

证券研究报告—动态报告

医药保健

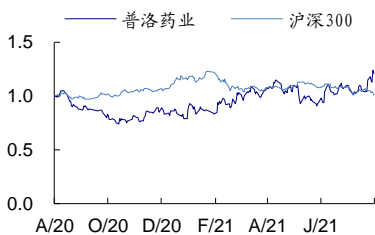
制药与生物

普洛药业(000739)
买入

2021 年半年报点评

(维持评级)

2021 年 08 月 22 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)	38,514/38,510
上证综指/深圳成指	3,427/14,254
12 个月最高/最低(元)	34.48/19.50

相关研究报告:

《普洛药业-000739-2020 年年度报告点评: 业绩持续释放, CDMO 增长迅速》——2021-03-13

《普洛药业-000739-深度报告: 出海先锋军, 兽药排头兵》——2021-02-04

《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

《普洛药业-000739-重大事件快评: 收购带来产品线扩充, 持续看好公司制剂转型战略》——2014-11-25

《普洛药业-000739-重大事件快评: 公司因除权修改增发价格, 推荐逻辑不变》——2014-06-13

证券分析师: 陈益凌

电话: 021-60933167

E-MAIL: chenyingling@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519010002

证券分析师: 彭思宇

电话: 0755-81982723

E-MAIL: pengsiyu@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521060003

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。

财报点评

业绩超预期, 利润率创新高

● 整体业绩超预期: 高基数上高增长, 21Q2 净利率创新高

2021H1 实现营收 42.8 亿元 (+7.2%), 实现归母净利润 5.5 亿元 (+28.9%); Q2 单季度实现营收 23.1 亿元 (+0.9%), 实现归母净利润 3.4 亿元 (+22.4%), 21Q2 单季度毛利率 30.6% (+2.9 p.p.)、净利率 14.6% (+2.6 p.p., 创历史新高), 在去年同期 Q2 高基数下仍保持稳健增长, 超出我们此前预期。

● CDMO 板块: 转型升级策略成效显著

21 年上半年 CDMO 板块实现营收 7.2 亿元, 已达 19 年全年水平, 板块毛利率增长 2.5 p.p. 达 43%。截止报告期末, 公司 CDMO 客户总数同比增长 51.0%。CDMO 报价项目 355 个, 同比增加 157%; 进行中项目 250 个, 同比增加 71%, 其中研发阶段项目数 93 个, 同比增加 258%, 客户商业化阶段项目有 157 个 (包含人用药 103 个, 兽药 34 个以及化妆品、电子材料等项目 20 个), 同比增加 36.5%。从“起始原料药注册中间体到注册中间体+API”的转型升级策略取得显著成果, 商业化阶段 API 8 个, 验证阶段 9 个, 研发阶段 API 22 个。

● API 板块与制剂板块: 抗生素出口减少, 集采中标带来新增量

原料药板块: 2021H1 年板块实现营收 31.4 亿元 (+3.9%), 需求端减少导致抗生素中间体出口受到影响, 板块毛利率与去年同期基本持平。制剂板块: 2021H1 年板块实现营收 4.0 亿元 (+9.5%), 板块毛利率 64.6% (+10.6 p.p.)。报告期内注射用头孢他啶中标, 中标价 5.388 元/支, 0.5g 规格中标量约 554 万支、中标额约 3000 万。由于此次集采按品种、差价规则统一竞价, 如若考虑不同规格及集采外销售情况, 实际空间有望数倍/十倍于 0.5g 规格中标额。

● 风险提示: 疫情反复、环保政策超预期、产能建设不及预期
● 投资建议: 上调盈利预测, 维持“买入”评级

CDMO 板块从“起始原料药注册中间体到注册中间体+API”的转型升级策略效果显著, 项目数、客户数、毛利率提升迅速, 制剂板块集采合理价格中标带来新增量, 上调盈利预测, 预计 2021-2023 年归母净利润分别为 11.05/13.90/17.30 亿元 (原 9.44/11.83/14.72 亿元), 当前股价对应 PE 分别为 34.9/27.7/22.3X。21 年上半年业绩超预期, 净利率创新高, 维持“买入”。

盈利预测和财务指标

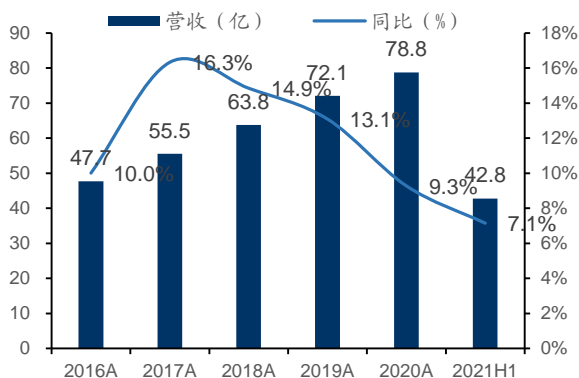
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,211	7,880	8,855	10,079	11,521
(+/-%)	13.1%	9.3%	12.4%	13.8%	14.3%
净利润(百万元)	553	817	1105	1390	1730
(+/-%)	49.3%	47.6%	35.3%	25.8%	24.4%
每股收益(元)	0.47	0.69	0.94	1.18	1.47
EBIT Margin	13.8%	15.3%	14.0%	15.6%	17.0%
净资产收益率 (ROE)	14.7%	18.6%	21.2%	22.2%	22.9%
市盈率 (PE)	69.6	47.2	34.9	27.7	22.3
EV/EBITDA	30.6	33.9	29.1	23.6	19.5
市净率 (PB)	10.22	8.77	7.37	6.15	5.09

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

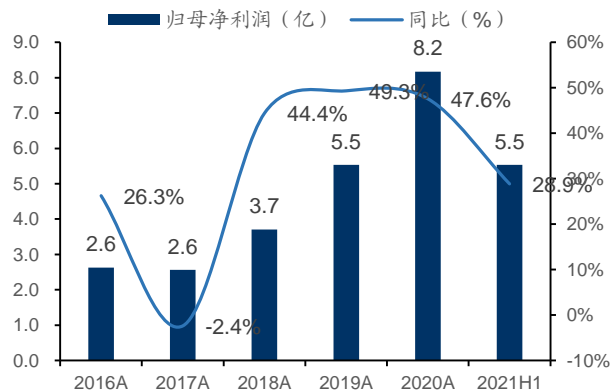
整体业绩超预期：高基数上高增长，21Q2 净利率创新高。2021H1 实现营收 42.8 亿元 (+7.2%)，实现归母净利润 5.5 亿元 (+28.9%)；Q2 单季度实现营收 23.1 亿元 (+0.9%)，实现归母净利润 3.4 亿元 (+22.4%)，21Q2 单季度毛利率 30.6% (+2.9 p.p.)、净利率 14.6% (+2.6 p.p.)，创历史新高，在去年同期 Q2 高基数下仍保持稳健增长，超出我们此前预期。

图 1：普洛药业营业收入及增速（单位：亿元、%）



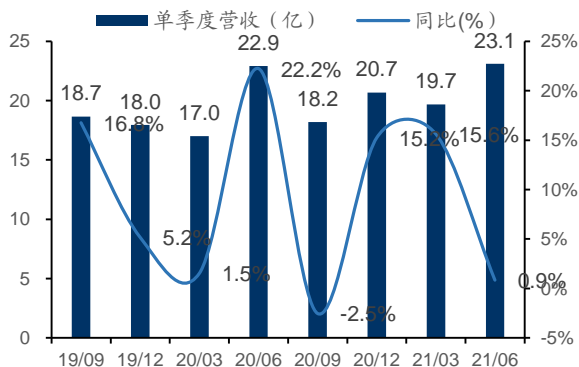
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：普洛药业归母净利润及增速（单位：亿元、%）



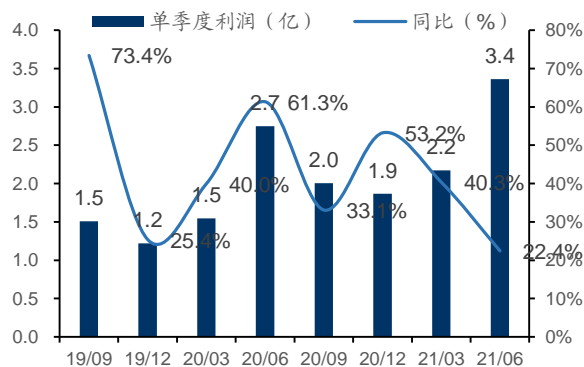
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：普洛药业单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



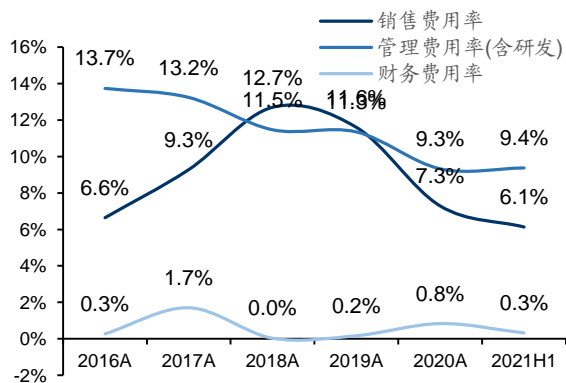
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：普洛药业单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



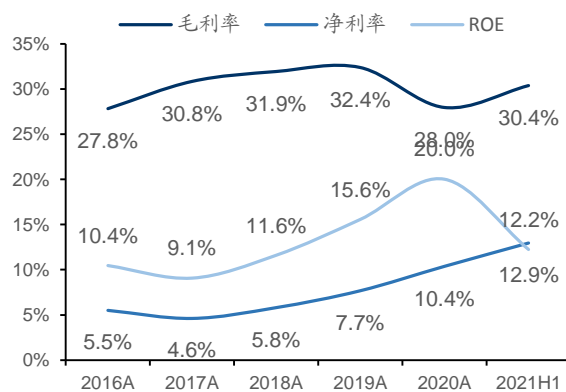
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 5：普洛药业费用率情况（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：普洛药业利润率情况（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

CDMO 板块：转型升级策略成效显著。21 年上半年 CDMO 板块实现营收 7.2 亿元，已达 19 年全年水平，板块毛利率增长 2.5 p.p.达 43%。截止报告期末，公司 CDMO 客户总数同比增长 51.0%。CDMO 报价项目 355 个；进行中项目 250 个，其中研发阶段项目数 93 个，客户商业化阶段项目有 157 个（包含人用药 103 个，兽药 34 个以及化妆品、电子材料等项目 20 个）。从“起始原料药注册中间体到注册中间体+API”的转型升级策略取得显著成果，商业化阶段 API 8 个，验证阶段 9 个，研发阶段 API 22 个。

表 1：普洛药业 CDMO 项目快速增长

时间	20 年 06 月	20 年 12 月	21 年 6 月
报价项目	188	540	355
进行中项目合计	185	200	250
研发阶段项目	85	88	93
商业化阶段项目	100	112	157
其中：兽药	25	25	34
人用药	65	74	103
其他	10	13	20

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理、推算

*研发阶段项目：临床 II 期及其以前

*商业化阶段项目：临床 III 期及其以后

*20 年 06 月、20 年 12 月、21 年 6 月报价项目分别为 20H1、20 全年、21H1 的新报价项目

API 板块与制剂板块：抗生素出口减少，集采中标带来新增量。原料药板块：2021H1 年板块实现营收 31.4 亿元（+3.9%），需求端减少导致抗生素中间体出口受到影响，板块毛利率与去年同期基本持平。制剂板块：2021H1 年板块实现营收 4.0 亿元（+9.5%），板块毛利率 64.6%（+10.6 p.p.）。报告期内注射用头孢他啶中标，采购省份广西、四川、新疆，中标价 5.388 元/支，0.5g 规格中标量约 554 万支、中标额约 3000 万。由于此次集采按品种、差比价规则统一竞价，如若考虑不同规格及集采外销售情况，实际空间有望数倍/十倍于 0.5g 规格中标额。

投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级。CDMO 板块从“起始原料药注册中间体到注册中间体+API”的转型升级策略效果显著，项目数、客户数、毛利率提升迅速，制剂板块集采合理价格中标带来新增量，上调盈利预测，预计 2021-2023 年归母净利润分别为 11.05/13.90/17.30 亿元（原 9.44/11.83/14.72 亿元），当前股价对应 PE 分别为 34.9/27.7/22.3X。21 年上半年业绩超预期，净利率创新高，维持“买入”。

表 2：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 210821	总市值 亿元	EPS				PE			ROE 20A	PEG 21E	投资 评级	
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E				23E
000739	普洛药业	32.68	385	0.69	0.80	1.00	1.25	47.2	40.9	32.7	26.1	15.6	1.9	买入
603456	九洲药业	45.78	381	0.46	0.74	0.98	1.25	100.2	62.1	46.9	36.6	8.45	1.6	无评级
002821	凯莱英	340.85	827	2.98	4.08	5.46	7.19	114.5	83.6	62.4	47.4	19.9	2.4	无评级
300363	博腾股份	87.36	475	0.60	0.83	1.14	1.51	146.5	104.8	76.9	58.0	6.24	2.9	无评级

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

*九洲药业、凯莱英、博腾股份盈利预测为 wind 一致预期

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	2194	3260	4181	5705	营业收入	7880	8855	10079	11521
应收款项	1096	1250	1412	1456	营业成本	5677	6127	6860	7692
存货净额	1086	1220	1323	1383	营业税金及附加	39	54	58	64
其他流动资产	425	478	543	621	销售费用	574	569	605	696
流动资产合计	4917	6323	7576	9282	管理费用	384	864	981	1108
固定资产	1981	1830	1804	1684	财务费用	67	(60)	(67)	(102)
无形资产及其他	340	326	313	299	投资收益	62	0	1	(7)
投资性房地产	135	135	135	135	资产减值及公允价值变动	71	7	0	(14)
长期股权投资	122	143	164	186	其他收入	(304)	0	0	0
资产总计	7495	8757	9992	11586	营业利润	970	1308	1643	2042
短期借款及交易性金融负债	330	330	330	330	营业外净收支	(9)	(9)	(9)	(9)
应付款项	1929	2327	2440	2637	利润总额	961	1298	1634	2033
其他流动负债	638	669	748	843	所得税费用	144	193	243	303
流动负债合计	2896	3326	3518	3810	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	817	1105	1390	1730
其他长期负债	208	208	208	208					
长期负债合计	208	208	208	208	现金流量表 (百万元)				
负债合计	3104	3534	3726	4018	净利润	817	1105	1390	1730
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	(19)	(0)	(1)	(1)
股东权益	4391	5223	6266	7568	折旧摊销	21	204	215	225
负债和股东权益总计	7495	8757	9992	11586	公允价值变动损失	(71)	(7)	0	14
					财务费用	67	(60)	(67)	(102)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(139)	90	(140)	109
每股收益	0.69	0.94	1.18	1.47	其它	19	0	1	1
每股红利	0.17	0.23	0.29	0.36	经营活动现金流	628	1392	1465	2078
每股净资产	3.73	4.43	5.32	6.42	资本开支	(26)	(33)	(175)	(104)
ROIC	27%	24%	32%	40%	其它投资现金流	348	0	0	0
ROE	19%	21%	22%	23%	投资活动现金流	322	(54)	(196)	(125)
毛利率	28%	31%	32%	33%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	15%	14%	16%	17%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	16%	16%	18%	19%	支付股利、利息	(201)	(272)	(347)	(428)
收入增长	9%	12%	14%	14%	其它融资现金流	611	0	0	0
净利润增长率	48%	35%	26%	24%	融资活动现金流	208	(272)	(347)	(428)
资产负债率	41%	40%	37%	35%	现金净变动	1158	1066	922	1524
息率	0.5%	0.7%	0.9%	1.1%	货币资金的期初余额	1036	2194	3260	4181
P/E	47.2	34.9	27.7	22.3	货币资金的期末余额	2194	3260	4181	5705
P/B	8.8	7.4	6.1	5.1	企业自由现金流	882	1317	1240	1898
EV/EBITDA	33.9	29.1	23.6	19.5	权益自由现金流	1493	1368	1297	1985

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。

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