

普利制药 (300630.SZ)

业绩整体符合预期，国际化战略持续推进

公司发布 2020 年报及 2021 一季报。2020 年公司实现收入 11.89 亿元，同比增长 25.10%，实现归母净利润 4.07 亿元，同比增长 35.30%，实现扣非后归母净利润 3.80 亿元，同比增长 34.14%。Q4 单季度来看，实现收入 4.07 亿元，同比增长 19.03%，实现归母净利润 1.23 亿元，同比增长 28.79%，实现扣非后归母净利润 1.14 亿元，同比增长 34.44%。2021Q1 公司实现收入 2.73 亿元，同比增长 60.03%，实现归母净利润 1.21 亿元，同比增长 51.40%，实现扣非后归母净利润 1.18 亿元，同比增长 44.22%。

整体来看，公司 2020 年报及 2021 年一季报符合预期。公司此前公告过 2020 年度及 2020 年一季度业绩预告，归母净利润增速区间分别为 30-45%、30-50%，实际增速分别为 35.30%、51.40%，年报业绩在预告区间中下部位，一季报超出预告区间，我们估计主要是由于部分出口业务确认在了 Q1，整体来看是符合预期的。

- **2020 年年报按业务拆分来看：**在公司新品种国内国外的放量下，心血管药物、消化道药物、皮肤病药物均实现了高速增长。受疫情及其他因素影响，导致抗过敏和抗生素药物均有所下滑。
- **2020 年年报按地区来拆分：**公司 2020 年海外业务收入为 1.64 亿元，同比增长 90.08%，注射剂国际化逻辑继续兑现。其中构成上来看，从去年硝普钠、比伐芦定的获批及其他品种申报的进度来看，许可费估计在 3000 万左右，阿奇霉素估计在 7000 万左右。
- **从 2020 年年报财务指标上来看：**公司研发投入继续大幅增加，经营性现金流继续好转。

从 2021 年一季度情况来看，业务多点开花贡献增量利润。我们认为，公司实现高增长的原因有几点：**1) 出口业务：**公司伏立康唑、万古霉素等品种去年完成产能转移，产能瓶颈解决后贡献一定增量，同时地氯雷他定片在德国获批也有一定增量，整体出口业务一季度收入估计在 5000 万元左右；**2) 国内业务：**左乙拉西坦、比伐芦定等新获批的注射剂品种集采中标，贡献纯增量；地氯雷他定片剂虽是存量品种，但集采中标后保持了较好的同比增长。其中，公司研发费用较去年有翻倍以上增长，加回后净利润增长更高。公司已经从过去依赖于单一品种增长的情况逐步蜕变为增长多元化的状态，抗风险能力明显增强。

投资逻辑再梳理：我们认为，公司当前已经进入到海外业务、国内业务的兑现期，品种不断丰富既丰富了公司业绩增长来源，同时也增强了公司的抗风险能力。

- **从海外业务来看，**公司已有 12 个品种（包含 10 个注射剂品种）实现了国际化。其中，公司已有注射用阿奇霉素、注射用更昔洛韦、左乙拉西坦注射液、注射用比伐芦定、依替巴肽注射液、注射用伏立康唑、注射用万古霉素、注射液用硝普钠等 8 个品种在美国获批，同时从公司年报上显示，有 5 个制剂品种正在美国审评过程中，包括 2 个循环系统疾病药物、2 个系统用抗感染药物、1 个造影剂，还有 6 个原料药品种正在美国 DMF 审评过程中。我们认为，在公司海外产能瓶颈已经基本解决的情况下，公司海外业务将随着美国 ANDA 不断获批，持续贡献增量利润。
- **从国内业务来看，**目前已经有 4 个注射剂品种由于在海外获批而通过了一致性评价。其中，公司的左乙拉西坦、比伐芦定已经分别在第三、第四批带量采购中标，开始贡献增量利润；而阿奇霉素、更昔洛韦也在第五批带量采购的范围内，其中更昔洛韦是纯增量逻辑，而阿奇霉素是公司最后一个受到集采影响的存量品种，后续公司还有众多的注射剂品种将会在国内上市，贡献纯增量利润。

盈利预测。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润为 5.57、7.53、10.15 亿元，同比增长 36.8%、35.1%、34.8%，对应 PE 为 37x、27x、20x，维持“买入”评级。

风险提示：医保控费超预期；海外业务放量不及预期

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	950	1,189	1,553	2,150	2,924
增长率 yoy (%)	52.3	25.1	30.6	38.5	36.0
归母净利润(百万元)	301	407	557	753	1,015
增长率 yoy (%)	66.0	35.3	36.8	35.1	34.8
EPS 最新摊薄(元/股)	0.69	0.93	1.28	1.72	2.32
净资产收益率 (%)	26.3	20.0	22.2	23.7	24.7
P/E(倍)	68.0	50.3	36.7	27.2	20.2
P/B(倍)	17.87	10.04	8.14	6.43	4.98

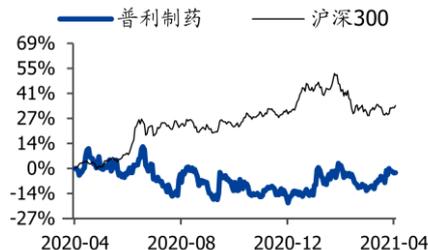
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 04 月 23 日收盘价

买入(维持)

股票信息

行业	化学制药
前次评级	买入
04 月 23 日收盘价	46.85
总市值(百万元)	20,474.82
总股本(百万股)	437.03
其中自由流通股(%)	73.53
30 日日均成交量(百万股)	1.85

股价走势



作者

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjy@gszq.com

分析师 缪牧一

执业证书编号：S0680519010004

邮箱：miaomuyi@gszq.com

相关研究

- 1、《普利制药 (300630.SZ)：业绩接近预告上限，Q4 有望加速增长》2020-10-30
- 2、《普利制药 (300630.SZ)：三车间通过 FDA 审计，注射用比伐芦定国内获批》2020-10-12
- 3、《普利制药 (300630.SZ)：硝普钠在美获批，与浙大合作积极布局创新药》2020-09-01



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	678	1233	1461	2201	2727
现金	199	357	548	746	1065
应收票据及应收账款	331	598	616	1066	1220
其他应收款	2	3	4	6	7
预付账款	20	37	37	66	74
存货	70	94	113	174	217
其他流动资产	56	143	143	143	143
非流动资产	1042	1823	1953	2215	2525
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	377	537	634	719	791
无形资产	112	215	245	281	324
其他非流动资产	553	1071	1073	1216	1410
资产总计	1720	3056	3414	4416	5252
流动负债	433	675	590	955	893
短期借款	251	170	170	181	170
应付票据及应付账款	82	280	179	457	407
其他流动负债	100	225	242	317	316
非流动负债	142	342	309	277	247
长期借款	49	195	161	130	100
其他非流动负债	92	147	147	147	147
负债合计	574	1017	899	1232	1141
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	275	437	437	437	437
资本公积	235	665	665	665	665
留存收益	636	983	1429	2030	2842
归属母公司股东权益	1146	2039	2515	3184	4111
负债和股东权益	1720	3056	3414	4416	5252

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	215	332	449	614	805
净利润	301	407	557	753	1015
折旧摊销	38	56	60	75	89
财务费用	4	13	-11	-23	-38
投资损失	2	0	0	0	0
营运资金变动	-150	-178	-158	-191	-260
其他经营现金流	20	33	-0	-0	-0
投资活动现金流	-402	-834	-190	-337	-399
资本支出	403	837	129	262	310
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	3	-60	-74	-89
筹资活动现金流	234	666	-68	-91	-76
短期借款	229	-81	0	0	0
长期借款	49	145	-33	-31	-30
普通股增加	92	162	0	0	0
资本公积增加	-92	430	0	0	0
其他筹资现金流	-44	9	-35	-59	-46
现金净增加额	46	158	191	187	331

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	950	1189	1553	2150	2924
营业成本	175	300	380	527	716
营业税金及附加	8	10	14	18	25
营业费用	200	177	223	309	421
管理费用	56	59	88	127	173
研发费用	184	191	279	408	568
财务费用	4	13	-11	-23	-38
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	23	33	43	56	73
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资净收益	-2	-0	0	0	0
资产处置收益	-0	0	0	0	0
营业利润	334	458	622	840	1133
营业外收入	1	0	0	0	0
营业外支出	0	4	1	1	2
利润总额	334	454	621	840	1132
所得税	33	47	64	86	117
净利润	301	407	557	753	1015
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	301	407	557	753	1015
EBITDA	385	523	684	910	1208
EPS (元)	0.69	0.93	1.28	1.72	2.32

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	52.3	25.1	30.6	38.5	36.0
营业利润(%)	58.9	37.3	35.9	35.1	34.8
归属于母公司净利润(%)	66.0	35.3	36.8	35.1	34.8
获利能力					
毛利率(%)	81.6	74.8	75.5	75.5	75.5
净利率(%)	31.7	34.3	35.9	35.0	34.7
ROE(%)	26.3	20.0	22.2	23.7	24.7
ROIC(%)	20.6	16.7	18.7	20.6	22.2
偿债能力					
资产负债率(%)	33.4	33.3	26.3	27.9	21.7
净负债比率(%)	15.3	5.5	-3.0	-9.2	-15.8
流动比率	1.6	1.8	2.5	2.3	3.1
速动比率	1.2	1.4	2.0	1.9	2.6
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.5	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	3.9	2.6	2.6	2.6	2.6
应付账款周转率	2.5	1.7	1.7	1.7	1.7
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.69	0.93	1.28	1.72	2.32
每股经营现金流(最新摊薄)	0.49	0.76	1.03	1.41	1.84
每股净资产(最新摊薄)	2.62	4.67	5.75	7.29	9.41
估值比率					
P/E	68.0	50.3	36.7	27.2	20.2
P/B	17.9	10.0	8.1	6.4	5.0
EV/EBITDA	53.7	39.4	29.8	22.2	16.4

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 04 月 23 日收盘价

内容目录

一、事件：公司发布 2020 年报及 2021 一季报	4
二、观点：业绩整体符合预期，国际化战略持续推进.....	4
2.1 年报一季报整体符合预期，现金流大幅向好.....	4
2.2 公司国际化战略持续推进，品种不断丰富	5
三、盈利预测	6
四、风险提示	6

图表目录

图表 1: 公司国际化产品梳理.....	6
----------------------	---

一、事件：公司发布 2020 年报及 2021 一季报

公司发布 2020 年报及 2021 一季报。

2020 年公司实现收入 11.89 亿元，同比增长 25.10%，实现归母净利润 4.07 亿元，同比增长 35.30%，实现扣非后归母净利润 3.80 亿元，同比增长 34.14%。Q4 单季度来看，实现收入 4.07 亿元，同比增长 19.03%，实现归母净利润 1.23 亿元，同比增长 28.79%，实现扣非后归母净利润 1.14 亿元，同比增长 34.44%。

2021Q1 公司实现收入 2.73 亿元，同比增长 60.03%，实现归母净利润 1.21 亿元，同比增长 51.40%，实现扣非后归母净利润 1.18 亿元，同比增长 44.22%。

二、观点：业绩整体符合预期，国际化战略持续推进

2.1 年报一季报整体符合预期，现金流大幅向好

整体来看，公司 2020 年报及 2021 年一季报符合预期。公司此前公告过 2020 年度及 2020 年一季度业绩预告，归母净利润增速区间分别为 30-45%、30-50%，实际增速分别为 35.30%、51.40%，年报业绩在预告区间中下部位、一季报超出预告区间，我们估计主要是由于部分出口业务确认在了 Q1，整体来看是符合预期的。

从 2020 年分拆业务来看：

- **心血管类药物**：2020 年收入为 3.39 亿元，同比增长 215.26%，毛利率为 90.13%，较上年同期上升 5.49pp。公司心血管类药物包括左乙拉西坦注射用浓溶液、盐酸多巴酚丁胺注射液、依替巴肽注射液、注射用硝普钠、注射用比伐芦定等品种，我们估计左乙拉西坦在第三次集采中标以及依替巴肽、硝普钠在海外放量，贡献了公司心血管类药物的主要增量。
- **抗过敏药物**：2020 年收入为 2.19 亿元，同比下滑 30.47%，毛利率为 84.96%，较上年同期下降 4.79pp。公司抗过敏药物主要是以地氯雷他定片剂及干混悬剂为主，20 年主要受到疫情以及第三批带量采购公司品种中标前渠道去库存的影响。
- **抗生素药物**：2020 年收入为 2.31 亿元，同比下滑 15.02%，毛利率为 60.42%，较上年同期下降 18.00pp。公司抗生素药物包括注射用阿奇霉素、注射用更昔洛韦以及固体口服制剂左氧氟沙星、阿奇霉素等。抗生素药物中占比较高的是注射用阿奇霉素，其中出口部分我们估计在 7000 万元左右，但毛利率相对较低，而毛利率较高的国内部分的注射用阿奇霉素受到疫情影响以及集采前主动清理渠道库存影响，导致抗生素药物整体收入及毛利率都有所下滑。
- **消化道药物**：2020 年收入为 1.20 亿元，同比增长 155.37%，毛利率为 76.78%，较上年同期上升 14.02pp。消化道药物包括马来酸曲美布汀片、益肝灵液体胶囊、法莫替丁注射液等，其中益肝灵和法莫替丁是公司 2020 年销售上重点侧重的品种，带来了消化道药物的高增长。
- **公司收入拆分中的“其他”、“非甾体抗炎类药物”保持了稳定的增长，而“皮肤病类药物”在积雪苷的带动下实现了接近翻倍的增长。**

按地区来拆分：公司 2020 年海外业务收入为 1.64 亿元，同比增长 90.08%，注射剂国际化逻辑继续兑现。其中构成上来看，从去年硝普钠、比伐芦定的获批及其他品种申报的进度来看，许可费估计在 3000 万左右，阿奇霉素估计在 7000 万左右。

从 2020 年财务指标上来看：

- **研发投入继续加大。**公司销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 14.90%、4.97%、16.08%、1.08%，分别较上年同期-6.13pp、-0.89pp、-3.32pp、+0.63pp，尽管公司研发费用率有所下降，但研发支出的资本化金额大幅上升，实际整体研发投入金额为 2.83 亿元，占公司 20 年收入比重为 23.82%，较上年同期分别增加 7878 万元以及 2.31pp，继续加大研发投入。
- **经营性现金流明显向好。**公司 2020 年实现经营性现金流 3.32 亿元，同比增长 54.19%，经营性现金流明显向好。
- **毛利率受会计政策变化影响有所波动：**公司 2020 年整体毛利率为 74.76%，较上年同期下降 6.85pp，除了收入结构的变化以外，影响更大的是将各个品种运输费用调整至营业成本上了，导致公司 Q4 单季度毛利率只有 62.12%。

从 2021 年一季报情况来看，业务多点开花贡献增量利润。我们认为，公司实现高增长的原因有几点：**1) 出口业务：**公司伏立康唑、万古霉素等品种去年完成产能转移，产能瓶颈解决后贡献一定增量，同时地氯雷他地片在德国获批也有一定增量，整体出口业务一季度收入估计在 5000 万元左右；**2) 国内业务：**左乙拉西坦、比伐芦定等新获批的注射剂品种集采中标，贡献纯增量；地氯雷他定片剂虽是存量品种，但集采中标后保持了较好的同比增长。公司已经从过去依赖于单一品种增长的情况逐步蜕变到增长多元化的状态，抗风险能力明显增强。

从 2021 年 Q1 财务指标上来看：公司销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 14.23%、3.98%、18.36%、0.37%，分别较上年同期-6.13pp、-0.89pp、-3.32pp、+0.63pp，其中研发费用的金额在去年的基础上翻倍以上增长，加回研发费用后公司实际利润增速更高。

2.2 公司国际化战略持续推进，品种不断丰富

我们认为，公司当前已经进入到海外业务、国内业务的兑现期，品种不断丰富既丰富了公司业绩增长来源，同时也增强了公司的抗风险能力。

- **从海外业务来看，**公司已有 12 个品种（包含 10 个注射剂品种）实现了国际化。其中，公司已有注射用阿奇霉素、注射用更昔洛韦、左乙拉西坦注射液、注射用比伐芦定、依替巴肽注射液、注射用伏立康唑、注射用万古霉素、注射液用硝普钠等 8 个品种在美国获批，同时从公司年报上显示，有 5 个制剂品种正在美国审评过程中，包括 2 个循环系统疾病药物、2 个系统用抗感染药物、1 个造影剂，还有 6 个原料药品种正在美国 DMF 审评过程中。我们认为，在公司海外产能瓶颈已经基本解决的情况下，公司海外业务将随着美国 ANDA 不断获批，持续贡献增量利润。
- **从国内业务来看，**目前已经有 4 个注射剂品种由于在海外获批而通过了一致性评价。其中，公司的左乙拉西坦、比伐芦定已经分别在第三、第四批带量采购中标，开始贡献增量利润；而阿奇霉素、更昔洛韦也在第五批带量采购的范围内，其中更昔洛韦是纯增量逻辑，而阿奇霉素是公司最后一个受到集采影响的存量品种，后续公司还有众多的注射剂品种将会在国内上市，贡献纯增量利润。

图表 1: 公司国际化产品梳理

产品名称	获批地区	国内
注射用阿奇霉素	美国、德国、荷兰、奥地利、加拿大、澳大利亚、马来西亚、泰国	国内已上市(通过一致性评价)
注射用更昔洛韦	美国、荷兰、德国、中国香港、英国、法国、WHO、泰国、塞浦路斯、意大利	国内已上市(通过一致性评价)
左乙拉西坦注射液	美国、德国、荷兰、英国、西班牙	国内已上市(通过一致性评价)
注射用比伐芦定	美国、荷兰、德国	国内已上市(通过一致性评价)
依替巴肽注射液	美国、德国、荷兰、英国	即将上市
注射用伏立康唑	美国、德国、荷兰	即将上市
注射用盐酸万古霉素	美国、加拿大	即将上市
注射用硝普钠	美国、加拿大	即将上市
注射用泮托拉唑钠	德国、荷兰、澳大利亚	即将上市
特利加压素注射液	荷兰	即将上市
地氯雷他定片	德国、荷兰	国内已上市(通过一致性评价)
左氧氟沙星片	德国、荷兰	国内已上市(通过一致性评价)

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

三、盈利预测

我们预计公司 2021-2023 年归母净利润为 5.57、7.53、10.15 亿元, 同比增长 36.8%、35.1%、34.8%, 对应 PE 为 37x、27x、20x, 维持“买入”评级。

四、风险提示

医保控费超预期; 海外业务放量不及预期。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com