普洛药业（000739）

公司研究/点评报告

盈利能力改善，看好 CDMO 贡献业绩增量

—普洛药业 2020 年半年度业绩预告点评

点评报告/医药　　2020 年 07 月 02 日

一、事件概述

2020 年 7 月 1 日，普洛药业发布 2020 年半年度业绩预告，在收入端，公司上半年营业收入在 39.05-40.82 亿元，同比增长 10.02-15.01%；利润端，上半年归母净利为 4.08-4.36 亿元，同比增长 45.28-55.25%，基本每股收益为 0.3462-0.37 元/股。

二、分析与判断

➢ 收入结构调整下，二季度盈利能力边际改善

根据公司业绩预告，2020Q2 公司收入在 22.04-23.81 亿元，同比增长 17.6-27.1%（2020Q1 同比增长 1.53%）；归母净利 2.53-2.81 亿元，同比增长 48.8-65.3%（2020Q1 同比增长 39.95%）；归母净利率为 10.6-12.8%（2020Q1 为 9.1%），相比 2019Q2 同比提升 1.6-3.7pct。**整体上看，公司在 2020Q2 期间盈利能力边际改善，2020Q1 的业绩有望成为全年的相对低点。**

我们认为，公司二季度盈利能力提升部分源于收入结构调整带来的高利润率。根据公司 2020 年 4 月 19 日投资者关系活动记录，2020 年 Q1“*公司一季度营业收入制剂下降了约 25%，贸易中的进口部分也有所下降*”，“*去除制剂和贸易因素影响，自有的原料药和 CDMO 都有近 20%的增长*”；毛利率上“*一季度毛利率总体略降，其中制剂下降多一些，从 70%多下降到了 60%多，CDMO 毛利率上升有 6%左右，原料药毛利率基本持平*”。2020Q1 制剂业务收入占总收入比重下降但归母净利同比明显增长，从侧面体现出相对于制剂业务，公司 API 和 CDMO 业务具有较强的盈利能力。分析 2020Q2，我们认为，考虑到二季度医院诊疗活动逐步恢复，公司制剂业务降幅有望缩窄；根据公司业绩预告，2020 年半年报“*业绩变动的主要原因是本期原料药和 CDMO 销售收入、毛利同比增加而费用同比下降*”，我们推测公司 API 和 CDMO 业务占比有望进一步提高。考虑到制剂业务相对较高的销售费用率，我们看好 2020 年公司 API 和 CDMO 业务的成长弹性及其对盈利能力的提升。

➢ API 及 CDMO 业务：产能扩张、订单放量驱动的景气周期开启

CDMO 方面，中短期内看好项目拓展加速和订单业绩的逐步放量。根据公司 2020 年 3 月 11 日投资者关系活动记录，公司“*目前有 100 多个项目在运作*”，“*今年有 3 个项目在商业化供应，另外有六七个项目在转移落地*”，CDMO 研发团队方面上海“*现在有 30 人左右，今年计划扩招到 80-100 人*”，“*横店现在有 70 多人，也会增加到近 100 人*”。我们认为，CDMO 业务订单获取并非一蹴而就，公司目前正处于收入结构调整、CDMO 增量贡献业绩的阶段，公司已在发酵类、合成类 API 生产方面积累的工艺优势、成本控制优势有望增强公司在 CDMO 业务中的比较优势，公司近期的人员扩充计划从侧面印证公司发展 CDMO 业务的信心、决心。

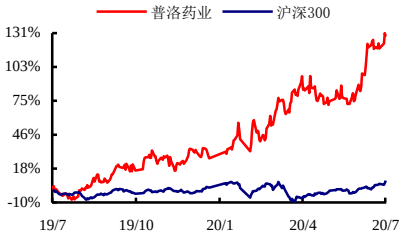
API 方面，看好公司 API 产能扩张增强的业绩弹性。根据公司 2020 年 3 月 11 日投资者关系活动记录，未来 2-3 年新增产能中，“*比例上来说 API 产能可能扩得会更多*”，而“*新的产能的提升也不仅是简单重复的提升，而是做更高效的、更低成本的改进*”；此外在前向一体化拓展方面，公司未来会发展“*自身有优势的，原料药制剂一体化的品种*”，“*此类品种以后可能会是成本竞争型，我们要利用原料药的优势去做好制剂*”。我们认为，在环保趋严、国内制剂市场规范化的背景下，API 行业的价值回归，公司基于技术壁垒的多元化拓展，有望快速验证公司在 API 方面的质量和规模优势。

推荐　维持评级

当前价格：　23.0 元

交易数据	2020-7-1
近 12 个月最高/最低(元)	23.29/9.36
总股本（百万股）	1,179
流通股本（百万股）	1,147
流通股比例（%）	97.31
总市值（亿元）	271
流通市值（亿元）	264

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：孙建

执业证号：　S0100519020002

电话：　021-60876703

邮箱：　sunjian@mszq.com

相关研究

1.普洛药业(000739):利润超预期,仿药竞争变量加速向技术切换

2.普洛药业（000739）年报点评：符合预期，技术优势奠定可持续增长基础

三、投资建议

短期看，中间体原料药的盈利能力提升及 CDMO 业务进入加速放量阶段，将成为未来 2-3 年公司业绩增长主要驱动力。中长期看，CDMO 业务和制剂业务的国内外规模化放量，构成公司经营天花板提升的主要驱动变量。考虑到制剂业务的逐步恢复和 CDMO 业务爬坡，我们认为下半年业绩有望维持较快增长。基于这样的考虑，我们上调公司 2020 年盈利预测，预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.67、0.84、1.09 元，2020 年 7 月 1 日收盘价对应 2020 年 PE34.5 倍(2021 年 27.3 倍),考虑未来 3 年利润端复合增速有望，保持 30%左右的复合增速，我们维持“推荐”评级。

四、风险提示：

产能投入周期的波动性风险，出口锁汇带来的业绩波动性风险，CDMO 订单波动性风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	7,211	8,257	9,552	11,149
增长率（%）	13.1	14.5	15.7	16.7
归属母公司股东净利润（百万元）	553	787	993	1,282
增长率（%）	49.3	42.1	26.2	29.1
每股收益（元）	0.47	0.67	0.84	1.09
PE（现价）	49.0	34.5	27.3	21.2
PB	7.2	6.0	4.9	4.0

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	**7,211**	**8,257**	**9,552**	**11,149**
营业成本	4,877	5,607	6,467	7,469
营业税金及附加	44	51	59	69
销售费用	835	867	946	1,059
管理费用	458	512	592	691
研发费用	360	405	468	546
EBIT	636	815	1,021	1,314
财务费用	13	(24)	(45)	(98)
资产减值损失	(43)	21	14	23
投资收益	(21)	(2)	(3)	(9)
营业利润	**644**	**920**	**1,152**	**1,485**
营业外收支	(10)	0	0	0
利润总额	**634**	**901**	**1,137**	**1,468**
所得税	80	114	144	186
净利润	553	787	993	1,282
归属于母公司净利润	**553**	**787**	**993**	**1,282**
EBITDA	**993**	**1,155**	**1,346**	**1,626**

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1036	1887	3676	5351
应收账款及票据	1025	1174	1358	1585
预付款项	121	139	160	185
存货	1025	1231	1412	1641
其他流动资产	312	312	312	312
流动资产合计	**3958**	**5174**	**7344**	**9496**
长期股权投资	122	120	117	108
固定资产	1899	1826	1754	1681
无形资产	331	297	264	236
非流动资产合计	**2565**	**2103**	**1650**	**1212**
资产合计	**6523**	**7277**	**8994**	**10707**
短期借款	50	100	200	300
应付账款及票据	2010	1875	2414	2643
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	**2562**	**2530**	**3254**	**3685**
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	121	121	121	121
非流动负债合计	**193**	**193**	**193**	**193**
负债合计	**2755**	**2723**	**3447**	**3878**
股本	1179	1179	1179	1179
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	**3768**	**4555**	**5547**	**6829**
负债和股东权益合计	**6523**	**7277**	**8994**	**10707**

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	13.1	14.5	15.7	16.7
EBIT 增长率	41.4	28.1	25.2	28.7
净利润增长率	49.3	42.1	26.2	29.1
盈利能力				
毛利率	32.4	32.1	32.3	33.0
净利润率	7.7	9.5	10.4	11.5
总资产收益率 ROA	8.5	10.8	11.0	12.0
净资产收益率 ROE	14.7	17.3	17.9	18.8
偿债能力				
流动比率	1.5	2.0	2.3	2.6
速动比率	1.2	1.6	1.8	2.1
现金比率	0.6	0.9	1.3	1.6
资产负债率	0.4	0.4	0.4	0.4
经营效率				
应收账款周转天数	51.2	49.0	49.0	49.0
存货周转天数	71.1	71.1	71.1	71.1
总资产周转率	1.2	1.2	1.2	1.1
每股指标（元）				
每股收益	0.5	0.7	0.8	1.1
每股净资产	3.2	3.9	4.7	5.8
每股经营现金流	1.2	0.6	1.3	1.3
每股股利	0.2	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	49.0	34.5	27.3	21.2
PB	7.2	6.0	4.9	4.0
EV/EBITDA	19.3	16.2	13.0	10.2
股息收益率	0.7	0.0	0.0	0.0

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	553	787	993	1,282
折旧和摊销	400	361	340	335
营运资金变动	368	(452)	230	(168)
经营活动现金流	**1,360**	**720**	**1,587**	**1,484**
资本开支	25	(100)	(109)	(101)
投资	(360)	0	0	0
投资活动现金流	**(441)**	**100**	**109**	**101**
股权募资	0	0	0	0
债务募资	(564)	(16)	0	0
筹资活动现金流	**(706)**	**31**	**94**	**90**
现金净流量	**213**	**851**	**1,790**	**1,675**

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

孙建，博士，研究院院长助理，医药行业首席分析师，毕业于北京大学医学部生药学专业，7年医药行行业研究从业经验，2019年1月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。