

2023年08月18日

普洛药业（000739.SZ）

公司快报

利润端高增长，CDMO 有望持续发力

投资要点

- ◆ **2023H1 盈利质量提升，研发投入加大。**公司发布 2023 年半年度报告：（1）**2023H1**，公司实现营收 59.54 亿元（+19.43%，同比增速，下同），归母净利润 6.01 亿元（+37.55%），扣非归母净利润 5.95 亿元（+42.23%）；毛利率 26.60%（+1.53pp），净利率 10.09%（+1.33pp）；销售、管理及研发费用分别为 2.68 亿元（+1.88%）、2.44 亿元（+7.53%）及 3.52 亿元（+24.59%），占营收比重分别为 4.49%（-0.77pp）、4.10%（-0.46pp）及 5.91%（+0.24pp）。2023H1 利润端优于销售端，主要系成本下降带动毛利率上升及费用率下降所致。（2）**2023Q2**，公司实现营收 28.69 亿元（-0.53%），归母净利润 3.62 亿元（+26.98%），扣非归母净利润 3.61 亿元（+27.96%）；2023Q2 营收增速略有下滑，主要系 2022Q1 受上海疫情影响部分销售延迟至 2022Q2 所致。
- ◆ **CDMO 表现亮眼，有望持续发力。**CDMO 业务具备制造端优势，2023H1 实现营收 11.39 亿元（+23.70%），毛利率 44.77%（+3.69pp）。（1）**研发**：已布局 PROTAC、ADC、多肽等新技术平台，其中已为客户提供多肽小数量服务；横店 CDMO 研发中心预计 2023 年 8 月底投用。（2）**产能**：CDMO 多功能中试车间及高活化合物车间已于 2023H1 投用，新增两个 API 多功能车间预计 2023Q4 投用，柔性化生产能力将进一步提升。（3）**服务项目**：商业化阶段项目 247 个（+18%），研发阶段项目 363 个（+79%）；API 项目共 69 个（+25%），其中 17 个已进入生产商业化。（4）**客户群体**：聚焦 bigpharma、国内 biotech、欧洲 CDMO 公司及美国 biotech 四大客户，2023H1 国外客户占比 64%，国内客户占比 36%。
- ◆ **原料药制剂一体化布局稳步推进。**（1）**原料药中间体业务**注重成本控制，2023H1 实现营收 42.04 亿元（+18.50%），毛利率 18.52%（+1.16pp），主要得益于原材料价格大幅下降。项目建设方面，公司已对战略品种 07110 实施新工艺改进，降低成本；另新建 AH22081 生产线，计划 2023 年 8 月完成建设。（2）**制剂业务**多产品化发展，2023H1 实现营收 5.74 亿元（+17.80%），毛利率 50.38%（-0.64pp）。公司现有 120 多个制剂品种，已立项 18 个项目，2023 年预计新增 5 个品种，产品结构有望不断优化。
- ◆ **投资建议**：公司三大业务协同发展，利润端表现优异；研发实力突出，产能国内最大；CDMO 竞争优势明显，有望持续发力。我们预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 12.28/14.98/18.03 亿元，增速分别为 24.2%/21.9%/20.4%，对应 PE 分别为 17/14/11 倍。首次覆盖，给予“买入-A”建议。
- ◆ **风险提示**：行业政策变动风险、药品研发风险、汇率波动风险、原材料价格上涨风险等。

医药 | 化学原料药III

投资评级

买入-A(首次)

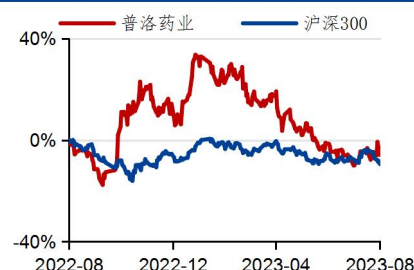
股价(2023-08-18)

17.42 元

交易数据

总市值（百万元）	20,529.88
流通市值（百万元）	20,522.22
总股本（百万股）	1,178.52
流通股本（百万股）	1,178.08
12 个月价格区间	24.88/15.85

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	5.84	-4.89	3.85
绝对收益	3.69	-9.34	-6.42

分析师

赵宁达

 SAC 执业证书编号：S0910523060001
 zhaoningda@huajinsc.cn

相关报告

财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,943	10,545	12,265	14,112	16,257
YoY(%)	13.5	17.9	16.3	15.1	15.2
净利润(百万元)	956	989	1,228	1,498	1,803
YoY(%)	17.0	3.5	24.2	21.9	20.4
毛利率(%)	26.5	23.9	25.7	25.5	25.7
EPS(摊薄/元)	0.81	0.84	1.04	1.27	1.53
ROE(%)	18.9	17.9	19.2	19.7	19.8
P/E(倍)	21.5	20.8	16.7	13.7	11.4
P/B(倍)	4.1	3.7	3.2	2.7	2.3
净利率(%)	10.7	9.4	10.0	10.6	11.1

数据来源：聚源、华金证券研究所

盈利预测核心假设

原料药中间体业务：产品管线丰富，接下来新增产品布局聚焦大品种及高壁垒小品种；产能方面，新增两个 API 多功能车间，预计 2023Q4 投用；成本控制方面，工业技术不断改进及运营效率持续优化，有望保持稳健增长。我们假设 2023-2025 年原料药中间体业务营收增速 14%/11%/9%，毛利率 18%/17%/16%。

CDMO 业务：具备制造端优势，聚焦四类客户，服务项目增长迅速。研发方面，横店 CDMO 研发中心预计 2023 年 8 月底投用，新增 ADC、多肽等新技术平台；产能方面，CDMO 多功能中试车间已于 2023 年 5 月投用，柔性生产能力进一步提升，未来有望快速放量。我们假设 2023-2025 年 CDMO 业务营收增速 26%/29%/33%，毛利率 44%/43%/42%。

制剂业务：充分利用原料药制剂一体化优势，多产品化布局，目前已立项 18 个项目，随着制剂产品结构不断优化，制剂业务有望快速发展。我们假设 2023-2025 年制剂业务营收增速 21%/23%/26%，毛利率 51.0%/50.5%/50.0%。

综上，我们预测公司 2023-2025 年将实现营收 122.65/141.12/162.57 亿元，同比增长 16.31%/15.06%/15.20%；毛利率 25.67%/25.50%/25.66%。

表 1：公司营收拆分预测（亿元）

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	78.80	89.43	105.45	122.65	141.12	162.57
YOY	9.28%	13.49%	17.91%	16.31%	15.06%	15.20%
毛利率	27.96%	26.54%	23.90%	25.67%	25.50%	25.66%
原料药中间体	59.31	65.46	77.37	88.20	97.90	106.72
YOY	-1.41%	10.37%	18.19%	14.00%	11.00%	9.00%
毛利率	21.98%	19.15%	16.69%	18.00%	17.00%	16.00%
CDMO	10.55	13.94	15.77	19.87	25.63	34.09
YOY		32.13%	13.13%	26.00%	29.00%	33.00%
毛利率	41.62%	43.12%	41.02%	44.00%	43.00%	42.00%
制剂	7.60	8.67	10.80	13.07	16.07	20.25
YOY	-32.44%	14.08%	24.57%	21.00%	23.00%	26.00%
毛利率	57.63%	57.42%	52.13%	51.00%	50.50%	50.00%
其他	1.33	1.35	1.51	1.51	1.51	1.51

资料来源：Wind，华金证券研究所测算

可比公司估值

公司聚焦原料药中间体、CDMO 及制剂三大业务，选取同样涵盖这三大业务的诺泰生物及天宇股份、聚焦在 CDMO 板块的博腾股份及九州药业作为可比公司。公司估值水平低于可比公司平均。

表 2：可比公司估值对比

证券代码	证券简称	收 盘 价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
688076.SH	诺泰生物	29.66	63.23	0.73	0.95	1.29	40.89	31.15	23.07
300702.SZ	天宇股份	22.22	77.32	0.96	1.26	1.74	23.19	17.67	12.75
300363.SZ	博腾股份	25.54	139.48	1.75	1.83	2.35	14.56	13.97	10.89
603456.SH	九洲药业	26.15	235.22	1.36	1.78	2.30	19.20	14.69	11.36
平均值							24.46	19.37	14.52
000739.SZ	普洛药业	17.42	205.30	1.04	1.27	1.53	16.71	13.71	11.38

资料来源：Wind，华金证券研究所测算（其中可比公司 EPS、PE 均来自 Wind 一致预期，股价为 2023/08/18 日）

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	5782	7781	7474	10286	10648
现金	2610	3553	3385	4749	5254
应收票据及应收账款	1471	1931	1786	2624	2378
预付账款	258	219	362	292	470
存货	1250	1802	1665	2333	2263
其他流动资产	193	276	276	287	284
非流动资产	3381	4235	4686	5151	5691
长期投资	81	85	114	140	160
固定资产	1931	3066	3521	3979	4498
无形资产	408	379	362	351	347
其他非流动资产	961	705	689	681	686
资产总计	9163	12017	12160	15437	16339
流动负债	3779	6027	5335	7449	6906
短期借款	332	563	563	563	563
应付票据及应付账款	2623	4311	3566	5518	4924
其他流动负债	824	1153	1206	1369	1419
非流动负债	324	471	427	384	342
长期借款	105	250	206	163	121
其他非流动负债	219	221	221	221	221
负债合计	4103	6497	5763	7833	7248
少数股东权益	0	7	7	7	7
股本	1179	1179	1179	1179	1179
资本公积	438	438	438	438	438
留存收益	3443	4096	4892	5863	7031
归属母公司股东权益	5060	5512	6390	7596	9084
负债和股东权益	9163	12017	12160	15437	16339

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	612	1326	706	2223	1437
净利润	956	989	1228	1498	1803
折旧摊销	363	382	95	108	122
财务费用	-14	-106	-3	-17	-75
投资损失	-90	60	-18	-28	-19
营运资金变动	-668	-62	-594	664	-404
其他经营现金流	66	63	-1	-3	10
投资活动现金流	-515	-591	-526	-542	-653
筹资活动现金流	-204	-196	-348	-317	-280

每股指标(元)

每股收益(最新摊薄)	0.81	0.84	1.04	1.27	1.53
每股经营现金流(最新摊薄)	0.52	1.13	0.60	1.89	1.22
每股净资产(最新摊薄)	4.29	4.68	5.42	6.45	7.71

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	8943	10545	12265	14112	16257
营业成本	6569	8024	9117	10514	12085
营业税金及附加	33	32	55	57	62
营业费用	453	535	601	635	723
管理费用	454	450	515	550	618
研发费用	446	533	638	738	853
财务费用	-14	-106	-3	-17	-75
资产减值损失	-48	-77	-70	-80	-98
公允价值变动收益	-24	-23	-2	-0	-12
投资净收益	90	-60	18	28	19
营业利润	1119	1012	1387	1681	1998
营业外收入	4	6	3	4	4
营业外支出	9	5	9	9	8
利润总额	1114	1012	1381	1676	1994
所得税	159	23	153	178	190
税后利润	956	989	1228	1498	1803
少数股东损益	0	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	956	989	1228	1498	1803
EBITDA	1425	1338	1413	1702	2005

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	13.5	17.9	16.3	15.1	15.2
营业利润(%)	15.4	-9.6	37.1	21.2	18.8
归属于母公司净利润(%)	17.0	3.5	24.2	21.9	20.4
获利能力					
毛利率(%)	26.5	23.9	25.7	25.5	25.7
净利率(%)	10.7	9.4	10.0	10.6	11.1
ROE(%)	18.9	17.9	19.2	19.7	19.8
ROIC(%)	16.3	14.6	16.1	16.8	17.2
偿债能力					
资产负债率(%)	44.8	54.1	47.4	50.7	44.4
流动比率	1.5	1.3	1.4	1.4	1.5
速动比率	1.1	0.9	1.0	1.0	1.1
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
应收账款周转率	7.0	6.2	6.6	6.4	6.5
应付账款周转率	2.9	2.3	2.3	2.3	2.3
估值比率					
P/E	21.5	20.8	16.7	13.7	11.4
P/B	4.1	3.7	3.2	2.7	2.3
EV/EBITDA	12.9	13.4	12.8	9.8	8.0

资料来源：聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

赵宁达声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn