

普洛药业(000739)

点评报告

公司研究——化学制药行业

证券研究报告

结构优化、投产加速，2021年是拐点年

——普洛药业 2020 年年报点评

✍️：孙建 执业证书编号：S1230520080006
☎️：联系人：毛雅婷
✉️：sunjian@stocke.com.cn

报告导读

2020 年归母净利润同比增长 47.6%，略超我们的预期，净利润率提升反映的是公司各业务板块协同发展、竞争力提升的边际变化，我们看好 2021 年公司收入增速拐点、利润率弹性加速体现，维持“买入”评级。

投资要点

□ 2020 年报：略超我们预期，收入结构持续改善

公司发布 2020 年年报，整体看公司业绩维持平稳高增长：收入 78.8 亿元（同比增长 9.3%）、归母净利润 8.2 亿元（同比增长 47.6%）；对应归母净利润率 10.4%，处于上市以来最高水平。

分版块看，①API 及中间体收入同比增长 12%，疫情下实现平稳增长，虽然整体毛利率有所下滑，我们估算扣除贸易业务后 API 及中间体板块毛利率在 30%+；

②CDMO 业务收入同比增长 46.1%，毛利率同比上升 4.3pct，达到 41.6%；我们认为，综合考虑公司 CDMO 技术平台的质地及项目转移节奏，未来 CDMO 业务净利润率仍有提升空间，我们看好未来 CDMO 板块的利润弹性；

③制剂业务收入同比下降 32.4%，我们认为，2021 年起公司制剂收入结构有望发生明显变化，我们估算公司历史制剂品种净利润率相对较低，而参考其他带量采购中标较多的公司的制剂净利润率，我们预期公司集采中标品种税后净利润率有望维持在 15-20%，明显提升制剂净利润水平。结合公司在第四轮全国集采中左氧氟沙星片中标量和中标价的情况，我们假设公司集采量外增加 3 倍，估算本轮集采约贡献增量制剂收入 5500 万，假设 20%净利润率，有望贡献制剂利润 10-15%增量。再考虑到 2020 年制剂业务受到乌苯美司剔除医保的影响，我们预期 2021-2022 年制剂业务有望维持较高增长。

□ CDMO：产品、产能就位，高增长有望维持

产品：“临床-商业化”梯队逐步形成，客户结构优化。根据公司年报，“公司新报价 CDMO 项目有 540 个；正在进行的 CDMO 项目有 200 个，其中研发服务项目 88 个，商业化人用药项目 74 个，商业化兽药项目 25 个，其他商业化项目 13 个。本年度项目数较去年同期增长 40%左右，其中临床前及 I 期、II 期项目增加较为明显”。早期、临床期项目梯队逐步完善，2020 年公司 CDMO 库存量同比增长 90%，产品、客户结构梯队奠定 2021-2022 年 CDMO 业务的持续高增长。

产能：资本开支加速下，打开长期订单增长天花板。根据公司年报，“随着 CDMO 研发人员的不断扩充，上海 CDMO 新实验楼的投入使用以及流体化学实验室、高活性物质（API）实验室、两个高活性药物车间、两个多功能 CDMO 标准化车间和四个原料药生产车间的陆续建成并投入运行，将进一步提升公司 CDMO 的研发能力和生产能力，最大限度地满足国内外客户的需求”。根据公司年报中“在建工程”科目明细，公司在建工程期末值中“普洛家园药业原料药多功能车间建设项目”占比高、投入大，我们看好项目投产后产能利用率提升带来的业绩弹性。

评级

买入

上次评级 买入
当前价格 ¥24.98

单季度业绩

元/股

4Q/2020	0.16
3Q/2020	0.17
2Q/2020	0.23
1Q/2020	0.13



公司简介

普洛药业股份有限公司是一家集研究、开发、生产原料药中间体、CDMO（合同研发生产服务）、制剂的大型综合性制药企业，是横店集团旗下医药业务产融平台。

相关报告

- 1 《普洛药业 2020 年业绩预告点评：略超预期，2021 年是拐点年》 2021.01.25
- 2 《普洛药业 2020 年三季度报点评：并不低，看变化》 2020.10.22
- 3 《普洛药业 2020 年三季度报预告点评：利润增长仍在快车道》 2020.09.27
- 4 《普洛药业中报点评：盈利能力改善，看好技术优势下的 CDMO 业务拓展》 2020.08.18

□ 盈利预测及估值

我们认为，净利润率提升反映的是公司各业务板块协同发展、竞争力提升的边际变化，我们看好 2021 年公司收入增速拐点、利润率弹性加速体现，我们持续看好公司的增速、空间和质地。预计 2021-2023 年公司 EPS 为 0.92、1.21、1.57 元/股，同比增长 33.4%、30.6%、29.7%，2021 年 3 月 12 日收盘价对应 2021 年 27 倍 PE，低于可比公司平均。我们认为，综合考虑公司较高的业绩增速和行业前列的 CDMO 技术平台，我们维持“买入”评级。

□ 风险提示

产能投入周期的波动性风险，出口锁汇带来的业绩波动性风险，CDMO 订单波动性风险等。

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	7880	9424	11258	12947
(+/-)	9.28%	19.60%	19.46%	15.00%
净利润	817	1090	1423	1845
(+/-)	27.98%	33.43%	30.56%	29.68%
每股收益 (元)	0.69	0.92	1.21	1.57
P/E	36.05	27.02	20.69	15.96

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	4917	5948	7447	9095	营业收入	7880	9424	11258	12947
现金	2194	2656	3597	4731	营业成本	5677	6277	7370	8136
交易性金融资产	116	0	0	0	营业税金及附加	39	46	55	64
应收账款	1084	1404	1649	1977	营业费用	574	848	991	1165
其它应收款	12	19	23	26	管理费用	384	613	732	842
预付账款	187	251	295	325	研发费用	350	471	563	712
存货	1086	1381	1621	1790	财务费用	67	5	5	2
其他	238	237	262	246	资产减值损失	34	38	29	28
非流动资产	2577	2952	3551	4136	公允价值变动损益	47	47	47	47
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	62	18	20	33
长期投资	122	122	122	122	其他经营收益	104	102	103	102
固定资产	1823	1903	2154	2506	营业利润	970	1292	1683	2180
无形资产	340	314	297	281	营业外收支	-9	-9	-9	-9
在建工程	159	506	871	1114	利润总额	961	1282	1674	2171
其他	135	107	108	113	所得税	144	193	252	326
资产总计	7495	8900	10998	13231	净利润	817	1090	1423	1845
流动负债	2896	3219	3894	4280	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	330	331	237	300	归属母公司净利润	817	1090	1423	1845
应付款项	1929	2097	2749	2970	EBITDA	943	1345	1729	2218
预收账款	0	179	214	246	EPS (最新摊薄)	0.69	0.92	1.21	1.57
其他	638	612	694	764	主要财务比率				
非流动负债	208	201	201	203		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	208	201	201	203	营业收入	9.28%	19.60%	19.46%	15.00%
负债合计	3104	3420	4095	4483	营业利润	33.03%	33.23%	30.30%	29.53%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	27.98%	33.43%	30.56%	29.68%
归属母公司股东权益	4391	5480	6903	8748	获利能力				
负债和股东权益	7495	8900	10998	13231	毛利率	27.96%	33.39%	34.54%	37.15%
					净利率	10.37%	11.56%	12.64%	14.25%
					ROE	20.02%	22.08%	22.98%	23.58%
					ROIC	16.26%	17.78%	18.88%	19.31%
					偿债能力				
					资产负债率	41.42%	38.42%	37.23%	33.88%
					净负债比率	10.64%	9.69%	5.79%	6.68%
					流动比率	1.70	1.85	1.91	2.13
					速动比率	1.32	1.42	1.50	1.71
					营运能力				
					总资产周转率	1.12	1.15	1.13	1.07
					应收帐款周转率	7.47	7.60	7.47	7.29
					应付帐款周转率	4.87	4.94	5.04	4.76
					每股指标(元)				
					每股收益	0.69	0.92	1.21	1.57
					每股经营现金	0.90	0.72	1.47	1.50
					每股净资产	3.73	4.65	5.86	7.42
					估值比率				
					P/E	36.05	27.02	20.69	15.96
					P/B	6.71	5.37	4.26	3.37
					EV/EBITDA	27.06	20.22	15.13	11.31

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>