

普利制药(300630)

报告日期: 2023年08月25日

## 品种切换期, 期待新动能

### ——普利制药 2023 年中报点评

#### 投资要点

- 2023H1 公司收入稳健增长、净利率有所下降、综合营运周期有所改善**, 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: 收入及归母净利润稳健增长**  
 公司发布 2023 年中报, 2023 年上半年收入 8.34 亿元、同比增长 4.8%; 归母净利润 2.7 亿元、同比下降 6.1%; 扣非归母净利润 2.36 亿元、同比下降 12.3%。单季度看, 2023Q2 收入 4.61 亿元、同比增长 7.8%; 归母净利润 1.32 亿元、同比增长 4.5%; 扣非归母净利润 1.07 亿元、同比下降 11.1%。
- 成长能力: 结构调整, 期待品种梯队完善下的增长**  
 根据公司 2023 年中报, 公司抗生素类药物收入 1.57 亿元、同比下降 6.7%; 抗过敏类药物收入 1.51 亿元、同比下降 14.6%; 心脑血管类药物 1.28 亿元、同比下降 5.3%; 非甾体类抗炎类药物 1.38 亿元、同比增长 22.2%; 消化道药物 1.35 亿元、同比增长 23.4%。我们认为, 随着公司制剂品种获批增多、国内销售渠道调整落地, 国内外制剂收入增速有望环比改善。
- 盈利能力: 有所下降, 期待逐渐改善**  
 根据 Wind 数据, 2023 年上半年销售毛利率 69.7%、同比下降 5.85pct, 从毛利率变动情况看, 毛利率变动部分由抗生素类和非甾体抗炎类药物毛利率下降影响(前者毛利率同比下降 14.3pct, 后者毛利率同比下降 8.7pct)。销售净利率看, 2023 年上半年公司销售净利率 32.4%、同比下降 3.78pct; 从费用率看, 2023 年上半年公司销售费用率同比提升 2.5pct(源于“新品种上市销售费用增加”), 管理费用率同比提升 0.3pct, 研发费用率同比下降 0.8pct, 财务费用率同比下降 3pct(源于“可资本化利息增加”)。我们认为产品结构、集采推进等可能对国内制剂业务毛利率产生一定扰动, 在产能释放期、品种增长切换期, 我们预计公司季度销售净利率可能有所波动, 我们持续期待公司在品种梯队完善后经营利润率逐渐改善。
- 营运能力: 总营运周期有所改善**  
从周转率看, 根据 Wind 计算, 2023 年上半年公司应收账款周转率同比有所下降(2023 年中报: 0.82; 2022 年中报: 0.83); 从总营业周期看, 公司 2023 年中报有所改善(2023 年中报: 492.2 天; 2022 年中报: 510.8 天), 其中存货周转天数改善更明显(2023 年中报: 273.8 天; 2022 年中报: 295.2 天), 净营业周期同样有所改善(2023 年中报: 310.3 天; 2022 年中报: 336.8 天), 我们看好公司营运效率持续提升趋势。

从现金流看, 根据 Wind 计算, 2023 年上半年经营活动产生的现金流量净额同比增长 3.6%, 2023Q2 经营活动产生的现金流量净额同比下降 8%, “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: 30.9%; 2022 年中报: 25.6%)。

#### 盈利预测与估值

结合公司 2023 年中报, 相比于上次盈利预测, 我们下调了对公司 2023-2025 年的收入的盈利预测, 主要考虑到国内制剂集采及续约下销售平均价可能有所下降, 进而可能影响整体销售额增速, 且我们的盈利预测暂不考虑公司在 CDMO、高壁垒原料药等领域的拓展潜力, 我们持续看好公司依托于医药高端制造能力, 在多领域品种和合作拓展带动收入和利润增长的潜力。在这样的假设下, 我们预计 2023-2025 年公司 EPS 分别为 1.11/1.25/1.42 元/股(2023-2025 年预测前值分别为 1.12/1.34/1.59 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

#### 投资评级: 增持(维持)

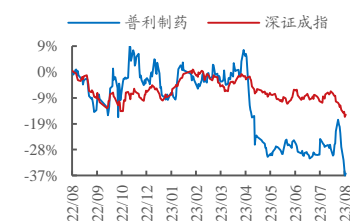
**分析师: 孙建**  
 执业证书号: S1230520080006  
 02180105933  
 sunjian@stocke.com.cn

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

#### 基本数据

收盘价	¥ 17.51
总市值(百万元)	7,640.53
总股本(百万股)	436.35

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 1 《蓄力向上, 静待拐点》  
2023.05.09
- 2 《稳健增长、注册加速——普利制药 2022 年三季报点评》  
2022.10.24
- 3 《产能逐渐释放、产品注册加速——普利制药 2022 年中报点评报告》  
2022.08.31

制剂品种获批加速、海南等产能释放&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	1956	2225	2543
(+/-) (%)	19.72%	8.27%	13.77%	14.31%
归母净利润	421	484	544	621
(+/-) (%)	0.96%	15.18%	12.21%	14.26%
每股收益(元)	0.96	1.11	1.25	1.42
P/E	18.17	15.77	14.06	12.30

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
<b>流动资产</b>	2443	2323	2739	3437
现金	777	642	1024	1667
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	924	1007	1025	1034
其它应收款	14	16	18	20
预付账款	177	175	182	188
存货	323	324	327	343
其他	227	159	164	183
<b>非流动资产</b>	3516	3835	4127	4213
金融资产类	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	341	353
<b>资产总计</b>	5959	6158	6866	7650
<b>流动负债</b>	1484	1159	1317	1475
短期借款	613	377	446	479
应付款项	402	419	470	529
预收账款	0	59	67	76
其他	469	304	335	392
<b>非流动负债</b>	1672	1646	1651	1656
长期借款	689	689	689	689
其他	983	956	962	967
<b>负债合计</b>	3157	2804	2968	3132
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	2803	3354	3897	4518
<b>负债和股东权益</b>	5959	6158	6866	7650

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	1806	1956	2225	2543
营业成本	617	648	727	818
营业税金及附加	12	14	16	18
营业费用	351	372	438	514
管理费用	107	117	134	153
研发费用	263	274	323	382
财务费用	32	35	28	17
资产减值损失	9	10	11	13
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
<b>营业利润</b>	440	511	573	654
营业外收支	(1)	(1)	(1)	(1)
<b>利润总额</b>	439	510	572	654
所得税	18	25	29	33
<b>净利润</b>	421	484	544	621
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	421	484	544	621
EBITDA	589	698	802	900
EPS (最新摊薄)	0.96	1.11	1.25	1.42

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	19.72%	8.27%	13.77%	14.31%
营业利润	-6.11%	16.16%	12.19%	14.25%
归属母公司净利润	0.96%	15.18%	12.21%	14.26%
<b>获利能力</b>				
毛利率	65.84%	66.84%	67.34%	67.84%
净利率	23.29%	24.77%	24.43%	24.42%
ROE	15.74%	15.74%	14.99%	14.76%
ROIC	10.65%	12.56%	12.05%	11.79%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	52.97%	45.54%	43.24%	40.94%
净负债比率	47.20%	40.33%	41.10%	40.88%
流动比率	1.65	2.01	2.08	2.33
速动比率	1.43	1.73	1.83	2.10
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.34	0.32	0.34	0.35
应收账款周转率	2.01	2.02	2.16	2.41
应付账款周转率	2.29	2.04	2.11	2.12
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.96	1.11	1.25	1.42
每股经营现金	1.22	1.35	1.72	2.03
每股净资产	6.42	7.69	8.93	10.35
<b>估值比率</b>				
P/E	18.17	15.77	14.06	12.30
P/B	2.73	2.28	1.96	1.69
EV/EBITDA	19.50	11.67	9.79	8.07

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	534	587	751	887
净利润	421	484	544	621
折旧摊销	111	103	151	180
财务费用	32	35	28	17
投资损失	1	2	2	2
营运资金变动	(65)	(7)	26	53
其它	35	(30)	(1)	15
<b>投资活动现金流</b>	(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)
<b>筹资活动现金流</b>	743	(327)	61	43
短期借款	266	(237)	69	33
长期借款	506	0	0	0
其他	(29)	(91)	(8)	10
<b>现金净增加额</b>	302	(135)	382	643

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>