

普洛药业 (000739.SZ) 三季度 API 成本端承压, 常态化后毛利率保持稳定

2021 年 10 月 22 日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

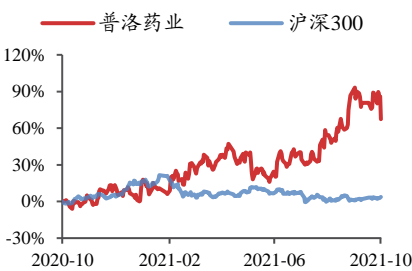
蔡明子 (分析师)

caimingzi@kysec.cn

证书编号: S0790520070001

日期	2021/10/22
当前股价(元)	35.36
一年最高最低(元)	41.60/19.50
总市值(亿元)	416.73
流通市值(亿元)	416.68
总股本(亿股)	11.79
流通股本(亿股)	11.78
近 3 个月换手率(%)	56.5

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-业绩超市场预期, CDMO 业务快速增长》-2021.8.18
 《公司首次覆盖报告-API+制剂一体化布局, CDMO 业务快速成长》-2021.6.8

● **三季度 API 成本端承压, 常态化后盈利能力将保持稳定, 维持“买入”评级**
 公司发布 2021 年前三季度报告, 实现营业收入 63.99 亿元 (+10.13%), 归母净利润 7.62 亿元 (+20.95%), 扣非后归母净利润 6.73 亿元(+21.09%)。其中 2021 年单三季度收入 21.22 亿 (+16.67%), 归母净利润为 2.09 亿元 (+4.03%), 扣非归母净利润 1.70 亿 (+9.82%)。盈利能力上, 前三季度毛利率为 28.66%, 同比提升 0.44 个 pct, 前三季度净利率为 11.91%, 同比提升 1.07 个 pct, 单三季度毛利率为 25.20%, 环比下滑 5.38 个 pct, 单三季度净利率为 9.84%, 环比下滑 4.71 个 pct。公司 API 业务原材料涨价导致三季度成本端承压, 阶段性盈利能力下滑, 常态化后盈利能力将保持稳定。制剂业务稳定增长, 毛利率保持稳定, 后续随着新获批品种集采中标放量, 制剂业务有望快速增长。整体上, 公司 CDMO 业务快速增长, “原料药+制剂”一体化优势不断体现, 我们维持原盈利预测, 预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 10.67 亿元、13.76 亿元和 17.40 亿元, EPS 分别为 0.91 元、1.17 元和 1.48 元, 当前股价对应 PE 为 39.1 倍/30.3 倍/23.9 倍, 维持“买入”评级。

● **CDMO 业务项目数强劲增长, 盈利能力持续提升**

2021 年前三季度公司 CDMO 实现收入 10.37 亿元(+35.28%), 毛利率为 45.82%, 同比提升 2.04 个 pct, 盈利能力持续提升, 毛利率的提升主要是因为公司产品结构的调整, 更多的 API 项目进入商业化阶段。项目数量上, 进行中的项目 285 个, 同比增长 63%; 报价项目 544 个, 同比增长 90%, 项目数维持高增长。处于临床 III 期前的项目 113 个, 同比增长 173%, 显示公司研发实力快速提升, 未来有望承接更多临床前期项目; 临床 III 期项目 26 个, 同比增长 136%, 临床后期项目的快速增长, 奠定公司 CDMO 业务收入体量的持续增长, 前后端项目结构健康, 我们预计前后端导流效应会逐步显现。

● **风险提示:** CDMO 收入增速放缓; 制剂/原料药销售不及预期; 原材料成本持续上涨

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,211	7,880	9,166	10,626	12,202
YOY(%)	13.1	9.3	16.3	15.9	14.8
归母净利润(百万元)	553	817	1,067	1,376	1,740
YOY(%)	49.3	47.6	30.7	28.9	26.5
毛利率(%)	32.4	28.0	31.2	33.1	34.0
净利率(%)	0.0	10.4	11.6	12.9	14.3
ROE(%)	14.7	18.6	20.6	21.6	22.0
EPS(摊薄/元)	0.47	0.69	0.91	1.17	1.48
P/E(倍)	75.3	51.0	39.1	30.3	23.9
P/B(倍)	11.1	9.5	8.1	6.5	5.3

数据来源: 聚源、开源证券研究所

目 录

1、 三季度 API 成本端承压，常态化后盈利能力将保持稳定	3
2、 CDMO 业务项目数强劲增长，盈利能力持续提升	3
3、 盈利预测与投资建议	3
4、 风险提示	4
附： 财务预测摘要	5

图表目录

表 1： 普洛药业盈利预测	4
---------------------	---

1、三季度 API 成本端承压，常态化后盈利能力将保持稳定

公司发布 2021 年前三季度报告，实现营业收入 63.99 亿元 (+10.13%)，归母净利润 7.62 亿元 (+20.95%)，扣非后归母净利润 6.73 亿元(+21.09%)。其中 2021 年单三季度收入 21.22 亿 (+16.67%)，归母净利润为 2.09 亿元 (+4.03%)，扣非归母净利润 1.70 亿 (+9.82%)。

盈利能力上，前三季度毛利率为 28.66%，同比提升 0.44 个 pct，前三季度净利率为 11.91%，同比提升 1.07 个 pct，单三季度毛利率为 25.20%，环比下滑 5.38 个 pct，单三季度净利率为 9.84%，环比下滑 4.71 个 pct。

分业务看，前三季度 API 业务营收 47.6 亿元，同比增长 6%，毛利率为 20.85%；制剂业务营收 6.01 亿元，同比增长 9.41%，毛利率为 61%，同比提升 1.2 个 pct；CDMO 业务营业收入 10.37 亿元，同比增长 35.28%，保持强劲增长，毛利率为 45.82%，同比提升 2.04 个 pct，盈利能力持续提升。

公司 API 业务原材料涨价导致三季度成本端承压，阶段性盈利能力下滑，常态化后盈利能力将保持稳定。制剂业务稳定增长，毛利率保持稳定，后续随着新获批品种集采中标放量，制剂业务有望快速增长。

2、CDMO 业务项目数强劲增长，盈利能力持续提升

2021 年前三季度公司 CDMO 实现收入 10.37 亿元(+35.28%)，毛利率为 45.82%，同比提升 2.04 个 pct，盈利能力持续提升，毛利率的提升主要是因为公司产品结构的调整，更多的 API 项目进入商业化阶段。项目数量上，进行中项目 285 个，同比增长 63%；报价项目 544 个，同比增长 90%，项目数维持高增长。处于临床 III 期前的项目 113 个，同比增长 173%，显示公司研发实力快速提升，未来有望承接更多临床前期项目；临床 III 期项目 26 个，同比增长 136%，临床后期项目的快速增长，奠定公司 CDMO 业务收入体量的持续增长，前后端项目结构健康，我们预计前后端导流效应会逐步显现。

3、盈利预测与投资建议

公司 CDMO 业务快速增长，“原料药+制剂”一体化优势不断体现，我们维持原盈利预测，预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 10.67 亿元、13.76 亿元和 17.40 亿元，EPS 分别为 0.91 元、1.17 元和 1.48 元，当前股价对应 PE 为 39.1 倍/30.3 倍/23.9 倍，维持“买入”评级。

表1: 普洛药业盈利预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,211	7,880	9,166	10,626	12,202
YOY(%)	13.1	9.3	16.3	15.9	14.8
归母净利润(百万元)	553	817	1,067	1,376	1,740
YOY(%)	49.3	47.6	30.7	28.9	26.5
毛利率(%)	32.4	28.0	31.2	33.1	34.0
净利率(%)	0.0	10.4	11.6	12.9	14.3
ROE(%)	14.7	18.6	20.6	21.6	22.0
EPS(摊薄/元)	0.47	0.69	0.91	1.17	1.48
P/E(倍)	83.7	56.7	39.1	30.3	23.9
P/B(倍)	12.3	10.5	8.1	6.5	5.3

数据来源: Wind、开源证券研究所

4、风险提示

CDMO 收入增速放缓; 制剂/原料药销售不及预期; 原材料成本持续上涨

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3958	4917	6007	6721	8648
现金	1036	2194	2439	3410	4264
应收票据及应收账款	1025	1084	1852	1320	2266
其他应收款	7	12	13	14	16
预付账款	121	187	141	244	199
存货	993	1086	1208	1378	1549
其他流动资产	776	354	354	354	354
非流动资产	2565	2577	2966	3370	3781
长期投资	122	122	142	166	194
固定资产	1899	1823	2237	2661	3084
无形资产	331	345	305	266	230
其他非流动资产	212	288	282	277	274
资产总计	6523	7495	8973	10090	12428
流动负债	2562	2896	3590	3504	4298
短期借款	50	330	330	330	330
应付票据及应付账款	2010	1929	2449	2486	3099
其他流动负债	501	638	811	688	868
非流动负债	193	208	211	211	211
长期借款	0	0	4	4	3
其他非流动负债	193	208	208	208	208
负债合计	2755	3104	3801	3715	4509
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	1179	1179	1179	1179	1179
资本公积	438	438	438	438	438
留存收益	2152	2774	3481	4379	5515
归属母公司股东权益	3768	4391	5171	6375	7920
负债和股东权益	6523	7495	8973	10090	12428

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1360	1060	952	1614	1533
净利润	553	817	1067	1376	1740
折旧摊销	357	26	61	72	82
财务费用	13	67	4	24	22
投资损失	21	-62	-14	-14	-17
营运资金变动	368	-93	-152	171	-279
其他经营现金流	48	305	-14	-14	-15
投资活动现金流	-441	106	-422	-448	-462
资本支出	32	317	368	380	383
长期投资	-359	383	-20	-30	-28
其他投资现金流	-768	806	-74	-97	-106
筹资活动现金流	-706	79	-286	-195	-217
短期借款	-564	280	0	0	0
长期借款	0	0	4	-0	-0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	4	0	0	0	0
其他筹资现金流	-146	-202	-290	-195	-217
现金净增加额	216	1206	245	971	854

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	7211	7880	9166	10626	12202
营业成本	4877	5677	6309	7112	8048
营业税金及附加	44	39	64	67	74
营业费用	835	574	733	893	976
管理费用	458	384	463	531	586
研发费用	360	350	449	521	586
财务费用	13	67	4	24	22
资产减值损失	-43	-24	-10	-35	-30
其他收益	89	95	84	89	89
公允价值变动收益	-10	47	8	9	9
投资净收益	-21	62	14	14	17
资产处置收益	4	9	6	6	6
营业利润	644	970	1265	1631	2061
营业外收入	2	2	4	3	3
营业外支出	12	11	14	15	16
利润总额	634	961	1256	1619	2048
所得税	80	144	189	243	308
净利润	553	817	1067	1376	1740
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	553	817	1067	1376	1740
EBITDA	963	941	1268	1623	2035
EPS(元)	0.47	0.69	0.91	1.17	1.48

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	13.1	9.3	16.3	15.9	14.8
营业利润(%)	31.3	50.5	30.5	28.9	26.4
归属于母公司净利润(%)	49.3	47.6	30.7	28.9	26.5
获利能力					
毛利率(%)	32.4	28.0	31.2	33.1	34.0
净利率(%)	7.7	10.4	11.6	12.9	14.3
ROE(%)	14.7	18.6	20.6	21.6	22.0
ROIC(%)	13.2	15.8	18.0	19.1	19.6
偿债能力					
资产负债率(%)	42.2	41.4	42.4	36.8	36.3
净负债比率(%)	-21.1	-38.0	-36.9	-45.1	-47.1
流动比率	1.5	1.7	1.7	1.9	2.0
速动比率	1.0	1.2	1.2	1.4	1.6
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
应收账款周转率	6.4	7.5	6.2	6.7	6.8
应付账款周转率	3.1	2.9	2.9	2.9	2.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.47	0.69	0.91	1.17	1.48
每股经营现金流(最新摊薄)	1.15	0.90	0.81	1.37	1.30
每股净资产(最新摊薄)	3.20	3.73	4.39	5.41	6.72
估值比率					
P/E	75.3	51.0	39.1	30.3	23.9
P/B	11.1	9.5	8.1	6.5	5.3
EV/EBITDA	42.0	42.4	31.3	23.8	18.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn