

多因素扰动短期业绩承压，CDMO 进入快速兑现期

2022 年 07 月 27 日

➤ **事件：**2022 年 7 月 27 日，普洛药业发布 2022 年中报：公司上半年实现营业收入为 49.86 亿元，同比增长 16.57%；归母净利润为 4.37 亿元，同比降低 21.04%；扣非后归母净利润为 4.18 亿元，同比降低 16.90%。

➤ **2022H1 短期业绩承压，Q2 利润端增速环比有所改善。**公司 2022 上半年多因素扰动导致利润端同比下降，单 Q2 实现营业收入 28.84 亿元，同比增长 24.84%，环比增长 37.25%；归母净利润为 2.85 亿元，同比下降 15.27%，环比增长 87.32%；扣非后归母净利润为 2.82 亿元，同比下降 10.02%，环比增长 107.35%，Q2 利润端主要由于 Q1 的低基数环比改善较明显。整体来看，公司 2022H1 业绩主要受以下因素影响：1) 抗生素终端销售以及物流运输因疫情原因受到了阶段性影响；2) 原材料价格以及运费上涨，导致产品生产运输成本上升；3) 兽药业务受到猪价周期影响需求较弱。但是我们认为，随着疫情逐渐缓解，防疫政策限制逐步改善，下游抗生素和兽药业务逐步恢复，且上游化工原材料价格呈现下降趋势，2022 年下半年公司的收入端和利润端将有较大改善。

➤ **CDMO 业务转型升级策略取得显著成果，研发能力和生产管理体系获得客户认可。**从收入结构上看，公司 2022H1 CDMO 实现收入 9.21 亿元，同比增长 27.79%，毛利 2.78 亿元，毛利率 41.08%，同比略有下降。2022H1 公司 CDMO 报价项目 441 个，同比增长 24%；进行中项目 405 个，同比增长 62%，其中，研发阶段项目 203 个，同比增长 118%，商业化阶段项目 202 个（包含人药项目 138 个，兽药项目 39 个，其他电子材料等项目 25 个），同比增长 29%。另一方面，公司从“起始原料药+注册中间体”到“注册中间体+API”的转型升级策略也取得显著成果。报告期内，API 合作项目数有 48 个，同比增长 23%，其中 9 个项目已进入商业化生产，10 个项目正在验证阶段，还有 29 个项目处于研发阶段。通过多领域和多项目的合作，公司的研发能力以及生产管理体系得到了更多客户的认可，与客户之间的粘性在进一步增强。

➤ **制剂和 API 板块业务稳定增长。**制剂业务实现收入 4.87 亿元，同比增长 21.17%，毛利 2.49 亿元，毛利率为 51.02%，未来集采将继续贡献利润。原料药板块的兽药业务下游市场需求仍然较弱，公司抗生素终端销售以及物流运输因疫情原因也受到了阶段性影响，但依旧实现收入 35.48 亿元，同比增长 13.10%，毛利 6.16 亿元，毛利率 17.36%。随着疫情的缓解和整个物流运输的逐渐恢复以及公司自身生产运营效率的提升和国际化步伐的加快，公司综合竞争能力在进一步加强。

➤ **投资建议：**公司拥有“原料药+制剂”一体化平台以及“一站式”的医药中间体及原料药定制研发生产服务，同时公司主要产品的需求及产能正处于快速提升阶段，未来市场空间广阔。我们预计 2022-2024 年营业收入分别 99.53、120.63、151.51 亿元，归母净利润分别为 9.64、11.38、14.26 亿元，对应 PE 分别为 23、20、16 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**海外出口风险，CDMO 业务推进不及预期风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	8,943	9,953	12,063	15,151
增长率 (%)	13.5	11.3	21.2	25.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	956	964	1,138	1,426
增长率 (%)	17.0	0.9	18.1	25.3
每股收益 (元)	0.81	0.82	0.97	1.21
PE	23	23	20	16
PB	4.4	3.9	3.5	3.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 7 月 27 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

19.03 元



分析师 周超泽

执业证书：S0100521110005

邮箱：zhouchaoze@mszq.com

分析师 许睿

执业证书：S0100521110007

邮箱：xurui@mszq.com

研究助理 孙怡

执业证书：S0100121120052

邮箱：sunyi@mszq.com

相关研究

- 1.普洛药业 (000739.SZ) 事件点评：高管增持彰显信心，长期发展动力充足-2022/06/28
- 2.普洛药业 (000739.SZ) 2022 一季报点评：疫情短期影响业绩，强资本开支支撑长期发展-2022/04/27
- 3.普洛药业 (000739.SZ) 年报点评：CDMO 增长动力强劲，漏斗结构进一步成型-2022/03/10
- 4.普洛药业(000739):盈利能力改善，看好 CDMO 贡献业绩增量-2020/07/02
- 5.普洛药业(000739):利润超预期，仿药竞争变量加速向技术切换-2020/04/19

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	8,943	9,953	12,063	15,151
营业成本	6,569	7,016	8,408	10,485
营业税金及附加	33	40	48	68
销售费用	453	597	724	909
管理费用	454	667	808	1,015
研发费用	446	796	965	1,212
EBIT	1,038	837	1,110	1,462
财务费用	-14	-106	24	121
资产减值损失	-26	-28	-25	-20
投资收益	90	120	146	183
营业利润	1,119	1,116	1,316	1,648
营业外收支	-5	-3	-1	-0
利润总额	1,114	1,114	1,315	1,647
所得税	159	150	177	222
净利润	956	964	1,138	1,426
归属于母公司净利润	956	964	1,138	1,426
EBITDA	1,401	1,172	1,509	1,921

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,610	462	186	154
应收账款及票据	1,471	1,753	2,362	3,305
预付款项	258	295	412	556
存货	1,250	1,307	1,497	1,839
其他流动资产	193	117	117	117
流动资产合计	5,782	3,934	4,575	5,971
长期股权投资	81	81	81	81
固定资产	1,931	2,001	2,112	2,315
无形资产	369	369	369	369
非流动资产合计	3,381	5,011	6,882	8,884
资产合计	9,163	8,945	11,456	14,855
短期借款	332	229	1,447	3,043
应付账款及票据	2,623	2,633	3,156	3,936
其他流动负债	824	32	32	32
流动负债合计	3,779	2,894	4,635	7,011
长期借款	105	105	105	105
其他长期负债	219	219	219	219
非流动负债合计	324	324	324	324
负债合计	4,103	3,218	4,959	7,335
股本	1,179	1,179	1,179	1,179
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	5,060	5,727	6,498	7,520
负债和股东权益合计	9,163	8,945	11,456	14,855

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	13.49	11.30	21.20	25.60
EBIT 增长率	13.05	-19.39	32.68	31.65
净利润增长率	17.00	0.87	18.07	25.28
盈利能力 (%)				
毛利率	26.54	29.51	30.30	30.80
净利率	10.69	9.68	9.43	9.41
总资产收益率 ROA	10.43	10.77	9.93	9.60
净资产收益率 ROE	18.88	16.83	17.51	18.96
偿债能力				
流动比率	1.53	1.36	0.99	0.85
速动比率	1.13	0.81	0.58	0.51
现金比率	0.69	0.16	0.04	0.02
资产负债率 (%)	44.78	35.98	43.28	49.38
经营效率				
应收账款周转天数	59.04	64.00	70.00	76.00
存货周转天数	69.44	68.00	65.00	64.00
总资产周转率	0.98	1.11	1.05	1.02
每股指标 (元)				
每股收益	0.81	0.82	0.97	1.21
每股净资产	4.29	4.86	5.51	6.38
每股经营现金流	0.52	0.12	0.91	1.02
每股股利	0.29	0.29	0.29	0.29
估值分析				
PE	23	23	20	16
PB	4.4	3.9	3.5	3.0
EV/EBITDA	14.49	19.06	15.80	13.26
股息收益率 (%)	1.50	1.50	1.50	1.50

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	956	964	1,138	1,426
折旧和摊销	363	335	398	459
营运资金变动	-668	-1,101	-412	-664
经营活动现金流	612	141	1,069	1,203
资本开支	-698	-1,965	-2,266	-2,457
投资	93	0	0	0
投资活动现金流	-515	-1,844	-2,120	-2,273
股权募资	0	0	0	0
债务募资	107	-103	1,218	1,596
筹资活动现金流	-204	-445	776	1,038
现金净流量	-125	-2,148	-276	-32

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026