

普利制药 (300630.SZ) / 化学制药

证券研究报告/公司点评

2022年04月25日

评级: 买入 (维持)

市场价格: 24.04

分析师: 祝嘉琦

执业证书编号: S0740519040001

电话: 021-20315150

Email: zhujq@r.qlzq.com.cn

联系人: 李建

电话:

Email: lijian01@r.qlzq.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1188.60	1508.83	1889.75	2321.07	2803.27
增长率 yoy%	25.10%	26.94%	25.25%	22.82%	20.77%
净利润 (百万元)	407.45	416.60	519.23	669.56	849.45
增长率 yoy%	35.30%	2.25%	24.63%	28.95%	26.87%
每股收益 (元)	0.93	0.95	1.19	1.53	1.94
每股现金流量	0.76	0.36	1.48	1.27	1.74
净资产收益率	19.98%	16.39%	17.32%	18.43%	19.10%
P/E	25.78	25.22	20.23	15.69	12.37
PEG	0.73	11.23	0.82	0.54	0.46
P/B	5.15	4.13	3.50	2.89	2.36

备注: 数据截至 2022.04.25

投资要点

■ **事件: 公司发布 2021 年报和 2022 年一季报, 2021 年营业收入 15.09 亿元, 同比增长 26.94%, 归母净利润 4.17 亿元, 同比增长 2.25%, 扣非净利润 4.06 亿元, 同比增长 6.69%; 2022 年一季度营业收入 3.68 亿元, 同比增长 34.58%, 归母净利润 1.62 亿元, 同比增长 33.44%, 扣非净利润 1.49 亿元, 同比增长 25.53%。**

■ **Q1 保持快速增长, 海外注射剂有望持续放量。**公司 2021 年业绩与此前快报基本一致, 22Q1 业绩接近此前预告 (25%-35%) 上限。公司收入持续稳健增长, 我们预计主要受抗生素类药物、抗过敏药物、消化道药物收入快速增长带动, 其收入增速分别为 93.12%、33.78%、29.91%。2021 年利润端增速波动主要受研发费用增加、可转债利息费用以及 2020 年股权激励的股份支付费用增加的影响, 其中研发费用 2.29 亿元 (同比+19.95%, 下同), 占收入比例 15.20% (+8.76pp), 利息支出 5570.57 万元 (+651%), 占收入比例 3.69% (+3.07pp), 股权激励费用 1086.99 万元 (+74%), 占收入比例 0.72% (+0.19pp)。公司海外注射剂产品不断丰富, 产能瓶颈有望逐渐解除, 持续放量值得期待。

分季度: 2021Q4 营收 3.72 亿元 (-8.45%), 归母净利润 2643 万元 (-78.42%), 扣非净利润 2108 万元 (-81.48%); 2022Q1 营收 3.68 亿元 (+34.58%), 归母净利润 1.62 亿元 (+33.44%), 扣非净利润 1.49 亿元 (+25.53%)。

分产品: 抗生素类药物收入 4.47 亿元 (+93.12%), 毛利率 73.42% (+13.00pp), 收入快速增长; 抗过敏药物收入 2.94 亿元 (+33.78%), 毛利率 85.54% (+0.58pp), 核心品种地氯雷他定集采后价格下降影响了收入和毛利率; 心脑血管类药物收入 2.66 亿元 (-21.41%), 毛利率 87.40% (-2.73pp), 我们预计主要受产品价格下降、成本上升的影响; 非甾体抗炎类药物收入 1.19 亿元 (+3.09%), 主要受双氯芬酸钠钠肠溶缓释胶囊的销售带动; 消化道药物收入 1.55 亿元 (+29.91%), 毛利率 70.21% (-6.57pp)。

■ **毛利率略有下滑, 三项费用率保持稳定。**2021、2022Q1 公司综合毛利率分别为 71.58% (-3.18pp)、79.50% (-1.78pp), 毛利率略有下滑, 主要因为原材料成本、制造费用增加; 三项费用率合计分别为 23.85% (+2.91pp)、21.29% (+2.71pp), 基本保持稳定, 其中财务费用率分别为 2.96% (+1.89pp)、4.87% (+4.50pp), 主要因为利息支出增加。

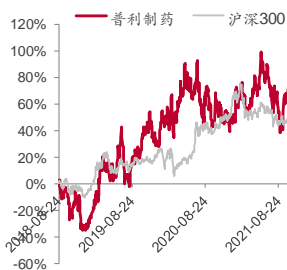
■ **产能瓶颈破除, 制剂管线驱动国内外增长。**公司 2020 年报披露, 海南针剂二、三车间相继于 2020 年通过 FDA 认证, 至此制约公司海外注射剂业务发展的产能瓶颈得以解除。公司在制剂技术研究和全球注册方面具有丰富的技术储备和经验, 目前取得产品批文 146 个, 包括境内化学药批文 57 个、境外制剂生产批件 64 个、17 个原料药批准文号、3 个药用辅料生产批准文号, 丰富的产品有望带动国内外业务持续快速增长。国内方面, 新产品获批、集采品种销售、适应证拓展、原有产品升级等都将带动国内业务持续增长; 国外方面, 已获批品种的积极招投标、新市场开拓、新品种上市、CMO 业务等也将驱动国外业务不断增长。

■ **盈利预测与投资建议: 根据最新公告数据, 考虑公司产能逐步放量带动业绩稳健增长, 以及受原材料涨价、费用的影响, 我们调整盈利预测, 预计公司 2022-2024 年收入 18.90、23.21 和 28.03 亿元 (2022、2023 年调整前 23.89、33.90 亿元), 同比增长 25.25%、22.82% 和 20.77%; 归母净利润 5.19、6.70 和 8.49 亿元 (2022、2023 年调整前 7.50、10.20 亿元), 同比增长 24.63%、28.95% 和 26.87%。当前股价对应 2021-2023 年 PE 为 20/16/12 倍。考虑公司是国内稀缺的注射剂出口企业, 当前正处于产品快速获批, 海外国内双线发力的快速增长阶段, 未来持续快速增长值得期待, 维持“买入”评级。**

■ **风险提示事件: 药品降价风险; 国内外产品获批不达预期风险; 外部政策不确定性风险; 公开资料信息滞后或更新不及时风险。**

基本状况

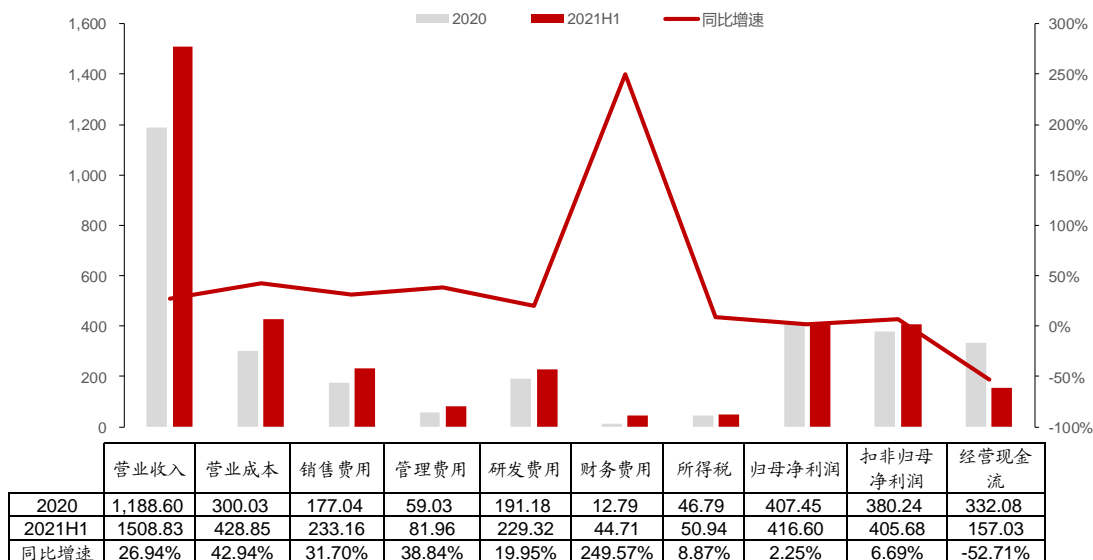
总股本(百万股)	436.98
流通股本(百万股)	321.87
市价(元)	24.04
市值(百万元)	10,505.04
流通市值(百万元)	7,737.82

股价与行业-市场走势对比

相关报告

1 普利制药(300630.SZ)-2021 年三季报点评: 业绩符合预期, 海外注射剂放量值得期待-20211025

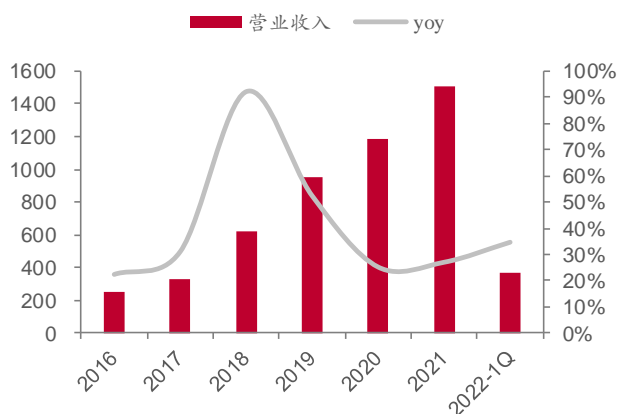
2 普利制药(300630.SZ)- 2021 中报点评: 收入增长超预期, 海外注射剂有望持续放量-20210809

图表 1: 2021 年主要财务数据变化 (单位: 百万元, %)



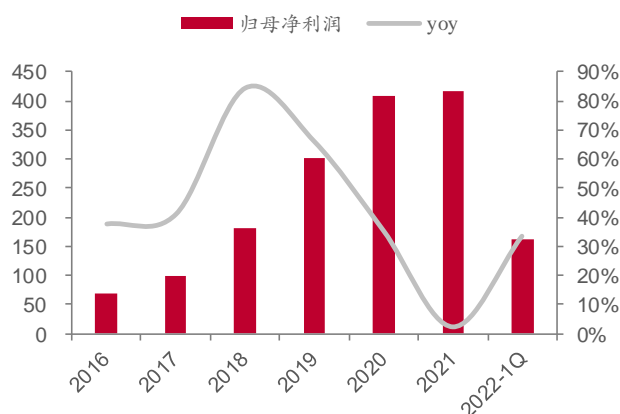
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: 普利制药营收 (单位: 百万元, %)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 3: 普利制药归母净利润 (单位: 百万元, %)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 4: 普利制药分季度财务数据 (单位: 百万元)

项目	2019-1Q	2019-2Q	2019-3Q	2019-4Q	2020-1Q	2020-2Q	2020-3Q	2020-4Q	2021-1Q	2021-2Q	2021-3Q	2021-4Q	2022-1Q
营业收入	156.96	194.91	256.66	341.56	170.84	230.84	380.36	406.56	273.39	349.66	513.59	372.19	367.93
营业收入同比	67.06%	24.33%	69.46%	54.05%	8.84%	18.43%	48.19%	19.03%	60.03%	51.47%	35.03%	-8.45%	34.58%
营业收入环比	-11.37%	24.18%	31.68%	33.08%	-49.98%	35.12%	64.77%	6.89%	-32.76%	27.90%	46.88%	-27.53%	-1.14%
营业成本	22.91	32.14	50.31	69.40	25.26	47.53	73.23	154.01	51.17	87.78	117.89	172.02	75.41
毛利率	85.40%	83.51%	80.40%	79.68%	85.21%	79.41%	80.75%	62.12%	81.28%	74.90%	77.05%	53.78%	79.50%
销售费用	31.06	42.15	54.69	71.88	29.97	29.96	72.16	44.95	38.90	46.19	74.63	73.44	47.71
管理费用	5.87	12.63	21.30	15.90	5.90	13.46	23.22	16.46	10.88	30.76	36.68	3.64	12.72
研发费用	22.56	49.84	40.58	71.32	24.21	52.21	88.98	25.78	50.21	59.40	94.50	25.21	56.66
财务费用	0.96	3.13	1.27	-1.12	0.82	4.22	4.41	3.34	1.01	11.20	14.89	17.61	17.90
营业利润	72.98	53.72	88.97	117.85	85.26	80.44	128.82	163.28	123.48	108.64	163.43	72.54	167.77
利润总额	73.04	53.73	88.75	118.65	82.09	80.02	128.83	163.31	123.49	108.67	162.35	73.03	167.79
所得税	3.02	3.66	2.80	23.53	2.01	1.62	2.36	40.80	2.25	4.78	-2.69	46.60	6.01
归母净利润	70.01	50.07	85.95	95.12	80.08	78.40	126.47	122.50	121.24	103.90	165.04	26.43	161.78
归母净利润同比	125.11%	27.72%	70.63%	57.82%	14.38%	56.58%	47.15%	28.79%	51.40%	32.53%	30.50%	-78.42%	33.44%
净利率	44.60%	25.69%	33.49%	27.85%	46.87%	33.96%	33.25%	30.13%	44.35%	29.71%	32.13%	7.10%	43.97%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 5: 分季度营收 (单位: 百万元, %)



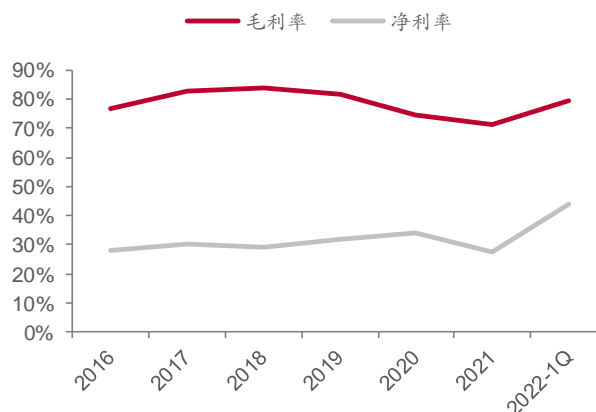
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 6: 分季度归母净利润 (单位: 百万元, %)



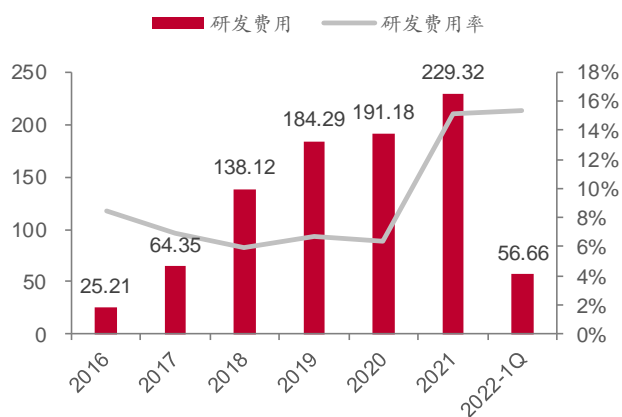
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 7: 普利制药历年毛利率和净利率 (%)



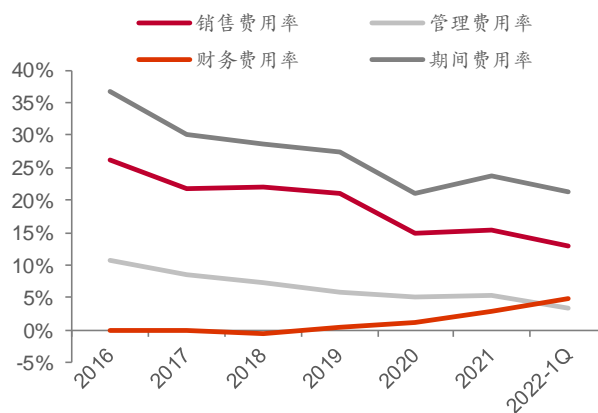
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 8: 普利制药研发费用率 (百万元, %)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 9: 普利制药历年三项费用率 (%)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 10: 普利制药国际化品种

序号	产品名称	欧美等国家地区
1	注射用阿奇霉素	美国、德国、荷兰、奥地利、加拿大、澳大利亚、马来西亚、泰国、新西兰、白俄罗斯、英国
2	注射用更昔洛韦	美国、荷兰、德国、中国香港、英国、法国、WHO、泰国、塞浦路斯、意大利、哥斯达黎加
3	左乙拉西坦注射用浓溶液	美国、德国、荷兰、英国、西班牙、泰国、马来西亚
4	注射用比伐芦定	美国、荷兰、德国、英国
5	依替巴肽注射液	美国、德国、荷兰、英国
6	注射用伏立康唑	美国、德国、荷兰、澳大利亚、哥斯达黎加、英国
7	注射用盐酸万古霉素	美国、加拿大、哥斯达黎加
8	硝普钠注射液	美国、加拿大
9	注射用泮托拉唑钠	德国、荷兰、澳大利亚、加拿大
10	特利加压素注射液	荷兰、德国
11	双环胺注射液	美国
12	地氯雷他定片	德国、荷兰、马来西亚
13	地氯雷他定干混悬剂	德国、荷兰
14	左氧氟沙星片	德国、荷兰
15	盐酸二甲双胍缓释片	荷兰
16	注射用艾司奥美拉唑钠	荷兰、美国
17	奥卡西平片	荷兰

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 11: 普利制药财务报表预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,025.03	1,951.95	2,415.48	3,358.15	营业收入	1,508.83	1,889.75	2,321.07	2,803.27
现金	442.26	373.18	393.45	907.61	营业成本	428.85	546.52	682.86	838.74
应收账款	875.76	975.19	1,242.68	1,503.80	营业税金及附加	17.66	18.87	23.89	29.23
其他应收款	13.88	11.12	14.98	18.85	营业费用	233.16	274.01	324.95	364.43
预付账款	254.51	194.99	270.96	349.12	管理费用	81.96	132.28	139.26	140.16
存货	262.17	260.51	337.59	426.06	财务费用	44.71	12.50	26.42	17.05
其他流动资产	176.44	136.95	155.81	152.71	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	2,637.21	2,765.10	2,891.31	2,901.95	公允价值变动收益	0.00	0.18	0.18	0.15
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	-3.55	1.00	1.00	1.00
固定资产	719.84	1,001.19	1,315.08	1,819.76	营业利润	468.10	581.68	750.51	951.78
无形资产	129.92	153.34	174.41	196.94	营业外收入	0.60	0.50	0.46	0.50
其他非流动资产	1,787.44	1,610.57	1,401.82	885.25	营业外支出	1.15	1.86	1.92	1.77
资产总计	4,662.24	4,717.06	5,306.79	6,260.10	利润总额	467.54	580.33	749.05	950.50
流动负债	1,039.68	1,029.52	912.44	1,021.34	所得税	50.94	61.10	79.49	101.05
短期借款	347.11	322.96	36.87	0.00	净利润	416.60	519.23	669.56	849.45
应付账款	228.27	300.14	378.60	460.46	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	464.30	406.43	496.97	560.88	归属母公司净利润	416.60	519.23	669.56	849.45
非流动负债	1,080.80	689.21	762.31	791.95	EBITDA	587.58	684.91	905.27	1,148.74
长期借款	183.37	183.37	183.37	183.37	EPS (元)	0.95	1.19	1.53	1.94
其他非流动负债	897.43	505.84	578.94	608.59					
负债合计	2,120.48	1,718.73	1,674.74	1,813.30					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00					
股本	436.98	436.98	436.98	436.98					
资本公积	676.75	676.75	676.75	676.75					
留存收益	1,318.32	1,837.55	2,455.59	3,249.44					
归属母公司股东权益	2,541.76	2,998.33	3,632.04	4,446.80					
负债和股东权益	4,662.24	4,717.06	5,306.79	6,260.10					
现金流量表									
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E					
经营活动现金流	157.03	646.52	554.77	758.70					
净利润	416.60	519.23	669.56	849.45					
折旧摊销	74.77	90.72	128.34	179.91					
财务费用	44.71	12.50	26.42	17.05					
投资损失	3.55	-1.00	-1.00	-1.00					
营运资金变动	-430.92	-14.72	-284.78	-294.14					
其他经营现金流	48.32	39.79	16.23	7.43					
投资活动现金流	-973.22	-245.38	-248.01	-186.82					
资本支出	803.78	275.00	205.00	155.00					
长期投资	170.00	0.64	0.03	-0.12					
其他投资现金流	0.55	30.26	-42.98	-31.94					
筹资活动现金流	900.07	-470.22	-286.48	-57.73					
短期借款	177.34	-24.16	-286.09	-36.87					
长期借款	-11.44	0.00	0.00	0.00					
普通股增加	-0.01	0.00	0.00	0.00					
资本公积增加	11.95	0.00	0.00	0.00					
其他筹资现金流	722.23	-446.07	-0.39	-20.86					
现金净增加额	83.38	-69.08	20.27	514.16					

主要财务比率				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	26.9%	25.2%	22.8%	20.8%
营业利润	2.2%	24.3%	29.0%	26.8%
归属于母公司净利润	2.2%	24.6%	29.0%	26.9%
获利能力				
毛利率(%)	71.6%	71.1%	70.6%	70.1%
净利率(%)	27.6%	27.5%	28.8%	30.3%
ROE(%)	16.4%	17.3%	18.4%	19.1%
ROIC(%)	13.9%	15.3%	17.9%	20.8%
偿债能力				
资产负债率(%)	45.5%	36.4%	31.6%	29.0%
净负债比率(%)	25.16%	29.66%	13.36%	10.30%
流动比率	1.95	1.90	2.65	3.29
速动比率	1.70	1.64	2.28	2.87
营运能力				
总资产周转率	0.39	0.40	0.46	0.48
应收账款周转率	2	2	2	2
应付账款周转率	2.08	2.07	2.01	2.00
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.95	1.19	1.53	1.94
每股经营现金流(最新摊薄)	0.36	1.48	1.27	1.74
每股净资产(最新摊薄)	5.82	6.86	8.31	10.18
估值比率				
P/E	25.22	20.23	15.69	12.37
P/B	4.13	3.50	2.89	2.36
EV/EBITDA	19	16	12	10

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。