

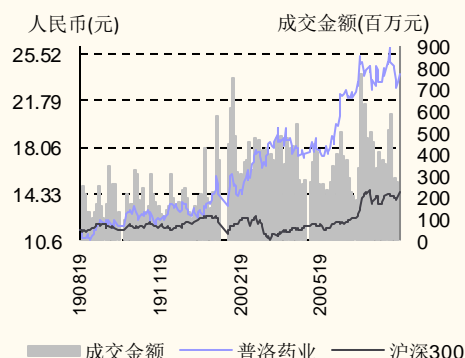
普洛药业 (000739.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 23.91 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	11.79
已上市流通 A 股(亿股)	11.47
总市值(亿元)	281.78
年内股价最高最低(元)	26.14/22.73
沪深 300 指数	4815
深证成指	13742



相关报告

- 1.《公司业绩高速增长, CDMO 与制剂业务增长可期-普洛药业 2020...》, 2020.4.20
- 2.《维持高速增长, CDMO 与制剂业务增长可期-普洛药业公司点评》, 2020.4.20
- 3.《原料药+CDMO+制剂一体化, 提质增效驱动成长-普洛药业深度...》, 2019.9.23

业绩符合预期, CDMO 高速增长, 原料药稳健

公司基本情况 (人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	0.314	0.470	0.638	0.840	1.081
每股净资产(元)	2.84	3.20	3.58	4.08	4.73
每股经营性现金流(元)	0.71	1.15	0.96	1.16	1.33
市盈率(倍)	76.04	50.92	37.48	28.47	22.12
净利润增长率(%)	44.42%	49.34%	35.86%	31.64%	28.71%
净资产收益率(%)	11.08%	14.69%	17.82%	20.56%	22.84%
总股本(百万股)	1,178.52	1,178.52	1,178.52	1,178.52	1,178.52

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 今日, 公司公布 2020 半年报, 实现收入 39.9 亿元、归母净利润 4.3 亿元、扣非归母 4.0 亿元、经营性净现金流 6.5 亿元, 增速分别为 12.5%、52.9%、37.6%、20.8%。疫情影响恢复, 利润端高速增长; Q2 环比加速, CDMO 高速增长, 原料药稳定, 看好中长期公司原料药-制剂一体化战略方向。

经营分析

- **CDMO 业绩高速增长, 原料药及中间体稳健增长:** 公司上半年 CDMO 业务 5.5 亿收入, 同比约 73%; 原料药及中间体业务收入 30.2 亿元, 同比约 15.4%。预计 Q1 公司收入稳健增长, 短期受疫情影响部分承压, Q2 公司环比加速, 疫情影响逐步恢复, 中长期有望受益于 CDMO 及制剂业务驱动。
- **中长期 CDMO 业务将成增长亮点, 加大研发及产能投入:** 公司 CDMO 业务以高端兽药为核心, 与硕腾、默克等头部兽药企业保持长期合作, 客户粘性强、盈利能力高。公司 CDMO 业务已实现从原来“起始原料药+注册中间体”为主的产业模式向“注册中间体+原料药”为主的产业模式转变, 上半年毛利率 40.8%, 同比提 4.9%, 中长期增速可期。
 - 公司 H1 研发费用约 1.86 亿元, 占收入约 4.7%, 同比提升约 21.9%。CDMO 研发人员预计约 150 人, 年底预计扩充到 200 人。另, H1 新增投资 3.5 亿元, 新建 1 个 CDMO 标准化车间及 4 个原料药车间。
- **制剂短期承压, 看好中长期原料药-制剂一体化战略方向:** H1 制剂收入约 3.7 亿元, 同比降 37%, 预计与疫情及个别品种剔除医保影响有关, 短期承压, 中长期看好原料药制剂一体化逻辑及集采带来的增量红利。在原料药优势的品种上布局一致性评价: 公司在抗癫痫第一市占率用药左乙拉西坦片上为首家双规格均通过一致性评价企业, 并集采中标, 将借此契机快速放量。
 - 布局新药及较高壁垒仿制药: 公司盐酸安非他酮缓释片已于 FDA 获批, 随着产能释放将带来制剂板块收入增长。公司潜在 pipeline 较多, 预计未来形成板块效应, 贡献增量业绩, 看好原料药-制剂一体化战略。

投资建议

- 我们看好公司的原料药+CDMO+制剂一体化战略, 预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.64/0.84/1.08 元, 对应 PE 分别为 37.5/28.5/22.1 倍, 维持“买入”评级。

风险提示

- 原料药价格下行风险; 猪瘟持续延长风险; 环保、质量风险; 汇率风险; 药品调出医保目录导致销量下降风险; 管理层减持风险等。

王麟

分析师 SAC 执业编号: S1130520030001
(8621)60230233
wang_lin@gjzq.com.cn

图表 1：普洛药业三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	5,552	6,376	7,211	8,201	9,638	11,438	货币资金	547	644	1,036	1,448	1,686	2,315
增长率		14.9%	13.1%	13.7%	17.5%	18.7%	应收款项	1,387	1,243	1,257	1,841	2,032	2,411
主营业务成本	-3,840	-4,341	-4,877	-5,495	-6,381	-7,453	存货	727	901	993	1,058	1,229	1,435
% 销售收入	69.2%	68.1%	67.6%	67.0%	66.2%	65.2%	其他流动资产	209	287	672	756	787	825
毛利	1,712	2,036	2,334	2,706	3,257	3,985	流动资产	2,870	3,075	3,958	5,104	5,734	6,986
% 销售收入	30.8%	31.9%	32.4%	33.0%	33.8%	34.8%	% 总资产	50.4%	53.5%	60.7%	63.5%	64.6%	69.1%
营业税金及附加	-53	-46	-44	-41	-48	-57	长期投资	36	101	122	122	122	122
% 销售收入	1.0%	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	2,287	2,123	2,018	2,418	2,598	2,563
销售费用	-515	-809	-835	-902	-1,012	-1,190	% 总资产	40.2%	36.9%	30.9%	30.1%	29.3%	25.3%
% 销售收入	9.3%	12.7%	11.6%	11.0%	10.5%	10.4%	无形资产	436	400	362	391	418	445
管理费用	-735	-461	-458	-451	-530	-629	非流动资产	2,821	2,676	2,565	2,931	3,139	3,131
% 销售收入	13.2%	7.2%	6.4%	5.5%	5.5%	5.5%	% 总资产	49.6%	46.5%	39.3%	36.5%	35.4%	30.9%
研发费用	0	-270	-360	-451	-545	-686	资产总计	5,691	5,751	6,523	8,034	8,873	10,117
% 销售收入	0.0%	4.2%	5.0%	5.5%	5.7%	6.0%	短期借款	1,088	614	50	463	189	0
息税前利润（EBIT）	409	450	636	861	1,122	1,423	应付款项	1,149	1,404	2,251	3,039	3,530	4,124
% 销售收入	7.4%	7.1%	8.8%	10.5%	11.6%	12.4%	其他流动负债	201	186	261	313	341	416
财务费用	-95	-2	-13	9	11	35	流动负债	2,437	2,204	2,562	3,815	4,060	4,539
% 销售收入	1.7%	0.0%	0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.3%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-36	-37	-43	-11	-2	-2	其他长期负债	204	203	193	0	0	0
公允价值变动收益	4	-7	-10	0	0	0	负债	2,641	2,406	2,755	3,815	4,060	4,539
投资收益	1	13	-21	0	0	0	普通股股东权益	3,050	3,344	3,768	4,219	4,813	5,577
% 税前利润	0.2%	2.9%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	1,179	1,179	1,179	1,179	1,179	1,179
营业利润	336	491	644	859	1,131	1,456	未分配利润	1,340	1,620	2,019	2,470	3,064	3,828
营业利润率	6.0%	7.7%	8.9%	10.5%	11.7%	12.7%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	4	-28	-10	0	0	0	负债股东权益合计	5,691	5,751	6,523	8,034	8,873	10,117
税前利润	340	462	634	859	1,131	1,456							
利润率	6.1%	7.2%	8.8%	10.5%	11.7%	12.7%							
所得税	-83	-92	-80	-107	-141	-182							
所得税率	24.4%	19.8%	12.7%	12.5%	12.5%	12.5%							
净利润	257	371	553	752	990	1,274							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0							
归属于母公司的净利润	257	371	553	752	990	1,274							
净利率	4.6%	5.8%	7.7%	9.2%	10.3%	11.1%							
现金流量表（人民币百万元）							比率分析						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	257	371	553	752	990	1,274	每股指标						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	0.218	0.314	0.470	0.638	0.840	1.081
非现金支出	369	367	400	218	230	246	每股净资产	2.588	2.838	3.197	3.580	4.084	4.732
非经营收益	80	66	39	65	21	6	每股经营现金净流	0.178	0.707	1.154	0.959	1.159	1.332
营运资金变动	-495	29	368	96	125	43	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.255	0.336	0.432
经营活动现金净流	210	833	1,360	1,131	1,366	1,569	回报率						
资本开支	-80	-80	-25	-622	-436	-236	净资产收益率	8.41%	11.08%	14.69%	17.82%	20.56%	22.84%
投资	0	-85	-360	0	0	0	总资产收益率	4.51%	6.44%	8.48%	9.36%	11.16%	12.59%
其他	1	-14	-56	0	0	0	投入资本收益率	7.46%	9.11%	14.55%	16.09%	19.63%	22.32%
投资活动现金净流	-79	-179	-441	-622	-436	-236	增长率						
股权募资	244	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	16.34%	14.85%	13.08%	13.73%	17.52%	18.67%
债权募资	-207	-474	-564	222	-274	-189	EBIT增长率	30.93%	10.02%	41.42%	35.32%	30.28%	26.83%
其他	-144	-113	-139	-318	-417	-516	净利润增长率	-2.40%	44.42%	49.34%	35.86%	31.64%	28.71%
筹资活动现金净流	-107	-586	-703	-96	-692	-705	总资产增长率	1.28%	1.05%	13.42%	23.18%	10.43%	14.02%
现金净流量	23	67	217	412	238	629	资产管理能力						
							应收账款周转天数	66.3	60.6	51.9	70.0	65.0	65.0
							存货周转天数	67.5	68.5	70.9	71.0	71.0	71.0
							应付账款周转天数	70.1	61.1	70.3	90.0	90.0	90.0
							固定资产周转天数	139.4	112.9	96.1	84.5	71.2	55.7
							偿债能力						
							净负债/股东权益	17.60%	-0.89%	-38.47%	-34.33%	-40.74%	-49.82%
							EBIT利息保障倍数	4.3	184.4	49.5	-97.4	-101.9	-40.4
							资产负债率	46.41%	41.85%	42.23%	47.49%	45.75%	44.87%

来源：公司公告，国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

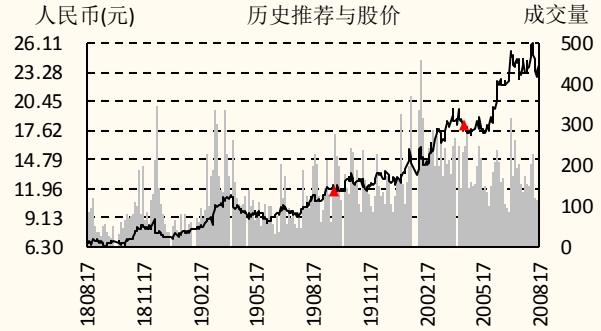
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-09-23	买入	12.40	14.43~14.43
2	2019-10-20	买入	13.53	N/A
3	2020-04-20	买入	17.73	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH