

中信证券研究部



田加强
首席医药分析师
S1010515070002



陈竹
医药分析师
S1010516100003

核心观点

公司 2019 年三季报业绩略超预期，左乙拉西坦片近期中标集采扩面，有望显著受益联盟地区带量采购以量换价；制剂出口业务打开新蓝海；继续重点推荐，维持“买入”评级。

■ **2019 年三季度业绩接近预告上限，略超预期。**公司 2019 年前三季度分别实现营收、归母净利润、扣非净利润 54.15 亿/4.32 亿/4.27 亿元，分别同比增长 15.99%/57.87%/77.00%；实现经营性现金流净额 10.83 亿元，同比增长 80.41%；实现 EPS 0.37 元，同比增长 60.87%。其中 Q3 单季度分别实现营收、归母净利润、扣非净利润 18.66 亿/1.51 亿/1.36 亿元，分别同比增长 16.76%/73.43%/63.64%。

■ **盈利能力明显改善，主营业务量价齐升。**公司毛利率同比提升 1.99PCTs 至 32.02%。销售费用率和管理费用率分别同比下降 0.64/1.04PCTs 至 11.56%和 5.30%，体现公司降本增效及员工结构优化改革的显著成效。财务费用率受汇兑收益同比提升影响同比提升 0.35PCT 至 0.11%。预计公司 Q3 业绩提速主要受益于①头孢类、硫酸多粘菌素类、对羧酸等多个规模优势品种价格稳中有升；②头孢类制剂品种由代工转向直销，且主动剥离部分低毛利中成药品种后业务结构优化；③环保/安全监管趋严叠加非洲猪瘟影响下兽药及人用药 API 行业壁垒提升，CDMO 板块原材料涨价逐渐传导至订单价格。考虑到公司截至明年预计完成 10 条中间体/原料药产线扩建，主营业务量价齐升逻辑有望持续兑现。

■ **左乙拉西坦片中标联盟集采，有望显著提振业绩。**公司左乙拉西坦片（250mg）于 9 月 24 日中选全国联盟地区药品集采，采购量为 599.54 万片（首年约定采购量基数 60%的一半）；中选价格 2.40 元/片，与去年基本持平；采购规模 1437 万元。2018 年左乙拉西坦片 PDB 样本医院 2018 年销售额增长 8.3%，按照全国 4 倍放大，250mg 规格销售量为 0.7 亿片，销售规模 3.0 亿元。2018 年原研 UCB 市场占有率 96.77%。近期 UCB 药品中标价约为 4.18 元/片，较集采价高出 74%。参照去年 4+7 集采执行情况并考虑到集采品种明显的价格优势，预计公司 2020 年实际销售量将远超本次集采量。公司具备的原料药+制剂一体化能力，量产成本及规模效应优势明显，有望抢占原研市场份额并实现以量换价。此外左乙拉西坦片 500mg 规格市场规模约为 9.7 亿元，销售厂家仅 3 家，上市销售有望进一步显著提振业绩。

■ **盐酸安非他酮缓释片美国 ANDA 获批，制剂出口业务扬帆起航。**公司 9 月 8 日公告向美国 FDA 申报的盐酸安非他酮缓释片（300mg）的 ANDA 获批（150mg 规格有望于近期通过审评）。2018 年该品种 IMS 样本医院总体销售规模约 6 亿美元（其中 300mg 剂型 1.2 亿美元），近 5 年销售额 CAGR 约 6.4%。考虑到公司原料药优势，假设于年内开始销售并于 2021 年达到 10%的仿制市场占有率，测算知盐酸安非他酮缓释片出口销售有望分别增厚公司 2019-2021 年归母净利润 1.3%/6.0%/10.5%。此外结合 PDB 样本医院数据，当前国内盐酸安非他酮缓释片（150mg/75mg）销售规模约 30 亿-40 亿元，且竞争格局良好（在销售企业仅 4 家，暂无进口批文）。我们判断未来公司有望通过优先审评的快速通道实现该品种的国内上市销售，进一步获取中外双报的增量市场。此外公司第二个 ANDA 品种有望于近期申报。

普洛药业	000739
评级	买入（维持）
当前价	12.91 元
总股本	1,179 百万股
流通股本	1,147 百万股
52 周最高/最低价	13.17/6.66 元
近 1 月绝对涨幅	7.14%
近 6 月绝对涨幅	25.63%
近 12 月绝对涨幅	93.38%

■ **长期看好原料药+制剂一体化发展道路。**公司在优势原料品种领域逐步打通中间体+原料+制剂一体化布局,多个高端制剂品种有望落地。目前已向 NMPA 提交注册申请的项目共 7 个,并递交了 9 个产品多个国家的 DMF 注册。面向国内市场公司积极开展一致性评价工作,截至 2019 年初已开展品种 16 个,其中已申报 2 个(预计年内口服制剂申报 4 个,注射剂申报 2 个),有望持续受益于未来集采模式的不断深化。在创新药领域,索法地尔已完成 II 期临床。此外随着杭州优胜美特研究院于今年 1 月开始运行,临床 CMC 业务稳步推进。公司制剂+原料药协同发展道路逐步巩固。

■ **风险因素:** 海外出口风险; CDMO 战略推进不达预期。

■ **投资建议:** 公司作为国内化学原料药生产及出口龙头企业,前瞻性布局 CDMO 以及海外制剂出口业务,有望迎来新的成长点。考虑到左乙拉西坦片中标集采扩面及盐酸安非他酮缓释片美国 ANDA 获批有望进一步增厚业绩,上调 2019-2021 年 EPS 预测至 0.48/0.68/0.90 元(原为 0.47/0.64/0.86 元),分别对应归母净利润 5.67 亿/8.02 亿/10.60 亿元,对应 2020 年 PE 19 倍,维持“买入”评级。

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5552	6376	7566	9357	11229
增长率 YoY%	16	15	19	24	20
净利润(百万元)	257	371	567	802	1060
增长率 YoY%	(2)	44	53	41	32
每股收益(元)	0.22	0.31	0.48	0.68	0.90
毛利率%	30.8	31.9	32.7	33.2	33.4
每股净资产(元)	2.6	2.8	3.2	3.7	4.3
净资产收益率%	8.4	11.1	15.2	18.6	21.0
市盈率 PE(x)	59	41	27	19	14
市净率 PB(x)	5	5	4	4	3

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

注: 股价为 2019 年 10 月 17 日收盘价

利润表（百万元）

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	5,552	6,376	7,566	9,357	11,229
营业成本	3,840	4,341	5,092	6,250	7,474
毛利率	30.8%	31.9%	32.7%	33.2%	33.4%
营业税金及附加	53	46	65	79	91
营业费用	515	809	906	1,141	1,385
营业费用率	9.28%	12.69%	11.98%	12.19%	12.33%
管理费用	735	461	522	618	701
管理费用率	13.24%	7.23%	6.90%	6.60%	6.24%
财务费用	95	2	17	-14	-19
财务费用率	1.71%	0.04%	0.23%	-0.15%	-0.17%
投资收益	1	13	10	10	10
营业利润	336	491	707	1,000	1,322
营业利润率	6.05%	7.69%	9.35%	10.69%	11.77%
营业外收入	11	2	2	2	2
营业外支出	7	31	2	2	2
利润总额	340	462	707	1,000	1,322
所得税	83	92	140	198	262
所得税率	24.4%	19.8%	19.8%	19.8%	19.8%
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	257	371	567	802	1,060
净利率	4.62%	5.81%	7.50%	8.57%	9.44%
EPS（元）（摊薄）	0.22	0.31	0.48	0.68	0.90

现金流量表（百万元）

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	257	371	567	802	1,060
少数股东损益	0	0	0	0	0
折旧和摊销	333	331	224	238	257
营运资金变动	-483	41	-149	-194	-218
其他	103	91	-21	-13	-14
经营现金流	210	833	621	833	1,085
资本支出	-163	-82	-110	-160	-280
投资收益	1	2	10	10	10
资产变卖	197	271	0	0	0
其他	-114	-371	-2	0	0
投资现金流	-79	-179	-103	-150	-270
发行股票	244	0	0	0	0
负债变化	-220	-474	-211	-276	-127
股息支出	-77	-130	-170	-241	-318
其他	-40	10	-17	14	19
融资现金流	-93	-594	-399	-502	-426
现金及现金等价物变动	38	60	120	181	389

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

资产负债表（百万元）

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	547	644	764	945	1,334
存货	727	901	1,007	1,231	1,501
应收账款	1,094	1,024	1,361	1,586	1,909
其他流动资产	502	505	551	642	748
流动资产	2,870	3,075	3,683	4,404	5,492
固定资产	2,121	1,972	1,863	1,750	1,728
长期股权投资	36	101	101	101	101
无形资产	377	343	348	353	358
其他长期资产	288	261	244	263	293
非流动资产	2,821	2,676	2,556	2,467	2,480
资产总计	5,691	5,751	6,239	6,871	7,972
短期借款	1,041	614	403	127	0
应付账款	663	791	1,002	1,149	1,403
其他流动负债	734	798	890	1,089	1,322
流动负债	2,437	2,204	2,295	2,366	2,725
长期负债	0	0	0	0	0
其他长期负债	204	203	203	203	203
非流动性负债	204	203	203	203	203
负债合计	2,641	2,406	2,498	2,568	2,927
股本	1,179	1,179	1,179	1,179	1,179
资本公积	434	434	434	434	434
股东权益合计	3,050	3,344	3,741	4,303	5,045
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债股东权益总计	5,691	5,751	6,239	6,871	7,972

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
增长率（%）					
营业收入	16.34	14.85	18.66	23.66	20.01
营业利润	22.68	46.13	44.22	41.39	32.18
净利润	(2.40)	44.42	53.06	41.39	32.18
利润率（%）					
毛利率	30.84	31.93	32.70	33.21	33.44
EBIT Margin	7.37	11.29	12.96	13.57	14.06
EBITDA Margin	13.36	16.47	15.92	16.12	16.35
净利率	4.62	5.81	7.50	8.57	9.44
回报率（%）					
净资产收益率	8.41	11.08	15.16	18.64	21.01
总资产收益率	4.51	6.44	9.09	11.67	13.30
其他（%）					
资产负债率	46.41	41.85	40.04	37.38	36.72
所得税率	24.45	19.82	19.82	19.82	19.82
股利支付率	29.85	34.98	30.00	30.00	30.00

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。