

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



高超
医药分析师
S1010518090001

核心观点

公司为高端、优质、差异化注射剂出口企业，三季度业绩符合预期。随着注射剂国际化战略逐步兑现，“中美双报”战略预计即将进入收获期，业绩有望持续快速增长，上调 2019-2021 年 EPS 预测为 1.11/1.86/2.95 元，对应 PE 54/32/20 倍，维持“买入”评级。

■ **业绩实现预告区间上限，符合预期。**2019 年前三季度公司实现营业收入 6.08 亿元，同比增长 51.31%；实现归母及扣非净利润 2.06 亿/1.99 亿元，分别同比增长 70.05%/69.30%。Q3 单季度实现营业收入 2.57 亿元，同比增长 69.46%，归母和扣非净利润为 0.86 亿/0.83 亿元，同比增长 70.63%/69.44%，业绩及增速实现此前预告区间上限，符合预期。其中 Q3 归母净利润环比 Q2 大幅上升 71.6%，增速环比回升 42.91 个百分点，预计为公司注射用阿奇霉素等注射剂再次放量拉动。

■ **注射剂国际化逻辑逐步兑现，期待重磅品种放量接力。**公司阿奇霉素、伏立康唑、依替巴肽、更昔洛韦钠、左乙拉西坦、万古霉素 6 大注射剂已于美国获得 ANDA，其中的注射用阿奇霉素、伏立康唑等产品在海外终端已有放量；而公司另一产品注射用万古霉素为市场格局好、空间大的重磅品种，2018 年彭博终端销售数据达 6.0 亿美元，后续有望在海南二车间通过 FDA 认证、产能释放后接力贡献利润。展望未来，年内公司比伐芦定等重磅品种有望继续获批，同时公司在研注射剂项目有 30 余项，均有望在未来相继走向国际市场，持续支撑公司业绩增长。

■ **“中外双报”战略进入收获期。**公司转报品种注射用阿奇霉素和注射用更昔洛韦钠通过优先审批通道率先国内获批，注射用伏立康唑、左乙拉西坦也已经进入优先审批通道，产能释放后有望带来可观利润增厚；未来随着公司现有及在研品种进一步实行“中外双报”，公司在国内注射剂品种将趋于丰富。同时，公司凭借独到眼光及过硬技术实力，产品均为仿制药中的差异化、竞争格局良好的品种，且品质突出，因而在量价方面均有优势。此前独家通过一致性评价的注射用阿奇霉素对业绩的拉升已被验证，后续万古霉素等品种有望持续提升公司盈利水平。

■ **风险因素。**产品产能释放时间不确定风险；ANDA 获批进度不及预期风险；医保控费压力加剧风险；产品销售不达预期风险。

■ **投资建议。**公司三季度业绩符合预期，维持 2019 年 EPS 预测为 1.11 元；考虑到海南二车间有望较快通过 FDA 认证，2020 年公司重磅品种万古霉素有望实现放量，上调 2020-2021 年 EPS 预测至 1.86/2.95 元（原为/1.79/2.67 元），当前股价对应 2019/2020/2021 年 PE 分别为 54/32/20 倍。公司为高端、优质、差异化注射剂出口企业，质地稀缺，当前注射剂国际化战略逐步兑现，“中美双报”战略预计即将进入收获期，业绩有望持续快速增长，维持“买入”评级。

普利制药	300630
评级	买入（维持）
当前价	59.51 元
总股本	275 百万股
流通股本	148 百万股
近 12 月绝对涨幅	74.84%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	325	624	1013	1625	2538
营业收入增长率	31.0	92.1	62.4	60.4	56.2
净利润(百万元)	98	181	304	511	811
净利润增长率	41.0	84.4	67.7	67.9	58.7
每股收益 EPS(基本)(元)	0.36	0.66	1.11	1.86	2.95
毛利率%	83.0	83.8	84.4	85.2	86.1
净资产收益率 ROE%	13.6	20.5	27.4	34.2	38.6
每股净资产(元)	5.9	4.8	4.0	5.4	7.7
PE	166	90	54	32	20
PB	10	12	15	11	8

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 10 月 24 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	325	624	1,013	1,625	2,538
营业成本	55	101	158	240	354
毛利率	83.0%	83.8%	84.4%	85.2%	86.1%
营业税金及附加	4	5	9	16	23
销售费用	71	138	219	349	547
营业费用率	21.72%	22.09%	21.65%	21.50%	21.54%
管理费用	92	45	69	96	152
管理费用率	28.27%	7.16%	6.85%	5.92%	5.99%
财务费用	0	-4	-4	-7	-12
财务费用率	-0.08%	-0.68%	-0.37%	-0.45%	-0.46%
投资收益	2	4	3	3	3
营业利润	115	210	352	591	939
营业利润率	35.52%	33.64%	34.78%	36.40%	36.98%
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	115	210	352	591	938
所得税	17	29	48	80	127
所得税率	14.8%	13.6%	13.6%	13.6%	13.6%
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	98	181	304	511	811
净利率	30.29%	29.08%	30.04%	31.45%	31.95%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	232	166	272	453	725
存货	31	71	84	143	216
应收账款	47	137	162	275	456
其他流动资产	120	65	83	124	152
流动资产	430	439	601	996	1,549
固定资产	123	234	294	376	504
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	26	28	29	30	30
其他长期资产	295	408	477	547	658
非流动资产	445	670	800	953	1,192
资产总计	875	1,109	1,401	1,948	2,741
短期借款	0	22	0	0	0
应付账款	48	57	87	158	209
其他流动负债	55	84	134	217	338
流动负债	103	164	221	375	548
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	50	62	69	78	90
非流动性负债	50	62	69	78	90
负债合计	153	226	289	454	638
股本	122	183	275	275	275
资本公积	387	326	235	235	235
股东权益合计	721	883	1,112	1,495	2,103
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债股东权益总计	875	1,109	1,401	1,948	2,741

现金流量表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	98	181	304	511	811
少数股东损益	0	0	0	0	0
折旧和摊销	14	22	39	50	65
营运资金变动	-20	-106	26	-58	-107
其他	1	-2	-8	-10	-14
经营现金流	94	95	362	493	755
资本支出	-175	-252	-160	-192	-294
投资收益	0	0	3	3	3
资产变卖	286	151	0	0	0
其他	-363	-67	-7	-8	-7
投资现金流	-252	-168	-165	-197	-298
发行股票	327	0	0	0	0
负债变化	-22	26	-19	5	6
股息支出	-37	-37	-76	-128	-203
其他	14	8	4	7	12
融资现金流	282	-2	-91	-116	-185
现金及现金等价物变动	124	-75	106	181	272

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	30.97	92.07	62.38	60.36	56.24
营业利润增长率	57.36	81.90	67.85	67.83	58.73
净利润增长率	41.02	84.37	67.74	67.90	58.72
毛利率	82.97	83.76	84.42	85.25	86.06
EBITDA Margin	31.70	53.76	54.98	56.84	57.64
净利率	35.89	57.20	58.81	59.89	60.21
净资产收益率	13.64	20.54	27.38	34.18	38.57
总资产收益率	11.25	16.36	21.73	26.23	29.59
资产负债率	17.51	20.35	20.65	23.28	23.27
所得税率	14.79	13.58	13.58	13.58	13.58
股利支付率	37.23	20.19	25.00	25.00	25.00

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

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（仅就本研究报告负责条款而言，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 Dalamal 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。