

普洛药业 (000739)

证券研究报告

2024年12月18日

综合性原料药龙头，CDMO 业务已形成漏斗形状状态

摘要

普洛药业作为从原料药向 CDMO 乃至制剂综合发展的龙头，借助原料药基础，以全球视野谋划推进科技创新，大力发展全球领先的品药研发生产服务平台，以高品质服务持续打造全球 CDMO 服务商典范。

原料药业务稳中有进，新品种布局增强竞争力

普洛药业是国内老牌原料药头部企业，头孢克肟、盐酸安非他酮、阿莫西林侧链系列等具有市场主导地位。2024年11月4日，普洛药业正式成立医美及化妆品原料事业部，以合成生物学、化学合成、多肽等技术研发平台为支撑，持续发力医美及化妆品产业链上游。

制剂业务持续优化，带动管线稳定放量

截至 2023 年底，公司现有制剂品种 120 多个，产业链完善（以自产原料为主）、剂型齐全、涉及治疗领域广泛；拥有院内和院外销售队伍 150 余人，全渠道覆盖。与此同时，制剂业务加快推进“多品种”发展策略，已立项 25 个新项目并在持续新增中，涉及抗感染类、心脑血管类、中枢神经系统类、化痰利胆类等多个领域。

CDMO 业务营收利润双增长，项目结构不断优化

公司早期以 CMO 业务为主，近几年，随着研发、制造、体系保障等综合能力的大幅提升，项目数、客户数持续保持快速增长，形成了良好的漏斗形状状态。2024H1，公司报价项目 731 个，同比增长 51%；进行中项目 876 个，同比增长 44%，其中，商业化阶段项目 317 个，同比增长 28%，包括人用药项目 228 个，兽药项目 48 个，其他项目 41 个；研发阶段项目 559 个，同比增长 54%。鉴于创新药上市节奏和验证周期（三到五年）原因，业绩端有望在未来实现更好的释放。

盈利预测

我们预计公司 2024-2026 年营业收入为 124.03/137.39/151.94 亿元，同比增长 8.10%/10.77%/10.59%；归母净利润为 11.11/12.43/13.92 亿元。

考虑到：（1）原料药板块：公司是国内主要原料药企业，国际化认证良好，加速布局合成生物学，后续有望保持稳定增长；（2）制剂板块：借助原料药一体化优势及集采进程持续放量，在研管线为后续制剂增速提供动能；（3）CDMO 板块：借助全球三大 CDMO 研发中心，已经实现良好漏斗形状状态，未来 CDMO 业务有望实现快速增长，看好公司未来良好前景，给予公司 2025 年 19 倍 PE，目标价 20.20 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：行业政策变动风险、产品质量控制风险、主要原材料价格波动风险、外汇汇率波动风险、产品销售不及预期风险

投资评级

行业	医药生物/化学制药
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	15.94 元
目标价格	20.20 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,169.32
流通 A 股股本(百万股)	1,168.86
A 股总市值(百万元)	18,639.02
流通 A 股市值(百万元)	18,631.68
每股净资产(元)	5.63
资产负债率(%)	50.61
一年内最高/最低(元)	18.96/10.66

作者

杨松 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521020001
yangsong@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	10,544.91	11,474.16	12,403.08	13,739.17	15,193.78
增长率(%)	17.92	8.81	8.10	10.77	10.59
EBITDA(百万元)	1,848.70	2,386.84	1,850.82	2,032.09	2,282.34
归属母公司净利润(百万元)	989.17	1,055.34	1,111.14	1,243.14	1,392.24
增长率(%)	3.52	6.69	5.29	11.88	11.99
EPS(元/股)	0.85	0.90	0.95	1.06	1.19
市盈率(P/E)	18.84	17.66	16.77	14.99	13.39
市净率(P/B)	3.38	3.00	2.52	2.17	1.87
市销率(P/S)	1.77	1.62	1.50	1.36	1.23
EV/EBITDA	12.06	6.31	7.53	5.96	4.36

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 原料药+制剂一体化布局效果初显，CDMO 业务厚积薄发.....	5
1.1. 持续推进长期发展战略，股权激励彰显龙头信心	5
1.2. 三大事业部协同发展，多元化布局促进业绩高速增长.....	6
2. 原料药业务稳中有进，新品种布局增强竞争力.....	9
2.1. 市场基础深厚，产品布局广阔	9
2.1.1. 抗生素类：需求稳健增长，公司为国内主要生产商.....	9
2.1.2. 特色原料药：拥有独特市场竞争优势，有望维持较快增速	14
2.1.3. 兽药原料药：品种布局广泛，产能利用充足	14
2.1.4. 医美及化妆品原料药：国产替代空间大，已有相关业务.....	17
2.2. 国际化认证情况良好，产能建设持续推进.....	18
2.3. 加码布局合成生物学，与百葵锐达成战略合作	18
3. 制剂业务持续优化，带动管线稳定放量.....	19
3.1. 一体化优势不断凸显，集采增量带来上涨动能	19
3.2. 制剂产能持续扩大，在研管线稳步筑基	21
4. CDMO 业务营收利润双增长，项目结构不断优化.....	22
4.1. 产业化项目逐渐放量，维持高速增长态势	22
4.2. 兽药 CDMO 业务独树一帜，差异化布局提供平稳发展动力.....	23
5. 盈利预测和估值.....	25
5.1. 盈利预测与关键假设.....	25
5.2. 估值与投资评级.....	26
6. 风险提示.....	27

图表目录

图 1：普洛药业主营业务及主要产品.....	5
图 2：公司股权结构及主要子公司（截至 2024Q3）	6
图 3：2019-2024Q1-Q3 公司营业收入（亿元）及同比（%）	6
图 4：2019-2024Q1-Q3 公司归母净利润（亿元）及同比（%）	6
图 5：2019-2024Q1-Q3 公司毛利率及净利率（%）	7
图 6：2019-2023 年公司分板块收入（亿元）	7
图 7：2019-2023 年公司分板块毛利率（%）	7
图 8：2019-2023 年分地区收入情况（%）	8
图 9：2019-2024Q1-Q3 公司各项费用率（%）	8
图 10：2019-2023 年公司研发人员和销售人员数量	9
图 11：2019-2023 年公司研发投入情况（亿元）	9
图 12：抗感染类药物分类	9
图 13：头孢类药物价格走势（元/千克）	11

图 14: 头孢类药物的合成步骤.....	12
图 15: 7-氨基头孢烷酸(酶法)和 7-氨基脱乙酰氧基头孢烷酸单价 (元/千克)	12
图 16: 2021-2024 年 11 月中国生猪养殖利润 (元/头)	16
图 17: 2021-2024 年 11 月中国蛋鸡养殖利润 (元/只)	16
图 18: 氟苯尼考价格走势 (元)	16
图 19: 2019-2023 年中国化妆品原料药行业运行情况	17
图 20: 2021-2024 年 11 月中旬化妆品原料备案数量	17
图 21: 百葵锐全态链合成生物学平台	18
图 22: 公司制剂业务情况	19
图 23: 2019-2024Q1-Q3 乌苯美司样本医药销售额 (亿元) 及同比 (%)	20
图 24: 2019-2024Q1-Q3 普洛药业乌苯美司样本医药销售额 (亿元) 及市占率 (%)	20
图 25: 2019-2024Q1-Q3 左乙拉西坦样本医药销售额 (亿元) 及同比 (%)	20
图 26: 2019-2024Q1-Q3 普洛药业左乙拉西坦样本医药销售额 (亿元) 及市占率 (%)	20
图 27: 公司 CDMO 业务情况	22
图 28: 公司 CDMO 主要客户	22
图 29: 公司 CDMO 国内外客户占比	22
图 30: 公司 2020-2023 年 CDMO 报价、进行中项目数量 (个) 及增速 (%)	23
图 31: 公司 2020-2023 年 CDMO 进行中项目数量 (个)	23
图 32: 2016-2021 年全球兽药销售额 (亿美元)	23
图 33: 2022 年全球动保企业前 50 强数量分布	24
表 1: 普洛药业发展历程	5
表 2: 员工持股计划的持有人名单及分配情况	6
表 3: 常见 β -内酰胺类药物	10
表 4: 头孢菌素类抗菌谱	10
表 5: 头孢菌素类抗生素治疗疾病和常见药物用法	11
表 6: 普洛药业主要抗生素类原料药及中间体品种	13
表 7: 国内头孢克肟主要生产企业及产能	13
表 8: 大宗原料药及特色原料药特点对比	14
表 9: 公司特色原料药品种及标准认证	14
表 10: 兽药原料药分类	14
表 11: 公司兽药产品批准产品布局	15
表 12: 公司主要动保板块产能	15
表 13: 氟苯尼考主要生产企业	16
表 14: 普洛药业氨基酸类中间体	18
表 15: 公司主要制剂产品	19
表 16: 公司集采中标情况	21
表 17: 2024 年普洛药业 CDE 受理品种	21
表 18: 全球动保企业前 20 强榜单	24

表 19: 普洛药业兽药生产获批情况.....	25
表 20: 公司主要板块业绩预测.....	26
表 21: 可比公司估值.....	26

1. 原料药+制剂一体化布局效果初显，CDMO 业务厚积薄发

1.1. 持续推进长期发展战略，股权激励彰显龙头信心

普洛药业股份有限公司创立于 1989 年，主营原料药、CDMO、药品、医美原料药业务，公司旗下有原料药生产工厂 7 家（其中，化学合成工厂 5 家，生物发酵工厂 2 家），制剂生产工厂 2 家。产品涉及心脑血管、抗感染、精神类、抗肿瘤等治疗领域。

公司主要原料药厂区均通过中国 NMPA, 美国 FDA, 欧盟 EMEA 和日本 PMDA 的官方审计，是国内原料药头部企业，并持续推进医药制造连续化、自动化、数字化、智能化建设。公司 CDMO 业务凭借研发与高效率制造的优势，与国内外顶尖创新药企形成了长期的战略合作伙伴关系，实现了一站式的全方位服务，持续保持高增长。

图 1：普洛药业主营业务及主要产品



资料来源：公司公告，天风证券研究所

1989 年横店工业总公司先后投资设立了东阳市制药化工厂、东阳市有机合成化工厂、永安化工厂，公司成立，开始生产医药中间体；2001 年，横店集团以部分医药产业资产置换，实现“借壳上市”；2012 年公司通过实施重大资产重组，完成了横店集团医药资产整体上市；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。

表 1：普洛药业发展历程

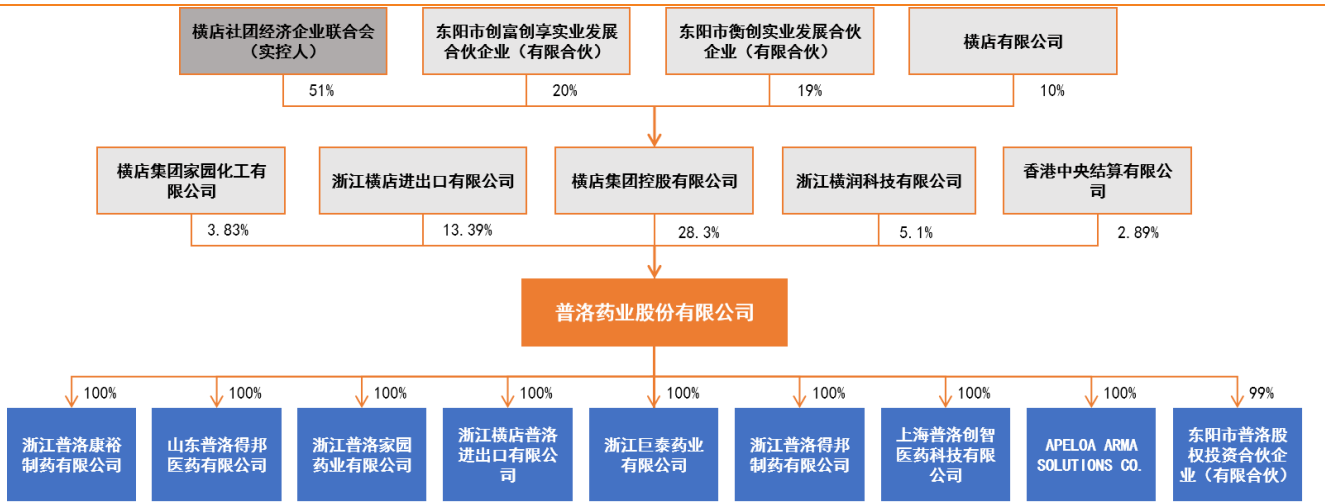
年份	事件
1989	公司成立，开始生产医药中间体
2001	横店集团以部分医药产业资产置换，实现“借壳上市”
2012	公司通过实施重大资产重组，完成了横店集团医药资产整体上市
2017	实施组织管理结构和发展战略重大调整，实行“职能+事业部”的统一管理模式
2018	公司整合管理第一年，取得显著成效
2019	一类新药索法地尔 II 期临床实验部分已完成
2021	流体化学、品体和粉体、合成生物学及酶催化三大工程技术平台授牌设立，生物研发实验中心投入使用
2023	公司继续加快对企业研发实力和制造能力的项目投资和投用，建设完成 YP266

生产线、1 亿瓶头孢粉针剂生产线等项目

资料来源：公司公告，公司官网，天风证券研究所

股权结构稳定，下属公司有序分工。公司控股股东为横店集团控股有限公司，持股 28.3%，公司实际控制人为东阳市横店社团经济企业联合会。股权结构稳定。下属公司有序分工。公司下属浙江普洛康裕制药有限公司等 11 家全资及控股子公司。

图 2：公司股权结构及主要子公司（截至 2024 Q3）



资料来源：WIND，公司公告，天风证券研究所

出台员工持股计划，激励业绩稳定增长。为了提高职工的凝聚力和公司竞争力，促进公司长期、稳定发展，公司于 2019 年 5 月 11 日，推出《第一期员工持股计划（草案）》，范围包括董事、监事、高级管理人员、中层核心管理人员及业务技术骨干（不超过 252 人）在内。持股计划筹集资金总额不超过 3.5 亿元，具体出资金额和份额根据实际缴款金额确定。员工持股计划存续期为 36 个月，锁定期为 12 个月。

表 2：员工持股计划的持有人名单及分配情况

持有人	职务	认购份额（万份）	占本持股计划总份额的比例
祝方猛	董事长、总经理	4,286	12.25%
徐新良	高级副总经理	1,072	3.06%
金旻	副总经理	643	1.84%
周玉旺	副总经理、董事会秘书	214	0.61%
张进辉	财务总监	107	0.31%
聂文彬	监事	214	0.61%
中层管理人员及核心技术 (业务) 骨干 (246 人)	—	28,46	81.32%
合计		35,000	100.00%

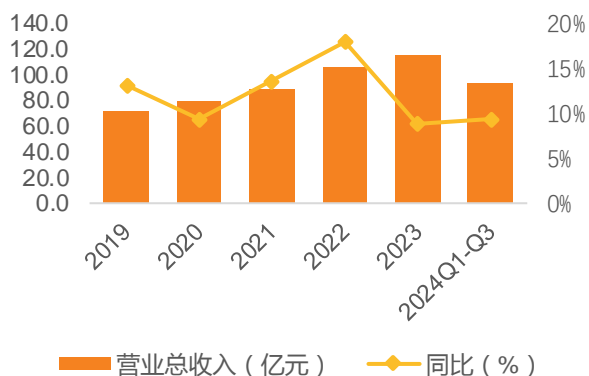
资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 三大事业部协同发展，多元化布局促进业绩高速增长

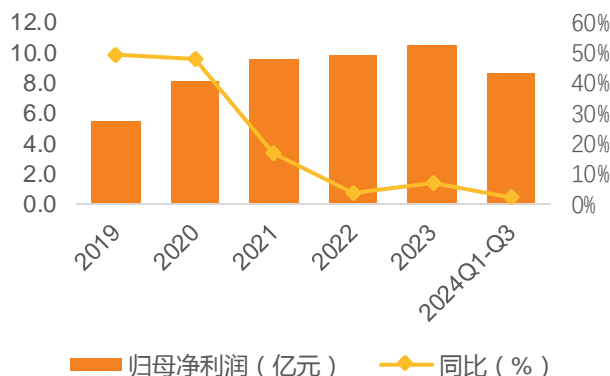
公司收入稳步增长，利润表现优于收入。公司收入从 2019 年的 72.1 亿元增长至 2023 年的 114.7 亿元，期间 CAGR 达 12.31%，归母净利润同期从 5.5 亿元增长至 10.6 亿元，期间 CAGR 达 17.51%，增速远高于收入。2024Q1-Q3 公司保持积极的发展势头，实现营业收入 92.90 亿元 (yoy+9.30%)，实现归属上市公司股东的净利润 8.70 亿元 (yoy+2.15%)。

图 3：2019-2024Q1-Q3 公司营业收入（亿元）及同比 (%)

图 4：2019-2024Q1-Q3 公司归母净利润（亿元）及同比 (%)



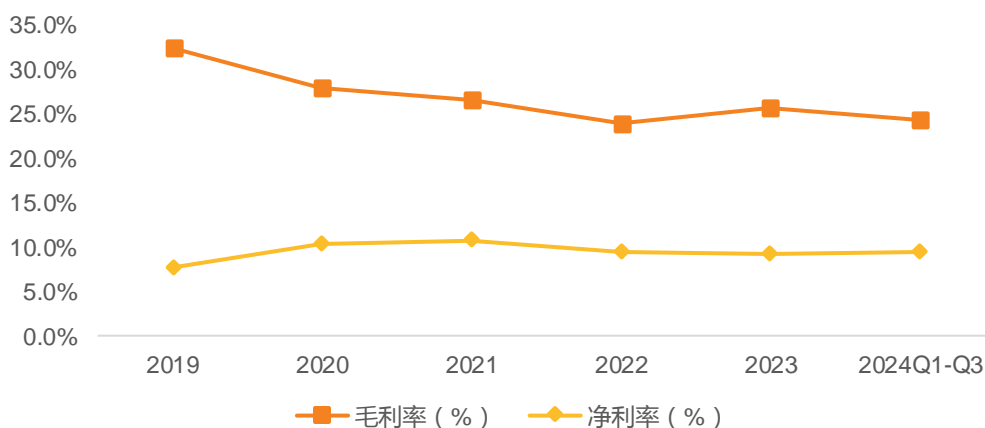
资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

公司整体毛利率有所下降,净利率稳步提升。公司毛利率由2019年32.4%降至2022年23.9%。但是净利率水平稳步提升,由2019年的7.7%增长至2021年的10.7%。2024Q1-Q3公司利润率水平有所恢复,毛利率及净利率分别为24.2%及9.4%。在毛利率出现明显波动的情况下,公司净利率表现始终维持在7%-11%,体现公司良好的管理水平及竞争能力。

图 5: 2019-2024Q1-Q3 公司毛利率及净利率 (%)



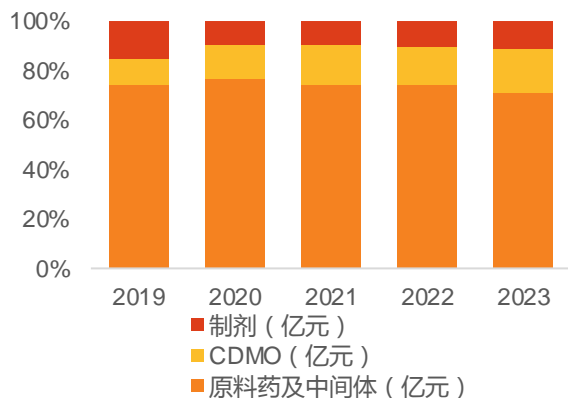
资料来源: Wind, 天风证券研究所

原料药及中间体占主导,CDMO与制剂业务高速增长。原料药及中间体是公司占比最高的板块,收入从2019年的52.94亿元增长至2023年的79.87亿元,其在原料药及中间体、CDMO和制剂业务总收入中的占比由74.1%降至71.1%。CDMO业务收入从2019年的7.22亿元增长至20.05亿元,其在上述三项业务总收入中占比从10.1%增至17.8%,业务发展迅速。制剂收入从2019年的11.25亿元降至2020年的7.6亿元,主要受新冠疫情和乌苯美司退出医保目录的短期影响,在上述三项业务总收入中占比从15.8%降至9.8%。2023年制剂业务实现收入12.49亿元,在上述三项业务总收入中占比增长至11.1%,实现稳定增长。

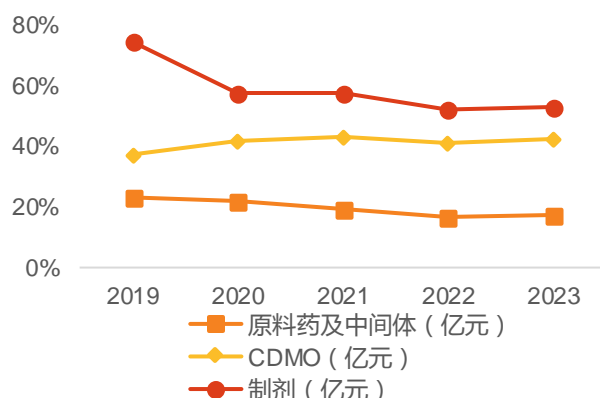
原料药及制剂毛利率呈下降趋势,CDMO毛利率显著上升。毛利率方面,制剂2020年毛利率大幅度下滑,从2019年的74.5%降至2020年的57.6%;原料药及中间体毛利率从2019年的23.1%降至2020年的22.0%。CDMO的毛利率从2019年的37.3%增长至2023年的42.3%,增长显著。

图 6: 2019-2023 年公司分板块收入 (亿元)

图 7: 2019-2023 年公司分板块毛利率 (%)



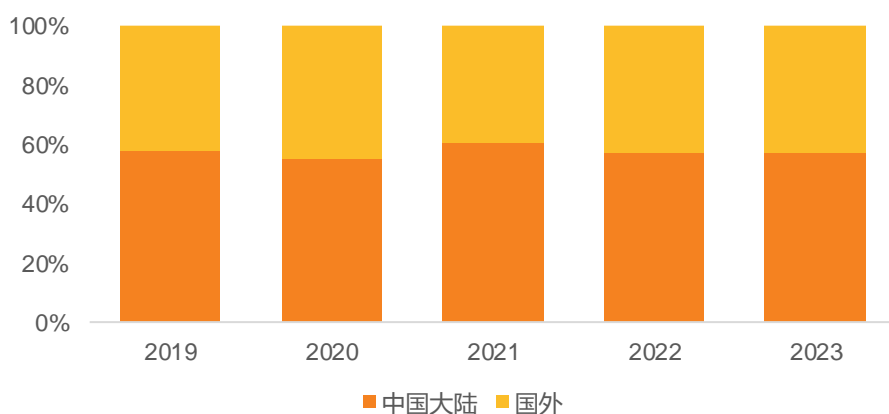
资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

海外市场逐步拓展, 国外业务增长迅速。公司加快推进深度国际化战略步伐, 营销网络覆盖北美洲、欧洲、亚洲、南美洲、非洲以及国内各大中型城市, 产品运销 70 余个国家和地区。国外业务从 2019 年的 30.29 亿元增长至 2023 年的 49.19 亿元, 增长显著。

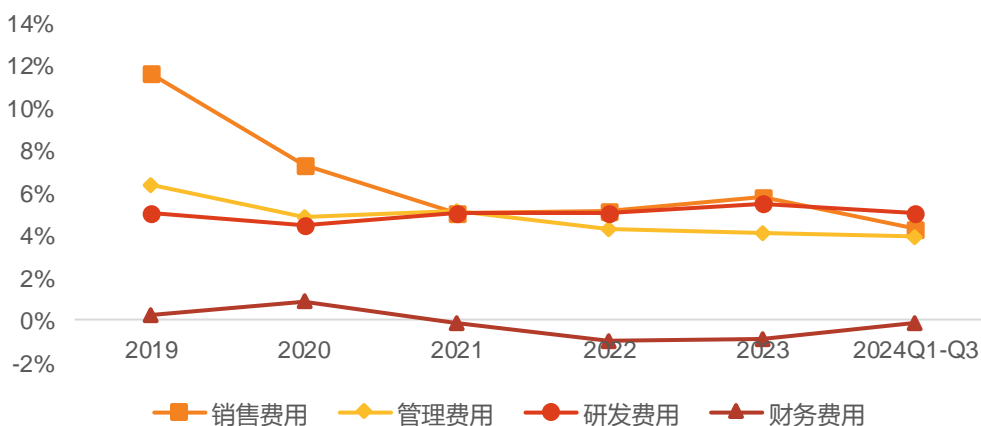
图 8: 2019-2023 年分地区收入情况 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

费用端大幅优化, 体现良好管理能力及稳健经营风格。公司整体费用率从 2019 年的 23.1% 降至 2024Q3 的 13.1%, 费用端大幅优化, 主要系销售费用率从 2019 年的 11.6% 降至 2024Q3 的 4.3%。此外, 管理费用率和财务费用率分别由 2019 年的 6.4% 和 0.2% 下降至 2024Q3 的 3.9% 和 -0.2%。利息收入带动公司财务费用率自 2021 年起持续低于 0%。考虑到公司控费持续推进, 未来有望带动利润加速增长。

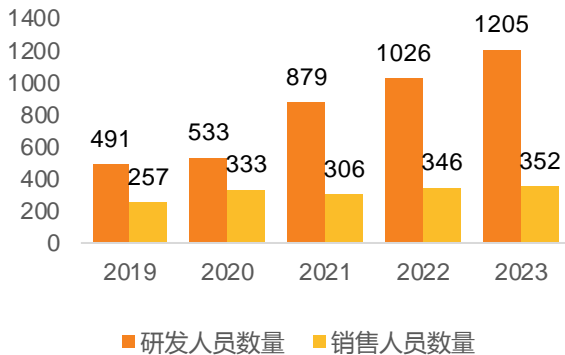
图 9: 2019-2024Q1-Q3 公司各项费用率 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

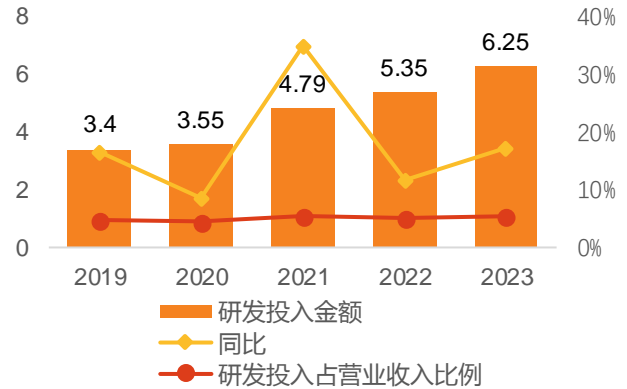
销售人员增长保持稳定，研发人员数量持续提升。公司始终坚持“创新驱动发展、人才引领创新”，持续加大研发投入，不断完善研发体系，2023 年公司研发投入金额 6.25 亿元，同比增长 17.25%，研发投入占总营收比重达 5.40%，研发人员共计 1205 人。同时，销售人员保持稳定增长态势，由 2019 年的 257 人增长至 2023 年的 352 人。

图 10：2019-2023 公司研发人员和销售人员数量



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 11：2019-2023 公司研发投入情况（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 原料药业务稳中有进，新品种布局增强竞争力

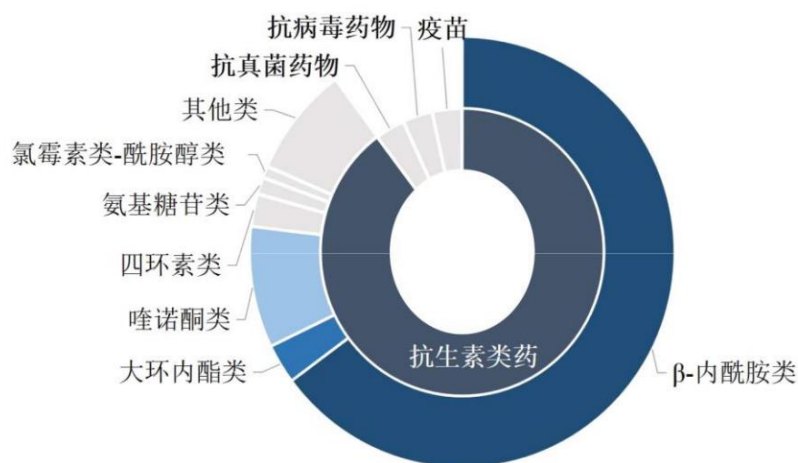
2.1. 市场基础深厚，产品布局广阔

老牌原料药企业，部分品种具有市场主导地位。普洛药业是国内老牌原料药企业，品种包括抗生素类、特色原料药类、兽药类、医美及化妆品等。其中美托洛尔、盐酸金刚烷胺、（伪）麻黄碱等原料药占有重要市场地位，头孢克肟、盐酸安非他酮、阿莫西林侧链系列等具有市场主导地位。公司强化工艺技术的持续改进，不断降低产品制造成本。同时，大幅增加 API 的 DMF 数量，预计 3-5 年内增加 30-50 个，以助力 API 业务稳健增长。

2.1.1. 抗生素类：需求稳健增长，公司为国内主要生产商

抗生素为最大的抗感染药物类别，占整个抗感染药物的 90%左右。依据其化学结构及抑菌机理的不同，抗生素可分为 β -内酰胺类抗生素、氨基糖甙类抗生素、四环素类抗生素、喹诺酮类抗生素、酰胺醇类抗生素、大环内酯类抗生素等大类。目前以头孢菌素和青霉素为主的 β -内酰胺类抗生素约占世界抗生素市场的 70%。

图 12：抗感染类药物分类



资料来源：国邦医药招股书，天风证券研究所

β -内酰胺类药物的典型代表为青霉素类和头孢菌素类等。青霉素类和头孢菌素类抗菌机制相似，主要识别细菌膜上的 PBPS（青霉素结合蛋白）并与其结合，阻碍细菌细胞壁的粘

肽合成与交联，导致细胞的死亡。青霉素类对 G+ 菌作用强，主要不良反应为变态反应，严重的为过敏性休克，在使用时应详细询问病史，过敏患者禁用。

表 3：常见β-内酰胺类药物

分类	代表药物	临床应用	
青霉素类	窄谱青霉素	青霉素 G 敏感的 G+球菌和杆菌、G- 球菌及螺旋体所致感染的首选药	
		青霉素 V 轻度敏感菌感染、恢复期的巩固治疗和防止感染复发的预防用药	
	耐酶青霉素	氟氯西林 耐青霉素 G 的金黄色球菌感染	
	广谱青霉素	氨苄西林	治疗敏感菌所致的呼吸道感染、伤寒、副伤寒、败血症、心内膜炎等，严重病例应与氨基糖苷类抗生素合用
		阿莫西林	敏感菌所致的呼吸道、尿路、胆道感染以及伤寒治疗
	抗铜绿假单胞菌广谱青霉素	哌拉西林 治疗铜绿假单胞菌、大肠埃希菌、变形杆菌、流感嗜血杆菌、伤寒沙门菌所致的呼吸道、泌尿道、胆道感染和败血症 羧苄西林 · 治疗烧伤继发铜绿假单胞菌感染 · 治疗铜绿假单胞菌、大肠埃希菌、变形杆菌引起的尿路感染 · 常与阿米卡星或依替米星等联合应用	
革兰阴性菌青霉素	美西林 仅对部分肠道 G- 杆菌有效		
头孢菌素类	一代	头孢拉定 治疗敏感菌所致呼吸道和尿路感染、皮肤及软组织感染	
		头孢氨苄	
	二代	头孢呋辛 治疗敏感菌所致肺炎、胆道感染、菌血症、尿路感染和其他组织器官感染	
		头孢克洛	
	三代	头孢哌酮 治疗危及生命的败血症、脑膜炎、肺炎、骨髓炎及尿路严重感染，有效控制严重的铜绿单胞菌感染	
		头孢克肟	
		头孢噻肟	
	四代	头孢匹罗 治疗对第三代头孢菌素耐药的细菌感染	
	五代	头孢洛林 治疗复杂性皮肤与软组织感染以及 G- 菌引起的糖尿病足感染、社区获得性肺炎和医院获得性肺炎	
		头孢吡普	
头霉素类	头孢西丁 治疗由需氧和厌氧菌引起的盆腔、腹腔及妇科的混合感染		
氧头孢烯类	拉氧头孢 治疗尿路、呼吸道、妇科、胆道感染及脑膜炎、败血症		
非典型β-内酰胺类	碳青霉烯类 亚胺培南 · 治疗 G+和 G- 需氧菌和厌氧菌所致的各种严重感染 · 其他常用药物疗效不佳		

资料来源：丁香园用药指南公众号，天风证券研究所

头孢菌素类抗生素是β-内酰胺类抗生素中的7-氨基头孢烷酸(7-ACA)的衍生物。头孢菌素与其他β-内酰胺类抗生素(如：青霉素)有相同的反应模式，其作用于肽聚糖的合成过程中，阻止它的合成，进而导致细菌体失去抵抗渗透压的能力而胀破。头孢菌素破坏细菌细胞壁肽聚糖(Peptidoglycan)的合成。肽聚糖对细菌，尤其是革兰氏阳性菌细胞壁的结构完整性起着重要的作用，而合成肽聚糖最后的步骤中是由转肽酶(又称为青霉素结合蛋白)所催化。

表 4：头孢菌素类抗菌谱

类别	抗菌活性				对酶的稳定性	肾毒性
	G+	G-	MRSA	PA		
第一代	+++	+	-	-	+	++
第二代	++	++	-	-	+	+
第三代	+	+++	-	++/+	++	-
第四代	++	+++	-	+	+++	-
第五代	+++	+++	+++	-	+++	-

资料来源：丁香园儿科时间公众号，天风证券研究所

注：G+ 代表革兰氏阳性菌，G- 代表革兰氏阴性菌，MRSA 代表耐甲氧西林金黄色葡萄球菌，PA 代表铜绿假单胞菌。

现头孢菌素类药物根据抗菌谱、抗菌活性、对β-内酰胺酶的稳定性、肾毒性的不同，分为五代，上市品种已达 60 余种。在抗菌谱方面，第一代头孢抗菌谱最窄，仅覆盖革兰阳性和部分革兰阴性菌；到二代、三代逐渐拓展，五代最广覆盖 G+、G-以及 MRSA。在对 β

内酰胺酶的稳定性方面，第五代（很稳定）= 第四代（很稳定）> 第三代（高度稳定）> 第二代（较稳定）> 第一代（不稳定）。在肾毒性方面，第四代及第五代没有肾毒性，第三代基本没有肾毒性，第二代肾毒性较小，第一代对比前者，可以说肾毒性是最大的。

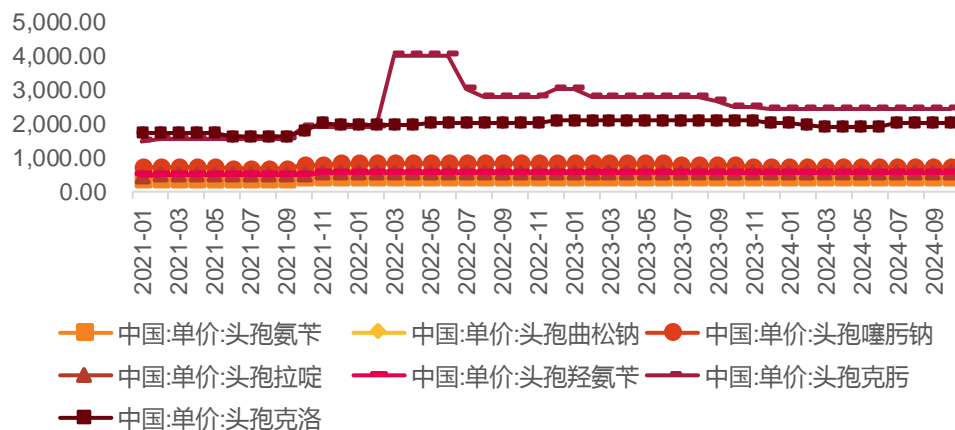
表 5：头孢菌素类抗生素治疗疾病和常见药物用法

分类	作用	治疗疾病	常见药物用法
第一代	对革兰氏阳性菌感染，包括耐药金黄色葡萄球菌及耐青霉素的淋病奈瑟菌有抗菌作用。	主要用于敏感菌引起的上下呼吸道、泌尿道、心内膜、骨、关节和皮肤软组织感染等。	(1) 头孢唑林 0.5-1g q8h 或 q6h 静脉输液； (2) 头孢拉定 1-2g q8h 或 q6h 静脉输液； (3) 头孢氨苄 0.25-0.5g q6h 口服：普通片剂（胶囊）应空腹服药，缓释片剂（胶囊），为减少药物对胃部的刺激，可饭后服用； (4) 头孢拉定 0.25-0.5g q6h 口服：空腹或进食后服用均可。
第二代	对革兰氏阴性菌、阳性球菌等有较强的抗菌作用，故被称为广谱抗生素。	常用于治疗呼吸道、胆道、肠道尿路及软组织、骨关节、盆腔腹腔感染（抗厌氧菌药合用）。头孢呋辛也常用于围手术期预防用药。	(1) 头孢呋辛 0.75-1.5g q8h 静脉输液； (2) 头孢唑肟 1-2g q12h 或 q8h 静脉输液； (3) 头孢呋辛酯 0.25-0.5g q12h 口服：进食时服用或与牛奶同服； (4) 头孢克洛 0.25-0.5g q8h 口服：混悬剂建议餐前 1 小时或餐后 2 小时服用。普通片剂（胶囊），可空腹服用或服用前进食少量食品以减轻胃肠道反应。缓释片宜在进食时或餐后 1 小时内服用。一日 2 次。
第三代	对于重症耐药甚至严重威胁生命的革兰氏阴性杆菌、厌氧菌和革兰氏阳性菌有很强的抗菌作用。	临床上主要用于敏感菌引起的严重感染如泌尿系、呼吸道、皮肤软组织、骨关节、中枢神经系统、败血症等感染。	(1) 头孢噻肟：1-2g q8h 或 q6h 静脉输液； (2) 头孢曲松：1-2g q24h 静脉输液； (3) 头孢哌酮舒巴坦：2-4g q12h 或 q8h 静脉输液； (4) 头孢他啶：1-2g q12h 或 q8h 静脉输液； (5) 头孢地尼：0.1g q8h 口服（空腹或进食后 2 小时服用）； (6) 头孢克肟：0.1g q12h 口服（空腹或进食后 2 小时服用）。
第四代	抗菌作用与第三代相似，但抗菌谱更广泛。	临床主要用于多重耐药 G- 菌所致医院获得性感染，重症监护室患者及免疫缺陷患者感染。	(1) 头孢吡肟：1-2g q12h 或 q8h 静脉输液； (2) 头孢匹罗：1-2g q12h 或 q8h 静脉输液。
第五代	对 G+ 强于前四代，尤其对 MASR 最为有效，对 G- 与四代类似，对耐药株有效，对 β-内酰胺酶的抵抗力很高，无肾毒性。	目前，临床上批准用于治疗社区获得性肺炎及复杂性皮肤和软组织感染，包括 MRSA。	(1) 头孢洛林：0.6mg q12h 静脉输液； (2) 头孢吡普：0.5g q12h 或 q8h 静脉输液。

资料来源：洪湖市小港管理区卫生院公众号，天风证券研究所

作为基础性药物，头孢类药物市场前景依然广阔。尽管近年来在国家治理抗生素滥用的背景下，中国抗感染药物市场的规模增速有所放缓，但抗感染药品作为基础性药物，其市场规模依然庞大。随着社会老龄化程度地不断加大，人民生活水平的提升加上我国医疗保障制度的不断完善，以及新医改和新农合政策的全面推进，亚太易和预计未来抗感染药物的市场需求将保持稳定增长态势，在我国医药市场仍将占据重要地位。下游旺盛需求带动头孢类原料药价格稳定增长，我们认为原料药需求持续，价格端有望保持稳定。

图 13：头孢类药物价格走势（元/千克）

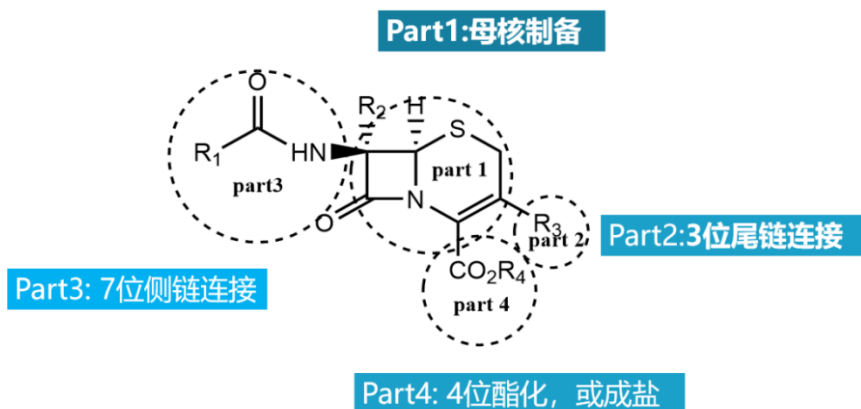


资料来源: Wind, 天风证券研究所

头孢类药物是抗生素领域的主导产品，全球头孢类医药中间体的大部分生产已经转移到中国。据亚太易和推测，中国头孢类原料药（包括酸）的年产量达 15,000 吨左右，占据全球头孢类原料药产量的 70%以上。受国内外市场需求影响，加之国内可供产的厂家较少且集中，头孢类原料药热度依旧，维持较强走势。

头孢类抗生素可分为以 7-氨基去乙酰氧基头孢烷酸三氯乙酯(7-ADCA)为母核和以 7-ACA 为母核的两大系列。前一系列为青霉素的深加工产品，其生产流程为青霉素工业盐→7-ADCA→半合成头孢菌素，主要产品有头孢氨苄、头孢羟氨苄、头孢拉定、头孢克洛、头孢他美酯等十几个品种；后一系列为头孢菌素的系列产品，其生产流程为头孢菌素 C(锌盐或钠盐)→7-ACA→半合成头孢菌素主要产品有头孢唑啉、头孢哌酮、头孢曲松、头孢他啶、头孢噻肟、头孢呋辛酯、头孢地嗪等几十个品种。7-ADCA 与 7-ACA 均被列入国家急需发展的重点医药中间体之中。

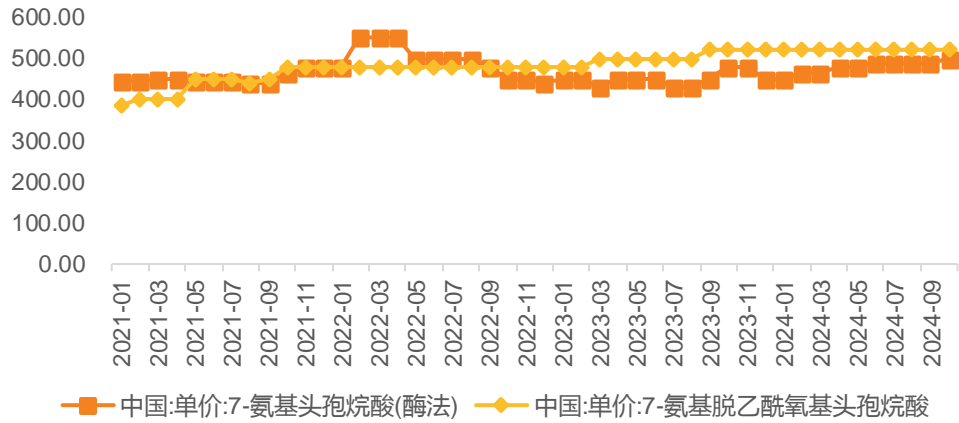
图 14：头孢类药物的合成步骤



资料来源: 新领先药讯公众号, 天风证券研究所

上游 7-ACA 在国内市场已经发展成熟，主要供应商为川宁生物、健康元、威奇达等大型制药企业。7-ACA 作为生产头孢类半合抗产品的重要中间体，在国内市场已经发展成熟。我国具有 7-ACA 规模化生产的企业除川宁生物外主要有健康元、威奇达等大型制药企业。根据智研咨询数据显示,全球 7-ACA 等中间体行业需求量为 6000 多吨,国内产能接近 8200 吨,价格整体保持稳定。

图 15：7-氨基头孢烷酸(酶法和 7-氨基脱乙酰氧基头孢烷酸单价 (元/千克)



资料来源：Wind，天风证券研究所

抗生素类布局完整，中间体及原料药品种丰富。公司官网显示，目前公司抗生素类中间体及原料药品种超 30 种，品种丰富，产品矩阵齐全。

表 6：普洛药业主要抗生素类原料药及中间体品种

中间体	原料药
D(-)苯甘氨酸邓盐	多西环素
D(-)对羟基苯甘氨酸邓盐	头孢克肟
D(-)对羟基苯甘氨酸	头孢地尼
D-对羟基苯甘氨酸甲酯	头孢丙烯
D-对羟基苯甘氨酸甲酯盐酸盐	头孢他啶
AE 活性酯	头孢他啶/碳酸钠
头孢克肟侧链酸活性酯	头孢西丁钠
头孢地尼活性酯	头孢呋辛钠
头孢地尼活性新酯	头孢拉定/精氨酸
头孢克肟、头孢地尼中间体	盐酸头孢他美酯
头孢他啶侧链酸活性酯	氟氯西林钠
头孢地尼侧链酸	氧氟沙星
去甲基噻吩酸乙酯	左氧氟沙星
氨噻吩酸	盐酸左氧氟沙星
氨噻吩酸乙酯	甲磺酸左氧氟沙星
甲酰氨噻吩酸	
7-ACP	
头孢丙烯中间体	
DL-对羟基苯甘氨酸	

资料来源：公司官网，天风证券研究所

普洛医药为国内头孢克肟主要生产厂商。截至 2012 年数据，普洛得邦头孢克肟产能为 60 吨（时效性较早），为国内最大的头孢克肟生产厂家。占据国内份额 60%以上；其余国内竞争者包括齐鲁安替（200 吨）、广州白云山医药集团股份有限公司（150 吨）。

表 7：国内头孢克肟主要生产企业及产能

企业	产能
普洛得邦	60t（截至 2012 年）
齐鲁安替	200t
白云山	150t

资料来源：普洛药业环评报告，医药产业东方比特公众号，广东省生态环境厅，天风证券研究所

注：普洛药业 60t 产能截至 2012 年

2.1.2. 特色原料药：拥有独特市场竞争优势，有望维持较快增速

原料药产品通常分为大宗原料药、特色仿制药原料药和专利原料药三大类。大宗原料药指市场需求相对稳定、应用较为普遍、规模较大的传统药品原料药，主要包括抗生素类、维生素类、氨基酸类、激素类等；特色仿制药原料药通常指以心血管类、抗病毒类、抗肿瘤类为代表的专科用药，对应制剂专利到期或即将到期，产品附加价值较高。相比起大宗原料药，特色仿制药原料药具有较高的技术壁垒，利润水平更高。

表 8：大宗原料药及特色原料药特点对比

品种	大宗原料药	特色原料药
定义	专利保护期后较长时间药品对应的原料药	首仿原料药、专利保护期过后较短时间药品对应的原料药
需求变化	需求量基本稳定	需求增速较快
使用量	千吨/万吨	十吨/千吨
业务模型	自产自销	自产自销/合同定制
产能附加值	较低，市场竞争激烈	利润相对较高
核心竞争力	成本控制	抢先仿制能力

资料来源：亚太易和公众号等，天风证券研究所

拥有独特市场竞争优势，获得多项质量标准及注册认证。公司特色原料药拥有独特的市场竞争优势，其中盐酸金刚烷胺、(伪)麻黄碱等原料药占有重要市场地位；盐酸安非他酮、沙坦联苯母核等具有市场主导地位。此外，公司多个品种还拥有 USP、EP 和 CP 的质量标准证明和 FDA、GMP 等注册标准证明，在国内外市场中有显著优势。

表 9：公司特色原料药品种及标准认证

品种名称	治疗领域	质量标准	注册认证
琥珀酸美托洛尔	心脑血管类	USP/EP/CP	FDA、COS
酒石酸美托洛尔	心脑血管类	USP/EP/CP	GMP、DMF
磷酸西他列汀	心脑血管类	In-house	DMF
厄贝沙坦	心脑血管类	USP/EP	GMP、DMF
盐酸安非他酮	精神类	USP	FDA、DMF
左乙拉西坦	精神类	USP/EP	DMF
替米沙坦	精神类	USP/EP/CP	DMF
富马酸喹硫平	精神类	In-house	DMF
盐酸氟西汀	精神类	USP/EP	GMP
兰索拉唑	胃肠道疾病类	USP/EP/CP	GMP
匹维溴铵	胃肠道疾病类	In-house	GMP
硫酸氢氯吡格雷	抗凝血类	USP/EP/CP	GMP、DMF、EDMF
盐酸金刚烷胺	抗病毒类	CP2015	FDA
盐酸金刚乙胺	抗病毒类	CP2015	GMP
美他沙酮	其他	In-house	DMF

资料来源：公司官网，天风证券研究所

2.1.3. 兽药原料药：品种布局广泛，产能利用充足

兽药是用于预防、治疗、诊断畜禽等动物疾病，有目的地调节其生理机能的物质（含饲料药物添加剂）。按照兽药成份分类可以将兽药分为兽用生物制品、兽用化学制剂和饲料添加剂等其他三类。兽用生物制品是指根据免疫学原理，利用微生物、寄生虫及其代谢产物或免疫应答产物制备的一类物质，包括预防用、治疗用和诊断用生物制品；兽用化药，参考《兽药产业发展协会》划分标准包括化学制剂、中兽药和原料药，可用于疾病防治、促生长、防虫等；其他主要包括饲料添加剂，通过混合饲料达到疾病防治、促生长等作用。

表 10：兽药原料药分类

分类	主要类型	主要产品	功能
兽用生物制品	预防用生物制品	兽用疫苗、菌苗、虫苗、类毒素等	注射经去毒或减毒后的病毒、细菌、病原虫、毒素使得机体获得免疫能力，预防传染病
	治疗用生物制品	抗血清、抗毒素等	注射从已对某病原体形成高度免疫能力的机体提取的

			血清或其处理物来治疗疾病或紧急预防
	诊断用生物制品	菌素、毒素、诊断血清、诊断菌液等	利用病原体本身或其产物，或机体免疫过程产物来检验相应抗原、抗体或机体免疫状态
兽用化药	化学制剂	化学合成药物、抗生素及其半成品	抗微生物、抗寄生虫、消毒水产养殖用药、解热镇痛抗炎、调节代谢
	中兽药	各种中药药材搭配	抗菌、促生长、驱虫
	原料药	抗生素原料药、合成抗菌原料药、抗寄生虫原料药	生产各类制剂、疾病防治
其他	药物饲料添加剂	抗生素、维生素、抗氧化剂、氨基酸、饲料酶制剂、酸化剂、益生元与益生菌、矿物质等	通过饲料参入载体或者稀释剂的兽药混合物可预防、治疗动物疾病

资料来源：亚太易和公众号，天风证券研究所

品种布局齐全，品牌优势明显。目前公司共有 15 个兽药产品批准，包括氟苯尼考、吉他霉素、硫酸粘菌素、芬苯达唑等，产品品类丰富。目前，普洛药业先后与全球前五大兽药巨头企业(硕腾、BI 动保 Merck 动保、礼蓝 Blanco、爱德士 IDEXX)开展业务，截止 2023 年底，报价项目 905 个，同比增长 10%;进行中项目 736 个，同比增长 40%。

表 11：公司兽药产品批准产品布局

通用名	批准文号	批准日期	有效期
氟苯尼考	兽药原字 111222108	2024/4/16	2029/4/15
芬苯达唑粉	兽药字 110311189	2023/9/5	2028/9/4
硫酸安普霉素	兽药原字 110311498	2023/8/2	2028/8/1
氟苯尼考	兽药原字 110972108	2023/1/3	2028/1/2
氟苯尼考预混剂	兽药字 110313094	2021/10/25	2026/10/24
吉他霉素预混剂	兽药字 110312043	2021/5/14	2026/5/13
吉他霉素预混剂	兽药字 110312044	2021/5/14	2026/5/13
酒石酸泰乐菌素可溶性粉	兽药字 110312733	2020/9/30	2025/9/29
吉他霉素	兽药原字 110311129	2020/7/3	2025/7/2
磷酸泰乐菌素预混剂	兽药字 110311326	2020/6/12	2025/6/11
硫酸黏菌素	兽药原字 120502214	2020/5/22	2025/5/21
酒石酸泰乐菌素	兽药原字 110311320	2020/3/27	2025/3/26
芬苯达唑	兽药原字 110971187	2019/12/31	2024/12/30
恩拉霉素预混剂	兽药添字 120502818	2019/6/4	2024/6/3
恩拉霉素预混剂	兽药添字 120502817	2019/6/4	2024/6/3
硫酸黏菌素预混剂	兽药字 110312217	2018/11/22	2023/6/10
硫酸黏菌素	兽药原字 110312214	2018/11/22	2023/4/12

资料来源：中国兽药基础数据库，天风证券研究所

产能充足，部分品种有扩产计划。产能端，公司硫酸粘菌素产能由 3300 吨削减至 2000 吨，恩拉霉素原粉及预混由 4255 吨削减至 2200 吨，氟苯尼考 2000 吨。2024 年初，公司开展年产 3500 吨抑菌类医药原料（AH22081）项目，即酶法生产的 D-对甲砒基苯丝氨酸，为氟苯尼考的中间体。

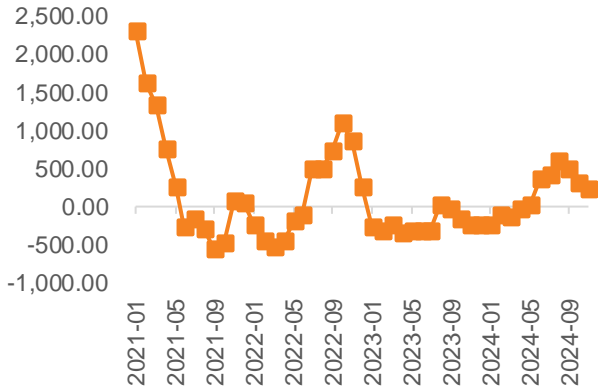
表 12：公司主要动保板块产能

产品名称	现状产量 (t/a)	备注
硫酸粘菌素	2000	已建成，完成产能削减，由 3300t/a 削减至 2000t/a
恩拉霉素原粉及预混剂	2200	已建成，完成产能削减，由 4255t/a 削减至 2200t/a
氟苯尼考	2000	已建成
AH22082（对甲砒基苯丝氨酸）	3500	在建，纳滤浓缩液：28500t/a，有效成分 AH22082：3500t/a

资料来源：原料药情报局公众号，天风证券研究所

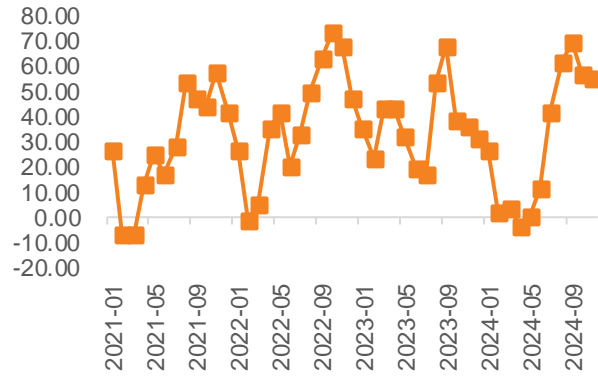
氟苯尼考又名氟甲砜霉素，一种化学合成的新一代动物专用氟霉素类(又称酰胺醇类)广谱抗生素。其对多种细菌具有抗菌活性，不与人类用药形成交叉耐药性。其特点是抗菌谱广、抗菌作用好、口服或注射给药均吸收迅速，体内各脏器分布广泛，能通过血脑屏障，且与其他常用抗菌药无交叉耐药性。对多种革兰氏阳性菌、革兰氏阴性菌及支原体等有较强的抗菌活性，尤其是对革兰氏阴性菌的作用优于革兰氏阳性菌，但对革兰氏阳性球菌的作用不如青霉素和四环素。

图 16：2021-2024 年 11 月中国生猪养殖利润（元/头）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 17：2021-2024 年 11 月中国蛋鸡养殖利润（元/只）



资料来源：Wind，天风证券研究所

氟苯尼考供大于求。截至 2023 年 11 月，氟苯尼考整体产能约 1.8w 吨，康牧动保及国邦药业产能分别为 4500t 及 4000t。市场整体需求大概在 6500 吨左右（其中国内 4000 吨），国外出口 2500 吨，产能严重过剩。

表 13：氟苯尼考主要生产企业

企业	产能
康牧动保	4500t（截至 2024 年 9 月）
国邦医药	4000t（截至 2022 年 11 月）
普洛药业	2000t（截至 2024 年 1 月）
海翔药业	800t（截至 2023 年 10 月）

资料来源：亚太易和公众号，原料药情报局公众号，农财宝典畜牧版公众号等，天风证券研究所

氟苯尼考价格提升，市场关注度高。中国兽药饲料交易中心数据数显示，2024 年 10 月 30 日，氟苯尼考市场均价为 205 元/千克，环比上涨 5.13%，均价突破 200 大关，逼近年初高点。截至 12 月上旬，价格维持在 204.05 元/千克左右，价格回升至 200 元/千克以上后整体维持平稳运行，整体处于整理区间。

图 18：氟苯尼考价格走势（元）

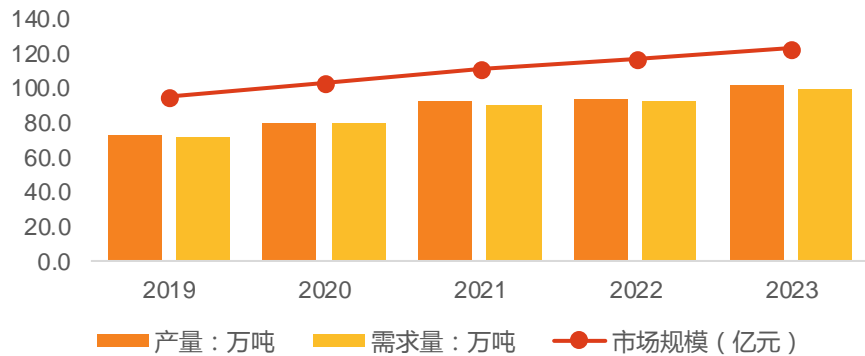


资料来源：中国兽药饲料交易中心公众号，天风证券研究所

2.1.4. 医美及化妆品原料药：国产替代空间大，已有相关业务

化妆品原料指应用于化妆品中的具有保湿、滋润、抗衰老、抗氧化、美白等功能的天然、合成或者提取的各种物质。智研咨询数据显示 2023 年我国化妆品原料行业市场规模约为 122.65 亿元，产量约为 101.7 万吨，需求量约为 99.6 万吨。我国化妆品原料市场起步相对较晚，外国企业占据大部分市场份额。目前氨基酸、烟酰胺、果酸、肽类、玻色因、视黄醇、表面活性剂、防晒剂等热门原料大部分依赖进口，基本上被全球各大化妆品集团，以及巴斯夫、德之馨、道康宁等国际原料巨头所垄断。

图 19：2019-2023 年中国化妆品原料药行业运行情况

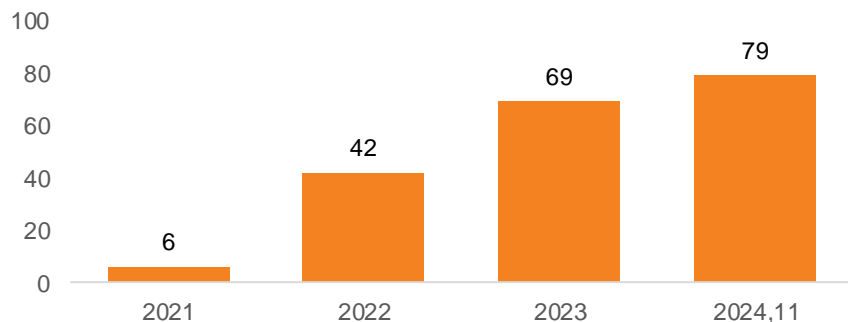


资料来源：智研产业研究院公众号，天风证券研究所

化妆品原料药布局热度持续攀升。中国药品监督管理局数据显示，自 2021 年《化妆品监督管理条例》正式实施以来，化妆品新原料数量连年增加。2021 年仅有 6 款新原料获得备案编号，2023 年攀升至 69 项，呈现出较为明显的逐年递增态势。截至 2024 年 11 月中旬，2024 年化妆品新原料成功备案的数量已达 79 个，企业在化妆品新原料的布局热度持续攀升。

中国的医美原料数量远少于欧美国家，国产原料替代空间大。目前，国内可使用的化妆品原料种类是 8000+ 种，欧盟是 30000+ 种，美国是 20000+ 种，国产新原料经过了严苛的安全性检测和 3 年的应用安全性检测，安全性、认可度持续提升。

图 20：2021-2024 年 11 月中旬化妆品原料备案数量



资料来源：青眼号外公众号，天风证券研究所

2024 年 11 月 4 日，普洛药业正式成立医美及化妆品原料事业部（Aesthetic & Care Ingredients BU）（简称：ACI，医美事业部）。公司有望以合成生物学、化学合成、多肽等技术研发平台为支撑，持续发力医美及化妆品产业链上游，不断丰富旗下产品矩阵，满足市场的多样化需求。

公司现有业务中已有医美原料相关业务超 2 亿元，未来会围绕公司技术端如合成生物学与酶催化平台和制造端如生物发酵能力两大核心竞争力持续发力。市场方面，公司短期内聚焦化妆品原料、美容产品、胶原蛋白等，远期可能会布局肉毒素等更多的品类。

表 14：普洛药业氨基酸类中间体

名称	英文	CAS 号
L-丝氨酸	L-Serine	56-45-1
D-丝氨酸	D-Serine	312-84-5
DL-丝氨酸	DL-Serine	302-84-1
D-苯丙氨酸	D-Phenylalanine	673-06-3

资料来源：公司官网，天风证券研究所

2.2. 国际化认证情况良好，产能建设持续推进

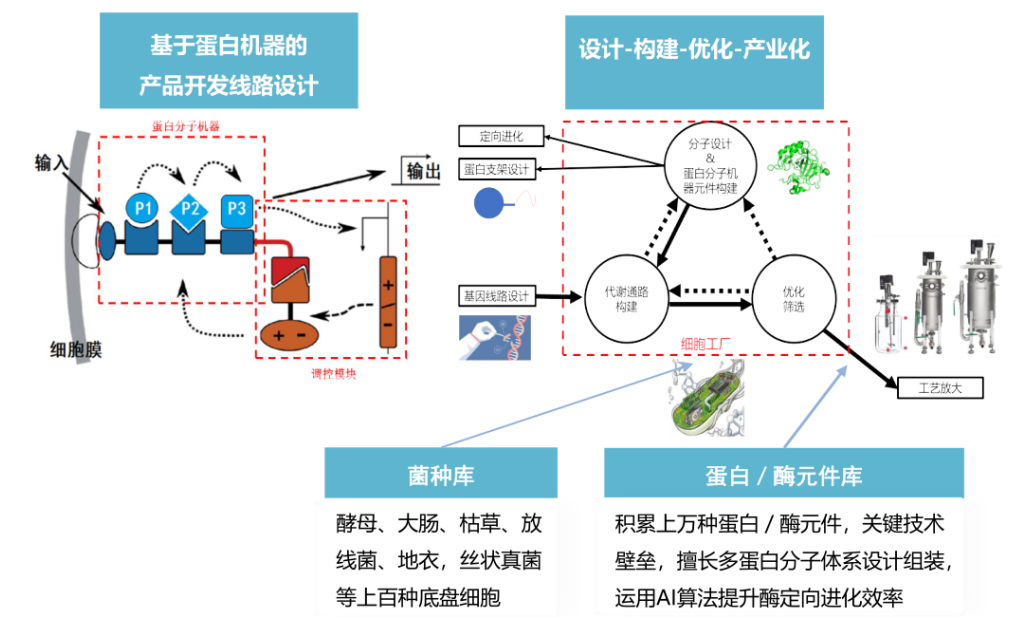
公司环保基础扎实，质量管理体系优先。公司各项管理规范，各药品生产、流通子公司均通过 NMPA 认证，拥有多个通过 FDA 和欧盟 EDQM 现场检查的原料药生产工厂；先后通过了 ISO9001 质量管理体系、ISO14001 环境管理体系、ISO45001 职业健康安全管理体系认证。公司先后通过了世界卫生组织 WHO、美国 FDA、欧盟 EDQM、德国 EUGMP 及日本 PMDA 认证。公司与美国药典委员会建立了长期的合作关系，多个产品和杂质标准品被批准为 USP 标准品，有多个产品进行了美国药典标准的申报和采纳。

公司加快对战略品种产业链上下游延伸、高标准合规改造、企业研发实力和制造能力的项目投资和投用。API 方面，为提高公司产品竞争力，对战略品种 07110 实施了新工艺改进，降低生产成本；新建 AH22081 生产线，一期工程已于 8 月份完成建设；YP266 生产线已完成建设，正在试生产；为进一步满足市场需求，新增 303、304 两个 API 多功能车间，正在收尾阶段。截至 2024 年 3 月，普洛药业拥有原料规模化生产品种 70 多个，销售过亿品种有 13 个，羟酸、安非、沙坦、D-乙酯等品种占全球市场绝对份额。系列产品中，氧氟沙星产量全球第一，邓钾盐、柱晶白霉素、氟氯苯胺等原料药和中间体均为国内最大。

2.3. 加码布局合成生物学，与百葵锐达成战略合作

百葵锐生物成立于 2019 年，致力于合成生物学技术在医药健康领域高效生物合成，建立蛋白精准设计和蛋白分子机器技术的全态链合成生物学平台，结合人工智能 AI 算法实现生物医药、生物材料的创新、高效、绿色制造。

图 21：百葵锐全态链合成生物学平台



资料来源：春雷社公众号，天风证券研究所

2024 年 9 月 24 日，百葵锐生物与普洛药业股份有限公司，在浙江东阳普洛药业园区达成战略合作，双方结合各自优势，共同推进合成生物学在生物医药，原料药，医药中间体等领域研发生产应用，共同打造生物制造新质生产力。

根据战略合作框架协议内容：（1）百葵锐通过运用自己的蛋白精准设计和 SmartEvolution

机器学习算法平台，把百葵锐已开发生产的各种功效蛋白、多肽、原料药等产品与普洛药业的成熟生产资源结合，加强优势合作。(2) 百葵锐通过运用自己的酶定向进化和高效细胞工厂生物合成技术，和普洛药业合作，通过共创模式，研发生产生物医药及医美化妆品相关产品。(3) 双方可通过 CRO、CDMO 等方式研发生产相关的生物医药、生物蛋白、生物多肽等产品。

已有多肽原料药产能建设计划，布局药用多肽及美容肽。多肽原料药车间拟投资 3 亿元，设计产能 1.2-2 万升，目前产能建设正处于设计阶段。市场方面，公司主要布局药用的多肽和美容肽；司美格鲁肽预计目标在专利到期前完成相关工作。

3. 制剂业务持续优化，带动管线稳定放量

3.1. 一体化优势不断凸显，集采增量带来上涨动能

制剂业务多元发展策略，充分发挥原料药+制剂一体化优势。公司坚持以临床价值和市场价格为导向，加快推进“多品种”策略，充分发挥原料药+制剂一体化优势，依托高技术壁垒制剂技术平台，实现“做优制剂”的业务发展战略。截至 2023 年底，公司制剂品种 120 多个，涉及抗感染类、心脑血管类、抗肿瘤类、中枢神经系类、中成药等；拥有天立威、巨泰、立安、百士欣等知名品牌；主打头孢菌素类、青霉素类、乌苯美司、左乙拉西坦、琥珀酸美托洛尔、盐酸金刚乙胺、左氧氟沙星、治伤软膏、辛芩颗粒等品种，涵盖片剂、缓释片、胶囊、颗粒、注射剂、小水针、口服液、软膏等剂型，产业链完善（以自产原料为主）、剂型齐全、涉及治疗领域广泛；拥有院内和院外销售队伍 150 余人，全渠道覆盖。与此同时，制剂业务加快推进“多品种”发展策略，已立项 25 个新项目并在持续新增中，涉及抗感染类、心脑血管类、中枢神经系统类、化痰利胆类等多个领域。

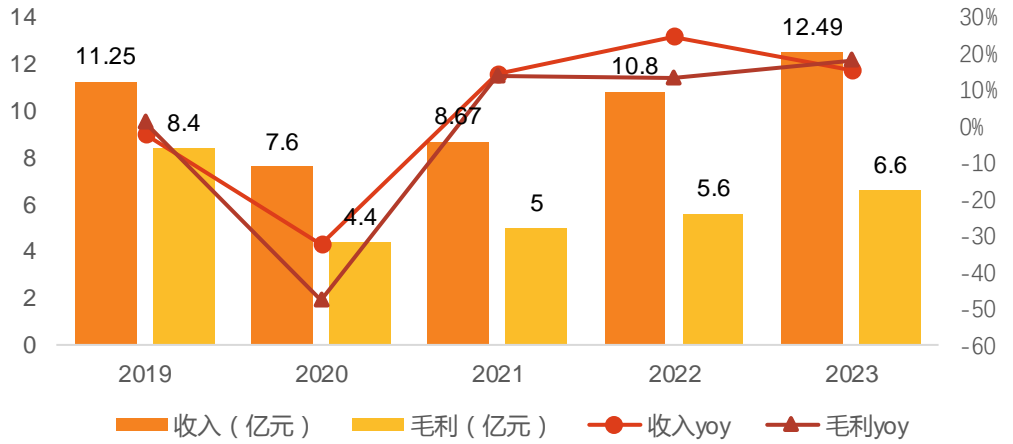
表 15：公司主要制剂产品

类型	产品
抗感染类	阿莫西林克拉维酸钾胶囊
	头孢克肟片
	头孢克肟颗粒
抗肿瘤类	乌苯美司胶囊
心脑血管类	酒石酸美托洛尔注射液
	己酮可可碱肠溶片
	吲达帕胺片
中成药类	辛芩颗粒
	治伤软膏
其他	盐酸帕洛诺司琼注射液
	盐酸金刚乙胺片
	盐酸金刚乙胺口服溶液
	吸入用乙酰半胱氨酸溶液

资料来源：公司官网，天风证券研究所

制剂新老品种布局推广，实现业务恢复性增长。公司制剂业务在 2020 年受多种不利因素影响，整个板块收入和毛利均出现了一定幅度的下降。2021 年，公司凭借着制剂新老品种的布局和推广，整个板块全年实现了恢复性增长，业务发展进入了新的成长周期。2023 年公司制剂业务实现销售收入 12.49 亿元，同比增长 15.69%；实现毛利 6.6 亿元，同比增长 17.94%，毛利率为 53.14%。截至 2024 年三季度，制剂板块营收 9.50 亿元，同比增长 8.62%，毛利 5.91 亿元，同比增长 27.97%，毛利率 62.23%，毛利率同比提升近 10 个百分点，主要系：1) 集中生产制剂产品，生产效率大幅提升，综合成本下降；2) 部分产品销售模式调整优化。未来，我们预计制剂毛利率有望维持稳定。

图 22：公司制剂业务情况

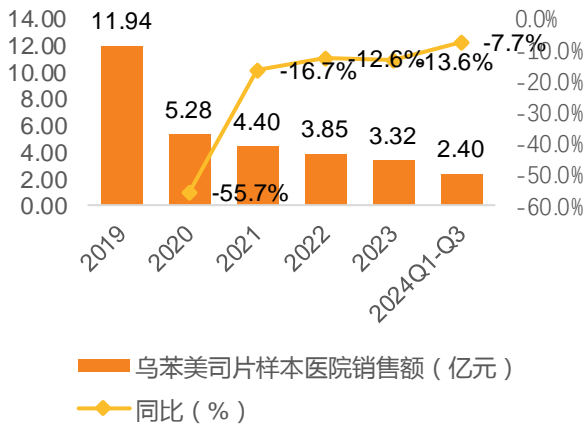


资料来源: Wind, 天风证券研究所

乌苯美司为免疫调节药、抗肿瘤药。用于增强免疫功能,用于抗癌化疗、放疗的辅助治疗,老年性免疫功能缺陷等。可配合化疗、放疗及联合应用于白血病、多发性骨髓瘤、骨髓增生异常综合症及造血干细胞移植后,以及其他实体瘤患者。

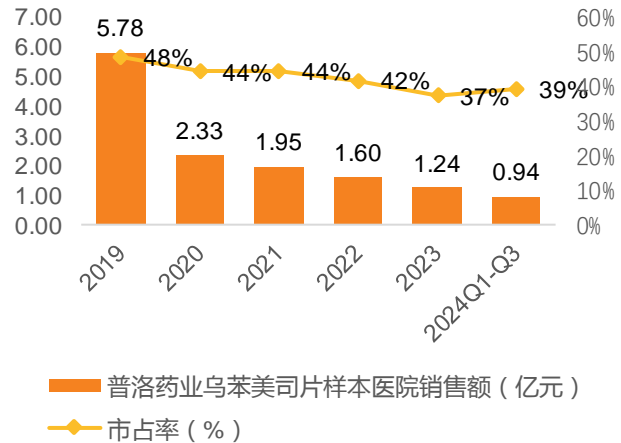
乌苯美司制剂集采后市场规模下降,公司份额维持稳定。普洛药业为全国首家通过乌苯美司制剂一致性评价的企业。医药魔方数据显示,集采后乌苯美司市场规模从2019年的11.94亿元降至2023年的3.32亿元;市场份额看,普洛药业市占率从2019年的48%降至2023年的37%,2024Q1-Q3市占率回升至39%,市场份额保持稳定。

图 23: 2019-2024Q1-Q3 乌苯美司样本医药销售额 (亿元) 及同比 (%)



资料来源: 医药魔方数据库, 天风证券研究所

图 24: 2019-2024Q1-Q3 普洛药业乌苯美司样本医药销售额 (亿元) 及市占率 (%)



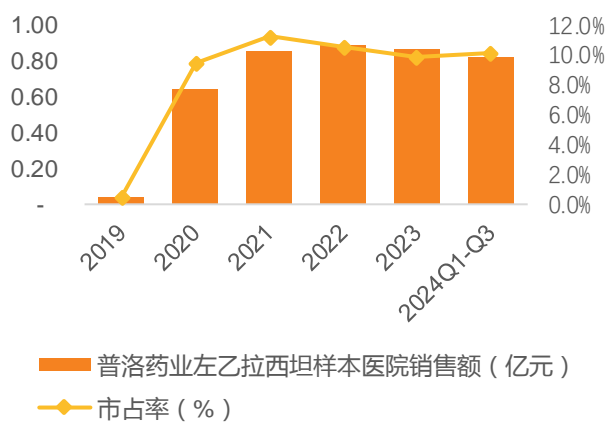
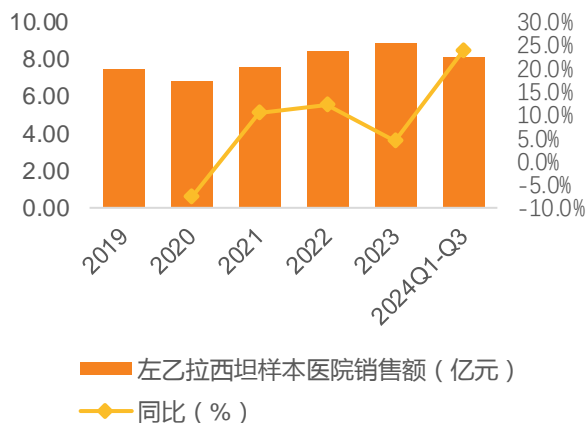
资料来源: 医药魔方数据库, 天风证券研究所

左乙拉西坦于1999年经美国FDA批准,最初用于成人癫痫部分性发作,2005年其口服片剂和溶液剂被批准用于4岁及以上儿童癫痫部分性发作的辅助治疗,2007年在中国上市(商品名为开浦兰)。作为一种新型抗癫痫药物,左乙拉西坦作用机制独特,起效迅速,表现出良好的抗癫痫疗效和耐受性、安全性,除用于难治性癫痫的辅助治疗之外,其适应症也逐渐扩展到新诊断癫痫的单药治疗,有广阔的应用前景。

2019年公司左乙拉西坦片视同通过仿制药一致性评价并入选第一批国家药品集中采购计划,采购数量为599.54万片,成为该药品两家供应商之一。有利于该产品快速打开国内市场,提高市场占有率。

图 25: 2019-2024Q1-Q3 左乙拉西坦样本医药销售额 (亿元) 及同比 (%)

图 26: 2019-2024Q1-Q3 普洛药业左乙拉西坦样本医药销售额 (亿元) 及市占率 (%)



资料来源：医药魔方数据库，天风证券研究所

资料来源：医药魔方数据库，天风证券研究所

一体化成本优势助力集采突围。公司制剂业务的集采品种营收占比大概 50%左右；非集采品种终端市场占比 30%左右，院内占比 20%左右。头孢类产品中如头孢他啶，竞争格局相对较好，集采报价比较理性，具有市场推广优势，盈利情况良好。心血管类产品中如琥珀酸美托洛尔，市场需求量大，且产品具有较高的技术难度，公司技术处于绝对领先地位，且在不断扩大市场份额，目前已有较高的市场市占率，未来仍有提升空间。精神类品种中如左乙拉西坦，处于比较有利的中标价格和区域，整体毛利率较好；还有抗感染类中比如左氧氟沙星，竞争状态较好，市场推广力度大。总体而言，公司依托原料药制剂一体化，在相关的集采品种在市场竞争中具有明显优势。

表 16：公司集采中标情况

	中标时间	中选规格	中选价格	中选数量
头孢克肟片	2022	100mg*6 片	2.81 元 / 盒	834.17 万片
头孢克肟颗粒	2022	50mg*18 袋	6.50 元 / 盒	2300.96 万袋
琥珀酸美托洛尔缓释片	2022	47.5mg*7 片	4.60 元 / 盒	14355.5 万片

资料来源：上海阳光医药采购网，公司公告，天风证券研究所

3.2. 制剂产能持续扩大，在研管线稳步筑基

持续打造先进制造能力，满足制剂新品种产能需求和业务发展需要。制剂七车间扩建项目已于 2023 年 7 月通过现场审计，并投入生产；为满足后续通过一致性评价的注射用头孢粉针产品生产需要，公司新建了一条年产 1 亿瓶头孢粉针剂生产线。已于 2023 年 4 月份投入生产；新建了一条头孢固体制剂生产线，已于 6 月份完成试生产和工艺验证；拟新建一幢国际化高端制剂综合车间，增设口服固体制剂、冻干粉针剂、小容量注射剂等多条生产线，大幅提升公司制剂的生产能力，目前该项目正处于设计阶段。

制剂产品线丰富，“做优制剂”策略助力制剂板块长期增长。目前，吲达帕胺片、阿莫西林胶囊、头孢克肟片等已通过一致性评价；乌苯美司胶囊、头孢克肟颗粒、注射用氟氯西林钠获批上市，视同过评。公司 2024 上半年 5 个国内制剂递交注册申请（磷酸奥司他韦胶囊、头孢地尼干混悬剂、左卡尼汀注射液、头孢地尼胶囊、阿莫西林克拉维酸钾片），1 个制剂品种递交 FDA（盐酸安非他酮缓释片(II)）；下半年另有多款制剂品种向 CDE 递交注册申请。

表 17：2024 年普洛药业 CDE 受理品种

名称	申报主体	受理号	承办日期
头孢地尼胶囊	浙江巨泰药业	CYHS2402218	2024-07-18
阿莫西林克拉维酸钾片	浙江巨泰药业	CYHS2401558	2024-05-24
头孢地尼干混悬剂	浙江巨泰药业	CYHS2401349	2024-05-08
氟伐他汀钠缓释片	浙江普洛康裕	CYHS2404326	2024-12-12
丙戊酸钠缓释片 (I)	浙江普洛康裕	CYHS2404274	2024-12-10
司美格鲁肽注射液	浙江普洛康裕	CXHL2401075	2024-10-15

硫酸麻黄碱注射液	浙江普洛康裕	CYHS2403085	2024-09-14
磷酸奥司他韦干混悬剂	浙江普洛康裕	CYHS2402658	2024-08-15
注射用盐酸地尔硫	浙江普洛康裕	CYHS2402381	2024-07-27
头孢地尼胶囊	浙江普洛康裕	CYHS2402218	2024-07-18
左卡尼汀注射液	浙江普洛康裕	CYHS2401757	2024-06-12
磷酸奥司他韦胶囊	浙江普洛康裕	CYHS2400689	2024-02-24

资料来源：国家药品监督管理局药品审评中心等，天风证券研究所

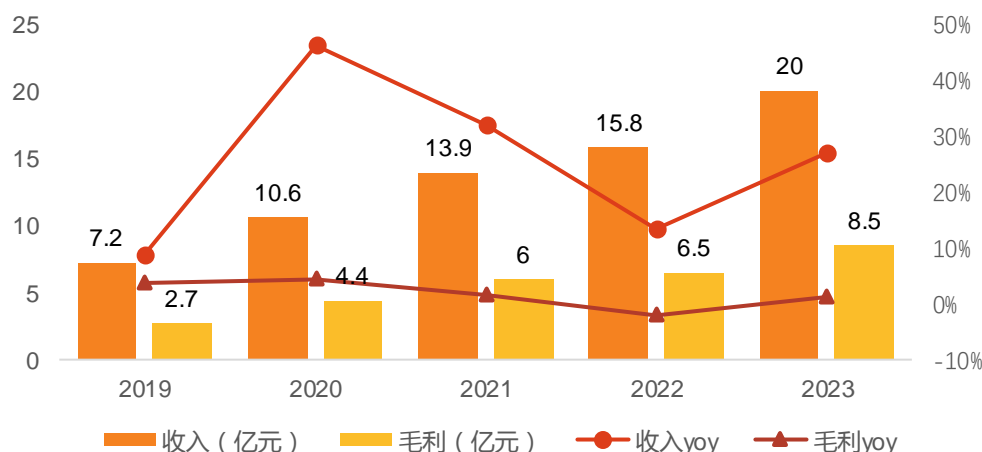
4. CDMO 业务营收利润双增长，项目结构不断优化

4.1. 产业化项目逐渐放量，维持高速增长态势

公司坚定实施“做强 CDMO”的业务发展战略，致力成为国内领先的小分子 CDMO 服务提供商，为全球创新药客户提供全生命周期的一站式研发生产服务。公司早期以 CMO 业务为主，近几年，随着研发、制造、体系保障等综合能力的大幅提升，项目数、客户数持续保持快速增长，形成了良好的漏斗形状态。鉴于创新药上市节奏和验证周期（三到五年）的原因，业绩端有望在未来实现更好的释放。

CDMO 持续转型，业务营收利润保持稳健增长。近年来，普洛药业正积极向 CDMO 转型。2019年，公司 CDMO 业务方面获得省第一批现代服务业与先进制造业深度融合试点单位，同时，与全球几家动保公司业务合作也在进一步向纵深发展。

图 27：公司 CDMO 业务情况

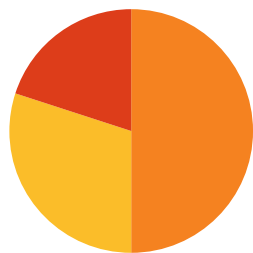


资料来源：Wind，天风证券研究所

以 bigpharma 为主要客户群体，目前已广泛覆盖全球市场。公司 CDMO 业务可以大致分为三类：一是 bigpharma，约占营收 50%；二是国外中小型的创新药企业，其稳定性比较好，具有长期合作关系，但是这类客户的订单数量相对不大，约 25-30%的营收；三是国内的创新药公司，数量较多，但是商业化订单较少，大部分处于临床和验证阶段，占比 20%左右。CDMO 业务主要是为创新药企业服务，biapharma 是公司目前最主要的营收来源，带来较为稳定的大订单；对于国内的创新药客户，公司主要紧跟头部企业，同时，也积极开拓其他公司，新项目大部分在临床期。整体来看，项目数量增长快速，目前国外客户占比 59%，国内客户占比 41%。

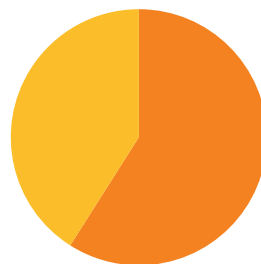
图 28：公司 CDMO 主要客户

图 29：公司 CDMO 国内外客户占比



■ bigpharma
■ 国内创新药公司
■ 国外中小型创新药企业

资料来源：公司公告，天风证券研究所

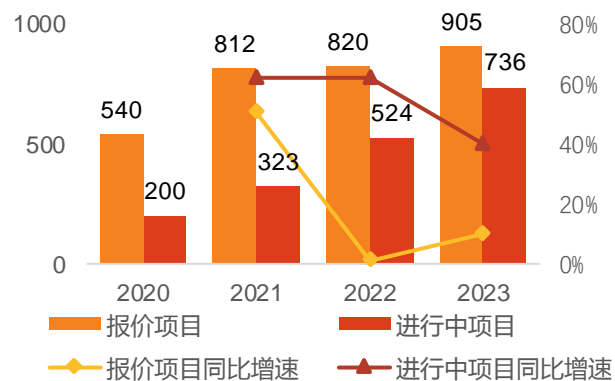


■ 国外
■ 国内

资料来源：公司公告，天风证券研究所

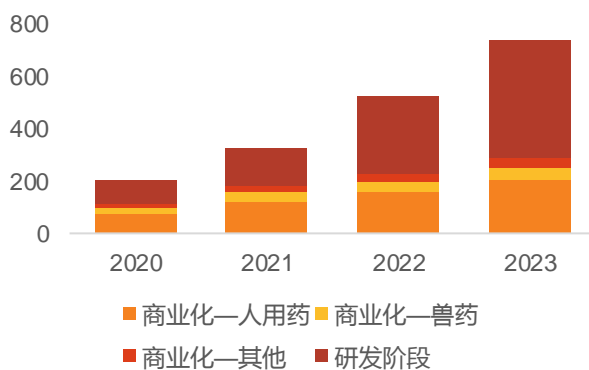
CDMO 项目数持续增长。2024 年上半年，公司报价项目 731 个，同比增长 51%；进行中项目 876 个，同比增长 44%，其中，商业化阶段项目 317 个，同比增长 28%，包括人用药项目 228 个，兽药项目 48 个，其他项目 41 个；研发阶段项目 559 个，同比增长 54%。

图 30：公司 2020-2023 年 CDMO 报价、进行中项目数量（个）及增速（%）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 31：公司 2020-2023 年 CDMO 进行中项目数量（个）



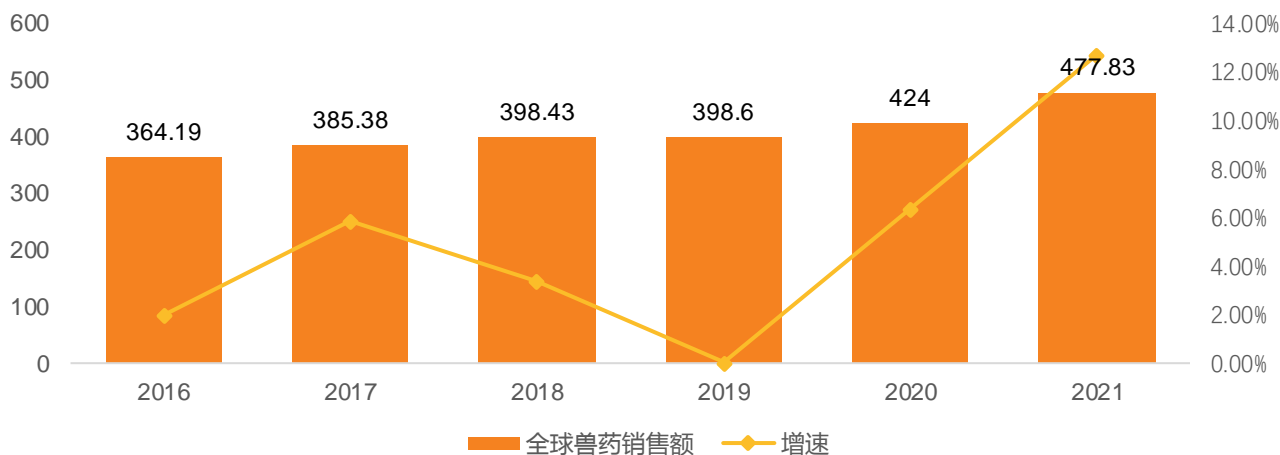
资料来源：公司年报，天风证券研究所

公司 CDMO 业务核心竞争力持续增强。研发实力方面，公司在横店本部、上海浦东和美国波士顿设有 CDMO 研发中心，CDMO 研发人员超过 500 人；公司建立的流体化学、合成生物学与酶催化、晶体与粉体、PROTAC、ADC 等技术平台持续为业务赋能；工艺安全实验室和分析测试中心两个技术支持平台能力进一步增强。先进产能方面，公司现已建有 CDMO 多功能柔性生产车间、高活化合物车间、流体化学车间等多个高端制造车间和生产线，可充分满足临床前期到商业化的生产需要，可为全球创新药客户提供全面、专业、优质、高效的研发生产服务。

4.2. 兽药 CDMO 业务独树一帜，差异化布局提供平稳发展动力

全球兽药行业蓬勃发展。随着全球动物疫病的频繁暴发、各国政府支持力度的不断加大、公众对动物源食品卫生安全要求的提高以及宠物市场的快速增长等，促进了全球兽药产量的快速增长。2016-2021 年，全球兽药总销售额从 364.19 亿美元增长到 477.83 亿美元，复合增长率为 5.6%，预计随着全球畜牧业的持续发展，全球兽药产业规模将不断扩大。

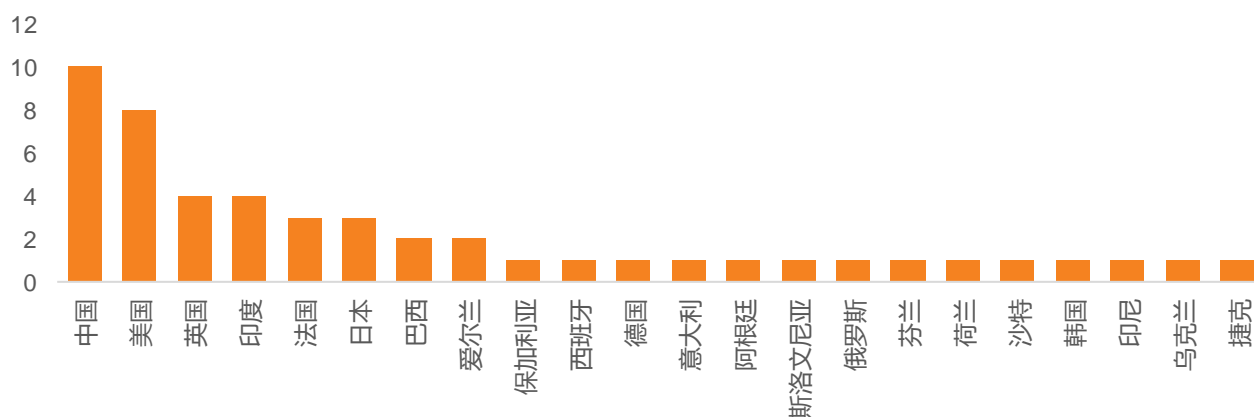
图 32：2016-2021 年全球兽药销售额（亿美元）



资料来源：宠物食品联盟公众号，天风证券研究所

全球兽药产业发展高度集中，中国占比最高。2022 年全球动保企业前 50 强中，20%(10 家：中牧股份动保、瑞普生物、齐鲁动保、生物股份/金宇生物、易邦生物、鲁抗医药动保、金河生物动保、普莱柯、海正药业、永顺生物)来自中国，16%(8 家：硕腾、默沙东/默克-动保、礼蓝、爱德士 IDXX 实验室公司、辉宝动保、赫斯卡公司、纽勤动保、ImmuCell 公司)来自美国，8%来自英国和印度(均为 4 家)，6%来自法国和日本(均为 3 家)，4%来自爱尔兰和巴西(均为 2 家)，2%来自保加利亚等 14 个国家(均为 1 家)。

图 33：2022 年全球动保企业前 50 强数量分布



资料来源：宠物食品联盟公众号，天风证券研究所

北美洲销售额居首，产业集中度远超欧亚。从各大洲动保企业数量和营销额来看，北美洲的全球前 50 强动保企业仅有 8 家，数量低于欧洲(19 家)和亚洲(20 家)，但其总销售额却最高；占全球前 50 强动保企业总销售额的 58.48%，平均企业规模(销售额)为 28.33 亿美元，产业集中度极高；欧洲的全球前 50 强企业平均规模为 7.48 亿美元，约为北美洲企业的 1/4；而亚洲的全球前 50 强企业规模更小，平均不足北美洲企业的 1/10；南美洲仅有 3 家全球前 50 强企业，总销售额不足全球前 50 强兽药总销售额的 1%。

表 18：全球动保企业前 20 强榜单

2022 年排名	2021 年排名	公司	收入 (亿美元)		总部	市值 (亿美元)
			2021 财年收入	2020 财年收入		
1	1	硕腾 Zoetis	77.76	66.75	美国	717.6
2	3	默沙东 /默克 MSD/Merck- 动保	55.68	47.03	美国	2522.8
3	2	勃林格殷格翰 BI - 动保	50.67	47.08	德国	
4	4	礼蓝 Elanco	47.65	32.73	美国	64.1
5	5	爱德士 IDXX 实验室公司	32.15	27.07	美国	303.3
6	6	诗华 Ceva Sante Animale	16.52	14.85	法国	

7	7	维克股份 Virbac SA	12.55	10.67	法国	20.9
8	8	辉宝动保 Phibro	8.33	7.99	美国	6
9	10	德克罗 Dechra 制药	8.24	6.49	英国	34.9
10	9	浩卫制药 Huvepharma	7.45	6.67	保加利亚	
11	12	威隆 / 亚士可 V é toquinol Ascor	6.15	4.87	法国	10
12	11	共立制药 Kyoritsu	5.21	5.45	日本	
13	15	海博莱 HIPRA 制药	4.27	3.66	西班牙	
14	14	中牧股份 CAHIC - 动保	4.17	3.55	中国	18.2
15	13	全药株式会社 ZENOAQ	3.88	3.74	日本	
16	17	Norbrook 实验室制药公司	3.17	2.86	英国	
17	16	瑞普生物 Ringpu	3.12	2.9	中国	12.5
18	19	齐鲁动保 QILU	3.08	2.34	中国	
19	20	生物股份 / 金宇生物 Jinyu	2.76	2.29	中国	12.4
20	21	百美达 Bimeda 动保	2.71	2.46	爱尔兰	

资料来源：阳光畜牧网，天风证券研究所

依托兽用原料药生产，布局兽药 CDMO，形成差异化竞争力。公司在兽药研发、注册、生产上经验丰富。兽药原料药主要是抗生素主流品种，应用于动物养殖和保健。公司具备兽药生产资质的子公司共 4 家，多类产品如氟苯尼考、酒石酸泰乐菌素、芬苯达唑等已获批准。公司大力开拓公司兽药 CDMO 市场，截至 2023 年 10 月，CDMO 业务的兽药占比大概在 30%左右，CDMO 板块的兽药业务受益于原材料价格下降。公司积累项目储备和客户资源，普洛药业先后与全球前五大兽药巨头企业(硕腾、BI 动保、Merck 动保、礼蓝 Blanco、爱德士 IDEXX)开展业务。

表 19：普洛药业兽药生产获批情况

子公司	生产范围	GMP 证书号
安徽普洛生物	非无菌原料药 (D 级, 硫酸黏菌素)	(2022) 兽药 GMP 证字 12008 号
浙江普洛康裕	非无菌原料药 (D 级, 芬苯达唑、氟苯尼考)	(2022) 兽药 GMP 证字 11002 号
浙江普洛生物	粉剂/预混剂、非无菌原料药 (D 级, 酒石酸泰乐菌素、吉他霉素、硫酸安普霉素)	(2022) 兽药 GMP 证字 11004 号
浙江普洛家园	非无菌原料药 (D 级, 氟苯尼考、甲磺酸达氟沙星)	(2023) 兽药 GMP 证字 11012 号

资料来源：国家兽药基础数据库，天风证券研究所

5. 盈利预测和估值

5.1. 盈利预测与关键假设

关键假设：

(一) 原料药及中间体板块：

普洛药业是国内主要原料药企业，产品涉及抗生素类、特色原料药类、兽药类及医美类，其中美托洛尔、盐酸金刚烷胺、(伪)麻黄碱等原料药占有重要市场地位，头孢克肟、盐酸安非他酮、阿莫西林侧链系列等具有市场主导地位。公司强化工艺技术的持续改进，不断降低产品制造成本。同时，大幅增加 API 的 DMF 数量，预计 3-5 年内增加 30-50 个，以助力 API 业务稳健增长。此外，公司国际化认证良好，加速布局合成生物学，后续有望保持稳定增长。我们预计公司 2024-2026 年中间体板块收入分别为 89.46 亿元/97.95 亿元/106.77 亿元，增速分别为 12.0%/9.5%/9.0%。

(二) 制剂板块：

截至 2023 年底，公司现有制剂品种 120 多个，产业链完善(以自产原料为主)、剂型齐全、涉及治疗领域广泛；拥有院内和院外销售队伍 150 余人，全渠道覆盖。与此同时，制剂业务加快推进“多品种”发展策略，已立项 25 个新项目并在持续新增中，涉及抗感染类、

心脑血管类、中枢神经系统类、化痰利胆类等多个领域。考虑到公司制剂业务借助原料药一体化优势及集采进程持续放量，在研管线为后续制剂增速提供动能。我们预计公司 2024-2026 年制剂板块收入分别为 13.49 亿元/14.98 亿元/16.77 亿元，增速分别为 8.0%/11.0%/12.0%。

(三) CDMO 板块：

公司早期以 CMO 业务为主，近几年，随着研发、制造、体系保障等综合能力的大幅提升，项目数、客户数持续保持快速增长，形成了良好的漏斗形状态。2024H1，公司报价项目 731 个，同比增长 51%；进行中项目 876 个，同比增长 44%，其中，商业化阶段项目 317 个，同比增长 28%，包括人用药项目 228 个，兽药项目 48 个，其他项目 41 个；研发阶段项目 559 个，同比增长 54%。鉴于创新药上市节奏和验证周期（三到五年）原因，业绩端有望在未来实现更好的释放。我们预计公司 2024-2026 年 CDMO 板块收入分别为 18.54 亿元/21.70 亿元/25.39 亿元，增速分别为-7.50%/17.0%/17.0%。

表 20：公司主要板块业绩预测

板块	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
中间体（百万元）	6546.13	7736.94	7987.06	8945.51	9795.33	10676.91
yoy	10.4%	18.2%	3.2%	12.0%	9.5%	9.0%
毛利（百万元）	1253.58	1291.30	1402.53	1341.83	1537.87	1693.04
毛利率	19.2%	16.7%	17.6%	15.00%	15.70%	15.86%
收入占比	73.20%	73.37%	69.61%	72.12%	71.29%	70.27%
制剂（百万元）	867.43	1079.76	1249.22	1349.16	1497.56	1677.27
yoy	14.1%	24.5%	15.7%	8.00%	11.00%	12.00%
毛利（百万元）	498.08	562.88	663.84	836.48	935.98	1049.97
毛利率	57.4%	52.1%	53.1%	62.00%	62.50%	62.60%
收入占比	9.70%	10.24%	10.89%	10.88%	10.90%	11.04%
CDMO（百万元）	1,393.93	1,577.47	2004.98	1854.61	2169.89	2538.77
yoy	32.1%	13.2%	27.1%	-7.50%	17.00%	17.00%
毛利（百万元）	601.06	647.08	847.91	764.10	911.35	1078.98
毛利率	43.1%	41.0%	42.3%	41.20%	42.00%	42.50%
收入占比	15.59%	14.96%	17.47%	14.95%	15.79%	16.71%

资料来源：Wind，天风证券研究所

盈利预测：

我们预计公司 2024-2026 年营业收入为 124.03/137.39/151.94 亿元，同比增长 8.10%/10.77%/10.59%；归母净利润为 11.11/12.43/13.92 亿元。

5.2. 估值与投资评级

采用可比公司估值法对公司进行估值，公司主营业务包括中间体、医药原料药及动保，我们将九洲药业、华海药业、国邦医药、川宁生物作为可比公司。

考虑到：（1）原料药板块：公司是国内主要原料药企业，国际化认证良好，加速布局合成生物学，后续有望保持稳定增长；（2）制剂板块：借助原料药一体化优势及集采进程持续放量，在研管线为后续制剂增速提供动能；（3）CDMO 板块：借助全球三大 CDMO 研发中心，已经实现良好漏斗形状态，未来 CDMO 业务有望实现快速增长，看好公司未来良好前景，给予公司 2025 年 19 倍 PE，目标价 20.20 元。首次覆盖，给予“买入”评级

表 21：可比公司估值

公司简称	收盘价	目前市值 (亿元)	净利润（亿元）				PE(X)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
九洲药业	14.5	129.4	10.3	9.3	10.8	11.6	12.5	13.9	12.0	11.2

华海药业	18.7	273.7	8.3	12.9	16.3	19.8	33.0	21.2	16.8	13.9
国邦医药	20.4	113.9	6.1	8.2	10.1	12.1	18.6	13.8	11.3	9.4
川宁生物	12.5	277.9	9.4	14.3	17.0	19.3	29.6	19.5	16.4	14.4
可比公司平均	16.5	198.7	8.5	11.2	13.5	15.7	23.4	17.1	14.1	12.2

资料来源：Wind，天风证券研究所；注：预测数据来源为万得一致预期，收盘价及总市值为 2024 年 12 月 18 日收盘数据。

6. 风险提示

行业政策变动风险：医药行业受国家政策影响较大，随着医疗卫生体制改革的进一步深入，医保政策调整、药品带量采购、原料药关联审评审批等政策相继落地，医药行业竞争激烈。

产品质量控制风险：公司主要产品为原料药和关键医药中间体，产品质量直接影响使用者的安全与健康。公司生产流程长、工艺复杂，可能影响到产品质量的因素较多，原材料采购、储存、产品生产、运输、销售等环节均可能出现风险点。

主要原材料价格波动风险：公司所采购的原材料种类较多，原材料成本占总成本比例较高，因此原材料价格的波动将会对公司效益产生影响。

外汇汇率波动风险：公司与国外客户交易时多以外币作为结算工具，贸易摩擦以及国际经济形势的不稳定性带来的贸易障碍以及汇率波动，均会对公司销售收入和盈利能力带来一定影响。

产品销售不及预期风险：原料药价格大幅下跌。制剂板块未来可能面临一定集采降价压力，制剂研发及申报进展不及预期。CDMO 业务存在研发失败风险，和板块收入不及预期风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,552.86	3,580.69	5,916.89	7,428.54	9,324.92
应收票据及应收账款	1,930.88	2,106.00	1,297.81	2,942.76	1,833.86
预付账款	219.48	256.96	252.15	359.37	288.40
存货	1,801.79	2,083.30	1,175.90	2,789.56	1,647.45
其他	276.10	341.21	385.28	420.83	448.97
流动资产合计	7,781.11	8,368.16	9,028.03	13,941.06	13,543.59
长期股权投资	85.41	84.67	84.67	84.67	84.67
固定资产	3,066.08	3,001.11	2,468.84	1,936.57	1,404.30
在建工程	311.40	545.85	545.85	545.85	545.85
无形资产	378.83	319.80	306.04	292.28	278.53
其他	393.77	448.08	305.35	342.00	359.16
非流动资产合计	4,235.49	4,399.50	3,710.75	3,201.37	2,672.51
资产总计	12,016.60	12,767.66	12,738.78	17,142.43	16,216.10
短期借款	562.81	807.80	1,133.10	900.00	700.00
应付票据及应付账款	4,310.57	4,126.73	2,675.18	5,754.39	3,856.46
其他	694.90	942.83	947.75	1,375.32	1,197.46
流动负债合计	5,568.29	5,877.36	4,756.03	8,029.70	5,753.92
长期借款	249.62	18.71	370.45	300.00	250.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	221.21	210.80	214.67	216.43	215.78
非流动负债合计	470.83	229.52	585.12	516.43	465.78
负债合计	6,497.37	6,537.25	5,341.16	8,546.13	6,219.70
少数股东权益	7.35	7.69	7.68	7.67	7.65
股本	1,178.52	1,178.52	1,169.32	1,169.32	1,169.32
资本公积	438.01	438.01	438.01	438.01	438.01
留存收益	4,096.34	4,804.39	5,915.53	7,158.67	8,550.92
其他	(200.99)	(198.19)	(132.92)	(177.37)	(169.49)
股东权益合计	5,519.23	6,230.42	7,397.62	8,596.30	9,996.40
负债和股东权益总计	12,016.60	12,767.66	12,738.78	17,142.43	16,216.10
现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	989.17	1,055.31	1,111.14	1,243.14	1,392.24
折旧摊销	381.74	558.98	546.03	546.03	546.03
财务费用	(52.49)	60.33	(88.85)	0.00	100.00
投资损失	59.77	18.06	19.52	19.52	19.52
营运资金变动	(100.74)	(760.41)	43.93	41.62	192.99
其它	48.65	99.09	28.82	(19.87)	0.49
经营活动现金流	1,326.11	1,031.36	1,660.58	1,830.44	2,251.27
资本支出	1,085.58	673.16	(3.87)	(1.75)	0.65
长期投资	4.16	(0.74)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,681.05)	(1,349.22)	(81.25)	23.95	(18.69)
投资活动现金流	(591.30)	(676.80)	(85.11)	22.19	(18.04)
债权融资	475.86	198.71	704.66	(296.53)	(344.72)
股权融资	(548.71)	(366.71)	56.07	(44.45)	7.87
其他	(123.23)	(133.49)	0.00	(0.00)	0.00
筹资活动现金流	(196.09)	(301.48)	760.73	(340.98)	(336.84)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	538.72	53.08	2,336.20	1,511.65	1,896.38

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	10,544.91	11,474.16	12,403.08	13,739.17	15,193.78
营业成本	8,024.23	8,529.45	9,428.23	10,319.44	11,335.14
营业税金及附加	31.76	56.09	51.24	54.02	60.64
销售费用	535.26	658.42	539.53	597.65	659.41
管理费用	450.06	466.55	493.64	544.07	600.15
研发费用	532.92	624.87	644.96	718.56	793.12
财务费用	(105.75)	(104.37)	(88.85)	0.00	100.00
资产/信用减值损失	(77.46)	(106.49)	(68.06)	(40.13)	(29.79)
公允价值变动收益	(22.84)	(0.02)	28.83	(19.85)	0.51
投资净收益	(59.77)	(21.68)	(19.52)	(19.52)	(19.52)
其他	224.86	151.20	0.00	0.00	0.00
营业利润	1,011.62	1,220.14	1,275.59	1,425.93	1,596.53
营业外收入	5.94	1.42	3.30	3.58	3.56
营业外支出	5.50	16.92	10.52	10.46	10.85
利润总额	1,012.07	1,204.64	1,268.36	1,419.05	1,589.24
所得税	22.89	149.34	157.24	175.92	197.01
净利润	989.17	1,055.31	1,111.13	1,243.13	1,392.23
少数股东损益	(0.00)	(0.03)	(0.01)	(0.01)	(0.02)
归属于母公司净利润	989.17	1,055.34	1,111.14	1,243.14	1,392.24
每股收益(元)	0.85	0.90	0.95	1.06	1.19
主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	17.92%	8.81%	8.10%	10.77%	10.59%
营业利润	-9.62%	20.61%	4.54%	11.79%	11.96%
归属于母公司净利润	3.52%	6.69%	5.29%	11.88%	11.99%
获利能力					
毛利率	23.90%	25.66%	23.98%	24.89%	25.40%
净利率	9.38%	9.20%	8.96%	9.05%	9.16%
ROE	17.95%	16.96%	15.04%	14.47%	13.94%
ROIC	33.34%	40.49%	33.13%	46.36%	71.82%
偿债能力					
资产负债率	54.07%	51.20%	41.93%	49.85%	38.36%
净负债率	-49.49%	-42.77%	-59.28%	-72.05%	-83.38%
流动比率	1.29	1.33	1.90	1.74	2.35
速动比率	0.99	1.00	1.65	1.39	2.07
营运能力					
应收账款周转率	6.20	5.68	7.29	6.48	6.36
存货周转率	6.91	5.91	7.61	6.93	6.85
总资产周转率	1.00	0.93	0.97	0.92	0.91
每股指标(元)					
每股收益	0.85	0.90	0.95	1.06	1.19
每股经营现金流	1.13	0.88	1.42	1.57	1.93
每股净资产	4.71	5.32	6.32	7.34	8.54
估值比率					
市盈率	18.84	17.66	16.77	14.99	13.39
市净率	3.38	3.00	2.52	2.17	1.87
EV/EBITDA	12.06	6.31	7.53	5.96	4.36
EV/EBIT	15.14	8.21	10.69	8.16	5.74

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com