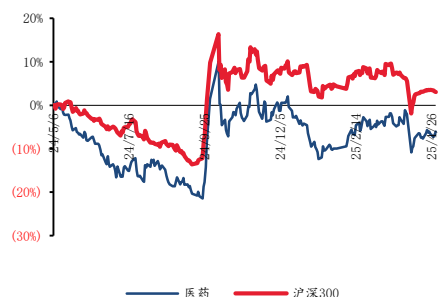


医药

原料药板块 Q1 利润同比快速增长，关注行业供需改善

■ 走势比较



■ 子行业评级

相关研究报告

<<板块 Q1 利润端改善明显，行业有望迎来集中度快速提升>>—2025-05-04

<<太平洋医药日报(20250430): 默沙东 Keytruda 组合疗法 3 期临床成功>>—2025-05-01

证券分析师：周豫

E-MAIL: zhouyua@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523060002

证券分析师：乔露阳

E-MAIL: qiaoly@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190524080001

报告摘要

● 行业观点

Q1 原料药板块营收同比基本持平，利润同比快速增长。原料药板块共选取了 32 家公司，2024 年，板块实现营业总收入 1176.77 亿元，同比增长 6.74%，实现归母净利润 150.46 亿元，同比增长 27.89%，实现扣非净利润 140.29 亿元，同比增长 24.42%。利润快速增长的主要原因是：①2023H2 基数相对较低；②2024H2，全球下游厂商去库存逐渐结束，原料药企业出货量逐步恢复，同时部分公司新产品加速放量；③2024H2 产品价格同比下降幅度相较上半年已经明显缩小；④各公司降本增效效果持续显现，期间费用率同比下降；⑤减值影响同比减弱。**2025 年 Q1**，板块实现营业总收入 295.46 亿元，同比下降 0.48%，实现归母净利润 45.62 亿元，同比增长 20.87%，实现扣非净利润 43.65 亿元，同比增长 21.98%。在去年同期高基数下，原料药板块实现营业总收入同比基本持平，环比增长 5.77%，归母净利润及扣非净利润同比均实现快速增长，环比分别大幅增长 91.12%和 81.95%。Q1 原料药企业出货量逐步恢复，毛利率同比提升 1.76pct，同时降本增效持续推进，期间费用率同比下降 0.81pct，此外，2024Q4 多家公司计提资产减值损失，2025 年 Q1 减值影响环比减弱。

降本增效持续推进，Q1 净利率创近四年同期新高。2024 年，原料药板块毛利率为 38.00%，同比+1.58pct，净利率为 12.79%，同比+4.97pct，净利率同比明显提升，且毛利率呈逐季度改善趋势，主要原因是 2024 年部分产品价格降幅逐步收窄并企稳，且全球下游厂商去库存逐渐结束，原料药企业出货量逐步恢复，规模效应提升，降本增效效果开始显现，期间费用率同比-1.55pct，同时减值影响大幅减弱，盈利能力修复。**2025 年 Q1**，板块毛利率为 38.14%，同比+1.76pct，净利率为 15.41%，同比+2.63pct，环比+7.06pct，净利率同比提升主要原因是期间费用率同比-0.81pct，环比大幅改善的主要原因是减值影响大幅减弱，2024 年 Q4 板块资产减值为 12.75 亿元，而 2025 年 Q1 仅为 1.56 亿元。

板块估值修复，但仍处于历史低位。2024 年及 2025 年 Q1，原料药板块仍旧面临行业竞争加剧、产品价格下降的压力，但价格下降幅度逐渐收窄，Q1 部分产品价格底部震荡，同时行业去库存基本结束，印度竞争预期减弱，从估值来看，2024 年原料药板块估值处于历史低位，截至 2024 年末，原料药板块 PE 为 30.26 倍，处于 14%历史分位，相较医药生物行业的溢价率为 12.23%。截至 2025 年 Q1 末，原料药板块 PE 为 33.97 倍，处于 18%历史分位，相较医药生物行业的溢价率为 29.43%。

● 投资建议

2025-2030 年，下游制剂专利到期影响的销售额为 3900 亿美元，相较 2019-2024 年总额增长 124%，同时，未来 5 年全球销售 TOP15 的小分子药物中有过半药物专利将到期，专利悬崖有望带来原料药增量需求。

2024 年，规模以上工业企业原料药产量为 358.30 万吨，同比增长 4.6%，Q1 受 23 年同期高基数影响同比下降 7.0%，Q2/Q3/Q4 产量分别同比增长 12.8%/14.9%/1.3%；2024 年，印度原料药及中间体从中国进口额为 34.00 亿元，同比增长 4.9%，进口量为 37.50 万吨，同比快速增长 11.1%，其中 Q1/Q2/Q3/Q4 分别同比增长 7.21%/22.18%/4.76%/11.18%，进口额及进口量均达到过去 4 年最高水平。结合中印两国情况，原料药行业需求端边际改善明显，去库存阶段或已接近终结。

截至 2025 年一季度末，原料药板块在建工程为 163.57 亿元，同比下滑 4.31%，规模同比减少 7.36 亿元，部分在建工程陆续转固，在建工程投入放缓，从在建工程与固定资产比值来看，2025 年一季度末为 0.20，比值自 2023 年以来持续下降。同时，2025 年 3 月印度政府决定放弃 230 亿美元的国内制造业激励计划，其中原料药 PLI 计划整体实施效果仍不理想，连续三年资金利用不充分，2021-22 财年，修订预算(RE)为 0.28 亿卢比，实际支出为 0.22 亿卢比；2022-23 财年，预算(BE)为 39.00 亿卢比，后降至 1.46 亿卢比，但实际支出为 0.60 亿卢比；2023-24 财年，预算(BE)为 10.00 亿卢比，后降至 1.61 亿卢比，实际支出为 1.17 亿卢比。此外，印度原料药园区建设进展缓慢，期限延长至 2026Q1，印度中央政府和邦政府已拨给古吉拉特邦、喜马偕尔邦、安得拉邦的补助资金分别为 43.71 亿卢比、26.05 亿卢比、35.73 亿卢比，截至 2025 年 1 月，使用资金占补助资金比例为 58%、18%、13%，三个邦已提交了修订后的时间表，预计 2026 年 3 月完成原料药园区的建设。结合中印两国情况，行业产能扩张放缓，新产能释放仍需时间。

建议关注：1) 持续向制剂、CDMO 领域拓展、业绩确定性较强的个股，如奥锐特(605116)、普洛药业(000739)、奥翔药业(603229)等；2) 新产品业务占比较高或产能扩张相对激进的个股，如同和药业(300636)、共同药业(300966)等；3) 原有产品受去库存影响较大或当前利润率水平相对较低的个股，后续业绩修复弹性较大，如国邦医药(605507)等。

● 风险提示

产能释放不及预期，产品价格下降风险，产品研发及技术创新风险，市场竞争加剧风险，海外去库存进度不及预期风险，关税风险，环保政策风险，汇率风险。

目录

一、 Q1 利润同比快速增长，净利率创近四年同期新高	5
(一) Q1 板块营收同比基本持平，利润同比快速增长	5
(二) 降本增效持续推进，盈利能力明显提升	7
二、 行业集中度提升，TOP10 企业贡献七成以上收入及业绩	9
三、 板块估值修复，在建工程规模持续下降	12
(一) Q1 板块估值修复，但仍处于历史低位	12
(二) Q1 在建工程规模持续下降，产能扩张放缓	12
四、 投资建议与公司推荐	13
(一) 投资建议	13
(二) 同和药业：二厂区一期产能投放，新产品法规市场有望持续放量	14
(三) 奥锐特：“原料药+制剂”持续兑现，“多肽+寡核苷酸”打开成长天花板	15
(四) 共同药业：聚焦甾体药物领域，产品向下游延展打开成长空间	17
(五) 奥翔药业：原料药+CXO 业务稳健增长，制剂打造第三增长曲线	19
(六) 国邦医药：医药业务回暖，动保业务弹性可期	20
(七) 普洛药业：原料药制剂一体化布局加速，CDMO 有望迎来新通胀时代	22
五、 风险提示	24

图表目录

图表 1: 2020-2025Q1 原料药板块营收及增速.....	5
图表 2: 2020Q1-2025Q1 原料药板块营收及增速.....	5
图表 3: 2020-2025Q1 原料药板块归母净利润及增速.....	6
图表 4: 2020Q1-2025Q1 原料药板块归母净利润及增速.....	6
图表 5: 2020-2025Q1 原料药板块扣非净利润及增速.....	6
图表 6: 2020Q1-2025Q1 原料药板块扣非净利润及增速.....	6
图表 7: 2021-2025Q1 原料药板块毛利率及净利率 (%).....	8
图表 8: 2022Q1-2025Q1 原料药板块毛利率及净利率 (%).....	8
图表 9: 2021-2025Q1 原料药板块期间费用率 (%).....	9
图表 10: 2022Q1-2025Q1 原料药板块期间费用率 (%).....	9
图表 11: 2024 年原料药板块营收占比情况.....	9
图表 12: 2024 年原料药板块归母净利润占比情况.....	9
图表 13: 2025Q1 原料药板块营收占比情况.....	10
图表 14: 2025Q1 原料药板块归母净利润占比情况.....	10
图表 15: 2024 年及 2025 年 Q1 收入贡献前 10 的公司 (亿元).....	11
图表 16: 2024 年及 2025 年 Q1 利润贡献前 10 的公司 (亿元).....	11
图表 17: 原料药板块估值变化趋势 (PE, TTM 剔除负值).....	12
图表 18: 原料药板块在建工程情况.....	13
图表 19: 原料药板块在建工程/固定资产.....	13
图表 20: 原料药板块在建工程/固定资产前 10 公司.....	13
图表 21: 同和药业盈利预测和主要财务指标.....	15
图表 22: 奥锐特盈利预测和主要财务指标.....	17
图表 23: 共同药业盈利预测和主要财务指标.....	19
图表 24: 奥翔药业盈利预测和主要财务指标.....	20
图表 25: 国邦医药盈利预测和主要财务指标.....	22
图表 26: 普洛药业盈利预测和主要财务指标.....	24

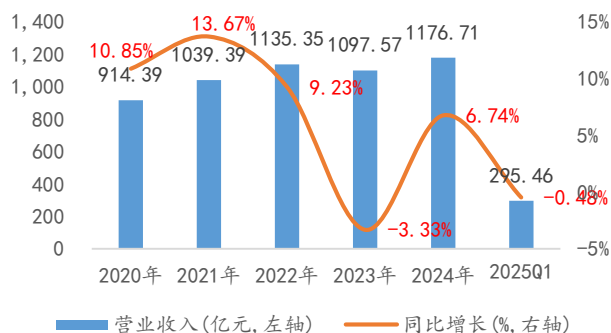
一、 Q1 利润同比快速增长，净利率创近四年同期新高

(一) Q1 板块营收同比基本持平，利润同比快速增长

原料药板块共选取了 32 家公司，2024 年，原料药板块实现营业收入 1176.77 亿元，同比恢复增长，增幅为 6.74%，分季度来看，2024Q1/Q2/Q3/Q4，营业收入分别为 296.88 亿元/309.25 亿元/ 291.25 亿元/ 279.33 亿元，分别同比-0.56%/+9.04%/+12.64%/+8.76%。

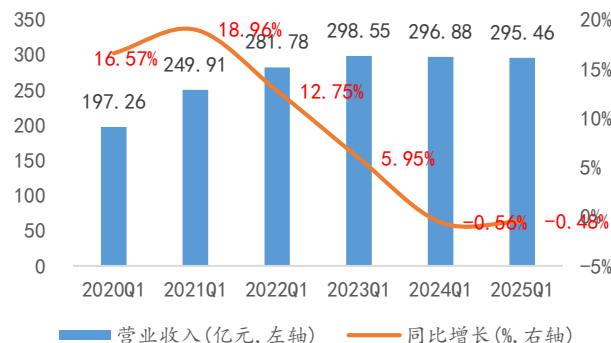
2025 年 Q1，原料药板块实现营业收入 295.46 亿元，同比下降 0.48%。

图表1：2020-2025Q1 原料药板块营收及增速



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表2：2020Q1-2025Q1 原料药板块营收及增速

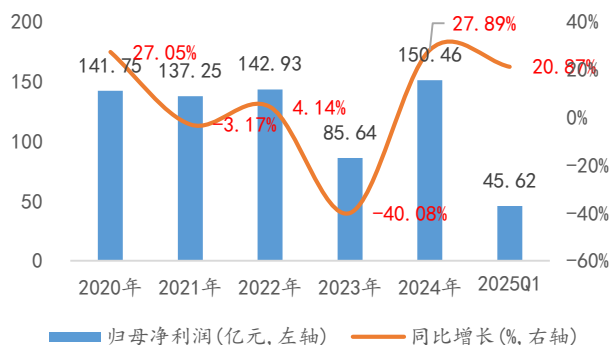


资料来源：iFinD，太平洋证券整理

2024 年，原料药板块实现归母净利润 150.46 亿元，同比快速增长 27.89%，分季度来看，2024Q1/Q2/Q3/Q4，归母净利润分别为 37.74 亿元/47.75 亿元/41.11 亿元/23.87 亿元，Q1/Q2/Q3 分别同比+5.52%/+27.80%/+58.93%，Q4 同比扭亏。

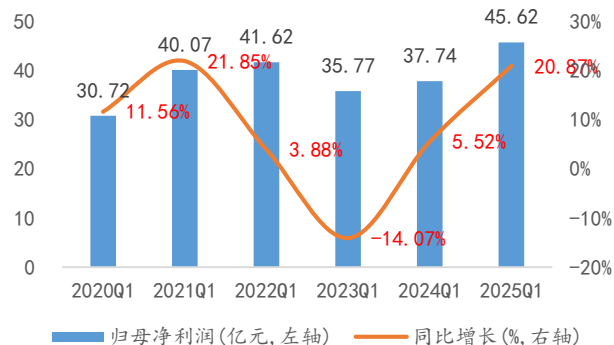
2025 年 Q1，原料药板块实现归母净利润 45.62 亿元，同比增长 20.87%。

图表3：2020-2025Q1 原料药板块归母净利润及增速



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表4：2020Q1-2025Q1 原料药板块归母净利润及增速

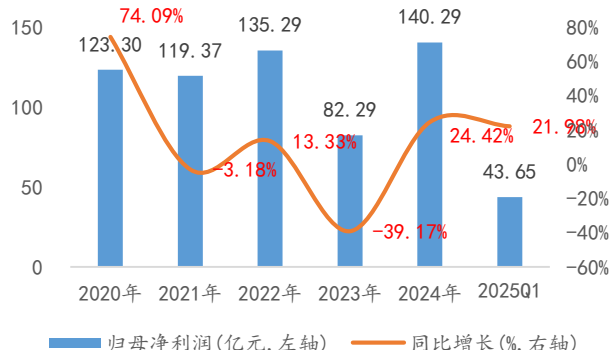


资料来源：iFinD，太平洋证券整理

2024 年，原料药板块实现扣非净利润 140.29 亿元，同比快速增长 24.42%，分季度来看，2024Q1/Q2/Q3/Q4，扣非净利润分别为 35.79 亿元/41.67 亿元/38.85 亿元/23.99 亿元，Q1/Q2/Q3 分别同比+9.25%/+12.93%/+63.07%，Q4 同比扭亏。

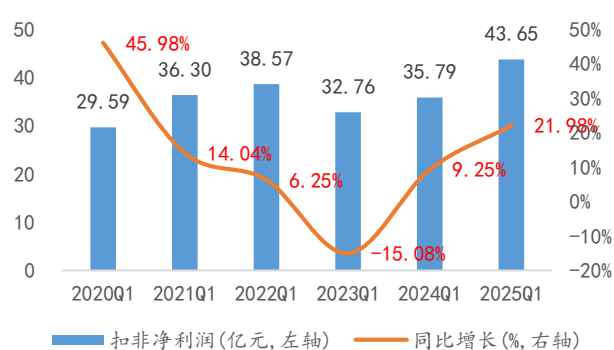
2025 年 Q1，原料药板块实现扣非净利润 43.65 亿元，同比增长 21.98%。

图表5：2020-2025Q1 原料药板块扣非净利润及增速



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表6：2020Q1-2025Q1 原料药板块扣非净利润及增速



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

2024 年，原料药板块营业收入稳健增长，分季度来看，Q2/Q3/Q4 营收同比均实现正增长，归母净利润及扣非净利润同比快速增长，分季度来看，同比增幅呈现明显逐季度提升趋势，盈利情况显著改善。2024 年板块利润快速增长的主要原因是：①2023 年下半年，板块受产品价格下降及下游去库存等因素影响，基数相对较低；②2024H2，全球下游厂商去库存逐渐结束，原料药企业

出货量逐步恢复，同时新产品法规市场专利开始陆续到期，部分公司新产品加速放量；③从价格上看，2023 年 Q3 部分产品价格已经降至较低水平，2024H2 产品价格同比下降幅度相较上半年已经明显缩小；④各公司降本增效效果持续显现，期间费用率同比下降；⑤减值影响同比减弱。

2025 年 Q1，在去年同期高基数下，原料药板块实现营业总收入同比基本持平，环比增长 5.77%，归母净利润及扣非净利润同比均实现快速增长，环比分别大幅增长 91.12%和 81.95%。Q1 原料药企业出货量逐步恢复，毛利率同比提升 1.76pct，同时降本增效持续推进，期间费用率同比下降 0.81pct，此外，2024Q4 多家公司计提资产减值损失，2025 年 Q1 减值影响大幅减弱。

(二) 降本增效持续推进，盈利能力明显提升

2024 年，原料药板块毛利率为 38.00%，同比提升 1.58pct，净利率为 12.79%，同比大幅提升 4.97pct。

分季度来看，2024 年 Q1/Q2/Q3/Q4，原料药板块毛利率分别为 36.38%/37.21%/38.27%/40.29%，分别同比-0.82pct/+0.14pct/+1.88pct/+5.47pct，净利率分别为 12.78%/15.52%/14.07%/8.35%，分别同比+0.73pct/+2.16pct/+3.98pct/+13.89pct。2024 年，板块净利率同比明显提升，且毛利率呈逐季度改善趋势，主要原因是 2023 年行业竞争加剧，且受下游去库存影响出货量下降，规模效应减弱，期间费用率有所上升，同时 23H2 受减值影响，净利率大幅下滑，2024 年部分产品价格降幅逐步收窄并企稳，且全球下游厂商去库存逐渐结束，原料药企业出货量逐步恢复，规模效应提升，降本增效效果开始显现，期间费用率下降，同时减值影响大幅减弱，盈利能力修复。

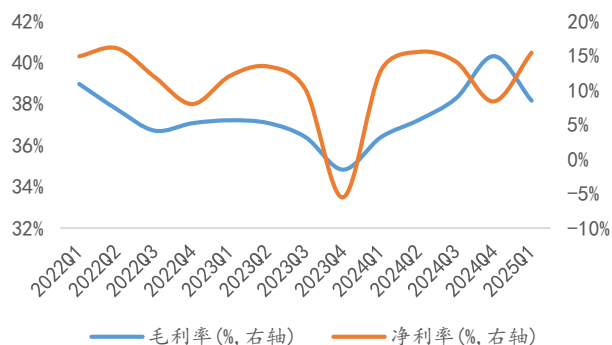
2025 年 Q1，原料药板块毛利率为 38.14%，同比提升 1.76pct，净利率为 15.41%，同比上升 2.63pct，环比提升 7.06pct，净利率同比提升主要原因是费用端同比下滑，环比大幅改善的主要原因是减值影响大幅减弱，2024 年 Q4 板块资产减值为 12.75 亿元，而 2025 年 Q1 仅为 1.56 亿元。

图表7：2021-2025Q1 原料药板块毛利率及净利率 (%)



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表8：2022Q1-2025Q1 原料药板块毛利率及净利率 (%)



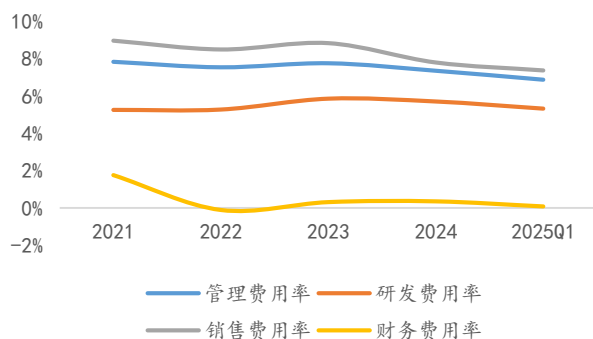
资料来源：iFinD，太平洋证券整理

2024 年，原料药板块期间费用率为 21.22%，同比下滑 1.55pct，其中，管理费用率为 7.35%，同比下滑 0.40pct，研发费用率为 5.71%，同比下滑 0.15pct，销售费用率为 7.80%，同比下滑 1.03pct，财务费用率为 0.36%，同比上升 0.04pct。

分季度来看，2024 年 Q1/Q2/Q3/Q4，管理费用率分别为 6.75%/6.76%/7.31%/8.69%，分别同比-0.15pct/-0.51pct/-0.63pct/-0.41pct，研发费用率分别为 5.03%/5.27%/5.55%/7.14%，分别同比+0.23pct/-0.44pct/-0.54pct/+0.06pct，销售费用率分别为 8.14%/7.41%/7.31%/8.40%，分别同比-0.41pct/-1.53pct/-1.16pct/-1.04pct，财务费用率分别为 0.55%/-0.11%/1.56%/-0.58%，分别同比-1.15pct/+2.70pct/+0.15pct/-1.65pct。

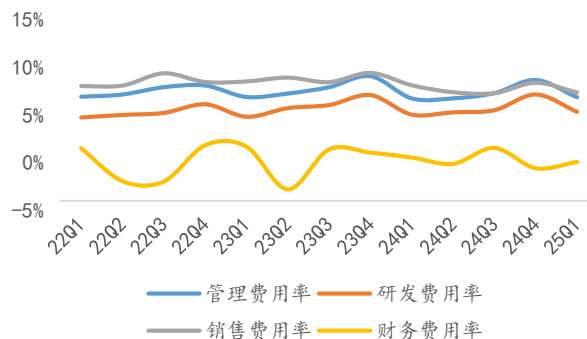
2025 年 Q1，原料药板块期间费用率同比下降 0.81pct，环比下降 3.99pct，主要因为降本增效持续推进。其中，管理费用率为 6.87%，同比提升 0.12pct，环比下降 1.81pct，研发费用率为 5.32%，同比提升 0.29pct，环比下降 1.82pct，销售费用率为 7.38%，同比下降 0.76pct，环比下降 1.02pct，财务费用率为 0.08%，同比下降 0.46pct，环比提升 0.67pct，受汇率影响财务费用率季度间波动较大。

图表9：2021-2025Q1 原料药板块期间费用率（%）



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表10：2022Q1-2025Q1 原料药板块期间费用率（%）

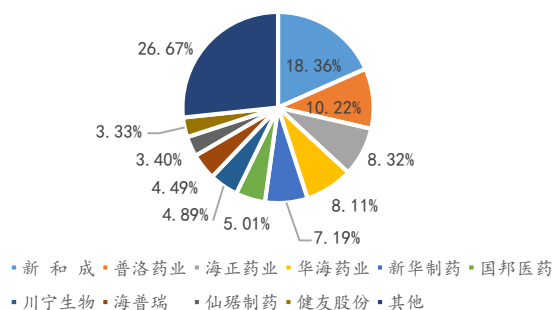


资料来源：iFinD，太平洋证券整理

二、行业集中度提升，TOP10 企业贡献七成以上收入及业绩

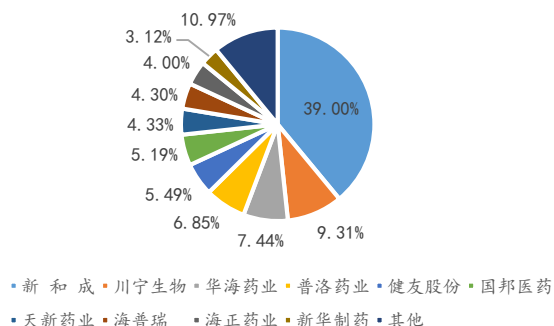
2024 年，原料药板块中少数公司贡献大部分营收及利润，收入及利润占比较高的公司大部分为大宗原料药生产商。从营业收入来看，TOP10 占板块总营收的比重达 73.33%，相较于 2023 年占比提升 3.13pct，其中新和成、普洛药业占比超 10%，海正药业、华海药业、新华制药、国邦医药占比超 5%；从归母净利润来看，TOP10 归母净利润总额达 133.96 亿元，占比 89.03%，板块中有 7 家企业出现亏损，合计亏损 8.88 亿元。

图表11：2024 年原料药板块营收占比情况



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表12：2024 年原料药板块归母净利润占比情况

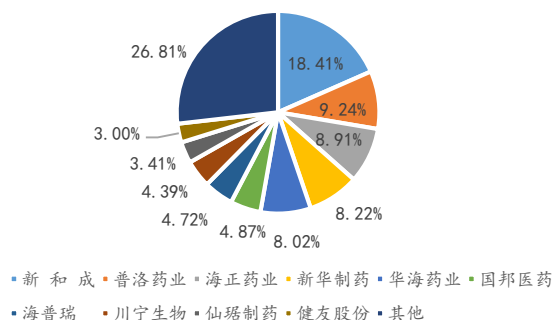


资料来源：iFinD，太平洋证券整理

2025 年 Q1，从营业收入来看，TOP10 占板块总营收的比重达 73.19%，其中新和成占比超 10%，普洛药业、海正药业、新华制药、华海药业占比超 5%；从归母净利润来看，TOP10 占板块总利润

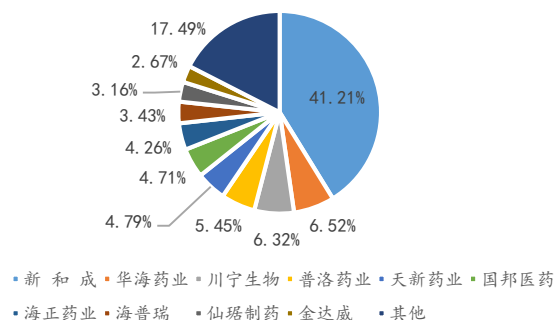
的比重达 82.51%，同比提升 7.93pct，其中，新和成占比超 40%，华海药业、川宁生物、普洛药业占比超 5%。

图表13：2025Q1 原料药板块营收占比情况



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表14：2025Q1 原料药板块归母净利润占比情况



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

从收入端来看，2024 年收入占比前 10 的公司中，有 6 家公司营收同比增长，其中涨幅超过 10%的有 4 家，涨幅处于 0%-10%的有 2 家，另有 4 家公司同比下滑，均降幅处于 0%-10%；2025 年 Q1 收入占比前 10 的公司中，营收同比增长的公司有 3 家，其中涨幅超过 10%的有 1 家，涨幅处于 0%-10%的有 2 家，另外 7 家营收同比下滑，其中降幅超过 10%的有 3 家，降幅处于 0%-10%的有 4 家，主要原因是部分公司产品价格同比有不同幅度下滑。

图表15：2024 年及 2025 年 Q1 收入贡献前 10 的公司（亿元）

公司名称	2024 年营收	同比 (%)	公司名称	2025Q1 营收	同比 (%)
新 和 成	216.10	42.95	新 和 成	54.40	20.91
普洛药业	120.22	4.77	普洛药业	27.30	-14.63
海正药业	97.87	-5.65	海正药业	26.32	-3.48
华海药业	95.47	14.91	新华制药	24.30	-1.81
新华制药	84.66	4.51	华海药业	23.69	-5.21
国邦医药	58.91	10.12	国邦医药	14.40	7.57
川宁生物	57.58	19.38	海普瑞	13.94	1.53
海普瑞	52.81	-3.03	川宁生物	12.97	-14.85
仙琚制药	40.01	-2.98	仙琚制药	10.08	-2.86
健友股份	39.24	-0.20	健友股份	8.85	-11.85

资料来源：iFinD，太平洋证券整理

从利润端来看，2024 年利润占比前 10 的公司中，有 8 家公司归母净利润同比增长，其中涨幅超过 50%的有 4 家，涨幅处于 0%-50%的有 4 家，另有 2 家公司同比下滑，下滑幅度均不超过 10%；2025 年 Q1 利润占比前 10 的公司中，归母净利润同比增长的有 7 家，其中涨幅超过 50%的有 2 家，涨幅处于 0%-50%的有 5 家，3 家公司归母净利润同比下滑，其中降幅超过 10%的有 2 家，降幅处于 0%-10%的有 1 家。

图表16：2024 年及 2025 年 Q1 利润贡献前 10 的公司（亿元）

公司名称	2024 年 归母净利润	同比 (%)	公司名称	2025Q1 归母净利润	同比 (%)
新 和 成	58.69	117.01	新 和 成	18.80	116.18
川宁生物	14.00	48.88	华海药业	2.97	9.81
华海药业	11.19	34.74	川宁生物	2.88	-18.26
普洛药业	10.31	-2.29	普洛药业	2.49	1.98
健友股份	8.26	536.09	天新药业	2.19	48.13
国邦医药	7.82	27.61	国邦医药	2.15	8.17
天新药业	6.51	36.85	海正药业	1.94	-21.85
海普瑞	6.47	182.57	海普瑞	1.57	1.00
海正药业	6.01	745.24	仙琚制药	1.44	-4.72
新华制药	4.70	-5.33	金达威	1.22	71.97

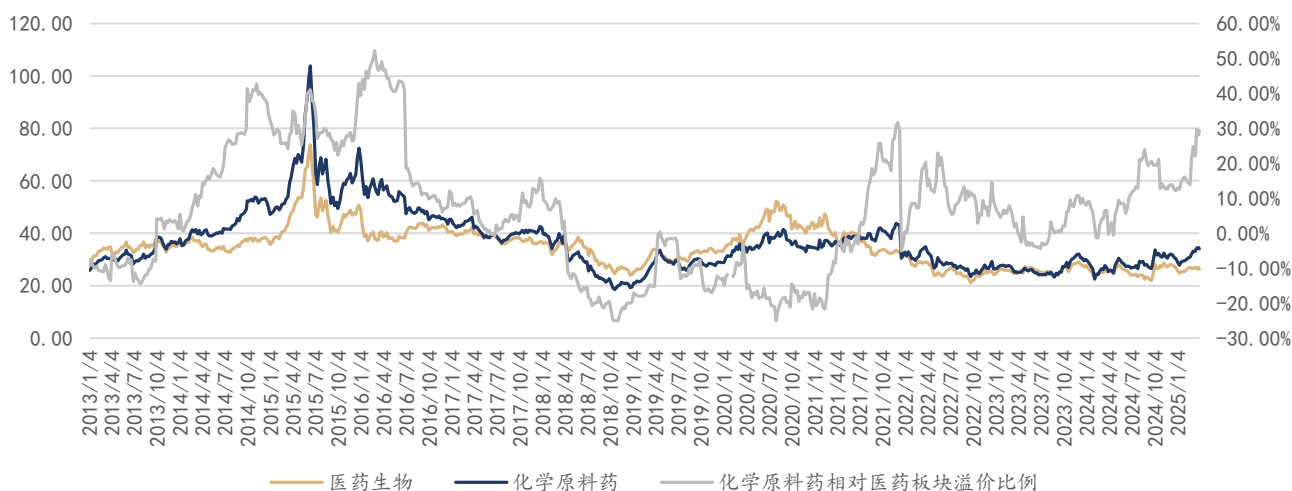
资料来源：iFinD，太平洋证券整理

三、 板块估值修复，在建工程规模持续下降

(一) Q1 板块估值修复，但仍处于历史低位

2024 年及 2025 年 Q1，原料药板块仍旧面临行业竞争加剧、产品价格下降的压力，但价格下降幅度逐渐收窄，Q1 部分产品价格底部震荡，同时行业去库存基本结束，印度竞争预期减弱，从估值来看，2024 年原料药板块估值处于历史低位，截至 2024 年末，原料药板块 PE 为 30.26 倍，处于 14%历史分位，相较医药生物行业的溢价率为 12.23%。截至 2025 年 Q1 末，原料药板块 PE 为 33.97 倍，处于 18%历史分位，相较医药生物行业的溢价率为 29.43%。

图表17：原料药板块估值变化趋势（PE, TTM 剔除负值）

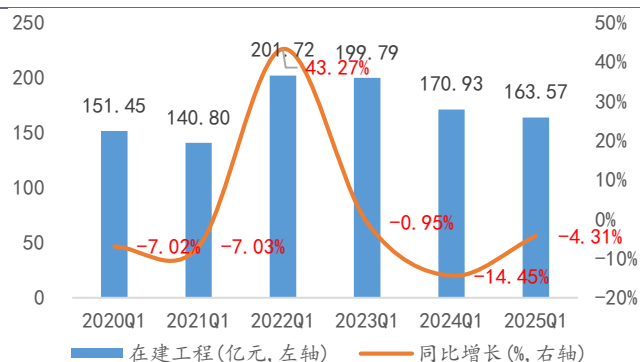


资料来源：iFind，太平洋证券整理

(二) Q1 在建工程规模持续下降，产能扩张放缓

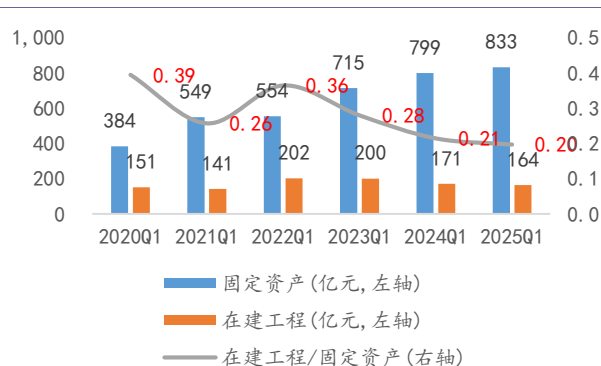
截至 2025 年一季度末，原料药板块在建工程为 163.57 亿元，同比下滑 4.31%，规模同比减少 7.36 亿元，固定资产为 833.07 亿元，同比增加 33.99 亿元，同比增长 4.25%，部分在建工程陆续转固，在建工程投入放缓。从在建工程与固定资产比值来看，2025 年一季度末为 0.20，比值自 2023 年以来持续下降。

图表18：原料药板块在建工程情况



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表19：原料药板块在建工程/固定资产



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

具体来看，原料药板块中在建工程/固定资产值大于 0.5 的有 7 家公司，其中有 2 家公司比值接近 1，产能扩张相对激进，奥锐特及奥翔药业在建工程/固定资产值分别为 0.95 和 0.92。

图表20：原料药板块在建工程/固定资产值前 10 公司

公司名称	2025Q1 固定资产 (亿元)	2025Q1 在建工程 (亿元)	2025Q1 在建工程/ 固定资产
奥锐特	7.77	7.40	0.95
奥翔药业	5.48	5.03	0.92
天新药业	14.42	12.70	0.88
拓新药业	4.88	3.78	0.78
共同药业	11.30	7.31	0.65
东亚药业	11.05	6.48	0.59
司太立	19.56	10.15	0.52
仙琚制药	18.15	7.52	0.41
华海药业	62.64	24.94	0.40
花园生物	20.99	8.33	0.40

资料来源：iFinD，太平洋证券整理

四、投资建议与公司推荐

(一) 投资建议

2025-2030 年，下游制剂专利到期影响的销售额为 3900 亿美元，相较 2019-2024 年总额增长 124%，同时，未来 5 年全球销售 TOP15 的小分子药物中有过半药物专利将到期，专利悬崖有望带

来原料药增量需求。

2024 年，规模以上工业企业原料药产量为 358.30 万吨，同比增长 4.6%，Q1 受 23 年同期高基数影响同比下降 7.0%，Q2/Q3/Q4 产量分别同比增长 12.8%/14.9%/1.3%；2024 年，印度原料药及中间体从中国进口额为 34.00 亿元，同比增长 4.9%，进口量为 37.50 万吨，同比快速增长 11.1%，其中 Q1/Q2/Q3/Q4 分别同比增长 7.21%/22.18%/4.76%/11.18%，进口额及进口量均达到过去 4 年最高水平。结合中印两国情况，原料药行业需求端边际改善明显，去库存阶段或已接近终结。

截至 2025 年一季度末，原料药板块在建工程为 163.57 亿元，同比下滑 4.31%，规模同比减少 7.36 亿元，部分在建工程陆续转固，在建工程投入放缓，从在建工程与固定资产比值来看，2025 年一季度末为 0.20，比值自 2023 年以来持续下降。同时，2025 年 3 月印度政府决定放弃 230 亿美元的国内制造业激励计划，其中原料药 PLI 计划整体实施效果仍不理想，连续三年资金利用不充分，2021-22 财年，修订预算(RE)为 0.28 亿卢比，实际支出为 0.22 亿卢比；2022-23 财年，预算(BE)为 39.00 亿卢比，后降至 1.46 亿卢比，但实际支出为 0.60 亿卢比；2023-24 财年，预算(BE)为 10.00 亿卢比，后降至 1.61 亿卢比，实际支出为 1.17 亿卢比。此外，印度原料药园区建设进展缓慢，期限延长至 2026Q1，印度中央政府和邦政府已拨给古吉拉特邦、喜马偕尔邦、安得拉邦的补助资金分别为 43.71 亿卢比、26.05 亿卢比、35.73 亿卢比，截至 2025 年 1 月，使用资金占补助资金比例为 58%、18%、13%，三个邦已提交了修订后的时间表，预计 2026 年 3 月完成原料药园区的建设。结合中印两国情况，行业产能扩张放缓，新产能释放仍需时间。

建议关注：1) 持续向制剂、CDMO 领域拓展、业绩确定性较强的个股，如奥锐特(605116)、普洛药业(000739)、奥翔药业(603229)等；2) 新产品业务占比较高或产能扩张相对激进的个股，如同和药业(300636)、共同药业(300966)等；3) 原有产品受去库存影响较大或当前利润率水平相对较低的个股，后续业绩修复弹性较大，如国邦医药(605507)等。

(二) 同和药业：二厂区一期产能投放，新产品法规市场有望持续放量

公司起步于日本规范市场，具备全面的 cGMP 质量体系和高标准的 EHS 体系。江西同和药业股份有限公司成立于 2004 年，主要从事特色化学原料药和医药关键中间体的研发、生产与销售，是全球瑞巴派特、加巴喷丁、醋氯芬酸和塞来昔布的重要供应商，其中瑞巴派特销量国际市场占有率近 50%，此外，公司持续拓展 CDMO 业务，为原研药企配套生产原料药及中间体。

新产品专利在规范市场陆续到期，预计未来三年将实现新产品快速放量。根据 Evaluate Pharma 数据显示，2025-2030 年，下游制剂专利到期影响的销售额为 3900 亿美元，相较 2019-2024 年总额增长 124%，这其中就包括 2023 年全球药品销售额排名前五的阿哌沙班、恩格列净、

利伐沙班、达格列净等，随着公司新产品专利的陆续到期，预计未来三年将实现新产品快速放量，毛利率有望得到改善。

定增助力产能持续释放，保障中长期业绩增长。公司定增 8 亿元用于二厂区二期工程建设，二厂区一期、二期全部建设投产后，17 个新品种的产能问题有望得到解决。2024 年，二厂区一期 4 个车间正式投产，2025 年起二期 7 个车间有望陆续试生产，保障中长期的业绩增长。

Q1 营业收入同比下滑，利润阶段性承压。分业务来看，2024 年原料药及中间体业务实现营收 6.76 亿元 (YoY+17.27%)，毛利率 32.67%，同比提升 2.69pct，毛利率较高的新产品业务占比提升；CMO/CDMO 业务实现营收 0.83 亿元 (YoY-43.18%)，毛利率 35.83%，同比下滑 10.65pct，主要由于个别订单终止执行。2024 年及 2025Q1 毛利率分别为 33.01%(-0.29pct)和 27.58%(-9.09pct)，净利率分别为 14.04%(-0.64pct)和 11.12%(-9.98pct)，我们认为 2024 年净利率略有下滑主要因为公司计提资产及信用减值损失 2,788.01 万元，同比增加 884.43 万元，同时销售人员及产品注册认证费增加，销售费用同比增长 14.03%，二厂区一期项目投产，管理费用同比增长 10.74%。2025 年 Q1 净利率同比下滑主要因为：①老产品受市场竞争影响，价格同比有所下滑；②研发费用同比增长 384.85 万元，研发费用率同比提升 2.58pct。

投资建议：公司新产品法规市场专利正在陆续到期，我们预计未来三年新产品在法规市场有望快速放量，预测公司 2025/26/27 年营收为 8.00/9.50/11.50 亿元，归母净利润为 1.14/1.48/1.99 亿元，对应当前 PE 为 27/21/15X，持续给予“买入”评级。

图表21：同和药业盈利预测和主要财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	759	800	950	1,150
营业收入增长率(%)	5.09%	5.42%	18.75%	21.05%
归母净利（百万元）	107	114	148	199
净利润增长率(%)	0.57%	6.96%	29.38%	35.25%
摊薄每股收益（元）	0.25	0.27	0.35	0.47
市盈率（PE）	29.00	26.85	20.71	15.43

资料来源：携宁，太平洋证券整理

（三）奥锐特：“原料药+制剂”持续兑现，“多肽+寡核苷酸”打开成长天花板

持续深耕特色原料药领域，产品矩阵丰富。公司成立于 1998 年，2020 年于上交所主板挂牌上市，深耕特色原料药领域 20 余年。公司产品矩阵丰富，覆盖六大治疗领域，并积极布局多肽、寡核苷酸等药物领域。同时，积极推动“原料药+制剂”一体化发展战略，2023 年 6 月，公司首款制剂产品地屈孕酮片获批上市。公司共有四大生产基地，分别为八都厂区、苍山厂区、联澳生物厂区、扬州奥锐特厂区，其中苍山厂区和扬州奥锐特厂区均有项目在建。

拓展多肽及寡核苷酸类药物领域，打开成长天花板。多肽药物市场前景广阔，2025 年全球市场规模有望达 960 亿美元。全球寡核苷酸药物市场规模有望高速增长，预计 2020-2025 年的复合年增长率为 32.2%。在多肽领域，年产 300KG 司美格鲁肽原料药生产线于 2024H2 投产。在寡核苷酸领域，2021 年 7 月，公司设立上海奥锐特生物，专注于寡核苷酸药物研发。

积极推进“原料药+制剂”一体化，制剂业务持续贡献收入。公司地屈孕酮片（10mg）于 2023 年 6 月获批上市，为国内的首仿产品，2024 年实现销售收入 2.20 亿元（YoY+144.87%），销量 581.19 万盒，截至 2024 年底，已经在 31 个省市自治区和新疆建设兵团挂网，进院 6,660 家（含社区门诊），制剂业务有望加速放量。同时 2024 年公司提交了地屈孕酮复方片、恩扎卢胺片、多替拉韦钠片的注册申报，预计 2026 年起每年获批 3-5 个产品。

Q1 收入及利润创历史新高，盈利能力提升明显。分季度来看，2024 年 Q4 实现营收 3.87 亿元（YoY+13.95%）、归母净利润 0.71 亿元（YoY+24.84%）、扣非净利润 0.69 亿元（YoY+4.26%）。2025 年 Q1 实现营收 4.02 亿元（YoY+19.78%），归母净利润 1.19 亿元（YoY+45.30%），扣非净利润 1.13 亿元（YoY+37.51%），收入及利润均创历史同期新高，毛利率为 60.73%，同比+7.05pct，环比+1.22pct，净利率为 29.71%，同比+5.22pct，环比+11.38pct，我们认为盈利能力提升主要原因是：①地屈孕酮片快速放量，2024 年产品毛利率达 84.71%，拉高整体毛利率水平；②司美格鲁肽等高毛利产品销售带来新增量。

投资建议：公司地屈孕酮片、司美格鲁肽、寡核苷酸原料药有望在 1-2 年内持续放量，预测公司 2025/26/27 年营收为 17.18/19.57/21.76 亿元，归母净利润为 4.61/5.92/7.24 亿元，对应 2025/26/27 年 PE 为 19/15/12X，持续给予“买入”评级。

图表22：奥锐特盈利预测和主要财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,476	1,718	1,957	2,176
营业收入增长率(%)	16.89%	16.44%	13.89%	11.21%
归母净利（百万元）	355	461	592	724
净利润增长率(%)	22.59%	30.00%	28.33%	22.34%
摊薄每股收益（元）	0.87	1.14	1.46	1.78
市盈率（PE）	24.47	18.68	14.58	11.96

资料来源：携宁，太平洋证券整理

（四）共同药业：聚焦甾体药物领域，产品向下游延展打开成长空间

深耕甾体药物领域近 20 年，布局起始物料到原料药全产业链。公司成立于 2006 年，于 2021 年上市。公司成立初期主要提供甾体药物中间体研发、生产和销售，2011 年，率先实现生物发酵及酶转化技术突破，布局甾体药物起始物料领域，成为全球甾体药物起始物料最大供应商之一，市占率约 60%，在中间体领域，布局了性激素、孕激素、皮质激素和其他类中间体产品，是国内性激素类中间体产品最丰富的供应商。2020 年，公司向下游延伸布局高端甾体原料药产品，实现甾体药物起始物料-中间体-原料药的全产业链布局。

新工艺革新有望推动 BA 市场规模快速增长。双降醇（BA）是甾体药物常用的起始物料之一，公司是国内首家将 BA 实施产业化的企业，占主导份额，2019 年-2021 年，公司 BA 销量均不超过 70 吨，市场需求量较小。近年来，以公司为代表的企业正在持续研发以 BA 为原料的新工艺路径，目前利用 BA 可向下游生产的主要产品包括黄体酮、熊去氧胆酸、及维生素 D3 等产品，但“BA 路线”还未大规模应用到以上产品的生产中，未来随着新工艺路径“BA 路线”的推广与使用，BA 的市场规模有望快速增长。黄体酮市场对应的 BA 需求量约为 1,000 吨/年，熊去氧胆酸“BA 路线”的潜在替代空间达 1,700 吨/年。

甾体药物中间体处于行业整合阶段，公司产品市占率有望提升。2023 年，主要甾体激素原料药国内外价格出现大幅下滑，2024Q4 部分产品价格企稳，维持相对低位。由于甾体药物行业产业链较长，中间体产品种类较多，因此行业竞争格局较为分散，目前国内有几十家甾体药物中间体供应商。公司在国内甾体药物起始物料端的市场占约 60%，掌握起始物料资源，有望在行业整合过程中提升市占率。同时，公司实现了重要产品黄体酮的技术革新，有望加快黄体酮中间体老工

艺产能出清，提升自身市占率。

纵向延伸+横向拓展并行，打开公司成长天花板。2020 年，公司与华海药业共同出资设立了合资公司华海共同，战略性布局原料药领域，共储备了睾酮、地屈孕酮、氟维司群、依西美坦、熊去氧胆酸等 14 个高端甾体原料药产品。同时，加大皮质激素产品布局，2021 年 4 月，公司与新华制药成立合资公司同新药业，公司持股 40%，首先布局醋酸阿奈可他、17 α -羟基黄体酮。此外，公司表示将提前布局并落实甾体药物 CDMO/CRO，杭州研究院、武汉研究院已投入运营，有望为 CDMO/CRO 业务赋能。

产能大规模投放，有望助力营收快速增长。截至 2025 年 3 月底，公司固定资产合计为 11.30 亿元，相较 2024 年同期增加了 9.27 亿元，总规模扩大约 5 倍，募投项目“黄体酮及中间体 BA 生产建设项目”正式投产，同时加强华海共同原料药项目和甾体类产业链升级项目的建设，目前已经完成了主体工程的建设，其中华海共同原料药项目一期工程完成设备调试并启动试生产，二期规划聚焦高端皮质激素原料药产能储备。

Q1 营收稳步增长，期间费用影响利润表现。Q1 公司实现营业收入 1.39 亿元，同比增长 13.90%，归母净利润 108.21 万元，同比下降 69.50%，毛利率为 24.24%，同比提升 2.67pct，净利率为-0.55%，同比下滑 2.92pct。我们认为 Q1 毛利率提升的主要原因是公司基本完成了车间的生产正常化同时毛利率较高的产品销售占比提升；净利率同比下滑的主要原因是：①子公司华海共同研发投入增多，研发费用同比增加 439.10 万元；②募投项目转固后可转债利息停止资本化导致利息费用增加，财务费用同比增加 748.60 万元。

投资建议：公司产能陆续投放，盈利能力有望随产能利用率的提升而修复，预测公司 2025/26/27 年营收为 6.17/7.41/8.89 亿元，归母净利润为-0.31/0.15/0.53 亿元，对应 26/27 年 PE 为 127/36X，持续给予“增持”评级。

图表23：共同药业盈利预测和主要财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	537	617	741	889
营业收入增长率(%)	-5.26%	15.00%	20.00%	20.00%
归母净利（百万元）	-28	-31	15	53
净利润增长率(%)	-219.94%	-11.80%	147.51%	262.74%
摊薄每股收益（元）	-0.24	-0.27	0.13	0.46
市盈率（PE）	—	—	127.08	35.91

资料来源：携宁，太平洋证券整理

（五）奥翔药业：原料药+CXO 业务稳健增长，制剂打造第三增长曲线

以特色原料药为基石，持续拓展 CDMO、制剂业务。公司成立于 2010 年 4 月，于 2017 年上市，成立初期主要从事特色原料药研发、生产及销售；2018 年布局 CRO/CDMO/CMO 业务；2021 年开始布局制剂业务，制剂业务将于 2025 年开始贡献收入。目前，公司产品主要分为肝病类、呼吸系统类、心脑血管类、高端氟产品类、前列腺素类、抗菌类、痛风类、抗肿瘤类和神经系统类九大类，手性结构多，研发难度较大。

原料药及 CXO 业务稳健增长，产品矩阵持续丰富。公司产品种类丰富，研发驱动产品梯队迭代放量，2020-2024 年，公司研发投入的复合增速约为 19%，2025 年 Q1 为 0.28 亿元，研发费用率约 9%，助力公司产品梯队日益完善。第一梯队产品能够贡献稳定的收入和利润，包括双环醇、恩替卡韦、泊沙康唑、非布司他、奈必洛尔、西他沙星等，其中恩替卡韦、双环醇、泊沙康唑等在国际市场占有率位居前列；第二梯队是有望快速放量的产品，这些产品将支撑未来 3 年收入及利润的增长，如舒更葡糖钠、毛果芸香碱等；第三梯队是当前处于研发阶段，3 年后有望开始放量的产品。

制剂将迎来收获期，打造第三增长曲线。公司与 STADA 合作的第一个制剂产品甲磺酸伊马替尼片于 2024 年 12 月获得比利时上市许可，预计 2025 年将陆续在欧洲其他国家及中国获批，并有望于 2025 年 H2 开始贡献销售收入。此外，公司积极布局创新药业务，一方面投资新药公司，另一方面引进、开发新药，公司正在开发的用于治疗缺血性脑卒中的 1.1 类新药布罗佐喷钠尚待进入 III 期临床。

Q1 营收及利润同比实现正增长，盈利能力同比提升。分季度来看，2024Q4，公司实现营收 1.05

亿元(YoY-27.53%), 归母净利润-0.22 亿元(YoY-177.70%), 扣非净利润-0.34 亿元(YoY-209.74%), 毛利率为 29.91%, 同比-12.98pct, 或与产品结构变化有关, 净利率为-21.11%, 公司研发费用及管理费用分别同比增加 3202.92 万元和 1350.55 万元。2025Q1, 公司实现营收 3.07 亿元(YoY+1.90%), 归母净利润 1.19 亿元(YoY+5.97%), 扣非净利润 1.12 亿元(YoY+2.81%), 毛利率 61.01%, 同比+2.72pct, 净利率为 38.87%, 同比+1.49pct, 研发费用为 2,830.40 万元, 占收入比重为 9.23%, 较上年同期提升 1.50pct。

投资建议：我们预测公司 2025/26/27 年收入为 9.55/11.28/13.93 亿元，净利润为 2.80/3.32/4.11 亿元，对应当前 PE 为 24/20/16X，考虑到公司原料药及 CDMO 业务增长稳定，且制剂业务有望于 2025 年开始贡献增量收入，持续给予“买入”评级。

图表24：奥翔药业盈利预测和主要财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	795	955	1,128	1,393
营业收入增长率(%)	-2.63%	20.02%	18.17%	23.51%
归母净利（百万元）	207	280	332	411
净利润增长率(%)	-18.55%	35.58%	18.27%	23.85%
摊薄每股收益（元）	0.25	0.34	0.40	0.49
市盈率（PE）	31.96	23.50	19.98	16.31

资料来源：携宁，太平洋证券整理

（六）国邦医药：医药业务回暖，动保业务弹性可期

持续深耕医药、动保领域，打造一体化产业布局。公司成立于 1996 年，于 2021 年在上交所上市，是全球规模最大的大环内酯类和喹诺酮类原料药供应商之一，国内硼氢化钠、硼氢化钾、环丙胺等中间体产能最大的企业之一，国内动保原料药领域品种布局最为齐全、广泛的企业之一。截至 2024 年底，公司产品超过 70 个，产品销往全球 6 大洲、115 个国家及地区，销售客户 3,000 余家，年销售额超过 1 亿元的产品 13 个。

医药板块，抗生素市场需求有望持续旺盛，中间体下游景气度开始提升。公司抗生素产品处于领先地位，市场需求有望持续旺盛，主要产品包括阿奇霉素、克拉霉素、罗红霉素、盐酸环丙沙星等大单品系列，贡献原料药板块总收入超 90%。从供给端来看，全球抗生素原料药市场集中

度较高，竞争格局较为稳定，公司具备产能及价格上的双重竞争优势；从需求端来看，国内外抗生素需求旺盛，预计主要抗生素产品需求有望持续增长。同时，公司持续进行全球注册，积极拓展新客户新需求，有望带来产品销量的提升。公司是国内硼氢化钠、硼氢化钾、环丙胺等中间体产能最大的企业之一。从供给端来看，硼氢化钠全球市场竞争格局集中，公司 4,000t/a 的产能处于行业领先水平，同时行业竞争对手出现安全环保事故有望引来竞争格局优化；从需求端来看，随着全球去库存周期逐渐接近尾声，精细化学品领域景气度开始抬升，或带动硼氢化钠需求增长。

动保板块，行业处于周期底部，公司具备竞争优势。公司的主要产品氟苯尼考、强力霉素、恩诺沙星等已经具有明显的品牌优势，同时，公司也是马波沙星、沙拉沙星、地克珠利、环丙氟喹酮、加米霉素等特色动保专用原料药主要供应商，具备明显的产品矩阵优势。当前动保行业处于周期底部，主要兽药原料药价格底部略有回升。从供给端来看，在成本和利润的长期压力下，行业产能有望持续出清；从需求端来看，养猪企业扭亏，养猪业有望持续高盈利，带动兽药原料药需求提升。公司产业链完整，一体化能力较强，目前公司是氟苯尼考国内产业链条最为齐全的生产商之一，在主要兽药原料药产品上，公司占据领先地位，有望在行业出清的背景下提升市占率。

Q1 收入及利润稳健增长，创历史新高。2025 年 Q1 公司实现营业收入 14.40 亿元，同比增长 7.57%，归母净利润 2.15 亿元，同比增长 8.17%，收入及利润均创历史新高；毛利率为 26.44%，同比-0.99pct，净利率为 14.88%，同比+0.05pct，毛利率略有下滑或主要为收入结构变化所致；经营活动现金净流量为-3.52 亿元，同比下降 2.73 亿元，或主要为预付款项同比增加 3.58 亿元所致。

投资建议：公司主要产品市占率较高，产业链完备，未来有望实现 30 个规模化产品全球领先、80 个产品常规化生产、具备 120 个产品生产能力，预测公司 2025/26/27 年营收为 67.15/75.83/82.96 亿元，归母净利润为 9.54/11.42/13.14 亿元，对应当前 PE 为 12/10/8X，持续给予“买入”评级。

图表25：国邦医药盈利预测和主要财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	5,891	6,715	7,583	8,296
营业收入增长率(%)	10.12%	13.99%	12.92%	9.41%
归母净利（百万元）	782	954	1,142	1,314
净利润增长率(%)	27.61%	22.00%	19.80%	15.02%
摊薄每股收益（元）	1.40	1.71	2.04	2.35
市盈率（PE）	13.65	11.18	9.37	8.13

资料来源：携宁，太平洋证券整理

（七）普洛药业：原料药制剂一体化布局加速，CDMO 有望迎来新通胀时代

确立 2030 发展战略，股票回购彰显长期发展信心。公司创立于 1989 年，是横店集团旗下的医药产业平台，于 2001 年在深交所“借壳上市”，主营原料药、CDMO、药品、医美及化妆品原料业务，旗下有原料药生产工厂 7 家，制剂生产工厂 2 家。2017 年，公司实施组织管理结构和发展战略重大调整，实行“职能+事业部”的统一管理模式，确立“做精原料、做强 CDMO、做优制剂”发展战略，于 2023 年全面实现战略目标。2024 年 8 月，确立 2030 发展战略“做精原料、做强 CDMO、做好药品、拓展医美”，引领公司迈入新发展阶段。2025 年 2 月 19 日，公司发布公告，拟以 0.75-1.50 亿元回购股份用于股权激励或员工持股计划，回购价格不超过 22 元/股（含），彰显长期发展信心。

原料药中间体基本盘稳固，加快医美业务布局。公司为国内特色原料药头部企业，主要产品覆盖口服头孢系列、口服青霉素系列、兽药原料药中间体系列、精神类系列和心脑血管类系列。近年公司大幅增加 API 的立项数量，布局恩格列净、玛巴洛沙韦、阿维巴坦、阿格列汀等专利悬崖品种，也在布局药用的多肽和美容肽，2024 年公司完成 20 个产品 DMF 申报，预计未来 3-5 年内增加 API 的 DMF 数量 30-50 个，新产品有望贡献新增量。此外，在兽药业务上，预计随着产能的持续出清，供需有望逐渐平衡，产品价格上涨可期，公司兽药原料药盈利能力有望修复。在医美业务上，公司正式成立医美及化妆品原料事业部，聚焦化妆品原料、美容产品、胶原蛋白等。产能方面，公司新增了新产品配套产能 303、304 多功能车间，并拟投资 3 亿元建设多肽原料药车间，设计产能 1.2-2 万升，目前正处于设计阶段。

CDMO 有望迎来新通胀时代，公司研发阶段项目高速增长，CDMO 业务有望逐步进入收获期。

2017 年-2021 年，创新药政策端发力拉动医药外包需求大幅提升，CXO 行业迎来第一阶段黄金期。2021 年后，国谈及 CDE 指导文件引发市场对创新药预期改变，CXO 终端需求出现明显波动，行业迎来低谷期。2024 年以来，国务院审议通过了《全链条支持创新药发展实施方案》，国家医保局表示计划于 2025 年内发布第一版丙类目录，创新药支持政策陆续出台，将有效改善创新药终端销售预期，上游 CXO 等各个环节有望迎来自 2017-2021 年之后的第二轮通胀时代。以美国为例，1970 年-2010 年药物研发成本通胀超 10 倍。而 2010 年美国 CPI 较 1970 年上涨约 7 倍，远低于同期药品研发成本通胀水平。2024 年，公司研发阶段项目达 641 个，同比增长 42%，占比达到 64%，形成了良好的漏斗形的状态，预计未来 2-3 年随着公司前端项目向后端延伸，商业化订单数量将实现较快增长，CDMO 业务有望逐步进入收获期。

政策加速制剂行业集中度提升，“多品种、多渠道”发展策略助力制剂业务快速增长。四同、三同政策将推进我国仿制药去品牌化进程，且对单一靠剂型、定价或规格差异而生存的小型药企或 MAH 持证人将形成一定抑制，行业或将向多批文、高人效的头部企业加速集中。同时，MAH 制度的收紧也将打压 B 证企业的生存空间，如国家药监局发布《关于加强药品受托生产监督管理工作的公告（征求意见稿）》，要求①新批文审批期间不得转让，上市三年内不得转让，②对于临床价值低、同质化严重的药品，原则上不能委托生产等，2020-2023 年，我国生产制剂企业数仍处增长阶段，政策或推动行业真正开始出清。2024 年，公司制剂业务加快推进“多品种、多渠道”发展策略，一方面，持续加大制剂的研发投入，未来计划每年新立项开发的制剂项目超过 25 个，从 2025 年起每年获批 15-20 个制剂产品。另一方面，公司拥有院内和院外销售队伍 150 余人，非集采品种院外市场销售占比约 30%，通过挖掘治伤软膏等潜力品种，进一步拓展市场。

Q1 收入同比下滑，利润同比实现正增长。2025 年 Q1 公司实现营业收入 27.30 亿元，受上年同期高基数影响，同比下降 14.63%，实现归母净利润 2.49 亿元，同比增长 1.98%，创历史同期新高；毛利率为 24.02%，同比基本持平，净利率为 9.10%，同比+1.48pct，我们认为净利率改善的主要原因是非经常性损益同比增加约 3,844 万元，其中，公司处置下属公司产生的非流动性资产处置损益约 3,069 万元。

投资建议：考虑到公司研发阶段项目高速增长，CDMO 业务将逐步进入收获期，同时原料药制剂一体化布局加速，随着 CDMO 及制剂业务占比提升，公司利润增长有望提速，预测公司 2025/26/27 年营收为 130.58/143.93/159.58 亿元，归母净利润为 11.53/13.23/15.47 亿元，对应当前 PE 为 14/12/10X，持续给予“买入”评级。

图表26：普洛药业盈利预测和主要财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	12,022	13,058	14,393	15,958
营业收入增长率(%)	4.77%	8.62%	10.22%	10.88%
归母净利（百万元）	1,031	1,153	1,323	1,547
净利润增长率(%)	-2.29%	11.82%	14.77%	16.92%
摊薄每股收益（元）	0.89	0.99	1.13	1.32
市盈率（PE）	15.72	14.13	12.38	10.60

资料来源：携宁，太平洋证券整理

五、风险提示

产能释放不及预期，产品价格下降风险，产品研发及技术创新风险，市场竞争加剧风险，海外去库存进度不及预期风险，关税风险，环保政策风险，汇率风险。

重点推荐公司盈利预测表

代码	名称	最新评级	EPS				PE				股价 2025/05/07
			2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E	
300636	同和药业	买入	0.25	0.27	0.35	0.47	29.00	26.85	20.71	15.43	7.25
605116	奥锐特	买入	0.87	1.14	1.46	1.78	24.47	18.68	14.58	11.96	21.29
300966	共同药业	增持	-0.24	-0.27	0.13	0.46	-	-	127.08	35.91	16.52
603229	奥翔药业	买入	0.25	0.34	0.40	0.49	31.96	23.50	19.98	16.31	7.99
605507	国邦医药	买入	1.40	1.71	2.04	2.35	13.62	11.15	9.35	8.11	19.07
000739	普洛药业	买入	0.88	0.99	1.13	1.32	15.90	14.13	12.38	10.60	13.99

资料来源：携宁，太平洋研究院整理

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。