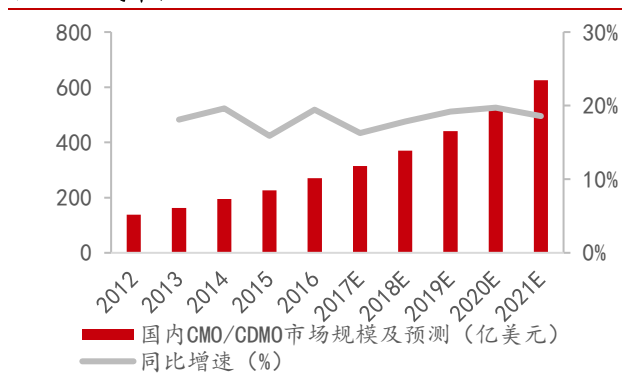
2017 年全球 CDMO/CMO 市场规模约 628 亿美元,预计保持 12% 左右的增速,到 2021 年形成千亿美元市场。国内 CDMO/CMO 市场起步较晚,近年来发展迅速,2017 年国内 CDMO/CMO 市场约 314 亿元,预计未来将保持 18% 的增速,到 2021 年市场规模约 626 亿元。

图 15: 全球 CMO/CDMO 市场规模及预测 (单位: 亿美元)



资料来源: IMS, 川财证券研究所

图 16: 国内 CMO/CDMO 市场规模及预测 (单位: 亿元人民币)



资料来源: 南方所, 川财证券研究所

公司 CDMO 产品包括专利过期的商业化产品、专利期内的商业化产品和临床期产品服务。CDMO 业务共设两个生产基地,分别设在浙江横店和安徽,安徽 CDMO 生产基地将以高端兽药的业务为主,中国市场 GMP 认证已过,尚未完全建成投产。安徽生产基地投资约 7 亿元,目前每年折旧费用约 7000 万元,固定资产折旧费用较高。2017 年公司 CDMO 业务收入约 7 亿元,预计随着产能不断释放,业务收入将快速提高。

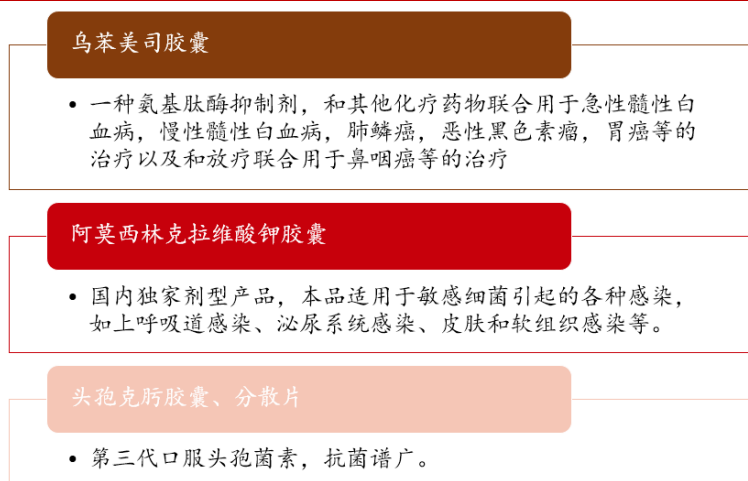
公司在 CDMO 业务领域具备“多客户多产品”优势,采用“化学合成+生物发酵”双轮驱动,以高端兽药作为核心,发展宠物用药,在国内市场上占据着优势地位。生物发酵环保且成本低,优势明显。

技术改进降低生产成本，提升技术优势。目前公司 CDMO 大规模生产较多，未来将不断增加研发投入，CDMO 业务研发团队将达到 150 人左右。公司 CDMO 核心反应包括氟化反应，由于氟化反应对安全方面的要求较高导致氟化反应的壁垒较高。公司积极投入攻克氟化项目技术瓶颈，生产成本大幅下降，提升生产优势。

3.3. 承接原料药优势，制剂业务不断扩展

公司拥有阿莫西林克拉维酸钾胶囊、氟氯西林钠颗粒、复方头孢克洛片、治伤软膏等多个国内独家制剂品种，公司生产的国内首创抗肿瘤药物乌苯美司胶囊和抗感染类药物阿莫西林克拉维酸钾胶囊均在国内占据重要市场地位。公司一直坚持原料药制剂一体化的发展道路，制剂生产原料药基本上均为公司自己供应。

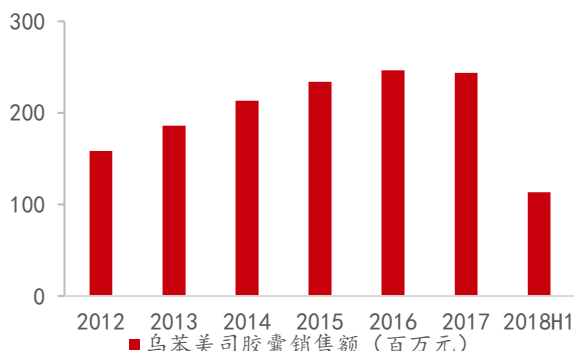
图 17： 主要制剂品种及功能主治



资料来源：公司公告，川财证券研究所

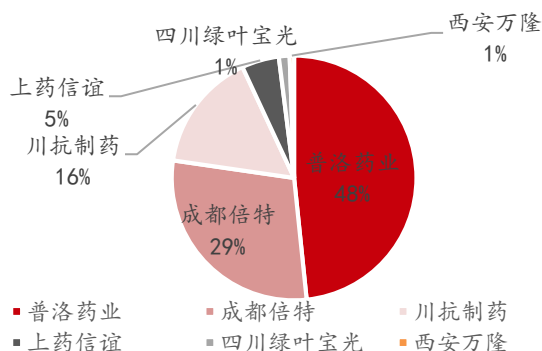
抗肿瘤用药乌苯美司销售增长迅速。乌苯美司为抗肿瘤及免疫调节用药，用于抗癌化疗、放疗的辅助治疗，国家医保乙类，常用剂型包括片剂和胶囊剂两种，目前市场上以胶囊剂型品种为主。公司产品在乌苯美司用药市场占据主导地位，2018H1 普洛药业乌苯美司胶囊样本医院销售额 1.13 亿元，市场占有率约为 48%，预计未来销售将保持稳定。

图 18：普洛药业乌苯美司胶囊销售额（百万元）



资料来源：PDB，川财证券研究所

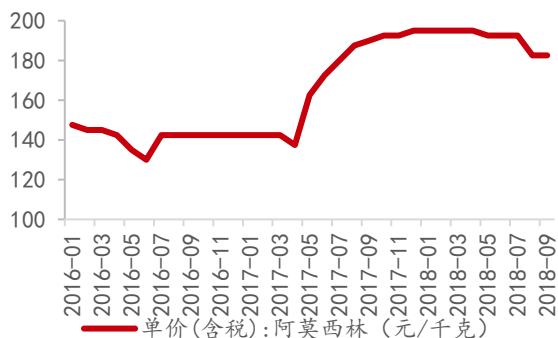
图 19：乌苯美司市场竞争格局



资料来源：PDB，川财证券研究所

阿莫西林克拉维酸钾胶囊为国内独家剂型，产品成本优势明显。阿莫西林克拉维酸钾为阿莫西林的常用复方制剂，胶囊剂型为公司独家品种，且公司自产阿莫西林原料药，随着 2017 年以来原料药价格的上涨，公司产品具有剂型和成本双重优势。预计随着未来公司制剂产品一致性评价的开展，有望进一步提升产品市场份额。

图 20：阿莫西林销售价格（元/千克）



资料来源：wind，川财证券研究所

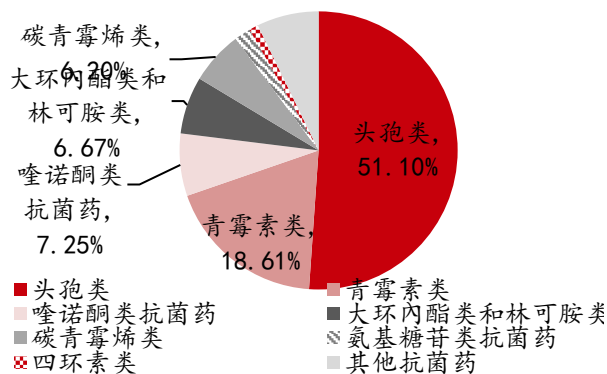
图 21：阿莫西林克拉维酸钾胶囊



资料来源：公司官网，川财证券研究所

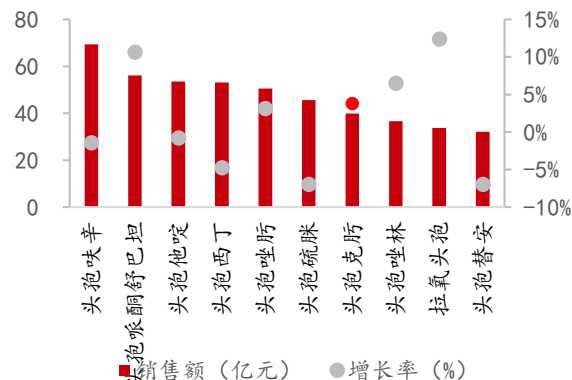
头孢类药物占据抗菌药过半市场。我国抗菌药市场根据米内网数据，2017 年公立医院销售占比达 51.10%。从产品来看，头孢克肟销售额位列第六位，13-17 年销售额保持稳定增长，2017 年产品增速约 4%，销售格局良好。

图 22： 抗菌药品种分布及市场份额



资料来源：米内网，川财证券研究所

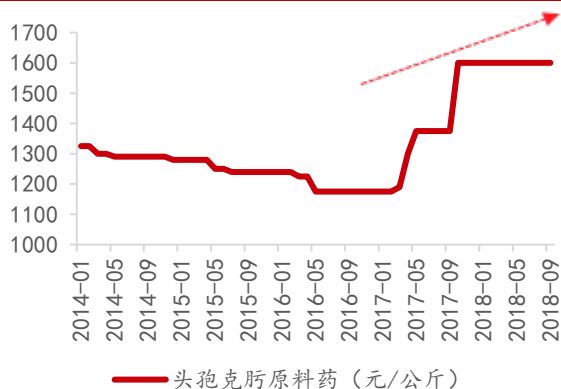
图 23： 2017 年头孢类前十大药品销售额及增速



资料来源：米内网，川财证券研究所

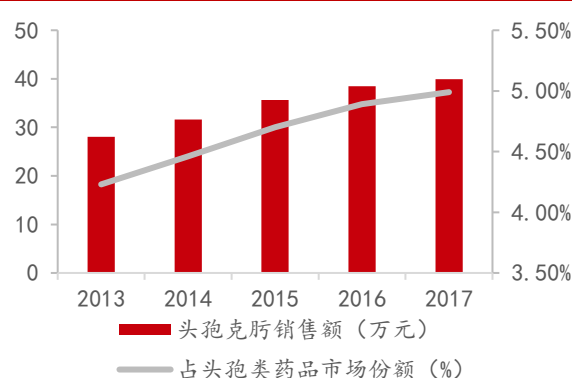
头孢克肟原料药价格不断提升。公司头孢克肟产品上游原料药完全自主供应，随着 2017 年以来原料药价格的不断上涨，公司成本优势凸显，目前公司头孢克肟制剂产品于 17 年获得批文，目前市占率较低，预计随着销售的恢复与放量，产品未来成长空间较大。

图 24： 2017 年至今头孢克肟价格不断提升



资料来源：wind，川财证券研究所

图 25： 头孢克肟销量逐年增长



资料来源：米内网，川财证券研究所

四、管理整合提质增效，研发布局完善产品管线

4.1. 子公司人员整合降本增效

公司子公司较多，近年来不断进行子公司的整合，秉承“做精原料药、做强 CDMO、做优制剂”的战略发展规划，夯实主业，剥离非核心资产，实现公司经营的提质增效。另一方面，从组织架构上，公司于 2017 年开始进行部门和人员的整合，合并子公司中职能重复部门集中管理。

表格 8. 企业集团构成

子公司	主营业务
浙江普洛康裕制药有限公司	化学原料药及制剂生产,主要生产抗肿瘤类、抗病毒类、抗感染类、治疗心血管类、特药类等五大系列产品。
浙江普洛得邦制药有限公司	非无菌原料药(氟苯尼考);头孢克肟(第三代头孢)、头孢地尼(第三代头孢)、头孢丙烯(第二代头孢)
浙江普洛家园药业有限公司	盐酸安非他酮,硫酸氢氯吡格雷,酒石酸美托洛尔,厄贝沙坦
安徽普洛康裕制药有限公司	硫酸粘菌素、氧氟沙星、左氧氟沙星及盐原料药生产
上海裕缘生物医药研发有限公司	药物专业技术领域的新产品研究、开发及技术开发、化工产品的销售、货物及技术的进出口等
浙江优胜美特医药有限公司	原东阳优胜美特医药销售有限公司,2017年更名,从事进出口业务,医疗器械(限国产一类)的销售,医药技术研发、转让。
浙江普洛康裕天然药物有限公司	六味地黄浓缩丸、香菇菌多糖片、辛芩颗粒和藿香正气浓缩丸等中药制剂。
浙江普洛康裕生物制药有限公司	原料药、预混剂、医药中间体、粮食收购;吉他霉素
山东汉兴医药科技有限公司	生产、销售:硝酸 540t/a、氢溴酸 2100t/a、DL-对羟基苯甘氨酸、DL-对羟基苯海因、苯乙烷磺酸(D)复盐、D-对甲砒基苯丝氨酸乙酯。货物与技术进出口。
浙江横店普洛进出口有限公司	产品进出口业务
浙江巨泰药业有限公司	青霉素类、头孢菌素类及抗肿瘤类原料药及制剂产品的生产
横店集团成都分子实验室有限公司	药物、药物中间体研究开发
山东普洛得邦医药有限公司	盐酸的制造、销售;医药中间体制造、销售;货物及技术进出口业务。
山西优胜美特药业有限公司	山西惠瑞药业有限责任公司,后更名为山西优胜美特药业有限公司
成都邦瑞医药科技有限公司	药物、药物中间体研究开发
普洛香港有限公司	医药销售
JT PHARMACEUTICAL INC (美国吉泰)	医药销售

资料来源:公司官网,川财证券研究所

表格 9. 业务整合情况

时间	事件	目的
2015 年	合并得邦制药与得邦化学	原料药业务整合
2016 年	出售金华市康寿制药有限公司 90% 股权	夯实主业
2016 年	出售浙江优胜美特医药有限公司	夯实主业
2016 年	转让武义县土地厂房资产	夯实主业
2016 年	家园药业吸收合并浙江医药科技	业务整合
2017 年	巨泰药业合并优胜美特制药	制剂业务整合
2018 年	出售普洛康裕医药有限公司	夯实主业

资料来源：公司官网，川财证券研究所

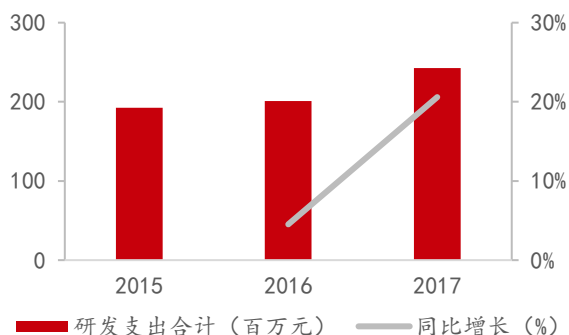
4. 2. 研发布局完善管线，提高未来成长性

研发加码布局仿制药及创新药品种。公司在原料药、制剂以及 CDMO 业务上均有研发投入。原料药方面，公司不断探索技术改进，提高生产效率以及产品质量；CDMO 方面，公司积极突破技术瓶颈，降低生产成本，提高生产的安全性；制剂方面，公司兼顾创新药研发与现有品种的一致性评价工作的推进，双轮驱动完善品种梯队。2018 年，公司在杭州医药港成立了药物研究院，主要负责仿制药和创新药的研发，预计年底投入使用，目前杭州研究院研发人员约 100 人，今后会不断引进人才扩展团队，两三年之内预计达到 300 人的规模。

原料药及 CDMO 业务研发人员近 300 人，主要负责工艺改进等工作。原料药事业部大约有 200 人左右的研发团队，主要负责新项目开发、项目引进和技术改进等。CDMO 研发团队有两个，分别在上海和横店本部，目前大约 80 人左右，未来将扩充到 130 人，在职能划分上，上海研发团队负责前期项目，横店研发团队主要负责二期以后的放大生产。

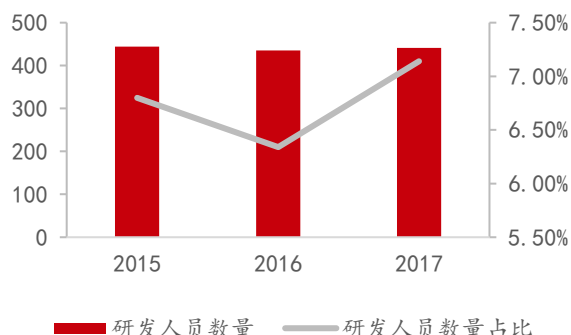
制剂品种的研发布局以心脑血管为主，以抗感染和抗肿瘤为辅。创新药方面，公司有 3 个产品在研发推进中，进展最快的索法地尔目前在 II 期临床，大约 11 月份左右结束，预计明年会进行 III 期。国内一致性评价方面目前在进行的品种有 16 个，年底预计会申报 1-2 个品种，2019 年进一步申报 6 个左右品种，逐步推进一致性评价工作建设，至 2020 年全部品种申报完毕。

图 26：2015-2017 年研发支出及增速



资料来源：公司年报，川财证券研究所

图 27：研发人员数量变化

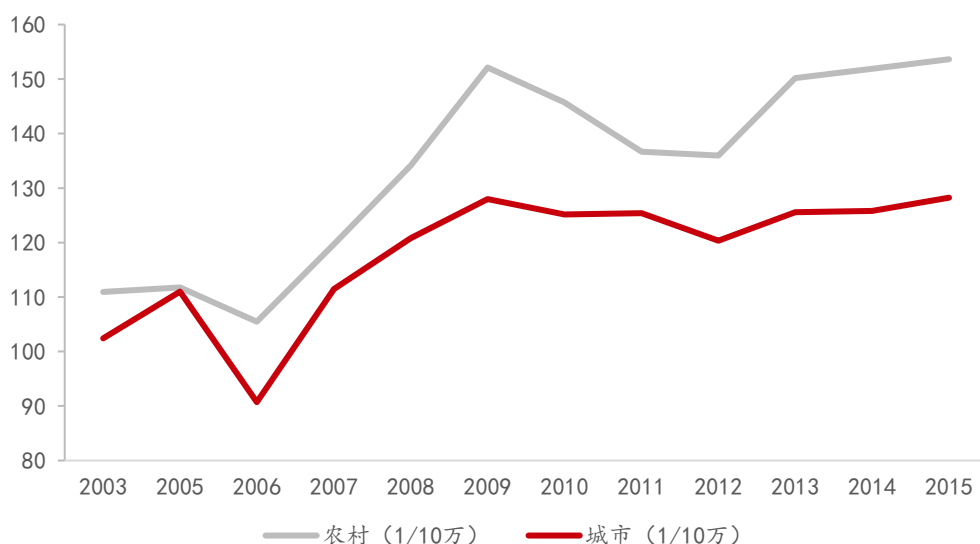


资料来源：公司年报，川财证券研究所

创新药研发梯队品种顺利推进。公司首个 1.1 类新药注射用索法地尔是脑卒中用药，目前处于临床 II 期阶段，预计 2019 年进入 III 期临床。索法地尔是一种强力的抗氧化剂，具备双重神经保护作用，可同时阻断 NMDA 受体介导的兴奋毒性和机体的氧化应激反应，其保护神经功能的效果可持续超过 28 天，提供了广泛的神经保护作用，扩大了治疗时间窗。

近年来我国居民脑血管病患病人数量持续增加，且死亡率持续上升，索法地尔市场空间较大，预计上市后销售将逐渐放量。截至 2018 年中报，公司在该品种投入金额约 3000 万元，预计三期费用预计 7000 万元左右。此外，公司抗凝血类新药预计明年报 IND 进入 I 期，另有两个品种正在进行临床前评估。

图 28：2003-2015 年我国居民脑血管病死亡率呈上升趋势



资料来源：Ness-China，川财证券研究所

五、估值评级：首次覆盖给予“增持”评级

关键假设：

收入方面。普洛药业在原料药及中间体、制剂、CDMO 三大主营业务上保持稳定增长的趋势，目前收入以原料药及中间体业务为主。(1) 原料药及中间体收入保持稳定增长。(2) 制剂业务不断发力，头孢克肟等自有产品逐渐放量，实现快速增长。(3) CDMO 基地产能不断释放，2017 年业务收入约为 7 亿元，合并原料药及中间体业务中披露，预计 CDMO 业务随着产能释放保持 40% 的增速发展。我们预计公司 2018/19/20 年整体收入为 6322/7414/8736 百万元，同比增速为 13.87%/17.27%/17.83%。

毛利率方面。公司 2015-2017 年毛利率总体保持稳定，我们预计 2018/19/20 年毛利率为 32.36%/32.97%/32.32%。

费用方面。我们预计公司的整体费用率将保持平稳，2018/19/20 年总费用率为 23.74%/23.01%/22.45%。

盈利预测：我们预计 2018-2020 年公司营业收入分别为 6322/7414/8736 百万元，归属于上市公司股东的净利润分别为 358/495/582 百万元，对应 EPS 分别为 0.30/0.42/0.49 元/股。



表格 10. 普洛药业收入、成本和费用预测

项目	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入(亿元)						
原料药、中间体	34.48	38.09	42.87	40.53	45.80	51.76
制剂	8.66	9.43	11.21	13.05	14.99	17.02
CDMO	N. A.	N. A.	7.00	9.80	13.72	19.21
其他	0.24	0.20	1.44	0	0	0
合计	43.38	47.72	55.52	63.22	74.14	87.36
收入增速(%)						
原料药、中间体	2.56%	10.47%	12.55%	12.55%	12.55%	12.55%
制剂	1.64%	8.89%	18.88%	16.37%	14.88%	13.54%
CDMO	N. A.	N. A.	N. A.	40.00%	40.00%	40.00%
合计	N. A.	10.00%	16.35%	13.87%	17.27%	17.83%
毛利率(%)						
原料药、中间体	24.12%	23.56%	25.62%	25.62%	25.62%	25.62%
制剂	40.37%	44.75%	52.30%	64.24%	62.00%	60.00%
CDMO	N. A.	N. A.	N. A.	25.62%	25.62%	25.62%
合计	27.39%	27.83%	30.84%	32.36%	32.97%	32.32%
费用率						
营业费用占比(%)	5.59%	6.64%	9.28%	9.50%	9.80%	10.10%
管理费用占比(%)	15.06%	13.74%	13.24%	13.00%	12.50%	12.00%
财务费用占比(%)	0.65%	0.28%	1.71%	1.23%	0.71%	0.34%
三项费用占比(%)	21.30%	20.66%	24.24%	23.74%	23.01%	22.45%

资料来源: wind, 川财证券研究所预测

相对估值及评级: 截止 2018 年 10 月 23 日收盘, 化药原料药公司动态市盈率范围为 10-49 倍, 可比公司平均市盈率为 23 倍, 公司 2018-2020 年业绩对应市盈率为 24/17/14 倍。考虑到公司是化学原料药行业的领导者, 未来业绩进入快速兑现期, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

表格 11. 可比公司估值比较

股票代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)				PE (X)			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
600789.SH	鲁抗医药	9.69	65.61	0.20	0.42	0.63	0.80	49.34	23.14	15.26	12.10
300497.SZ	富祥股份	16.00	35.94	1.58	1.03	1.28	1.56	10.12	15.50	12.49	10.25
000756.SZ	新华制药	5.71	35.51	0.44	0.40	0.49	0.60	13.03	14.20	11.74	9.46
600521.SH	华海药业	11.65	145.72	0.61	0.55	0.76	0.99	19.00	21.29	15.42	11.71
可比公司平均			70.70	0.71	0.60	0.79	0.99	22.87	18.54	13.73	10.88
000739.SZ	普洛药业	7.04	82.97	0.22	0.30	0.42	0.49	32.00	23.47	16.76	14.37

资料来源: wind, 川财证券研究所, 股价为 2018/10/23 收盘价, 普洛药业数据来自川财预测, 其余可比公司数据来自万得一致预期

风险提示

原料药价格下降的风险

原料药价格受到原材料成本、人工成本、水电成本等因素的影响，呈现出较大的波动性，若原料药价格下降，将对公司营业收入及利润产生一定影响。

制剂销售不及预期

公司不断推进制剂业务的销售，若销售不及预期，将影响公司收入及业绩表现。

环保监管处罚的风险

原料药生产产生的污染物较多，若由于操作不当造成排污不达标，或将受到环保监管处罚，严重将面临关停风险。

汇兑损失风险

公司海外业务占比达 38%，且以外币计价，存在汇兑损失风险。

盈利预测

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	2870	3776	4688	5754
现金	547	1195	1661	2203
应收账款	1094	1197	1428	1680
其他应收款	8	21	25	26
预付账款	102	107	130	153
存货	727	855	977	1162
其他流动资产	393	399	467	530
非流动资产	2821	2523	2176	1824
长期投资	36	34	34	34
固定资产	2121	1911	1651	1366
无形资产	377	337	295	254
其他非流动资产	288	241	195	170
资产总计	5691	6299	6864	7578
流动负债	2437	2792	2955	3228
短期借款	1041	1020	1027	1027
应付账款	663	865	983	1154
其他流动负债	734	907	945	1048
非流动负债	204	171	181	184
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	204	171	181	184
负债合计	2641	2963	3136	3412
少数股东权益	0	0	0	0
股本	1179	1179	1179	1179
资本公积	434	434	434	434
留存收益	1438	1719	2106	2540
归属母公司股东权益	3050	3336	3728	4166
负债和股东权益	5691	6299	6864	7578

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	210	788	599	701
净利润	257	358	495	582
折旧摊销	333	315	323	327
财务费用	95	78	52	30
投资损失	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	-495	68	-300	-272
其他经营现金流	21	-29	28	35
投资活动现金流	-79	13	23	21
资本支出	163	0	0	0
长期投资	0	-2	1	0
其他投资现金流	84	11	23	21
筹资活动现金流	-93	-153	-156	-181
短期借款	22	-21	7	0
长期借款	-180	0	0	0
普通股增加	32	0	0	0
资本公积增加	225	0	0	0
其他筹资现金流	-191	-132	-163	-181
现金净增加额	23	648	466	542

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	5552	6322	7414	8736
营业成本	3840	4276	4970	5913
营业税金及附加	53	53	66	77
营业费用	515	601	727	882
管理费用	735	822	927	1048
财务费用	95	78	52	30
资产减值损失	36	39	40	39
公允价值变动收益	4	5	4	4
投资净收益	1	1	1	1
营业利润	336	458	639	751
营业外收入	11	11	11	11
营业外支出	7	9	9	9
利润总额	340	459	641	754
所得税	83	101	146	172
净利润	257	358	495	582
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	257	358	495	582
EBITDA	764	850	1014	1109
EPS (元)	0.22	0.30	0.42	0.49

主要财务比率

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入	16.3%	13.9%	17.3%	17.8%
营业利润	11.9%	36.3%	39.5%	17.7%
归属于母公司净利润	-2.4%	39.5%	38.3%	17.5%
获利能力				
毛利率(%)	30.8%	32.4%	33.0%	32.3%
净利率(%)	4.6%	4.6%	5.7%	6.7%
ROE(%)	8.4%	10.7%	13.3%	14.0%
ROIC(%)	9.0%	13.0%	16.9%	19.7%
偿债能力				
资产负债率(%)	46.4%	47.0%	45.7%	45.0%
净负债比率(%)	41.19%	36.73%	34.85%	31.96%
流动比率	1.18	1.35	1.59	1.78
速动比率	0.87	1.03	1.24	1.41
营运能力				
总资产周转率	0.98	1.05	1.13	1.21
应收账款周转率	5	5	5	5
应付账款周转率	5.21	5.60	5.38	5.53
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.22	0.30	0.42	0.49
每股经营现金流(最新摊薄)	0.18	0.67	0.51	0.59
每股净资产(最新摊薄)	2.59	2.83	3.16	3.53
估值比率				
P/E	32.00	23.47	16.76	14.37
P/B	2.72	2.49	2.23	1.99
EV/EBITDA	11	10	9	8

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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应聘请法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0003