

# 普洛药业 (000739)

## 原料药龙头，制剂一体化优势明显，CDMO 业绩高速增长

买入 (首次)

2022年04月13日

证券分析师 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 周新明

执业证书: S0600520090002

Zhouxm@dwzq.com.cn

研究助理 徐梓煜

执业证书: S0600122010013

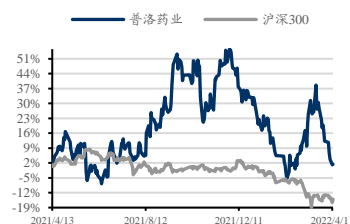
xuzy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	8,943	10,225	11,735	13,549
同比	13.49	14.34	14.78	15.45
归属母公司净利润 (百万元)	956	1,128	1,419	1,826
同比	17.00	18.09	25.75	28.72
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.81	0.96	1.20	1.55
P/E (现价&最新股本摊薄)	33.30	28.20	22.42	17.42

### 投资要点

- 原料药+CDMO+制剂协同发展，公司进入快速成长期：**普洛药业成立于1989年，经过30年的发展，公司竞争力不断提升。“原料药+制剂”一体化优势明显，CDMO业务厚积薄发，公司业绩快速增长，2017-2021年归母净利润年复合增长率为38.88%。未来公司持续推进“做精原料药、做强CDMO、做优制剂”的长期发展战略，进入产能和业务的快速成长期，持续优化业务结构，有望发展为“原料药+制剂+CDMO”一体化的综合性企业。
- 国内原料药龙头，业务基本盘稳定，盈利能力有望提升。**在环保政策收紧以及全球原料药产能向中国转移的大趋势下，公司作为老牌原料药企业优势凸显，壁垒提升，竞争对手减少。2021年公司原料药业务实现营收65.46亿元，同比增加10.37%。短期看，上游涨价向下游传导，营业价差扩大，盈利能力快速修复；长期看，公司产品储备丰富，作为龙头有望受益于行业价值回归红利。
- 加速CDMO的研发和产能建设，差异化布局兽药CDMO业务。**公司2017年成立CDMO事业部后，业务不断从中间体向原料药推进，订单大幅增加，2021年公司CDMO业务营收13.94亿，同比增长32.1%，报价项目和运行项目同比增加50%和62%，其中商业化订单同比增加61%。另外，公司差异化布局兽药CDMO领域，通过深度绑定国际巨头硕腾和默沙东，逐步打开海外兽药CDMO市场，实现差异化竞争，目前已有7个商业化兽药API品种。随着产品阶段和客户培育陆续落地，CDMO业务将是公司业绩的核心驱动力之一，为业绩贡献新增长点。
- 借助一体化优势+集采协同，制剂业务快速打开空间。**公司持续优化产品结构，剔除部分低毛利品种，提质效果明显。制剂板块短期受到乌苯美斯移出医保的影响，但随着左氧氟沙星片、左乙拉西坦片等品种标内放量，业务有望在2022年恢复高速增长。长期看，后续新增品种带来业绩增量，多管线布局的制剂板块有望稳定增长。
- 盈利预测与投资评级：**我们预计2022-2024年营收分别为102.25、117.35、135.49亿元，同比增速分别为14.34%、14.78%、15.45%；归母净利润分别为11.28、14.19、18.26亿元，增速分别18.09%、25.75%、28.72%，2022-2024年P/E估值分别为28X、22X、17X，基于公司1)原料药品种稳定增长；2)兽药CDMO深度绑定硕腾和默沙东，快速放量；3)制剂业务借助一体化优势快速抢占市场；首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**环保政策收紧；成本向下游传导不及预期；新产品审批和放量不及预期；CDMO业务不及预期；汇兑损益风险

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	27.00
一年最低/最高价	24.53/41.45
市净率(倍)	6.29
流通 A 股市值(百万元)	31,816.76
总市值(百万元)	31,820.13

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	4.29
资产负债率(% ,LF)	44.78
总股本(百万股)	1,178.52
流通 A 股(百万股)	1,178.40

### 相关研究

## 内容目录

<b>1. 国内原料药龙头，原料药+CDMO+制剂协同发展</b> .....	<b>5</b>
1.1. 从中间体到三大板块全面布局.....	5
1.2. 绩进入快速增长期，降本增效推动盈利能力不断提升.....	6
<b>2. 原料药制剂一体化发展，短期盈利能力快速恢复</b> .....	<b>9</b>
2.1. 全球原料药向中印转移，行业壁垒提高，龙头企业优势明显.....	9
2.2. 原料药毛利率有望修复，下游制剂市场扩容，产能释放，盈利能力增强.....	13
2.3. 原料药制剂一体化优势显著，制剂管线稳定放量.....	17
<b>3. CDMO 业务高速增长，兽药业务独树一帜</b> .....	<b>19</b>
3.1. 向 CDMO 行业转型，战略调整进入新发展阶段.....	19
3.2. “M 端”优势不断巩固，“D 端”研发能力不断提升.....	21
3.3. 布局兽药市场，独树一帜的差异化竞争.....	24
<b>4. 盈利预测与投资评级</b> .....	<b>26</b>
4.1. 关键假设和收入拆分.....	26
4.2. 盈利预测与估值.....	27
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>28</b>

## 图表目录

图 1: 公司股权结构 (截至 2022 年年报)	5
图 2: 普洛药业 2001-2020 年公司业务发展和收入情况 (亿元)	7
图 3: 公司部分内部整合案例	7
图 4: 公司 2015-2021 归母净利润及增速情况	7
图 5: 2015-2021 年主营业务收入构成	8
图 6: 2019-2021 年公司毛利构成	8
图 7: 公司盈利能力稳步提升	8
图 8: 公司资产周转率	8
图 9: 公司 2015-2020 年员工数量与人均创收	9
图 10: 公司期间费用率控制良好	9
图 11: 全球获得欧洲药典适用性证书 (CEP) API 厂商分布 (2020 年)	10
图 12: 中国 API 供应量占各地区占总需求的比例	10
图 13: 全球 API 产量 (生产量占比)	10
图 14: 全球 API 产量 (价值占比)	10
图 15: 2015-2020 年全球 API 市场规模	11
图 16: 2012-2018 年中国化学原料药工业销售收入变化	11
图 17: 普洛药业持有 DMF 与 CEP 文号数量 (截至 2020 年)	13
图 18: 普洛药业 2017-2020 年环保投入 (亿元)	13
图 19: 普洛药业中间体原料药业务营收、增速及毛利率	13
图 20: 公司部分原料药认证情况 (2021)	15
图 21: 盐酸安非他酮出口量及单价 (2018-2020)	15
图 22: 国内头孢克肟价格走势 (元/kg)	15
图 23: 国内盐酸左氟氯沙星价格走势 (元/kg)	15
图 24: 沙坦类原料药价格走势 (元/kg)	16
图 25: 沙坦类药物 PDB 样本医院销量	16
图 26: 公司 2017-2021 制剂业务情况	17
图 27: CDMO 企业发展路径	19
图 28: 普洛药业所处产业链情况	20
图 29: CDMO 业务收入增长, 毛利率提升	20
图 30: CDMO 项目分阶段情况 (个)	21
图 31: 2021 年公司 CDMO 商业化项目组成情况	21
图 32: 原料药/CDMO 七大生产基地	22
图 33: 公司在建工程情况 (2012-2021)	23
图 34: 公司在建工程/固定资产情况	23
图 35: 公司注重 CDMO 板块的研发投入	24
图 36: 全球兽药市场规模 (不含中国) 及增速	25
图 37: 全球兽药企业行业集中度高 (占除中国外全球规模)	25
图 38: 代表性兽用药/人用药企业净利率水平	26
图 39: 代表性兽用药/人用药企业 ROE (平均) 水平	26

表 1: 公司员工持股计划 (2019)	6
表 2: 普洛药业在售原料药详情	14
表 3: 公司集采中标制剂产品情况	18
表 4: 公司获批制剂管线情况	18
表 5: 普洛药业兽药生产获批情况	25
表 6: 公司收入拆分及预测	27
表 7: 可比公司估值对比 (数据截至 2022 年 4 月 8 日)	28

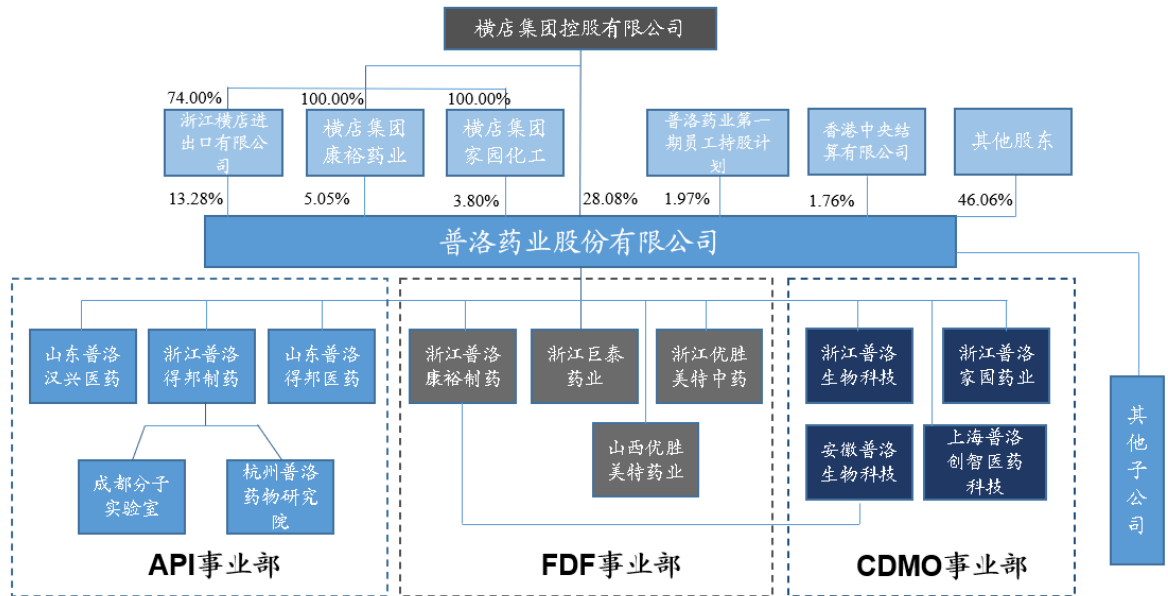
## 1. 国内原料药龙头，原料药+CDMO+制剂协同发展

### 1.1. 从中间体到三大板块全面布局

**老牌原料药龙头，发展历史悠久。**普洛药业成立于 1989 年，总部位于浙江东阳，是横店集团旗下的医药产业发展平台，经过 30 年的发展，公司已具备良好的医药研发、制造能力，在形成了较大业务体量的同时，主营业务从上游中间体和原料药（API）业务往下延伸至制剂（FDF）业务，同时发展和积淀合同研发生产服务（CDMO）业务的竞争力，公司在横店本部及上海、美国波士顿、杭州分别设有原料药技术中心、CDMO 研发中心、药物研究院；在浙江东阳本部、山东潍坊、安徽东至、浙江衢州建有生产基地，包括原料药中间体生产工厂 7 家（化学合成 5 家，生物发酵 2 家），制剂生产工厂 3 家（含中药 1 家）。公司目前国内已成为医药先进制造领域的代表性企业之一，位列中国医药工业企业 40 强，“工业企业实力百强”第 25 位，“原料药出口”第 2 位，药智网 CDMO 企业 5 强。

**股权结构集中。**公司控股股东为横店集团控股有限公司，主要从事电气电子、医药健康、影视文旅、现代服务等四大产业产品服务。横店集团控股有限公司直接持股 28.08%，同时通过子公司持股 18.68%，共持股占比 46.76%。公司实际控制人为东阳市横店社团经济企业联合会。

图 1：公司股权结构（截至 2021 年年报）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

**员工持股激发员工积极性。**公司于 2019 年实施员工持股计划，第一期员工持股计划持有公司 2.77% 的股份(3266 万股)，包括核心管理人员以及骨干员工等合计 252 人，员工利益与集团深度绑定，利于激发积极性。

**表 1: 公司员工持股计划 (2019)**

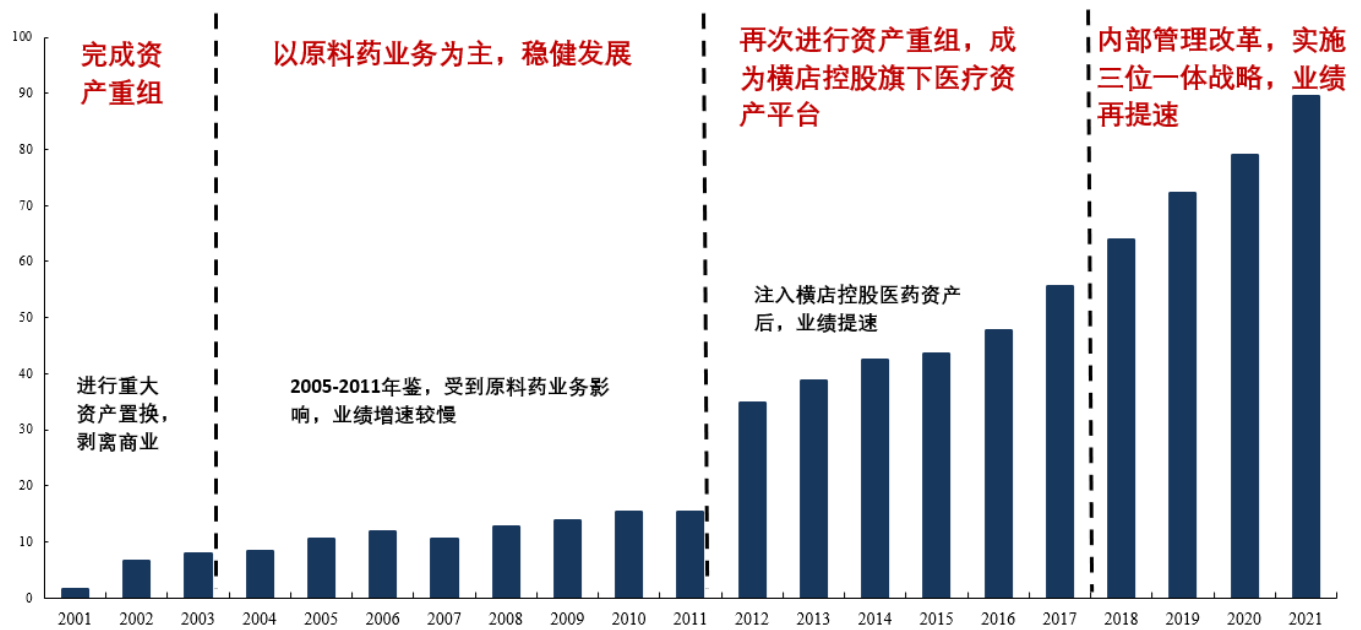
姓名	职务	拟认购份额上限 (万份)	拟认购份额占本次员工持股计划比例
祝方猛	董事长、总经理	4286	12.25%
徐新良	高级副总经理	1072	3.06%
金旻	副总经理	643	1.84%
周玉旺	副总经理、董事会秘书	214	0.61%
张进辉	财务总监	107	0.31%
聂文彬	监事	214	0.61%
中层核心管理人员及业务技术骨干合计 246 人		28464	81.32%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 1.2. 绩进入快速增长期，降本增效推动盈利能力不断提升

**2017 年公司迎来发展拐点，业绩稳健增长。**公司 2001 年借壳上市，2003-2011 年主要业务为原料药，增长乏力；2012 年将横店控股的医药资产整体注入上市公司，业绩提速，但净利率常年低于行业平均水平，2017 年仅为 4.6%。主要原因是历史置入的各块资产未进行充分整合优化，导致原四大板块系（普洛康裕、普洛得邦、普洛家园、横店进出口）间有大量重叠职能或冗余人员产能，生产经营效率低下。同时内部管控较为薄弱，生产子公司利润流失较多，员工人效远低于正常水平。公司的规模优势和人员优势未得到释放，盈利水平远低于正常收入应有贡献。2017 年 11 月公司进行了管理层换届，对原有业务板块及组织架构全面整合，将除生产子公司外的所有人员和业务条线全部重新整合到 API、CDMO、制剂三大事业部，吸收合并部分同类或亏损子公司，剥离流通、药材等盈收效率较低及非主营业务，聚焦重点业务板块，打造核心竞争力，自此，公司“做精原料、做强 CDMO、做优制剂”的战略发展思路逐步成型。

图 2: 普洛药业 2001-2020 年公司业务发展和收入情况 (亿元)



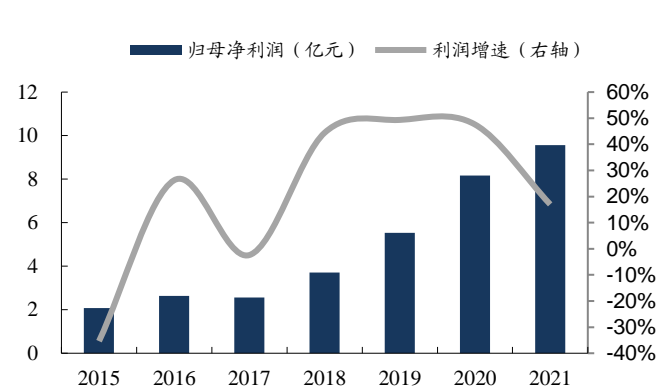
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 3: 公司部分内部整合案例

时间	合并方	被合并方	合并意义
2013.4	山东普洛得邦	山东优胜美特	整合企业产品资源, 降低管理成本
2013.4	巨泰药业	施泰乐制药	整合企业产品资源, 降低管理成本
2015.3	浙江普洛得邦	普洛得邦化学	便于管理, 减少部分财务费用
2016.1	普洛家园药业	普洛医药科技	便于管理, 减少部分财务费用
2017.5	巨泰药业	优胜美特制药	便于管理, 减少部分财务费用
2018.9	出售浙江普洛康裕医药药材有限公司		退出流通产业, 聚焦主业
2019.10	优胜美特中药	康裕保健食品	降低企业运营成本, 完善法人治理结构, 优化公司资源配置

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: 公司 2015-2021 归母净利润及增速情况

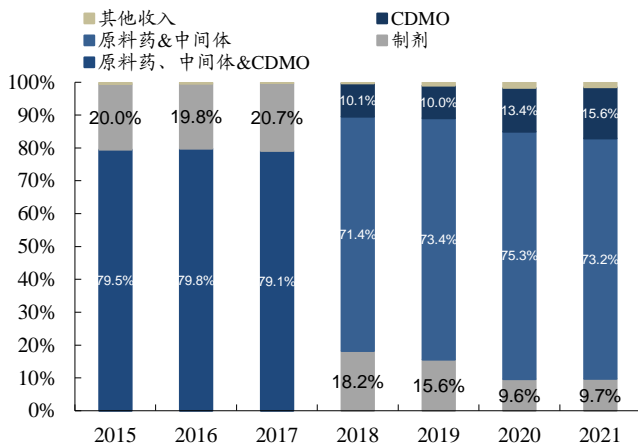


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

整合优化后, 公司业绩稳健增长, 2021 年公司实现营收 89.43 亿元, 同比增长 13.49%, 2018-2021 年营收 CAGR 为 11.93%; 2021 年归母净利润 9.56 亿元, 同比增长 17.00%, 由于 2020 年业绩基数较高, 表观增速有所下滑, 拉长来看, 2018-2020 年 CAGR 为 37.13%。

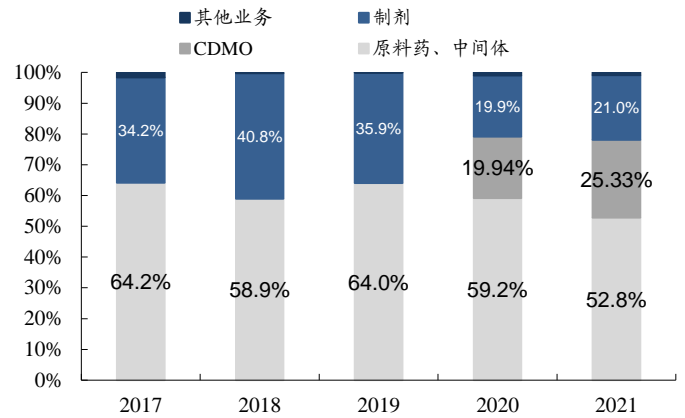
原料药及中间体业务仍是公司收入的主要来源, 制剂业务毛利贡献大。按业务类型看, 原料药及中间体业务收入占比较高, 2021 年占总收入的 73.20%, 由于制剂和 CDMO 业务快速放量, 总体占比呈现下降趋势。CDMO 业务近年来快速增长, 收入占比从 2019 年的 10.03% 增长至 2021 年的 15.59%。从利润角度看, 原料药业务提供过半毛利; CDMO 业务是毛利提升最快的板块, 毛利占比从 2020 年的 19.94% 提升至 2021 年的 25.33%。

图 5: 2015-2021 年主营业务收入构成



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

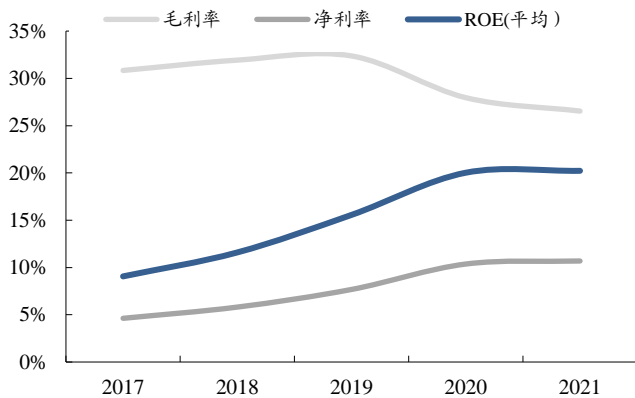
图 6: 2019-2021 年公司毛利构成



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

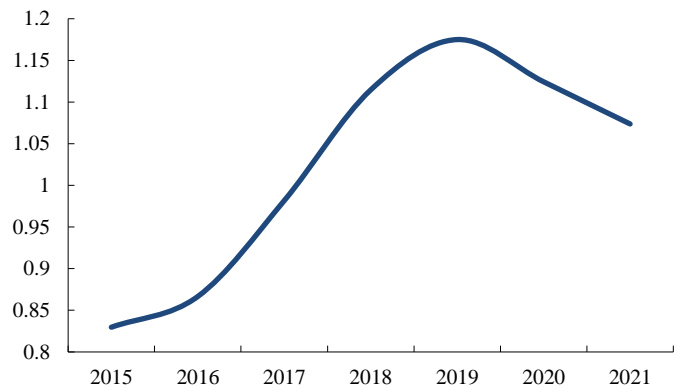
**经营效率持续改善, 盈利能力稳步提升。**2021 年公司毛利率为 26.54%, 由于上游原料价格上涨, 环保、限电等不利因素以及疫情下海运压力大, 公司毛利承压; 在 2021Q4 上游涨价逐渐向下游传导, 新签订单均有一定程度涨价, 所以我们认为 2022 年 Q1 盈利能力即将修复。净利率方面, 由于运营效率改善, 公司盈利能力稳步提升, 销售净利率从 2017 年的 4.62% 大幅提升至 2021 年的 10.69%, ROE (平均) 也从 2017 年的 9.06% 提升至 2021 年的 20.22%。更加科学高效的管理带动产能利用率以及人效的提升, 固定资产周转率持续升高, 人均创收也不断创新高, 降本增效效果显著。

图 7: 公司盈利能力稳步提升



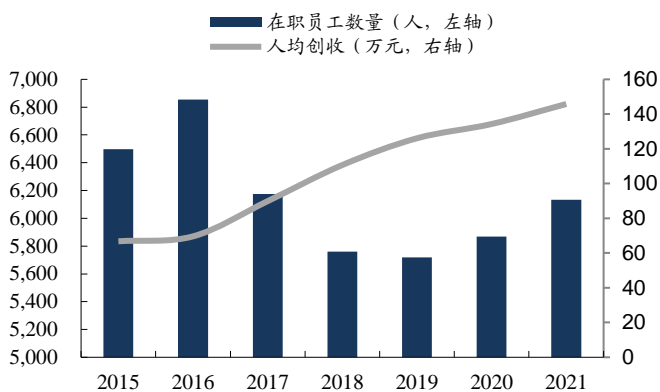
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 8: 公司资产周转率



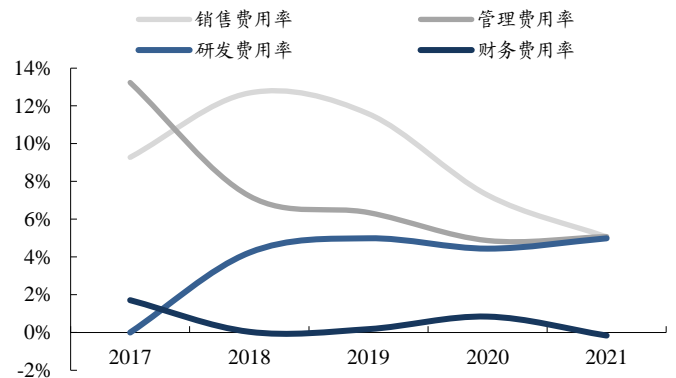
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 9：公司 2015-2020 年员工数量与人均创收



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 10：公司期间费用率控制良好



数据来源：Wind，东吴证券研究所

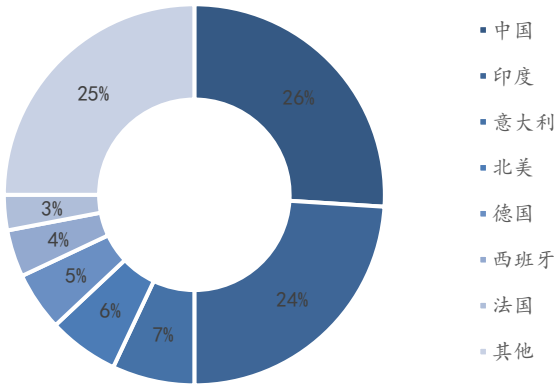
我们认为公司未来盈利能力有望进一步提升，一方面由于费用率管控良好，另一方面公司目前收入占比最高的板块为原料药中间体，未来将主要：①纵向逐步向产业链下游延伸。产品结构已由初期的中间体逐渐向下游 API 拓展，产品重心向后端迁移，盈利能力更强；同时随着公司制剂国内外过评品种积累增加和国内集采政策等推动，制剂原料药一体化将进入更广阔的成长空间。②横向大力发展 CDMO 板块，进而带动整体收入和利润率的增长。CDMO 的技术壁垒和准入壁垒更高、订单黏性和稳定性更高，同时面向的下游创新药企和仿创药企的成长性更强，可拓展空间更大，将成为公司未来重要的增长驱动力。

## 2. 原料药制剂一体化发展，短期盈利能力快速恢复

### 2.1. 全球原料药向中印转移，行业壁垒提高，龙头企业优势明显

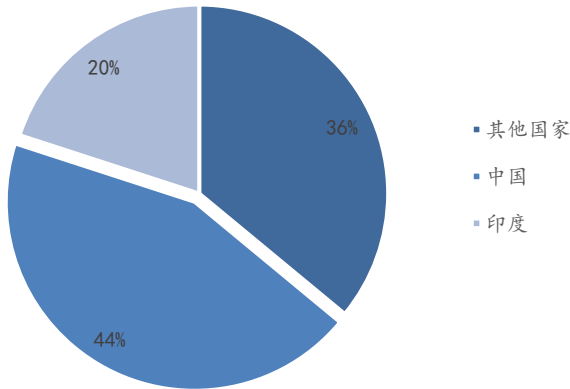
承接全球产业转移，中国原料药产业占据主力地位。随着国际制药生产重心转移和跨国制药企业控制成本，全球原料药的生产重心已向发展中国家转移，中印两国承接产业链转移效果显著。根据 Pro Generika 数据，2020 年全球获得欧洲药典适用性证书 (CEP) 的原料药厂家中，有约一半来自于中国与印度。我国原料药行业生产规模不断增加，已成为世界上最大的原料药生产国与出口国。根据 2019 年数据，中国原料药出口主要为印度和欧洲，占比超过 3/4。国内原料药产业目前处于以量换价阶段，产业升级未来可期。

图 11: 全球获得欧洲药典适用性证书 (CEP) API 厂商分布 (2020 年)



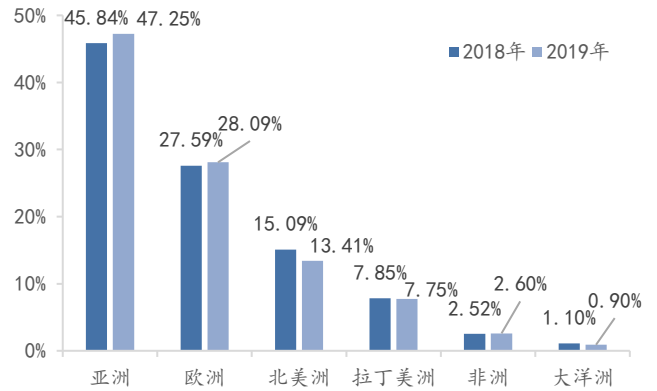
数据来源: Pro Generika, 东吴证券研究所

图 13: 全球 API 产量 (生产量占比)



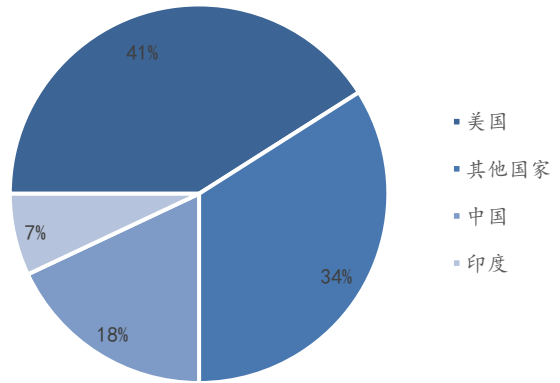
数据来源: Market Wrap ICICI 2019), MDPI, 东吴证券研究所

图 12: 中国 API 供应量占各地区占总需求的比例



数据来源: 中国医药保健品进出口商会, 东吴证券研究所

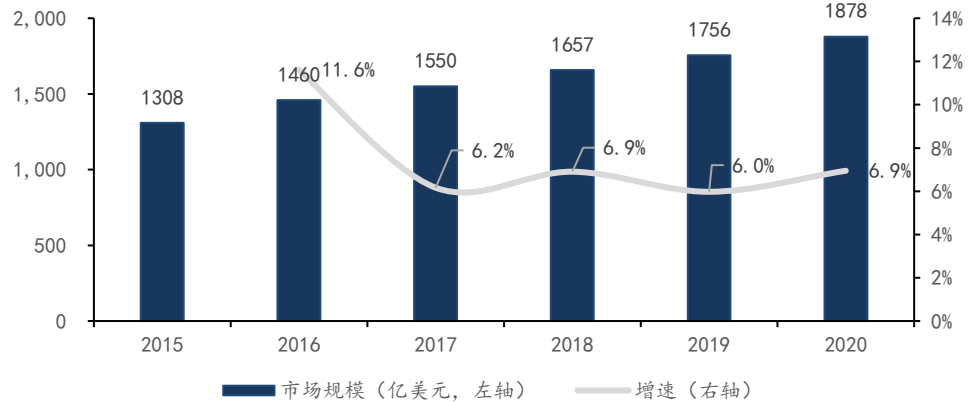
图 14: 全球 API 产量 (价值占比)



数据来源: Market Wrap ICICI 2019, MDPI, 东吴证券研究所

全球原料药市场稳步增长, 2028 年规模有望达 3125.6 亿美元。根据 Grand View Research 数据, 2020 年全球原料药市场规模约为 1877.6 亿美元, 受益于全球老龄化、诊疗升级以及创新药“专利断崖”, 机构预计全球原料药市场将以 6.6% 的 CAGR 增长至 2028 年的 3125.6 亿美元。承接全球原料药产业转移、由大宗原料药向特色原料药/专利原料药拓展是我国原料药产业的重要趋势。

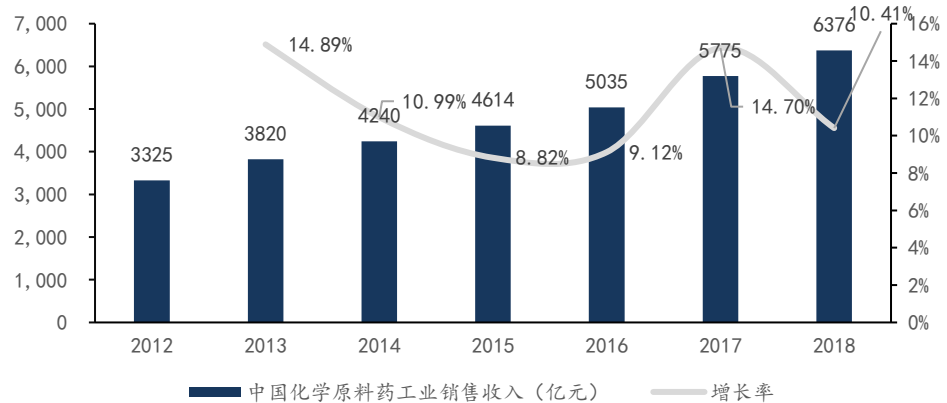
图 15: 2015-2020 年全球 API 市场规模



数据来源: Grand View Research, 东吴证券研究所

我国原料药产业的特点可以概括为产品种类丰富、成本低、产量高。近年来,我国原料药行业发展发展稳健,2018 年销售收入与利润总额分别达 6376 亿元和 584 亿元,近 2012-2018 年年复合增速分别为 11.46%和 13.93%。

图 16: 2012-2018 年中国化学原料药工业销售收入变化



数据来源: NMPA, 政府官网, 东吴证券研究所

原料药产业政策导向明确,绿色发展、高质量发展是未来方向。“十四五”医药工业发展规划指出国内原料药绿色生产和布局问题仍需解决,重点开发可实现更高效率、更优质量、绿色安全的原料药创新工艺。2021 年 11 月,国家发改委和工信部联合推动“原料药高质量发展重大工程”,政策扶持将使得原料药产业迎来高速、优质发展。在政策收紧下,老牌原料药企业优势凸显,壁垒提升,加剧行业的集中度,提升“过关”原料药企业的盈利能力,行业呈现一种“剩者为王”的态势。公司作为国内原料药行业龙头企业之一,有望进一步提升行业话语权,提升产品价值,增加公司营收。

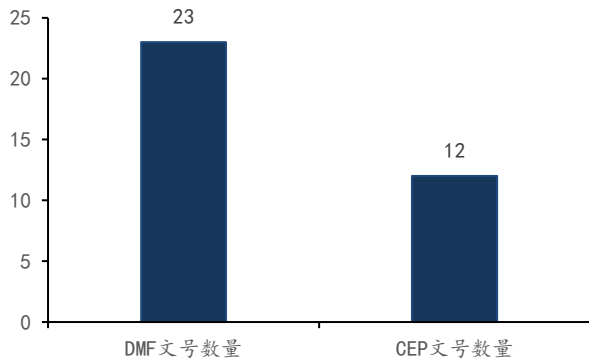
表 1: 我国推动原料药发展的相关政策

时间	政策名称	主要内容
2016.11	《医药工业发展规划指南》	巩固化学原料药国际竞争地位, 提高精深加工产品出口比重, 提高化学原料药绿色生产水平
2019.01	《产业结构调整指导目录(2019 年本)》	鼓励原料药生产节能降耗减排技术, 新型药物制剂技术开发与应用; 淘汰缓解、职业健康和安不能达到国家标准的原料药生产装置
2019.08	《中华人民共和国药品管理法》	药物审批时对化学原料药一并审评审批, 对相关辅料等一并审批, 对药品的质量标准、生产工艺、标签和说明书一并审批
2019.12	《推动原料药产业绿色发展的指导意见》	到 2025 年, 产业结构更加合理, 采用绿色工艺生产的原料药比重进一步提高, 高端特色原料药市场份额显著提升; 产业布局更加优化, 原料药基本实现园区化生产, 打造一批原料药集中生产基地
2020.01	《药品生产监督管理办法》	对“原料药”的生产许可、执行质量管理规范、委托生产、接受检查等做出了相关规定, 包括原料药企业实行生产许可等
2020.07	《国家药监局综合司关于新修订《药品管理法》原料药认定以及有关法律适用问题的复函》	按照药品的功效, 重新界定假药、劣药, 使用必须批准而未经批准的原料药生产的药品, 单独作出规定
2021.11	《原料药高质量发展重大工程》	推进原料药先进制造技术创新工程、绿色低碳技术发展工程、高端生产装备提升工程、节能环保设备升级工程和高性能耗材发展工程
2022.01	《“十四五”医药工业发展规划》	提高原料药创新工艺, 巩固原料药制造优势, 促进原料药产业向更高价值链延伸, 打造“原料药+制剂”一体化优势

数据来源: 产业信息网, 政府官网, 东吴证券研究所整理

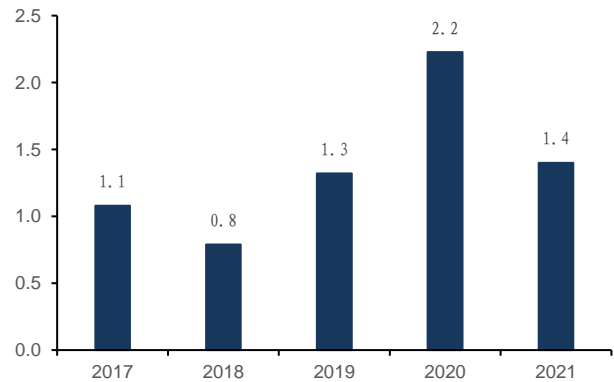
**公司环保基础扎实, 质量管理体系优先。**公司具备国际化的制造能力, 建立了规范的质量管理体系和 EHS 体系。已有数条生产线分别通过 WHO、OPCW、美国 FDA、欧盟 COS、德国 GMP 和日本 PMDA 等官方核查与认证。公司注重环保投入, 2019 年至 2021 年已在环保上累计投入约 4.9 亿元, 截至 2021 年底, 共投资了 14 套 RTO 废气处理设施 (同比+75%), 总有机废气处理量达到 35 万 m<sup>3</sup>/h。

图 17: 普洛药业持有 DMF 与 CEP 文号数量 (截至 2020 年)



数据来源: 公司历年年报, 东吴证券研究所

图 18: 普洛药业 2017-2021 年环保投入 (亿元)



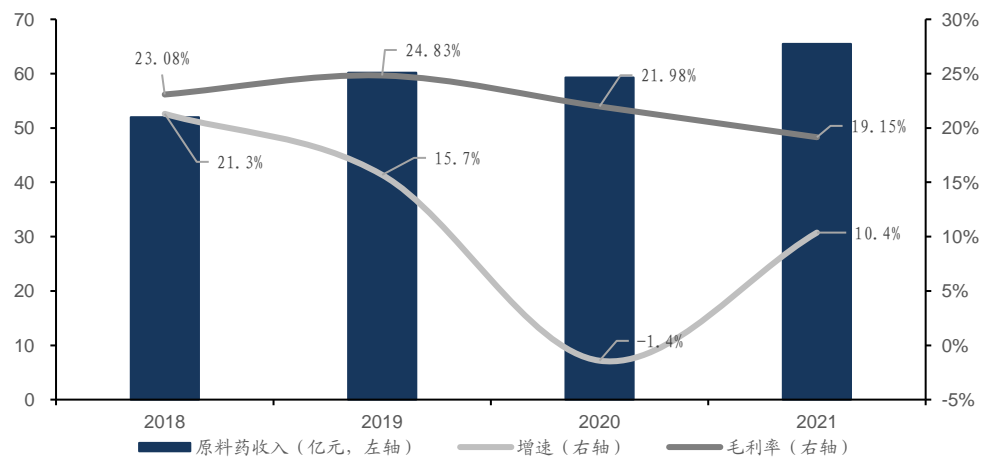
数据来源: 公司历年年报, 东吴证券研究所

我们认为 API 行业壁垒主要在于技术、客户、成本与合规产能, 未来将呈现强者恒强的趋势。行业龙头企业在产品质量、环保、安全生产等多方面优势明显, 市占率有望不断提升, 行业竞争格局不断优化, 公司作为国内原料药行业内龙头企业之一, 有望凭借多年经验及规模优势, 进一步提升行业话语权, 增强公司营收和盈利能力。原料药的行业在原料药产能向国内市场转移和利好政策推动的背景下, 以公司为代表的原料药龙头将显著受益。

## 2.2. 原料药毛利率有望修复, 下游制剂市场扩容, 产能释放, 盈利能力增强

公司为老牌原料药龙头企业, 规模体量行业领先。在 SW 化学原料药 34 家公司中, 营收排名第 5, 净利润排名第 3; 原料药出口量位列中国第 2, 处于一线龙头位置, 全球来看规模体量亦名列前茅。公司原料药业务总体保持稳定增长, 2021 年中间体原料药在公司总营收中占比 73.20%, 收入 65.46 亿元 (同比+10.4%), 2017-2021 年原料药和中间体业务 CAGR 为 11.24%。原料药业务短期受到上游原料涨价影响, 出现一定下滑。

图 19: 普洛药业中间体原料药业务营收、增速及毛利率



数据来源: 公司历年年报, 东吴证券研究所

公司产品储备丰富，覆盖多个领域。公司产品主要集中在心脑血管、抗感染、抗肿瘤，普外科，神经外科等领域。目前，原料规模化生产品种 70 多个，销售过亿品种有 13 个，羧酸、安非、沙坦、D-乙酯等品种占全球市场绝对份额。系列产品中，氧氟沙星产量全球第一，邓钾盐、柱晶白霉素、氟氯苯胺等原料药和中间体均为国内最大。

表 2: 普洛药业在售原料药详情

类别	类型	主要产品
抗生素	原料药	头孢克肟、头孢地尼、头孢丙烯、头孢他啶、头孢他啶/碳酸钠、头孢西丁钠、头孢唑辛钠、头孢拉定/精氨酸、盐酸头孢他美酯、氟氯西林钠、氧氟沙星、左氧氟沙星、盐酸左氧氟沙星、甲磺酸左氧氟沙星、盐酸金刚乙胺、多西环素
	中间体	D(-)苯甘氨酸邓盐、D(-)对羟基苯甘氨酸邓盐、D(-)对羟基苯甘氨酸、D-对羟基苯甘氨酸甲酯、D-对羟基苯甘氨酸甲酯盐酸盐、AE 活性酯、头孢克肟侧链酸活性酯、头孢地尼活性酯、头孢地尼活性新酯、头孢克肟/头孢地尼中间体、头孢他啶侧链酸活性酯、头孢地尼侧链酸、去甲基噻肟酸乙酯、噻肟酸、噻肟酸乙酯、甲酰噻肟酸、7-ACP、头孢丙烯中间体
慢病为主的特色原料药	原料药	琥珀酸美托洛尔、酒石酸美托洛尔、磷酸西他列汀、替米沙坦、硫酸氢氯吡格雷、厄贝沙坦、聚维酮碘、洛伐他汀、盐酸安非他酮、左乙拉西坦、富马酸喹硫平、盐酸氟西汀、盐酸美金刚、左旋沙丁胺醇酒石酸盐、美他沙酮、兰索拉唑、匹维溴铵、盐酸麻黄碱、盐酸伪麻黄碱、硫酸伪麻黄碱、盐酸帕洛诺司琼、盐酸金刚烷胺
	中间体	杂螺环酮盐酸盐、邻氯苯腈、4'-甲基-2-氰基联苯、4'-溴甲基-2-氰基联苯、L-丝氨酸、D-丝氨酸、DL-丝氨酸、D-苯丙氨酸、丝氨酸、L-2-氨基丁酰胺盐酸盐、4,6-二氯-5-氟嘧啶、对甲砒基苯甲醛、苯莫三嗪、邻硝基苯甲醛、对羟基苯乙基甲醚、间氯苯丙酮、对羟基苯乙醇、N(2)-L-丙氨酰-L-谷氨酰胺、邻苯二甲酰亚胺基 L-丙氨酰-L-谷氨酰胺、左旋樟脑磺酸、(S,S)-2,8-二氯杂双环-(4,3,0)壬烷、(1R,2S)-2-(3,4-二氟苯基)环丙胺(R)-扁桃酸盐、5-氯-2-硝基苯胺
兽药	原料药	氟苯尼考、吉他霉素、吉他霉素预混剂、阿维菌素、硫酸黏菌素、硫酸黏菌素预混剂、马度米星铵、马度米星铵预混剂、酒石酸泰乐菌素、酒石酸泰乐菌素可溶性粉、磷酸泰乐菌素、磷酸泰乐菌素预混剂、黄霉素预混剂、盐霉素钠预混剂、伊维菌素
	中间体	D-对甲砒基苯丝氨酸乙酯、对氯苯丝氨酸乙酯

数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所整理

短期盈利价差扩大，盈利能力迅速修复。公司 2021Q3 原料药和中间体业务盈利能力承压，毛利率仅为 16.5%，主要原因为上游原材料涨价。进入 11 月化学大宗商品价格开始下降，且上游涨价逐渐向下游传导，部分新签长单开始涨价，公司 2021Q4-2022Q1 盈利能力明显好转，2021 全年原料药和中间体业务毛利率回升至 19.5%。

公司中间体原料药产品众多，多数核心品种面向国际市场。例如盐酸安非他酮出口数量与单价不断增长；抗生素类的头孢克肟原料药价格持续走高，并于 2021.11.9 新获欧洲 CEP 证书，利于公司进一步开拓国际市场；盐酸左氧氟沙星也于 2021.7.2 获 CEP

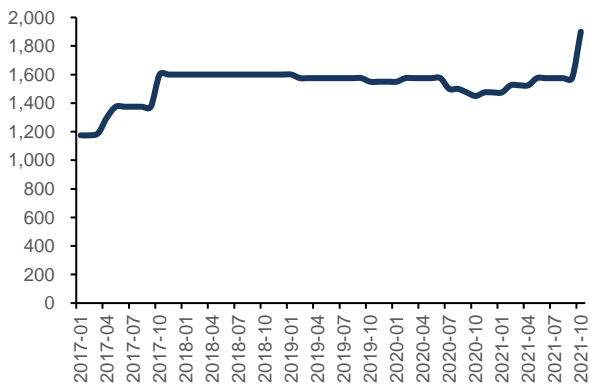
认证。在国内抗生素市场规模与样本医院抗生素用量稳步增长的拉动作用下，公司抗生素相关中间体原料药有望保持稳健增长。

图 20: 公司部分原料药认证情况 (2021)

产品	认证情况
头孢克肟	GMP、CEP
头孢地尼	GMP
头孢他啶	GMP
琥珀酸美托洛尔	GMP、DMF、CEP
硫酸氢氯吡格雷	GMP、DMF、CEP
替米沙坦	GMP、DMF
盐酸安非他酮	GMP、DMF
盐酸美金刚	GMP
盐酸左氧氟沙星	GMP、DMF、WHO、PMDA、CEP
氧氟沙星	COS、WHO
盐酸伪麻黄碱	DMF、CEP
酒石酸泰乐菌素	国内兽药登记、FDA、EU GMP

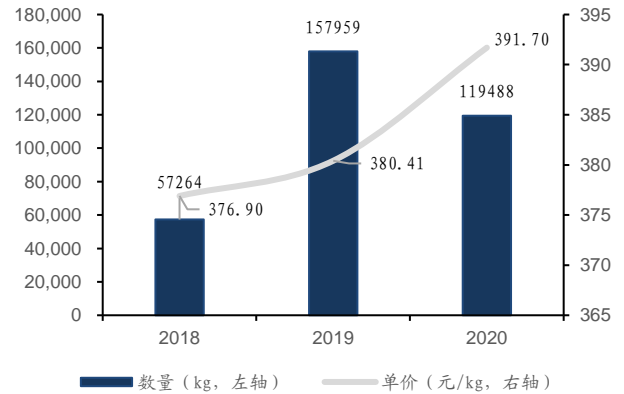
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图 22: 国内头孢克肟价格走势 (元/kg)



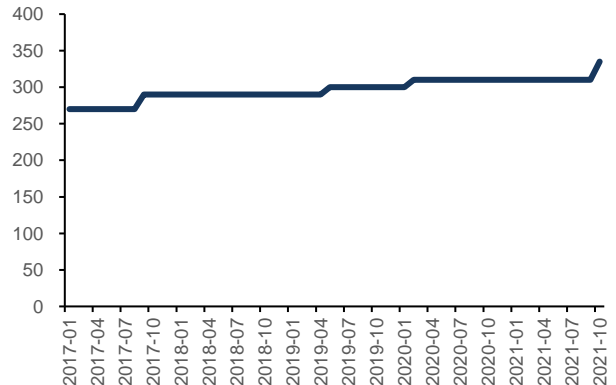
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 21: 盐酸安非他酮出口量及单价 (2018-2020)



数据来源: 中国医药保健品进出口商会, 东吴证券研究所

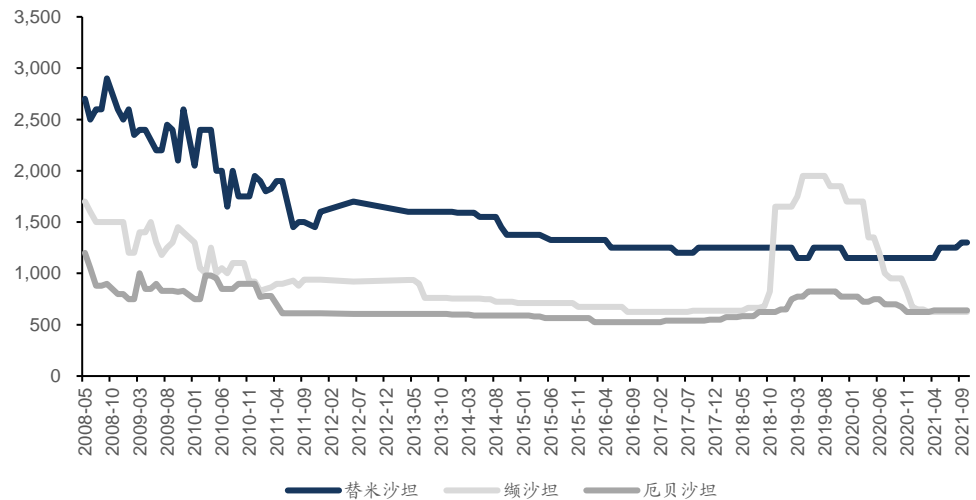
图 23: 国内盐酸左氧氟沙星价格走势 (元/kg)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

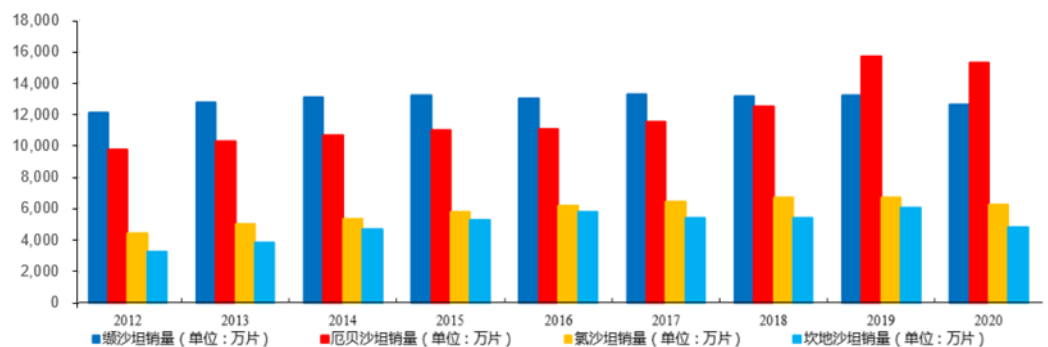
目前沙坦类原料药终端价格下行的趋势已经明显放缓, 从绝对值来看已经降至历史较低水平。但沙坦类药物作为最成熟稳定的高血压治疗药物, 仍是数万吨级别的百亿市场。我们判断沙坦原料药的价格已经进入底部区间, 随着竞争格局的重塑, 未来存在重新上行的可能。公司是全球最大的沙坦母核供应商之一, 由于国家集采, 我们预计国内整个沙坦的用量在扩大, 接下来几年沙坦联苯母核有望稳健增长。

图 24: 沙坦类原料药价格走势 (元/kg)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 25: 沙坦类药物 PDB 样本医院销量



数据来源: PDB, 医药魔方, 东吴证券研究所

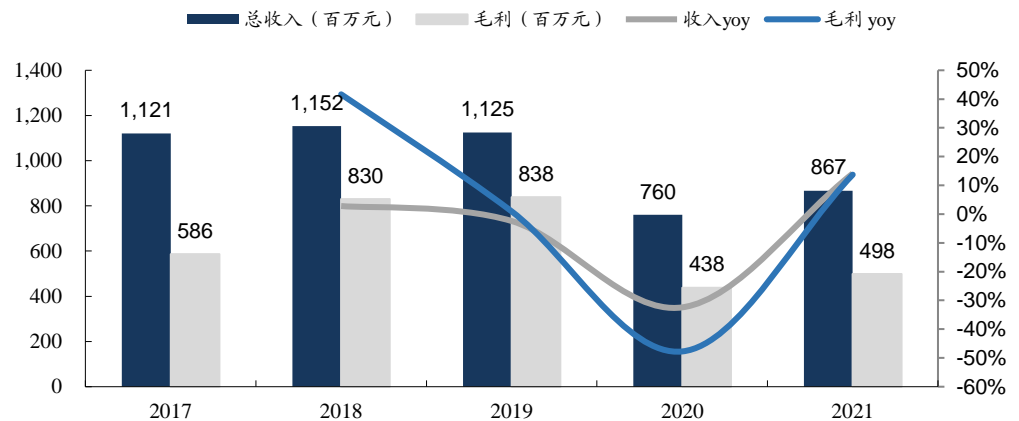
**主要中间体原料药产能充足, 产能扩建有序推进。**公司头孢类 API 品种齐全, 中间体规模优势明显, 原料药产品梯队逐步形成, 预期 2021-2022 年起部分中间体新增产能投产后贡献业绩增量。公司已有原料药中间体生产基地 7 家 (其中化学合成工厂 5 家, 生物发酵工厂 2 家), 制剂工厂 3 家, 2021 年公司制剂七车间 II 期扩充项目由原来 10 亿片 (粒) / 年提升至 30 亿片 (粒) / 年, 新建产能 1 亿支 / 年无菌粉针车间也预计于几年投产; 2021 年 10 月公司首个 CDMO 单元化多功能车间投入使用, 预计每年可完成 20 个以上 CDMO 项目, 2021 年 11 月 KY08 高标准自动化原料药车间投产, 可实现年产超 1000 吨, 公司高活性化合物生产车间、CDMO 全球创新药服务平台项目以及更多 API 产能扩充项目也在进行中, 其中 CDMO 全球创新药服务平台建成后可形成年产 1800 吨高端化学原料药和 250 吨高端医药中间体产能。同时公司业务也在由“非规范市场”向“规范市场”升级, 由“中间体”逐渐向“原料药”转移重心。产品重心不断向后端延

伸,原来大部分产品仅能做到中间体环节,现在靠近产业链后端的 API 比例不断提高,盈利能力不断增强。

### 2.3. 原料药制剂一体化优势显著, 制剂管线稳定放量

公司 2020 年制剂业务出现较大下滑,主要系乌苯美司退出医保和疫情等因素所致。随着公司新获批的左氧氟沙星片和注射用头孢他啶开始集采执标,加上安非他酮缓释片在美国的中标上市,2021 年制剂业务总体恢复情况良好。2021 年制剂业务营收和毛利分别为 8.67 和 4.98 亿元,分别同比增长 14.11%和 13.71%。除集采品种外,公司有盐酸美金刚片、头孢克肟片、乌苯美司胶囊等多款品种陆续获批,且有 6 款产品在 2021 年通过一致性评价。

图 26: 公司 2017-2021 制剂业务情况



数据来源: wind, 东吴证券研究所

**一体化形成成本优势, 集采带来上量动能。**公司依托对合成技术的深入理解和全产业链布局,进入到制剂领域后成本和技术优势明显。公司部分品种瞄准集采市场,绕过销售放量的时间,快速实现制剂收入的上量,且依托一体化的成本优势,保持合理的利润水平。

**2021 年是公司集采放量元年,“光脚”制剂业务爆发在即。**公司目前已有左乙拉西坦片、左氧氟沙星片和注射用头孢他啶 3 个品种先后视同通过一致性评价后即中标当轮集采。其中,左乙拉西坦片(0.25g 规格)在 2019 年 9 月以 2.4 元/片的价格中标 4+7 扩面集采,与第一轮“4+7 集采”中标价持平,首年保底采购量 599.54 万片,预期公司在中标的 12 地区中也有望快速提升市场份额,并在最低采购量之外获取部分原研份额。左氧氟沙星片和注射用头孢他啶分别在 2021 年 2 月和 6 月中标第四批和第五批集采,分别在 2021 年 4 月和 10 月陆续在各地开始执标,将为公司 2021 年制剂业务带来较大增量,且两个品种均为三年采购期,可以保证公司有充分时间稳定市场。

表 3: 公司集采中标制剂产品情况

药品名称	规格	批次	获批时间	中标时间	采购期	中标价	首年约定采购量
左乙拉西坦片	0.25g	山西、内蒙古等 25 省联盟集采(4+7 扩围)	2019 年 9 月	2019 年 9 月	/	2.4 元/片	599.54 万片
左氧氟沙星片	0.5g	第四批	2020 年 10 月	2021 年 2 月	3 年	2.43 元/片	565.33 万片
注射用头孢他啶	0.5g	第五批	2021 年 6 月	2021 年 6 月	3 年	5.388 元/支	

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

制剂产品线丰富,“做优制剂”策略助力制剂板块长期增长。在高端仿制药层面,公司已建立“缓控释制剂开发平台”和“非均相口服液体制剂研发平台”,首个 ANDA 产品盐酸安非他酮缓释片也已成功进入海外市场,后续公司预计以每年 1-2 个产品申报的节奏持续推进。创新药方面,公司首个化药 1 类创新药索法地尔进入临床 III 期。另外,公司临床申请与一致性过评节奏明显加快,未来更多产品有望通过一致性评价并纳入集采后放量。公司 2021 上半年完成 4 个国内制剂的注册,2 个制剂在注册,递交 2 个制剂和 3 个兽药制剂的国内申请。新品种的陆续获批保证公司制剂业务长期稳定增长。

表 4: 公司获批制剂管线情况

药品名称	时间	目前进度	竞争格局	市场规模(亿元)	原料药自产情况
盐酸美金刚片	2021.2.8	获批上市,视同过评	丹麦灵北、石药欧意等多家企业(原研占比 85%)	6.01	可自产
头孢克肟片	2021.5.24	通过一致性评价	白云山、成都倍特等多家企业	36.12	可自产
注射用头孢他啶	2021.6.11	通过一致性评价	葛兰素史克、海灵化药等多家企业	52.39	可自产
乌苯美司胶囊	2021.7.2	获批上市,视同过评	公司为首个通过一致性评价企业	15.18	可自产
头孢克肟颗粒	2021.9.29	获批上市,视同过评	公司为国内第五家通过一致性评价的企业	36.12	可自产
琥珀酸美托洛尔缓释片	2021.10.13	获批上市,视同过评	公司为国内第四家通过一致性评价的企业	20.08	可自产

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

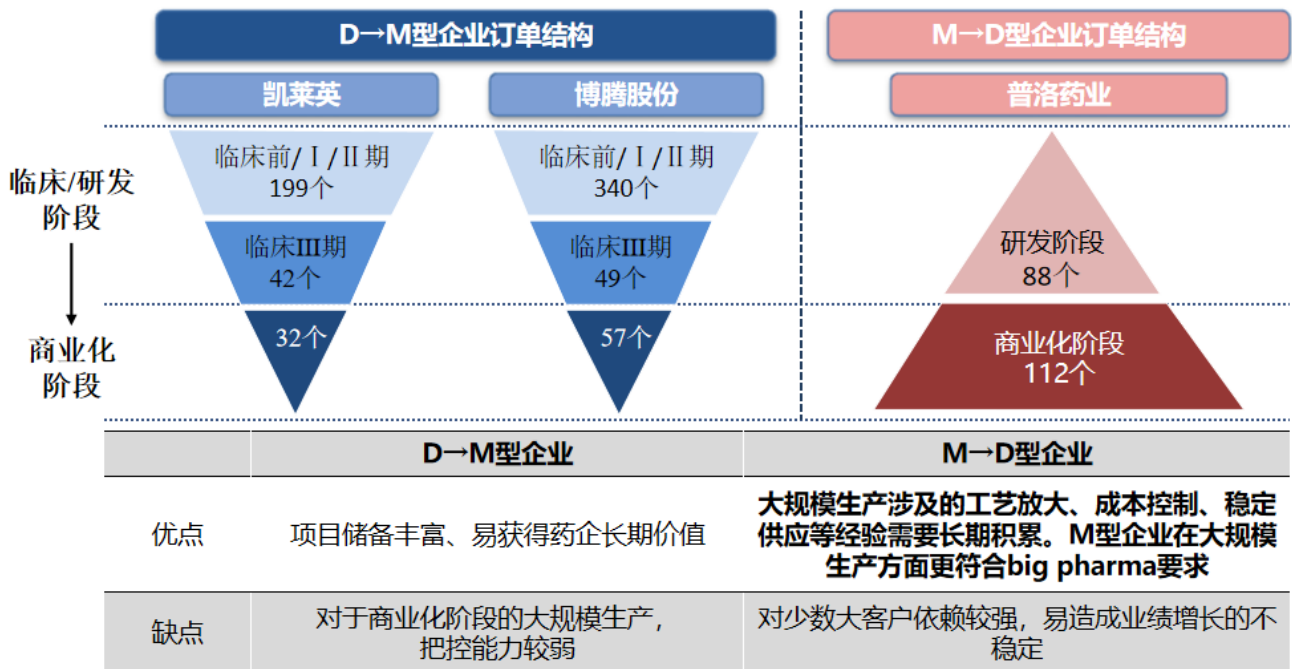
**产能加速扩张，满足订单需求。**公司制剂业务快速扩张，对制剂产能需求旺盛。2021 年公司做了大量产能扩张工作：1) 制剂七车间 II 期扩产项目计划将产能由此前的 10 亿片（粒）/年提升至 30 亿片（粒）/年；2) 新建 1 亿支/年的无菌粉针车间项目。制剂产能的逐渐释放保证该业务长期快速发展。

### 3. CDMO 业务高速增长，兽药业务独树一帜

#### 3.1. 向 CDMO 行业转型，战略调整进入新发展阶段

CDMO 行业是在国际化大背景下，伴随着全球制药产业专业化分工逐步发展起来。相较于制药企业研发生产只服务于其内部系统的单一特性，CDMO 企业具有研发和生产的开放平台优势。目前国内 CDMO 企业主要有两种发展路径，分别是由 D 端向 M 端拓展、由 M 端向 D 端延伸。前者包括凯莱英、博腾股份等，这类公司技术底蕴深厚、项目经验丰富、客户信誉度高，项目从 D 端到 M 端起到很好的导流作用。普洛药业则是后者，作为由传统制造型企业向 CDMO 企业转型的后起之秀，普洛药业可以借助自身在原料药产业深耕多年的经验，在 M 端的生产、管理方面获得比较优势，同时在大型商业化订单交付、响应方面更具优势。

图 27: CDMO 企业发展路径



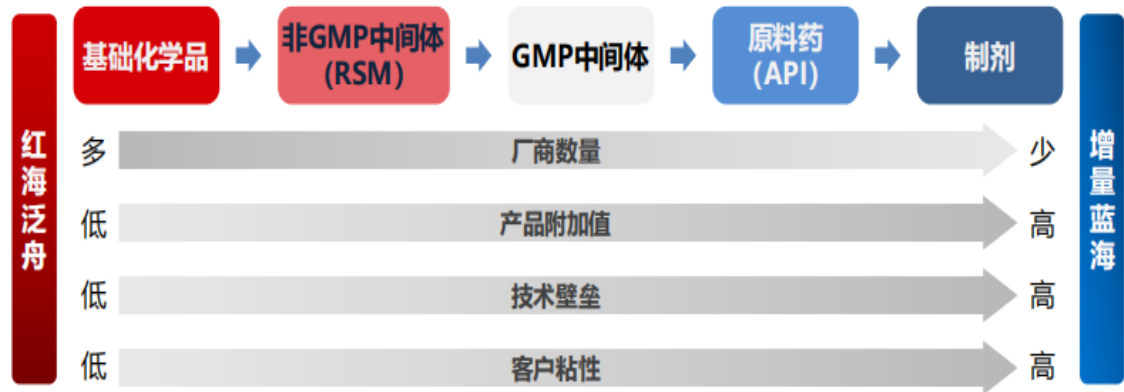
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

注：数据均为 2020 年情况

从普洛药业所处的小分子药物生产产业链来看，主要从基础化学品开始，历经 RSM、

GMP 中间体、API，最终达到制剂。越靠近制剂端的产品，对制剂产品的最终质量影响越大，因而客户对其供应商要求也越高，与之相对的是更高的利润、更强的技术壁垒。国内能够做到商业化制剂 CDMO 的企业较少，2020 年药明康德完成国内首个从原料药到制剂的商业化项目——奥布替尼 CMC 项目。普洛生物 CDMO 实际开展较早，在基础化学品到原料药、制剂的生产方面有多年经验。

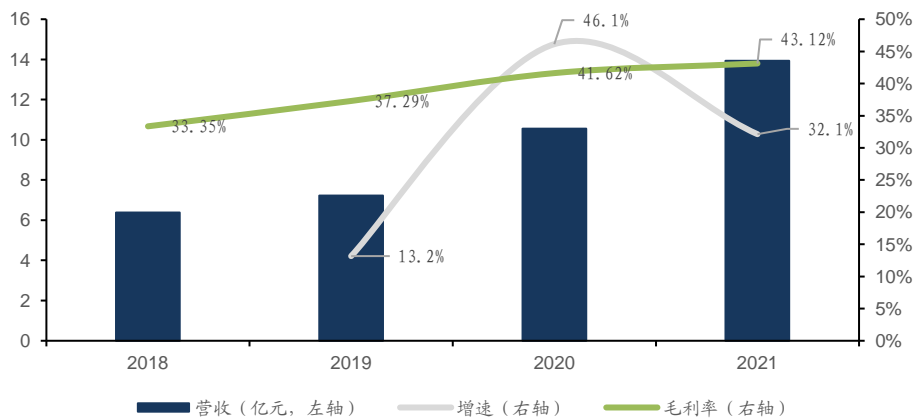
图 28: 普洛药业所处产业链情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**战略调整后 CDMO 业务进入新发展阶段，CDMO 业务高速发展。**2017 年公司战略与管理架构重大调整后对 CDMO 业务进行了重点强化，成立了专门的 CDMO 事业部，业务逐渐实现从原来的“起始原料药加注册中间体”为主的产业模式向以“注册中间体加原料药”为主的产业模式转变。伴随产品向后端延伸，质量与技术要求也不断提高，产品由低附加值向高附加值拓展，稳定性更强，是公司从普通制造业向高端制造业/高端服务业转变的重要体现。2021 年公司 CDMO 业务营收 13.94 亿元，同比增长 32.1%，毛利率为 43.12%，毛利率进一步上升，主要因为更多 API 进入商业化。

图 29: CDMO 业务收入增长，毛利率提升

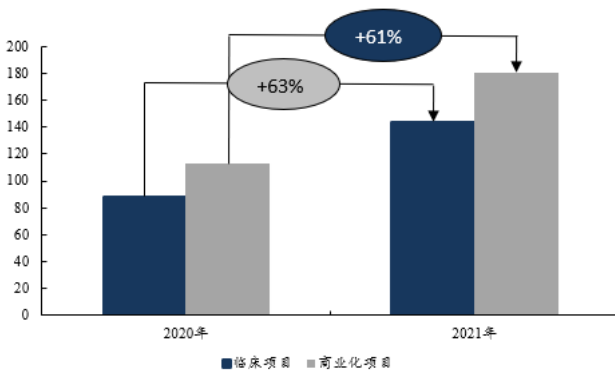


数据来源：wind，东吴证券研究所

**项目数量充足，增长速度较快。**公司正在进行的 CDMO 项目和报价项目数量均呈现持续增长态势。2021 年报价项目数 812 个，同比增长 50%；运行项目数 323 个，比去年同期增长 62%。运行项目中，研发阶段项目有 143 个，同比增长 63%，项目数量明显增加，主要是公司研发能力的不断提升，承接临床研发项目能力持续增强；商业化项目 180 个，同比增长 61%，其中，人用药项目数 120 个，动保项目 37 个，其他电子材料等项目 23 个。药物进入临床后期和商业化阶段后，需求量通常会大幅提升，商业化项目将带来收入的较大提升。

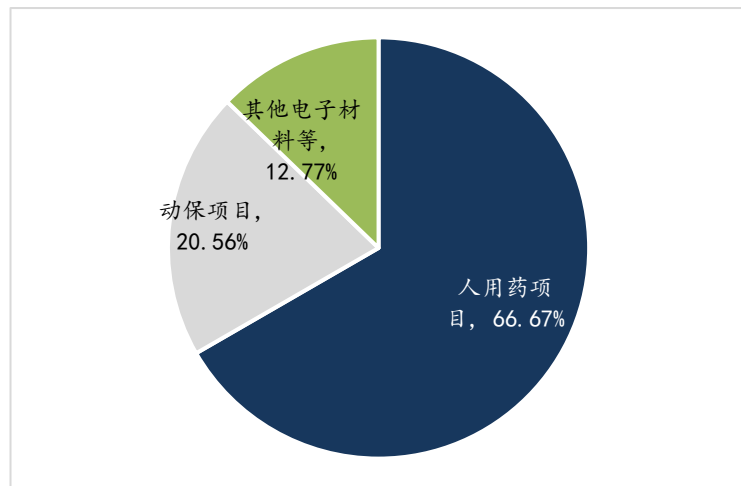
**项目结构优化，从“RSM（起始物料）+中间体”向“中间体+API”过渡。**CDMO 商业化项目中包括 RSM、注册中间体、API 三类。目前，数量从高到底依次为 RSM、注册中间体和 API，而附加价值依次提升。相较于过去以 RSM 和中间体为主的项目结构，中间体及 API 占比提升。公司从“起始原料药+注册中间体”到“注册中间体+API”的转型升级策略取得明显成效。2021 年 API 合作项目数增加明显，同比增长 50%，其中包括产业化供应项目 8 个，商业化验证阶段项目 9 个，临床期研发阶段项目 20 多。随着公司合同定制生产品种丰富，中间体+原料药项目占比提升带动收入和利润的增长，兽药大客户项目数及订单增多，叠加产能的逐渐释放，CDMO 业务有望释放较大增长潜力。

图 30: CDMO 项目分阶段情况 (个)



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 31: 2021 年公司 CDMO 商业化项目组成情况



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

### 3.2. “M 端”优势不断巩固，“D 端”研发能力不断提升

公司原料药业务已是行业龙头，依托强大的原料药业务进军 CDMO 行业，有众多优势，主要体现在技术、产能、生产资质、客户等方面。(1)深厚的 API 功底为 CDMO 业务的注册、商业化生产等方面打下良好基础；(2)产能方面，公司投入了大量资金构

建合规产能，可以满足商业化生产的需求；(3) 质控方面，原料药质量达到了多项国内外标准；(4) 客户层面，公司经过业内多年积累，客户资源丰富，且公司原料药易切入供应链体系，为 CDMO 业务引流。

工艺及生产方面优势明显，深厚的 API 功底为 CDMO 业务的注册、商业化生产等方面打下良好基础。“化学合成+生物发酵”双轮驱动，尤其是生物发酵在技术和规模方面均位于国内领先地位。公司七大生产基地中，东阳和安徽基地专注于生物发酵类产品的生产；横店三家专注于原料药生产，山东两家专注于中间体生产。除常规反应外，公司在其核心技术包括氟化反应、深冷反应 (-90℃)、无水无氟反应、手性合成反应等复杂技术领域均实现大规模商业化生产，同时公司以科技创新推动传统方式向智能制造发展。通过工艺水平和装备提升，设计和改造“自动化、连续化”生产线，提高了反应效率和产品质量。公司积累大量生产及安全、环保等方面的经验，主要工厂均获得美国 FDA、日本 PMDA、欧盟认证，具备国际大药企合格供应商的资质。

图 32：原料药/CDMO 七大生产基地

生产基地	体系		产品类别					核心化学				
	cGMP	ISO	API 生产	API 中试	起始物料	高级中间体	生物发酵	流体化学	高压反应	格氏反应	低温反应	氟化反应
普洛家园药业	•		•	•	•	•	•	•	•	•	•	•
普洛得邦制药	•		•	•	•	•				•	•	•
普洛康裕制药	•		•	•	•	•			•	•	•	•
浙江普洛生物	•		•		•	•	•					
安徽普洛生物	•		•		•	•	•			•		
山东普洛得邦		•			•			•			•	•
山东普洛汉兴		•			•					•	•	

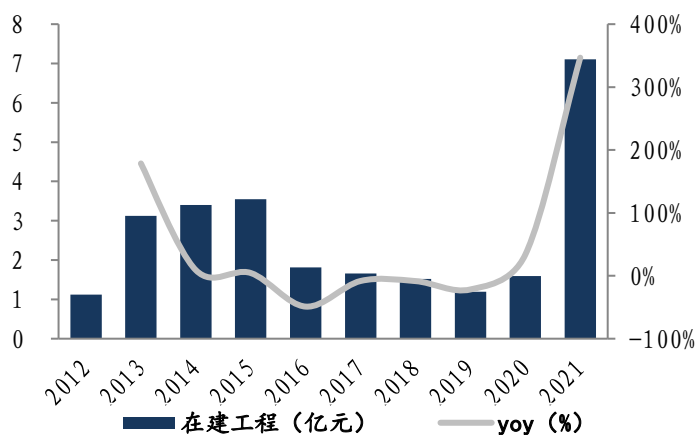
数据来源：公司推介资料，东吴证券研究所

“多客户、多产品”的竞争优势明显。公司客户资源丰富，大客户包括辉瑞、诺华、默克、阿斯利康、吉列德、Lonza 等，服务产品分布于临床前研究、临床研究和商业化生产多个阶段，产品治疗领域包括心血管、精神类、抗病毒等。2019 年，公司与 Bracco 公司就两个 CDMO 项目的生产和供应达成约定。公司一方面拓展原有客户的客户范围，凭借自身优势争取新药订单及商业化转移订单，另一方面积极拓展新客户，包括创新药早期项目的服务客户，截至 2021 年底，公司已与 158 家（同比+25.4%）创新药客户与公司签订保密协议，开展业务合作的国内创新药企业超 30 家。

资本性支出大幅增长，产能进一步扩容。为满足产能需求，公司目前处于产能扩张

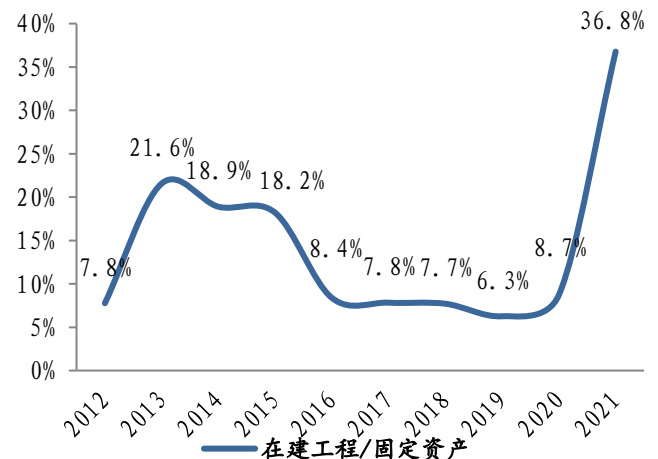
新一轮投资期，2021 年公司在建工程为 7.1 亿元，同比增长 347%。2016-2020 年，公司在建工程与固定资产的比值稳定在 10%以下，2021 年增长至 36.8%。2020-2025 年公司计划整体投资 40 亿元左右，约 30 亿元用于横店产能的扩张。其中，在横店计划建设 2 个 CDMO 高活性车间，2 个多功能 CDMO 标准化车间，公司预计于 2022 年前后可投产。2021 年 9 月投产的多功能车间是公司第一个单元多功能车间，同时可做 4-8 个产品，公司预计该车间总共可以做 20-30 个产品，大部分为临床一二期产品及少量三期产品，这将大大提高公司生产效率，同时为后续商业化做准备。公司预计更大规模的单元化车间将于 2022 年 9 月投产，包括 14 个单元，6-8 个精烘包，有助于大量成品的生产。由于产能的扩张需要较长的时间及大量的资金，公司多年来积累的产能为公司构建出产能壁垒，进一步巩固在“M”端的优势。同时，稳步增长的产能能为未来公司业绩的增长提供坚实的后盾，也反映出公司对未来业绩增长的信心。

图 33: 公司在建工程情况 (2012-2021)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 34: 公司在建工程/固定资产情况



数据来源: wind, 东吴证券研究所

**公司注重 CDMO 板块的研发投入，提高“D 端”能力。** CDMO 业务板块设立三个研发中心，分别位于上海、横店及美国波士顿。上海研发部主要从事临床前或临床早期项目的开发以及 FTE 业务，横店研发部主要从事临床三期至商业化生产项目的研究和放大生产，波士顿实验室计划提供小分子的 CDMO 研发服务，顺应全球创新药发展趋势，更好地为美国及欧洲的创新药客户提供紧密服务，以增强公司 CDMO 的市场竞争力。研发人员方面，截至 2021 年底，公司研发人员 800 余人，其中 CDMO 上海研发部 250 人，横店 100 余人，公司预计至 2024 年，公司研发人员扩张至 2000 人左右，其中上海研发部 500 余人，横店研发部 500 余人，波士顿 50 人，CDMO 研发人员占比 60% 左右。人员的扩增体现了公司着重提高 CDMO 板块研发能力的决心，也为后续承接更多项目奠定基础。研发中心实验室方面，上海 CDMO 研发中心新增了 3700 平方米实验楼，公司预计 2021 年投入使用，届时将拥有实验面积逾 6400 平方米的符合国际药物研发标准

的实验楼。公司建成了生物研发平台实验中心，该中心涵盖了分子生物学实验室、菌种实验室、发酵实验室、提取实验室、生物催化实验及分析实验室，可进行高效生物催化剂的构建与筛选等多项技术研究和开发工作；同时，公司还扩充了安全实验室、新建流体化学实验室、新建高活性物质(API)实验室，进一步提升公司 CDMO 的研发能力。

图 35: 公司注重 CDMO 板块的研发投入



数据来源：公司公告，投资者关系活动记录表，东吴证券研究所

### 3.3. 布局兽药市场，独树一帜的差异化竞争

公司依托兽用原料药生产经验，布局兽药 CDMO，形成差异化竞争力。公司在兽药研发、注册、生产上经验丰富，多项管线通过国际认证。兽要多为抗生素类药物，而抗生素类是公司原料药和中间体业务中最大的品类，所依托的底层技术化学合成和生物发酵也是公司的核心技术。公司具备兽药生产资质的子公司共 4 家，多条生产管线达到中国兽药典标准，氟苯尼考、阿维菌素、酒石酸泰乐菌素、伊维菌素 4 项通过 FDA 注册认证。公司大力开拓公司兽药 CDMO 市场，截至 2021 年底，兽药占 CDMO 业务的 30-40%，API 项目以兽药为主，CDMO 业务商业化供应的 API 品种有 8 个，其中兽药有 7 个。

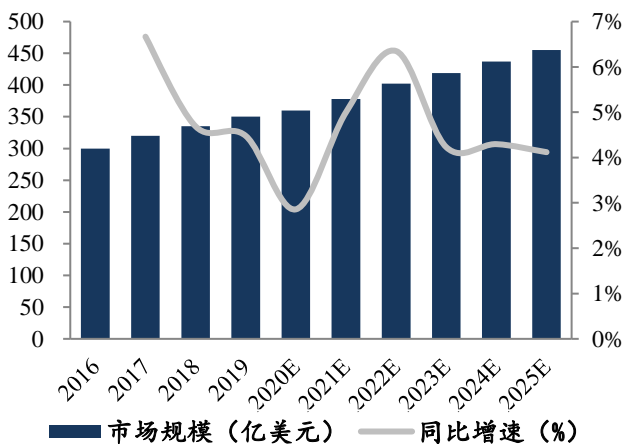
表 5: 普洛药业兽药生产获批情况

子公司	生产范围
安徽普洛	非无菌原料药（硫酸粘菌素）
浙江普洛	粉剂/预混剂、非无菌原料药（酒石酸泰乐菌素、磷酸泰乐菌素、吉他霉素、硫酸安普霉素）
普洛康裕	非无菌原料药（芬苯达唑、马波沙星、阿维菌素、伊维菌素）
普洛得邦	非无菌原料药（氟苯尼考）

数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

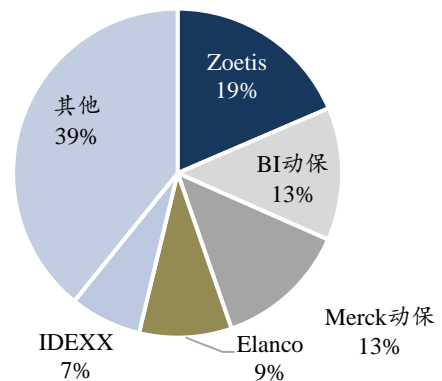
**兽药格局行业集中度高，公司与核心用户有长时间合作关系。**根据国际动保联盟（IFAH）数据，2019 年全球（不含中国）兽药市场规模约 350 亿美元，未来，随着畜牧业的发展，国外兽药行业规模将不断扩大。相较于人用药企业，全球兽药企业集中度高，2020 年 CR5 达 61%：2020 年 top 5 兽药企业（硕腾、BI 动保、Merck 动保、礼蓝 Elanco、爱德士 IDEXX）营业收入 219 亿美元，约占全球（除中国）兽药行业总规模 360 亿美元的 61%。公司与全球前五大兽药巨头企业中的四家均有合作关系，与全球最大兽药巨头企业硕腾（Zoetis）等已有 20 年长期合作，客户关系深厚，未来会借助这一客户资源和经验优势重点开发承接更多兽药订单，深化与跨国动保龙头企业的合作。2019 年 8 月，与硕腾已公告有 3 个 API 项目将进行供货，其中一项为兽药项目，可随终端市场销售情况放量，两项为商业化项目，2017 年和 2018 年公司对硕腾公司的销售额分别为 945 万美元和 1107 万美元，占出口业务比重约为 2.6%和 2.4%。我们认为公司兽药 CDMO 受到龙头核心客户认可，随着公司兽药新订单陆续进行供应及持续不断的市场开拓，兽药 CDMO 业务将成为业绩增长的主要驱动力之一。有望带来更多订单，为业绩贡献新增长点。

图 36: 全球兽药市场规模（不含中国）及增速



数据来源：IFAH，前瞻产业研究院，东吴证券研究所

图 37: 2020 年全球兽药企业行业集中度高（占除中国外全球规模）

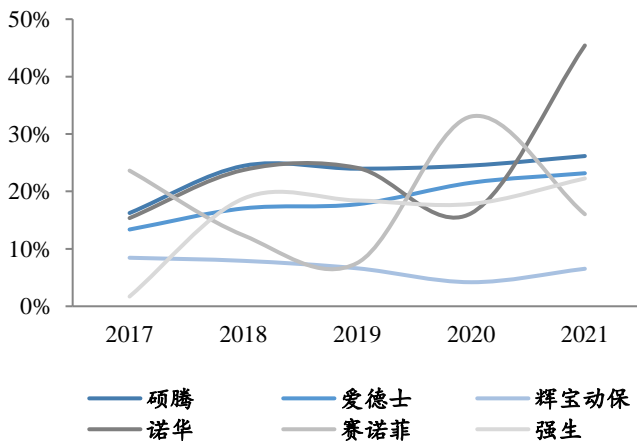


数据来源：wind，公司年报，东吴证券研究所

**海外兽药产品周期长，客户粘性强，业务持续性好。**相较于人用药，海外兽药不存在“专利悬崖”，兽药专利期虽然短，但原研兽药生命周期平均可达到30年及以上，以硕腾1993年推出的广谱抗寄生虫剂Dectomax为例，如今仍然是最畅销的产品。一是因为海外兽药市场和渠道长期被龙头垄断，虽然研发成本不高，但仿制药市场份额较小；二是兽药广谱性强，原研兽药数量上偏少，药企可通过在原有产品基础上进行治疗领域扩增，仿制药的经济效益较低。对于CDMO供应商，兽药项目相较于人用药而言营收稳定，持续时间长，尤其是大客户的优势更加明显。兽药企业客户粘性强，如美诺华于2021年4月与默沙东旗下动保子公司英特威签订十年战略业务合作协议。

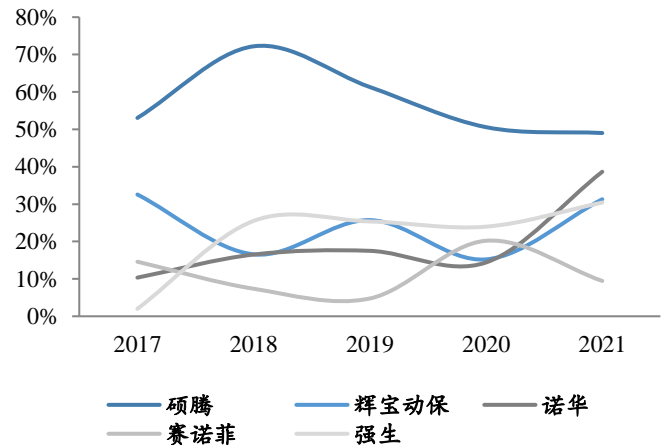
**兽药CDMO项目的盈利能力并不弱于人用药。**兽药优质企业的盈利能力不弱于人用药，全球动保龙头企业净利率水平稳定，与人用药企业净利率水平相近，ROE水平高于人用药企业。同时，兽用药市场价格稳定，不受医保控费影响。稳定且较好的盈利能力为CDMO项目留出合理的利润空间。

图 38: 代表性兽用药/人用药企业净利率水平



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 39: 代表性兽用药/人用药企业 ROE (平均) 水平



数据来源: wind, 东吴证券研究所

虽然兽药市场单品整体规模小，但由于行业集中度高，大客户可提供的项目资源仍可观。公司近几年着重加强与全球动保头部企业的业务合作，培育新的增量来源，并进一步将合作向纵深发展，充分挖潜，兽药领域有望为公司CDMO业务打开成长空间并成为另一主要增长驱动力量。

## 4. 盈利预测与投资评级

### 4.1. 关键假设和收入拆分

我们认为公司 1) 中间体和原料药业务在 2022-2024 年间预计保持 10%左右的稳定增长; 2) CDMO 业务依托充足的订单和产能释放, 预计在 2022-2024 年将保持 30%+的增速; 3) 制剂业务依托集采和一体化的技术、成本优势, 将快速打开市场空间, 2022-2024 年有望保持 20%左右的增速。综合来看, 基于以上几点假设, 我们预测公司 2022-

2024 年将 15%左右的平稳增速；依托收入结构的持续优化，盈利能力持续加强，毛利率预计将有较大程度的改善。

表 6: 公司收入拆分及预测

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>总营收</b>	6376	7198	7880	8943	10225	11735	13549
yoy		12.89%	9.47%	13.49%	14.34%	14.78%	15.45%
毛利率	31.93%	32.37%	27.96%	26.54%	27.92%	28.42%	29.32%
<b>中间体&amp;原料药</b>	4537	5294	5931	6546	7148	7827	8571
yoy		16.69%	12.03%	10.37%	9.20%	9.50%	9.50%
毛利率	21.56%	23.14%	21.98%	19.15%	20.00%	19.50%	19.50%
业务占比	71.16%	73.55%	75.27%	73.20%	69.91%	66.70%	63.26%
<b>CDMO</b>	664	722	1055	1394	1882	2484	3279
yoy		8.8%	46.1%	32.1%	35.00%	32.00%	32.00%
毛利率	33.44%	37.29%	41.62%	43.12%	44.00%	44.00%	44.00%
业务占比	10.41%	10.03%	13.39%	15.59%	18.40%	21.17%	24.20%
<b>制剂</b>	1152	1125	760	867	1041	1249	1499
yoy		-2.40%	-32.42%	14.11%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	72.06%	74.52%	57.63%	57.42%	55.00%	55.00%	55.00%
业务占比	18.07%	15.63%	9.65%	9.70%	10.18%	10.64%	11.06%
<b>其他主营业务</b>	12	57	105	103	113	124	137
yoy		391.23%	84.30%	-2.29%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	24.60%	3.82%	9.95%	8.16%	9.00%	9.00%	9.00%
业务占比	0.18%	0.79%	1.33%	1.15%	1.10%	1.06%	1.01%
<b>其他业务</b>	11	13	28	32	41	51	63
yoy		11.60%	123.40%	15.50%	25.00%	25.00%	25.00%
毛利率	21.48%	-3.02%	41.24%	38.31%	35.00%	35.00%	35.00%
业务占比	0.18%	0.17%	0.36%	0.36%	0.40%	0.43%	0.47%

数据来源: wind, 公司公告, 东吴证券研究所

#### 4.2. 盈利预测与估值

公司为国产原料药龙头之一，且开始向 CDMO 和制剂业务转型，我们选取了几家原料药向 CDMO 和制剂业务转型的企业作为可比公司，包括天宇股份、美诺华、奥翔药业和九洲药业。根据我们的测算，公司 2022 年 PE 估值约为 28 倍，略低于行业可比

公司平均水平。

表 7: 可比公司估值对比 (数据截至 2022 年 4 月 12 日)

代码	公司	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)				P/E (倍)				市值 (亿元)
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
300702.SZ	天宇股份	41.67	6.67	2.83	5.60	7.90	21.7	51.3	25.9	18.4	145
603538.SH	美诺华	56.90	1.67	2.40	3.46	4.51	32.6	36.1	25.1	19.2	87
603456.SH	九洲药业	45.83	3.81	6.50	8.70	11.54	76.2	58.7	43.9	33.1	382
603520.SH	司太立	50.26	2.39	3.45	5.54	7.24	65.8	35.7	22.2	17.0	123
可比公司平均							47.1	43.0	29.1	22.0	
000739.SZ	普洛药业	27.00	8.17	9.56	11.28	14.19	38.9	33.3	28.2	22.4	318

数据来源: WIND, 公司公告, 东吴证券研究所 (九洲药业、司太立、美诺华、普洛药业为东吴研究所推算估值, 天宇股份为 wind 一致预期估值; 普洛 2021 年归母净利润和数据为实际数据)

我们预计 2022-2024 年营收分别为 102.25、117.35、135.49 亿元, 同比增速分别为 14.34%、14.78%、15.45%; 归母净利润分别为 11.28、14.19、18.26 亿元, 增速分别 18.09%、25.75%、28.72%, 2022-2024 年 P/E 估值分别为 28X、22X、17X, 基于公司 1) 原料药品种稳定增长; 2) 兽药 CDMO 深度绑定硕腾和默沙东, 快速放量; 3) 制剂业务借助一体化优势快速抢占市场; 首次覆盖, 给予“买入”评级。

## 5. 风险提示

**环保政策收紧:** 我国计划原料药生产高质量化、绿色化, 存在相关环保政策可能持续收紧的风险。

**成本向下游传导不及预期:** 上游原材料可能存在向下游传导不及预期的风险。

**新产品审批和放量不及预期:** 新产品 1) 存在审批速度、注册节奏等不及预期; 2) 放量规模不及预期的风险。

**CDMO 业务不及预期:** CDMO 业务主要为 I/II 期项目, 存在研发失败风险, 和板块收入不及预期风险。

**汇兑损益风险:** 人民币存在升值的风险。

## 普洛药业三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>5,782</b>	<b>6,454</b>	<b>7,554</b>	<b>9,551</b>	<b>营业总收入</b>	<b>8,943</b>	<b>10,225</b>	<b>11,735</b>	<b>13,549</b>
货币资金及交易性金融资产	2,625	2,933	3,550	4,920	营业成本(含金融类)	6,569	7,370	8,400	9,576
经营性应收款项	1,780	1,952	2,238	2,614	税金及附加	33	46	51	58
存货	1,250	1,438	1,615	1,844	销售费用	453	665	737	806
合同资产	0	0	0	0	管理费用	454	501	563	637
其他流动资产	127	131	151	174	研发费用	446	501	561	612
<b>非流动资产</b>	<b>3,381</b>	<b>4,082</b>	<b>4,846</b>	<b>5,364</b>	财务费用	-14	-3	-7	-13
长期股权投资	81	64	42	19	加:其他收益	99	121	137	156
固定资产及使用权资产	1,973	2,254	2,630	3,008	投资净收益	90	51	90	103
在建工程	710	1,133	1,524	1,668	公允价值变动	-24	0	0	0
无形资产	369	385	404	424	减值损失	0	0	0	0
商誉	20	19	18	17	资产处置收益	0	6	7	5
长期待摊费用	9	8	8	8	<b>营业利润</b>	<b>1,119</b>	<b>1,323</b>	<b>1,664</b>	<b>2,138</b>
其他非流动资产	219	219	219	219	营业外净收支	-5	-7	-7	-7
<b>资产总计</b>	<b>9,163</b>	<b>10,536</b>	<b>12,400</b>	<b>14,915</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,114</b>	<b>1,316</b>	<b>1,657</b>	<b>2,131</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,779</b>	<b>4,034</b>	<b>4,489</b>	<b>5,187</b>	减:所得税	159	187	238	305
短期借款及一年内到期的非流动负债	346	346	346	346	<b>净利润</b>	<b>956</b>	<b>1,128</b>	<b>1,419</b>	<b>1,826</b>
经营性应付款项	2,623	2,861	3,163	3,719	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	302	229	293	339	<b>归属母公司净利润</b>	<b>956</b>	<b>1,128</b>	<b>1,419</b>	<b>1,826</b>
其他流动负债	508	597	687	782	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.81	0.96	1.20	1.55
非流动负债	324	324	324	324	EBIT	1,038	1,142	1,424	1,860
长期借款	105	105	105	105	EBITDA	1,401	1,549	1,864	2,358
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	26.54	27.92	28.42	29.32
租赁负债	23	23	23	23	归母净利率(%)	10.69	11.04	12.09	13.48
其他非流动负债	196	196	196	196	收入增长率(%)	13.49	14.34	14.78	15.45
<b>负债合计</b>	<b>4,103</b>	<b>4,358</b>	<b>4,813</b>	<b>5,511</b>	归母净利润增长率(%)	17.00	18.09	25.75	28.72
归属母公司股东权益	5,060	6,178	7,587	9,404					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>5,060</b>	<b>6,178</b>	<b>7,587</b>	<b>9,404</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>9,163</b>	<b>10,536</b>	<b>12,400</b>	<b>14,915</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	612	1,405	1,771	2,320	每股净资产(元)	4.29	5.24	6.44	7.98
投资活动现金流	-515	-978	-1,054	-874	最新发行在外股份(百万股)	1,179	1,179	1,179	1,179
筹资活动现金流	-204	-29	-29	-28	ROIC(%)	17.36	16.07	16.57	17.77
现金净增加额	-125	388	678	1,409	ROE-摊薄(%)	18.88	18.26	18.70	19.42
折旧和摊销	363	408	440	498	资产负债率(%)	44.78	41.36	38.82	36.95
资本开支	-698	-1,127	-1,226	-1,040	P/E(现价&最新股本摊薄)	33.30	28.20	22.42	17.42
营运资本变动	-668	-195	-97	-2	P/B(现价)	6.29	5.15	4.19	3.38

数据来源:Wind,东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

