

普洛药业(000739)

报告日期: 2023年08月15日

净利率提升、现金流改善

——普洛药业 2023 年中报点评

投资要点

- 2023Q2 公司净利率持续提升、现金流同比改善,我们认为反映了公司在先进产能释放下的增长韧性,我们预计公司原料药及中间体、制剂业务稳健增长,CDMO 仍是公司较快速增长的重要支柱,综合净利率仍有提升空间。
- **财务表现: Q2 净利润较高速增长**
 公司发布 2023 年中报,根据 Wind 数据,2023 年上半年公司收入 59.5 亿元、同比增长 19.4%;归母净利润 6 亿元、同比增长 37.6%;销售净利率 10.1%、同比提升 1.33pct。单季度看,2023Q2 收入 28.7 亿元、同比下降 0.5%;归母净利润 3.6 亿元、同比增长 27%;销售净利率 12.6%、同比提升 2.73pct。我们认为,公司 2023 年二季度归母净利润增速好于我们之前的预期。
- **成长能力: 预计 CDMO 业务仍是公司重要增长支柱**
 - ①原料药及中间体: 预计稳健增长。根据公司中报,2023 年上半年原料药中间体收入 42 亿元、同比增长 18.5%、收入占比 70.6%,我们认为公司上半年原料药及中间体收入增长来自于“抗生素、抗病毒和感冒类产品年初市场需求快速增长”,动保等产品价格波动可能部分影响 Q2 原料药收入增速,从产品(“报告期内,公司有 2 个国内 API 注册获批; 1 个品种 EU 获批, 1 个兽药品种获批”)和产能(“新建 AH22081 生产线,计划 8 月份完成建设”和“新增 303、304 两个 API 多功能车间,计划 9 月份完成建设”)角度看,我们预计公司原料药业务有望实现稳健增长。
 - ②CDMO: 预计较快速增长。根据公司中报,2023 年上半年 CDMO 收入 11.3 亿元、同比增长 23.7%、收入占比 19.1%,占比进一步提升。从服务项目个数看,“报告期内,公司报价项目 484 个。进行中项目 610 个,同比增长 51%,其中,商业化阶段项目 247 个,同比增长 18%,包括人用药项目 171 个,兽药项目 43 个,其他项目 33 个;研发阶段项目 363 个,同比增长 79%”;从服务项目结构看,API 类项目进一步增多,“报告期内,API 项目总共 69 个,同比增长 25%;其中 17 个已经进入生产商业化,8 个正在验证阶段,还有 44 个 API 项目处于研发阶段”;从产能释放看,“CDMO 多功能中试车间已于今年 5 月投入使用,总共有 14 个独立单元区”,“高活化合物车间已于 2023 年投入使用”,“CDMO 研发楼建设基本完成,预计 2023 年 8 月底投入使用;高端药物研发设计制造服务平台 CDMO 多功能车间已于 5 月份投入使用”。从公司的 CDMO 发展阶段看,虽然投融资压力下前端项目增长可能受到一些影响,但考虑到公司较好的国内外客户基础、较完善的制造体系和产能储备,我们预计公司该业务有望实现较快速增长。
 - ③制剂: 期待品种梯队丰富、渠道下沉带来稳健增长。根据公司中报,2023 年上半年公司制剂收入 5.7 亿元、同比增长 17.8%、收入占比 9.6%。从增量角度看,我们预计第七批集采中标品种发货有望带动 2023 年制剂业务收入增长,“2023 年,公司预计还将新增 5 个品种”,我们期待公司制剂品种结构丰富、零售+三终端下沉带来的稳健增长。
- **盈利能力: 预计净利率仍有提升空间**
毛利率: 预计综合毛利率仍在提升通道。根据 Wind 数据,2023 年上半年公司毛利率 26.6%、同比提升 1.53pct;毛利率提升的构成看,2023 年上半年 CDMO 毛利率提升 3.61pct、原料药中间体毛利率提升 1.02pct,制剂业务毛利率略有下降。我们认为,2023 年上半年毛利率提升可能源于:①运费、上游化工等成本的下降,虽然部分产品的价格在 Q2 有所下降,我们预计整体毛利率仍是提升趋势;②人民币贬值背景下毛利率有所提升;③产品结构调整(高溢价品种占比提升且 CDMO 收入占比提升)。从上游成本变动趋势和收入结构变化看,我们预计公司综合毛利率仍在提升通道。

投资评级: 买入(维持)

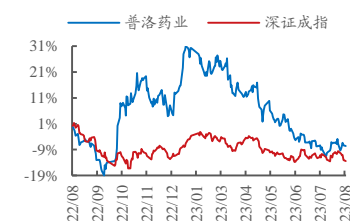
分析师: 孙建
 执业证书号: S1230520080006
 02180105933
 sunjian@stocke.com.cn

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

基本数据

收盘价	¥ 17.39
总市值(百万元)	20,494.52
总股本(百万股)	1,178.52

股票走势图



相关报告

- 1 《单季度收入新高,净利率提升持续》 2023.04.19
- 2 《投资兑现期、效率提升期》 2023.03.10
- 3 《普洛药业 2022 年三季度报点评: 从投入期,到新阶段》 2022.10.21

净利率：收入规模效应下，费用率有所压缩。根据 Wind 数据，2023 年上半年公司销售净利率同比提升 1.33pct，从三费率看，2023 年上半年销售费用率同比下降 0.8pct、管理费用率同比下降 0.5pct、研发费用率同比提升 0.2pct、财务费用率同比下降 0.2pct，在收入规模效应下，公司费用率有所压缩。我们预计，随着公司三项业务持续进展，公司经营利润率仍有提升空间。

□ **营运质量：现金流同比改善，期待周转率逐渐提升**

周转率：产能释放期，固定资产周转率有所下降。根据 Wind 计算，2023 年公司固定资产周转率同比有所下降（2023 年中报：2.01；2022 年中报：2.6），我们认为周转率的下降可能与产能释放及爬产进度等因素有关：根据 Wind 数据及公司中报，2023 年中报公司固定资产/总资产占比有所提升（2023 年中旬占比 22.6%、2022 年中旬占比 18.4%）、在建工程/总资产占比有所下降（2023 年中旬占比 4.5%、2022 年中旬占比 9.8%）。我们认为公司正处于产能释放期、项目结构升级期，随着产能利用效率提升，我们预计公司固定资产周转率有望逐渐提升。

现金流：2023 年上半年经营活动现金流净额有所改善。根据 Wind 计算，2023 年中报公司的经营活动产生的现金流量净额同比增长 126.1%，2023Q2 公司经营活动产生的现金流量净额同比增长 231.5%；回款效率角度看，2023 年中报“销售商品提供劳务收到的现金/营业收入”同比有所下降（2023 年中报：65.6%；2022 年中报：70.7%），但“经营活动产生的现金流量净额/经营活动净收益”同比有所提升（2023 年中报：103.7%；2022 年中报：67.1%）。

□ **盈利预测与估值**

结合 2023 年中报反映的经营变化（CDMO 项目增速、动保等产品降价等因素），我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 1.04/1.2/1.39 元/股（前值分别为 1.06/1.26/1.55 元/股），2023 年 8 月 14 日收盘价对应 2023 年 16.7 倍 PE。我们认为，公司是资本开支、产品注册迎来拐点的医药先进制造公司，结合公司在 2023-2024 年投产节奏、资本开支和人员扩张计划，我们预期 CDMO 业务仍在增长快车道，原料药业务有望在新工艺、新产品、新产能支撑下实现较稳健的增长。在公司“强科技研发、高标准合规、低成本制造”战略下，我们认为公司增长持续性和净利率提升趋势可能超预期，维持“买入”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	10545	12147	13746	15804
(+/-) (%)	17.92%	15.20%	13.16%	14.98%
归母净利润	989	1230	1410	1638
(+/-) (%)	3.52%	24.39%	14.59%	16.14%
每股收益(元)	0.84	1.04	1.20	1.39
P/E	20.72	16.66	14.54	12.52

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	7781	8241	9484	11353
现金	3553	3991	4745	5963
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1931	1946	2198	2522
其它应收款	27	30	34	40
预付账款	219	269	300	340
存货	1802	1791	2001	2265
其他	249	214	205	223
非流动资产	4235	5237	6138	6817
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	85	85	85	85
固定资产	3066	4177	5025	5769
无形资产	339	330	319	299
在建工程	300	333	344	281
其他	445	312	363	383
资产总计	12017	13479	15621	18170
流动负债	6027	6063	6793	7704
短期借款	563	409	435	469
应付款项	4311	4479	5001	5663
预收账款	302	364	454	569
其他	851	812	903	1004
非流动负债	471	466	468	468
长期借款	250	250	250	250
其他	221	216	219	219
负债合计	6497	6529	7261	8172
少数股东权益	7	7	7	7
归属母公司股东权益	5512	6943	8353	9990
负债和股东权益	12017	13479	15621	18170

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1326	1887	2029	2363
净利润	989	1230	1410	1638
折旧摊销	382	372	457	536
财务费用	(106)	14	11	2
投资损失	60	(25)	(25)	(25)
营运资金变动	1390	240	404	470
其它	(1389)	56	(228)	(258)
投资活动现金流	(591)	(1474)	(1293)	(1177)
资本支出	(736)	(1504)	(1306)	(1207)
长期投资	(4)	0	0	0
其他	149	30	12	30
筹资活动现金流	(196)	25	18	32
短期借款	230	(154)	26	34
长期借款	145	0	0	0
其他	(571)	179	(8)	(2)
现金净增加额	539	438	755	1218

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	10545	12147	13746	15804
营业成本	8024	8957	10003	11325
营业税金及附加	32	36	41	47
营业费用	535	632	756	948
管理费用	450	547	646	743
研发费用	533	650	763	948
财务费用	(106)	14	11	2
资产减值损失	77	17	24	25
公允价值变动损益	(23)	20	20	20
投资净收益	(60)	25	25	25
其他经营收益	95	95	95	95
营业利润	1012	1433	1641	1906
营业外收支	0	(2)	(1)	(2)
利润总额	1012	1431	1640	1904
所得税	23	200	230	267
净利润	989	1230	1410	1638
少数股东损益	(0)	0	0	0
归属母公司净利润	989	1230	1410	1638
EBITDA	1336	1737	2012	2332
EPS (最新摊薄)	0.84	1.04	1.20	1.39

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	17.92%	15.20%	13.16%	14.98%
营业利润	-9.62%	41.67%	14.47%	16.17%
归属母公司净利润	3.52%	24.39%	14.59%	16.14%
获利能力				
毛利率	23.90%	26.26%	27.23%	28.34%
净利率	9.38%	10.13%	10.26%	10.36%
ROE	18.70%	19.74%	18.42%	17.84%
ROIC	14.51%	15.25%	14.64%	14.29%
偿债能力				
资产负债率	54.07%	48.44%	46.48%	44.98%
净负债比率	12.64%	10.20%	9.56%	8.90%
流动比率	1.29	1.36	1.40	1.47
速动比率	0.99	1.06	1.10	1.18
营运能力				
总资产周转率	1.00	0.95	0.94	0.94
应收账款周转率	6.77	6.73	6.64	6.69
应付账款周转率	5.40	5.17	5.28	5.31
每股指标(元)				
每股收益	0.84	1.04	1.20	1.39
每股经营现金	1.13	1.60	1.72	2.00
每股净资产	4.68	5.89	7.09	8.48
估值比率				
P/E	20.72	16.66	14.54	12.52
P/B	3.72	2.95	2.45	2.05
EV/EBITDA	17.03	9.94	8.22	6.59

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>