

普洛药业 (000739.SZ)

产能建设提速，研发投入加码

买入

核心观点

2021 年业绩整体稳健增长。2021 全年公司实现营收 89.43 亿元 (+13.5%)，归母净利润 9.56 亿元 (+17.0%)，扣非归母净利润 8.33 亿元 (+20.5%)。其中，四季度单季实现营收 25.43 亿元 (+22.9%)，归母净利润 1.93 亿元 (+3.6%)，扣非归母净利润 1.60 亿元 (+18.2%)。

业务拆分：CDMO 贡献进一步提升，收入增速 32.1%，毛利率提升 0.9 p.p。分业务板块考量，原料药及中间体业务实现营收 65.46 亿元 (+10.4%)，CDMO 板块实现营收 13.94 亿元 (+32.1%)，制剂板块实现营收 8.67 亿元 (+14.1%)。CDMO 板块贡献突出：板块收入贡献由 2020 年的 13.4% 进一步提升至 15.6%，毛利润贡献由 2020 年的 19.9% 提升至 25.5%；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，板块毛利率由 2020 年 41.6% 提升至 43.1%；项目数持续高增长，报价项目 812 个，同比增长 50%，进行中项目 323 个，同比增长 62%。

产能建设提速，在建工程创新高。产能建设进入高速发展阶段，2021 年年末公司在建工程 7.09 亿元，同比增长 347.0%；2021-2025 年公司新建产能投入、原有产能提升投入有望分别达到约 50、20 亿元，产能建设节奏提速明显。

研发投入加码，研发费用创新高。2021 年期末公司研发人员 879 人，较 2020 年同期增长 65%；研发费用 4.46 亿元，较 2020 年同期增加 27.5%。2021 年 9 月授牌设立流体化学、晶体和粉体、合成生物学及酶催化三大工程技术平台，其中流体化学技术平台已完成了多个连续化项目的实施及商业化生产；生物研发实验中心于 2021 年初投入使用，可进行高效生物催化剂的构建与筛选、合成生物学等研究与技术的开发；安全实验室可以为公司研发和生产项目提供全面的安全技术服务，并于 2021 年 11 月份顺利通过了 CNAS 认证；分析测试中心 2021 年底正式投入使用。

风险提示：疫情反复，景气度下行风险，地缘政治/安全环保政策影响

投资建议：CDMO 业务高增长，维持“买入”评级。

疫情导致公司抗生素出口需求下滑，叠加原材料/能源动力价格上涨，下调 2022/2023 年盈利预测、新增 2024 年盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润 11.8/14.8/18.5 亿元 (原 2022/2023 年 13.90/17.30 亿元)，同比增速 24/25/26%；当前股价对应 PE=33/27/21x。随着新产能的陆续投产及研发投入效益的逐步显现，公司有望迎来发展新阶段，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	7,880	8,943	10,174	11,594	13,174
(+/-%)	9.3%	13.5%	13.8%	14.0%	13.6%
净利润 (百万元)	817	956	1182	1476	1855
(+/-%)	47.6%	17.0%	23.7%	24.8%	25.7%
每股收益 (元)	0.69	0.81	1.00	1.25	1.57
EBIT Margin	15.3%	16.0%	12.4%	14.0%	14.9%
净资产收益率 (ROE)	18.6%	18.9%	20.1%	21.4%	22.6%
市盈率 (PE)	48.0	41.0	33.2	26.6	21.1
EV/EBITDA	34.5	24.2	28.9	23.2	19.8
市净率 (PB)	8.93	7.75	6.68	5.67	4.79

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

公司研究 · 财报点评

医药生物 · 化学制药

证券分析师：彭思宇

0755-81982723

pengsiyu@guosen.com.cn

S0980521060003

证券分析师：陈益凌

021-60933167

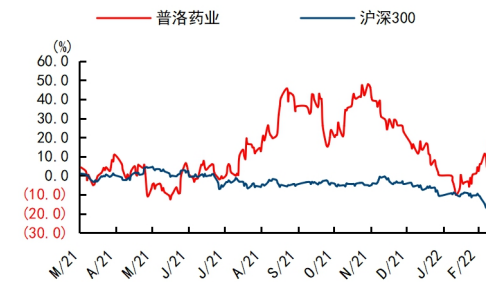
chenyiling@guosen.com.cn

S0980519010002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	不适用
收盘价	33.28 元
总市值/流通市值	39237/39204 百万元
52 周最高价/最低价	41.87/23.70 元
近 3 个月日均成交额	417.29 百万元

市场走势



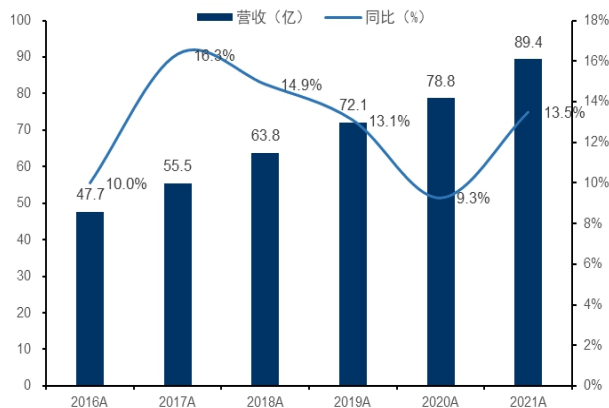
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《普洛药业-000739-2021 年半年报点评：业绩超预期，利润率创新高》——2021-08-23
- 《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

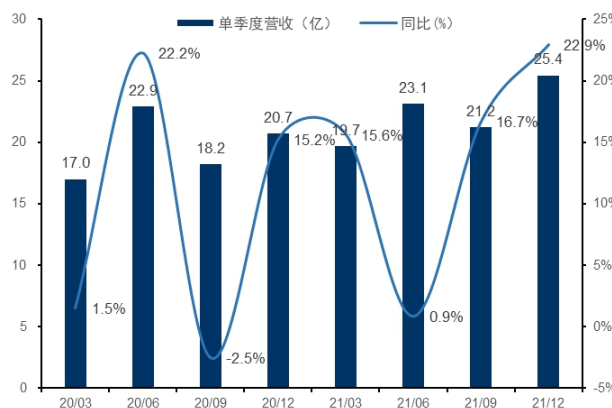
2021 年业绩整体稳健增长。2021 全年公司实现营收 89.43 亿元（+13.5%），归母净利润 9.56 亿元（+17.0%），扣非归母净利润 8.33 亿元（+20.5%）。其中，四季度单季实现营收 25.43 亿元（+22.9%），归母净利润 1.93 亿元（+3.6%），扣非归母净利润 1.60 亿元（+18.2%）。

图1：普洛药业收入及增速（单位：亿元、%）



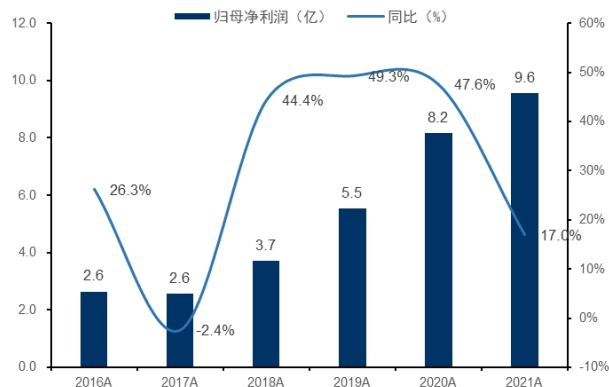
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：普洛药业单季收入及增速（单位：亿元、%）



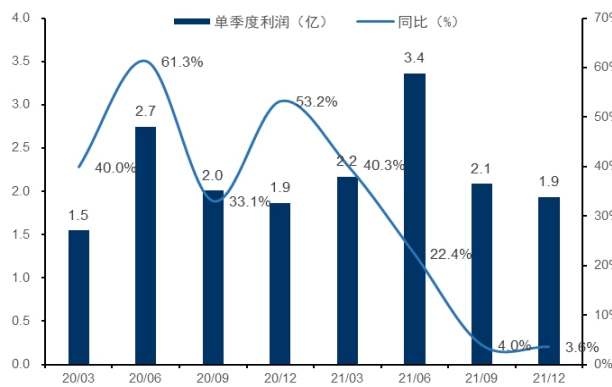
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：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

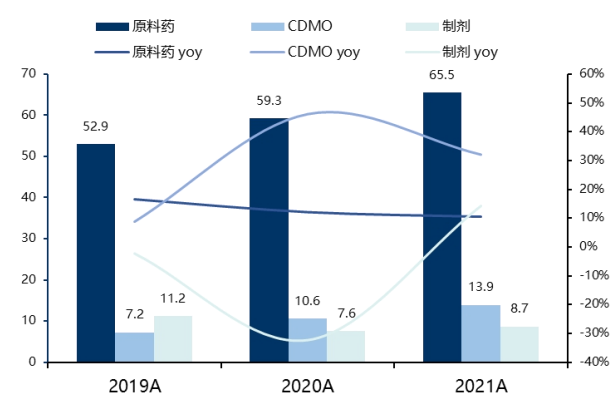
图4：普洛药业单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

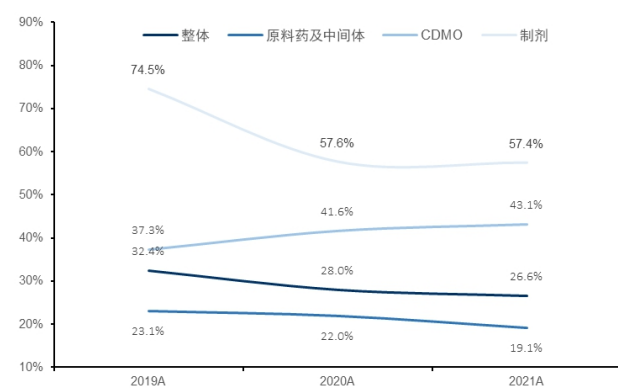
业务拆分：CDMO 贡献进一步提升，收入增速 32.1%，毛利率提升 0.9 个百分点。分业务板块考量，原料药及中间体业务实现营收 65.46 亿元（+10.4%），CDMO 板块实现营收 13.94 亿元（+32.1%），制剂板块实现营收 8.67 亿元（+14.1%）。CDMO 板块贡献突出：板块收入贡献由 2020 年的 13.4%进一步提升至 15.6%，毛利润贡献由 2020 年的 19.9%提升至 25.5%；从“起始原料药注册中间体到注册中间体+API”的转型升级策略取得显著成果，板块毛利率由 2020 年 41.6%提升至 43.1%；项目数持续高增长，报价项目 812 个，同比增长 50%，进行中项目 323 个，同比增长 62%。

图5: 普洛药业各版块收入情况 (亿元, %)



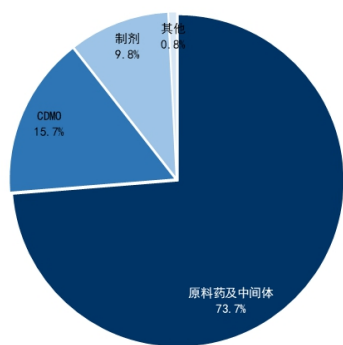
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 普洛药业分板块毛利率情况 (%)



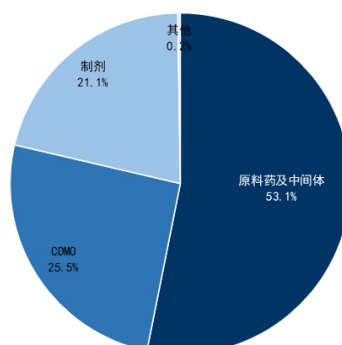
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 普洛药业各版块 2021 年收入贡献 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 普洛药业各版块 2021 年毛利润贡献 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1: 普洛药业 CDMO 项目增长情况

时间	20 年 06 月	20 年 12 月	21 年 6 月	21 年 12 月
报价项目	188	540	355	812
进行中项目合计	185	200	250	323
研发阶段项目	85	88	93	143
商业化阶段项目	100	112	157	180
其中: 兽药	25	25	34	37
人用药	65	74	103	120
其他	10	13	20	23

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理、推算;

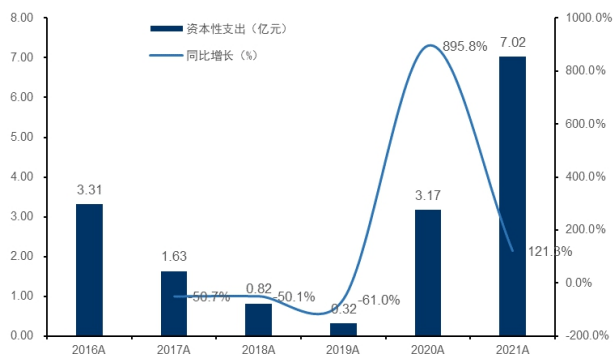
*研发阶段项目: 临床 I I 期及其以前

*商业化阶段项目: 临床 I I I 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、2021 全年的新报价项目

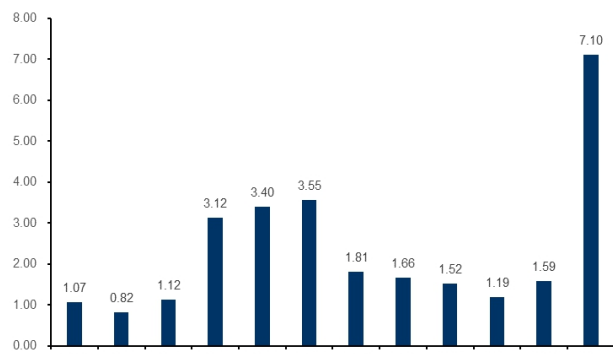
产能建设提速, 在建工程创新高。产能建设进入高速发展阶段, 2021 年年末公司在建工程 7.09 亿元, 同比增长 347.0%; 2021-2025 年公司新建产能投入、原有产能提升投入有望分别达到约 50、20 亿元, 产能建设节奏提速明显。

图9：普洛药业资本性支出情况（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

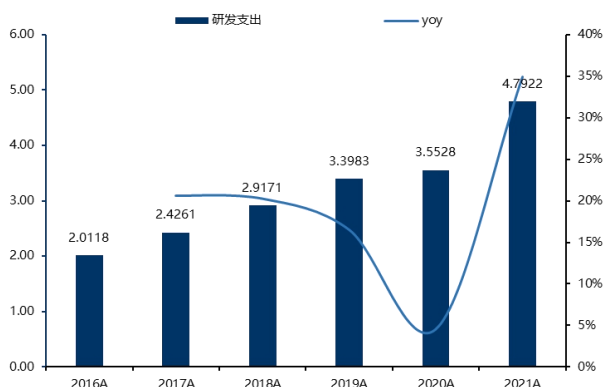
图10：普洛药业在建工程情况（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

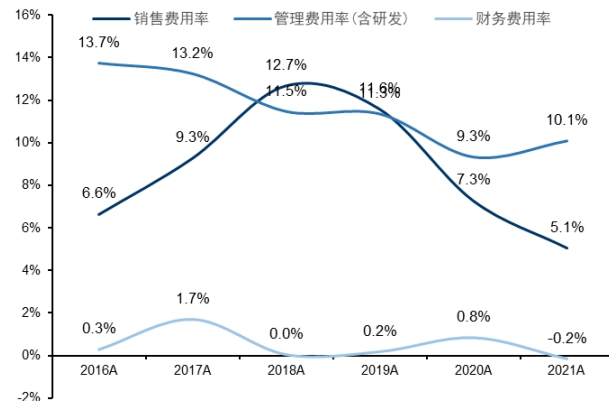
研发投入加码，研发费用创新高。2021年期末公司研发人员879人，较去年同期增长65%；研发费用4.46亿元，较去年同期增加27.5%。2021年9月授牌设立流体化学、晶体和粉体、合成生物学及酶催化三大工程技术平台，其中流体化学技术平台已完成了多个连续化项目的实施及商业化生产；生物研发实验中心于2021年初投入使用，可进行高效生物催化剂的构建与筛选、合成生物学等研究与技术的开发；安全实验室可以为公司研发和生产项目提供全面的安全技术服务，并于2021年11月份顺利通过了CNAS认证；分析测试中心2021年底正式投入使用。

图11：普洛药业研发费用情况（亿元，%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12：普洛药业费用率情况（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测：预计利润端三年复合增速~25%。预计未来三年（2022-2024年）公司原料药及中间体业务保持平稳增长、CDMO业务高速发展贡献主要动能、制剂业务随着集采产品及美国ANDA品种的放量贡献业绩弹性，公司三年收入端增速约14%，利润端增速超收入端。

表2：普洛药业收入及利润预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	78.80	89.43	101.74	115.94	131.74
yoy	9.3%	13.5%	13.8%	14.0%	13.6%
原料药及中间体	59.31	65.46	71.77	77.39	83.60
yoy	12.0%	10.4%	9.6%	7.8%	8.0%
CDMO 业务	10.55	13.94	18.46	25.20	33.98
yoy	46.1%	32.1%	32.5%	36.5%	34.8%
制剂	7.60	8.67	10.42	12.10	14.17
yoy	-32.4%	14.1%	20.2%	16.1%	17.1%
净利润	8.17	9.56	11.82	14.76	18.55
yoy	47.6%	17.0%	23.7%	24.9%	25.7%
原料药及中间体	4.85	4.50	5.51	6.10	6.76
yoy	28.4%	-7.1%	22.4%	10.6%	10.9%
CDMO 业务	2.92	3.95	5.11	6.96	9.42
yoy	129.6%	35.4%	29.4%	36.2%	35.4%
制剂	0.40	1.10	1.20	1.70	2.36
yoy	-17.3%	173.2%	8.5%	42.1%	38.8%

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理、估算、预测

*净利润为估算

投资建议：CDMO 业务高增长，维持“买入”评级。疫情导致公司抗生素出口需求下滑，叠加原材料/能源动力价格上涨，下调 2022/2023 年盈利预测、新增 2024 年盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润 11.8/14.8/18.5 亿元（原 2022/2023 年 13.90/17.30 亿元），同比增速 24/25/26%；当前股价对应 PE=33/27/21x。随着新产能的陆续投产及研发投入效益的逐步显现，公司有望迎来发展新阶段，维持“买入”评级。

表3：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值	EPS				PE				ROE	PEG	投资评级
		(22/03/13)	亿元	20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	(20A)	(21E)	
000739	普洛药业	33.28	392	0.69	0.81	1.00	1.25	48.0	41.0	33.2	26.6	20.0	1.2	买入
300759	康龙化成	106.80	848	1.48	1.84	2.49	3.33	72.2	58.0	42.9	32.1	14.1	1.9	买入
603456	九洲药业	51.71	431	0.46	0.77	1.04	1.36	113.1	66.8	49.7	38.0	12.8	1.5	无

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：普洛药业 2021 年 EPS、PE 为实际值；九州药业盈利预测为 wind 一致预期

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	2194	2610	3447	4400	5868	营业收入	7880	8943	10174	11594	13174
应收款项	1096	1495	1558	1857	1930	营业成本	5677	6569	7223	8071	9075
存货净额	1086	1250	1376	1554	1628	营业税金及附加	39	33	50	52	58
其他流动资产	425	412	468	534	607	销售费用	574	453	582	647	726
流动资产合计	4917	5782	6864	8360	10048	管理费用	384	454	519	580	646
固定资产	1981	2642	2451	2563	2546	研发费用	350	446	519	603	698
无形资产及其他	340	369	355	340	325	财务费用	67	(14)	(61)	(65)	(100)
投资性房地产	135	289	289	289	289	投资收益	62	90	62	49	72
长期股权投资	122	81	103	124	145	资产减值及公允价值变动	71	3	6	0	57
资产总计	7495	9163	10062	11675	13353	其他收入	(304)	(421)	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	330	346	346	346	346	营业利润	970	1119	1396	1740	2186
应付款项	1929	2623	2671	3140	3413	营业外净收支	(9)	(5)	(7)	(6)	(6)
其他流动负债	638	810	852	953	1074	利润总额	961	1114	1389	1734	2180
流动负债合计	2896	3779	3869	4439	4833	所得税费用	144	159	207	258	325
长期借款及应付债券	0	105	105	105	105	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	208	219	219	219	219	归属于母公司净利润	817	956	1182	1476	1855
长期负债合计	208	324	324	324	324	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	3104	4103	4193	4763	5157	净利润	817	956	1182	1476	1855
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(19)	24	10	3	1
股东权益	4391	5060	5869	6912	8196	折旧摊销	21	359	234	268	288
负债和股东权益总计	7495	9163	10062	11675	13353	公允价值变动损失	(71)	(3)	(6)	0	(57)
						财务费用	67	(14)	(61)	(65)	(100)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(139)	197	(145)	30	176
每股收益	0.69	0.81	1.00	1.25	1.57	其它	19	(24)	(10)	(3)	(1)
每股红利	0.17	0.26	0.32	0.37	0.49	经营活动现金流	628	1509	1265	1774	2262
每股净资产	3.73	4.29	4.98	5.87	6.95	资本开支	0	(1034)	(33)	(367)	(200)
ROIC	27%	25%	20%	26%	31%	其它投资现金流	348	101	0	0	0
ROE	19%	19%	20%	21%	23%	投资活动现金流	348	(892)	(54)	(389)	(222)
毛利率	28%	27%	29%	30%	31%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	15%	16%	12%	14%	15%	负债净变化	0	105	0	0	0
EBITDA Margin	16%	20%	15%	16%	17%	支付股利、利息	(201)	(302)	(374)	(432)	(572)
收入增长	9%	13%	14%	14%	14%	其它融资现金流	585	193	0	0	0
净利润增长率	48%	17%	24%	25%	26%	融资活动现金流	182	(201)	(374)	(432)	(572)
资产负债率	41%	45%	42%	41%	39%	现金净变动	1158	416	837	953	1469
息率	0.5%	0.8%	1.0%	1.1%	1.5%	货币资金的期初余额	1036	2194	2610	3447	4400
P/E	48.0	41.0	33.2	26.6	21.1	货币资金的期末余额	2194	2610	3447	4400	5868
P/B	8.9	7.8	6.7	5.7	4.8	企业自由现金流	908	751	1134	1314	1929
EV/EBITDA	34.5	24.2	28.9	23.2	19.8	权益自由现金流	1493	1049	1186	1370	2014

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 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 层

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