

证券研究报告—深度报告

医药保健

制药与生物

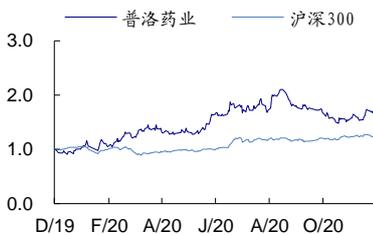
普洛药业(000739)

买入

合理估值: 29.12-36.15 元 昨收盘: 24.55 元 (维持评级)

2020年2月4日

一年该股与沪深300走势比较



股票数据

| | |
|--------------|---------------|
| 总股本/流通(百万股) | 1,179/1,178 |
| 总市值/流通(百万元) | 27,672/27,669 |
| 上证综指/深圳成指 | 3,369/13,692 |
| 12个月最高/最低(元) | 29.10/12.40 |

相关研究报告:

《普洛药业-000739-重大事件快评: 大股东和管理层高比例参与增发彰显信心》
——2015-04-27

证券分析师: 谢长雁

电话: 0755-22940793

E-MAIL: xiecy@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517100003

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度报告

出海先锋军, 兽药排头兵

● 行业: 承接全球高端制造产业转移, 中国原料药步入成长快车道

我国原料药行业正由低附加值中间体及大宗原料药向高附加值特色原料药及专利原料药快速升级换代, 原料药出口金额占全国医药行业总出口金额 700 亿美金的近一半份额, 率先受益全球产业转移。欧美原料药产业步入产能更新周期叠加短期新冠疫情冲击, 正加速全球供给重塑、驱动中国原料药行业步入成长快车道。

● 公司: 出海先锋军, 兽药排头兵

普洛药业以原料药及中间体起家, 逐步向下游拓展, 2017 年正式成立原料药、CDMO、制剂三大事业部。当前公司处在产能与业务的横向、纵向快速成长期, 叠加在原料药领域的成本、管控综合优势, 正迎来新一轮的高增长期。公司 API 业务与 CDMO 业务中兽药项目占比较高, 是这一格局相对优秀、商业模式与人用药有所差异领域的标杆型企业。公司销往海外产品超四成, 位列工信部 2019 年原料药进出口第二位, 未来 3~5 年有望成为原料药、CDMO、制剂三足鼎立的综合性企业。

● 他山之石: Lonza 集团--转型归来, 涅槃重生

纵观国际生物药 CDMO 龙头 Lonza 集团的壮大历程, 其成长经历了五个主要阶段, 完成了从基础化工到精细化工到 CMO/CDMO/原料/制剂全线发展的华丽转型, 成功缔造十年十倍股。类比 Lonza 成长阶段, 公司目前正处收获期伊始。与 Lonza 同一阶段相比, 公司现金流更为优良、负债率更低, 后续发展动力有望更为充足。

● 风险提示: 研发/产能建设/项目拓展不及预期、环保政策超预期、疫情反复风险、产品格局变化带来价格波动

● 投资建议: CDMO 业务高增长, 具长期比较优势, 给予“买入”

新业务进入高速发展期, 公司有望在 3~5 年后成为具备全球成本比较优势的高端制造业代表企业。预计公司 2020~2022 年归母净利润为 8.2/10.0/12.9 亿元, 同比增长 49%/22%/29%, 对应当前股价 PE 为 35/29/22X。综合相对估值与绝对估值, 公司合理股价在 29.12~36.15 元, 上涨空间 19%-47%, 对应 21 年 PE 为 34~43X, 给予“买入”评级。

盈利预测和财务指标

| | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 营业收入(百万元) | 6,376 | 7,211 | 7,908 | 9,267 | 10,808 |
| (+/-%) | 14.9% | 13.1% | 9.7% | 17.2% | 16.6% |
| 净利润(百万元) | 371 | 553 | 823 | 1000 | 1287 |
| (+/-%) | 44.4% | 49.3% | 48.6% | 21.5% | 28.8% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.31 | 0.47 | 0.70 | 0.85 | 1.09 |
| EBIT Margin | 11.3% | 13.8% | 10.2% | 11.4% | 12.8% |
| 净资产收益率(ROE) | 11.1% | 14.7% | 18.8% | 19.6% | 21.3% |
| 市盈率(PE) | 71.6 | 47.9 | 32.3 | 26.5 | 20.6 |
| EV/EBITDA | 27.6 | 21.7 | 28.8 | 23.5 | 18.9 |
| 市净率(PB) | 7.93 | 7.04 | 6.06 | 5.20 | 4.39 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

公司当前主业为原料药及中间体，部分新业务来自于 CDMO 和制剂业务，预计未来主业维持稳定增长、新业务有望进入高速发展期，在 3~5 年后成为具备全球成本比较优势的高端制造业代表企业。预计公司 2020~2022 年营业收入为 79.1/92.7/108.1 亿元，同比增长 10%/17%/17%，归母净利润为 8.2/10.0/12.9 亿元，同比增长 49%/22%/29%，对应当前股价 PE 为 35/29/22X。综合相对估值与绝对估值，公司合理股价在 29.12~36.15 元，上涨空间 19%-47%，对应 21 年 PE 为 34~43X，给予“买入”评级。

核心假设与逻辑

第一，原料药及中间体业务：格局良好、稳健成长，预计 2020-2022 年维持 10-15% 营收增速，规模化效应下利润增速将超过收入增速。 API 板块目前贡献了公司七成以上营收及一半以上净利润，品种以抗感染、精神类、心脑血管类为主，具备多科室、多产品优势；重心在抗感染部分，侧重在头孢、青霉素类产品，实现了从中间体（包括侧链）到关键中间体、原料药到制剂的一体化。受益于全球产业转移、产品品类优势、集中度提升下强势品种高增长、新品推出及放量，原料药及中间体板块营业收入有望保持 10%-15% 平稳增长，规模化效应下利润增速超过收入增速。

第二，CDMO 业务：高速成长，贡献核心利润增长点，预计 2020-2022 年维持 35%-55% 营收增速，三年内有望实现 20-30 亿营收规模，和龙头差距逐渐缩小，考虑到市场对公司 CDMO 板块认知尚不充分，该板块是当前公司投资的最大亮点。 公司从“起始原料+注册中间体”逐步向“注册中间体+原料药”转型，价值链拓展成效初现，收获期已至；差异化布局兽药领域，CDMO 兽药项目占比超四成，在质量、技术、客户等多方面具领先优势；国外项目稳步推进，国内项目加速拓展，前期项目高速增长，2019 年 11 月到 2020 年 10 月公司 CDMO 前期项目从 30 个快速增长至 86 个，彰显了公司优秀的 BD 能力，也为后续业绩提供了更强的确定性；研发实力快速增强，布局上海、横店两大研发中心，研发人员数目从 2019 年 4 月约 100 人增加至 2020 年 11 月约 160 人，扩张迅速，储备充足；产能建设加速，未来 3-4 年进入新一轮产能投入阶段，有望在 2024 年全部建设完成，总投入预计 20-30 亿，有望为项目提供有力支撑。我们认为 CDMO 是公司发展最快的业务板块，有望成为公司未来 5 年的核心利润增长点。

第三，制剂业务：短期受限疫情，长期稳健成长，随着一致性评价及美国 ANDA 项目的获批及放量、新药项目的稳步推进，产品结构有望得到改善、增长或将提速。 公司试水新药，索法地尔进入 III 期，后续管线稳步推进；公司制剂板块定位成本优势型、高技术壁垒型、OTC 型三大领域，其中高端剂型布局领先，已有多个缓释剂上市或收审，一致性

评价与 ANDA 申报加速，未来有望实现 ANDA 申报 1~2 项/年、仿制药 + 新四申报 ≥ 3 项/年。

与市场的差异之处

- 第一，** 市场认为公司定位为传统原料药及中间体生产企业，且成长性有限，我们认为：公司正处在由原料药及中间体业务向 CDMO、制剂业务延伸拓展的转型期，其新业务占比不断提高。公司 CDMO 业务高速增长，贡献核心利润增长点，预计 2020-2022 年维持 35%-55% 营收增速，三年内有望实现 20~30 亿营收规模，和龙头差距逐渐缩小，考虑到市场对公司 CDMO 板块认知尚不充分，该板块是当前公司投资的最大亮点，其对公司营收及利润的贡献占比有望快速提升。制剂业务短期受限疫情，长期稳健成长，随着一致性评价及美国 ANDA 项目的获批及放量、新药项目的稳步推进，产品结构有望得到改善、增长提速。
- 第二，** 市场对于制造型企业的长期经营性现金流、ROIC 及商业模式有所质疑，忽略公司在研发、生产、环保、技术、管控等方面的综合壁垒，我们认为：区别于高度竞争化的大宗原料药行业，公司 API 及中间体业务定位高端制造，提前布局，成功铸造安全、环保、质量、产能等多方壁垒；同时，公司通过常规业务搭建合作平台，与客户建立持久信赖关系，覆盖的大客户包括辉瑞、诺华、默克、阿斯利康、吉列德、Lonza 等，商业模式优良，可持续性 & 成长性强；现金流呈现良好态势，经营性现金流充足，长期来看，收现比、净现比整体处于较高水平。
- 第三，** 市场认为公司当前的良好业绩表现主要是受益于海外新冠疫情持续所带来的订单转移，随着未来疫苗的普及、各国防疫措施完善，公司增速将有所放缓。我们认为，此观点忽略了全球产业转移的中长期趋势及疫情之外公司近年来的良好业绩表现，从 2015 年到 2019 年，公司归母净利润由 2.08 亿元增长至 5.53 亿元，四年复合增速 27.7%，非疫情环境下仍然具备较高的增速和较强的成长性。
- 第四，** 公司差异性地布局兽药领域，其中 CDMO 业务兽药占比超 40%，结合国内较为分散的格局，市场认为兽药项目体量小、门槛低、竞争激烈。我们认为：1) 兽药项目生命周期通常 > 30 年，从单个兽药原料药品种的全生命周期考虑，其价值量有望超越人用药项目，具备长期稳健性；2) 国内兽药技术及质量要求较低，但从全球范围考虑，规范市场已建立完善的兽药管理体系，行业门槛高；3) 由于行业壁垒的限制，规范市场兽药原料药行业竞争有序，产品细分、格局良好。

公司有望伴随兽药行业享受差异化布局红利，其兽药业务优势明显：1) 从质量体系来看，公司兽药产品内部采用人用药同一标准，获批 FDA VMF (Veterinary Master File, 兽药主文件, FDA 要求提供的生产设施、工艺、原材料以及制作、封装、储存等用于兽药产品申请的信息) 数量处于国内第一梯队；2) 开展兽药业务时间长，与主要兽药企业建立了良好合作关系，认可度逐步加深，并有望向高附加值宠物用药拓展；3) 自有兽药项目与兽药 CDMO 项目相辅相成，技术领先。

股价变化的催化因素

- 第一， CDMO 新项目拓展加速， 存量项目快速推进。
- 第二， 产能扩建阶段性完成， 慢病管线放量， API 注册及质量认证加速。
- 第三， ANDA/一致性评价/新药项目进展， 安非他酮缓释片放量。

核心假设或逻辑的主要风险

- 第一， **估值的风险。**我们结合相对估值与绝对估值方法计算得出公司的合理估值在 29.12-36.15 元之间， 但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的， 相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较， 选取了可比公司 2021 年预测 PE 做为相对估值的参考， 同时考虑公司的行业地位、 公司成长性， 对行业平均 PE 进行修正， 可能未充分考虑可比公司业务差异或市场整体估值偏高的风险。
- 第二， **盈利预测的风险。**包含但不限于： 1) 研发团队招募及产能扩建不及预期： 上海及横店 CDMO 研发中心人员招募推进缓慢， 产能建设与资本投入不及预期； 2) CDMO 新项目拓展不及预期， 存量项目推进不及预期， 与大客户加深合作不及预期， 兽药项目推进不及预期； 3) 研发失败， ANDA/一致性评价/新药项目申报及获批进展不及预期， 安非他酮缓释片美国销量不及预期。
- 第三， **政策风险。**医保政策方面： 公司制剂板块以普药品种为主， 如若集采超预期， 将对公司业绩带来较大影响。 环保政策方面： 公司采用“资本投入+工艺改进”双管齐下的策略， 布局领先， 如若环保政策超预期， 仍将有可能对公司产生负面影响， 存在可能的罚款、 停产、 再投入等风险。

内容目录

| | |
|---------------------------------------|-----------|
| 概况：三条主线，多地布局 | 10 |
| 发展历程：中间体起家，下游勤拓展 | 10 |
| 公司治理：构架清晰，管理层植根公司 | 11 |
| 股权结构：员工持股，高管增持 | 12 |
| 研发创新：一大院所，三个中心 | 13 |
| 原料药及中间体：深耕细作，创业之本 | 16 |
| 行业：承接全球产业转移，中国原料药步入成长快车道 | 16 |
| 公司：老牌原料药企，营收占比超七成 | 20 |
| 主要品类：抗感染、心脑血管、精神及兽药原料药中间体 | 22 |
| 竞争格局：产品细分，生态良好 | 23 |
| 抗感染：市场规模庞大，但整体增速趋缓 | 24 |
| 主要逻辑：出口增长、品类优势、集中度提升&新品放量 | 26 |
| CDMO：开疆拓土，发展之源 | 31 |
| 化学生物双轮驱动，由前向后价值升级 | 31 |
| 先进制造（Manufacture）是基础 | 31 |
| 研发（Development）看未来 | 33 |
| 开拓差异化，兽药占比高 | 35 |
| 看好公司兽药 CDMO：客户好、存量稳、利润足、格局优 | 37 |
| 小结：未来已来，将至已至 | 40 |
| 制剂：普药为主，创新为辅 | 42 |
| 普药品种丰富 | 42 |
| 定位清晰，步伐加快 | 42 |
| 大品种：左乙拉西坦、乌苯美司 21 年有望好转，但长期前景有限 | 44 |
| 展望：新品获批、新药试水&安非他酮放量 | 45 |
| 小结：关注申报节奏与临床进展 | 46 |
| 他山之石：Lonza 集团--转型归来，涅槃重生 | 47 |
| 全球生物药 CDMO 龙头企业 | 47 |
| 华丽转型成就 Lonza 十年十倍股 | 48 |
| 类比国际龙头，普洛药业正处收获期初始阶段 | 50 |
| 财务：稳健增长，出口放量 | 52 |
| 利润端增速高于收入端 | 52 |
| 海外业务占比高 | 55 |
| 资产负债表分析 | 56 |
| 盈利预测、估值与投资建议 | 57 |
| 盈利预测：利润端三年复合增速超 30% | 57 |
| 相对估值：355-412 亿元 | 59 |
| 绝对估值：331-440 亿元 | 63 |
| 投资建议 | 64 |
| 风险提示 | 64 |
| 附表：财务预测与估值 | 65 |
| 国信证券投资评级 | 66 |
| 分析师承诺 | 66 |

| | |
|-------------------|----|
| 风险提示 | 66 |
| 证券投资咨询业务的说明 | 66 |

图表目录

| | |
|---------------------------------------------|----|
| 图 1: 普洛药业发展历程..... | 10 |
| 图 2: 普洛药业主业构成..... | 11 |
| 图 3: 普洛药业产业布局..... | 11 |
| 图 4: 普洛药业组织架构..... | 12 |
| 图 5: 普洛药业股权结构..... | 13 |
| 图 6: 优胜美特药物研究院研究方向..... | 14 |
| 图 7: 普洛药业技术人员数目及占比(人, %)..... | 15 |
| 图 8: 普洛药业生产人员数目及占比(人, %)..... | 15 |
| 图 9: 员工人数及人均薪酬(人, 万元)..... | 15 |
| 图 10: 原料药及中间体与上下游的关系..... | 16 |
| 图 11: 原料药及中间体与上下游的关系..... | 16 |
| 图 12: 全球仿制药及生物类似物市场情况(亿美元, %)..... | 17 |
| 图 13: 2009-2018 美国仿制药处方情况(%)..... | 17 |
| 图 14: 2012-2018 年全球原料药市场情况(亿美元, %)..... | 17 |
| 图 15: 2018 年全球化学原料药应用领域(%)..... | 17 |
| 图 16: 2012-2018 年中国化学原料药工业销售收入变化(亿元、%)..... | 18 |
| 图 17: 2018 年中国医药出口商品分类统计(亿美元)..... | 18 |
| 图 18: 2019 年中国医药出口商品分类统计(亿美元)..... | 18 |
| 图 19: 原料药及中间体生产企业的核心竞争力..... | 19 |
| 图 20: 中国化学药品原药产量情况(万吨, %)..... | 20 |
| 图 21: 化学药品原药销售量及产效率(累计值, 万吨, %)..... | 20 |
| 图 22: 10 家样本特色原料药企业营收情况(亿元, %)..... | 20 |
| 图 23: 10 家样本特色原料药企业归母净利润情况(亿元, %)..... | 20 |
| 图 24: 原料药及中间体(含 CDMO) 营收情况(亿元、%)..... | 21 |
| 图 25: 普洛药业营收占比情况(%)..... | 21 |
| 图 26: 得邦制药营收情况(亿元, %)..... | 21 |
| 图 27: 得邦制药净利润情况(亿元, %)..... | 21 |
| 图 28: 康裕制药营收情况(亿元, %)..... | 21 |
| 图 29: 康裕制药净利润情况(亿元, %)..... | 21 |
| 图 30: 普洛药业原料药及中间体业务(含 CDMO) 营收构成情况(亿元)..... | 22 |
| 图 31: 抗感染药物分类..... | 24 |
| 图 32: 2018 年我国抗菌素药物市场各类分布情况..... | 26 |
| 图 33: 13-18 我国人用抗生素市场规模情况(亿美元, %)..... | 26 |
| 图 34: 四环素衍生物及其盐出口量情况(吨, %)..... | 26 |
| 图 35: 四环素衍生物及其盐出口金额情况(亿元, %)..... | 26 |
| 图 36: 头孢拉啶及其盐出口量情况(吨, %)..... | 27 |
| 图 37: 头孢拉啶及其盐出口金额情况(亿元, %)..... | 27 |
| 图 38: 其他头孢菌素及其衍生物出口量情况(吨, %)..... | 27 |
| 图 39: 其他头孢菌素及其衍生物出口金额情况(亿元, %)..... | 27 |
| 图 40: 出口单价变化情况(单位: 万元/吨)..... | 27 |

| | |
|-------------------------------------------------------|----|
| 图 41: 14-18 我国头孢菌素类制剂市场销售情况 (亿元, %) | 28 |
| 图 42: 14-18 我国碳青霉烯类制剂市场销售情况 (亿元, %) | 28 |
| 图 43: 14-18 我国喹诺酮类制剂市场销售情况 (亿元, %) | 28 |
| 图 44: 12-19 我国氟胞嘧啶销售情况 (万元, %) | 28 |
| 图 45: 普洛药业羧酸销量预测 (亿元, %) | 29 |
| 图 46: 普洛药业从工艺源头解决环保问题 (以头孢地尼为例) | 32 |
| 图 47: 普洛家园、普洛得邦多功能车间产能情况 | 33 |
| 图 48: 普洛药业已实现多类高难度化学反应的商业化生产 | 34 |
| 图 49: 全球兽药行业市场规模 (亿美元, %) | 36 |
| 图 50: 中国兽药行业市场规模 (亿元, %) | 36 |
| 图 51: 2019 年我国兽药各产品销售收入情况 (亿元, %) | 36 |
| 图 52: 代表性兽用药企业净利率水平 (%) | 38 |
| 图 53: 代表性人用药企业净利率水平 (%) | 38 |
| 图 54: 代表性兽用药企业 ROE 水平 (%) | 38 |
| 图 55: 代表性人用药企业 ROE 水平 (%) | 38 |
| 图 56: 代表性兽用药企业 ROA 水平 (%) | 39 |
| 图 57: 代表性人用药企业 ROA 水平 (%) | 39 |
| 图 58: 兽用原料药竞争格局 (仅讨论国内企业) | 40 |
| 图 59: 高端剂型开发难点 | 43 |
| 图 60: 普洛药业左乙拉西坦样本医院销售额 (万元, %) | 44 |
| 图 61: 普洛药业乌苯美司胶囊销售额 (亿元, %) | 45 |
| 图 62: Lonza 集团营业总收入情况 (CHF 亿元, %) | 47 |
| 图 63: Lonza 集团净利润情况 (CHF 亿元, %) | 47 |
| 图 64: Lonza 主营业务构成 | 48 |
| 图 65: 2019 年全球生物药 CDMO 竞争格局 | 48 |
| 图 66: Lonza 集团 (LONN.SIX) 资本性支出与现金净流量情况 (CHF 亿元) | 50 |
| 图 67: Lonza 集团 (LONN.SIX) 股价走势与瑞士 SMI 指数 (SSMI.GI) 走势 | 50 |
| 图 68: Lonza 集团与普洛药业各阶段资本性支出对比 (亿) | 51 |
| 图 69: 普洛药业与 Lonza 净现比情况 (%) | 51 |
| 图 70: 普洛药业与 Lonza 资产负债率情况 (%) | 51 |
| 图 71: 普洛药业营业收入情况 (百万元, %) | 52 |
| 图 72: 普洛药业净利润情况 (百万元, %) | 52 |
| 图 73: 普洛药业单季度营业收入情况 (百万元, %) | 52 |
| 图 74: 普洛药业单季度净利润情况 (百万元, %) | 52 |
| 图 75: 普洛药业利润率情况 (%) | 53 |
| 图 76: 普洛药业费用率情况 (%) | 53 |
| 图 77: 普洛药业单季度毛利率情况 (%) | 53 |
| 图 78: 普洛药业周转率情况 | 54 |
| 图 79: 普洛药业人均创收、人均创利及人均薪酬情况 (万元) | 54 |
| 图 80: 普洛药业现金流情况 | 55 |
| 图 81: 普洛药业中国大陆业务营收情况 (亿元, %) | 55 |
| 图 82: 普洛药业非中国大陆业务营收情况 (亿元, %) | 55 |
| 图 83: 普洛药业营业收入占比情况 | 56 |
| 图 84: 普洛药业资产负债表 19 年末与 14 年末的差值 (百万元) | 56 |

图 85: 普洛药业与可比公司 ROE 情况 (%) 60

| | |
|---------------------------------------------|----|
| 表 1: 普洛药业 19 年员工持股计划情况 | 13 |
| 表 2: 东阳市人才政策..... | 14 |
| 表 3: 中、印、欧美原料药行业优劣势比较..... | 18 |
| 表 4: 普洛药业主要原料药项目分布 | 22 |
| 表 5: 普洛药业中间体项目分布..... | 23 |
| 表 6: 普洛药业主要 API 管线布局 (部分) | 23 |
| 表 7: 抗生素的分类及代表性药物..... | 25 |
| 表 8: 普洛药业抗生素产品情况 | 29 |
| 表 9: 普洛药业新品举例..... | 30 |
| 表 10: 普洛药业上榜浙江省第一批现代服务业与先进制造业深度融合试点单位 | 31 |
| 表 11: 普洛药业原料药项目质量标准与注册认证情况..... | 32 |
| 表 12: 普洛药业 CDMO 研发人员增长情况..... | 34 |
| 表 13: 普洛药业与代表性 CDMO 企业项目数比较 | 35 |
| 表 14: 普洛药业 CDMO 项目快速增长 | 35 |
| 表 15: 普洛药业的主要兽药产品..... | 36 |
| 表 16: 普洛药业兽药项目质量标准与注册认证情况 | 37 |
| 表 17: 兽药 TOP 10 公司及其 19 年营收情况 (百万美元) | 37 |
| 表 18: 兽用原料药 vs 人用原料药 | 39 |
| 表 19: 普洛药业获批 VMF 产品情况 | 40 |
| 表 20: 普洛药业部分品种样本医院销售额 (万元) | 42 |
| 表 21: 普洛药业主要子公司临床申请与一致性过评情况..... | 43 |
| 表 22: 普洛药业收审情况..... | 44 |
| 表 23: 普洛药业已报审及新获批品种情况..... | 45 |
| 表 24: Lonza 集团发展历程..... | 49 |
| 表 25: 普洛药业 CDMO 板块收入拆分 (亿元, 个, %) | 58 |
| 表 26: 普洛药业制剂业务收入预测 (亿元, %) | 59 |
| 表 27: 普洛药业 20-22 盈利预测 (亿元, %) | 59 |
| 表 28: 原料药与中间体板块可比公司比较..... | 60 |
| 表 29: CDMO 板块与可比公司比较..... | 61 |
| 表 30: 普洛药业相对估值..... | 63 |
| 表 31: 绝对估值法主要假设 | 63 |
| 表 32: 普洛药业未来十年预测及 FCFF 估值 | 63 |
| 表 33: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (人民币) | 64 |

概况：三条主线，多地布局

发展历程：中间体起家，下游勤拓展

早期主要从事医药中间体生产，后逐步拓宽产业链布局，2019年位列工信部原料药进出口第二位。公司发展历史最早要追溯到1989年，横店工业总公司先后投资设立了东阳市制药化工厂、东阳市有机合成化工厂、永安化工厂，开始生产医药中间体。公司通过实施重大资产重组，完成了横店集团医药资产整体上市。横店集团以部分医药产业资产置换，实现“借壳上市”。实施组织管理结构和发展战略重大调整，实行“职能+事业部”的统一管理模式。

图1：普洛药业发展历程



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

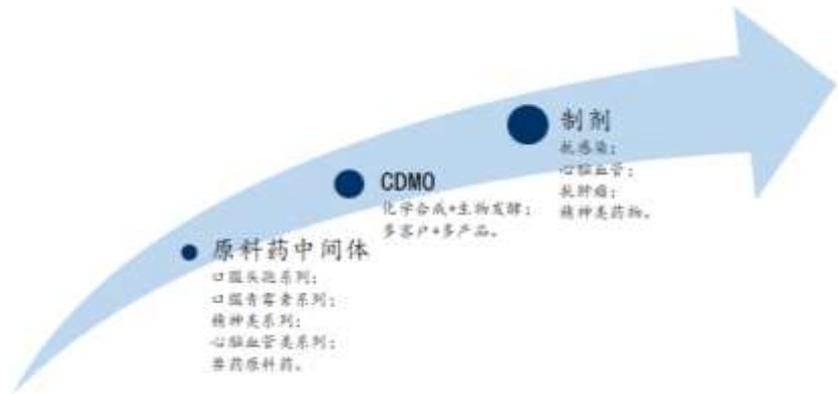
实行“做精原料、做强 CDMO、做优制剂”发展战略：

1) 原料药中间体：建立了富有竞争力的技术、EHS 和质量三大管理体系，已逐步在成本、质量、技术方面形成了较强的市场竞争优势。同时积极实施国际化发展战略，在美国、香港设立了业务分支机构，为国内外主流药企提供优质服务并建立长期合作关系。

2) CDMO（合同研发生产服务）：具备“化学合成+生物发酵”双轮驱动的技术能力和“多客户、多产品”的竞争优势，主要工厂都获得美国 FDA、日本 PMDA、欧盟认证，已经成为部分国际领先的大型药企的战略供应商，具备国内外大型创新药企的合格供应商的资质。公司不断加大 CDMO 研发投入，CDMO 业务已经实现“起始物料+注册中间体”向“注册中间体+原料药”模式的转变。

3) 制剂：坚持“仿创结合”，目标在抗感染、心脑血管、抗肿瘤和精神类药物领域逐步发展优势品种。公司积极适应医药新政变化，建立有中间体原料药、制剂一体化优势的品种，大力开展仿制药一致性评价，积极开拓制剂国际化市场：左乙拉西坦片视同通过仿制药一致性评价，并在 2019 年国家药品集中采购中中标；盐酸安非他酮缓释片获美国 FDA 批准。

图 2: 普洛药业主业构成



资料来源:公司公告、公司官网,国信证券经济研究所整理

八座城市均有布局。公司旗下有原料药中间体生产工厂 7 家(化学合成 5 家,生物发酵 2 家)、制剂生产工厂 3 家(含中药 1 家)、制剂销售公司 1 家,基本形成了从关键中间体到原料药到制剂的全产业链发展模式;进出口贸易公司 1 家。生产基地分布在浙江东阳、山东潍坊、安徽东至、浙江衢州;横店总部、杭州、上海和成都设立研发机构,专注于药物合成、生物制药技术以及制药工程技术的研究与开发。

图 3: 普洛药业产业布局



资料来源:公司官网,国信证券经济研究所整理

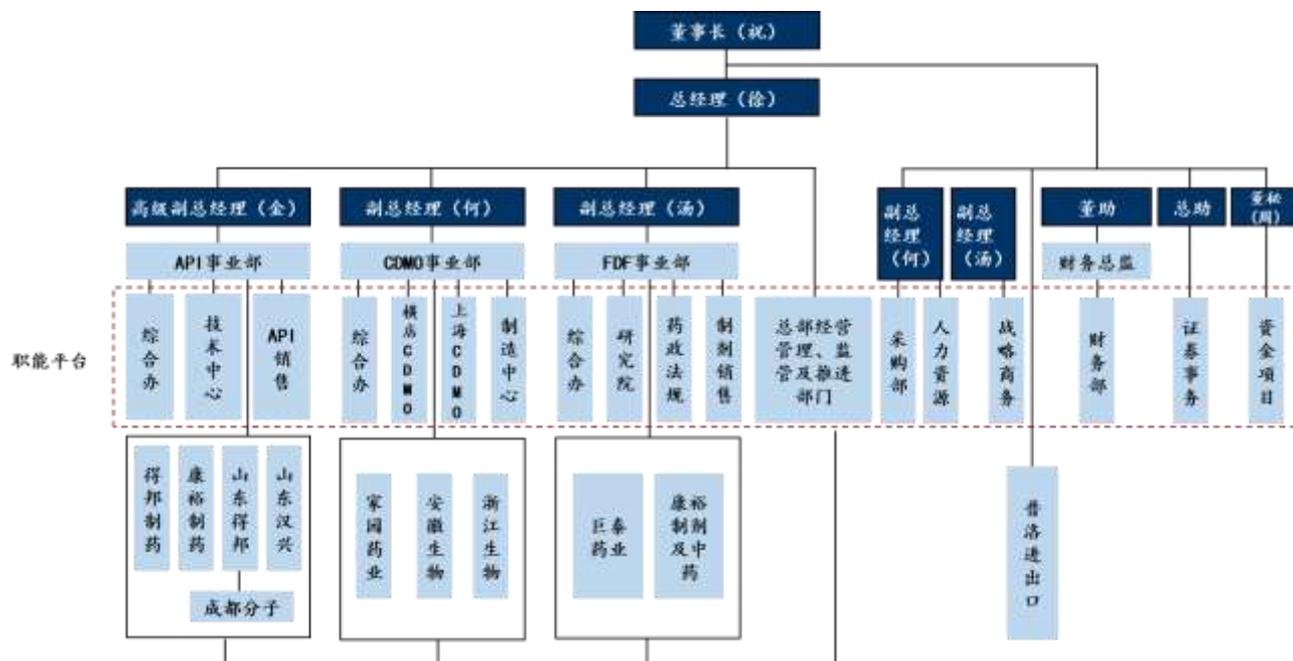
公司治理: 构架清晰, 管理层植根公司

高管经验丰富, 董事长祝方猛为公司效力 20 余年。公司主要高级管理人员具备丰富的企业管理、化学制药等方面的工作经验, 植根公司, 便于贴合企业实际做出管理经营决策。**现任董事长祝方猛先生,**浙江大学(原杭州大学)化学分析硕士学位,1997 年研究生毕业即加入公司,从化工进出口基层业务做起;2010 年从杭州调入横店,由贸易业务管理转型企业综合管理,临危受命担任得邦制

药董事长，两年时间让企业转亏为盈；2013年底，得邦制药、家园化工合并管理，祝方猛再次挑起重担；2017年底，祝方猛担任董事长、总经理（后辞去总经理职位），并兼任控股子公司浙江横店普洛进出口有限公司（以下简称“普洛进出口”公司）总经理。总经理徐新良先生，1992年中科大化学系本科毕业后加入公司，从技术员、车间主任、研发等各岗位走上管理岗。原料药事业部总经理金旻先生，1994年北航毕业，加入公司后从原料药销售管理岗位一直走向现在的综合管理岗位，在公司拥有26年工作经历。CDMO事业部总经理何春先生，毕业于浙江工业大学，1998年加入公司，从基层技术、生产、环保岗位逐步走上综合岗位。制剂事业部总经理汤二庆先生，从美国密苏里大学硕士毕业后在施贵宝工作，2009年加入公司工作至今。

采用“职能+事业部”统一管理模式，权责分明。2017年底，公司进行组织变革，实行合并统一的管理模式，形成一体化的医药产业平台，以适应行业发展需要，现已形成“职能+事业部”的统一管理模式，形成了API、CDMO、FDF（finished dosage form，制剂）三大事业部。目前，API事业部由高级副总经理金旻先生负责，主要下属公司有浙江普洛得邦制药有限公司（以下简称“得邦制药”）、浙江普洛康裕制药有限公司（以下简称“康裕制药”）、山东普洛得邦医药有限公司（以下简称“山东得邦”）、山东汉兴医药科技有限公司（以下简称“山东汉兴”）；CDMO事业部由副总经理何春先生负责，主要下属公司有浙江普洛家园药业有限公司（以下简称“家园药业”）、安徽普洛生物科技有限公司（以下简称“安徽生物”）、浙江普洛生物科技有限公司（以下简称“浙江生物”）。FDF事业部由副总经理汤二庆先生负责，主要负责浙江巨泰药业有限公司（以下简称“巨泰药业”）、康裕制药制剂部分及中药等。普洛进出口由董事长祝方猛先生直接管理。

图 4：普洛药业组织架构



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

股权结构：员工持股，高管增持

员工持股，利益绑定。公司控股股东为横店集团控股有限公司，1975年创立于中国横店，是一家特大型民营企业，先后经历三次创业，形成了“多元化发展，专业化经营”的发展战略，主要从事电气电子、医药健康、影视文旅、现代

服务等四大产业产品的研发、生产、销售与服务。公司实际控制人为东阳市横店社团经济企业联合会。第一期员工持股计划持有公司 2.77% 股份，覆盖公司董事长祝方猛、总经理徐新良、财务总监张进辉、高级副总经理金旻、董事会秘书周玉旺等核心管理人员及骨干员工 200 余人，员工利益与集团深度绑定。

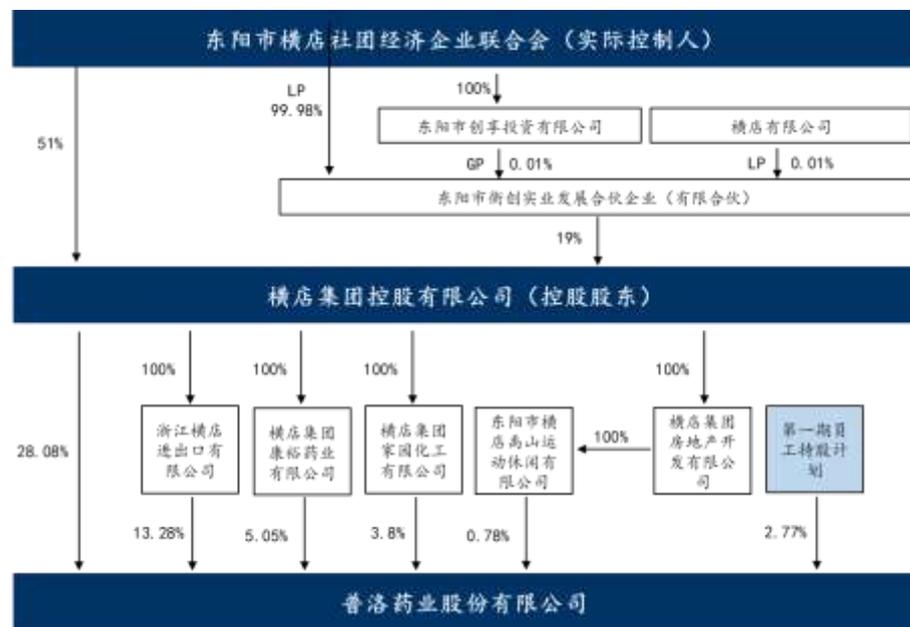
表 1：普洛药业 19 年员工持股计划情况

| 姓名 | 现任职务 (2020-12-31) | 拟认购份额上限 (万份) | 拟认购份额占 19 年持股计划比例 |
|-----------------|----------------------|-----------------|-------------------|
| 祝方猛 | 董事长 | 4286 | 12.25% |
| 徐新良 | 总经理 | 1072 | 3.06% |
| 金旻 | 高级副总经理 | 643 | 1.84% |
| 周玉旺 | 副总经理、董事会秘书 | 214 | 0.61% |
| 张进辉 | 财务总监 | 107 | 0.31% |
| 聂文彬 | 职工监事 | 214 | 0.61% |
| 中层核心管理人员及业务技术骨干 | - | 28464 | 81.32% |
| 合计 | | 35000 | 100% |

资料来源：公司公告、wind，国信证券经济研究所整理

控股股东及董事长增持。2018 年 5 月 17 日至 2019 年 5 月 22 日，横店集团控股有限公司（以下简称“横店控股”）以集中竞价交易方式累计增持 15,962,895 股，占公司总股本的 1.35%。增持后横店控股直接持有公司股份 330,941,729 股，占公司总股本的 28.08%；横店控股及其一致行动人合计持有公司股份 601,170,258 股，占公司总股本 51.01%。2020 年 11 月 2 日，董事长通过集中竞价方式买入公司股份 101,700 股，买入均价 19.91 元/股，交易总额 2,025,116 元。控股股东及董事长增持，彰显其对公司未来发展前景的信心和长期投资价值的认可。

图 5：普洛药业股权结构



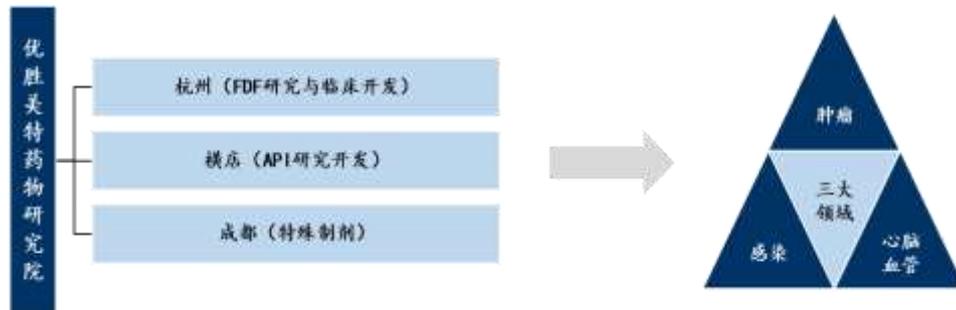
资料来源：公司公告、wind，国信证券经济研究所整理
*截至 2020 年 12 月 31 日

研发创新：一大院所，三个中心

一大院所：优胜美特药物研究院研发人员中硕博士及具有高级技术职称者占比超过 60%。作为普洛药业中央研究院，优胜美特药物研究院位于杭州医药港小镇，现主要分为三部分：杭州研究院主要聚焦于制剂研究与临床开发；横店分

部聚焦于原料药研究开发；成都分部主要从事特殊制剂开发；研究院建筑面积超过一万平方米。研究院目前在研项目 30 多项，涉及肿瘤、感染、心脑血管等疾病领域，逐步形成包括药学研究、临床前研究、临床研究和注册申报的完整研发体系，打造高效的化学创新药平台、高价值仿制药平台及中药经典名方平台等。研究院前拥有研发人员 70 余名，其中硕博及具有高级技术职称人员占比超过 60%，现有核心团队：特聘专家人才 1 人，博士 6 人，其中海归博士 3 人等高端人才作为领军人物，未来研究院拟逐步扩大到 150 左右规模高素质的研发人才团队。

图 6：优胜美特药物研究院研究方向



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理
*截至 2020 年 12 月 31 日

三个中心：原料药技术中心、工程技术中心、CDMO 研发中心。1) 原料药技术中心主要负责路线设计、工艺优化、杂质/晶型研究及中试放大等，是科技部等五部委认定为“国家认定企业技术中心”，设国家级博士后科研工作站、省级院士工作站。2) 工程技术中心包括工程技术实验室，工程转化，工程设计与模拟三个团队，分别与浙江大学、天津大学、浙江理工大学在自动化技术/流体技术、蒸馏技术、晶型研究方面形成合作。3) CDMO 研发中心下辖横店研发部（临床 III 期至商业化生产项目的研究和放大生产）、上海研发部（临床前或临床早期项目的开发以及 FTE 业务）。

东阳人才政策力度大，有利于公司本部人才要素保障。公司总部位于浙江东阳，在杭州、成都、上海多地设立研究机构，以更好地吸引人才。同时，2020 年东阳人才工作加码，也有助于公司本部加强人才要素保障。在东阳市新出台的“人才新政 20 条”中，从住房保障、激励奖励、津贴补助、创业扶持等方面为人才打造全方位的政策体系，大力释放政策“红利”，解决人才的后顾之忧，极大地增强了人才的归属感和幸福感。

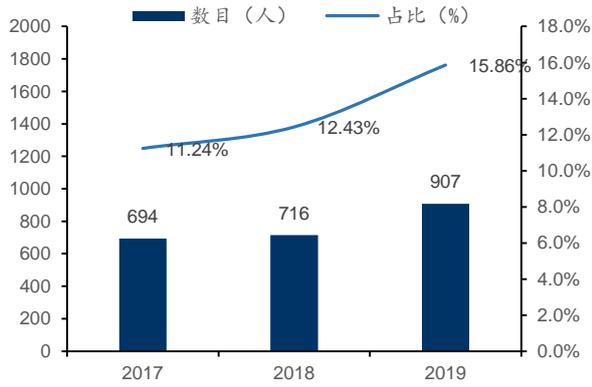
表 2：东阳市人才政策

| 人才层次 | 购房补助 | 租房补助 | 生活津贴 | 引进补贴 | 人才大礼包 |
|----------|-------|---------|-------|--------|--------|
| 博士 | 60 万元 | 3.6 万元 | 12 万元 | 15 万元 | 2000 元 |
| 硕士 | 40 万元 | 2.88 万元 | 6 万元 | 10 万元 | 2000 元 |
| 双一流高校本科 | 20 万元 | 2.16 万元 | - | 8 万元 | 2000 元 |
| 其他普通高校本科 | 10 万元 | 1.8 万元 | - | 4 万元 | 1500 元 |
| 普通高校专科 | - | 1.44 万元 | - | 1.5 万元 | 1500 元 |

资料来源：东阳人才网、公司官方公众号，国信证券经济研究所整理

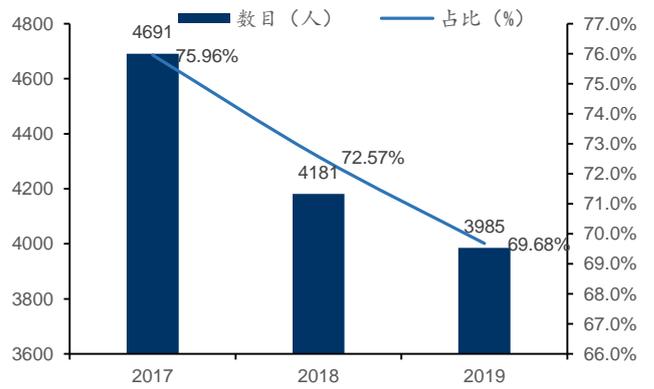
技术人员占比提升。通过自动化、连续化改进和人工效率的提升，公司生产人员数量逐年下降，由 2017 年 4691 人减少至 2019 年 3985 人；同时，大力吸引技术人才，从技术人员比例来看，17-19 年公司技术人员占比由 11.24% 提升至 15.86%。从薪酬水平来看，人均薪酬水平由 2017 年 8.59 万元提升至 2019 年 10.83 万元，年复合 12.3%，体现了员工结构的变化及公司对高端技术人才的重视。

图 7: 普洛药业技术人员数目及占比 (人, %)



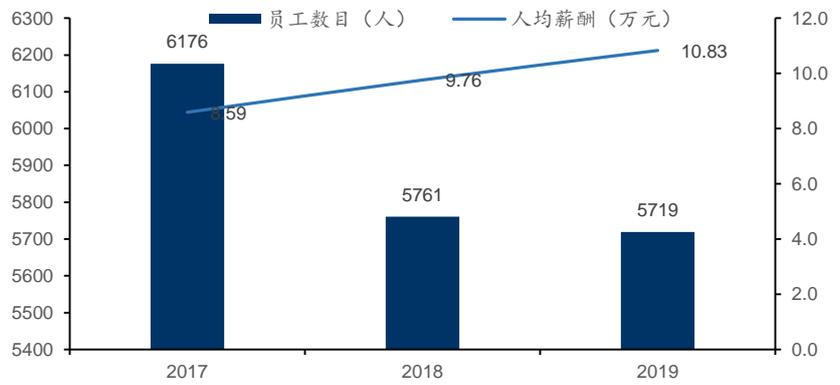
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 8: 普洛药业生产人员数目及占比 (人, %)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 9: 员工人数及人均薪酬 (人, 万元)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

原料药及中间体：深耕细作，创业之本

行业：承接全球产业转移，中国原料药步入成长快车道

原料药行业：上承基础化工，下接化学制剂。化学原料药是指药物活性成分，是构成化学制剂药理作用的基础化学物质，需经过添加辅料等环节进一步加工成化学制剂后，才能直接服用。医药中间体是化学药物合成过程中制成的中间化学品，高级医药中间体往往只需一步到两步化学反应即可合成原料药并最终制成药物成品。从基础化工原料到制成化学制剂需要经过复杂的化学、物理工艺过程，化学原料药及中间体的生产集中了主要的合成工序和技术环节，是化学制药产业发展的前提和重要保障。基础化工原料、医药中间体、化学原料药及化学制剂构成了化学制药行业完整的产业链。

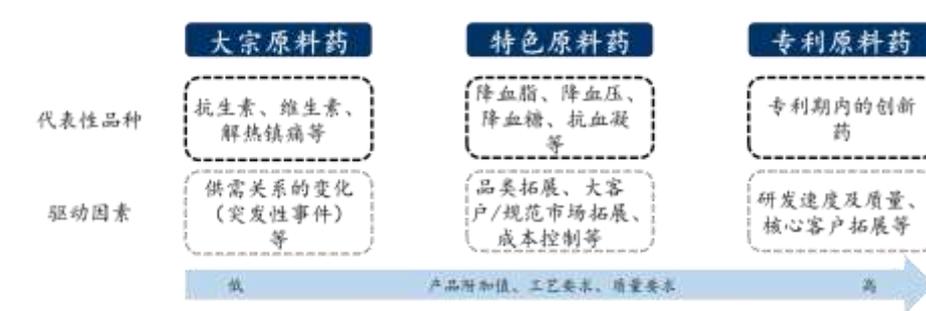
图 10：原料药及中间体与上下游的关系



资料来源：东亚药业招股说明书，国信证券经济研究所整理

分类：大宗原料药、特色原料药、专利原料药。习惯上将原料药按照市场规模和所处阶段划分为大宗原料药、特色原料药和专利原料药。大宗原料药包括部分抗感染类、维生素类、激素类等大吨位、不涉及专利问题的传统化学原料药，厂商之间的生产工艺、技术水平差别不明显，产品附加值相对较低，生产成本控制成为各生产厂商竞争的主要手段，产品价格随市场供需变化而波动。特色原料药包括以抗高血压、抗肿瘤、中枢神经以及降血糖为代表的特色化学原料药，主要用于生产专利到期或即将到期的仿制药，特色原料药市场容量相对较小，对产品质量和工艺技术要求较高，产品附加值较高。专利原料药则用于产品尚未过专利期的创新药品种，附加值更高。

图 11：原料药及中间体与上下游的关系



资料来源：东亚药业招股说明书，国信证券经济研究所整理

医疗控费+创新药到期潮，仿制药规模攀升。一方面，在全球老龄化和诊疗升级的大背景下，各国医疗卫生费用支出持续上升。仿制药具有与原研药相同的药用价值且价格低廉，发展仿制药有利于政府降低财政赤字压力，有助于低收入阶层医疗保障覆盖面进一步扩大。提升仿制药使用比例、降低药价成为各国共同的政策选择。另一方面，从 2009 年起，国际药品市场进入了专利集中到期的窗口，这些药品包含了目前市场上最为畅销的抗肿瘤、心血管以及呼吸系统用药等各大品种，2014 年至 2020 年七年内，有近 2,590 亿美元销售额的原研

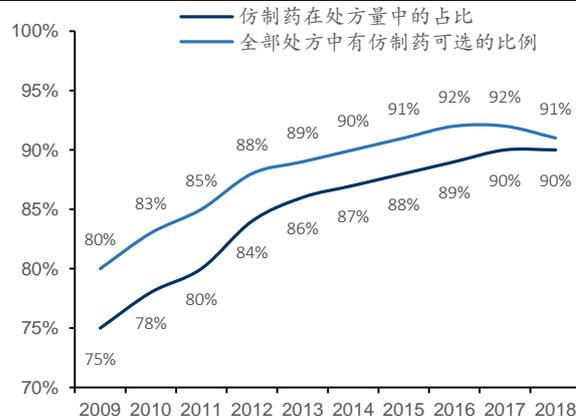
药专利到期。医疗费用控制叠加创新药到期潮，催化全球仿制药市场高速增长。09-18 十年间，美国仿制药在整个处方量中的占比从 75% 稳步上升至 90%，全部处方中有仿制药可选的比例从 80% 上升至 92%。

图 12: 全球仿制药及生物类似物市场情况 (亿美元, %)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 国信证券经济研究所整理

图 13: 2009-2018 美国仿制药处方情况 (%)



资料来源: IQVIA, 国信证券经济研究所整理

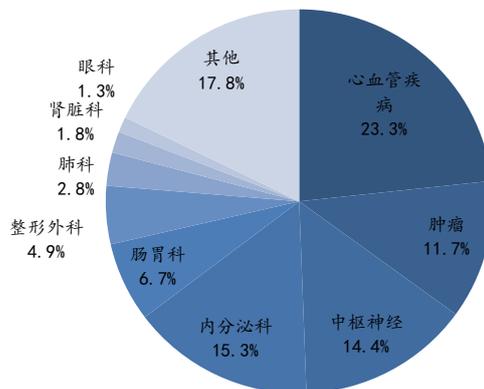
仿制药扩容带动全球原料药行业稳步增长。仿制药品种与数量的上升为原料药市场带来巨大机遇，全球原料药产量不断增长。根据 Mordor Intelligence 统计，2018 年全球原料药市场规模为 1,657 亿美元，预计未来几年全球对原料药的需求将继续保持增长，到 2024 年市场规模将上升至 2,367 亿美元，年复合增长率将超过 6.1%。从疾病领域来看，原料药在心脑血管领域的应用最多，2018 年占比 23.3%，其次为内分泌科 (15.3%)、中枢神经 (14.4%)、肿瘤 (11.7%)、肠胃科 (6.7%)，在上述五大类疾病的应用占比超过七成。

图 14: 2012-2018 年全球原料药市场情况 (亿美元, %)



资料来源: CPA、Mordor Intelligence、东亚药业招股说明书, 国信证券经济研究所整理

图 15: 2018 年全球化学原料药应用领域 (%)



资料来源: 中国化学制药工业协会, 国信证券经济研究所整理

成本、质量、产业链等多重利好，我国具备承接全球原料药产业转移的相对优势。全球高端制造业呈现由欧美向印度、中国等转移的发展趋势，经济整体下行背景下这一表现更为明显。我国具备承接全球原料药产业转移的重要优势：工业体系完善，拥有从化工端到起始物料到中间体的完整布局；工程师红利明显，技术及研发人员逐年攀升，用人成本较低；工艺升级改造加速，质量体系逐渐获得国际认可。承接全球原料药产业转移、由大宗原料药向特色原料药/专利原料药拓展是我国原料药产业的重要趋势。

表 3: 中、印、欧美原料药行业优劣势比较

| 项目 | 中国 | 印度 | 欧美 |
|------|------------------------|-----------------|--------------------|
| 人力成本 | 人力成本低, 技术人才丰富 | 人力成本低, 技术人才丰富 | 人力成本高, 技术人才丰富 |
| 产业链 | 完整的工业体系 | 60~70%中间体需从中国进口 | 工业体系完整, 但面临新一轮投资周期 |
| 环保要求 | 已提高 | 较高 | 高 |
| 质量控制 | 已提升 | 高 | 高 |
| 语言优势 | 英语逐渐普及; 日本业务存在相对优势 | 英语水平高 | 英语水平高 |
| 气候条件 | 温度适宜, 便于生产发酵类产品 | 温度过高 | 温度适宜 |
| 发展趋势 | 承接原料药业务, 并朝原料药-制剂一体化发展 | 朝制剂端发展 | 制剂、原料药业务向外转移 |

资料来源: 国信证券经济研究所整理

行业增速优于全球整体水平。从增速来看, 2012-2018 年中国化学原料药工业销售收入 CAGR 为 11.5%, 显著高于 12-18 年全球原料药市场复合增速 6.6%。

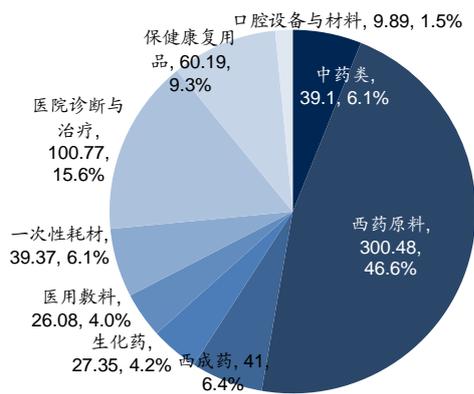
图 16: 2012-2018 年中国化学原料药工业销售收入变化 (亿元、%)



资料来源: 东亚药业招股说明书, 国信证券经济研究所整理

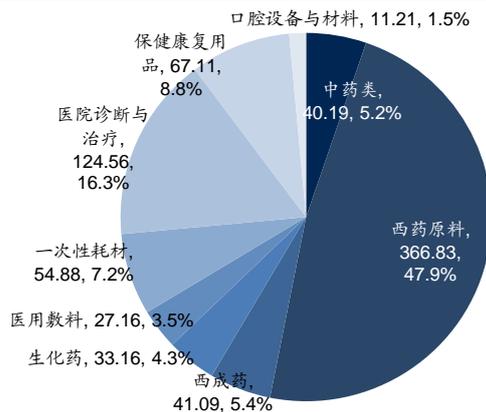
我国原料药出口金额庞大。从出口情况来看, 2018 年我国西药原料出口金额 300.48 亿美元, 占 2018 年中国医药出口总金额的 46.8%, 占比接近一半; 2019 年西药原料出口额进一步增长, 高达 366.83 亿美元, 同比增长 22.1%, 占中国医药出口总金额的比例提升至 47.9%, 同比提升 1.3 个百分点。

图 17: 2018 年中国医药出口商品分类统计 (亿美元)



资料来源: 海关、商务部、中国医疗保健商会, 国信证券经济研究所整理

图 18: 2019 年中国医药出口商品分类统计 (亿美元)



资料来源: 海关、商务部、中国医疗保健商会, 国信证券经济研究所整理

行业壁垒: 技术、客户、成本&合规产能。1) 技术方面, 原料药的生产需要在工程化条件、产品质量、安全性及环保性等方面进行严格的控制, 只有在长期的研发和实践摸索中才能有技术的积累。2) 客户方面, 大型仿制药企、尤其是规范市场的核心仿制药企, 往往对价格的敏感程度较低, 但对原料药的质量、稳定性、企业的长期供货能力有较高要求, 供应商验证耗时长、程序复杂, 不

发生特殊事件通常不会变更原料药供应商，因此，对于原料药企业而言，客户是其重要壁垒之一，先发企业具有显著优势。3) 成本方面，降本增效是一个循序渐进的过程，是技术水平、规模效应、工程化能力、精细化管理能力等多方面因素的日积月累。4) 合规产能方面，环保政策趋紧、GMP 等注册严格化、下游客户要求提高，合规产能具有稀缺性。

图 19: 原料药及中间体生产企业的核心竞争力



资料来源：天宇股份招股说明书，国信证券经济研究所整理

由标准品到非标品，高要求下原料药行业集中度提升是大势所趋。中国过去是非规范市场，近 5 年来改革的核心目标是向规范市场转变，当前仍旧处于转变过程之中。变革之中原料药管理最本质的变化，是将原料药从药品管理文号管理转变成了 DMF 制。文号管理时期，原料药是标准品，其变更简单。而在实际生产过程中，由于工艺、设备、人员等不同，原料药的颗粒度、晶型、杂质谱等方面存在巨大差异。DMF 制度后，原料药成为了非标准品，变更也更为复杂，很多需要通过 CDE 审批，缓控释制剂的原料药变更还需重新做 BE，原料药的质量要求变得更高。国内外对于安全、环保、质量的高要求促使落后产能出清，核心逻辑是推动整个原料药行业大幅集中。

大型/头部原料药企进入增长快车道，营收、利润提升趋势明显。从规模情况来看：根据国家统计局数据，2017 年我国化学药品原药产量 355 万吨，2010-2017 复合增速 9.2%；受环保压力加剧、部分原料药垄断等的影响，2018 年，我国化学药品原药产量仅 230 万吨，同比减少 35.2%；2019 年呈现明显恢复，产量 277 万吨，同比增长 20.2%。从产销率来看：17 年底以来，化学药品原药产销率整体呈现上行趋势，从 2017Q4 的 95.7%上行至 2019Q3 高位 100.5%。从产品结构来看：整体以大宗原料药为主，维生素、抗生素、解热镇痛类等原料药的产量占全球 60%以上，部分产品能达到 80%；但结构调整趋势明显，行业有望朝着特色原料药方向发展。大型或头部企业增速较快，2019 年 10 家样本特色原料药上市公司的收入合计为 330.3 亿，同比增长 14.4%；归母净利润 27.8 亿，同比增长 143.0%，高速增长。

图 20: 中国化学药品原药产量情况 (万吨, %)



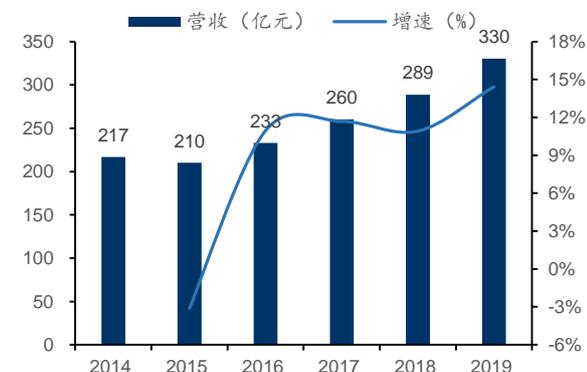
资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图 21: 化学药品原药销售量及产效率 (累计值, 万吨, %)



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

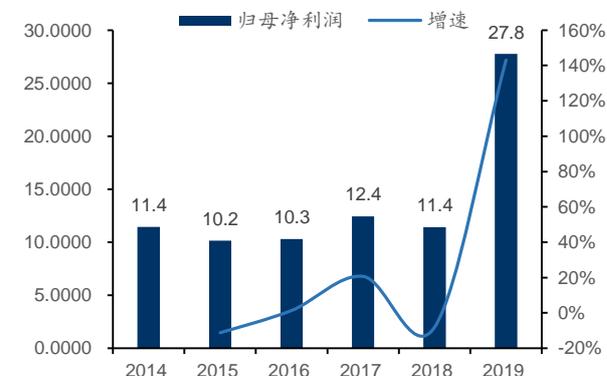
图 22: 10 家样本特色原料药企业营收情况 (亿元, %)



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

*10 家样本企业: 海正药业、普洛药业、仙琚制药、京新药业、九洲药业、天宇股份、润都股份、美诺华、同和药业、奥翔药业

图 23: 10 家样本特色原料药企业归母净利润情况 (亿元, %)



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

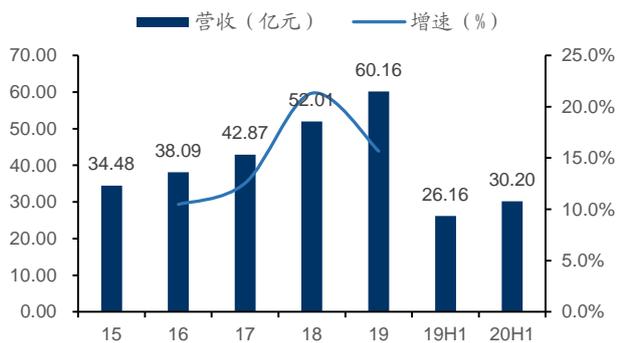
*10 家样本企业: 海正药业、普洛药业、仙琚制药、京新药业、九洲药业、天宇股份、润都股份、美诺华、同和药业、奥翔药业

公司: 老牌原料药企, 营收占比超七成

营收第四、扣非净利润第五。在 SW 化学原料药 33 家公司中, 2019 年公司营业收入排名第四、扣非净利润排名第五, 处于一线龙头地位。

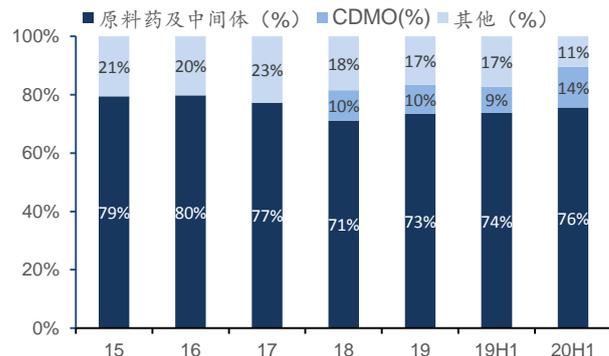
原料药及中间体业务营收占比超七成。公司从 19 年年度报告开始将原料药及中间体业务与 CDMO 业务拆分列示, 而在此之前未进行细分。从收入端来看, 2019 年公司原料药及中间体业务 (含 CDMO) 收入 60.16 亿, 占总营收 73.42%; 2020H1 原料药及中间体业务 (不含 CDMO) 收入 30.20 亿, 占总营收 75.65%, 占比略有提升。

图 24: 原料药及中间体 (含 CDMO) 营收情况 (亿元, %)



资料来源: 公司公告、wind, 国信证券经济研究所整理
*2015-2019 年年报原料药及中间体业务包含了 CDMO 业务, 19H1、20H1 不包含 CDMO 业务

图 25: 普洛药业营收占比情况 (%)



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理
*15、16、17 数据中, 原料药及中间体包含了 CDMO 业务; 18、19、19H1、20H1 数据中, 原料药及中间体不包含 CDMO 业务

API 事业部主要子公司: 得邦制药、康裕制药。从子公司情况来看, API 事业部下辖子公司主要有得邦制药、康裕制药、山东得邦、山东汉兴 4 家, 均为全资子公司; 孙公司主要有横店集团成都分子实验室有限公司 (以下简称“成都分子”)。原料药及中间体业务板块产品包括口服头孢系列、口服青霉素系列、精神类系列、心脑血管类系列和兽药原料药中间体系列。两家公司合计营收由 16 年的 16.8 亿增长至 19 年 19.6 亿, 增速平稳。

图 26: 得邦制药营收情况 (亿元, %)



资料来源: 公司公告、wind, 国信证券经济研究所整理

图 27: 得邦制药净利润情况 (亿元, %)



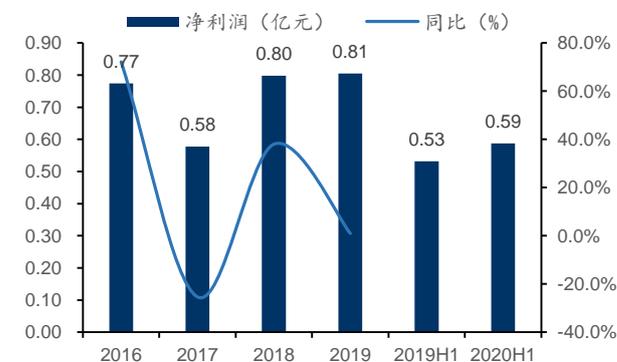
资料来源: 公司公告、wind, 国信证券经济研究所整理

图 28: 康裕制药营收情况 (亿元, %)



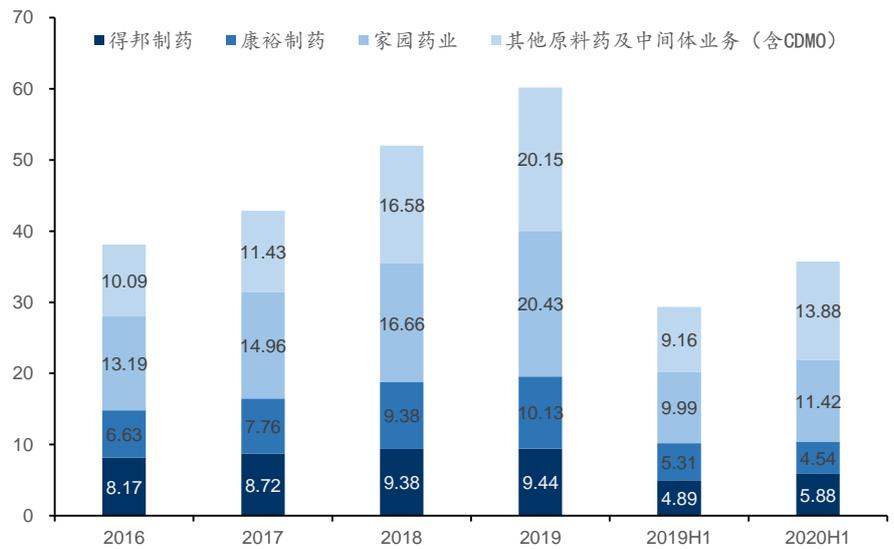
资料来源: 公司公告、wind, 国信证券经济研究所整理

图 29: 康裕制药净利润情况 (亿元, %)



资料来源: 公司公告、wind, 国信证券经济研究所整理

图 30: 普洛药业原料药及中间体业务 (含 CDMO) 营收构成情况 (亿元)



资料来源: 公司公告、wind、国信证券经济研究所整理

主要品类: 抗感染、心脑血管、精神及兽药原料药中间体

主要原料药品类 39 种。根据公司官网信息, 公司原料药品种以抗感染 (头孢系列、口服青霉素系列等)、精神类 (癫痫、抑郁等)、心脑血管类 (沙坦、美托洛尔等) 产品为主, 主要品种共 39 个。从原料药项目的分布情况来看, 39 个项目中有 17 个集中在抗感染领域, 其中抗菌类项目 15 个、抗病毒类 2 个; 心脑血管项目 8 个, 分布在降压、降糖、抗凝、降血脂等各个细分领域; 精神类项目 5 个、哮喘项目 4 个。

表 4: 普洛药业主要原料药项目分布

| 大类 | 小类 | 数目 (个) | 原料药产品 |
|------|------|--------|--------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 抗感染 | 抗菌 | 15 | 多西环素、头孢克肟、头孢地尼、头孢丙烯、头孢他啶、头孢他啶/碳酸钠、头孢西丁钠、头孢唑辛钠、头孢拉定/精氨酸、盐酸头孢他美酯、氟氯西林钠、氧氟沙星、左氧氟沙星、盐酸左氧氟沙星、甲磺酸左氧氟沙星 |
| | 抗病毒 | 2 | 盐酸金刚烷胺、盐酸金刚乙胺 |
| 心脑血管 | 降压 | 5 | 琥珀酸美托洛尔、酒石酸美托洛尔、替米沙坦、厄贝沙坦、聚维酮碘 |
| | 抗糖尿病 | 1 | 磷酸西他列汀 |
| | 抗凝 | 1 | 硫酸氢氯吡格雷 |
| | 降血脂 | 1 | 洛伐他汀 |
| 精神 | 抑郁 | 2 | 盐酸安非他酮、盐酸氟西汀 |
| | 癫痫 | 1 | 左乙拉西坦 |
| | 精神分裂 | 1 | 富马酸喹硫平 |
| | 痴呆 | 1 | 盐酸美金刚 |
| 其他 | 哮喘 | 4 | 左旋沙丁胺醇酒石酸盐、盐酸麻黄碱、盐酸伪麻黄碱、硫酸伪麻黄碱 |
| | 肌松 | 1 | 美他沙酮 |
| | 消化相关 | 3 | 兰索拉唑、匹维溴铵、盐酸屈他维林 |
| | 预防呕吐 | 1 | 盐酸帕洛诺司琼 |

资料来源: 公司官网 (20 年 12 月 23 日), 国信证券经济研究所整理

*仅为官网列示的主要原料药品类

中间体与原料药品类相匹配, 有助于形成上下游协同。截止 20 年 12 月, 公司共有中间体品种 43 个, 其中青霉素、头孢菌素类中间体 18 个, 沙坦类中间体 4 个, 氨基酸类中间体 4 个, 其他领域中间体 17 个, 与公司原料药管线匹配度较高, 有助于形成上下游协同。

表 5: 普洛药业中间体项目分布

| 类别 | 数目 (个) | 产品 |
|-----------|--------|-----------------------------------------|
| 青霉素、头孢菌素类 | 18 | D(-)苯甘氨酸邓盐、头孢克肟侧链酸活性酯、头孢地尼活性酯、头孢地尼活性新酯等 |
| 沙坦类 | 4 | 杂螺环酮酸盐、4-甲基-2-氨基联苯等 |
| 氨基酸类 | 4 | L-丝氨酸、D-苯丙氨酸等 |
| 其他 | 17 | 左旋樟脑磺酸等 |

资料来源: 公司官网 (20 年 12 月 23 日), 国信证券经济研究所整理

多款王牌产品。王牌品种主要有: 1) API 方面, 安非他酮盐酸盐、头孢克肟、头孢丙烯、头孢地尼、氟苯尼考 (兽药 API); 2) 中间体方面, 沙坦联苯、D-乙酯、PG 戴恩盐、PHPG 戴恩盐。

竞争格局: 产品细分, 生态良好

产品细分, 多数品种 GMP 认证不超过 5 家。头孢地尼 GMP 认证 4 家、盐酸金刚烷胺 3 家、盐酸金刚乙胺 1 家、酒石酸美托洛尔 3 家、盐酸安非他酮 2 家、盐酸氟西汀 3 家、富马酸喹硫平 5 家。

部分品种制剂端增速高, API 端增长空间大。匹维溴铵中国市场样本医院 17-19 年制剂销售量增速 19%, 19 年国内原料药需求预计 0.6~0.9 亿之间; 盐酸麻黄碱增速 97%, 19 年国内原料药需求预计 0.3~0.5 亿之间; 聚维酮碘增速 17%, 19 年国内原料药需求预计 0.3~0.5 亿之间; 氢溴酸右美沙芬增速 33%, 19 年国内原料药需求预计 0.5~0.8 亿之间。且竞争格局良好, 上述品种 GMP 认证厂家分别为 2 家、4 家、4 家、1 家, 有望为未来业绩贡献增量。

表 6: 普洛药业主要 API 管线布局 (部分)

| 领域 | 产品名称 | 质量标准 | 注册认证 | 原料药 GMP 厂家个数 (2020-12-31) | 原料药 GMP 厂家名称 (2020-12-31) | 中国原料药市场需求 (19 年, 估算) | 中国市场制剂销售量增速 (17-19 年) | 普洛药业满产情况下产值 (估算) |
|---------|--------------------------------------|-----------|----------------------|---------------------------|--------------------------------------------|-------------------------------------------|-----------------------|------------------|
| 三代头孢 | 头孢克肟 Cefixime | CP2015 | GMP | 4 | 普洛得邦、白云山、四川仁安、齐鲁安替 | 4-6 亿 | ~7% | ~1 亿元 |
| 三代头孢 | 头孢地尼 Cefdinir | CP2015 | GMP | 6 | 普洛得邦、四川仁安、艾美科健、浙江永宁、江苏豪森、齐鲁安替 | 7-10 亿 | ~11% | ~3 亿元 |
| 喹诺酮类抗生素 | 左氧氟沙星 Levofloxacin Hemihydrate | CP2015 | WHO、 PMDA、 FDA | 9 | 普洛康裕、司太力、京新药业、江西大地、东亚药业、开封制药等 | 16-24 亿 | ~11% | ~3 亿元 |
| A 型流感病毒 | 盐酸金刚烷胺 Amantadine HCl | CP2015 | FDA | 3 | 普洛康裕、天津民祥、浙江迪耳 | 0.02-0.03 亿 | ~7% | 未披露产能信息 |
| 病毒 | 盐酸金刚乙胺 Rimantadine HCl | CP2015 | GMP | 1 | 普洛康裕 | 0.02-0.03 亿 | 下滑 19% | 未披露产能信息 |
| 高血压 | 酒石酸美托洛尔 Metoprolol Tartrate | USP/EP/CP | GMP、 DMF | 3 | 普洛家园、白云山、上海信谊百路达 | 7-10 亿 | ~12% | 未披露产能信息 |
| 抑郁 | 盐酸安非他酮 Bupropion Hydrochloride | USP | FDA、 DMF | 2 | 普洛家园、威海迪素 | 0.08-0.12 亿 (国际市场需求大) | ~5% | ~1 亿元 |
| 抑郁 | 盐酸氟西汀 Fluoxetine Hydrochloride | USP/EP | GMP | 3 | 普洛家园、常州四药、山东科源 | 1.0-1.5 亿 (国际市场需求大, 全球 15 年制剂销售额 6.7 亿美元) | 基本持平 | 5 吨 |
| 精神分裂 | 富马酸喹硫平 Quetiapine Fumarate | In-house | DMF | 5 | 普洛家园、浙江苏泊尔、常州民邦、湖南洞庭、福安药业 | 2.2-3.5 亿 | 基本持平 | 未披露产能信息 |
| 降压 | 替米沙坦 Telmisartan | USP/EP/CP | DMF | 10 | 普洛家园、山东特珺曼、东阳光、北京双鹭、东芝堂药业、常州制药厂、山东信谊、常州亚邦等 | 1.7-2.6 亿 | 基本持平 | 20 吨 |
| 降压 | 厄贝沙坦 Irbesartan | USP/EP | GMP、 DMF | 6 | 普洛家园、威特 (湖南)、浙江金立源、珠海润都、天宇、华海 | 3.3-5.1 亿 | 11% | 未披露产能信息 |

| | | | | | | | | |
|------------|----------------------------------|-----------|--------------|----|--------------------------------|-----------|-----|---------|
| 抗凝 | 硫酸氢氯吡格雷 Clopidogrel Bisulfate | USP/EP/CP | GMP、DMF、EDMF | 10 | 普洛家园、惠州信立泰、浙江车头、山东新时代、华海、苏州立新等 | 23-34 亿 | 7% | 未披露产能信息 |
| 消化道 | 兰索拉唑 Lansoprazole | USP/EP/CP | GMP | 12 | 普洛家园、辽宁腾飞、山东罗欣、珠海润都乐普药业等 | 12-17 亿 | 6% | 20 吨 |
| 肠道功能紊乱有关疼痛 | 匹维溴铵 Pinaverium Bromide | In-house | GMP | 2 | 普洛家园、北京万生 | 0.6-0.9 亿 | 19% | 未披露产能信息 |
| 哮喘 | 盐酸麻黄碱 Ephedrine HCl | CP2015 | GMP | 4 | 普洛康裕、国药集团、武汉五景、广西邦琪 | 0.3-0.5 亿 | 97% | 未披露产能信息 |
| 广谱强力杀菌消毒剂 | 聚维酮碘 Povidone Iodine | CP2015 | GMP | 4 | 普洛康裕、博爱新开源、陕西大生、广东科伦 | 0.3-0.5 亿 | 17% | 未披露产能信息 |
| 肿瘤 | 乌苯美司 | 未披露 | GMP | 4 | 普洛康裕、西安万隆、深圳万乐、上海信谊万象 | 5.8-8.7 亿 | 6% | 未披露产能信息 |
| 镇咳 | 氢溴酸右美沙芬 | 未披露 | GMP | 1 | 普洛康裕 | 0.5-0.8 亿 | 33% | 未披露产能信息 |

资料来源：环评、NMPA、公司公告、wind 医药库、公司官网，国信证券经济研究所整理、估算

*中国原料药市场需求、普洛药业满产情况下产值为国信证券经济研究所估算值

*原料药需求仅为中国市场，未考虑全球市场需求

*中国市场制剂销售量增速为样本医院对应品种销售量增速

抗感染：市场规模庞大，但整体增速趋缓

抗感染为公司优势管线。目前公司 API 产品重心在抗感染部分，侧重在头孢、青霉素类产品，实现从中间体（包括侧链）到关键中间体、原料药到制剂的一体化，通过一致性评价重新洗牌，预计有望加强在 API 产品上的重要地位。

基础用药，需求持续。抗感染药物是指用以治疗病原体（病毒、衣原体、支原体、立克次体、细菌、螺旋体、真菌、蠕虫等）所致感染的各种药物。作为基础性药物，抗感染药物是临床用药中最主要的分支类别之一。随着病原微生物种类日益增多、细菌耐药性日益严重，感染类疾病治疗难度进一步加大，抗感染药物需求持续。

抗生素是最大的抗感染药物类别，90%左右的抗感染药物均为抗生素。抗感染类药物品种丰富、种类众多，从大类上分，主要包括抗菌药物（又称抗生素类药物）、抗病毒药物、免疫血清和免疫球蛋白等，其中抗生素为最大类别。

图 31：抗感染药物分类



资料来源：富祥股份招股说明书，国信证券经济研究所整理

增速放缓，预计 10-22 年全球抗生素市场 CAGR 2.2%。抗生素滥用现象在我国以及全球市场中均存在，导致细菌耐药性增强，抗生素有效性降低。2009 年 WHO 开始呼吁各国谨慎使用抗生素，以防止产生耐药性更强的细菌。为了积极

应对相关问题，提高抗菌药物科学管理水平，遏制细菌耐药发展与蔓延，我国自 2011 年起相继出台了众多“限抗”政策及措施。2012 年，我国政府颁布“限抗令”，加强对抗感染药物临床使用的规范管理，抗感染药物的市场需求增速放缓，但其市场规模依然庞大。我们认为抗生素市场将保持较为稳定，原因有二。1) 相较于欧美等成熟市场，我国抗生素份额占比依然偏高。英国 Visiongain 商业信息研究所发布的名为《抗菌药物：全球市场预测 2012-2022》报告称：2010-2022 年，全球抗菌药物市场复合年均增长率预计仅为 2.2%。2) 抗生素滥用本身也有一定的客观原因，主要在于人均医生人数等医疗资源有限的情况下，抗生素的适当使用“简单粗暴”的解决了潜在出现的感染风险。

抗生素分类：β-内酰胺类、大环内酯类、氨基糖苷类、喹诺酮类等。 抗生素依据其化学结构及抑菌机理的不同，主要可以分为上述几个大类。β-内酰胺类抗菌药物是指化学结构中具有 β-内酰胺环的一大类抗菌药物，是人类最早应用于临床的抗菌药物之一，具有抑菌作用强，抗菌谱广的特点，是应用时间最长的、应用范围最广的里程碑式抗菌药物，其抑菌机理主要在于可以通过抑制致病菌细胞壁黏肽合成酶的活性，阻碍其细胞壁合成，致使致病菌因外环境水分渗入菌体而膨胀裂解死亡。由于哺乳动物自身细胞无细胞壁，不受 β-内酰胺类抗菌药物的影响，故 β-内酰胺类抗菌药物对人体的毒性小。β-内酰胺类抗菌药物又可细分为青霉素类抗菌药物、头孢菌素类抗菌药物和其他非典型 β-内酰胺类抗菌药物（如碳青霉烯类抗菌药物）等子类。青霉素类抗菌药物和头孢菌素类抗菌药物是目前最为常用的抗菌药物品种。

表 7： 抗生素的分类及代表性药物

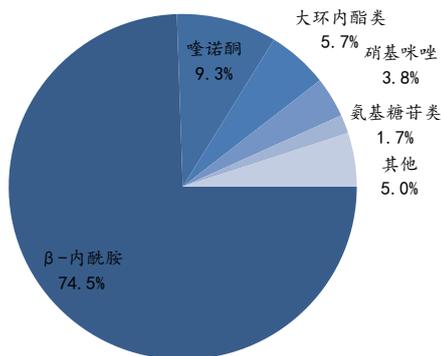
| 种类划分 | | 主要代表产品 | |
|------------|-----------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------|
| β-内酰胺类抗菌药物 | 青霉素类抗菌药物 | 青霉素类 青霉素类复方制剂 青霉素类+酶抑制剂 青霉素、阿莫西林、氨苄西林 阿莫西林/氟氯西林、阿莫西林/双氯西林、氨苄西林/氯唑西林 阿莫西林/克拉维酸、阿莫西林/舒巴坦、哌拉西林/他唑巴坦 | |
| | 头孢菌素类抗菌药物 | 第一代头孢菌素类 | 头孢氨苄、头孢唑林 |
| | | 第二代头孢菌素类 | 头孢呋辛钠、头孢克洛 |
| | | 第三代头孢菌素类 | 头孢曲松、头孢他啶 |
| | | 第四代头孢菌素类 | 头孢吡肟、头孢克定 |
| | | 头孢菌素+酶抑制剂 | 头孢哌酮/舒巴坦、头孢哌酮/他唑巴坦、头孢噻肟/舒巴坦 |
| | 非典型类抗菌药物 | 单环 β-内酰胺类 | 氨曲南 |
| | | 碳青霉烯、青霉烯类 | 亚胺培南、美罗培南 |
| | | 氨基糖苷类抗菌药物 | 链霉素、庆大霉素 |
| | | 大环内酯类抗菌药物 | 红霉素、罗红霉素 |
| | 喹诺酮类抗菌药物 | 诺氟沙星、氧氟沙星 | |
| | 其他类抗菌药物 | 林可霉素、磷霉素、5-氟胞嘧啶（抗真菌）等等 | |

资料来源：丁香园、富祥股份招股说明书、东亚药业招股说明书，国信证券经济研究所整理

*头孢西丁钠习惯上被纳入第二代头孢菌素，但存在一定争议

抗生素结构：β-内酰胺类占比高，其中又以头孢菌素为主要品类。 从我国抗生素的市场结构来看，2018 年 β-内酰胺占比高达 74.5%，接近四分之三，为最主要大类品种。按照 2018 年国内市场规模 256 亿美元测算，仅国内市场规模就高达~190 亿美元。其中又以头孢菌素为主要品类，2018 年我国头孢菌素制剂市场规模 876.34 亿元。

图 32: 2018 年我国抗菌素药物市场各类分布情况



资料来源: 东亚药业招股说明书、南方所, 国信证券经济研究所整理

图 33: 13-18 我国用抗生素市场规模情况 (亿美元, %)



资料来源: Frost & Sullivan, 国信证券经济研究所整理

公司: 抗感染管线产品结构优良, 增速有望优于抗生素市场整体情况。 头孢系列公司较大品种有头孢克肟和头孢地尼, 占据国内较大市场份额, 年销售额均在亿元以上。公司头孢类原料药大部分为二代/三代产品, 预计增速将高于头孢类整体情况 (2.5~3%); 氧氟沙星、左氧氟沙星、盐酸左氧氟沙星、甲磺酸左氧氟沙星隶属喹诺酮类抗菌药物, 国内喹诺酮类抗菌药物制剂端 14-18 年复合增速 9.33%, 优于抗生素市场整体水平。

主要逻辑: 出口增长、品类优势、集中度提升&新品放量

逻辑一: 出口拓展, 经典品种稳中有增

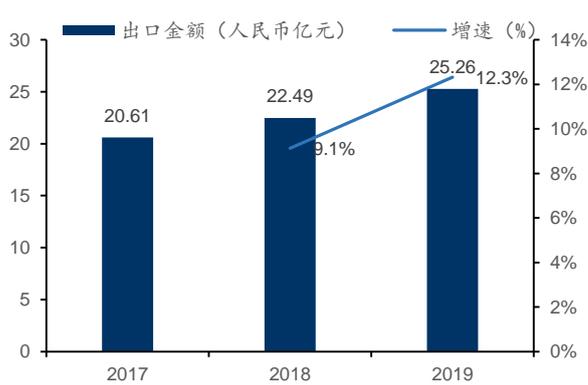
国际出口: 量存在波动, 但金额稳步增长。 从海关总署数据来看, 尽管出口量存在一定波动, 但出口金额呈现明显增长趋势。以抗生素产品为例, 17-19 年四环素衍生物及其盐 (主要包含多西环素等)、头孢拉定及其盐 (主要包含头孢拉定/精氨酸、头孢拉定等)、其他头孢菌素及其衍生物 (包含头孢克肟、头孢呋辛钠等) 出口金额快速增长, CAGR 分别为 10.7%、9.4%、11.5%。

图 34: 四环素衍生物及其盐出口量情况 (吨, %)



资料来源: 中华人民共和国海关总署, 国信证券经济研究所整理
**“四环素衍生物及其盐”为根据中国海关总署分类所列商品名, 该类别包含多西环素等

图 35: 四环素衍生物及其盐出口金额情况 (亿元, %)



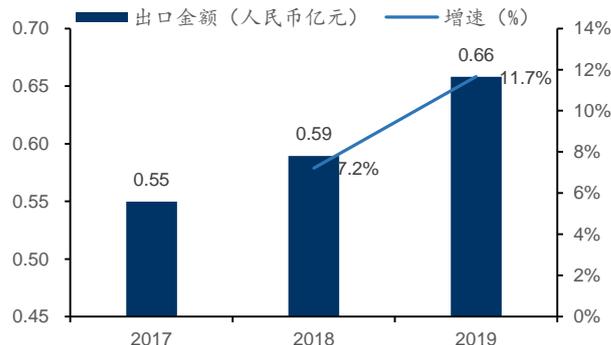
资料来源: 中华人民共和国海关总署, 国信证券经济研究所整理
**“四环素衍生物及其盐”为根据中国海关总署分类所列商品名, 该类别包含多西环素等

图 36: 头孢拉啶及其盐出口量情况 (吨, %)



资料来源: 中华人民共和国海关总署, 国信证券经济研究所整理
**“头孢拉啶及其盐”根据中国海关总署分类所列商品名, 该类别主要包含头孢拉啶/精氨酸、头孢拉啶等

图 37: 头孢拉啶及其盐出口金额情况 (亿元, %)



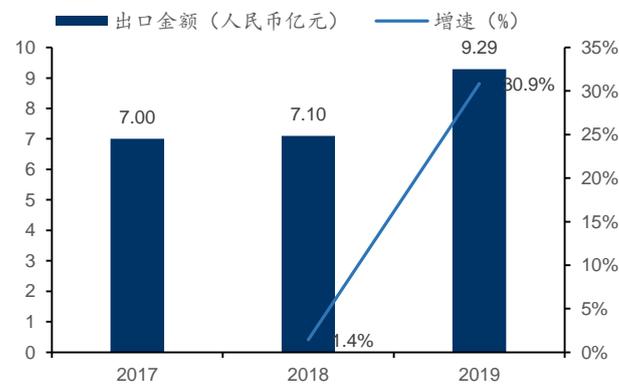
资料来源: 中华人民共和国海关总署, 国信证券经济研究所整理
**“头孢拉啶及其盐”根据中国海关总署分类所列商品名, 该类别主要包含头孢拉啶/精氨酸、头孢拉啶等

图 38: 其他头孢菌素及其衍生物出口量情况 (吨, %)



资料来源: 中华人民共和国海关总署, 国信证券经济研究所整理
**“其他头孢菌素及其衍生物”根据中国海关总署分类所列商品名, 该类别主要包含头孢克肟、头孢唑肟钠等

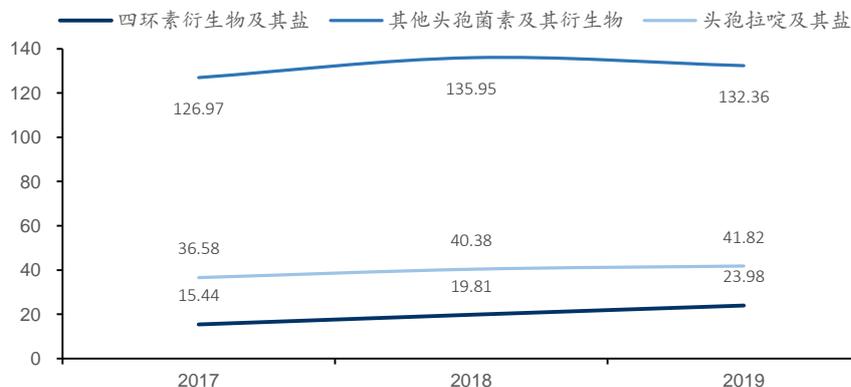
图 39: 其他头孢菌素及其衍生物出口金额情况 (亿元, %)



资料来源: 中华人民共和国海关总署, 国信证券经济研究所整理
**“其他头孢菌素及其衍生物”根据中国海关总署分类所列商品名, 该类别主要包含头孢克肟、头孢唑肟钠等

部分类别产品出口单价提升。从出口单价方面来看, 头孢拉啶及其盐、其他头孢菌素及其衍生物连续两年出口单价上升, 四环素衍生物及其盐 18 年价格上升, 随后 19 年略有回调。除产品结构内部调整因素影响外, 出口金额的增加、出口单价的上升一定程度上反应了我国产品国际认可度的提升。

图 40: 出口单价变化情况 (单位: 万元/吨)



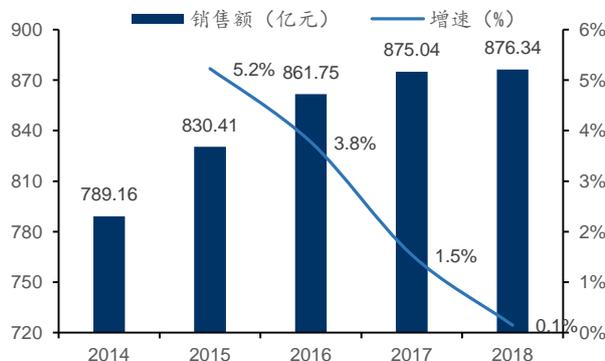
资料来源: 中华人民共和国海关总署, 国信证券经济研究所整理

受益出口，公司抗感染品种有望维持稳定增速。从国内市场来看，头孢克肟等品种增速已放缓，但从出口情况来看，出口金额仍维持 8%-12% 增速。公司作为老牌原料药企业，在工信部最新公布的 2019 年度医药工业企业百强榜单中列原料药进出口列第 2 位，产品得到国际客户长期认可、与国际大药企建立长期稳定关系，有望高于出口市场整体增速。

逻辑二：品类优势下结构性机遇仍在

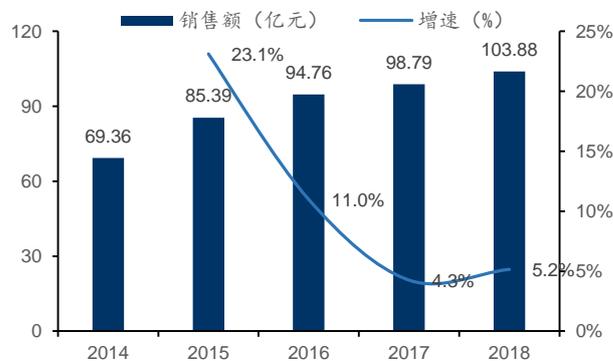
国内终端：喹诺酮类、碳青霉烯类增速相对较快。就抗感染线而言，从制剂端市场销售情况来看，头孢菌素类抗菌药物复合增速仅 2.65%，增速较缓；碳青霉烯类抗菌药物 14-18 年复合增速 10.63%，喹诺酮类抗菌药物复合增速 7.82%，增速相对较快。尽管抗生素行业整体增速放缓，但细分品类存在分化，仍然具备结构性增长机遇。

图 41: 14-18 我国头孢菌素类制剂市场销售情况 (亿元, %)



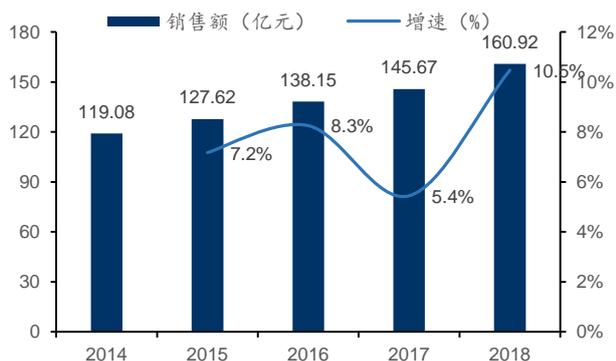
资料来源: 东亚药业招股说明书、南方所, 国信证券经济研究所整理

图 42: 14-18 我国碳青霉烯类制剂市场销售情况 (亿元, %)



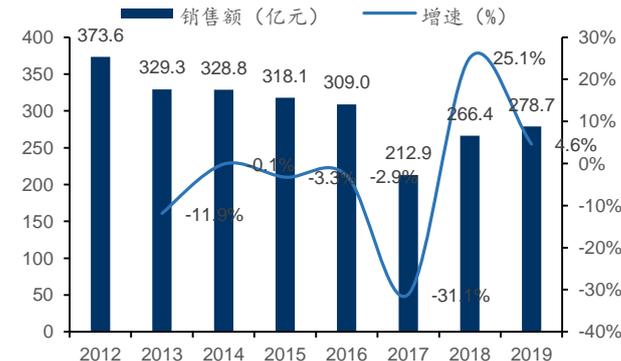
资料来源: 东亚药业招股说明书、南方所, 国信证券经济研究所整理

图 43: 14-18 我国喹诺酮类制剂市场销售情况 (亿元, %)



资料来源: 东亚药业招股说明书、南方所, 国信证券经济研究所整理

图 44: 12-19 我国氟胞嘧啶销售情况 (万元, %)



资料来源: 森萱医药招股说明书、PDB, 国信证券经济研究所整理

布局优势+品类调整，结构性机遇仍在。抗生素方面：头孢系列公司较大品种有头孢克肟和头孢地尼，占据国内较大市场份额，年销售额均在亿元以上；公司头孢类原料药大部分为二代/三代产品，预计增速将高于头孢类整体情况（2.5~3%）；氧氟沙星、左氧氟沙星、盐酸左氧氟沙星、甲磺酸左氧氟沙星隶属喹诺酮类抗菌药物，国内喹诺酮类抗菌药物制剂端 14-18 年复合增速 9.33%，优于抗生素市场整体水平。慢病方面：沙坦联苯方面公司目前是全球最大供应商之一，具有市场领导地位，由于国家集采，整个沙坦的用量在扩大，接下来几年沙坦联苯母核有望实现较快增长。随着产品结构调整逐步深化，有望进一

步加强结构优势。

表 8: 普洛药业抗生素产品情况

| 种类划分 | 市场增速 | 市场规模占比 | 国内原料药需求 | 普洛药业原料药产品 | 普洛药业抗生素相关中间体产品 |
|------------|--------|--------|------------|---------------------------------|-----------------|
| 青霉素类抗菌药物 | - | - | - | 氟氯西林钠 | - |
| β-内酰胺类抗菌药物 | 2.5~3% | 74.46% | 260~388 亿元 | 头孢拉定/精氨酸、 | 主要为青霉素及头孢菌素中间体； |
| | | | | 头孢丙烯、头孢西丁钠、头孢哌酮 | D(-)苯甘氨酸邓盐； |
| | | | | 头孢克肟、头孢地尼、头孢他啶、头孢他啶/碳酸钠、盐酸头孢他美酯 | D(-)对羟基苯甘氨酸甲酯 |
| | | | | - | D-对羟基苯甘氨酸甲酯 |
| 非典型类抗菌药物 | - | - | - | - | D-对羟基苯甘氨酸甲酯盐酸盐 |
| 氨基糖苷类抗菌药物 | - | 1.74% | 6~9 亿元 | - | AE 活性酯 |
| 大环内酯类抗菌药物 | - | 5.65% | 20~30 亿元 | - | 头孢克肟侧链酸活性酯 |
| 喹诺酮类抗菌药物 | 7-9% | 9.33% | 32~48 亿元 | 氧氟沙星、左氧氟沙星、盐酸左氧氟沙星、甲磺酸左氧氟沙星 | 头孢地尼活性酯 |
| | | | | 多西环素 | 头孢地尼活性新酯 |
| 其他类抗菌药物 | - | 8.82% | 30~45 亿元 | - | 头孢克肟、头孢地尼中间体 |
| 合计 | | 100% | 348~520 亿元 | | 头孢他啶侧链酸活性酯 |

资料来源: 富祥股份招股说明书、东亚药业招股说明书、公司官网, 国信证券经济研究所整理

*市场整体增速为根据 14-18 年制剂复合增速估计值

*市场占比为 2018 年我国抗菌药物情况

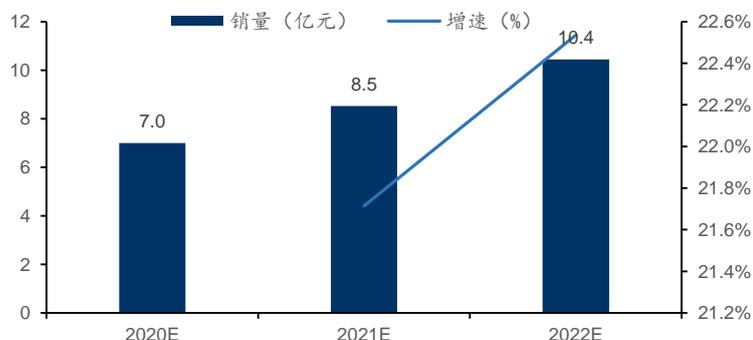
*国内原料药需求为估算值

逻辑三: 集中度提升, 羧酸等优势品种有望高增长

集中度提升是行业整体趋势, 也是单个产品发展方向。在愈发严苛的质量、环保要求下, 原料药企经历了一次行业洗牌, 企业数量有所下滑; 于此同时对于单个产品而言, 集中度提升亦是其发展方向, 成本、规模、技术等多方优势下, 具备优势品种/优势领域的原料药企业有望持续受益。

羧酸等优势品种有望维持高增长。抗感染及心脑血管领域为公司优势管线, 抗感染中间体品类主要为青霉素及头孢菌素中间体, 心脑血管领域中间体优势品种有 4'-甲基-2-氰基联苯等, 在成本、环保、质量等多重压力及规模化优势驱动下, 中小产能出清趋势将持续, 公司优势有望放大。以公司品种羧酸 ((-)-对羟基苯甘氨酸) 为例, 全球主要厂家由 4 家减少至 1 家, 集中度提升背景下, 公司相关产品有望量价齐升。

图 45: 普洛药业羧酸销量预测 (亿元, %)



资料来源: 国信证券经济研究所预测

逻辑四: 价值链拓展及产品放量

头孢、青霉素、兽药等优势领域价值链拓展。我们认为，基于公司在头孢、青霉素、兽药方面的技术优势，通过拓展原有产品上下游以延伸价值链在操作上具有可行性。以头孢系列为例，无论是侧链还是母核均存在类似技术，因此抗感染线向头孢母核拓展、将有局部优势的兽药品种变成全产业链管线等等有望成为未来拓展方向。根据公告披露，管理层规划 API 板块未来 60%左右将投入老品种扩张及上下游延伸，40%左右投入新品种开发，目前多个产品处于研发阶段。

项目储备足，持续推陈出新。充足的人员和项目储备为 API 板块的推陈出新提供了强有力的支撑，以 2020H1 为例：公司总共引进博士、硕士以及技术人员共 61 人，共开展重大项目 31 项，完成中试项目 12 项、小试项目 19 项，为 API 板块提供了大量储备。

表 9：普洛药业新品举例

| API | 原料药 GMP 厂家个数 (2020-12-31) | 状态 | 中国原料药市场需求 (19 年) | 中国市场制剂销售量增速 (17-19 年) |
|---------|---------------------------|------------------|------------------|-----------------------|
| 氯溴酸右美沙芬 | 1 | 19 年 8 月 GMP 发证 | 0.05~0.08 亿元 | 145% |
| 洛索洛芬钠 | 4 | 20 年 3 月 PMDA 发证 | 1~1.5 亿元 | 基本持平 |
| 盐酸美金刚 | 2 | 20 年 5 月 PMDA 发证 | 2~3 亿元 | 16% |
| 盐酸屈他维林 | 1 | In house | 0.2~0.3 亿元 | 35% |

资料来源：NMPA、公司公告、公司官网，国信证券经济研究所整理

*盐酸屈他维林目前质量标准为内部标准 (in-house，根据公司官网 2020-12-23)

*中国原料药市场需求为估算值，仅为中国市场情况，未考虑全球市场需求

*中国市场制剂销售量增速为样本医院对应品种销售量增速

产能扩张，慢病线 22 年后有望跨越性增长。慢病系列方面，氯吡格雷、厄贝沙坦、左乙拉西坦需求稳定，目前产能较为紧张，产能扩张工作（扩建产线、变共线为单线、技改提效）持续进行中。由于从扩建到投产通常存在 1-2 年时间周期，我们推测慢病线 22、23 年有望实现跨越性增长。

小结：API 缔造基本盘

我们认为：受益于全球产业转移、产品品类优势、集中度提升下优势品种高增长、新品推出及放量，原料药及中间体板块有望保持 10%~15% 营收增速，规模化效应下利润增速将超过收入。API 板块目前贡献了公司七成以上营收及一半以上净利润，从两年维度来看，板块有望维持稳健增长，收入与利润占比略有下调

CDMO：开疆拓土，发展之源

化学生物双轮驱动，由前向后价值升级

发展策略：从“起始原料药+注册中间体”到“注册中间体+原料药”。通过加大 CDMO 研发投入，CDMO 业务实现了从原来的起始原料药加注册中间体为主的产业模式向以注册中间体加原料药为主的产业模式转变。我们认为，伴随产品向后端延伸，其质量与技术要求也不断提高，产品由低附加值向高附加值拓展、稳定性更强，是公司从普通制造业向高端制造业/高端服务业转变的重要体现。

生产模式：化学合成+生物发酵。CDMO 业务具备“化学合成+生物发酵”双轮驱动的技术能力，旗下有原料药中间体生产工厂 7 家，其中化学合成 5 家、生物发酵 2 家，安徽普洛生物科技有限公司、浙江普洛生物科技有限公司以生物发酵类产品为主。

获评浙江省第一批现代服务业与先进制造业深度融合试点单位。“多客户、多产品”竞争优势明显，主要工厂都获得美国 FDA、日本 PMDA、欧盟认证通过，具备国际大药企合格供应商的资质。19 年 6 月，公司被确认为浙江省第一批现代服务业与先进制造业深度融合试点单位（龙头企业制造业服务化类），是唯一获此试点的 CDMO 平台企业。

表 10：普洛药业上榜浙江省第一批现代服务业与先进制造业深度融合试点单位

| 产业集群类 | 龙头企业服务业制造化类 | 龙头企业制造业服务化类 |
|-----------------------|-----------------------------|--------------------------------------------------------------------|
| 乐清市电气产业集群融合试点 | 实达集团有限公司智能制造服务创新发展试点 | 浙江吉利控股集团有限公司新能源整车共享出行和城市物流融合试点 |
| 龙泉市汽车空调产业集群融合试点 | 浙江亚洲供应链管理有限公司服务汽摩配产业集群试点 | 杭州鸿雁电器有限公司基于“1+X+N”融合平台的建筑电器服务试点 |
| 瑞安市汽摩配产业集群融合试点 | 宁波捷创技术股份有限公司工业自动化与信息化解决方案试点 | 浙江华友钴业股份有限公司废旧动力蓄电池综合利用融合试点 |
| 龙游县特种纸产业集群融合试点 | 舟山国家远洋渔业基地建设发展集团有限公司融合试点 | 利欧集团股份有限公司泵系统研发、制造、运行融合发展试点 |
| 平湖市服装箱包（时尚）产业集群融合试点 | 网易严选模式试点 | 华峰集团有限公司融合试点 |
| 湖州市现代物流装备产业集群融合试点 | 阿里淘工厂模式试点 | 义乌华鼎锦纶股份有限公司融合试点 |
| 嵊州市厨具产业集群融合试点 | | 浙江普洛家园药业有限公司 CDMO 研发设计服务管理平台试点 |
| 余杭经济技术开发区生物经济产业集群融合试点 | | 缙云天喜智能厨电全产业链融合试点 |
| 永康市五金产业集群融合试点 | | 浙江欧诗漫集团有限公司基于工业互联网珍珠时尚产品服务化试点 宁波水表股份有限公司基于 NB-IoT 的智慧水务系统发展应用试点 |

资料来源：浙江省发改委，国信证券经济研究所整理

先进制造（Manufacture）是基础

提前布局，铸造安全、环保、质量、产能等多方壁垒。由于质量、供应安全、成本和环保等因素的影响，行业从低壁垒向高壁垒转变，质量要求、DMF 制度、完善的技术研究能力成为门槛，环评总量、时间以及变更控制都成为扩产限制，EHS 体系、质量体系重要性日益显现，合规产能成为稀缺资源，而公司在这些方面都投入了大量的资金及技术，深厚的 API 功底为 CDMO 业务的质控、注册、商业化生产等方面打下良好基础。

- **安全方面：投入大，布局早。**公司通过六七年时间，投入约 10 亿元用以解决工艺本质安全。公司现设有安全实验室，所有反应步骤用数据分析支撑，在基本问题解决方面处于行业领先地位。

- **质量方面：通过多项国内外认证。**公司从十几年前开始接受美国 FDA 检查，2010 年 FDA 开始要求数据的完整性和真实性，对质量和风险评估要求逐年提升，顺应国际趋势，公司对质量和风险评估要求亦不断提升。根据公司官网（20

年 12 月)，其原料药质量达到多项国内外标准，达 CP 标准 21 项、USP 标准 10 项、EP 标准 8 项。多项产品通过认证，其中 GMP 认证 24 项、FDA 认证 5 项、COS 认证 3 项、DMF 认证 10 项、EDMF 认证 1 项、PMDA 认证 1 项。

表 11: 普洛药业原料药项目质量标准与注册认证情况

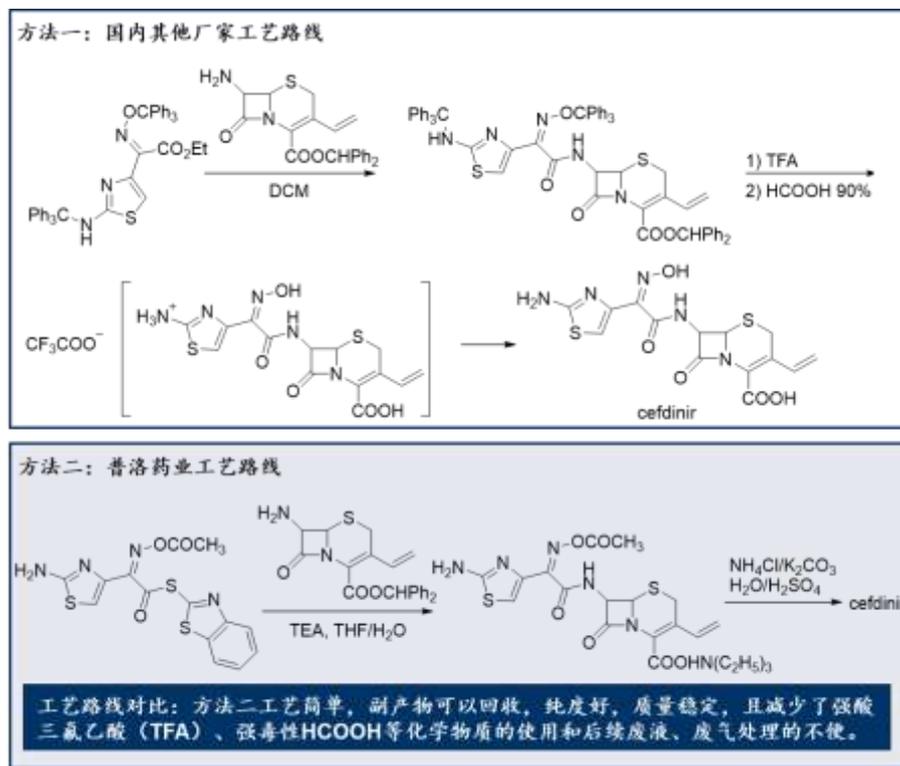
| 体系 | 项目 | 数目 |
|------|------------|----|
| 质量标准 | CP (中国药典) | 21 |
| | USP (美国药典) | 10 |
| | EP (欧洲药典) | 8 |
| 注册认证 | GMP | 24 |
| | FDA | 5 |
| | COS | 3 |
| | DMF | 10 |
| | EDMF | 1 |
| | PMDA | 1 |

资料来源: 公司官网 (20 年 12 月 23 日), 国信证券经济研究所整理

RTO (Regenerative Thermal Oxidizer): 蓄热式热力焚化炉, 一种高效有机废气治理设备。

• **环保方面: “资本投入+工艺改进”双管齐下。**以 2019 年为例, 仅防治废气、废水、固废投入超过 1.3 亿元。1) 设备方面, 布局领先, 采用德国进口设备及技术, 早在 16 和 17 年就在四家子公司投资了 5 套 RTO 尾气处理系统, 2018 年在另外两家子公司又投 2 套 RTO 尾气处理系统。单套 RTO 设备投入通常在一千万以上, 每年运行费用高达上千万, 而一般小型企业无法支持如此高昂的环保费用, 产能出清与行业洗牌之下也给公司带来了更多的机遇。2) 工艺方面, 工艺路线的设计、技术的改进帮助公司从反应源头解决环保问题, 达到事半功倍的效果, 以头孢地尼为例, 公司通过对合成路线的重新设计, 减少了强酸三氟乙酸 (TFA)、强毒性 HCOOH 等化学物质的使用和后续废液、废气处理的不便, 工艺更为简单、副产物可回收。

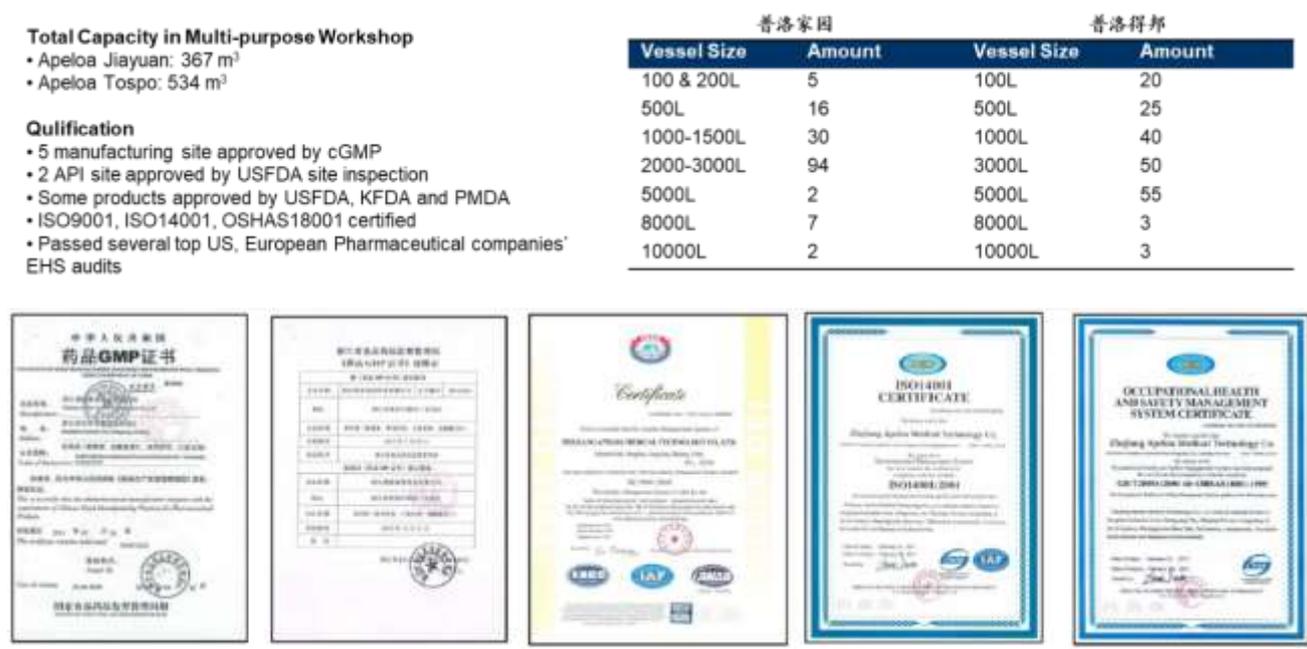
图 46: 普洛药业从工艺源头解决环保问题 (以头孢地尼为例)



资料来源: 环评、《Study on the Synthesis of Cefdinir bulk drugs》. 国信证券经济研究所整理

● **合规产能：八座城市均有布局。**公司旗下有原料药中间体生产工厂7家（化学合成5家，生物发酵2家）、制剂生产工厂3家（含中药1家）、制剂销售公司1家，基本形成了从关键中间体到原料药到制剂的全产业链发展模式；进出口贸易公司1家。生产基地分布在浙江东阳、山东潍坊、安徽东至、浙江衢州；横店总部、杭州、上海和成都设立研发机构，专注于药物合成、生物制药技术以及制药工程技术的研究与开发。其中，普洛家园、普洛得邦获多家欧美头部药企EHS审计通过，共有5个工厂通过cGMP，2个API工厂通过美国FDA的实地考察（site inspection），多个产品获得FDA、KFDA、PMDA批准；具备多个多功能车间，产能接近1000立方米，并仍处不断扩建中。

图 47：普洛家园、普洛得邦多功能车间产能情况



资料来源：公司招商宣传资料，国信证券经济研究所整理
*截至 2016 年

客户资源丰富：辉瑞、诺华、默克、阿斯利康、吉列德、Lonza 等。在客户资源方面，公司通过常规业务搭建合作平台，与客户建立持久信赖关系。公司覆盖的大客户包括辉瑞、诺华、默克、阿斯利康、吉列德、Lonza 等，服务产品分布于临床前研究、临床研究和商业化生产多个阶段，产品治疗领域包括心血管、精神类、抗病毒等。在今后的业务拓展中，公司有望进一步结合自身客户资源优势，充分挖掘客户需求，开展深度合作，以加强公司在市场中的影响力，提升公司效益。

研发（Development）看未来

早期研发力量快速扩充。公司已建设新的技术能力，新组建了安全实验室、流体化学实验室、高活性物质实验室（在建），研发能力大幅提升。目前 CDMO 业务已有上海、横店两个研发中心，研发人员从 19 年 4 月约 100 人增加到 20 年 11 月约 160 人，预计 21 年底 CDMO 的研发人员将扩充至 300 人，22 年底将达 400 人。其中，上海研发中心负责前期项目开发，其研发人员数目已从 19 年 4 月的 30 余人快速增长至 20 年 11 月 80 余人，我们预计上海研发中心研发人员数目有望在 22 年底达到 250 人以上。

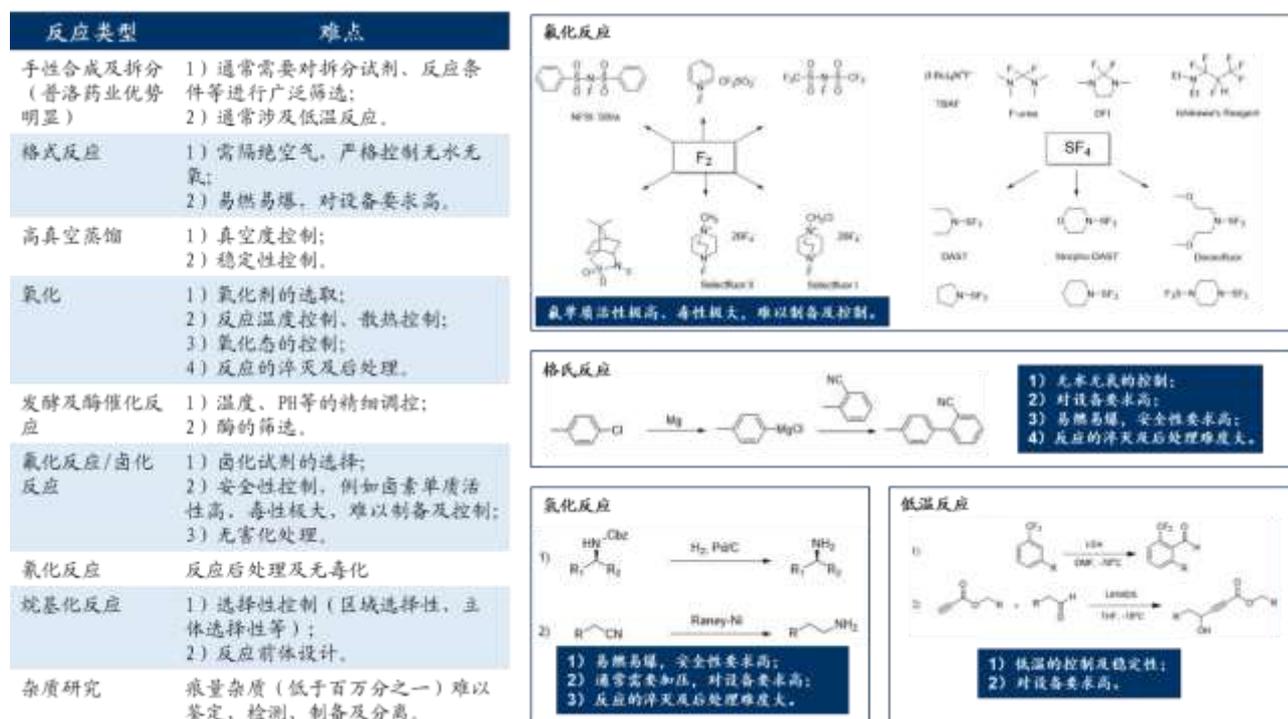
表 12: 普洛药业 CDMO 研发人员增长情况

| 时间 | 研发人员数目 (单位: 人) | | |
|-----------|----------------|-----------------|------|
| | 上海--前期项目开发 | 横店--后期项目开发及放大生产 | 合计 |
| 19 年 04 月 | 30+ | 70+ | 100+ |
| 20 年 11 月 | 80+ | 80+ | 160+ |
| 21 年底(E) | | | 300+ |
| 22 年底(E) | 250+ | 150+ | 400+ |

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理
*21 年底、22 年底为国信证券经济研究所预计值

具备多项高难度核心技术。CDMO 核心反应技术包括氟化反应 (亲电氟代和亲核氟代)、-90°C 深冷反应、催化氢化反应、卤代反应 (氯气、溴素等)、无水无氧反应 (丁基锂反应, 格氏反应...), 手性合成等, 以上均实现了大规模商业化生产, 在安全、环保研究等方面积累了丰富的生产经验。针对氟化反应的高危险性, 公司建立了专门的自动化氟化车间, 可全自动电解制备氟气, 同时可安全操控氟化氢、四氟化硫等危险物料。

图 48: 普洛药业已实现多类高难度化学反应的商业化生产



资料来源: 公司招商资料, 国信证券经济研究所整理
*截至 2016 年

2020 年开启国内项目拓展, 推进迅速。由于海外的核心大公司业务都处稳定发展期, 从 2020 年开始公司大力推动国内创新药公司服务。截至 20 年 10 月, 公司 CDMO 国内业务部分已经和 50 家以上公司签订协议, 开展项目的企业有 30 多家。我们认为, 国内拓展作为纯增量型业务, 未来几年爆发有望超过国外, 随着项目的后期推进和商业化放大, 2-4 年后或将为公司带来较大体量的收入和利润增长。

由后期项目向前期项目拓展, 前期项目数目增长快, BD 能力卓越。我们比较了公司与代表性 CDMO 企业历年项目数目与项目数目增速情况: 2019 年 11 月到 2020 年 10 月, 普洛药业前期项目数目从 30 个增长至 86 个, 同比增速 187%, 远高于其他代表性 CDMO 企业, 尽管基数较小, 但无法掩盖公司卓越的 BD 能

力。此外，2020年10月公司报价项目达375个，为后续订单提供了充足的储备。

表 13: 普洛药业与代表性 CDMO 企业项目数比较

| 项目类型 | 2017 年 | | 2018 年 | | 2019 年 | | 2020 年 | |
|------|--------|----|--------|-----|--------|-------------|--------------------|-------|
| | 前期 | 后期 | 前期 | 后期 | 前期 | 后期 | 前期 | 后期 |
| 凯莱英 | 97 | 42 | 142 | 51 | 152 | 69 | | |
| YOY | | | 46% | 21% | 7% | 35% | | |
| 九州药业 | 219 | 40 | 270 | 46 | 330 | 48 | | |
| YOY | | | 23% | 15% | 22% | 4% | | |
| 博腾股份 | 69 | 59 | 155 | 112 | 187 | 121 | | |
| YOY | | | 125% | 90% | 20% | 8% | | |
| 普洛药业 | | | | | 30 | 80~110 (推算) | 86 (报价项目 375 个) | 112 |
| YOY | | | | | | | 187% | 2~40% |
| 合计 | | | | | | | | |

资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理、推算

*普洛药业、博腾股份: 临床前期项目数=临床 II 期及其之前阶段项目数目, 临床后期项目数=临床 III 期及其之后阶段项目数目

*凯莱英、九州药业: 临床前期项目数=临床 I/II 期项目数目, 临床后期项目数=商业化项目数+临床 III 期项目数

*普洛药业 2019 年项目数目为 2019 年 11 月数据、2020 年项目数为 2020 年 10 月数据

储备丰富, 后续业绩确定性强。20 年 08 月共有 CDMO 项目 185 个, 总数比上年同期增长约 30%, 受益于公司研发能力的提升, 临床前、临床 I 期项目明显增加; 20 年 10 月, 正在进行的项目 198 个, 其中研发的有 86 个, 人用药 74 个, 兽药 24 个, 其他 (包括电子化学品和化妆品等) 14 个, 198 个项目中有 29 个是商业化的验证项目, 整个项目数量比去年同期增长约 40%。我们认为, 公司丰富的项目储备, 尤其向早期项目的延伸, 增加了客户粘性, 拓展了 CDMO 业务服务周期和价值链, 为后期业绩带来确定性。

表 14: 普洛药业 CDMO 项目快速增长

| 项目类型 | 19 年 11 月 | 20 年 08 月 | 20 年 10 月 |
|------------|-------------|-----------|-----------|
| 临床前期项目 | 30 | 85 | 86 |
| 临床后期及商业化项目 | 80~110 (推算) | 100 | 112 |
| 其中: 验证中 | - | 18 | 29 |
| 商业化 | - | - | - |
| 其中: 兽药 | 15 | 25 | 24 |
| 人用药 | - | 65 | 74 |
| 其他 | - | 10 | 14 |
| 合计 | - | 185 | 198 |
| YOY (项目数目) | | 约+30% | 约+40% |

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理、推算

*临床前期项目: 临床 II 期及其以前

*临床后期及商业化项目: 临床 III 期及其以后

开拓差异化, 兽药占比高

公司 CDMO 兽用项目占比 40% 以上, 有望继续提升至 50%+。公司 CDMO 业务的 API 项目以兽药为主, 人用药以注册中间体项目为主, 2019 年 CDMO 兽药的比重高达 40%+, 并有望在未来几年占比逐步增大, 21 年预计将提升至 50%+。

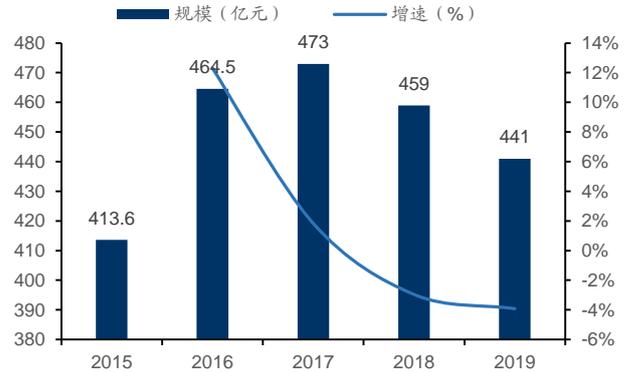
兽药行业总规模: 全球约 363 亿美元, 中国约 441 亿元。发达国家兽药行业起步较早, 发展成熟, 市场规模较大, 据智研咨询统计, 2019 年全球兽药市场规模 362.7 亿美元, 15-19 年复合增长率 4%; 国内兽药行业起步晚、规模小, 由于生猪行业影响, 18-19 呈现一定程度下滑, 20 年已呈现明显好转趋势。

图 49: 全球兽药行业市场规模 (亿美元, %)



资料来源: 东西部小动物临床兽医师大会、智研咨询, 国信证券经济研究所整理

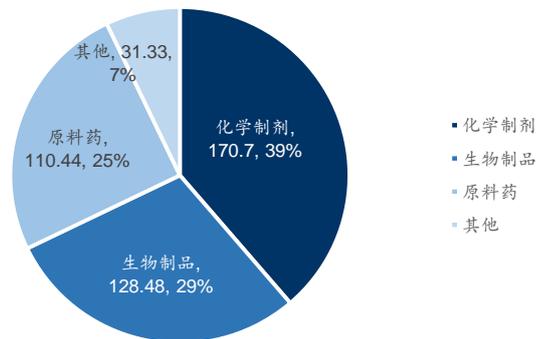
图 50: 中国兽药行业市场规模 (亿元, %)



资料来源: 东西部小动物临床兽医师大会, 国信证券经济研究所整理

兽药原料药: 估计全球市场规模~600 亿元。我国兽药产品主要分为化学制剂、生物制品、原料药三大类。其中化学制剂占比最大, 2019 年化学制剂销售收入 170.7 亿元, 占比 38.71%; 生物制品销售收入 128.5 亿元, 占比 29.13%; 原料药销售收入 110.4 亿元, 占比 25.05%; 其他药品销售收入 31.3 亿元, 占比 7.11%。假设全球兽药行业销售结构与国内情况存在相似性, 由此推算 19 年全球兽药原料药市场规模可能在~600 亿元人民币规模。

图 51: 2019 年我国兽药各产品销售收入情况 (亿元, %)



资料来源: 东西部小动物临床兽医师大会, 国信证券经济研究所整理

公司在兽用药研发、注册、生产上具备丰富经验。公司在生产实践中累计了大量兽用药研发、注册和生产经验, 根据中国兽医药品监察所信息, 公司旗下获得兽药生产资质的子公司共四家 (安徽普洛生物、浙江普洛生物、普洛康裕、普洛得邦), 硫酸粘菌素、恩拉霉素预混剂、酒石酸泰乐菌素可溶粉、马度米星铵等近 20 种产品获兽药产品批准文号。

表 15: 普洛药业的主要兽药产品

| 公司 | 生产资质 | 已获批产品 |
|--------------|--------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------|
| 安徽普洛生物科技有限公司 | 非无菌原料药 (硫酸粘菌素) | 硫酸粘菌素、恩拉霉素预混剂 |
| 浙江普洛生物科技有限公司 | 粉剂/预混剂、非无菌原料药 (酒石酸泰乐菌素、磷酸泰乐菌素、吉他霉素、硫酸安普霉素) | 酒石酸泰乐菌素可溶粉、磷酸泰乐菌素、磷酸泰乐菌素预混剂、酒石酸泰乐菌素、吉他霉素、吉他霉素预混剂、马度米星铵、马度米星铵预混剂、芬苯达唑粉、硫酸安普霉素、硫酸粘菌素、硫酸粘菌素预混剂、 |
| 浙江普洛康裕制药有限公司 | 芬苯达唑 (CDMO 项目)、马波沙星 | 芬苯达唑、吉他霉素预混剂、马度米星铵预混剂 |
| 浙江普洛得邦制药有限公司 | 非无菌原料药 (氟苯尼考) | 氟苯尼考 |

资料来源: 中国兽医药品监察所, 国信证券经济研究所整理

多项兽药管线通过国际认证。根据公司官网信息 (20 年 12 月), 公司兽药管线

共有产品 15 项，其中 12 项达到中国兽药典标准、其他 3 项也均达到部颁标准。氟苯尼考、阿维菌素、酒石酸泰乐菌素、伊维菌素 4 项通过 FDA 注册认证，硫酸粘菌素、酒石酸泰乐菌素 2 项取得 EU GMP 认证，磷酸泰乐菌素取得 VMF 认证。

表 16: 普洛药业兽药项目质量标准与注册认证情况

| 体系 | 项目 | 数目 |
|------|--------|----|
| 质量标准 | 兽药 CP | 12 |
| | 部颁标准 | 3 |
| 注册认证 | FDA | 4 |
| | COS | 2 |
| | EU GMP | 2 |
| | VMF | 1 |

资料来源: 公司官网 (20 年 12 月 23 日), 国信证券经济研究所整理

看好公司兽药 CDMO: 客户好、存量稳、利润足、格局优

兽药特点一: 行业集中度高--核心客户是关键

集中度高, CR6 达 62%。 兽药行业集中度高: 19 年 top 6 兽药企业 (硕腾、BI 动保、默沙东动保、礼蓝、爱德士、拜耳动保) 营业收入 224.1 亿美元, 约占全球兽药行业总规模 362.9 亿美元的 62%。

表 17: 兽药 TOP 10 公司及其 19 年营收情况 (百万美元)

| 全球排名 | 名称 | 股票代码 | 19 营业收入 (百万美元) |
|------|----------|-----------------------------------------------|----------------|
| 1 | 硕腾 | ZTS.N | 6260 |
| 2 | 勃林格殷格翰动保 | -- | 4514 |
| 3 | 默沙东动保 | MERCK.N | 4393 |
| 4 | 礼蓝 | ELAN.N | 3071 |
| 5 | 爱德士 | IDXX.O | 2407 |
| 6 | 拜耳动保 | BAYN.DF / BAY.BSI / BAYN.DY / BAY.MA / OP6S.L | 1760 |
| 7 | 诗华 | -- | 1344 |
| 8 | 维克 | VIRP.PA | 1051 |
| 9 | 辉宝动保 | PAHC.O / PAHC.L | 828 |
| 10 | Dechra | DPH.L | 634.5 |
| | 合计 | | 26107.5 |

资料来源: 公司公告、wind, 国信证券经济研究所整理

*默沙东动保、拜耳动保未分拆上市, 故“股票代码”分别列示的为默沙东股票代码、拜耳股票代码

*默沙东动保、拜耳动保“19 营业收入”列示的分别为默沙东、拜耳兽用药品部分收入情况

*使用历史汇率折算成美元

*辉宝动保会计年度止于 06 月 30 日

公司逐步与兽药龙头建立稳定合作关系, 受到核心客户认可。 2019 年 8 月, 公司与硕腾比利时公司 ZoetisBelgiumS.A. 签署《主供货协议》的公告, 就原合作项目的产品供应和新增三个 CDMO 项目的技术转移、生产等条款达成协议, 新增三个项目中 1 项为兽药项目、2 项为商业化项目。硕腾公司是全球最大的动物用药和疫苗厂商, 主营业务为针对家畜和宠物用药的研究、开发、生产和销售, 2019 年硕腾公司营业收入 62.6 亿美元, 净利润 15.0 亿美元, 销售净利率 24%, ROE 达 55%。我们认为, 公司与硕腾的合作加深, 一方面是其设计、开发、生产、质控、注册能力受到国际认可的体现, 另一方面也有望提速其 CDMO 业务向大客户转移, 为业绩贡献新增长点。

兽药特点二: 原料需求稳定--存量业务可持续

无专利悬崖, 业绩波动性小。 相较于人用创新药具备以人均 GDP 为依托的高价值量而言, 兽用药产品更类似工业产品价值量较小, 难以出现人用药行业的重磅炸弹药品 (年销售额大于 10 亿美元), 仿制药相对较少, 原研药占据统治

地位；叠加兽药新药较少，使得兽用药生命周期显著长于人用药产品、稳定性强。从兽用药企业与人用药企业的销售净利率水平来看，兽药行业业绩波动性较小，无明显专利悬崖，销售净利率稳定；人用药方面，受重磅产品生命周期的影响，业绩存在较大波动性，销售净利率波动性极大。

图 52: 代表性兽用药企业净利率水平 (%)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 53: 代表性人用药企业净利率水平 (%)



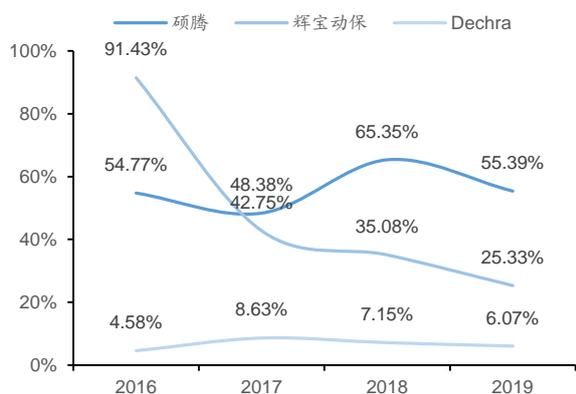
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

原料药需求稳定，部分产品与客户合作达 20 年。对于兽药原研厂家而言，市场需求非常稳定，生命周期长，因此兽药厂家对于原料药的需求也具有可持续性。根据投资者关系活动记录表信息，公司部分产品已经与客户长期合作达 20 年。我们认为兽药原料药需求的稳健性使得公司存量业务具有可持续性，也为之后的业务延伸与拓展打下了良好的基础。

兽药特点三：制剂端高 ROE--留给 CDMO 利润空间足

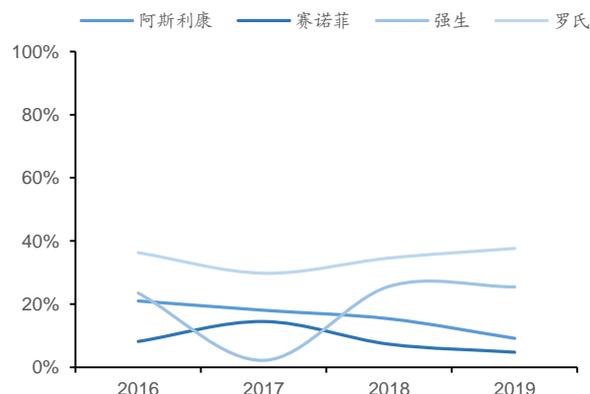
主要兽用药企业 ROE、ROA 水平相较于人用药更高。我们选取了 4 家 top 10 兽用药企业与 4 家 top 10 人用药企业进行对比，可以发现样本兽用药企业的整体 ROE、ROA 水平较人用药企业更高：ROE 方面，兽用药企业中枢基本维持在 30%-50% 区间，高于人用药 15-20% 区间；ROA 方面，兽用药企业中枢基本维持在 10%-12% 区间，高于人用药 5-10% 区间。

图 54: 代表性兽用药企业 ROE 水平 (%)



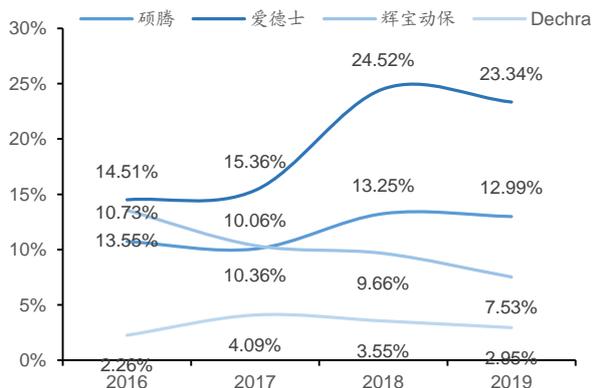
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理
*爱德士 16-18 年净资产为负, 造成 ROE 存在异常, 为方便对比在此不列示

图 55: 代表性人用药企业 ROE 水平 (%)



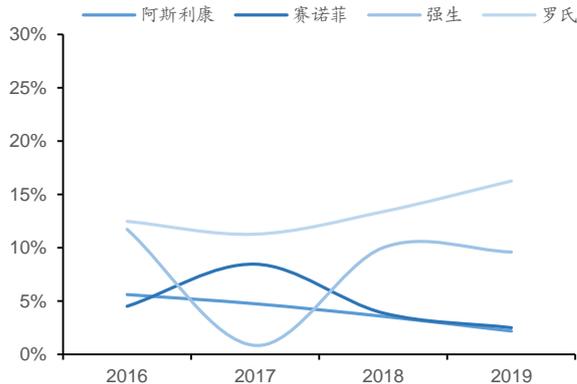
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 56: 代表性兽用药企业 ROA 水平 (%)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 57: 代表性人用药企业 ROA 水平 (%)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

优质客户有望为 CDMO 企业带来更加充裕的利润空间。合理推测, 相较于人用药, 兽药制剂端优质企业的高 ROE、ROA 水平有望传导至 CDMO, 给 CDMO 企业带来较为充裕的利润空间。

兽药特点四: 竞争格局良好--公司处第一梯队

总量: 兽药原料药总规模、种类及参与企业较人用药明显更小/少。从总规模来看, 19 年全球兽用原料药市场规模~90 亿美元 (~600 亿元人民币), 人用原料药市场规模约 1700~1800 亿美元; 从 VMF 或 DMF 获批数目来看, FDA 共批准 VMF 564 个、DMF 5319 个; 从 VMF 或 DMF 品种种类来看, 兽用种类约 280 种, 人用种类约 2900 种。与人用药相比, 兽药市场总规模小、种类少、参与企业少。

竞争: 从平均单个品种获批 VMF 或 DMF 的企业数目来看, 格局良好。无论是兽用原料药还是人用原料药, 平均单个品种获批 VMF 或 DMF 的厂家数均较少, 兽用原料药平均单个品种获批 VMF 厂家数为 2 家, 人用原料药平均单个品种获批 DMF 厂家数为 1.8 家, 展示了原料药行业整体良好的竞争格局。

价值量: 天花板低, 单个品种年均价值量相对较小, 但考虑全生命周期后价值量更大。用“原料药市场总规模/VMF 或 DMF 品种种类”作为指标以粗略比较单个兽用原料药与人用原料药的年均销售额相对高低, 兽用原料药的年均销售额相较于人用原料药更低, 但由于兽用原料药具备更长的生命周期, 其单个品种全生命周期销售额可能更高。

表 18: 兽用原料药 vs 人用原料药

| 项目 | 兽用原料药 | 人用原料药 |
|------------------------------------------------------|-------------------------|----------------------|
| 全球原料药规模 | ~90 亿美元 (19 年) | 1700~1800 亿美元 (19 年) |
| 平均研发费用 | 相对较低 | 高 |
| VMF 或 DMF 数目 | 564 个 (剔除 inactive 状态) | 5319 个 |
| VMF 或 DMF 品种种类 | ~280 种 (剔除 inactive 状态) | ~2900 种 |
| 原料药规模/VMF 或 DMF 品种种类 | ~3000 万美元 (19 年) | ~6000 万美元 (19 年) |
| 产品生命周期 | >30 年 | 10~20 年 |
| 平均单个品种获批 VMF 或 DMF 厂家数 (VMF 或 DMF 数目/VMF 或 DMF 品种种类) | ~2 | ~1.8 |

资料来源: CPA, Mordor Intelligence, 东亚药业招股说明书, FDA, 国信证券经济研究所整理、估算

*VMF 数据截至 2020 年 10 月 23 日

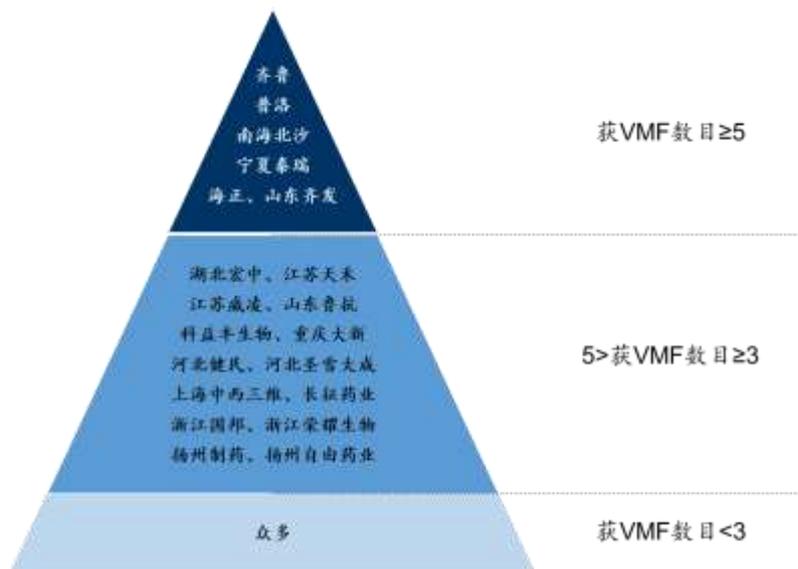
*DMF 数据截至 2020 年 12 月 18 日

**“原料药规模/VMF 或 DMF 品种种类”项仅用以粗略比较单个兽用原料药与人用原料药的年均销售额相对高低, 绝对值不具备实际意义

从获批 VMF 数目来看, 普洛处第一梯队。国内企业中, 普洛、齐鲁、南海北沙、泰瑞、海正、齐发六家企业获批 VMF 数目分别大于等于 5 项, 处于第一梯队;

山东鲁抗、浙江得邦、上海中西三维等十余家企业有 3-4 项获批，处于第二梯队；另有众多企业获批 VMF 1-2 项，处于第三梯队。

图 58：兽用原料药竞争格局（仅讨论国内企业）



资料来源：FDA，国信证券经济研究所整理

公司获批品种需求大，格局较好。以氟苯尼考为例，根据中国动物保健杂志《氟苯尼考市场趋势》报道，2007 年全国我国出口量就已经高达 651 吨，金额达到 6116 万美元，综合考虑兽药的生命周期、市场的自然增速及全球原料药产业转移趋势，合理推测当前我国氟苯尼考原料药出口金额应在亿美元数量级。目前氟苯尼考 VMF 获批 6 家（国内 4 家），竞争格局良好。

表 19：普洛药业获批 VMF 产品情况

| 普洛药业获批 VMF 品种 | 中文名 | 作用 | VMF 获批厂家数目（家） | 公司产能 |
|-----------------------|---------------|-----------|---------------|-------|
| FLORFENICOL | 氟苯尼考 | 广谱抗菌兽药 | 6（国内含公司 4 家） | 100 吨 |
| AVERMECTIN | 阿维菌素 | 杀虫、杀螨、杀线虫 | 1 | 未公布 |
| TYLOSIN PHOSPHATE | 泰乐菌素（磷酸盐） | 兽药抗生素 | 4（国内仅公司 1 家） | 未公布 |
| IVERMECTIN | 伊佛霉素 | 抗寄生虫兽药 | 8（国内含公司 7 家） | 未公布 |
| FENBENDAZOLE（CDMO 项目） | 芬苯达唑（CDMO 项目） | 驱虫兽药 | 7（国内含公司 3 家） | 500 吨 |

资料来源：环评、FDA，国信证券经济研究所整理

小结：未来已来，将至已至

我们认为，CDMO 业务有望成为公司未来 5 年利润端核心增长点，其成长性主要体现在如下方面：

1) 价值链拓展成效初现，收获期已至。根据投资者关系活动记录表信息，约 5、6 年前公司 CDMO 业务通过换档升级开始从早期的“起始原料+注册中间体”逐步向“注册中间体+原料药”转型，以具备更高的附加值。我们认为，由于原料药项目从技术转移、建设厂房车间、放大生产、全球注册等程序一般需要 2-4 年时间，收获期或已到来，有望快速实现多个新 API 项目的商业化供应，增长或将提速。

2) 项目储备足，数量增长快，后续业绩确定性强。整体来看，2020 年 10 月总项目数 198 个，较去年同期增长 40%，其中前期项目 86 个，数量翻倍。2020 年公司开启国内项目拓展，推进迅速，截至 20 年 10 月，CDMO 国内业务部分已经和 50 家以上公司签订协议，开展项目的企业有 30 多家。我们认为，公司

丰富的项目储备，尤其向早期项目的延伸，增加了客户粘性，拓展了 CDMO 业务服务周期和价值链，为后期业绩带来确定性；国内拓展作为纯增量型业务，未来几年爆发有望超过国外，随着项目的后期推进和商业化放大，2-4 年后或将为公司带来较大体量的收入和利润增长。

3) 客户资源优质，核心客户合作加深。CDMO 覆盖的大客户包括辉瑞、诺华、默克、阿斯利康、吉列德、Lonza 等。19 年 8 月、11 月分别与硕腾比利时公司、Bracco 子公司签订进一步合作协议。我们认为，与核心客户的合作加深，一方面显示了公司研发能力、工艺水平、质控体系、供应稳定性等方面逐步受到国际认可，另一方面也有望助推后续合作、加速在规范市场的业务开展。

4) “降维”布局兽药，质量、技术、客户等多方领先优势持续。兽药拥有更长的生命周期和更稳定的市场需求，公司 CDMO 业务中兽药占比高，存量业务稳定性强。同时，公司兽药业务具多项优势，有望助力公司兽药 CDMO 业务占比持续提升：a) 从质量体系来看，国内兽药由农村农业部管理，大部分兽药企业 GMP 水平较低，而公司兽药产品内部采用人用药同一标准，获批 FDA VMF 数量处于国内第一梯队；b) 开展兽药业务时间长，与主要兽药企业建立了良好合作关系，认可度逐步加深，并有望向高附加值宠物用药拓展；c) 自有兽药项目与兽药 CDMO 项目相辅相成，技术领先，产品需求稳定。

5) 研发与产能实力快速增强，项目有支撑。**研发方面：**公司已建设新的技术能力，新组建了安全实验室、流体化学实验室、高活性物质实验室（在建），实力提升。目前 CDMO 业务已有上海、横店两个研发中心，研发人员从 19 年 4 月约 100 人增加至 20 年 11 月约 160 人，预计 22 年底将达 400 人。**产能方面：**未来 3-4 年是新一轮产能投入的阶段，产能有望在 2024 年全部建设完成，总投入预计 20-30 亿，平均每年投入 6-7 亿元。其中，在横店计划建设 2 个 CDMO 高活性车间、2 个 CDMO 多功能车间，每个车间均配有 5-6 个生产单元，车间的建成将对公司未来发展起到关键支持作用，四个 CDMO 车间总投资大约在 8-10 亿左右，预计 2022 年前后可投产。研发和产能布局为后续项目的开展提供了有利保证。

制剂：普药为主，创新为辅

普药品种丰富

120 余项品种。浙江优胜美特医药有限公司是普洛药业的制剂营销中心，旗下拥有 120 多个产品，涉及心脑血管类、抗感染类、抗肿瘤类、中枢神经系统类、中成药等。公司作为行业质量标准起草单位，产品均采用出口级原料，先后通过 WHO、美国 FDA、欧盟 COS、日本 PMDA 等认证。“优胜美特”品牌为制剂板块总品牌，拥有“天立威”、“百士欣”、“优胜美特”、“巨泰”等知名产品品牌。

纳入医保目录品种 74 项，部分品种增长快。多个产品列入《国家基本药物目录》、《国家低价药物目录》，《国家医保目录（2019）》纳入目录品种 74 个，其中甲类 37 个，乙类 37 个，纳入目录的主要重点产品包括阿莫西林克拉维酸钾胶囊、头孢拉定胶囊、盐酸金刚乙胺口服溶液、注射用阿奇霉素枸橼酸二氢钠、吲达帕胺片等。公司拥有口服固体制剂、液体制剂、冻干粉针、注射剂、软膏剂等生产线，多个产品为国内独家剂型或独家规格产品。从样本医院的销售情况来看，19 年公司复方头孢克洛片、头孢克肟片、头孢泊肟酯片、阿莫西林克拉维酸钾（4:1）胶囊均保持良好增长。

表 20：普洛药业部分品种样本医院销售额（万元）

| 公司 | 产品 | 18 | 19 | 20Q1-3 |
|----------------|------------------|----------|---------|--------|
| 浙江巨泰药业有限公司 | 复方头孢克洛片 | 809.97 | 832.17 | 351.98 |
| 浙江巨泰药业有限公司 | 头孢克肟片 | 21.1 | 69.66 | 120.08 |
| 浙江巨泰药业有限公司 | 头孢泊肟酯片 | 25.28 | 154.59 | 110.6 |
| 浙江巨泰药业有限公司 | 头孢克肟分散片 | | 49.41 | 92.94 |
| 浙江巨泰药业有限公司 | 阿莫西林克拉维酸钾（4:1）胶囊 | 71.95 | 141.59 | 51.4 |
| 浙江巨泰药业有限公司 | 阿莫西林胶囊 | | 5.82 | 3.36 |
| 浙江巨泰药业有限公司 | 头孢克肟咀嚼片 | | 1.85 | 2.46 |
| 浙江普洛康裕天然药物有限公司 | 治伤软膏 | 1445.74 | 1379.3 | 611.92 |
| 浙江普洛康裕天然药物有限公司 | 香菇多糖片 | 240.95 | 145.06 | 90.48 |
| 浙江普洛康裕制药有限公司 | 乌苯美司胶囊 | 24522.51 | | |
| 浙江普洛康裕制药有限公司 | 盐酸金刚乙胺口服溶液 | 194.7 | | |
| 浙江普洛康裕制药有限公司 | 聚甲酚磺醛溶液 | 153.12 | | |
| 优胜美特制药有限公司 | 头孢地尼胶囊 | 715.16 | 1092.51 | 613.56 |

资料来源：wind 医药库，国信证券经济研究所整理

乌苯美司移出医保，20 年预计将大幅下滑。公司主打品种有左乙拉西坦片、乌苯美司胶囊、口服头孢系列、阿莫西林克拉维酸钾胶囊、治伤软膏、辛荑颗粒等等。制剂端最大品种乌苯美司移出医保目录（2019），20 年销售额下滑或将超过 50%。

定位清晰，步伐加快

三大方向，定位明确。仿制药方面，公司主要定位 3 种类型产品：

- **成本竞争型**，通过原料药--制剂一体化，打造成本优势，例如：头孢系列、慢病系列等多个品种；
- **高端制剂型**，高技术门槛的、特殊的制剂，相对竞争较少；
- **OTC 型**，由于不在医保范围内，受政策影响较小，可通过打造品牌效应深入患者心中。

高端剂型：壁垒较高，竞争缓和。随着一致性评价及集采的进行，普通制剂竞争异常激烈，陷入同质化、低端化的“红海厮杀”。而具有高技术壁垒的仿制药竞争相对较少，企业可以利用复杂制剂技术和新型药物递送系统等新型制剂技术，开发改良型新药，提高已上市药物的安全性、有效性和顺应性。与新分子实体

BA: Bioavailability, 生物利用度
BE: Bioequivalency, 生物等效性
AUC: area under the cure, 药-时曲线下面积

相比, 开发新剂型的创新路径相对来说周期短、投资少、风险小, 回报与新分子实体相比并不逊色。

高端制剂开发难点: 辅料、生产控制、BA/BE 及表征。 1) 辅料。高端制剂通常涉及特殊高分子辅料, 而高分子辅料往往具有高粘度、低熔点等一系列对制剂生产工艺不友好的性质, 导致制剂工艺难度高。2) 生产控制。与普通制剂相比, 高端制剂对工艺参数的极为敏感, 对设备的功能和控制精度要求高。3) BA/BE 难度大。高端制剂很多都是缓控释制剂, 而缓释剂本身又是高变异或窄治疗窗的药物, 对于一些复杂的注射用缓释制剂, 更是由分段的 AUC、突释的 C_{max} 等, 大大增加 BE 的难度; 对于很多仿制药, 阻碍药企完成一致性评价的最大因素实际上是 BE 的难度。4) 表征。对于复杂注射剂, 比如脂质体、纳米粒、注射微晶、微球等, 除了常规的稳定性、BE 之外, 还要做大量的表征工作, 例如: 有的脂质体需要测试内部的 PH 值、磷脂膜的厚度等, 这些表征工作往往没有现成方法可用, 需进行大量探索。

图 59: 高端剂型开发难点



资料来源: 药智网, 国信证券经济研究所整理

公司: 高端剂型开发布局领先, 成果已初现。 目前公司已取得一定成效, 在缓释剂、吸入剂等多个领域成果初现: 首个申报 ANDA 的项目盐酸安非他酮缓释片已获批, 放量有望; 化药四类品种琥珀酸美托洛尔缓释片已处审评审批状态, 预计获批在即, 且目前竞争格局良好, 有望抢占 1-2 年时间窗口期; 吸入用乙酰半胱氨酸溶液为首个申报化药四类的厂家 (申报主体为附属公司山西优胜美特药业有限公司), 进度领先。

整体节奏: 有望实现 ANDA 申报 1~2 项/年, 仿制药+新四申报≥3 项/年。 近年来, 公司临床申请与一致性过评 (含化药新四类) 节奏明显加快, 20 年 5 月、6 月阿莫西林胶囊、吲达帕胺片通过一致性评价, 19 年 9 月、20 年 10 月左乙拉西坦、左氧氟沙星分别获得化学药品 4 类注册批件, 19 年 9 月、20 年 4 月盐酸安非他酮缓释片两个规格 ANDA 获批。我们预计, 公司有望实现每年 ANDA 申报 1~2 项/年、仿制药+新四类申报≥3 项/年的申报节奏。

表 21: 普洛药业主要子公司临床申请与一致性过评情况

| 主体 | 临床申请数 | 通过一致性评价品规 | 备注 |
|--------------|----------------------------|-----------|---------------------------------|
| 浙江普洛得邦制药有限公司 | 6 (其中化药 1 类 1 种, 试验 3 项) | 0 | |
| 浙江普洛康裕制药有限公司 | 4 | 4 | 通过一致性评价: 左氧氟沙星、吲达帕胺片、左乙拉西坦*2 规格 |
| 浙江普洛家园药业有限公司 | 2 (其中化药 1.1 类 1 种, 试验 1 项) | 0 | 临床新药: 化药 1.1 类索法地尔 (治疗急性缺血性脑卒中) |
| 浙江巨泰药业有限公司 | 4 | 2 | 通过一致性评价: 阿莫西林胶囊*2 规格 |
| 优胜美特制药有限公司 | 2 | 0 | |

资料来源: wind 医药库, 国信证券经济研究所整理
*截至 2021 年 1 月

表 22: 普洛药业收审情况

| CDE 承办时间 | 1 类 | 3 类 | 4 类 |
|----------|----------|------------------------|-----------------------------|
| 17 年 | | 右旋糖酐铁 165 | |
| 18 年 | | | 左乙拉西坦片、右旋糖酐铁注射液、吸入用乙酰半胱氨酸溶液 |
| 19 年 | | | 盐酸美金刚片、左氧氟沙星片 |
| 20 年 | TJ1507 片 | 乌苯美司胶囊、头孢克肟颗粒、注射用氟氯西林钠 | 琥珀酸美托洛尔缓释片 |

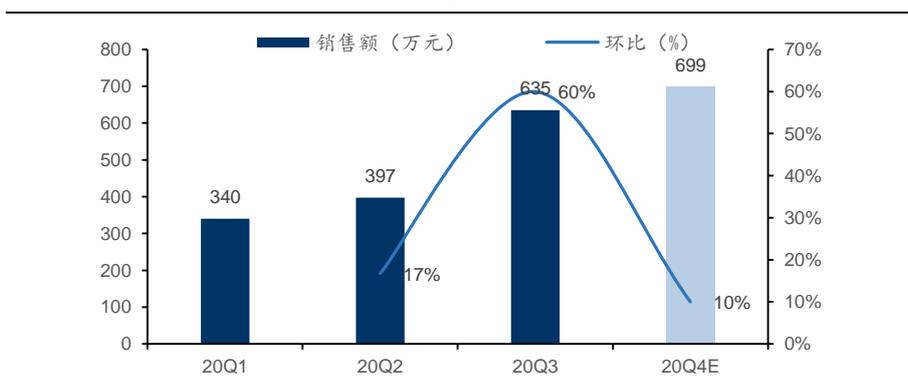
资料来源: NMPA, 国信证券经济研究所整理

*截至 2021 年 1 月

大品种: 左乙拉西坦、乌苯美司 21 年有望好转, 但长期前景有限

左乙拉西坦片: 竞争激烈, 价格承压。公司左乙拉西坦 19 年联盟地区集采中标, 20 年受疫情影响上半年表现不佳, 样本医院 20Q1-3 销售额分别为 340、397、635 万元, 20Q3 已明显好转, 预计 20 年全年销售额 0.7~1.2 亿元, 21 年有望继续向好。从中长期来看, 左乙拉西坦是一个高度竞争的产品。截至 21 年 1 月, 化药新 4 类审评审批中的厂家包括佛山德茵、东北制药、华东医药、扬子江药业、辅仁药业 5 家, 华润赛科、四环制药、普洛康裕、华海药业 4 家已获批新 4 类, 多家厂家均有自己的原料药, 公司作为左乙拉西坦第二家新 4 类获批企业, 享受到了一定红利, 但时间窗口有限, 价格下降乃大势所趋。

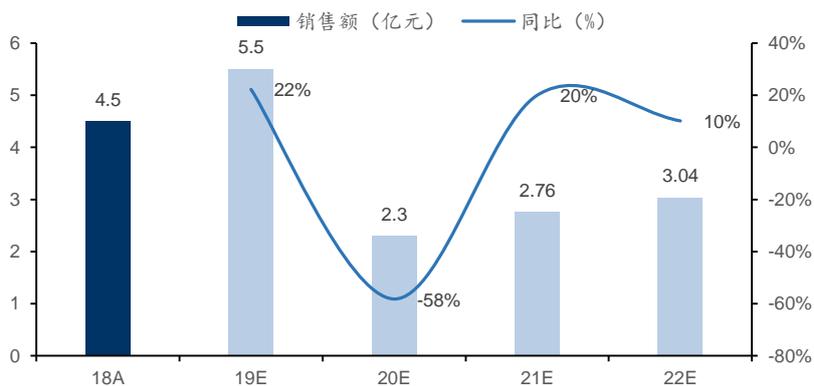
图 60: 普洛药业左乙拉西坦样本医院销售额 (万元, %)



资料来源: wind 医药库, 国信证券经济研究所整理、预测

乌苯美司胶囊: 长期价值受限。2018 年公司该品种销售额 4.5 亿元, 根据样本医院数据估算, 预计 19 年 5.5 亿元、20 年前三季度 1.7 亿元、20 年全年 2.3 亿元。过去几年由于尚处医保目录内, 乌苯美司以通用名招标, 公司投入较为谨慎, 成为自费品种后, 一方面有望通过加大市场投入, 以重新梳理品牌、取代简单的通用名宣传、打造自有品牌; 另一方面, 公司乌苯美司胶囊年治疗费用约 7000 元人民币, 价格在肿瘤药中相对较低, 患者自费能力和意愿较强, 移出医保的负面影响相对较弱。20 年受限于疫情, 患者就医及公司推广都不同程度受到影响, 预计 21 年将有所恢复。但长期来看, 乌苯美司其价值具有一定局限性。

图 61: 普洛药业乌苯美司胶囊销售额 (亿元, %)



资料来源: wind 医药库, 国信证券经济研究所整理、预测

展望: 新品获批、新药试水&安非他酮放量

布局高端剂型: 壁垒较高, 竞争缓和。随着一致性评价及集采的进行, 普通制剂竞争异常激烈, 陷入同质化、低端化的“红海厮杀”。而高端剂型在辅料、生产控制、BA/BE 及表征方面存在多重壁垒, 竞争相对缓和。公司在此方面提前布局, 目前已有多款高端剂型收审或上市。

新品获批值得期待: 已报审品种中右旋糖酐铁、乙酰半胱氨酸、琥珀酸美托洛尔格局较优。公司近期申报或新获批的品种有: 左氧氟沙星、吲达帕胺片、阿莫西林胶囊、右旋糖酐铁注射液、吸入用乙酰半胱氨酸溶液、盐酸美金刚片、琥珀酸美托洛尔缓释片和左乙拉西坦。从竞争格局来看, 目前右旋糖酐铁、乙酰半胱氨酸、琥珀酸美托洛尔格局较优, 有望抢占一定的时间窗口。

表 23: 普洛药业已报审及新获批品种情况

| 品种 | 时间 | 类别 | 竞争情况 | 市场规模 (2019 年全国) | 普洛药业产品市场份额 (预计) |
|-------------|---------------|--------|------------------------------------------------------------------------------|--------------------------|-----------------|
| 左氧氟沙星 | 2020 年 10 月获批 | 化药 4 类 | 原研 (第一三共); 化药 4 类、仿制药一致性评价获批 (7 家); 审评审批中 (>5 家)。 | ~16 亿元 | 5~20% |
| 吲达帕胺片 | 2020 年 4 月通过 | 一致性评价 | 通过一致性评价 (10 家)。 | ~0.1 亿元 (全球 8.68 亿美元) | 5~20% |
| 阿莫西林胶囊 | 2020 年 5 月通过 | 一致性评价 | 通过一致性评价 (>10 家)。 | ~24 亿元 | 5~20% |
| 右旋糖酐铁注射液 | 2018 年收审 | 化药 4 类 | 进口 (Pharmacosmos A/S); 通过一致性评价 (0 家); 化药 4 类获批 (0 家)。 | ~1 亿元 | 30~60% |
| 吸入用乙酰半胱氨酸溶液 | 2018 年收审 | 化药 4 类 | 进口 (ambon SpA); 化药 4 类、仿制药一致性评价获批 (0 家); 审评审批中 (>5 家)。 | ~18 亿元 | 5~30% |
| 盐酸美金刚片 | 2019 年收审 | 化药 4 类 | 进口 (BMS); 化药 4 类、仿制药一致性评价获批 (6 家); 审评审批中 (>10 家) | ~10 亿元 | 5~10% |
| 琥珀酸美托洛尔缓释片 | 2020 年收审 | 化药 4 类 | 进口 (AZ); 化药 4 类、仿制药一致性评价获批 (0 家); 审评审批中 (5 家, 东阳光、普洛康裕、华益泰康、南通联亚、合源药业) | ~30 亿元 | 5~20% |
| 左乙拉西坦 | | | 略 (见前文) | | |

资料来源: 公司公告、wind 医药库, 国信证券经济研究所整理、估算
*除阿莫西林胶囊外, 2019 年销售数据=wind 医药库样本医院数据*预计放大系数 5
*阿莫西林胶囊 2019 年年销售数据来源于公司公告、米内网数据库
*左乙拉西坦情况已在前文详细介绍, 在此表中不再赘述
*至 2021 年 1 月

新药项目稳步推进: 索法地尔进入临床 III 期。索法地尔属 1.1 类新药, 用于治疗急性缺血性卒中, 获国家“重大新药创制”科技重大专项立项支持, 公司拥有其中国境内知识产权。除索法地尔外, 另有多个项目在研, 其中 2 个具有完全知识产权的新药有望在 21 年申报 IND, 分别涉及抗肿瘤及免疫领域。

盐酸安非他酮缓释片 ANDA 获批，预计 21H2 后将实现大规模生产。盐酸安非他酮缓释片的美国获批有望助力公司开启制剂国际化进程，安非他酮在美国境内的主要生产厂商有 PAR、TEVA 等，公司获批的两个剂型 18 年美国销售额分别为 1.2、1.3 亿美元。目前生产由美国当地 CMO 外包，产能较为局限，增加国内产地工作正在进行中。由于增加生产场地需要再次完成 BE 试验，我们预计国内 2021 年下半年后可实现大规模商业化生产，为产品放量打下良好基础。

小结：关注申报节奏与临床进展

公司目前基本处于光脚状态。除左乙拉西坦、乌苯美司外，其他较大品种有治伤软膏、复方头孢克洛片、头孢地尼胶囊。1) 治伤软膏为普洛康裕天然药物公司独家生产品种，含毛冬青、榉木、花榈木根、苦参、金灯藤、骨碎补等 15 味中药材，曾获浙江省新产品奖和科技进步奖，预计受政策影响较小，销量基本保持稳定。2) 复方头孢克洛片已上市厂家仅公司子公司一家，短期内政策风险小。3) 头孢地尼胶囊竞争较为激烈，截至 21 年 1 月，石家庄四药、成都倍特已获批四类新药，莎普爱思、赛卓药业、海南日中天制药四类新药已在审评审批中，作为超 10 亿品种，未来集采可能性大，但该产品公司市场份额本身较小，影响相对有限。综上，公司大品种利空已基本出尽，现已处于光脚状态。

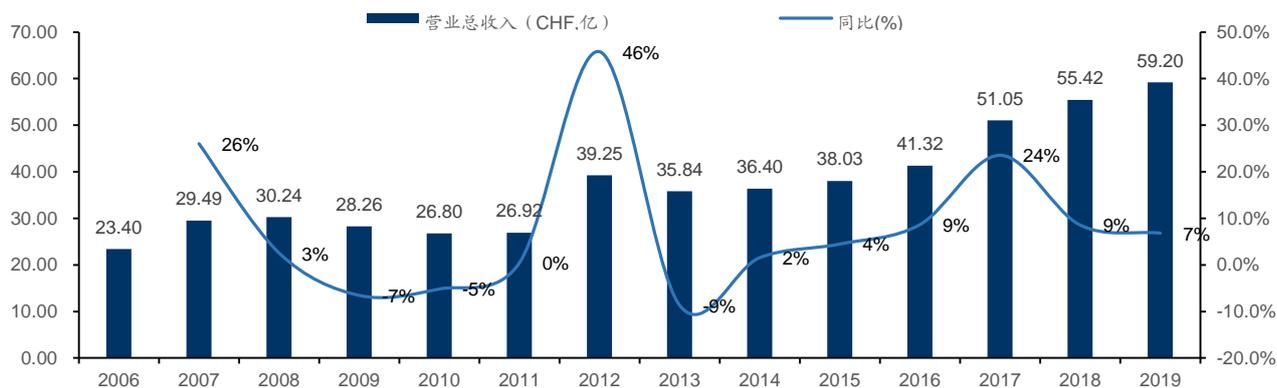
关注临床进展及后续新品种。公司制剂业务以普药为主，整体增速及市场前景有限。我们认为，未来的增长点可能存在于三个方面：1) 目前公司已基本处于光脚状态，建议关注仿制药一致性评价/化药四类过评进度，已申报品种中目前右旋糖酐铁注射液、吸入用乙酰半胱氨酸溶液、琥珀酸美托洛尔缓释片进度领先、格局较优，有望抢占一定的时间窗，提供短期业绩增长点；2) 关注新药临床进展及 IND 情况，公司首个新药索法地尔有望在 2 年后完成 III 期，带来新增增长点，后续新药管线的推进值得继续跟踪；3) 制剂出海方面：关注安非他酮生产销售情况及其他项目 ANDA 申报进展。

他山之石：Lonza 集团--转型归来，涅槃重生

全球生物药 CDMO 龙头企业

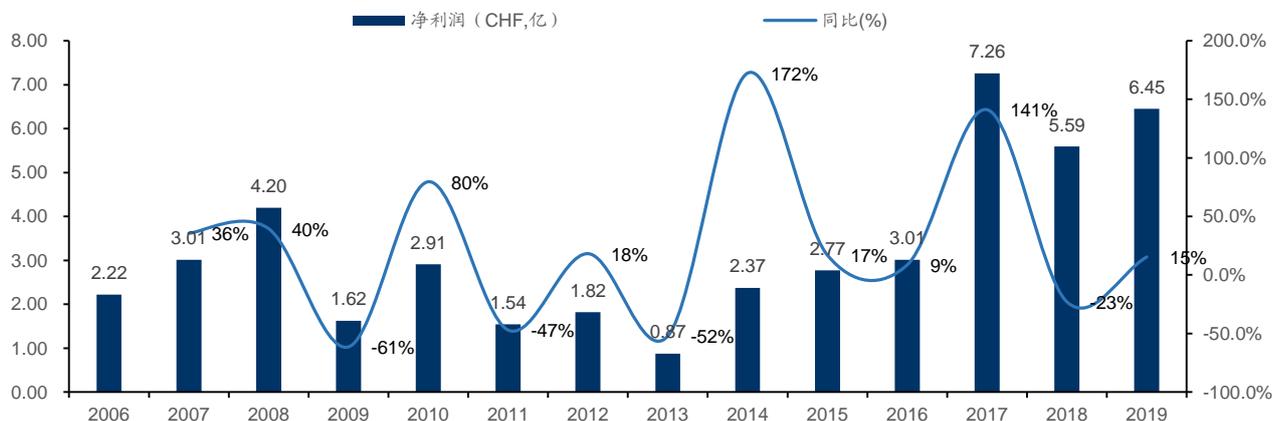
Lonza 集团是瑞士制药、化工行业巨头。Lonza（龙沙）集团总部位于瑞士巴塞尔，成立至今 120 余年，是一家以生命科学为主导，在生物化学、精细化工、功能化学等领域均处于领先地位的全球性跨国公司。2019 年，公司营业总收入 59.20 亿瑞士法郎（折合人民币约 426 亿元）、净利润 6.45 亿瑞士法郎（折合人民币 46 亿元），是瑞士制药、化工行业当之无愧的巨头。

图 62: Lonza 集团营业总收入情况 (CHF 亿元, %)



资料来源: 公司公告、wind, 国信证券经济研究所整理

图 63: Lonza 集团净利润情况 (CHF 亿元, %)



资料来源: 公司公告、wind, 国信证券经济研究所整理

主营业务: CMO/CDMO、营养保健、微生物控制解决方案。根据 Lonza 官网 (www.lonza.com), 公司业务分为四大板块: 1) 制药与生物技术板块 (Pharma & biotech), 提供大分子/小分子 CMO 业务及相关耗材/研究平台。2) 特殊化学品服务板块 (Specialty chemical services): 为技术要求高的行业和应用场景提供解决方案, 并具有定制开发和制造能力 (CDMO)。3) 胶囊及保健品板块 (Capsules & health ingredients): 提供营养保健制剂及原料。4) 微生物控制板块 (Microbial control solutions): 提供微生物控制技术及相关应用。

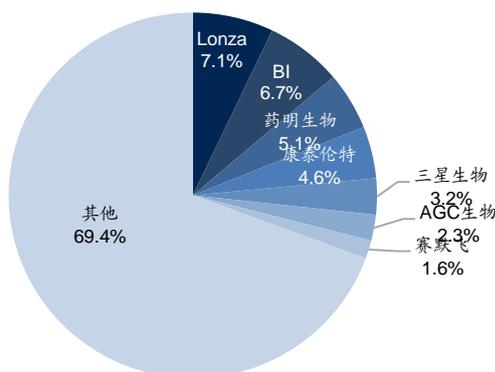
图 64: Lonza 主营业务构成



资料来源: Lonza 公司官网, 国信证券经济研究所整理

细分龙头: Lonza 占据全球生物药 CDMO 市场 7.1% 份额。 CDMO 市场高度分散, 但领先企业的市场集中度逐渐增加。Lonza 拥有良好的研发能力、技术水平、客户资源、成本控制能力、原材料保障体系及质控水平, 合规产能充足, 占据全球生物药 CDMO 市场 7.1% 市场份额, 位列第一。

图 65: 2019 年全球生物药 CDMO 竞争格局



资料来源: 药明生物业绩简报, 国信证券经济研究所整理

华丽转型成就 Lonza 十年十倍股

发展历程: 从基础化工到精细化工到 CMO/CDMO/原料/制剂全线发展。 纵观 Lonza 的成长历程, 我们认为主要可以划分为五个阶段:

- 第一阶段: 基础化工。成立伊始, Lonza 主要生产基础化工原料, 其产品有电石、乙炔、硝酸、烯酮等。
- 第二阶段: 精细化工。20 世纪 60 年代, 公司主营业务由起始原料向后延伸, 产品扩展至医药中间体/添加剂, 农药, 染料, 颜料, 粘合剂等。
- 第三阶段: 涉足小分子 CMO、开启生物技术业务。1980 年, 公司开始生物技术业务; 1982 年, 公司开始为制药和农化公司独家定制产品, 开启小分子 CMO 业务。
- 第四阶段: 技术平台搭建及产能扩张阶段。2007 年到 2013 年, 公司加大投入, 通过一系列的收购与合作, 在蛋白质设计技术、连续流和微反应堆技术等方面迅速布局, 并加强细胞生物学、生物制药开发服务等平台的建

设工作。同时，公司持续进行产能投入，包括：扩大在 Visp (CH)的细胞毒素产能、在美新建 cGMP 洁净室、扩大在瑞士 Visp 的 ADC 药物产能等。

- **第五阶段：CDMO 收获期+产能/技术持续投入期。**2014 年及其之后，随着在产能、技术平台、客户等多方面的积累，公司迎来收获期，先后与多家知名大药企及 biotech 公司签署合作协议，净利润由 2013 年低谷 0.87 亿瑞士法郎增长至 2019 年 6.45 亿瑞士法郎，六年净利润 CAGR 高达 40%。同时公司开启新一轮的产能/技术投入周期，新建及投产多处工厂、开展多项技术合作。

表 24: Lonza 集团发展历程

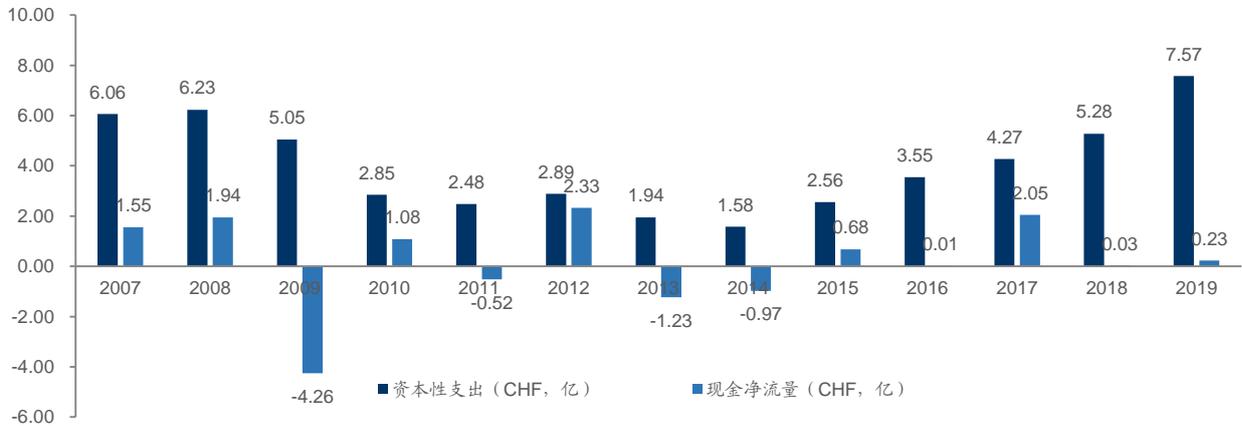
| 阶段 | 时间 | 事件 |
|---------------------------------|--------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 第一阶段：基础化工 | 1897 | 在瑞士瓦莱州甘佩尔市成立龙沙电力公司，发电以制备电石和乙炔。 |
| | 1909 | 搬至维斯普，生产肥料及硝酸。 |
| | 1947 | 开始产生烯酮和二烯酮。 |
| 第二阶段：精细化工 | 1965 | 主营业务由起始原料向后拓展：医药中间体/添加剂，农药，染料，颜料，粘合剂等。 |
| | 1969 | 将业务拓展至美国，并以化工产品为主。 |
| | 1971 | 开始产生烟酸（一种 b 族维生素）。 |
| | 1980 | 开始生物技术业务。 |
| 第三阶段：涉足小分子 CMO、开启生物技术业务 | 1982 | 开始为制药和农化公司独家定制产品。 |
| | 1992 | 收购捷克共和国的生物技术生产设施（发酵）。 |
| | 1999 | 龙沙集团从 aluisse -Lonza Group 中分离出来，作为一家独立公司在瑞士证券交易所上市。 |
| | 2004 | 在美国朴茨茅斯启动了 3 个 20000 升哺乳动物细胞培养发酵反应器，这是龙沙历史上最大的单笔投资。 |
| | 2005 | 宣布一项重大投资计划，扩大其在 Visp (CH)生产基地的多肽产能。 |
| | 2006 | 龙沙开展了一系列战略交易，旨在将公司转变为世界领先的供应商，为制药、医疗保健和生命科学行业提供活性药物成分、生物制药和研究产品。 |
| 第四阶段：技术平台搭建及产能扩张阶段 | 2007 | 完成对美国公司 Cambrex 的研究生物产品业务和微生物生物制药业务的收购。宣布收购 S.A.M.电子技术公司的资产。在收购这些资产的同时，还从 Hydro-Québec 获得了钪介电化学技术 (CeTECH™) 的全球独家许可，并与 Shawinigan 市签署了租赁协议。 |
| | 2008 | 完成剥离新加坡异酞酸纯化工厂的工作。敲定出售在 Polynt 的大部分股份。 |
| | 2009 | 完成对 Amaxa 的收购，Amaxa 是细胞发现市场的优质供应商，在转染系统细分市场拥有领先的、专有的技术。梯瓦制药和龙沙制药宣布成立合资企业，开发、生产和销售一系列生物仿制药。 |
| | 2009 | 通过收购 Algonomics NV (Gent, BE) 加强其生物制药开发的蛋白质设计技术。 |
| | 2009 | 通过收购 Simbiosys Biowares 的临床前细胞和分子生物学团队，扩展其细胞生物学平台。 |
| | 2009 | 投资 1600 万英镑，拓展其 Slough(英国)生物制药生产设施。 |
| | 2011 | 计划投资 2400 万瑞士法郎，扩大在 Visp (CH)的细胞毒素产能。 |
| | 2011 | 扩大其病毒基础治疗业务，在休斯顿(美国)业务附近建设了一个新的、最先进的 cGMP 洁净室。 |
| | 2012 | 投资 1000 万瑞士法郎，扩大其在新加坡的生物制药开发服务平台。 |
| | 2012 | 建设“明日工厂”，投资于连续流和微反应堆技术。 |
| 2012 | 成功完成病毒疫苗和基因治疗业务的新 GMP 套件。 | |
| 2013 | 将勃兰登堡, KY(美国)高性能聚氨酯和有机业务出售给 Monument Chemical。 | |
| 第五阶段：CDMO 收获期+产能/技术持续投入期 | 2013 | 龙沙将投资 1400 万瑞士法郎扩大瑞士 Visp 的 ADC 药物产能，以满足不断增长的客户需求。 |
| | 2013 | BMS 和龙沙扩大生产协议。 |
| | 2014 | 龙沙与 Index Ventures 签署独家协议。 |
| | 2014 | 龙沙拓展与 Pharmacyclics 的合作伙伴关系，支持最近批准的肿瘤治疗药物 IMBRUVICA™ 的生产。 |
| | 2014 | 龙沙中国南沙烟酰胺厂正式投产。 |
| | 2014 | 龙沙和 Celladon 公司为 MYDICAR® 建立了战略性商业生产合作。 |
| | 2016 | 收购美国北卡罗来纳州肝细胞供应商三角研究实验室。 |
| 2016 | 收购 InterHealth Nutraceuticals，是一家在研究、开发、生产和销售用于膳食补充剂的专有增值营养成分的领导者。 | |
| 2017 | 与赛诺菲达成战略合作伙伴关系，建立大型生物制剂生产基地。 | |
| 2017 | 完成对 Capsugel 的收购，为全球制药、消费者保健和营养行业创建领先的综合解决方案提供商。 | |
| 2017 | 将水护理业务转让给铂金股权。 | |
| 2017 | 推出 GS piggyBac®，一种独特和多功能的细胞系工程技术。 | |
| 2019 | 宣布开始剥离龙沙特产食材。 | |
| 2019 | 扩大 HPAPI 开发和制造能力。 | |
| 2019 | 从诺华收购斯坦因(CH)无菌灌装和完成设备。 | |
| 2019 | 扩大生物结合设施并宣布第三个 ADC 商业化批准。 | |

资料来源：Lonza 公司公告、官网，国信证券经济研究所整理

第五阶段：业绩释放，股价腾飞。2007 年到 2010 年，公司积极搭建技术平台，同时持续扩张产能，资本性支出较大，市场对公司前景存在一定疑虑，股价呈现下行趋势；2012-2013 年产能扩张及技术平台搭建期阶段性结束，资本性支出明显下降，转型进入阵痛期，2013 年净利润仅 0.87 亿瑞士法郎，创上市以

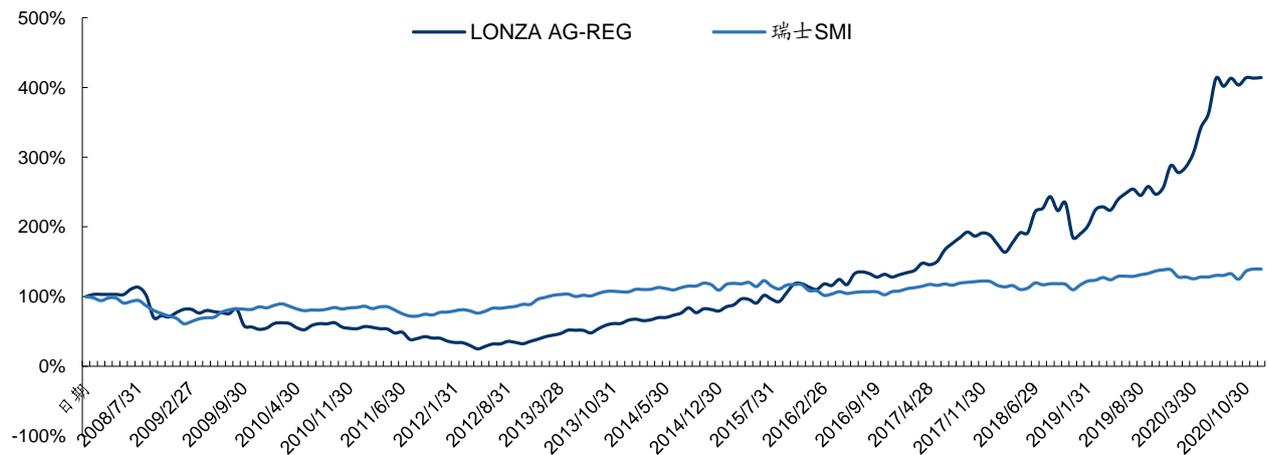
来最低，2012-2013 年公司股价整体位于低谷；2014 年开始，公司业绩逐渐释放，股价持续上涨，随后公司开启新一轮的产能扩张，资本性支出增大，业绩持续增长，股价于 2020 年 11 月创下历史高点。

图 66: Lonza 集团 (LONN.SIX) 资本性支出与现金净流量情况 (CHF 亿元)



资料来源: 公司公告、wind, 国信证券经济研究所整理

图 67: Lonza 集团 (LONN.SIX) 股价走势与瑞士 SMI 指数 (SSMI.GI) 走势



资料来源: 公司公告、wind, 国信证券经济研究所整理

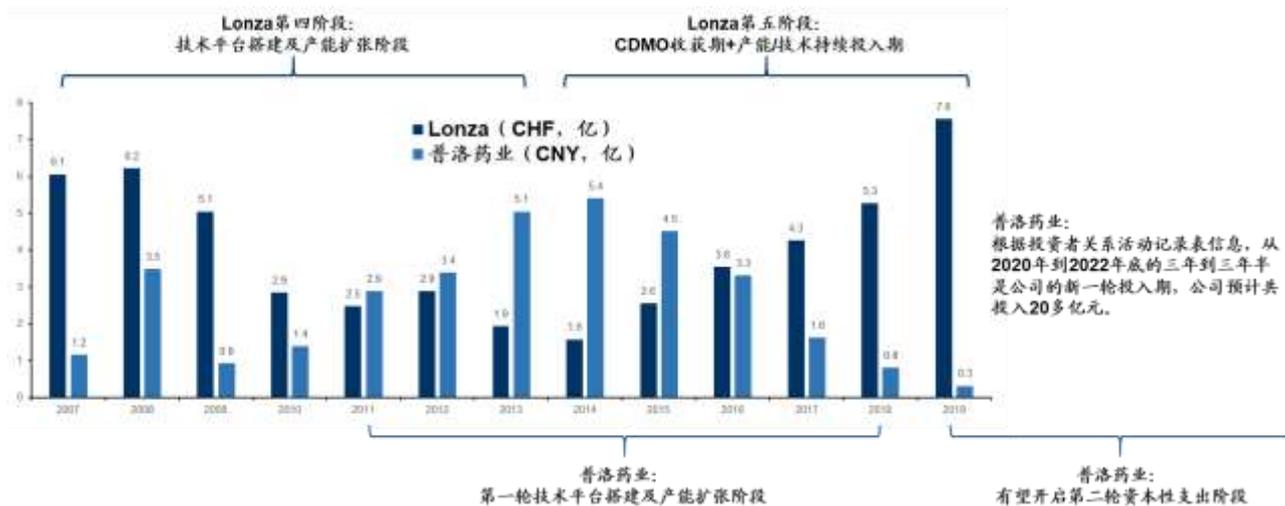
类比国际龙头，普洛药业正处收获期初始阶段

与 Lonza 发展历程相似，普洛药业由化工向医药中间体向 CDMO/制剂业务逐步延伸与转型。普洛药业发展历史最早要追溯到 1989 年，横店工业总公司先后投资设立了多家化工厂，从事基础化工及医药中间体的生产工作，经过 30 余年的发展，公司壮大成为一家集研究、开发、生产原料药中间体、CDMO、制剂的大型综合性制药企业，

从资本性支出情况来看，普洛药业目前处于 Lonza 发展的第五阶段（收获期）伊始。Lonza 集团发展历程的第五阶段（CDMO 收获期+产能/技术持续投入期）始于 2014 年，随着前期在产能、技术平台、客户等多方面的积累，Lonza 迎来收获期，先后与多家知名大药企及 biotech 签署合作协议；同时 Lonza 开启新一轮的产能/技术投入周期，新建及投产多处工厂、开展技术合作。对比 Lonza 集团与普洛药业各阶段的资本性支出情况，我们认为：普洛药业前期所投入的产能与技术平台有望继续兑现到业绩，收获期已至，公司在近几年也迎来了良

好的业绩表现，18-19 年两年营收 CAGR=14%、净利润 CAGR=47%；同时，随着公司持续在研发、产能、技术平台上进行阶段性投入，有望进入良性循环。

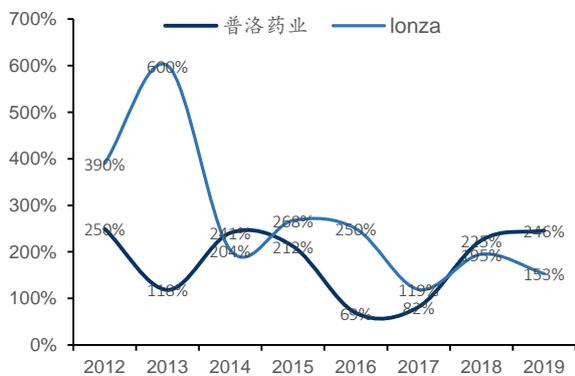
图 68: Lonza 集团与普洛药业各阶段资本性支出对比 (亿)



资料来源: 公司公告、wind, 国信证券经济研究所整理

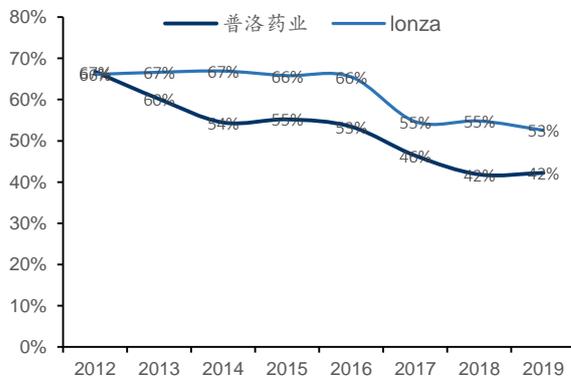
普洛药业现金流状况更优、资产负债率更低。对比普洛药业 2019 年与 Lonza 集团 2013-2015 年 (第五阶段伊始) 的净现比与资产负债率情况, 普洛药业现金流状况更为优良、负债率更低, 后续发展动力或将更为充足。

图 69: 普洛药业与 Lonza 净现比情况 (%)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 70: 普洛药业与 Lonza 资产负债率情况 (%)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

转型收获期已至, 看好公司长期价值。随着普洛药业在技术、安全、环保、产能、平台建设、客户维护等多方面的投入与长期积累达到一定程度, 我们认为: 公司前期资本性支出有望持续兑现到业绩, 收获期已至。

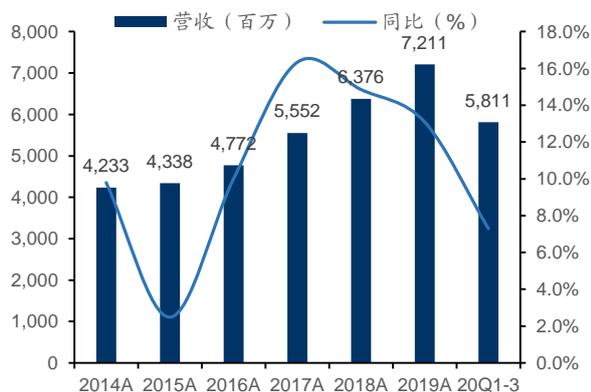
财务：稳健增长，出口放量

利润端增速高于收入端

营收、利润稳定增长。公司 17-19 年营业收入 55.52/63.76/72.11 亿元、净利润 2.57/3.71/5.53 亿元。20Q1-3 实现营收 58.11 亿元 (+7.30%)、净利润 6.30 亿元 (+45.99%)，20Q1-3 净利润已超越 19 年全年水平。

利润增速高于收入。公司 17-19 营业收入同比增速+16.34%/+14.85%/+13.09%，净利润同比增速-2.40%/+44.42%/+49.34%；20Q1-3 营业收入同比增速+7.30%、利润同比增速+45.99%，整体来看利润端增速高于收入端。

图 71：普洛药业营业收入情况（百万元，%）



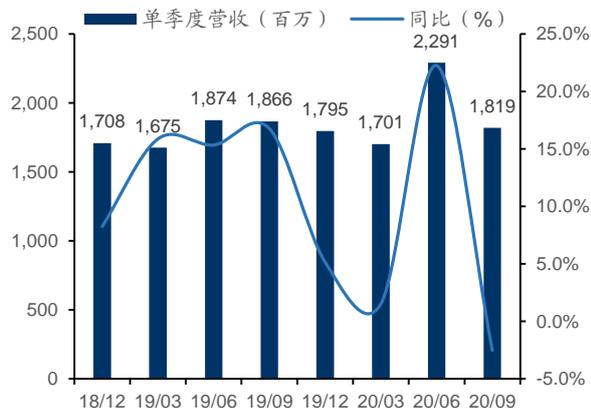
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 72：普洛药业净利润情况（百万元，%）



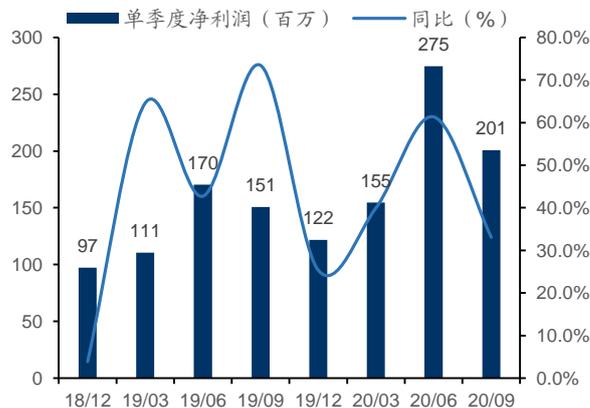
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 73：普洛药业单季度营业收入情况（百万元，%）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

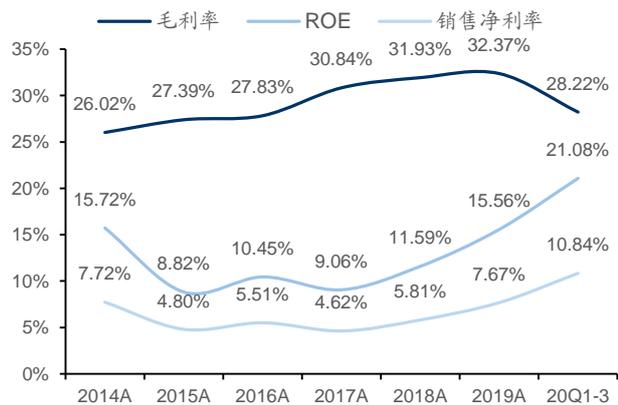
图 74：普洛药业单季度净利润情况（百万元，%）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

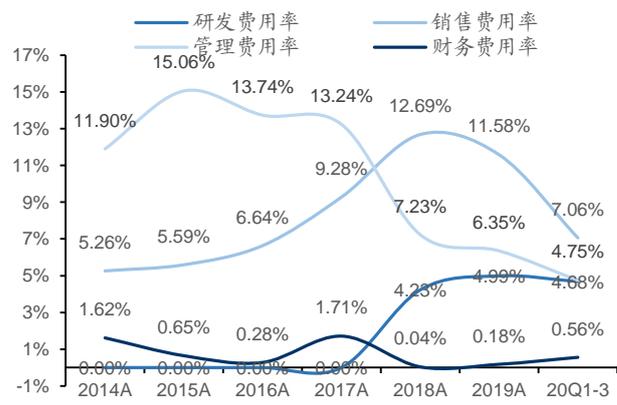
管理费用率控制良好。18 年以来，通过组织架构调整和人员精简，管理费用率从 18 年 7.23% 下降至 19 年 6.35%，20Q1-3 进一步控制到 4.75%。

图 75: 普洛药业利润率情况 (%)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 76: 普洛药业费用率情况 (%)

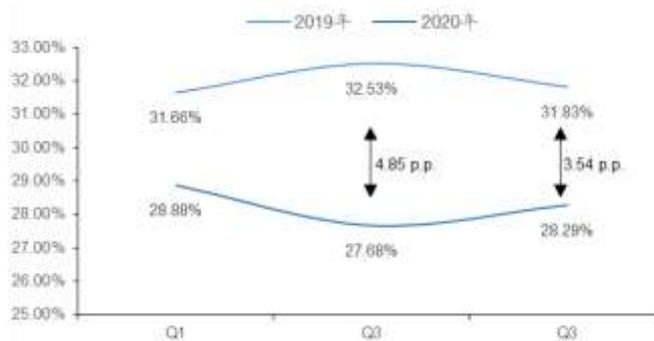


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

销售费用率呈现下调趋势，20Q1-3 下调尤为明显。 API 板块与 CDMO 板块的销售费用率较低，制剂板块销售费用率较高。受大品种推广放量影响，销售费用率 18 年有明显上升；随着制剂业务占比减小，18 年后呈现下滑趋势；20 年受疫情影响，制剂销售推广活动明显减少，制剂板块限制下滑，带动公司整体销售费用率改善。

剔除疫情影响，毛利率、净利率、ROE 呈提升趋势。 受益于费用率改善、成本控制能力增强、规模化效应等多方利好，近年来公司净利率、ROE 水平有所提升。20 年受疫情影响，毛利率有所下滑，主要系疫情期间人工、物料、运输成本上升所导致，从 20Q3 单季度情况来看，已经有所好转。我们认为，随着疫情影响消退、高毛利率 CDMO 业务占比提升、产品的结构性调整，公司毛利率将得到改善。

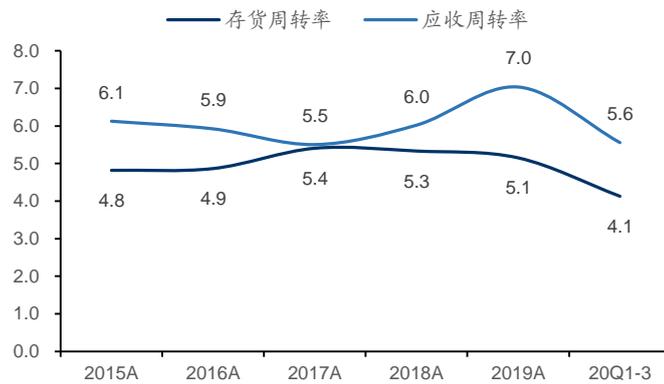
图 77: 普洛药业单季度毛利率情况 (%)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

短期受疫情影响，长期存货周转稳定，应收周转提升。 20Q1-3 受国内外疫情影响，发货、收款有所不畅，但整体可控。长期来看，公司存货周转稳定，应收周转有提升趋势。

图 78: 普洛药业周转率情况

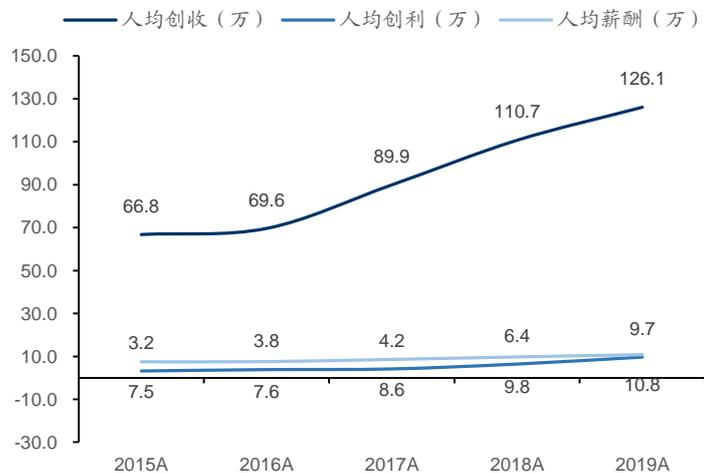


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

人效提升明显。通过自动化、连续化改进和人工效率的提升,公司生产人员数量逐年下降,由 2017 年 4691 人减少至 2019 年 3985 人;同时,大力吸引技术人才,从技术人员比例来看,17-19 年公司技术人员占比由 11.24% 提升至 15.86%。技术改进、人员精简、产品结构性调整多重作用下,公司人均创收、创利能力快速提升。

人员结构调整,人均薪酬提高。从薪酬水平来看,人均薪酬水平由 2017 年 8.59 万元提升至 2019 年 10.83 万元,年复合 12.3%,体现了员工结构的变化及公司对高端技术人才的重视。

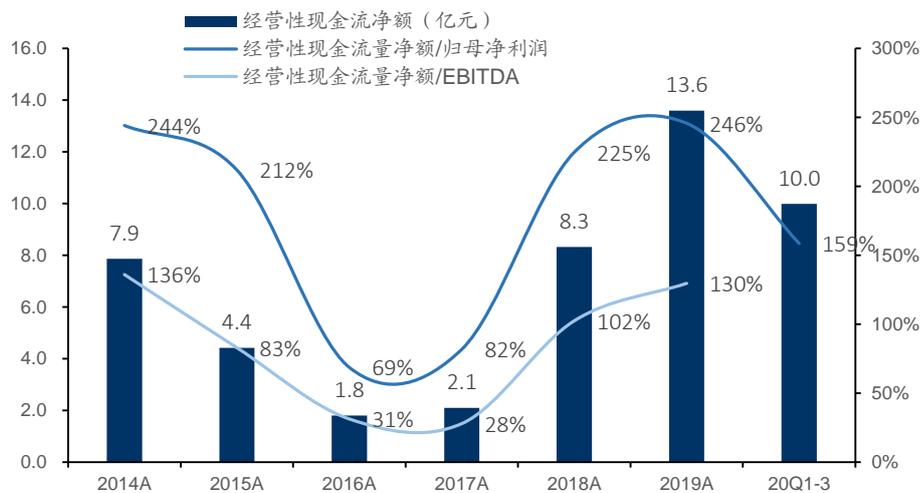
图 79: 普洛药业人均创收、人均创利及人均薪酬情况 (万元)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

产生现金利润,近三年净现比超 150%。一方面,对上游话语权增强,从 19 年 12 月 31 日到 20 年 9 月 30 日,应付票据由 9.2 亿增加到 13.5 亿,应付账款由 10.9 亿增加到 11.6 亿;另一方面,预收项也有所提升,后续业绩有所保障。

图 80: 普洛药业现金流情况

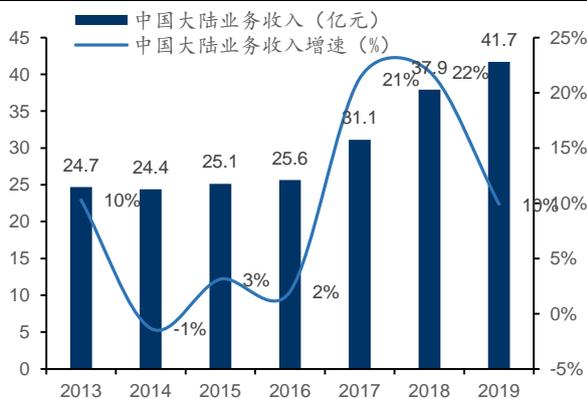


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

海外业务占比高

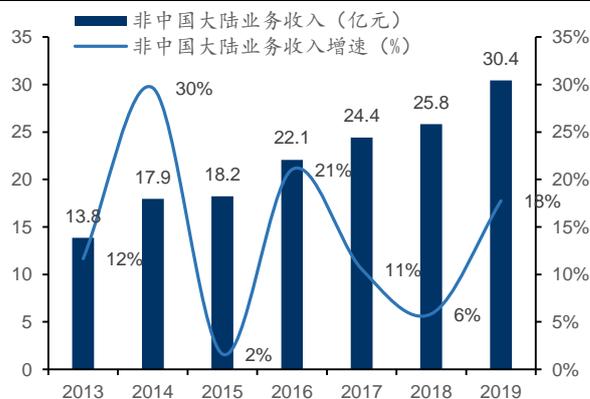
海内/外业务营收均保持增长态势。13-19 年, 公司中国大陆业务收入由 24.7 亿元增长至 41.7 亿元, 复合增速 9%; 非中国大陆业务收入由 13.8 亿元增长至 30.4 亿元, 复合增速 14%。

图 81: 普洛药业中国大陆业务营收情况 (亿元, %)



资料来源: 公司公告、wind, 国信证券经济研究所整理

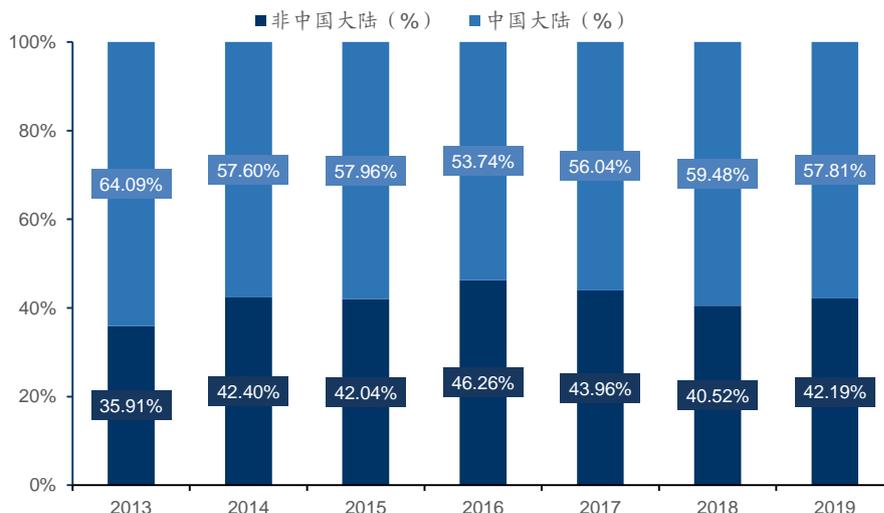
图 82: 普洛药业非中国大陆业务营收情况 (亿元, %)



资料来源: 公司公告、wind, 国信证券经济研究所整理

非中国大陆业务占比约四成。13-19 年, 公司非中国大陆业务占比从 35.91% 提升至 42.19%, 绝大部分海外收入来自于 CDMO 业务、API 及中间体业务。

图 83: 普洛药业营业收入占比情况



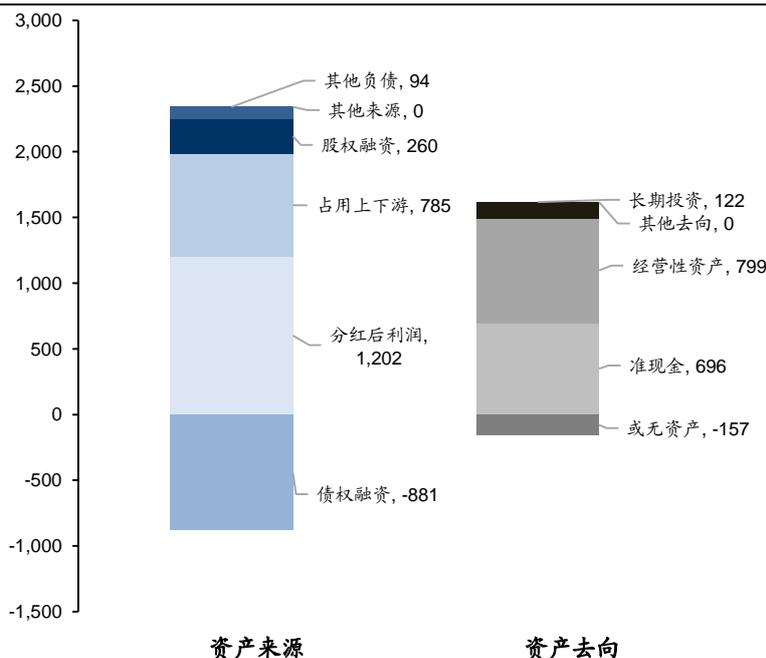
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

资产负债表分析

资产来源以分红后利润为主。将公司 19 年末与 14 年末资产负债表做差值分析, 可以得出公司近五年的资产来源和资产去向。来源方面, 以分红后利润为主, 高达 12.0 亿; 其次为上下游占款, 新占用上下游 7.9 亿元, 显示出良好的上下游话语权; 债权融资减少 8.8 亿元, 偿还了大量债务。

资产去向主要为经营性资产与准现金, 资产“轻”。五年内, 经营性资产新增 8.0 亿, 其中, 应收票据及应收账款新增 2.2 亿, 应收款项融资新增 2.0 亿, 存货新增 4.1 亿元, 与公司营业规模的增长相匹配; 准现金新增 7.0 亿元, 账上现金充足, 也为后续的产能扩张提供了有力支撑。

图 84: 普洛药业资产负债表 19 年末与 14 年末的差值 (百万元)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

盈利预测、估值与投资建议

盈利预测：利润端三年复合增速超 30%

原料药及中间体业务：营收增速 10%~15%，利润增速超收入。 API 板块目前贡献了公司七成以上营收及一半以上净利润，从 3 年维度来看，预计原料药及中间体板块有望保持 10~15% 营收增速，主要逻辑及假设如下：

- **羧酸等优势品种：快速增长，预计收入增速~20%。** 在愈发严苛的质量、环保要求下，单个产品集中度提升是趋势。受竞争对手产能出清影响，羧酸等优势品种销量有望高增长、且伴随提价可能，销售额有望破 10 亿、增速~20%。

- **慢病系列产品：产能扩建+需求增长，放量有望。** 氯吡格雷、厄贝沙坦、左乙拉西坦需求稳定，目前公司产能较为紧张，产能扩张工作持续进行中，由于从扩建到投产通常存在 1-2 年时间周期，推测慢病线 22、23 年有望实现跨越性增长；沙坦联苯方面公司目前是全球最大供应商之一，具有市场领导地位，由于国家集采，整个沙坦市场用量在扩大，未来几年沙坦联苯母核有望实现较快增长。

- **存量抗感染 API 管线：品种结构优良，出口市场稳健，预计收入增速 5-10%。** 抗感染为公司优势管线，一方面，品种结构优良，预计增速优于市场整体水平。另一方面，出口市场依然稳健：全国头孢克肟等抗生素 API 品种出口金额仍维持 8%-12% 增长，普洛药业名列工信部 19 年医药工业企业百强榜原料药进出口第 2 位，产品得到国际客户长期认可，出口增速有望高于全国整体水平。

- **后续产品：储备丰富。** 基于公司在头孢、青霉素、兽药方面的技术优势，通过拓展原有产品上下游以延伸价值链在操作上具有可行性。抗感染线向头孢母核拓展、将有局部优势的兽药品种变成全产业链管线等等是未来拓展方向，目前多个产品处于研发阶段。

CDMO 业务：高速增长，预计 20-22 利润端三年复合增速超 50%。 CDMO 是公司发展最快的业务板块，有望成为未来 5 年核心利润增长点，从 3 年维度来看，CDMO 板块预计营收复合增速 40~50%，利润复合增速超过 50%，主要逻辑及假设如下：

- **前期项目：单个体量小，但数量快速增长。** 公司临床前期项目数由 19 年 11 月 30 个快速增加到 20 年 10 月 86 个，数目翻番。假设单个前期项目收入金额 30~50 万元，预计 20/21/22 年公司 CDMO 前期项目营业收入 0.34/0.77/1.16 亿元。

- **验证阶段项目：假设当年验证阶段项目未来 2 年内全部商业化。** 截至 20 年 10 月，公司验证中的项目 29 个，假设 21 年、22 年验证项目数目增速 20%/15%、单个验证阶段项目收入金额 100 万元，预计 20/21/22 年公司 CDMO 验证阶段项目营业收入 0.29/0.35/0.40 亿元。

- **商业化项目：稳步增长。** 存量项目中，商业化项目贡献了主要的收入来源。随着合作的深入、生产的进一步放大，现有商业化项目收入有望稳步增长，假设增速 2~5%；验证阶段项目转为商业化，假设每年验证阶段项目中有一半将在次年转为商业化。

表 25: 普洛药业 CDMO 板块收入拆分 (亿元, 个, %)

| CDMO 收入拆分 (预测) | 19 | 20E | 21E | 22E |
|-------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 前期项目营收 (亿元) | 0.090 | 0.344 | 0.774 | 1.161 |
| 单个前期项目收入金额 (亿元) | 0.003 | 0.004 | 0.005 | 0.005 |
| 前期项目数目 (个) | 30 | 86 | 155 | 232 |
| 前期项目数目增速 (%) | | 187% | 80% | 50% |
| 验证阶段项目营收 (亿元) | 0.150 | 0.290 | 0.348 | 0.400 |
| 单个验证阶段项目收入金额 (亿元) | 0.010 | 0.010 | 0.010 | 0.010 |
| 验证阶段项目数目 (个) | 15 | 29 | 35 | 40 |
| 验证阶段项目数目增速 (%) | | 93% | 20% | 15% |
| 新增商业化项目营收 (亿元) | 0.900 | 1.960 | 2.800 | 4.180 |
| 单个商业化项目收入金额 (亿元) | 0.300 | 0.280 | 0.200 | 0.190 |
| 新增商业化项目数目 (个) | 3 | 7 | 14 | 22 |
| 已有商业化项目 (亿元) | 6.081 | 8.345 | 11.395 | 15.803 |
| 收入合计 | 7.221 | 10.939 | 15.317 | 21.544 |
| YOY | | 51% | 40% | 41% |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测、整理

*单个前期项目收入金额、单个验证阶段项目收入金额、单个商业化项目收入金额参考天宇股份招股说明书

*19 年验证阶段项目数目、新增商业化项目数目为估计值

制剂业务: 21 年恢复, 22 年营收双位数增长。公司制剂业务以普药为主, 大品种左乙拉西坦片公司为第二家新 4 类获批企业, 享受到了一定红利, 但时间窗口有限, 竞争激烈, 价格承压; 乌苯美司胶囊移出医保, 20 年预计明显下滑、21 年有望部分恢复, 但长期来看由于为辅助用药, 价值或将受限。预计制剂板块 20 年营收将有明显下滑、21 年有望部分恢复, 22 年实现双位数增长。主要逻辑及假设如下:

- **21 年情况: 抗感染线全线恢复, 左乙拉、乌苯美司销量预计有所上升。**由于医院就诊受限及患者减少, 制剂板块 20H1 下滑明显, 但从样本医院情况来看, 20Q3 抗感染线已有恢复, 左乙拉、乌苯美司 20Q3 有明显环比提升, 随着疫情影响逐渐消退、防疫工作常态化, 预计 21 年抗感染线将全线恢复, 左乙拉 21 年将将有较大幅度提升, 乌苯美司胶囊预计有所恢复。

- **第一个美国 ANDA 项目安非他酮 21 年后放量。**目前安非他酮生产由美国当地 CMO 外包, 产能较为局限, 增加国内产地工作正在进行中。由于增加生产场地需要再次完成 BE 试验, 我们预计国内 2021 年下半年后可实现大规模商业化生产, 预计 21 年后将实现放量。

- **新品种稳步推进。**有望实现 ANDA 申报 1~2 项/年, 仿制药+新四申报≥3 项/年, 新品上市贡献稳定营收。

表 26: 普洛药业制剂业务收入预测 (亿元, %)

| 项目 | 放大倍数 (E) | 18E | 19E | 20E | 21E | 22E |
|--------------------|----------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|
| 国内 | | | | | | |
| 复方头孢克洛片 | 5 | 0.40 | 0.42 | 0.26 | 0.42 | 0.43 |
| 头孢克肟片 | 5 | 0.01 | 0.03 | 0.09 | 0.29 | 0.43 |
| 头孢泊肟酯片 | 5 | 0.01 | 0.08 | 0.08 | 0.16 | 0.24 |
| 头孢克肟分散片 | 5 | 0.00 | 0.02 | 0.07 | 0.20 | 0.40 |
| 阿莫西林克拉维酸钾 (4:1) 胶囊 | 5 | 0.04 | 0.07 | 0.04 | 0.11 | 0.16 |
| 头孢克肟咀嚼片 | 5 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.01 | 0.01 |
| 治伤软膏 | 6 | 0.87 | 0.83 | 0.53 | 0.83 | 0.79 |
| 香菇多糖片 | 3 | 0.07 | 0.04 | 0.04 | 0.04 | 0.03 |
| 乌苯美司胶囊 | 1.84 | 4.51 | 5.50 | 2.30 | 2.76 | 2.90 |
| 头孢地尼胶囊 | 5 | 0.36 | 0.55 | 0.44 | 0.71 | 0.78 |
| 左乙拉西坦片 | 5 | 0.00 | 0.08 | 0.69 | 0.96 | 0.48 |
| 其他 | | 4.75 | 3.42 | 3.62 | 4.16 | 4.78 |
| 国际 | | | | | | |
| 安非他酮 | | | | | 0.30 | 0.60 |
| 合计 | | 11.52 | 11.25 | 8.15 | 10.94 | 12.03 |
| yoy | | | -2.4% | -27.5% | 34.2% | 10.0% |

资料来源: Wind 医药库, 国信证券经济研究所预测、整理

*18、19 年产品销售额为根据 wind 医药库样本医院数据乘以放大系数所得出的估算值

加总: 预计 20-22 利润端复合增速 32%。 预计公司原料药及中间体、CDMO、制剂三大板块 2020-2022 三年营收复合增速分别为 12%、44%、2%, 利润复合增速分别为 23%、57%、26%。

表 27: 普洛药业 20-22 盈利预测 (亿元, %)

| | 18 | 19 | 20(E) | 21(E) | 22(E) | 20-22 CAGR |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|
| 营业收入 (亿元) | 63.76 | 72.11 | 79.08 | 92.67 | 108.08 | 14.4% |
| YOY | 14.9% | 13.1% | 9.7% | 17.2% | 16.6% | |
| 原料药及中间体 | 45.37 | 52.94 | 59.30 | 65.71 | 73.80 | 11.7% |
| yoy | | 16.7% | 12.0% | 10.8% | 12.3% | |
| CDMO | 6.64 | 7.22 | 10.94 | 15.32 | 21.54 | 44.0% |
| yoy | | 8.8% | 51.5% | 40.0% | 40.7% | |
| 制剂 | 11.52 | 11.25 | 8.15 | 10.94 | 12.03 | 2.3% |
| yoy | 2.8% | -2.4% | -27.5% | 34.2% | 10.0% | |
| 扣非净利润 (亿元) | 3.42 | 5.30 | 6.97 | 9.44 | 12.29 | 32.4% |
| YOY | 63.4% | 54.9% | 31.5% | 35.4% | 30.2% | |
| 原料药及中间体 | 2.11 | 3.61 | 4.48 | 5.57 | 6.66 | 22.6% |
| yoy | | 71.3% | 23.9% | 24.3% | 19.7% | |
| CDMO | 1.11 | 1.22 | 2.13 | 3.21 | 4.69 | 56.9% |
| yoy | | 10.0% | 74.9% | 51.1% | 46.2% | |
| 制剂 | 0.20 | 0.47 | 0.36 | 0.66 | 0.93 | 25.7% |
| yoy | | 128.8% | -22.0% | 80.4% | 41.1% | |
| 净利润 (亿元) | 3.71 | 5.53 | 8.23 | 10.00 | 12.87 | 32.5% |
| YOY | 44.4% | 49.3% | 48.7% | 21.5% | 28.7% | |

资料来源: 国信证券经济研究所预测

*18、19 分部净利润为国信证券经济研究所估算值

相对估值: 355-412 亿元

原料药及中间体板块

对标企业: 国内以原料药为主业的公司包括华海药业、司太立、美诺华、富祥药业、奥翔药业、九洲药业等, 华海药业制剂业务占比较高、九洲药业 CDMO 业务占比高, 故剔除后我们选取了司太立、美诺华、富祥药业、奥翔药业四家公司作为可比公司, 四家企业均以原料药及中间体作为主业, 业务在收入中占比高, 但在细分产品上有所差异。

- **司太立:** 专业从事 X 射线造影剂、喹诺酮类抗菌药等药物的原料药及中间

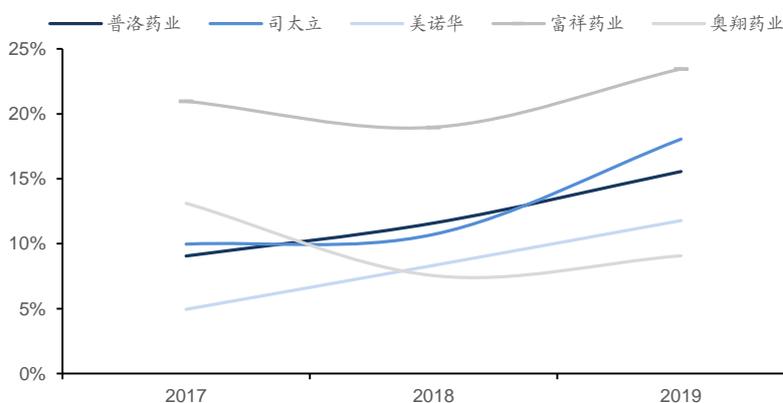
体的研发、生产及销售，X 射线造影剂主要产品为碘海醇原料药，喹诺酮类抗菌药主要产品为盐酸左氧氟星原料药、左氧氟沙星原料药。部分原料药产品与普洛药业有重合。

- **美诺华：**产品包括心血管类、中枢神经类、呼吸系统类、抗肿瘤类、抗感染类、消化系统类、老年疾病类和抗病毒系统类等多个治疗领域的医药中间体与原料药，与斯洛文尼亚企业 KRKA 合作紧密，部分原料药产品与普洛药业有重合。

- **富祥药业：**优势领域为抗感染领域，是目前全球最大的内酰胺酶抑制剂原料药生产基地，也是碳青霉烯类药物及其中间体的主要供应商之一。

- **奥翔药业：**产品具有手性结构多、研发难度大、技术壁垒高、生产工艺独特等特点，公司体量目前相对较小。

图 85：普洛药业与可比公司 ROE 情况 (%)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

表 28：原料药与中间体板块可比公司比较

| 证券代码 | 000739.SZ | 603520.SH | 603538.SH | 300497.SZ | 603229.SH |
|---------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 证券简称 | 普洛药业 | 司太立 | 美诺华 | 富祥药业 | 奥翔药业 |
| 盈利能力 | | | | | |
| ROE 摊薄 (%) | 14.69 | 17.11 | 11.06 | 20.53 | 8.74 |
| ROA (%) | 9.02 | 5.58 | 6.58 | 12.81 | 6.68 |
| 销售毛利率 (%) | 32.37 | 42.72 | 38.35 | 43.11 | 51.78 |
| 销售净利率 (%) | 7.67 | 13.98 | 13.62 | 22.66 | 18.31 |
| 收益质量 | | | | | |
| 经营活动净收益/利润总额 (%) | 91.70 | 98.96 | 91.46 | 98.76 | 84.03 |
| 价值变动净收益/利润总额 (%) | -4.83 | 1.36 | 3.23 | -1.81 | 3.40 |
| 现金流量 | | | | | |
| 经营活动产生的现金流量净额/营业收入 (%) | 18.86 | 18.85 | 15.23 | 24.96 | 28.49 |
| 销售商品提供劳务收到的现金/营业收入 (%) | 69.74 | 95.28 | 99.26 | 64.85 | 107.80 |
| 经营活动产生的现金流量净额/经营活动净收益 (%) | 234.04 | 112.38 | 104.96 | 95.47 | 172.27 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 流动比率 | 1.55 | 0.77 | 1.30 | 1.92 | 2.59 |
| 速动比率 | 1.16 | 0.51 | 0.84 | 1.59 | 1.78 |
| 现金比率 | 0.59 | 0.27 | 0.51 | 1.09 | 1.47 |
| 营运能力 | | | | | |
| 营业周期 (天) | 121.08 | 276.99 | 222.98 | 143.21 | 465.23 |
| 存货周转天数 (天) | 69.91 | 205.08 | 172.96 | 104.60 | 384.49 |
| 应收账款周转天数 (天) | 51.16 | 71.91 | 50.02 | 38.61 | 80.74 |
| 应付账款周转天数 (天) | 69.30 | 86.26 | 85.81 | 74.44 | 202.41 |
| 资本结构 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 42.23 | 70.48 | 39.99 | 41.15 | 27.19 |
| 流动资产/总资产 (%) | 60.68 | 35.31 | 43.47 | 53.55 | 67.89 |

| | | | | | |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动负债/负债合计(%) | 92.99 | 64.86 | 83.83 | 67.89 | 96.34 |
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 yoy (%) | 13.09 | 46.98 | 39.02 | 16.38 | 26.25 |
| 净利润 yoy (%) | 49.34 | 91.46 | 53.05 | 59.53 | 28.55 |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
 *均为 2019 年年报指标

指标整体位于可比公司中等水平, 给予原料药及中间体板块 25-32x 估值。盈利能力方面, 公司 ROE、ROA 水平处于 5 家公司中等水平, 销售毛利率、净利率偏低; 收益质量、偿债能力、资本结构、成长能力良好, 现金流状况及营运能力优秀。以 21 年盈利预测为基准, 取四家企业平均, 给予 25-32x 估值。

表 25: 原料药与中间体板块可比公司比较

| 代码 | 公司简称 | 股价 21/1/31 | 总市值 亿元 | EPS | | | | PE | | | | ROE | | PEG | | 投资评级 |
|-------------|------|---------------|-----------|------|------|------|------|--------------|--------------|--------------|--------------|------|-----|-----|-----|------|
| | | | | 19A | 20E | 21E | 22E | 19A | 20E | 21E | 22E | 19A | 20E | | | |
| 000739 | 普洛药业 | 22.62 | 267 | 0.47 | 0.65 | 0.82 | 1.08 | 48.17 | 34.71 | 27.72 | 20.92 | 15.6 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 买入 |
| 603229 | 奥翔药业 | 32.25 | 77 | 0.24 | 0.37 | 0.75 | 1.13 | 136.81 | 87.66 | 42.86 | 28.57 | 9.1 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 无评级 |
| 603538 | 美诺华 | 30.07 | 45 | 1.01 | 1.30 | 1.80 | 2.49 | 29.81 | 23.04 | 16.68 | 12.06 | 11.8 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 无评级 |
| 603520 | 司太立 | 58.80 | 144 | 0.70 | 1.08 | 1.70 | 2.48 | 84.54 | 54.57 | 34.51 | 23.74 | 18.1 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 无评级 |
| 300497 | 富祥药业 | 12.69 | 70 | 0.56 | 0.73 | 0.91 | 1.09 | 22.82 | 17.38 | 13.98 | 11.61 | 23.5 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 无评级 |
| 平均 (不含普洛药业) | | | | | | | | 60.50 | 46.66 | 27.01 | 19.00 | | | | | |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测、整理

*奥翔药业、美诺华、司太立、富祥药业盈利预测均为 wind 一致预期

CDMO 板块

对标企业: 国内以小分子 CDMO 为主业的企业包括合全药业、凯莱英、博腾股份、九洲药业等多家; 大分子 CDMO 药明生物一家独大。公司 CDMO 业务以化学合成+生物发酵双轮驱动, 化学合成目前占主导, 由于合全药业已于 2019 年新三板退市, 无 2019 年完整年报、九洲药业 API 业务占比高, 因此我们选取了凯莱英、博腾股份两家公司作为可比公司。

- **凯莱英:** 19 年营收规模 24.6 亿元, 客户以海外 big pharma 占主导, 客户集中度较高。

- **博腾股份:** 19 年营收规模 15.1 亿元, 自 2017 年开始采取“营销转型、产品升级、发展工艺化学 CRO”三大举措, 由 CMO 向 CDMO 业务延伸。目前, 在重庆、上海、成都和美国设有 4 个 CRO 研发中心。

与可比公司之间的各项指标比较情况: 盈利能力方面, 公司 ROE、ROA 水平介于两家公司之间, 销售毛利率、净利率偏低; 收益质量、现金流量优秀, 营运能力强, 偿债能力略差。

表 29: CDMO 板块与可比公司比较

| 证券代码 | 000739.SZ | 002821.SZ | 300363.SZ |
|--------------------------|-----------|-----------|-----------|
| 证券简称 | 普洛药业 | 凯莱英 | 博腾股份 |
| 盈利能力 | | | |
| ROE 摊薄(%) | 14.69 | 18.19 | 6.05 |
| ROA(%) | 9.02 | 15.95 | 4.31 |
| 销售毛利率(%) | 32.37 | 45.50 | 37.84 |
| 销售净利率(%) | 7.67 | 22.51 | 11.58 |
| 收益质量 | | | |
| 经营活动净收益/利润总额(%) | 91.70 | 87.68 | 88.60 |
| 价值变动净收益/利润总额(%) | -4.83 | -2.19 | 4.06 |
| 现金流量 | | | |
| 经营活动产生的现金流量净额/营业收入(%) | 18.86 | 24.43 | 22.65 |
| 销售商品提供劳务收到的现金/营业收入(%) | 69.74 | 96.74 | 88.75 |
| 经营活动产生的现金流量净额/经营活动净收益(%) | 234.04 | 109.90 | 205.04 |
| 偿债能力 | | | |
| 流动比率 | 1.55 | 3.25 | 2.98 |
| 速动比率 | 1.16 | 2.36 | 2.45 |

| | | | |
|------------------|--------|--------|--------|
| 现金比率 | 0.59 | 0.86 | 1.82 |
| 营运能力 | | | |
| 营业周期(天) | 121.08 | 203.82 | 184.17 |
| 存货周转天数(天) | 69.91 | 117.20 | 114.34 |
| 应收账款周转天数(天) | 51.16 | 86.62 | 69.84 |
| 应付账款周转天数(天) | 69.30 | 72.91 | 70.54 |
| 资本结构 | | | |
| 资产负债率(%) | 42.23 | 18.98 | 22.53 |
| 流动资产/总资产(%) | 60.68 | 43.60 | 48.71 |
| 流动负债/负债合计(%) | 92.99 | 70.66 | 72.62 |
| 成长能力 | | | |
| 营业收入 yoy(%) | 13.09 | 34.07 | 30.93 |
| 净利润 yoy(%) | 49.34 | 36.27 | 61.18 |
| 20-21 净利润两年复合增长率 | 64.3% | 33.5% | 43.5% |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

*若无注明均为 2019 年年报指标

*20-21 净利润两年复合增长率: 普洛药业为国信证券经济研究所预测值, 凯莱英、博腾股份为 wind 一致预期

向大客户拓展空间大, 预计 20-21 两年复合增速高于对标企业。预计 20-21 凯莱英净利润增速 (wind 一致预期 34%) 低于普洛药业 CDMO 板块 (国信证券经济研究所预测 63%)。凯莱英作为国内龙头, 高基数下增速略逊, 其客户集中度已经较高, 未来需要扩展更多中小型客户; 博腾第一大客户强生营收占比高, ROE、增速均低于普洛。综上, 以 21 年盈利预测为基准, 参照凯莱英, 考虑其龙头效应, 给予略低于凯莱英的估值倍数: 65-70x。

表 25: CDMO 板块可比公司比较

| 代码 | 公司简称 | 股价 2021/1/31 | 总市值 亿元 | EPS | | | | PE | | | | ROE | PEG | 投资评级 |
|--------------------|------|-----------------|-----------|------|------|------|------|---------------|--------------|--------------|--------------|------|-----|------|
| | | | | 19A | 20E | 21E | 22E | 19A | 20E | 21E | 22E | | | |
| 000739 | 普洛药业 | 22.62 | 267 | 0.47 | 0.65 | 0.82 | 1.08 | 48.17 | 34.71 | 27.72 | 20.92 | 15.6 | 1.1 | 买入 |
| 002821 | 凯莱英 | 293.48 | 712 | 2.28 | 3.06 | 4.01 | 5.28 | 128.50 | 95.91 | 73.19 | 55.58 | 19.9 | 3.0 | 买入 |
| 300363 | 博腾股份 | 41.15 | 223 | 0.34 | 0.55 | 0.73 | 0.99 | 120.37 | 74.68 | 56.32 | 41.76 | 6.2 | 1.8 | 无评级 |
| 平均 (不含普洛药业) | | | | | | | | 124.43 | 85.30 | 64.76 | 48.67 | | | |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测、整理

*凯莱英、博腾股份盈利预测均为 wind 一致预期

制剂板块

对标普药生产企业华东医药、华润三九: 华东医药大品种阿卡波糖、百令胶囊面临集采或辅助用药冲击的风险, 公司积极布局转型, 医美业务发展迅速, 预计整体将保持 7-13% 营收增速; 华润三九康复板块近年表现不佳, 未来依托于横向拓张和产品结构改善, 预计将维持 10-15% 营收增速。普洛药业制剂板块品牌知名度及品种丰富度有限, 但由于公司目前处于“光脚”状态、新药试水有望贡献增量, 其业绩弹性更佳。以 21 年盈利预测为基准, 给予公司制剂板块 10-14x 估值。

表 25: 制剂板块可比公司比较

| 代码 | 公司简称 | 股价 21/1/31 | 总市值 亿元 | EPS | | | | PE | | | | ROE | PEG | 投资评级 |
|--------------------|------|---------------|-----------|------|------|------|------|--------------|--------------|--------------|--------------|------|-----|------|
| | | | | 19A | 20E | 21E | 22E | 19A | 20E | 21E | 22E | | | |
| 000739 | 普洛药业 | 22.62 | 267 | 0.47 | 0.65 | 0.82 | 1.08 | 48.17 | 34.71 | 27.72 | 20.92 | 15.6 | 1.1 | 买入 |
| 000999 | 华润三九 | 24.81 | 243 | 2.16 | 1.88 | 2.10 | 2.28 | 11.50 | 13.18 | 11.80 | 10.87 | 18.1 | 7.0 | 无评级 |
| 000963 | 华东医药 | 26.37 | 461 | 1.61 | 1.71 | 1.94 | 2.29 | 16.40 | 15.42 | 13.57 | 11.51 | 25.3 | 1.2 | 无评级 |
| 平均 (不含普洛药业) | | | | | | | | 13.95 | 14.30 | 12.69 | 11.19 | | | |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测、整理

*华润三九、华东医药盈利预测均为 wind 一致预期

分部估值: 355-412 亿元

以 21 年盈利预测为基础, 原料药及中间体板块、CDMO 板块、制剂板块估值倍数分别为 25-32x、65-70x、8-10x, 估值区间分别为 143-183 亿元、213-246 亿元、5-6 亿元。三者加总, 公司分部估值区间 361-419 亿元。

表 30: 普洛药业相对估值

| 板块 | 21E 净利润 (亿元) | 倍数下限 | 倍数上限 | 估值下限 (亿元) | 估值上限 (亿元) |
|-----------|-----------------|------|------|--------------|--------------|
| 原料药及中间体 | 5.57 | 25 | 32 | 139 | 178 |
| CDMO | 3.21 | 65 | 70 | 209 | 225 |
| 制剂 | 0.66 | 10 | 14 | 7 | 9 |
| 合计 | | | | 355 | 412 |

资料来源: 国信证券经济研究所整理

绝对估值: 331-440 亿元

我们使用 FCFF 方法对公司进行绝对估值, 主要在综合考虑公司历史营业收入、成本、费用等财务数据及对行业的分析基础上, 结合公司的核心竞争优势及未来市场的发展趋势, 综合估计了公司未来每年的息税前收益 (EBIT), 以下为绝对估值法主要假设:

表 31: 绝对估值法主要假设

| 参数 | 假设值 |
|----------------|--------|
| 无杠杆 Beta | 1 |
| 无风险利率 | 3.00% |
| 股票风险溢价 | 5.70% |
| 公司股价 | 22.51 |
| 发行在外股数 (百万) | 1179 |
| 股票市值(E, 百万人民币) | 26529 |
| 债务总额(D, 百万人民币) | 50 |
| Kd | 5.30% |
| T | 12.00% |
| Ka | 8.70% |
| 有杠杆 Beta | 1.00 |
| Ke | 8.71% |
| E/(D+E) | 99.81% |
| D/(D+E) | 0.19% |
| WACC | 8.70% |
| 永续增长率 (10 年后) | 2.0% |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所假设

*绝对估值分析时间 2021-01-31

通过 FCFF 法及敏感性分析计算得到的公司合理估值在人民币 331-440 亿元, 与相对估值法较为接近。

表 32: 普洛药业未来十年预测及 FCFF 估值

| | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | TV |
|---------------|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------------|
| EBIT | 805 | 1,056 | 1,380 | 1,611 | 1,882 | 2,197 | 2,564 | 2,993 | 3,493 | 4,076 | |
| 所得税税率 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| EBIT*(1-所得税率) | 709 | 929 | 1,214 | 1,418 | 1,656 | 1,933 | 2,256 | 2,634 | 3,073 | 3,586 | |
| 折旧与摊销 | 212 | 219 | 222 | 224 | 228 | 235 | 242 | 247 | 251 | 255 | |
| 营运资金的净变动 | (512) | 271 | 85 | (11) | (12) | (13) | (16) | (17) | (19) | (21) | |
| 资本性投资 | (33) | (32) | (33) | (39) | (113) | (143) | (63) | (63) | (63) | (63) | |
| FCFF | 376 | 1,387 | 1,489 | 1,592 | 1,759 | 2,012 | 2,420 | 2,800 | 3,242 | 3,757 | 57,180 |
| PV(FCFF) | 346 | 1,174 | 1,159 | 1,140 | 1,159 | 1,220 | 1,349 | 1,436 | 1,530 | 1,631 | 24,824 |
| 核心企业价值 | 36,969 | | | | | | | | | | |
| 减: 净债务 | | | | | | | | | | | (809) |
| 股票价值 | | | | | | | | | | | 37,778 |

表 33: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (人民币)

| 32.06 | | WACC 变化 | | | | |
|-------------------------|------|---------|-------|-------|-------|-------|
| | | 7.7% | 8.2% | 8.70% | 9.2% | 9.7% |
| 永续 增长 率 变 化 | 3.5% | 48.99 | 43.19 | 38.53 | 34.70 | 31.50 |
| | 3.0% | 44.85 | 39.99 | 35.99 | 32.66 | 29.84 |
| | 2.5% | 41.51 | 37.34 | 33.87 | 30.92 | 28.40 |
| | 2.0% | 38.75 | 35.13 | 32.06 | 29.43 | 27.15 |
| | 1.5% | 36.44 | 33.24 | 30.50 | 28.13 | 26.06 |
| | 1.0% | 34.48 | 31.61 | 29.14 | 26.98 | 25.09 |
| | 0.5% | 32.78 | 30.20 | 27.95 | 25.97 | 24.22 |

资料来源: 国信证券经济研究所分析

投资建议

公司当前主业为原料药及中间体, 部分新业务来自于 CDMO 和制剂业务, 预计未来主业维持稳定增长、新业务有望进入高速发展期, 在 3~5 年后成为具备全球成本比较优势的高端制造业代表企业。预计公司 2020~2022 年营业收入为 79.1/92.7/108.1 亿元, 同比增长 10%/17%/17%, 归母净利润为 8.2/10.0/12.9 亿元, 同比增长 49%/22%/29%, 对应当前股价 PE 为 35/29/22X。综合相对估值与绝对估值, 公司合理股价在 29.12~36.15 元, 上涨空间 19%-47%, 对应 21 年 PE 为 34~43X, 给予“买入”评级。

风险提示

第一, 估值的风险。我们结合相对估值与绝对估值方法计算得出公司的合理估值在 29.12~36.15 元之间, 但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的, 相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较, 选取了可比公司 2021 年预测 PE 做为相对估值的参考, 同时考虑公司的行业地位、公司成长性, 对行业平均 PE 进行修正, 可能未充分考虑可比公司业务差异或市场整体估值偏高的风险。

第二, 盈利预测的风险。包括但不限于: 1) 研发团队招募及产能扩建不及预期: 上海及横店 CDMO 研发中心人员招募推进缓慢, 产能建设与资本投入不及预期; 2) CDMO 新项目拓展不及预期, 存量项目推进不及预期, 与大客户加深合作不及预期, 兽药项目推进不及预期; 3) 研发失败, ANDA/一致性评价/新药项目申报及获批进展不及预期, 安非他酮缓释片美国销量不及预期。

第三, 政策风险。医保政策方面: 公司制剂板块以普药品种为主, 如若集采超预期, 将对公司业绩带来较大影响。环保政策方面: 公司采用“资本投入+工艺改进”双管齐下的策略, 布局领先, 如若环保政策超预期, 仍将有可能对公司产生负面影响, 存在可能的罚款、停产、再投入等风险。

附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------|--------------|---------------|---------------|--------------|
| | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 现金及现金等价物 | 1036 | 1287 | 2445 | 3676 | 营业收入 | 7211 | 7908 | 9267 | 10808 |
| 应收款项 | 1032 | 1337 | 1447 | 1539 | 营业成本 | 4877 | 5652 | 6403 | 7340 |
| 存货净额 | 993 | 1204 | 1364 | 1470 | 营业税金及附加 | 44 | 46 | 59 | 66 |
| 其他流动资产 | 433 | 475 | 556 | 649 | 销售费用 | 835 | 577 | 762 | 863 |
| 流动资产合计 | 3958 | 4767 | 6275 | 7798 | 管理费用 | 458 | 828 | 986 | 1159 |
| 固定资产 | 2018 | 1859 | 1689 | 1486 | 财务费用 | 13 | (28) | (39) | (71) |
| 无形资产及其他 | 331 | 318 | 305 | 291 | 投资收益 | (21) | 115 | 56 | 58 |
| 投资性房地产 | 93 | 93 | 93 | 93 | 资产减值及公允价值变动 | 33 | 6 | 0 | (31) |
| 长期股权投资 | 122 | 144 | 165 | 186 | 其他收入 | (351) | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 6523 | 7181 | 8527 | 9855 | 营业利润 | 644 | 954 | 1151 | 1478 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 50 | 50 | 50 | 50 | 营业外净收支 | (10) | (19) | (15) | (15) |
| 应付款项 | 2010 | 1958 | 2488 | 2763 | 利润总额 | 634 | 935 | 1136 | 1463 |
| 其他流动负债 | 501 | 600 | 696 | 802 | 所得税费用 | 80 | 112 | 136 | 176 |
| 流动负债合计 | 2562 | 2608 | 3234 | 3615 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款及应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归属于母公司净利润 | 553 | 822.56 | 999.62 | 1287 |
| 其他长期负债 | 193 | 193 | 193 | 193 | | | | | |
| 长期负债合计 | 193 | 193 | 193 | 193 | 现金流量表 (百万元) | | | | |
| 负债合计 | 2755 | 2801 | 3427 | 3808 | 净利润 | 553 | 823 | 1000 | 1287 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值准备 | 5 | (1) | (3) | (4) |
| 股东权益 | 3768 | 4379 | 5100 | 6047 | 折旧摊销 | 354 | 212 | 219 | 222 |
| 负债和股东权益总计 | 6523 | 7181 | 8527 | 9855 | 公允价值变动损失 | (33) | (6) | 0 | 31 |
| | | | | | 财务费用 | 13 | (28) | (39) | (71) |
| | | | | | 营运资本变动 | 905 | (512) | 271 | 85 |
| | | | | | 其它 | (5) | 1 | 3 | 4 |
| | | | | | 经营活动现金流 | 1780 | 517 | 1490 | 1626 |
| | | | | | 资本开支 | (274) | (33) | (32) | (33) |
| | | | | | 其它投资现金流 | (464) | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | 投资活动现金流 | (760) | (54) | (54) | (54) |
| | | | | | 权益性融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | 负债净变化 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | 支付股利、利息 | (142) | (211) | (279) | (340) |
| | | | | | 其它融资现金流 | (344) | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | 融资活动现金流 | (628) | (211) | (279) | (340) |
| | | | | | 现金净变动 | 392 | 252 | 1157 | 1232 |
| | | | | | 货币资金的期初余额 | 644 | 1036 | 1287 | 2445 |
| | | | | | 货币资金的期末余额 | 1036 | 1287 | 2445 | 3676 |
| | | | | | 企业自由现金流 | 1855 | 376 | 1387 | 1489 |
| | | | | | 权益自由现金流 | 1510 | 401 | 1421 | 1551 |

| 关键财务与估值指标 | | | | |
|---------------|------|-------|-------|-------|
| | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 每股收益 | 0.47 | 0.70 | 0.85 | 1.09 |
| 每股红利 | 0.12 | 0.18 | 0.24 | 0.29 |
| 每股净资产 | 3.20 | 3.72 | 4.33 | 5.13 |
| ROIC | 25% | 21% | 28% | 41% |
| ROE | 15% | 19% | 20% | 21% |
| 毛利率 | 32% | 29% | 31% | 32% |
| EBIT Margin | 14% | 10% | 11% | 13% |
| EBITDA Margin | 19% | 13% | 14% | 15% |
| 收入增长 | 13% | 10% | 17% | 17% |
| 净利润增长率 | 49% | 49% | 22% | 29% |
| 资产负债率 | 42% | 39% | 40% | 39% |
| 息率 | 0.5% | 0.8% | 1.1% | 1.3% |
| P/E | 47.9 | 32.3 | 26.5 | 20.6 |
| P/B | 7.0 | 6.1 | 5.2 | 4.4 |
| EV/EBITDA | 21.7 | 28.8 | 23.5 | 18.9 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 定义 |
|------------|----|-------------------------------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 卖出 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 超配 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 低配 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032