

普利制药(300630)

后发优势加速兑现的注射剂出口平台

——普利制药深度报告

深度报告

公司研究——化学制药行业

证券研究报告

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

报告导读

基于公司在冻干注射剂合规产能优势和高端制剂能力积累，我们看好 2 个潜在超预期空间，首次覆盖给予“增持”评级。

投资要点

□ 市场关注：业绩追踪、能力证明、发展天花板

几个关键词：独家剂型、注射剂出口、高端制造。普利制药是原料药-制剂板块中 2020 年净利润率和 ROE 最高的公司之一，这主要源于公司国内独家剂型产品的快速增长；而 2020 年开始公司国外制剂收入占比首次超过约 10%。制剂国际化从能力建设到加速兑现的十年间，公司积淀了什么？仿制药注射剂出口，壁垒多高、盈利如何、后发者有何竞争优势？在评估公司的竞争力和发展空间时，这是我们首先考虑的问题。

我们认为，注射剂国际化建设期，公司积累了全球稀缺的无菌注射剂 cGMP 产能及制剂研发注册能力，注射剂短缺背景下后发者优势源于更低的 cGMP 运行成本和 API 配套成本，更低的盈亏平衡线下往往净利润率高（15-25%）、盈利稳定、规模效应明显。随着公司 API 及制剂产能瓶颈解除、产品立项加速，我们认为公司可能有 2 个潜在超预期：①注射剂全球注册的速度、欧美市场销售速度有望超预期；②收入上限及商业模式拓展（如承接 CDMO 业务、高难度制剂合作研发等）有望超预期。

□ 仿制药注射剂：从药品短缺现象看企业竞争力

全球 1340 亿美元市场空间，销售量市占率&大品种集中，美国仿制药注射剂短缺的核心是经济效益不足以弥补质量成本，而这为中国和印度的“后发者”提供了机会。药企能否有更低的盈亏平衡线取决于 (1)cGMP 运行成本；(2)API 配套成本。FDA 强调“consistently and reliably deliver quality product”，美国仿制药注射剂市场具有（品种）规模经济效应、龙头经营净利润率可以稳定在较高水平，背后需要后发者具备系统性成本优势(β)、GMP 法规理解和执行体系(α)、供应链管理能力和(α)和立项与品种梯队(α)。

□ 普利制药弹性：制造+研发，奠定全球竞争力

①短期：短缺品种+产能释放，打破商业化交付瓶颈。

产品：注射用阿奇霉素、注射用盐酸万古霉素、依替巴肽注射液和左乙拉西坦注射液在 2021 年以来处于持续短缺状态，我们认为，相关产品短期放量有望持续受益于短缺带来的订单增长，中期维度看公司产品的质量保障、稳定供应能力有望成为公司销售、谈判的重要亮点。

产能：我们分析了公司各产能环评报告，预期 2021 年后安庆原料药厂区、海南二车间、三车间、四车间扩产项目及浙江普利厂区有望陆续投产，前期制约公司制剂产能的因素有望明显缓解。

②中期：立项加速，看好新品种、新产能下形成的产品梯队。各个厂区新老品种加速扩产、新剂型立足差异化竞争，仅考虑转债募投品种，对应制剂出口 20-44 亿收入空间。

③长期：从高端制造，迈向创新驱动。我们更看好公司从高难度剂型、改良剂

评级

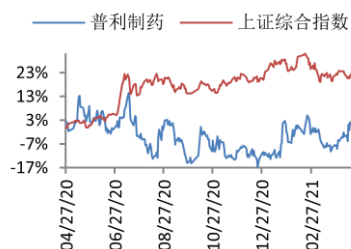
增持

上次评级 首次评级
当前价格 ¥47.65

单季度业绩

元/股

1Q/2021	0.28
4Q/2020	0.28
3Q/2020	0.29
2Q/2020	0.28



公司简介

公司从事缓控释、掩味口崩、冻干、液体胶囊领域药品的销售，在解热镇痛、抗生素、心脑血管、抗过敏消化系统和皮肤科领域积累了完善的市场资源。

相关报告

型开始向创新领域的突破,建议关注公司在 505b(2)、高难度递送剂型等领域的临床、审评、合作研发进展。

□ 国内制剂:看好质量、效率和竞争格局

带量采购品种:效率占优,集采仍有纯增量。分析已中标的 4 个品种,假设集采中标后销售量在 2-3 倍,估算集采带来的收入增益约为 5500-8500 万元,对应 5.5%到 8.5%的收入增量。我们认为,集采中标品种中,存量供应商中标份额较低,看好 2021-2023 年国内集采品种的增量贡献。

独家/儿科品种:预期渗透率仍有空间,预期稳健增长。

□ 盈利预测及估值

我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 1.30、1.78、2.35 元/股,2021 年 5 月 12 日收盘价对应 2021 年 37 倍 PE,高于可比公司平均。我们认为,基于冻干注射剂合规产能优势和高端制剂能力积累,公司注射剂全球注册的速度、欧美市场销售速度有望超预期、收入上限及商业模式拓展有望超预期。综合考虑公司的比较优势和成长逻辑认知预期差,首次覆盖给予“增持”评级。

□ 催化剂

国内外新品种获批速度超预期、核心品种中标量超预期、高难度/创新品种进展超预期。

□ 风险提示

生产安全事故及质量风险;核心制剂品种流标或销售额不及预期风险;汇率波动风险;订单交付波动性风险;医药监管政策变化风险。

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	1189	1628	2132	2801
(+/-)	25.10%	37.01%	30.90%	31.38%
净利润	407	567	778	1026
(+/-)	26.29%	39.14%	37.24%	31.86%
每股收益(元)	0.93	1.30	1.78	2.35
P/E	51.01	36.65	26.77	20.28

正文目录

1. 普利制药：后发优势加速兑现的注射剂出口平台	5
2. 注射剂国际化：从能力建设，到加速兑现.....	6
2.1. 仿制药注射剂：从药品短缺看竞争力	6
2.2. 普利制药弹性：制造+研发，奠定全球竞争力	8
2.2.1. 短期：短缺品种+产能释放，打破商业化交付瓶颈	8
2.2.2. 中期：立项加速、剂型丰富，形成多元产品梯队.....	10
2.2.3. 长期：从高端制造，迈向创新驱动	12
3. 国内制剂：看好质量、效率和竞争格局	13
3.1. 集采品种：效率占优，仍有纯增量	13
3.2. 独家/儿科品种：预期渗透率仍有空间、维持稳健增长	14
4. 盈利预测与估值	15
4.1. 收入拆分和盈利预测.....	15
4.2. 投资建议	17
5. 风险提示.....	18

图表目录

图 1: 普利制药：2020 年起，注射剂国际化有望进入新阶段	5
图 2: 全球仿制药注射剂市场规模（十亿美元）及 CAGR	6
图 3: 美国仿制药注射剂销售额市占率：欧洲龙头主战场	6
图 4: 美国每年新增药品短缺及注射剂占比	6
图 5: 美国药品短缺后量价关系变化	6
图 6: 2012-2017 年美国药品短缺原因分类	7
图 7: Hospira 由于 Waring letter 而产生的费用及占比	7
图 8: 美国药品短缺公司情况：一半来自于非龙头公司	8
图 9: FDA 检查中，中国 NAI 占比高于印度	8
图 10: Hikma Operating Profit Before Tax Margin	8
图 11: Gland 净利润率和 ROE 情况	8
图 12: 普利制药海南一车间和二车间产能利用情况	10
图 13: 普利制药资本开支、在建工程和资产周转率	10
图 14: 注射用阿奇霉素销售额市占率变化	16
图 15: 注射用更昔洛韦钠销售额市占率变化	16
图 16: 估算公司各适应症收入占比	17
图 17: 估算公司各业务板块净利润占比	17
表 1: 普利制药已获批 ANDA 情况.....	9
表 2: 普利制药已获批 ANDA 品种短缺情况.....	9

表 3: 普利制药主要在建项目及预期投产时间、年均净利润(万元)	10
表 4: 普利制药各厂区主要产品及产能建设情况(不完全统计, 以公司实际产能为准)	11
表 5: 普利制药有产能的品种介绍	12
表 6: 普利制药主要制剂审评情况(标灰色为已参与全国集采品种)	13
表 7: 普利制药集采中标情况及竞争格局	14
表 8: 2022 年归母净利润增速对集采降价及注射用阿奇霉素销售量市占率的敏感性测试	15
表 9: 普利制药主要收入拆分及预测	16
表 10: 盈利预测与财务指标	17
表附录: 三大报表预测值	19

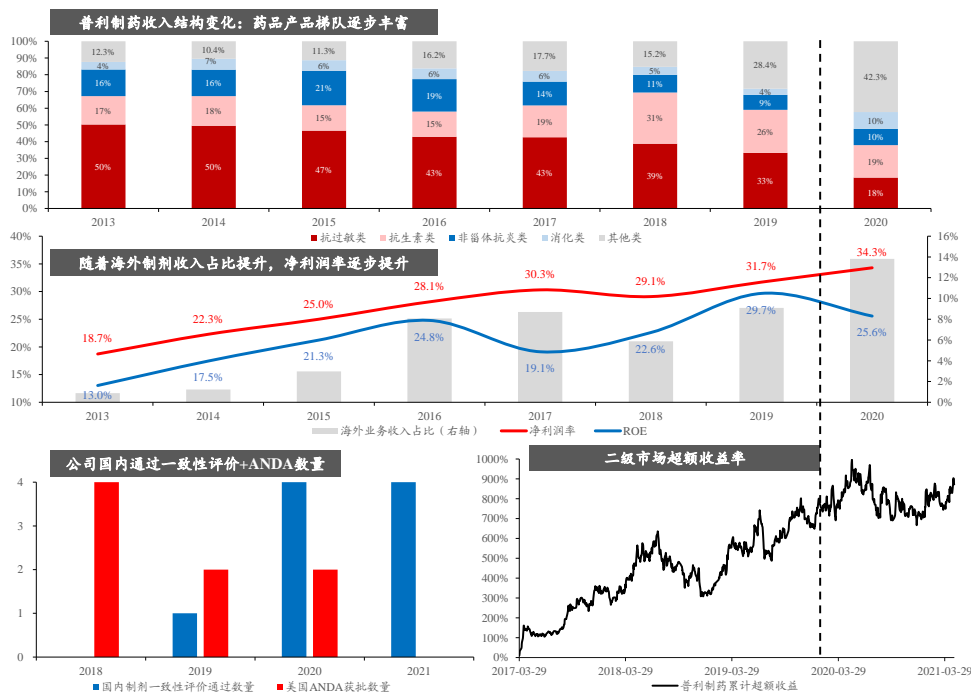
1. 普利制药：后发优势加速兑现的注射剂出口平台

几个关键词：独家剂型、注射剂出口、高端制造。普利制药是原料药-制剂板块中2020年净利润率和ROE最高的公司之一，净利润率稳健提升；公司深耕制剂出口十余载，但2013-2019年间收入结构中国内制剂收入占比超90%，2020年国外制剂收入同比增长90%，收入占比首次超过10%。制剂国际化从能力建设到加速兑现的十年间，公司积淀了什么？仿制药注射剂出口，壁垒多高、盈利如何、后发者有何竞争优势？在评估公司的竞争力和发展空间时，这是我们首先考虑的问题。

我们认为，注射剂国际化建设期，公司积累了全球稀缺的无菌注射剂cGMP产能及制剂研发注册能力，注射剂短缺背景下后发者优势源于更低的cGMP运行成本和API配套成本，更低的盈亏平衡线下往往净利润率高（15-25%）、盈利稳定、规模效应明显。随着公司API及制剂产能瓶颈解除、产品立项加速，**我们认为公司可能有2个潜在超预期：**
① 注射剂全球注册的速度、欧美市场销售速度有望超预期；② 收入上限及商业模式拓展（如承接CDMO业务、高难度制剂合作研发等）有望超预期。

市场关注：业绩追踪、能力证明、发展天花板。当下时点看公司，关注点集中在：
① 业绩追踪：公司往往通过经销商合作与自营结合的方式进行销售，再加上出口备货、运输时间差，研究的痛点集中在高频追踪、业绩拐点判断等领域；
② 能力证明：公司已获批的8个ANDA品种分布于各个治疗领域，表面上看公司在大部分品种中并不具备API优势或渠道优势，怎样证明公司的持续增长能力？
③ 发展天花板：仿制药注射剂市场空间相对有限，龙头集中于欧美，利基赛道中公司的收入天花板有多大的想象空间？接下来，我们将从注射剂国际化的竞争要素分析开始，试图对市场关心的几个问题提供解决思路。

图 1：普利制药：2020 年起，注射剂国际化有望进入新阶段



资料来源：Wind，公司年报，浙商证券研究所

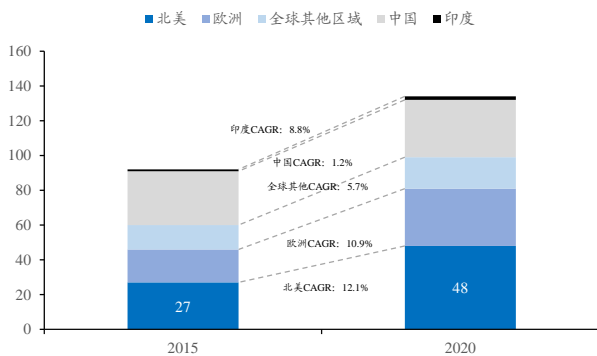
2. 注射剂国际化：从能力建设，到加速兑现

深耕美国无菌注射剂市场十余载，公司逐步搭建起法规市场注射剂出口所需要的cGMP、注册、研发和销售能力，2020年起制剂国际化进入加速兑现期。在评估公司注射剂国际化领域的竞争优势之前，首先要解决的问题是，美国仿制药注射剂短缺不断，中国企业相对于欧美和印度的竞争对手，后发优势体现在哪里？中国的注射剂国际化企业有没有可能后来者居上？

2.1. 仿制药注射剂：从药品短缺看竞争力

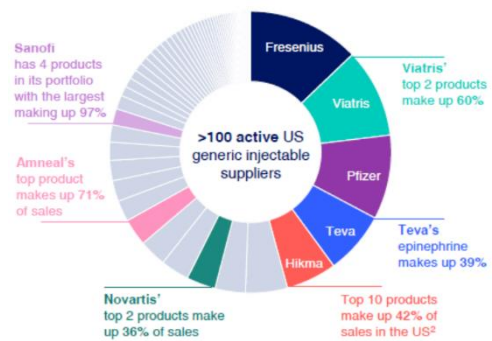
市场空间&竞争格局：全球 1340 亿美元市场空间，销售量市占率&大品种集中。根据 IQVIA 数据，2020 年美国仿制药注射剂销售额约 480 亿美元，占全球仿制药注射剂销售额的 36%，占美国总药品销售额（约 5280 亿美元）的 9%；2020 年全球仿制药注射剂销售额约 1340 亿美元，占总药品销售额约 10.6%。竞争格局看，2020 年美国前三大仿制药注射剂供应商销售量占比 57%，市占率相对集中；销售额看，美国一半以上的仿制药注射剂市场由欧洲龙头占据，其中大部分公司仿制药注射剂收入由 5 个以下的大品种支撑。

图 2：全球仿制药注射剂市场规模（十亿美元）及 CAGR



资料来源：IQVIA，浙商证券研究所

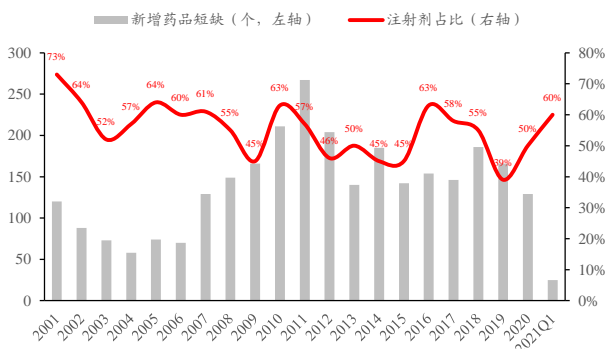
图 3：美国仿制药注射剂销售额市占率：欧洲龙头主战场



资料来源：IQVIA，浙商证券研究所

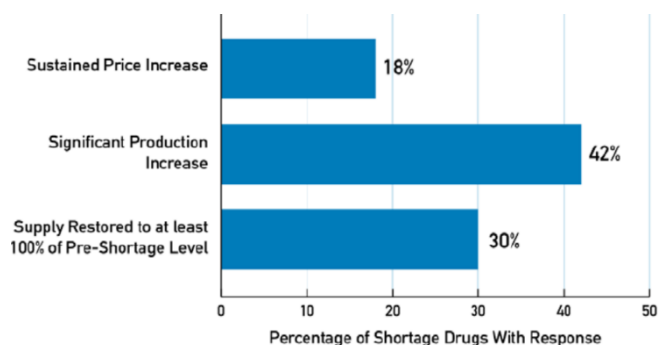
美国仿制药注射剂短缺的核心：经济收益不足以弥补质量成本，而这为中国和印度的“后发者”提供了机会。2011 年以来，美国药品短缺数量有所下降、注射剂短缺占比平均在 52%，高于注射剂销售额占总药品销售额比例。我们认为，市场规律下退出的供给会由量价规律弥补，但 FDA 数据显示，药品短缺后仅有 30% 的药品供给恢复到短缺前水平、平均每个短缺药品背后至少有 3 个 ANDA 持有者并未有效生产。我们认为，美国药品短缺并非来自于品种难（FDA 统计短缺药品获批时间中位数为 35 年，大部分为成熟老品种）或供给者少（约 61% 的 ANDA 持有者并未真实销售），往往来自于：

图 4：美国每年新增药品短缺及注射剂占比



资料来源：ASHP，浙商证券研究所

图 5：美国药品短缺后量价关系变化



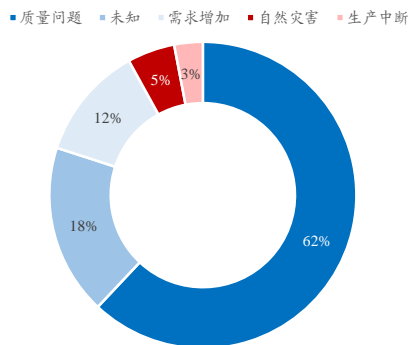
资料来源：FDA，浙商证券研究所

①持续降价但监管成本高：根据 FDA 数据，短缺口服药品价格为 46%分位，而短缺注射剂价格为 33%分位，表明注射剂短缺可能来自于更低的价格；短缺药品收入年均降幅 12.9%（对照组年均降幅 3.3%），对应注射剂收入年均降幅可能更明显。但从监管成本角度看，FDA 无菌注射液法规更新频次较高、检查严格、合规费用较高，以美国注射剂龙头 Hospira 为例（2015 年后被 Pfizer 收购），2011-2013 年间由于 Pharmaceutical manufacturing 而产生的 Warning letter 进而带来的费用约为 4900 万、12070 万和 6980 万美元，显著降低了当期净利润水平。我们认为，药品短缺是市场化竞争的结果，药企能否有更低的盈亏平衡线取决于 (1)cGMP 运行成本，既包括设备、厂房建设等资产开支，也包括员工培训、合规体系维护等软性成本；(2)API 配套成本，自产和外购均有可能产生最低成本，但核心是稳定、合规、持续供应。

②产能受限：根据 FDA 和美国统计局数据，美国医药企业产能利用率在 80%以上，很难在短时间内腾挪出足够的产能；考虑到供应商切换成本和时间，同样很难利用其他供应商的富余产能。

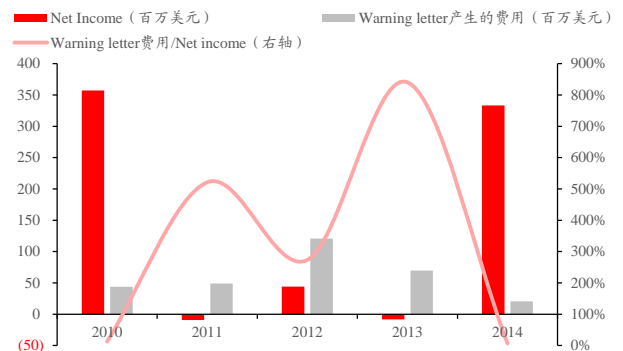
③收入占比低：根据 FDA 数据，在药品短缺前 4 个月内，短缺药品占药企收入比例约 3.7%，远低于未短缺药品收入占比（5.9%）。美国仿制药龙头形成了多元丰富的品种梯队，Teva 全球销售药品数量在 2000 个以上，仿制药注射剂龙头 Fresenius Kabi 已获批 ANDA 有 400 个以上（按 API 统计），单一品种由于生产延迟、需求波动而导致的短缺对大体量公司的财务影响相对较小，进而导致持续退出老品种生产。

图 6：2012-2017 年美国药品短缺原因分类



资料来源：FDA，浙商证券研究所

图 7：Hospira 由于 Warning letter 而产生的费用及占比



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

短缺背后的中国优势和机遇：在短缺品种中维持盈利能力，中国企业的后发优势体现在哪里？

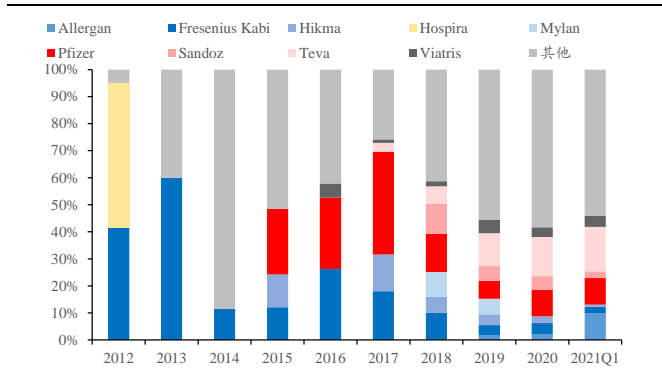
①系统性成本优势 (β)：优势是基础设施配套、较短的投资周期，本质上是医药领域的工程师红利和规模制造红利。

②GMP 法规理解和执行体系 (α)：前提是稳定的生产&管理团队及高端设备投资，FDA 强调 “consistently and reliably deliver quality product”，美国短缺药品供应商中一大半来自于非头部药企，有望成为中国公司争夺市场空间的机会。

③供应链管理能力 (α)：历史上看，中国的特色原料药不够强，有些情况下甚至制约制剂国际化的速度和质量，而在 2020 年疫情拓展中，中国供应链优势更加凸显，特别是跟印度相比，我们预期未来 3-5 年内中国特色原料药在规范市场 DMF 逐渐增多、全球认可度逐步提升，有望加速制剂企业国际化进程。

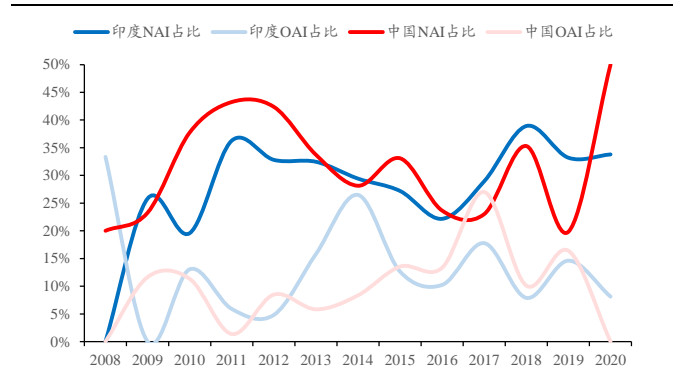
④ 立项与品种梯队 (α): 国际化初期结合资源禀赋选择优势品种 (基于原料药的优 势或竞争格局变化机会), 后期持续盈利更多依赖规模效应+高难度品种。2020 年 Hikma 注射剂收入约 9.8 亿美元, 公司 115 个产品中前 10 大产品仅贡献 42% 收入, 此外有 80 个品种在注册、84 个在研发, 前 20 大研发品种中高壁垒品种占比 35%、505b(2) 占比 15%。在这样的产品和研发梯队下支撑了较高水平的稳定净利润率 (2013 年以来平均注射剂业务净利润率 65%, 同期仿制药业务经营利润率波动明显, 体现出不同的商业模式和盈利模式)。同理参考印度仿制药注射剂龙头 Gland, 2020 财年美国收入 176 亿印度卢比, 共有 204 个无菌注射液 ANDA, 2020 年 ANDA 新增 51 个且贡献约 9% 收入, 2017 财年 以来净利润率持续提升 (从 19.8% 提升至 29.4%), 体现出仿制药注射剂赛道的规模经济效 应。

图 8: 美国药品短缺公司情况: 一半来自于非龙头公司



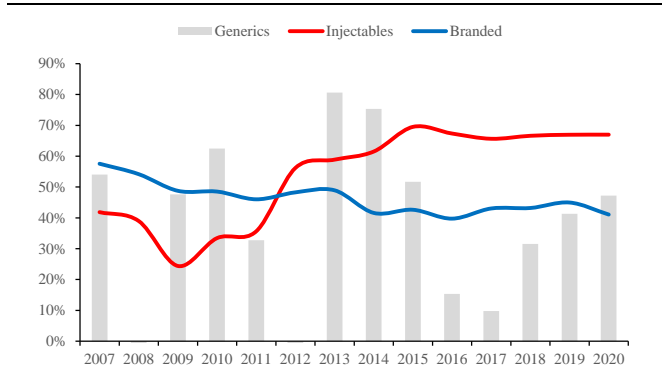
资料来源: FDA, 浙商证券研究所

图 9: FDA 检查中, 中国 NAI 占比高于印度



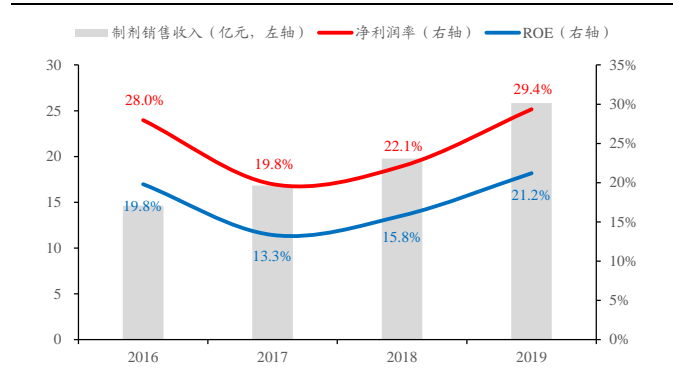
资料来源: FDA, 浙商证券研究所

图 10: Hikma Operating Profit Before Tax Margin



资料来源: 公司年报, Capital IQ, 浙商证券研究所

图 11: Gland 净利润率和 ROE 情况



资料来源: FDA, 浙商证券研究所

2.2. 普利制药弹性: 制造+研发, 奠定全球竞争力

从全球仿制药注射液市场竞争要素, 看普利制药的竞争力&发展阶段: 我们认为, 基于冻干注射剂合规产能优势和高端制剂能力积累, 公司短期业绩弹性源于 API 及制剂产能释放, 中期源于品种立项、产能扩张打开增长天花板, 长期源于系统性成本优势带来的高端制剂生产转移潜力、制剂产品“仿创升级”的想象空间。

2.2.1. 短期: 短缺品种+产能释放, 打破商业化交付瓶颈

产品: 部分品种有望受益于短缺带来的增量, 体现公司供应稳定和质量优势。2018 年以来公司已获批 8 个 ANDA (含暂时批准的注射用比伐卢定), 根据 Bloomberg 数据, 2021Q1 公司注射用阿奇霉素、注射用伏立康唑、注射用更昔洛韦钠等品种市占率在 10%

以上，其中注射用阿奇霉素市占率环比提升约 15pct。已获批的 ANDA 中，有 4 个品种 2021 年以来处于持续短缺状态，根据 ASHP 官网显示，Slate Run 即普利制药大部分处于 “Available Products” 状态，我们认为，相关产品（注射用阿奇霉素、注射用盐酸万古霉素、依替巴肽注射液和左乙拉西坦注射液）短期放量有望持续受益于短缺带来的订单增长，中期维度看公司产品的质量保障、稳定供应能力有望成为公司销售、谈判的重要亮点。

表 1：普利制药已获批 ANDA 情况

品种名称	领域	ANDA 获批时间	持有批文的主 体数量	2020 年全球销售 额 (百万美元)	2020 - 原研销 售额占比	2020 - 第一大厂 商市场占比	2020 - 普利市 场份额	21Q1 - 普利市 场份额
左乙拉西坦注射液	癫痫患者部分性发作 的加用治疗	2018/5/20	17	204.7	0.0%	25.7%	0.0%	0.0%
注射用阿奇霉素	抗生素	2018/10/9	8	104.8	0.7%	26.0%	13.8%	28.5%
注射用更昔洛韦钠	预防巨细胞病毒感染	2018/11/8	9	69.5	0.0%	62.1%	0.0%	13.1%
注射用伏立康唑	真菌感染	2018/11/30	6	302.9	0.0%	37.9%	25.3%	25.4%
依替巴肽注射液	血小板聚集抑制剂	2019/1/25	12	36.2	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
注射用盐酸万古霉素	抗生素	2019/6/12	18	567.3	0.4%	61.8%	0.0%	0.4%
注射用硝普钠	高血压急症及急性左 心衰竭	2020/8/25	24	17.5	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
注射用比伐卢定	抗凝剂	2020/12/22	10	104.9	-	-	-	-

资料来源：Bloomberg, FDA, Newport, 浙商证券研究所

注：持有的 ANDA 为 Injection 的 ANDA，销售额为 parenteral 剂型的销售额

表 2：普利制药已获批 ANDA 品种短缺情况

品种名称	短缺时间	短缺厂家	可供货厂 家数量	预期恢复时间	备注
注射用阿奇霉素	2021/4/16	Pfizer 和 Apotex	4	2021 年 5 月	Apotex 已停止生产、Fresenius Kabi 由于需求增长太快 而短缺、Pfizer 由于生产延迟而短缺、Sun 已不生产， 普利已扩大产能
注射用盐酸万古霉素	2021/3/8	Athenex、AuroMedics、 Hikma 和 Mylan	10	Hikma 预期 2021 年 三季度、Mylan 预期 2021 年 3 月中旬	Pfizer 和 Sagent 由于生产延迟而短缺
依替巴肽注射液	2021/4/29	Merck、Akorn 和 Amneal	5	暂无	Accord 暂时停止生产、Akorn 不再销售该产品、Merck 从 2020 年 10 月起停止销售该产品、Sagent 由于生产 延迟而短缺
左乙拉西坦注射液	2021/1/28	Fresenius Kabi 和 Sagent	8	Fresenius Kabi 预期 2021 年 2 月中旬	Pfizer 由于生产延迟而短缺
注射用比伐卢定 (现已解决)	2020/6/19		7		Baxter 部分规格由于需求太少而停产、Apotex 已停止 生产

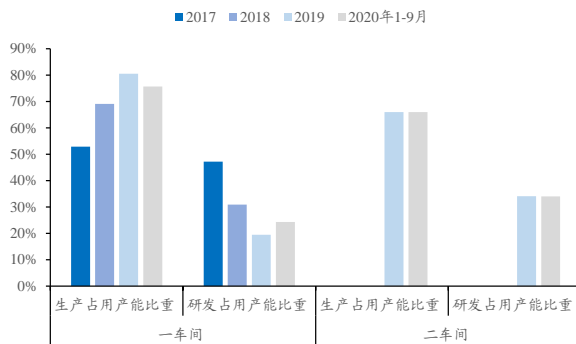
资料来源：ASHP, FDA, 浙商证券研究所

API 产能制约有望逐步解除：根据 2020 年 12 月公告，安庆普利“国际高端原料药及创新制剂制造基地项目”的“第一阶段工程三个车间土建工程基本已完成”(注：指 API03 车间、API04 车间、API05 车间及配套工程，根据环评，对应为地氯线类、更钠线类、胺碘酮类、碘制剂类、钆制剂类和部分肿瘤类 API)，我们预期相关产能在 2021 年上半年逐步投入使用，“至 2022 年末全部投入使用”。安庆投产后，公司有望明显降低原料药外购比例；正如我们之前分析的，制剂国际化过程中，原料药稳定、合规供应对于注册速度、

GPO 招标、cGMP 检查等具有重要意义，安庆厂区投产后，我们预期公司新品种立项、放大生产加速。

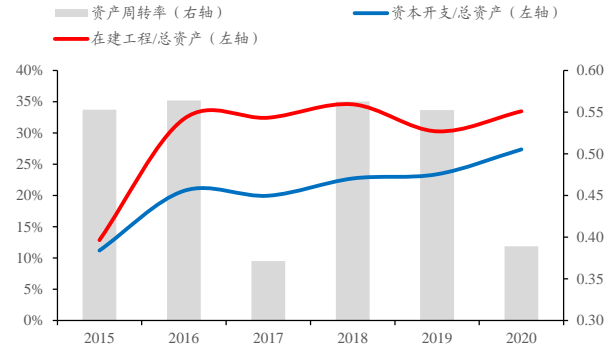
制剂产能加速释放，产能利用率提升：根据 2020 年 12 月公告：“公司现有针剂生产线 3 条，其中包括原有注射剂一车间生产线 1 条，以及前次募投“欧美标准注射剂生产线建设项目”新增注射剂二车间生产线 2 条”，其中“欧美标准注射剂生产线建设项目”（注：为 IPO 募集资金投资项目，我们推测主要在海南厂区二车间）2019 年 3 月建设完成并投产，2017-2020 年 1-9 月期间，“公司针剂实际生产能力约为 200 万支、200 万支、1,000 万支和 750 万支，产量为 58 万支、231 万支、833 万支和 624 万支，产能利用率为 29.00%、115.50%、83.30%和 83.14%”。此外，2020 年 1-9 月海南厂区一车间、二车间研发占用产能比重分别为 24%和 34%，我们认为这制约了商业化生产的产能利用。我们分析了浙江普利、海南普利厂区的环评及预期投产节奏，“国际高端生产线扩建项目”投产后有望新增 9000 万支针剂产品生产能力，其中既包括已获批上市的 8 个品种，也包括研发、验证阶段的储备品种；再考虑到海南普利“欧美标准注射剂生产线建设扩建项目”预期在 2021 年 12 月投产，我们预期前期制约公司制剂产能的因素有望明显缓解。

图 12：普利制药海南一车间和二车间产能利用情况



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 13：普利制药资本开支、在建工程和资产周转率



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表 3：普利制药主要在建项目及预期投产时间、年均净利润（万元）

项目名称	所属厂区	预计全部完工时间	投资额 (亿元)	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
年产制剂产品 15 亿片/粒/袋生产线及研发中心建设项目	浙江普利	2020 年 3 月	4.6	1,237	2,886	5,771	6,596	6,596
冻干水针、预充针项目	浙江普利	2022 年 12 月	1.2	-	-	-	-	-
合成小试、滴眼剂车间、软膏车间项目	浙江普利	2022 年 12 月	1.3	-	-	-	527	2,106
欧美标准注射剂生产线建设项目（二车间）	海南普利	2019 年 3 月	4.0	1,377	3,214	6,427	7,346	7,346
欧美标准注射剂生产线建设扩建项目（三&四车间）	海南普利	2021 年 12 月	2.5	-	-	-	-	-
国际高端生产线扩建项目（转债项目）	海南普利	2025 年 12 月	3.2	-	-	-	-	-
普利国际高端原料药及创新制剂制造基地项目	安庆普利	2024 年 4 月	10.0	-	-	-	-	3,592
项目效益新增净利润				2,614	6,099	12,199	14,468	19,640

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2.2.2. 中期：立项加速、剂型丰富，形成多元产品梯队

立项加速，看好新品种、新产能下形成的产品梯队。我们梳理了浙江普利、海南普利和安庆普利环评所涉及的 API 和制剂品种，我们发现有几个边际变化：①已获批品种：加速扩产，如注射用阿奇霉素、左乙拉西坦注射液等品种，可能考虑到国内外双报下的需求增量；②新品种：消化系统类、呼吸类制剂明显扩产，这与公司 2020 年报所披露的 55

个在研、在审原料药、制剂项目的类型、进度相吻合，结合安庆 API 产能中的大品种（如造影剂、PPI 类、抗肿瘤类制剂等）的立项情况，我们预期中期维度下新立项大品种有望接力增长；③新剂型：我们关注到浙江普利厂区中预充针、滴眼剂、软膏等新剂型加速建设，我们看好公司在高端剂型领域的差异化竞争，形成更丰富的品种梯队。

表 4：普利制药各厂区主要产品及产能建设情况（不完全统计，以公司实际产能为准）

产品	已有产能 (万支/年)	在建产能 (万支/年)	厂区分布	类型
格隆溴铵注射液		310	在建：浙江普利 310 万支	预充针
罗库溴铵注射液		290	在建：浙江普利 290 万支	预充针
注射用泮托拉唑钠	2000	1000	已有：海南普利 2000 万支 在建：海南普利 1000 万支	冻干
注射用更昔洛韦钠	138	300	已有：海南普利 138 万支 在建：海南普利 300 万支	冻干
注射用阿奇霉素	703	1600	已有：海南普利 703 万支 在建：海南普利 1200 万支； 浙江普利在建 400 万支	冻干
注射用伏立康唑		200	在建：海南普利 200 万支	冻干
注射用盐酸万古霉素		500	在建：海南普利 500 万支	冻干
注射用兰索拉唑		1000	在建：海南普利 1000 万支	冻干
注射用比伐卢定		1200	在建：海南普利 1200 万支	冻干
格隆溴铵注射液		240	在建：浙江普利 240 万支	冻干
罗库溴铵注射液		560	在建：浙江普利 560 万支	冻干
利普安注射剂	20		已有：海南普利 20 万支	冻干
左乙拉西坦注射液	159	200	已有：海南普利 159 万支 在建：海南普利 200 万支	水针
依替巴肽注射液		100	在建：海南普利 100 万支	水针
盐酸多巴酚丁胺注射液		400	在建：海南普利 400 万支	水针
奥曲肽注射液	70		已有：海南普利 70 万支	水针
马来酸曲美布汀注射液	280		已有：海南普利 280 万支	水针
左氧氟沙星	200		已有：浙江普利 200 万支	滴眼剂
盐酸莫西沙星	100		已有：浙江普利 100 万支	滴眼剂
盐酸奥洛他定	100		已有：浙江普利 100 万支	滴眼剂
盐酸氮卓斯汀	100		已有：浙江普利 100 万支	滴眼剂
硫酸妥布霉素	100		已有：浙江普利 100 万支	滴眼剂
积雪苷软膏	200		已有：浙江普利 200 万支	软膏
奥布宁凝胶	200		已有：浙江普利 200 万支	软膏
盐酸奥昔布宁凝胶	200		已有：浙江普利 200 万支	软膏

资料来源：公司环评，公司公告，浙商证券研究所

空间测算：仅考虑转债募投品种，对应制剂出口 20-44 亿收入空间。根据各个厂区的环评，2021 年可转债募投的“国际高端生产线扩建项目”所涉及的 23 个品种中，部分与海南厂区、浙江厂区的注射剂品种重合，我们暂时以该项目品种对应的空间估算公司中长期仿制药注射剂的全球销售市场空间。根据公司公告，2019 年相关产品“国内市场销售金额约为 296 亿元，美国市场销售额为 23 亿美元，欧盟市场销售额超过 9 亿美元”，考

考虑到部分国内品种还未进行全国集采,简单假设国内市场销售空间为 140-150 亿元;美国和欧盟市场空间约 200-220 亿元,合并销售空间约 340-370 亿元,假设公司平均市占率 10-20%,对应收入空间约为 34-74 亿元,其中制剂出口的空间为 20-44 亿元。估算中并未考虑浙江普利滴眼剂、软膏等品种的销售空间,我们认为,考虑到公司 2020 年相对较低的注射剂出口收入基数(约 1.64 亿元)和制剂出口利润端的规模效应(随着品种梯队增多,预期净利润率提升),我们预期随着产能瓶颈消除,中期维度下公司制剂国际化利润弹性较高。

表 5: 普利制药有产能的品种介绍

品种名称	领域	持有 ANDA 的主体数量	有销售的 ANDA 数量	2020 年销售额 (百万美元)	2020 年原研 销售额占比	2020 年第一大 厂商占比
格隆溴铵注射液	阻塞性气管疾病用药	20	15	72	0.0%	37.8%
罗库溴铵注射液	肌肉弛缓药	12	10	256.9	0.0%	80.9%
注射用泮托拉唑钠	治疗与胃酸分泌相关疾病的药物	6	5	659.4	0.0%	47.1%
注射用兰索拉唑	治疗与胃酸分泌相关疾病的药物	1	0	192.1	0.0%	0.0%
利普安注射剂	内分泌疗法	5	4	64.7	78.6%	78.6%
盐酸多巴酚丁胺注射液	心脏病治疗药	11	3	86.3	0.0%	100.0%
奥曲肽注射液	垂体和下丘脑激素及其类似药物	9	6	314.1	3.8%	48.5%
左氧氟沙星滴眼剂	系统用抗菌药	11	8	524.8	0.0%	49.9%
盐酸莫西沙星滴眼剂	系统用抗菌药	0	0	417.3	0.0%	52.2%
盐酸奥洛他定滴眼剂	鼻腔用药	0	0	0	28.1%	30.6%
盐酸氮卓斯汀滴眼剂	系统用抗组胺药	0	0	0	0.0%	45.6%
硫酸妥布霉素滴眼剂	系统用抗菌药	14	11	42.5	0.0%	0.0%
盐酸奥昔布宁凝胶	泌尿药	0	0	0	99.6%	99.6%

资料来源: Bloomberg, FDA, 浙商证券研究所

注: 持有的 ANDA 为 Injection 的 ANDA, 销售额为 parenteral 剂型的销售额

2.2.3. 长期: 从高端制造, 迈向创新驱动

从高端制造, 迈向创新驱动。我们认为, 仿制药生产和创新药研发所需要的竞争要素有所差异, 仿制药更强调产业链配套、效率、品种组合, 创新药更依赖独创性新机制、新靶点的开发, 需要领军人才、持续研发投入。我们认为普利制药在药物递送、制剂工艺方面的比较优势容易被市场低估, 我们更看好公司从高难度剂型、改良剂型开始向创新领域的突破, 建议关注公司在 505b(2)、高难度递送剂型等领域的临床、审评、合作研发进展。

3. 国内制剂：看好质量、效率和竞争格局

带量采购常态化下，看国内制剂的空间和机遇。我们认为，带量采购下各个公司的财务表现是分化的，受到中标前市占率、降价幅度、竞争格局、品种梯队等多方面因素影响。根据公司公告，2017-2020 年前三季度公司独家剂型、专用儿童药（或儿童剂型）、紧缺药品收入占主营业务收入的比例分别为 62%、53%、54%和 42%；结合相关品种一致性评价通过情况等判断，我们预期在 1-2 年内公司 30-40%收入暂时不受到全国集采的影响。考虑到两种采购模式和财务表现差异，我们将从集采品种和非集采品种两个角度看待公司国内制剂业务的弹性和机会。

3.1. 集采品种：效率占优，仍有纯增量

集采常态化下盈利的核心：质量、速度和竞争格局。我们分析了公司 2017 年以来以新药、新 4 类、新 3 类、补充申请等形式上报 CDE 的药品：**①质量：**较多注册品种的原料药已在安庆原料药厂区有产能规划，结合公司大部分品种国内外双报+未来 API 自给，预期中标品种可以实现高质量稳定供应。**②速度：**在审评状态且已经集采的品种包括盐酸二甲双胍缓释片和注射用泮托拉唑钠，大部分在审品种仍未集采，体现出公司较高的注册较高的效率和较系统的立项规划。

表 6：普利制药主要制剂审评情况（标灰色为已参与全国集采品种）

药品名称	CDE 承办日期	是否集采	注册类型	审评状态	已通过一致性评价数量	在审公司数量	2020 年样本医院销售额 (万元)	普利销售 额市占率	原研销售 额市占率
地氯雷他定片	2018-09-13	第三轮	补充申请	通过一致性评价	2+1	3	762	23.3%	18.9%
注射用伏立康唑	2021-01-19		仿制, 4	在审评审批中		5+	87,814		43.8%
注射用更昔洛韦钠	2018-11-29	预期第五轮	补充申请	通过一致性评价	1		1,212		
左乙拉西坦注射用浓溶液	2019-02-18	第三轮	仿制, 4	批准生产	4+1	5+	2,116	0.8%	26.8%
注射用比伐芦定	2019-07-16	第四轮	仿制, 4	批准生产	3	5	18,303		
左氧氟沙星片	2019-11-29	第四轮	仿制, 4	批准生产	5+	5+	26,242		100.0%
注射用阿奇霉素	2019-12-18	预期第五轮	补充申请	批准补充	5+	5+	10,616	9.1%	28.7%
盐酸左氧氟沙星胶囊	2020-02-14		补充申请	在审评审批中		1	1,375	27.0%	
硝普钠注射液	2020-02-28		仿制, 3	在审评审批中					
盐酸二甲双胍缓释片	2020-05-06	第三轮	补充申请	在审评审批中	5+	5+	17,018		28.4%
奥卡西平干混悬剂	2020-05-07		新药, 2.2	批准临床					
特利加压素注射液	2020-06-12		仿制, 3	在审评审批中		2			10.8%
别嘌醇缓释片	2020-07-04		补充申请	在审评审批中		1	6	100.0%	
注射用泮托拉唑钠	2020-07-04	第四轮	仿制, 4	在审评审批中	5+	5+	82,966		26.6%
克拉霉素缓释片	2020-09-10		补充申请	批准补充	1	2	6,962	9.0%	
左乙拉西坦颗粒	2020-09-11		新药, 2.2	在审评审批中		1			
地氯雷他定分散片	2020-4-13		补充申请	通过一致性评价	1				
地氯雷他定干混悬剂	2020-5-6		补充申请	通过一致性评价	1		3,347	100.0%	
注射用艾司奥美拉唑钠	2021-4-14	预期第五轮	仿制, 4		5+	5+	118,329		10.3%

资料来源：Wind 医药库，CDE，浙商证券研究所

注：“已通过一致性评价”数量确认标准为补充申请+仿制 4+仿制 3+参比制剂获批，统计时间截至 2021 年 4 月 23 日。

③竞争格局:公司已中标的4个品种中,除了地氯雷他定片有一定的销售额外(2019年约713万元收入),大部分品种是纯增量贡献;假设集采中标后销售量在2-3倍,估算集采带来的收入增益约为5500-8500万元,对应5.5%到8.5%的收入增量。我们认为,集采中标品种中,存量供应商中标份额较低,我们看好2021-2023年国内集采品种的增量贡献。

表 7: 普利制药集采中标情况及竞争格局

品种名称	中标量 (万单位)	中标价 (元/单位)	理论中标额 (万元)	中标前销售额 市占率	中标前销售额 (万元)	2020年销售额竞争格局
地氯雷他定片	2,467.7	0.5	1,159.8	11.2%	713.6	
左乙拉西坦注射用浓溶液	2.2	65.9	146.9	无	无	
左氧氟沙星片	1,977.8	0.5	915.1	无	无	
注射用比伐芦定	1.1	548.9	624.2	无	无	

资料来源:公司公告, Wind 医药库, 浙商证券研究所

3.2. 独家/儿科品种: 预期渗透率仍有空间、维持稳健增长

根据公司公告,独家/儿科品种包括地氯雷他定分散片、地氯雷他定干混悬剂、双氯芬酸钠肠溶缓释胶囊、益肝灵液体胶囊、别嘌醇缓释片、甲磺霉素颗粒剂等品种,其中地氯雷他定干混悬剂是专用儿童药。我们认为,2020年在全国疫情的影响下,部分独家品种和儿科用药销售受到了一定影响;我们预期2021年地氯雷他定干混悬剂等品种销售有所恢复,益肝灵液体胶囊等品种保持稳健增长;预期2021-2022年独家品种在医院端渗透率仍有提升空间,有望维持稳健增长但收入占比有所下降,贡献稳定的现金流和利润增量。

4. 盈利预测与估值

4.1. 收入拆分和盈利预测

综合上文分析，我们基于如下假设对公司 2020-2022 年营收进行拆分和预测：

- **国内暂未集采制剂：**主要品种包括地氯雷他定分散片、地氯雷他定干混悬剂、克拉霉素缓释片、盐酸左氧氟沙星胶囊、双氯芬酸钠肠溶缓释胶囊、马来酸曲美布汀片、盐酸多巴酚丁胺注射液及部分中成药品种，由于一致性评价节奏或独家品种等原因，我们预期在未来 1-2 年内相关品种暂时不参加全国带量采购。2020 年部分品种如地氯雷他定分散片等受到国内疫情影响，销售额有所下降，我们预期 2021 年相关品种销量增幅在 10-20% 之间；单价方面，我们参考 Wind 医药库最新中标价，暂未集采品种假设价格保持稳定、2022-2023 年销售量平稳增长（平均 10% 左右）。
- **国内已集采中标品种：**主要品种包括在 2020 年 8 月第三轮全国集采中标的地氯雷他定片和左乙拉西坦注射用浓溶液，及 2021 年 2 月第四轮全国集采中标的注射用比伐卢定和左氧氟沙星片。在盈利预测上，我们参考了公司公告中标量和中标价，假设集采中标后 1-3 年集采外放量 2/3/4 倍，并参考集采后公司销售量占全国销量的比例，分析 2020-2023 年间主要品种的收入增长。我们认为，考虑到放量节奏，2020 年集采收入占比较低，2021 年起 4 个品种放量下集采收入占国内收入比重有望达到 5-10%，2021-2022 年 4 个产品占比持续提升。
- **国内即将集采品种：**主要包括即将在 2021 年 6-7 月参加第五轮全国集采的注射用阿奇霉素和注射用更昔洛韦钠，公司已通过一致性评价且这两个品种同时在国内和海外销售。根据 Wind 医药库数据，2020 年公司注射用阿奇霉素销售额市占率约 9%，我们预期集采后第一年公司存量销售额会受到降价的影响，第二年量的增长贡献更多收入；2020 年样本医院数据显示公司并未销售注射用更昔洛韦钠，我们预期集采中标后该品种更多贡献纯增量。

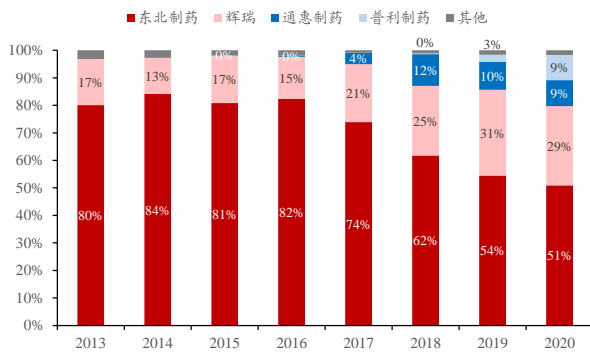
我们假设集采降价 55%、中标后 1-3 年集采外放量 2/3/4 倍，并针对注射用阿奇霉素集采降价幅度和销售量市占率变化对 2022 年归母净利润增速做了敏感性测试。敏感性测试结果表明，相对于基准情景，悲观情景下（降价幅度-75%、放量较少）净利润增速在 20-25%，乐观情景下（降价幅度-35%、放量较多）净利润增速在 40-45%。

表 8：2022 年归母净利润增速对集采降价及注射用阿奇霉素销售量市占率的敏感性测试

		假设集采降价幅度				
		-35%	-45%	-55%	-65%	-75%
普利制药注射用阿奇霉素全国销售量市占率	7%	44.2%	40.5%	36.1%	30.4%	21.9%
	8%	45.5%	41.4%	36.7%	30.6%	21.8%
	9%	46.8%	42.3%	37.2%	30.9%	21.7%
	10%	48.0%	43.3%	37.8%	31.1%	21.6%
	11%	49.3%	44.2%	38.4%	31.4%	21.5%

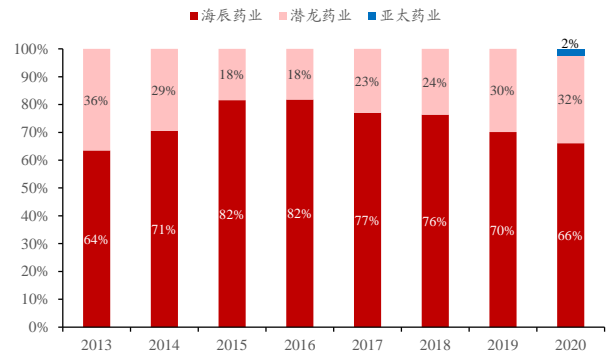
资料来源：浙商证券研究所

图 14: 注射用阿奇霉素销售额市占率变化



资料来源: Wind 医药库, 浙商证券研究所

图 15: 注射用更昔洛韦钠销售额市占率变化



资料来源: Wind 医药库, 浙商证券研究所

- 国外制剂: 主要品种包括注射用阿奇霉素、注射用盐酸万古霉素、注射用伏立康唑、注射用比伐卢定、依替巴肽注射液、注射用硝普钠等。我们根据该品种的市占率和平均出厂价估算业绩弹性。根据公司研发、审评节奏, 我们预期 2021-2023 年每年有 3-8 个新品种在不同区域获批, 我们根据新增品种数量和平均每个品种新增销售收入估算新品种的业绩贡献。

收入结构变化: 我们估算抗过敏类药物收入占比逐步降低、心血管类药物收入占比逐步上升, 抗生素类药物结构中海外收入占比上升。我们预期 2021-2022 年公司国外收入占比明显提升; 由于预期注射用阿奇霉素和注射用更昔洛韦钠在 2021 年集采, 预期 2022 年集采收入占总收入比例明显上升, 国外制剂放量下 2023 年集采收入占比有所下降。

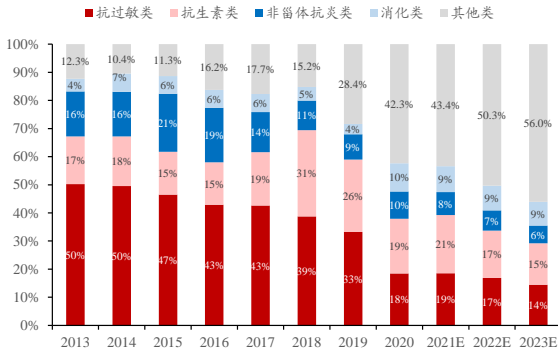
表 9: 普利制药主要收入拆分及预测

收入单位均为万元	2020	2021E	2022E	2023E
抗过敏类药物收入	21,962	30,213	35,942	40,535
Yoy	-30.5%	37.6%	19.0%	12.8%
总收入占比	18.5%	18.6%	16.9%	14.5%
抗生素类药物收入	23,133	33,716	35,957	41,310
yoy	-5.4%	45.7%	6.6%	14.9%
总收入占比	19.5%	20.7%	16.9%	14.8%
非甾体抗炎类药物收入	11,506	13,232	15,217	17,499
yoy	34.6%	15.0%	15.0%	15.0%
总收入占比	9.7%	8.1%	7.1%	6.2%
消化类药物收入	11,961	15,003	18,877	23,818
yoy	244.0%	25.4%	25.8%	26.2%
总收入占比	10.1%	9.2%	8.9%	8.5%
心血管类药物收入	33,859	47,402	66,363	92,908
yoy	215.3%	40.0%	40.0%	40.0%
收入占比	28.5%	29.1%	31.1%	33.2%
皮肤病类药物收入	4,663	6,994	10,491	15,737
yoy	96.8%	50.0%	50.0%	50.0%
总收入占比	3.9%	4.3%	4.9%	5.6%
其他药物收入	11,777	16,285	21,316	28,006
总收入占比	-14.9%	38.3%	30.9%	31.4%

资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

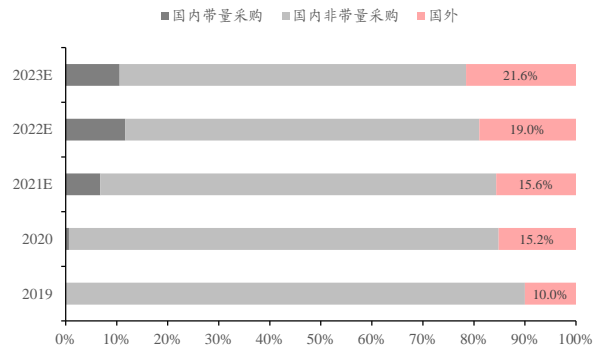
收入结构调整对毛利率和净利率的影响：我们估算公司各个业务板块毛利率大小：国内非带量采购 > 国内带量采购 > 国外制剂。我们估算公司各个业务板块净利率大小：国外制剂 > 国内非带量采购 > 国内带量采购。随着公司各个板块放量，我们预期 2021-2022 年毛利率略有下降（源于国外收入和带量采购收入占比提升），利润结构中国外制剂利润占比上升。

图 16：估算公司各适应症收入占比



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

图 17：估算公司各业务板块净利润占比



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

4.2. 投资建议

我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 1.30、1.78、2.35 元/股，2021 年 5 月 12 日收盘价对应 2021 年 37 倍 PE，高于可比公司平均。我们认为，基于冻干注射剂合规产能优势和高端制剂能力积累，公司注射剂全球注册的速度、欧美市场销售速度有望超预期、收入上限及商业模式拓展有望超预期。综合考虑公司的比较优势和成长逻辑认知预期差，首次覆盖给予“增持”评级。

表 10：盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价	EPS			PE			评级
		5月6日	2020A	2021E	2022E	TTM	2021E	2022E	
600521.SH	华海药业	19.78	0.64	0.77	0.99	29.84	25.69	19.98	增持
603707.SH	健友股份	42.73	0.87	1.13	1.52	45.64	37.81	28.11	增持
002399.SZ	海普瑞	16.25	0.76	0.79	1.02	26.13	20.59	15.87	无评级
600276.SH	恒瑞医药	83.18	1.19	1.46	1.77	68.13	56.82	46.90	无评级
平均						42.44	35.23	27.72	

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：华海药业、健友股份 EPS 为浙商证券研究所估计值，其余公司 EPS 为 Wind 一致预期。

5. 风险提示

生产安全事故及质量风险: 生产安全事故可能导致生产交付拖延、重要客户丢失风险等,也可能触发监管部门的重新审查、罚款等措施,对公司经营、企业形象产生负面影响。

核心制剂品种流标或销售额不及预期风险: 如果不能及时参与集采或流标,可能导致存量制剂品种销售额下滑。针对普利制药,地氯雷他定片、左乙拉西坦注射用浓溶液、注射用比伐卢定、左氧氟沙星片是已经在全国集采中中标品种,如果公司在采购期结束后在地方集采续标过程中流标,可能降低公司制剂收入增速。

汇率波动风险: 公司的主要客户在海外,人民币快速、大幅升值可能对公司利润产生明显的负面影响,汇兑损益的大小一定程度上取决于公司套期保值政策和执行情况。

订单交付波动性风险: 公司的季度业绩受到 GPO 中标、交付节奏影响,可能带来季度业绩波动性。

医药监管政策变化风险: 中国医药市场正处在市场化、国际化改革的关键窗口期,对于仿制药、API 生产、销售监管政策的变化可能导致相关公司经营受到影响。

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	1233	1775	2653	3774	营业收入	1189	1628	2132	2801
现金	357	716	1260	1950	营业成本	300	414	572	780
交易性金融资产	1	0	0	0	营业税金及附加	10	13	17	22
应收账款	598	814	1066	1401	营业费用	177	216	234	294
其它应收款	3	5	6	8	管理费用	59	81	107	140
预付账款	37	41	57	78	研发费用	191	301	373	476
存货	94	124	172	234	财务费用	13	2	(9)	(25)
其他	143	74	91	103	资产减值损失	14	1	0	0
非流动资产	1823	1888	2029	2145	公允价值变动损益	1	1	1	1
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	(0)	1	(1)	(0)
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	33	33	33	33
固定资产	537	998	1325	1560	营业利润	458	634	870	1146
无形资产	94	114	140	158	营业外收支	(4)	(1)	(3)	(2)
在建工程	1023	682	454	303	利润总额	454	632	867	1144
其他	170	94	109	124	所得税	47	65	89	118
资产总计	3056	3663	4682	5919	净利润	407	567	778	1026
流动负债	675	716	943	1148	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	170	147	189	169	归属母公司净利润	407	567	778	1026
应付款项	280	331	458	624	EBITDA	518	677	922	1199
预收账款	0	49	64	84	EPS (最新摊薄)	0.93	1.30	1.78	2.35
其他	225	188	232	271					
非流动负债	342	295	308	315	主要财务比率				
长期借款	195	195	195	195		2020	2021E	2022E	2023E
其他	147	100	113	120	成长能力				
负债合计	1017	1011	1252	1463	营业收入	25.10%	37.01%	30.90%	31.38%
少数股东权益	0	0	0	0	营业利润	28.95%	38.38%	37.32%	31.70%
归属母公司股东权益	2039	2652	3430	4456	归属母公司净利润	26.29%	39.14%	37.24%	31.86%
负债和股东权益	3056	3663	4682	5919	获利能力				
					毛利率	74.76%	74.56%	73.15%	72.15%
					净利率	34.28%	34.81%	36.50%	36.63%
					ROE	25.58%	24.17%	25.58%	26.02%
					ROIC	17.05%	18.81%	20.03%	20.71%
					偿债能力				
					资产负债率	33.27%	27.60%	26.73%	24.72%
					净负债比率	36.26%	34.18%	30.97%	25.10%
					流动比率	1.83	2.48	2.81	3.29
					速动比率	1.69	2.31	2.63	3.08
					营运能力				
					总资产周转率	0.50	0.48	0.51	0.53
					应收帐款周转率	2.56	2.31	2.27	2.27
					应付帐款周转率	2.25	1.91	1.93	1.92
					每股指标(元)				
					每股收益	0.93	1.30	1.78	2.35
					每股经营现金	0.76	1.03	1.60	2.01
					每股净资产	4.67	6.07	7.85	10.20
					估值比率				
					P/E	51.01	36.65	26.77	20.28
					P/B	10.19	7.84	6.06	4.66
					EV/EBITDA	35.40	30.20	21.63	16.04

现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	332	452	698	879
净利润	407	567	778	1026
折旧摊销	56	42	63	80
财务费用	13	2	(9)	(25)
投资损失	0	(1)	1	0
营运资金变动	(21)	(116)	(92)	(141)
其它	(124)	(44)	(43)	(61)
投资活动现金流	(834)	(113)	(205)	(194)
资本支出	(662)	(160)	(160)	(160)
长期投资	(2)	0	0	0
其他	(169)	47	(45)	(34)
筹资活动现金流	666	21	51	4
短期借款	(81)	(22)	42	(20)
长期借款	145	0	0	0
其他	601	43	9	25
现金净增加额	165	359	544	690

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>