

普洛药业(000739)

点评报告

公司研究——化学制药行业

证券研究报告

从收入加速看新增长周期开启

——普洛药业 2022 年中报点评

✍️：孙建 执业证书编号：S1230520080006
☎️：联系人：毛雅婷
✉️：maoyating@stocke.com.cn

报告导读

2022Q2 收入端增长提速、净利润率环比改善，我们建议平滑订单季度交付波动，从在建工程增加、产能释放加速、研发费用率稳定的角度看，公司有望进入新一轮投资驱动的增长周期。

投资要点

□ 财务表现：利润增速符合预期，收入端提速、毛利率扰动

公司发布 2022 年中报，上半年收入 49.9 亿元，同比增长 16.6%；归母净利润 4.4 亿元，同比下降 21%；归母净利润率 8.8%。单季度看，2022Q2 收入 28.8 亿元，同比增长 24.8%；归母净利润 2.8 亿元，同比下降 15.3%；归母净利润率 9.9%。分板块看：

原料药及中间体业务：2022 年上半年收入 35.5 亿元、同比增长 13.1%、收入占比 71.2%、毛利率 17.4%；

CDMO 业务：2022 年上半年收入 9.2 亿元、同比增长 27.8%、收入占比 18.5%、毛利率 41.1%；

制剂业务：2022 年上半年收入 4.9 亿元、同比增长 21.2%、收入占比 9.8%、毛利率 51%。

结合公司 2022 年 4 月 27 日公布的《投资者关系活动记录表》，2022Q2 单季度收入增速看：

原料药及中间体业务：2022Q2 收入 20 亿元、同比增长 16%、毛利率 15.8%；

CDMO 业务：2022Q2 收入 6.2 亿元、同比增长 47.6%、毛利率 40.1%；

制剂业务：2022Q2 收入 2.4 亿元、同比增长 54.2%、毛利率 48.9%。

□ 业绩点评：收入结构改善、供给能力提升

我们认为，公司 2022 年上半年整体收入和利润增速符合我们的预期，我们认为从中报看，公司 2022Q2 体现的边际变化是：收入端环比增长加速、净利润率环比明显提升（2022Q2 净利润率为 9.9%，2022Q1 净利润率为 7.2%）。

成长能力看，收入端增长进入加速期。我们认为，Q2 收入端的变化来自于：疫情扰动下订单收入确认波动（根据 4 月 27 日公司公布的《投资者关系活动记录表》，2022Q1 的 CDMO 业务“主要是由于物流原因，货物阻塞在上海港和宁波港，这部分货物近 1 亿元，物流状况预计会在四月下旬略有好转”，假设 2022Q1 的 CDMO 收入调增 1 亿、2022Q2 的 CDMO 收入调减 1 亿，对应 2022Q1 的 CDMO 业务收入同比增长 33.3%，2022Q2 同比增长 23.8%），平滑季度波动看增长趋势更能体现出公司 CDMO 的发展阶段和变化。从项目数量看，2022 年二季度末比 2022 年一季度末 CDMO 报价项目增加 197 个，进行中项目增加 33 个（其中商业化项目增加 8 个），我们认为报价项目增加体现出需求端仍在景气增长期，随着公司商业化项目的增加，我们认为公司 CDMO 业务增长的持续性有望提升。原料药业务收入增长提速，我们认为来自于 Q2 兽药业务整体回暖，及人用药原料药在全球疫情修复下销售量提升。从整体看，我们认为

评级

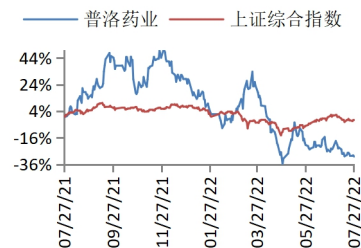
买入

上次评级 买入
当前价格 ¥19.03

单季度业绩

元/股

2Q/2022	0.24
1Q/2022	0.13
4Q/2021	0.16
3Q/2021	0.18



公司简介

普洛药业股份有限公司是一家集研究、开发、生产原料药中间体、CDMO（合同研发生产服务）、制剂的大型综合性制药企业，是横店集团旗下医药业务产融平台。

相关报告

- 1《普洛药业 2021 年报点评：新动能兑现，新成长开启》2022.03.10
- 2《普洛药业 2021 年三季度报点评：短期有波动，长期看动能》2021.10.23
- 3《普洛药业点评：催化再兑现，升级可持续》2021.10.13
- 4《普洛药业 2021 年中报点评：前向一体化下净利润率提升可能超预期》2021.08.19
- 5《普洛药业 2021Q1 财报点评：订单产能共振，新增长新阶段》2021.04.19

2022H1 的收入端增长来自于产能释放下高利润产品结构占比提升(根据公司中报,原料药“报告期内还新增了 KY21024、KY21027 两条 API 生产线,均已投入使用”,CDMO“报告期内,新建成一条 1906 生产线投入使用;上海新增第二栋 CDMO 实验楼已于今年 2 月份投入使用”)。我们认为,2022 年后半年正处于资本开支加速下产能加速释放期(根据 2022 年中报,公司在建工程/总资产的比例达到上市以来最高水平),收入端增长有望进入加速期;公司在第七批全国集采中标额约 1.1 亿元,我们预计 2022Q4 起贡献相关品种原料药和制剂销售增量,进一步带动整体收入增长。

成长能力看,我们预计 2022H2 净利润率提升。2022Q2 毛利率环比下降 2.8pct,净利润率环比提升 2.6pct,我们认为:毛利率下降来自于原料药业务毛利率下降,随着上游化工成本下降、兽药业务量价恢复,我们认为 Q3 起原料药业务毛利率有望环比及同比提升。净利润率提升来自于净利润率更高的 CDMO 收入占比提升(2022Q2 占比约 21.5%,高于 2022Q1 的 14.3%),及整体研发费用率下降(2022Q2 占比 4.9%,2022Q1 占比 6.8%)。我们认为,2022H2 的综合利润率有望持续提升,主要来自于原料药及中间体业务毛利率同比提升(根据公司 2021 年 10 月 22 日《投资者关系活动记录表》,2021Q3 原料药业务毛利率 16.5%,在上游成本波动下环比明显下降),及 CDMO 收入占比同比提升。从研发投入强度看,2021H2 整体研发费用率明显提升,我们预期 2022H2 研发费用率同比持平。

总结:从收入端加速看新增长周期开启。我们认为,公司在 2020 年后进入资本开支加速期、供给能力升级期,随着投资产能陆续进入释放期、研发费用率基本稳定,我们认为收入结构改善下(高净利润率收入占比提升,来自于 CDMO 收入占比提升、原料药中新品种收入占比提升、集采制剂收入占比提升),公司有望进入新一轮供给升级驱动的高质量增长周期。

□ 盈利预测及估值

综合考虑 2022 年公司原材料成本波动、研发投入强度提升等因素,我们下调了 2022 年盈利预测,预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.78/1.03/1.25 元/股(前次预期值为 1.04/1.35/1.75 元/股),2022 年 7 月 27 日收盘价对应 2022 年 24 倍 PE。我们认为,公司是资本开支、产品注册迎来拐点的平台型 API 公司,结合公司在 2022-2024 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;制剂申报加速+产能储备下我们看好制剂集采中标后潜在的盈利弹性。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润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)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	8943	10146	11827	14039
(+/-)	13.49%	13.46%	16.57%	18.70%
净利润	956	922	1210	1471
(+/-)	17.00%	-3.48%	31.14%	21.65%
每股收益(元)	0.81	0.78	1.03	1.25
P/E	23.47	24.32	18.54	15.24

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E	单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	5782	6009	6773	7863	营业收入	8943	10146	11827	14039
现金	2610	2683	3044	3548	营业成本	6569	7402	8462	9945
交易性金融资产	15	15	15	15	营业税金及附加	33	51	59	70
应收账款	1471	1353	1536	1785	营业费用	453	558	651	772
其它应收款	24	20	24	28	管理费用	454	507	591	702
预付账款	258	222	254	298	研发费用	446	609	710	842
存货	1250	1480	1692	1989	财务费用	(14)	17	52	93
其他	154	235	209	199	资产减值损失	48	43	29	37
非流动资产	3381	4538	6191	8168	公允价值变动损益	(24)	(24)	(24)	(24)
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	90	44	65	67
长期投资	81	81	81	81	其他经营收益	99	103	101	102
固定资产	1931	2780	3984	5455	营业利润	1119	1082	1416	1722
无形资产	369	366	370	376	营业外收支	(5)	(7)	(6)	(7)
在建工程	709	1140	1560	2040	利润总额	1114	1075	1410	1716
其他	290	171	196	215	所得税	159	153	201	244
资产总计	9163	10547	12964	16030	净利润	956	922	1210	1471
流动负债	3779	4253	5456	7050	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	332	654	1359	2261	归属母公司净利润	956	922	1210	1471
应付款项	2623	2591	2962	3481	EBITDA	1427	1169	1574	1973
预收账款	302	406	473	562	EPS (最新摊薄)	0.81	0.78	1.03	1.25
其他	522	602	662	746	主要财务比率				
非流动负债	324	312	316	317		2021	2022E	2023E	2024E
长期借款	105	105	105	105	成长能力				
其他	219	207	211	212	营业收入	13.49%	13.46%	16.57%	18.70%
负债合计	4103	4565	5772	7367	营业利润	15.43%	-3.31%	30.87%	21.59%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	17.00%	-3.48%	31.14%	21.65%
归属母公司股东权益	5060	5982	7192	8663	获利能力				
负债和股东权益	9163	10547	12964	16030	毛利率	26.54%	27.04%	28.45%	29.16%
					净利率	10.69%	9.09%	10.23%	10.48%
					ROE	20.22%	16.71%	18.36%	18.56%
					ROIC	16.29%	12.96%	13.55%	13.17%
					偿债能力				
					资产负债率	44.78%	43.28%	44.52%	45.96%
					净负债比率	11.00%	16.73%	25.48%	32.23%
					流动比率	1.53	1.41	1.24	1.12
					速动比率	1.20	1.06	0.93	0.83
					营运能力				
					总资产周转率	1.07	1.03	1.01	0.97
					应收账款周转率	7.07	7.08	7.69	7.75
					应付账款周转率	5.16	5.32	5.33	5.40
					每股指标(元)				
					每股收益	0.81	0.78	1.03	1.25
					每股经营现金	0.52	0.95	1.25	1.57
					每股净资产	4.29	5.08	6.10	7.35
					估值比率				
					P/E	23.47	24.32	18.54	15.24
					P/B	4.43	3.75	3.12	2.59
					EV/EBITDA	27.52	17.61	13.29	10.81

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>