

## 奥浦迈 (688293.SH)

## 海外市场营收快速增长, CDMO 业务环比改善

优于大市

## 核心观点

**业绩短期承压, 海外市场拓展取得成效。**2024H1, 公司实现营收 1.44 亿元 (同比+18.4%), 归母净利润 2414 万元 (同比-36.3%), 扣非归母净利润 1674 万元 (同比-43.5%)。

分具体业务看, 2024H1 公司实现产品销售 1.24 亿元 (同比+59.7%), 毛利率 70.34%, 其中 2024Q1/Q2 分别实现销售 7155/5216 万元 (分别同比+71.0%/+46.4%); CDMO 服务实现营收 1967 万元 (同比-55.1%), 毛利率-4.52%, 预计主要由于 CDMO 服务受行业不景气影响, 收入明显下降, 同时 CDMO 生物药商业化生产平台试生产阶段部分费用计入成本等因素影响, 其中 2024Q1/Q2 分别实现销售 805/1162 万元 (分别同比-69.1%/-34.3%, 环比有所改善)。

分地区看, 2024H1 公司实现国内市场营收 9841 万元 (同比-8.4%), 其中 2024Q1/Q2 分别为 4690/5151 万元 (分别同比-27.0%/+19.4%); 海外市场营收 4520 万元 (同比+226.6%), 其中 2024Q1/Q2 分别为 3281/1239 万元 (分别同比+795.7%/+21.7%), 海外市场拓展取得成效。

**产品管线数量创新高。**截至 2024H1, 共有 216 个已确定中试工艺的药品研发管线使用公司的细胞培养基产品, 其中处于临床前阶段 127 个、Ph1 临床阶段 34 个、Ph2 临床阶段 29 个、Ph3 临床阶段 21 个、商业化生产阶段 5 个, 整体相较 2023 年末增加 46 个。

**调整 2023 年股票激励计划。**公司公布了 2023 年股票激励计划修订稿, 对业绩考核目标进行了调整, 目标 A (归属系数 100%) 对应营收目标为以 2023 年营收为基数, 2024-2026 增长率分别不低于 20%/45%/75% (或 Wind 生命科学工具和服务指数成分股对应各年度平均收入增长率加 10 个百分点, 下同), 对应营收分别不低于 2.92/3.52/4.25 亿元; 目标 B (归属系数 80%) 对应营收目标为以 2023 年营收为基数, 2024-2026 增长率分别不低于 15%/35%/60%, 对应营收分别不低于 2.79/3.28/3.89 亿元。

**投资建议:** 根据公司 2024 半年报情况, 我们对盈利预测进行调整, 预计 2024-2026 年营收分别为 3.09/4.14/5.21 亿元 (前值为 3.03/4.19/5.74 亿元), 归母净利润分别为 0.60/1.13/1.49 亿元 (前值为 0.80/1.38/2.05 亿元), 目前股价对应 PE 分别为 49/26/20x, 维持“优于大市”评级。

**风险提示:** 估值的风险、盈利预测的风险、产品研发不达预期的风险、下游客户产品推进不达预期的风险等。

盈利预测和财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	294	243	309	414	521
(+/-%)	38.4%	-17.4%	27.0%	34.0%	26.0%
净利润 (百万元)	105	54	60	113	149
(+/-%)	74.5%	-48.7%	11.5%	88.4%	31.2%
每股收益 (元)	1.29	0.47	0.52	0.99	1.30
EBIT Margin	31.9%	10.3%	13.2%	24.0%	26.6%
净资产收益率 (ROE)	4.8%	2.5%	2.8%	5.1%	6.6%
市盈率 (PE)	20.1	55.0	49.3	26.2	19.9
EV/EBITDA	19.3	58.8	49.5	24.2	18.0
市净率 (PB)	0.97	1.38	1.36	1.33	1.31

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究·财报点评

## 医药生物·生物制品

证券分析师: 张佳博

021-60375487

zhangjiabo@guosen.com.cn

S0980523050001

证券分析师: 马千里

010-88005445

cnamqianli@guosen.com.cn

S0980521070001

## 基础数据

投资评级	优于大市 (维持)
合理估值	
收盘价	26.68 元
总市值/流通市值	3062/2098 百万元
52 周最高价/最低价	64.64/25.71 元
近 3 个月日均成交额	16.02 百万元

## 市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

## 相关研究报告

《奥浦迈 (688293.SH) - 培养基业务海外市场拓展取得成效》——2024-05-05

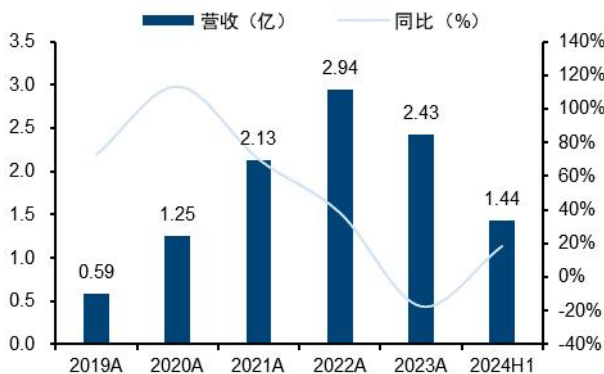
《奥浦迈 (688293.SH) - 业绩短期承压, 服务管线数量快速增长》——2023-11-12

业绩短期承压，海外市场拓展取得成效。2024H1，公司实现营收 1.44 亿元（同比+18.4%），归母净利润 2414 万元（同比-36.3%），扣非归母净利润 1674 万元（同比-43.5%）。

分具体业务看，2024H1 公司实现产品销售 1.24 亿元（同比+59.7%），毛利率 70.34%，其中 2024Q1/Q2 分别实现销售 7155/5216 万元（分别同比+71.0%/+46.4%）；CDMO 服务实现营收 1967 万元（同比-55.1%），毛利率 -4.52%，预计主要由于 CDMO 服务受行业不景气影响，收入明显下降，同时 CDMO 生物药商业化生产平台试生产阶段部分费用计入成本等因素影响，其中 2024Q1/Q2 分别实现销售 805/1162 万元（分别同比-69.1%/-34.3%，环比有所改善）。

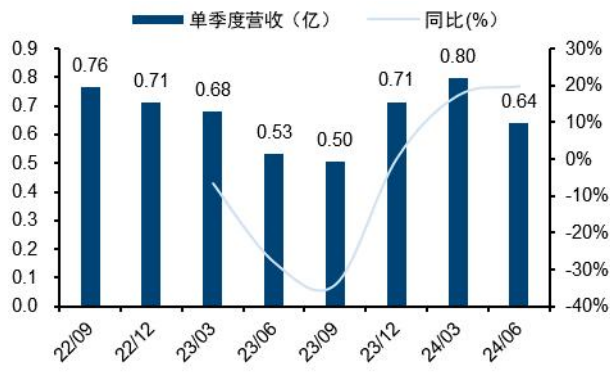
分地区看，2024H1 公司实现国内市场营收 9841 万元（同比-8.4%），其中 2024Q1/Q2 分别为 4690/5151 万元（分别同比-27.0%/+19.4%）；海外市场营收 4520 万元（同比+226.6%），其中 2024Q1/Q2 分别为 3281/1239 万元（分别同比+795.7%/+21.7%），海外市场拓展取得成效。

图1: 奥浦迈营业收入及增速（单位：亿元、%）



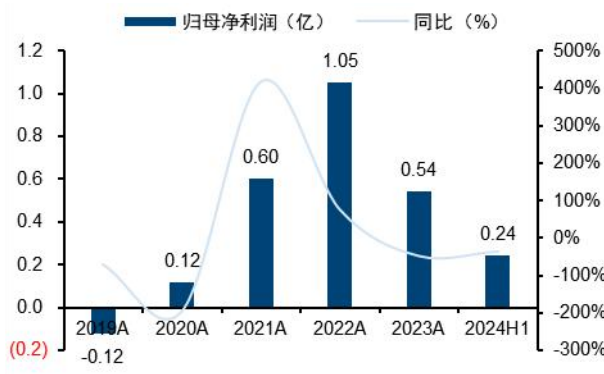
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 奥浦迈单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 奥浦迈归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

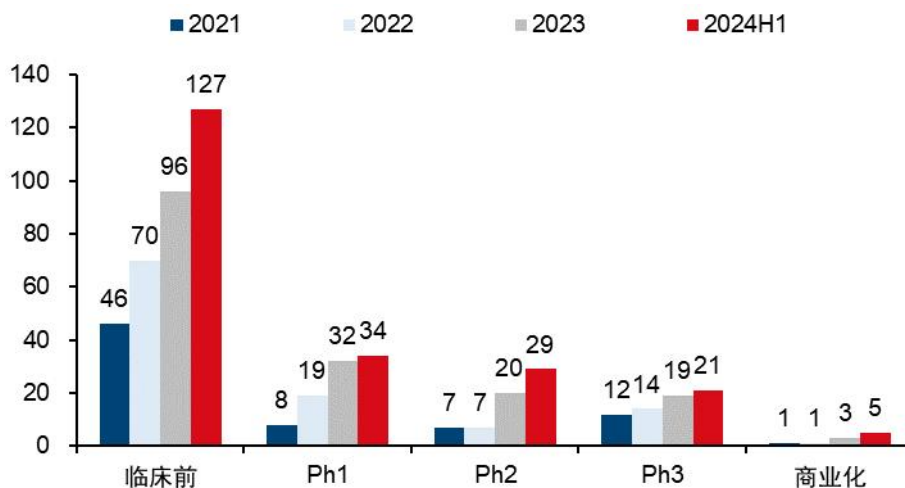
图4: 奥浦迈单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

服务客户管线方面，截至 2024H1，共有 216 个已确定中试工艺的药品研发管线使用公司的细胞培养基产品，其中处于临床前阶段 127 个、Ph1 临床阶段 34 个、Ph2 临床阶段 29 个、Ph3 临床阶段 21 个、商业化生产阶段 5 个，整体相较 2023 年末增加 46 个。

图5: 公司培养基业务服务客户管线数量



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表1: 奥浦迈盈利预测 (单位: 百万元)

		2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入		33.8	58.5	125.0	212.7	294.4	243.1	308.7	413.8	521.4
	YOY		73%	114%	70%	38%	-17%	27%	34%	26%
成本		13.1	29.4	67.5	85.3	106.1	100.1	132.6	163.3	195.3
毛利率		61.2%	49.8%	46.0%	59.9%	64.0%	58.8%	57.0%	60.5%	60.5%
培养基		19.7	26.0	53.4	127.8	203.4	172.5	251.6	348.5	443.6
	YOY		32%	105%	139%	59%	-15%	46%	39%	27%
成本		7.5	9.8	15.1	33.6	52.4	44.7	75.5	104.5	133.1
毛利率		61.7%	62.4%	71.8%	73.7%	74.2%	74.1%	70.0%	70.0%	70.0%
CDMO		14.1	32.5	71.6	84.9	90.8	70.7	57.2	65.3	77.7
	YOY		130%	120%	19%	7%	-22%	-19%	14%	19%
成本		5.6	19.6	52.4	51.7	53.6	47.1	57.2	58.8	62.2
毛利率		60.4%	39.7%	26.8%	39.0%	41.0%	33.4%	0.0%	10.0%	20.0%
销售费用率		13.5%	11.1%	4.2%	4.9%	4.6%	6.6%	8.0%	7.1%	6.6%
管理费用率		151.2%	16.6%	18.3%	19.1%	15.7%	23.9%	23.1%	19.0%	18.0%
研发费用率		23.2%	40.1%	18.0%	9.3%	11.3%	17.7%	11.9%	9.7%	8.6%
财务费用率		1.5%	4.1%	0.8%	0.1%	-3.7%	-6.3%	-6.1%	-4.5%	-3.4%
净利润		-42.5	-12.3	11.7	60.4	105.4	54.0	60.3	113.4	148.9
	YoY		71.1%	195.3%	416.9%	74.5%	-48.8%	11.6%	88.4%	31.2%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

## 投资建议

公司培养基业务服务客户管线数量快速增长, 其中多个管线处于工艺变更及申报上市阶段, 2024H1 海外市场营收大幅增长, 海外市场拓展取得成效; 公司 CDMO 募投项目已建设完毕并开始试运行, 未来公司项目服务能力将进一步扩大至 Ph3 临床~商业化生产阶段, CDMO 业务竞争力有望提升。根据公司 2024 半年报及股票激励计划修订稿, 我们对盈利预测进行调整, 预计 2024-2026 年营收分别为 3.09/4.14/5.21 亿元 (前值为 3.03/4.19/5.74 亿元), 归母净利润分别为 0.60/1.13/1.49 亿元 (前值为 0.80/1.38/2.05 亿元), 目前股价对应 PE 分别为 49/26/20x, 维持“优于大市”评级。

表2: 可比公司估值

代码	公司	股价 240902	总市值 (亿元)	净利润 (亿元)				PE				ROE	PEG
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	23A	24E
688105.SH	诺唯赞	20.40	82	-0.71	1.02	2.87	4.09	-181	80	28	20	-1.8%	0.8
688690.SH	纳微科技	15.47	62	0.69	1.52	2.39	3.22	161	41	26	19	4.0%	0.9

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理及测算 注: 诺唯赞、纳微科技盈利预测为 Wind 一致预测

## 风险提示

估值的风险、盈利预测的风险、产品研发不达预期的风险、下游客户产品推进不达预期的风险等。

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1506	1282	1302	1233	1168	营业收入	294	243	309	414	521
应收款项	85	105	96	142	188	营业成本	106	100	133	163	206
存货净额	44	49	63	78	101	营业税金及附加	1	1	1	1	2
其他流动资产	23	22	23	34	43	销售费用	14	16	25	29	34
<b>流动资产合计</b>	<b>1869</b>	<b>1659</b>	<b>1684</b>	<b>1687</b>	<b>1701</b>	管理费用	46	58	73	80	96
固定资产	221	242	286	353	405	研发费用	33	43	37	40	45
无形资产及其他	40	39	38	36	35	财务费用	(11)	(21)	(19)	(19)	(18)
投资性房地产	218	361	361	361	361	投资收益	4	13	7	8	9
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	1	1	1	1	1
<b>资产总计</b>	<b>2348</b>	<b>2302</b>	<b>2369</b>	<b>2438</b>	<b>2503</b>	其他收入	(28)	(41)	(39)	(42)	(46)
短期借款及交易性金融负债	31	9	10	10	10	营业利润	116	62	65	125	165
应付款项	21	37	36	48	66	营业外净收支	4	(0)	2	2	1
其他流动负债	37	25	50	54	63	<b>利润总额</b>	<b>119</b>	<b>62</b>	<b>68</b>	<b>127</b>	<b>167</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>89</b>	<b>71</b>	<b>96</b>	<b>112</b>	<b>139</b>	所得税费用	14	8	8	15	20
长期借款及应付债券	11	0	0	0	0	少数股东损益	0	(1)	(1)	(2)	(2)
其他长期负债	63	74	84	95	105	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>105</b>	<b>54</b>	<b>60</b>	<b>113</b>	<b>149</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>74</b>	<b>74</b>	<b>84</b>	<b>95</b>	<b>105</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>163</b>	<b>144</b>	<b>180</b>	<b>206</b>	<b>244</b>	净利润	105	54	60	113	149
少数股东权益	0	(1)	(1)	(2)	(2)	资产减值准备	0	0	44	14	10
股东权益	2185	2159	2190	2234	2261	折旧摊销	24	28	23	32	39
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2348</b>	<b>2302</b>	<b>2369</b>	<b>2438</b>	<b>2503</b>	公允价值变动损失	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(11)	(21)	(19)	(19)	(18)
每股收益	1.29	0.47	0.52	0.99	1.30	营运资本变动	(102)	(153)	72	(31)	(31)
每股红利	0.03	0.64	0.25	0.61	1.06	其它	(0)	0	(44)	(14)	(10)
每股净资产	26.65	18.81	19.09	19.46	19.70	<b>经营活动现金流</b>	<b>27</b>	<b>(71)</b>	<b>154</b>	<b>112</b>	<b>156</b>
ROIC	7.26%	2.08%	4%	10%	12%	资本开支	0	(49)	(108)	(111)	(99)
ROE	4.82%	2.50%	3%	5%	7%	其它投资现金流	(171)	9	0	0	0
毛利率	64%	59%	57%	61%	61%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(171)</b>	<b>(39)</b>	<b>(108)</b>	<b>(111)</b>	<b>(99)</b>
EBIT Margin	32%	10%	13%	24%	27%	权益性融资	2	0	0	0	0
EBITDA Margin	40%	22%	21%	32%	34%	负债净变化	(7)	(11)	0	0	0
收入增长	38%	-17%	27%	34%	26%	支付股利、利息	(2)	(74)	(28)	(70)	(122)
净利润增长率	74%	-49%	12%	88%	31%	其它融资现金流	1355	56	1	0	0
资产负债率	7%	6%	8%	8%	10%	<b>融资活动现金流</b>	<b>1339</b>	<b>(113)</b>	<b>(27)</b>	<b>(70)</b>	<b>(122)</b>
股息率	0.1%	2.5%	1.0%	2.4%	4.1%	<b>现金净变动</b>	<b>1196</b>	<b>(224)</b>	<b>19</b>	<b>(69)</b>	<b>(65)</b>
P/E	20.1	55.0	49.3	26.2	19.9	货币资金的期初余额	310	1506	1282	1302	1233
P/B	1.0	1.4	1.4	1.3	1.3	货币资金的期末余额	1506	1282	1302	1233	1168
EV/EBITDA	19.3	58.8	49.5	24.2	18.0	企业自由现金流	0	(152)	23	(23)	31
						权益自由现金流	0	(106)	41	(6)	47

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测



## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032