

普利制药(300630)

报告日期: 2023年05月08日

蓄力向上, 静待拐点

——普利制药 2022 年报及 2023 年一季报点评

投资要点

□ 2022 年公司在国内销售渠道调整、疫情影响下净利率有所下降, 但现金流回款效率同比改善, 我们预计在国内外品种获批加速、国内市场深耕的影响下, 公司利润增速、营运效率有望逐渐提升; 基于公司在递送设计、壁垒制剂、合规生产等高端制造领域的积累, 我们看好公司在高壁垒原料、生产研发合作等领域的拓展潜力, 维持“增持”评级。

□ 财务表现: 收入稳健增长, 净利率有所下降

公司发布 2022 年报和 2023 年一季报, 2022 年收入 18.1 亿元, 同比增长 19.7%; 归母净利润 4.2 亿元, 同比增长 1%; 销售净利率 23.3%, 同比下降 4.3pct。2023 年一季度收入 3.7 亿元, 同比增长 1.4%; 归母净利润 1.4 亿元, 同比下降 14.4%; 销售净利率 37.1%, 同比下降 6.9pct。

□ 成长能力: 国内渠道调整、品种获批加速, 奠定增长基础

收入结构看, 2022 年公司国内收入 15.1 亿元、同比增长 18.3%、收入占比 83.7%; 国外收入约 3 亿元、同比增长 27.6%、收入占比 16.3%。分产品类别看, 急救药、消化道药物、心血管类药物收入增速相对较快, 分别同比增长 517.3%、52.1%、38.1%, 皮肤病类药物、抗过敏类药物和抗生素类药物收入同比有所下降。从国内和国外产品销售增长动能看:

①国内制剂: 期待集采中标增量和新品种、新规格弹性。我们根据公司获批的制剂出口产品估算, 抗过敏类药物、皮肤病类药物等主要收入来自于国内, 从公司重点品种 Wind 样本医院销售额和市占率看, 2022 年公司注射用伏立康唑、左乙拉西坦注射用浓溶液等同比有所增长, 样本医院市占率分别达到 19.6% 和 29.2%, 此外公司市占率相对较高的品种包括地氯雷他定系列(片剂、分散片、干混悬等)、双氯芬酸钠肠溶缓释胶囊、尼莫地平胶囊等, 2022 年部分品种受到疫情影响, 样本医院销售额同比有所下降, 我们预计随着疫情后诊疗恢复, 公司市占率优势的品种有望恢复增长。增量品种看, 2023 年 3 月 30 日公司公告在第八批全国带量采购中中标注射用伏立康唑、注射用达托霉素, 我们预计有望带来国内收入新增量; 2023 年以来公司陆续公告了阿奇霉素干混悬剂过评、盐酸多巴酚丁胺注射液过评、盐酸林克霉素注射液获得注册批件、碘帕醇注射液获得注册批件、奥卡西平片首家过评、地氯雷他定分散片转换为非处方药等, 我们认为新规格、新品种等有望带来 2023-2024 年国内制剂的增长弹性。

②制剂出口: 获批加速, 期待多品种获批下增长提速。根据公司 2022 年报, 公司已在美国获批 18 个 ANDA, 2022 年以来获批速度明显提升, 根据公司 ANDA 获批品种的品类, 我们预计制剂出口产品收入体现在抗生素类药物、心血管类药物等, 我们预计随着公司产品获批增多、大品种规模效应增强, 有望带动制剂出口收入增长提速。

□ 盈利能力: 产品结构影响大, 预计净利率略有下降

预计净利率有所下降、降幅逐渐收窄。2022 年公司毛利率 65.8%、同比下降 5.74pct, 分领域看, 心血管类药物、抗生素类药物毛利率下降比较明显, 我们认为可能和公司销售产品结构变化、集采中标产品占比提升等因素有关, 考虑到公司在建工程转固节奏、高毛利品种发货增多等因素, 我们预计 2023-2025 年公司毛利率略有提升, 但折旧摊销费用的增加可能压低毛利率。费用率结构看, 2022 年公司销售费用率提升 3.96pct、管理费用率提升 0.51pct、研发费用率下降 0.64pct、财务费用率下降 1.19pct, 销售费用率变动对净利率影响最大。我们认为, 随着公司销售渠道调整、非集采壁垒制剂收入占比提升, 2023-2025 年销售

投资评级: 增持(维持)

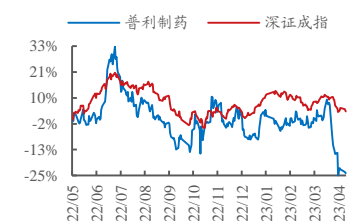
分析师: 孙建
执业证书号: S1230520080006
02180105933
sunjian@stocke.com.cn

分析师: 毛雅婷
执业证书号: S1230522090002
maoyating@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 20.64
总市值(百万元)	9,006.32
总股本(百万股)	436.35

股票走势图



相关报告

- 《稳健增长、注册加速——普利制药 2022 年三季报点评》 2022.10.24
- 《产能逐渐释放、产品注册加速——普利制药 2022 中报点评报告》 2022.08.31
- 《普利制药 2021 年三季报点评: 看好产能投放、产品注册的边际变化》 2021.10.25

费用率可能有所提升；随着公司国内外申报品种增加、壁垒品种立项增多等，我们预计 2023-2025 年公司研发费用率有所增加。在这样的影响下，我们预计 2023-2025 年销售净利率有所下降、降幅逐渐收窄。

□ 营运能力：现金流回款效率提升，期待周转率逐渐回升

周转率：期待渠道调整下应收账款周转率逐渐回升。根据 Wind 和公司年报，2022 年公司应收账款周转率和存货周转率有所下降，但应收账款期末值/收入额的比例有所下降，我们期待公司在国内制剂销售渠道调整下，应收账款周转率逐渐提升。从在建工程和固定资产看，“年产制剂产品 15 亿片/粒/袋生产线及研发中心建设项目”、“冻干水针、预充针项目”等在建工程完工度相对较高，我们预计 2023 年在建工程转固下有望陆续带来收入增量，2024 年起固定资产周转率可能进入回升通道。

现金流：收入回款效率有所提升，看好边际改善趋势。2022 年公司经营活动产生的现金流量净额同比增长 240.3%，从现金流量表补充资料看，经营活动现金流净额增长主要由存货的减少等因素有关。从现金流比率看，2022 年公司“销售商品提供劳务收到的现金/营业收入”约 96.2%，同比有所提升（2021 年该比率为 91.7%），2023Q1 该比率同比也有所改善（2023Q1 为 104.9%，2022Q1 为 92.2%）。我们看好公司现金流会变边际改善的趋势。

□ 盈利预测与估值

结合公司 2022 年报和 2023 年一季报，相比于上次盈利预测，我们下调了对公司 2023-2024 年的盈利预测，主要考虑到：①国内制剂集采品种竞争格局变化较大，导致部分品种的销售增量低于我们之前的预期；②2022 年疫情影响下，公司国内制剂新品种获批需要招标、挂网、运输销售等进度低于我们之前的预期，但该因素有望在 2023 年有所改善；③公司在壁垒品种立项、国内销售渠道调整下，短期费用率提升的幅度超出我们的预期，但我们认为这有助于提升公司的中长期营运效率、提供增长动能。在这样的影响下，我们预计 2023-2025 年公司 EPS 分别为 1.12、1.34、1.59 元/股（2023-2024 年预测前值分别为 1.71、2.17 元/股）。针对公司的国内制剂业务，我们看好公司在壁垒剂型、改良剂型等领域的立项和布局，在国内制剂销售渠道调整下，我们预计现金流回款效率有望逐渐提升；针对公司的制剂出口业务，我们认为随着公司制剂品种获批加速、海南&安庆等产能释放&检查通过，制剂出口收入有望稳健增长；基于公司在递送设计、壁垒制剂、合规生产等高端制造领域的积累，我们看好公司在高壁垒原料、生产研发合作等领域的拓展潜力，维持“增持”评级。

□ 风险提示

生产安全事故及质量风险；核心制剂品种流标或销售额不及预期风险；汇率波动风险；订单交付波动性风险；医药监管政策变化风险。

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1806	2182	2656	3150
(+/-) (%)	19.72%	20.82%	21.69%	18.61%
归母净利润	421	489	586	692
(+/-) (%)	0.96%	16.24%	19.76%	18.24%
每股收益(元)	0.96	1.12	1.34	1.59
P/E	21.41	18.42	15.38	13.01

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	2443	2389	2901	3715
现金	777	660	1040	1749
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	924	996	1069	1099
其它应收款	14	17	21	25
预付账款	177	195	217	233
存货	323	362	390	425
其他	227	159	164	183
非流动资产	3516	3835	4127	4215
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1177	2346	2964	3228
无形资产	204	232	267	306
在建工程	1718	959	554	327
其他	417	299	342	354
资产总计	5959	6224	7029	7930
流动负债	1484	1221	1434	1637
短期借款	613	377	446	479
应付款项	402	468	561	655
预收账款	0	65	80	95
其他	469	311	347	409
非流动负债	1672	1646	1651	1656
长期借款	689	689	689	689
其他	983	956	962	967
负债合计	3157	2866	3085	3294
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	2803	3358	3944	4636
负债和股东权益	5959	6224	7029	7930

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	534	604	749	952
净利润	421	489	586	692
折旧摊销	111	103	151	180
财务费用	32	35	28	16
投资损失	1	2	2	2
营运资金变动	(65)	43	7	64
其它	35	(67)	(25)	(1)
投资活动现金流	(975)	(395)	(430)	(288)
资本支出	(693)	(500)	(350)	(200)
长期投资	6	0	0	0
其他	(288)	105	(80)	(88)
筹资活动现金流	743	(327)	61	45
短期借款	266	(237)	69	33
长期借款	506	0	0	0
其他	(29)	(90)	(8)	12
现金净增加额	302	(118)	380	709

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1806	2182	2656	3150
营业成本	617	724	867	1013
营业税金及附加	12	15	19	22
营业费用	351	436	550	668
管理费用	107	131	159	189
研发费用	263	340	427	522
财务费用	32	35	28	16
资产减值损失	9	11	13	16
公允价值变动损益	(0)	(0)	(0)	(0)
投资净收益	(1)	(2)	(2)	(2)
其他经营收益	26	26	26	26
营业利润	440	515	617	729
营业外收支	(1)	(1)	(1)	(1)
利润总额	439	515	616	729
所得税	18	26	31	36
净利润	421	489	586	692
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	421	489	586	692
EBITDA	589	702	845	974
EPS (最新摊薄)	0.96	1.12	1.34	1.59

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	19.72%	20.82%	21.69%	18.61%
营业利润	-6.11%	17.23%	19.74%	18.22%
归属母公司净利润	0.96%	16.24%	19.76%	18.24%
获利能力				
毛利率	65.84%	66.84%	67.34%	67.84%
净利率	23.29%	22.40%	22.05%	21.98%
ROE	15.74%	15.87%	16.04%	16.14%
ROIC	10.65%	12.64%	12.74%	12.74%
偿债能力				
资产负债率	52.97%	46.05%	43.89%	41.54%
净负债比率	47.20%	39.45%	39.55%	38.87%
流动比率	1.65	1.96	2.02	2.27
速动比率	1.43	1.66	1.75	2.01
营运能力				
总资产周转率	0.34	0.36	0.40	0.42
应收账款周转率	2.01	2.26	2.53	2.82
应付账款周转率	2.29	2.15	2.18	2.15
每股指标(元)				
每股收益	0.96	1.12	1.34	1.59
每股经营现金	1.22	1.38	1.72	2.18
每股净资产	6.42	7.70	9.04	10.62
估值比率				
P/E	21.41	18.42	15.38	13.01
P/B	3.21	2.68	2.28	1.94
EV/EBITDA	19.50	13.52	10.88	8.77

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>