

奥浦迈（688293.SH）

产品业务收入同比增长 42%，净利润短期承压

优于大市

核心观点

产品业务收入同比增长 42%，净利润短期承压。2024 全年公司实现营收 2.97 亿元（+22.3%），归母净利润 0.21 亿元（-61.0%），扣非归母净利润 659 万元（-81.0%），净利润短期承压，主要由于募投项目之一“奥浦迈 CDMO 生物药商业化生产平台”正式投入运营，新增固定资产折旧、能源耗用、设备维护费用等固定成本，并且由于 CDMO 业务的订单增长速度和项目执行进度未能完全符合预期，公司对相关资产计提 1003 万元减值损失等影响。

分具体业务看，2024 全年公司实现产品销售 2.44 亿元（同比+42.0%），毛利率 70.0%（同比+0.5pp）；CDMO 服务实现营收 5256 万元（同比-25.7%），预计主要由于生物医药行业持续面临不确定性和市场波动的背景下，部分客户的融资进程受阻，导致部分项目暂停或取消，收入明显下降，分季度看 2024Q1/2/3/4 分别实现销售 805/1162/1584/1705 万元，季度营收环比持续改善。

分地区看，公司海外业务的增长势头依然强劲，实现境外收入较上年同期增加 144.0%。

产品管线数量创新高。服务客户管线方面，截至 2024 年末，共有 247 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 141 个、Ph1 临床阶段 41 个、Ph2 临床阶段 28 个、Ph3 临床阶段 29 个、商业化生产阶段 8 个，整体相较于 2023 年末增加 77 个，其中商业化生产阶段产品增加 5 个。

投资建议：根据公司年报，我们对盈利预测进行调整，预计 2025-2026 年归母净利润分别为 0.78/1.12 亿元（前值为 0.97/1.42 亿元），新增 2027 年归母净利润为 1.53 亿元，目前股价对应 PE 分别为 58/41/30x，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

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	243	297	378	458	545
(+/-%)	-17.4%	22.3%	27.1%	21.3%	18.9%
净利润(百万元)	54	21	78	112	153
(+/-%)	-48.7%	-61.0%	268.9%	43.8%	37.3%
每股收益(元)	0.47	0.18	0.68	0.97	1.34
EBIT Margin	10.3%	5.2%	17.3%	23.4%	28.7%
净资产收益率 (ROE)	2.5%	1.0%	3.7%	5.6%	8.2%
市盈率 (PE)	83.9	215.2	58.3	40.6	29.6
EV/EBITDA	88.3	91.7	52.6	33.7	24.5
市净率 (PB)	2.10	2.16	2.18	2.27	2.42

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：马千里

010-88005445

maqianli@guosen.com.cn

S0980521070001

证券分析师：彭思宇

0755-81982723

pengsiyu@guosen.com.cn

S0980521060003

证券分析师：陈曦炳

0755-81982939

chenxibing@guosen.com.cn

S0980521120001

基础数据

投资评级

优于大市(维持)

合理估值

收盘价

41.25 元

总市值/流通市值

4684/3193 百万元

52 周最高价/最低价

48.67/24.50 元

近 3 个月日均成交额

31.67 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）-前三季度产品收入同比增长 59%，CDMO 业务环比改善》——2024-10-31

《奥浦迈（688293.SH）-海外市场营收快速增长，CDMO 业务环比改善》——2024-09-02

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

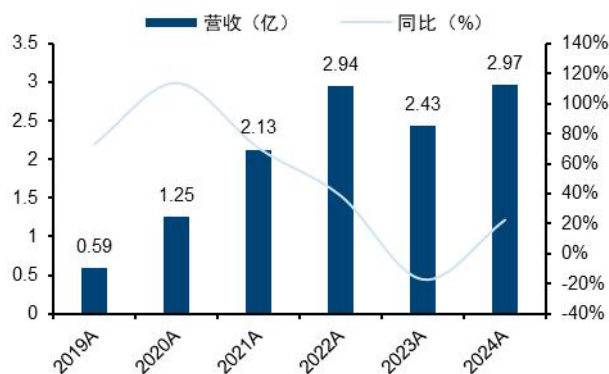
《奥浦迈（688293.SH）-业绩短期承压，服务管线数量快速增长》——2023-11-12

产品业务收入同比增长 42%，净利润短期承压。2024 全年公司实现营收 2.97 亿元（+22.3%），归母净利润 0.21 亿元（-61.0%），扣非归母净利润 659 万元（-81.0%），净利润短期承压，主要由于募投项目之一“奥浦迈 CDMO 生物药商业化生产平台”正式投入运营，新增固定资产折旧、能源耗用、设备维护费用等固定成本，并且由于 CDMO 业务的订单增长速度和项目执行进度未能完全符合预期，公司对相关资产计提 1003 万元减值损失等影响。

分具体业务看，2024 全年公司实现产品销售 2.44 亿元（同比+42.0%），毛利率 70.0%（同比+0.5pp）；CDMO 服务实现营收 5256 万元（同比-25.7%），预计主要由于生物医药行业持续面临不确定性和市场波动的背景下，部分客户的融资进程受阻，导致部分项目暂停或取消，收入明显下降，其中 2024Q1/2/3/4 分别实现销售 805/1162/1584/1705 万元，季度营收环比持续改善。

分地区看，公司海外业务的增长势头依然强劲，实现境外收入较上年同期增加 144.0%。

图1：奥浦迈营业收入及增速（单位：亿元、%）



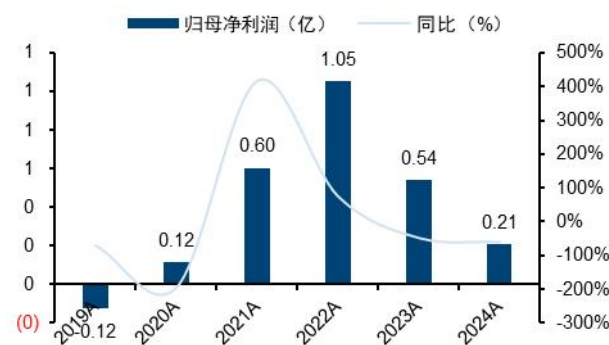
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

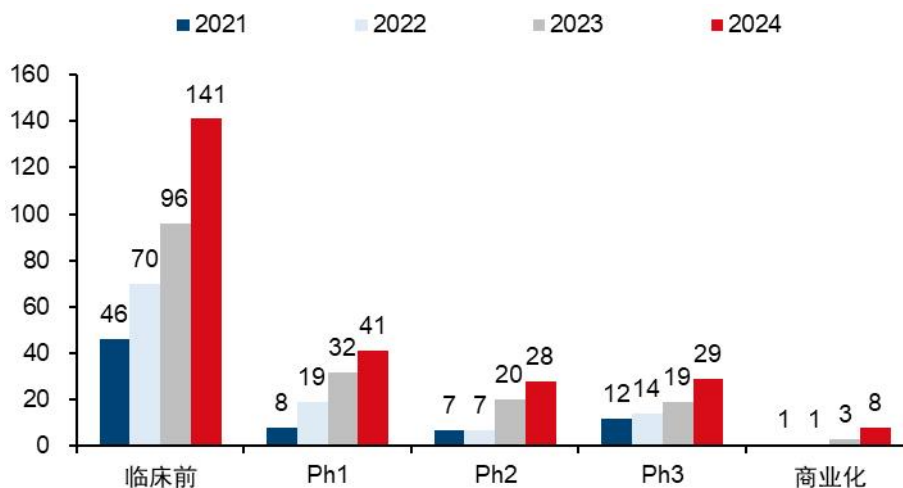
图4：奥浦迈单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



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 2024 年末，共有 247 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 141 个、Ph1 临床阶段 41 个、Ph2 临床阶段 28 个、Ph3 临床阶段 29 个、商业化生产阶段 8 个，整体相较 2023 年末增加 77 个，其中商业化生产阶段产品增加 5 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

盈利预测

表1: 奥浦迈盈利预测（单位：百万元）

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	58.5	125.0	212.7	294.4	243.1	297.2	377.8	458.2	545.0
YOY	73%	114%	70%	38%	-17%	22%	27%	21%	19%
成本	29.4	67.5	85.3	106.1	100.1	139.6	161.9	186.1	208.2
毛利率	49.8%	46.0%	59.9%	64.0%	58.8%	53.0%	57.1%	59.4%	61.8%
培养基	26.0	53.4	127.8	203.4	172.5	244.2	296.8	361.1	433.3
YOY	32%	105%	139%	59%	-15%	42%	22%	22%	20%
成本	9.8	15.1	33.6	52.4	44.7	73.3	89.1	108.4	130.0
毛利率	62.4%	71.8%	73.7%	74.2%	74.1%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%
CDMO	32.5	71.6	84.9	90.8	70.7	52.6	81.0	97.2	111.7
YOY	130%	120%	19%	7%	-22%	-26%	54%	20%	15%
成本	19.6	52.4	51.7	53.6	47.1	65.8	72.9	77.7	78.2
毛利率	39.7%	26.8%	39.0%	41.0%	33.4%	-25.3%	10.0%	20.0%	30.0%
销售费用率	11.1%	4.2%	4.9%	4.6%	6.6%	8.5%	7.3%	6.7%	6.2%
管理费用率	16.6%	18.3%	19.1%	15.7%	23.9%	27.1%	23.1%	21.1%	19.4%
研发费用率	40.1%	18.0%	9.3%	11.3%	17.7%	11.5%	8.6%	7.4%	6.6%
财务费用率	4.1%	0.8%	0.1%	-3.7%	-8.6%	-5.6%	-3.3%	-2.3%	-1.5%
净利润	-12.3	11.7	60.4	105.4	54.0	21.1	77.7	111.7	153.3
YoY	71.1%	195.3%	416.9%	74.5%	-48.8%	-61.0%	269.0%	43.8%	37.3%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理、测算

投资建议

根据公司年报，我们对盈利预测进行调整，预计 2025-2026 年归母净利润分别为 0.78/1.12 亿元（前值为 0.97/1.42 亿元），新增 2027 年归母净利润为 1.53 亿元，目前股价对应 PE 分别为 58/41/30x，维持“优于大市”评级。

表2: 可比公司估值

代码	公司	股价 250417	总市值 (亿元)	净利润 (亿元)				PE				ROE		PEG
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E	24A	25E	
688105.SH	诺唯赞	24.98	99	-0.18	1.27	2.09	3.14	-493	78	47	32	-0.5%		1.4
688046.SH	药康生物	11.05	45	1.16	1.76	2.16	/	33	26	21	/	/		0.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及测算 注：诺唯赞盈利预测为 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）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1282	891	823	673	498	营业收入	243	297	378	458	545
应收款项	105	119	141	184	214	营业成本	100	140	162	186	208
存货净额	49	59	81	93	100	营业税金及附加	1	2	2	2	3
其他流动资产	22	35	36	47	58	销售费用	16	25	28	31	34
流动资产合计	1659	1549	1525	1440	1313	管理费用	58	81	89	98	107
固定资产	242	330	325	333	333	研发费用	43	34	32	34	36
无形资产及其他	39	38	36	35	33	财务费用	(21)	(17)	(12)	(11)	(8)
投资性房地产	361	325	325	325	325	投资收益	13	14	13	13	13
长期股权投资	0	44	59	79	105	资产减值及公允价值变动	1	(5)	(2)	(3)	(3)
资产总计	2302	2286	2270	2212	2109	其他收入	(41)	(38)	(32)	(34)	(36)
短期借款及交易性金融负债	9	13	10	10	10	营业利润	62	37	89	128	176
应付款项	37	63	62	79	89	营业外净收支	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
其他流动负债	25	44	54	55	64	利润总额	62	36	89	128	176
流动负债合计	71	119	126	145	164	所得税费用	8	16	13	19	26
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(1)	(1)	(2)	(3)	(4)
其他长期负债	74	72	70	68	66	归属于母公司净利润	54	21	78	112	153
长期负债合计	74	72	70	68	66	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	144	191	196	212	229	净利润	54	21	78	112	153
少数股东权益	(1)	(1)	(1)	1	4	资产减值准备	0	9	40	6	1
股东权益	2159	2097	2076	1998	1876	折旧摊销	28	36	25	33	38
负债和股东权益总计	2302	2286	2270	2212	2109	公允价值变动损失	(1)	5	2	3	3
						财务费用	(21)	(17)	(12)	(11)	(8)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(153)	50	4	(42)	(29)
每股收益	0.47	0.18	0.68	0.97	1.34	其它	0	(8)	(39)	(5)	2
每股红利	0.64	0.45	0.86	1.65	2.40	经营活动现金流	(71)	113	109	108	167
每股净资产	18.81	18.27	18.08	17.41	16.34	资本开支	0	(126)	(60)	(50)	(40)
ROIC	2.08%	1.07%	5%	9%	13%	其它投资现金流	9	(243)	0	0	0
ROE	2.50%	1.00%	4%	6%	8%	投资活动现金流	9	(413)	(75)	(70)	(66)
毛利率	59%	53%	57%	59%	62%	权益性融资	1	0	0	0	0
EBIT Margin	10%	5%	17%	23%	29%	负债净变化	(11)	0	0	0	0
EBITDA Margin	22%	17%	24%	31%	36%	支付股利、利息	(74)	(51)	(99)	(189)	(276)
收入增长	-17%	22%	27%	21%	19%	其它融资现金流	7	11	(3)	0	0
净利润增长率	-49%	-61%	269%	44%	37%	融资活动现金流	(162)	(91)	(102)	(189)	(276)
资产负债率	6%	8%	9%	10%	11%	现金净变动	(224)	(391)	(68)	(150)	(175)
股息率	1.6%	1.1%	2.2%	4.2%	6.1%	货币资金的期初余额	1506	1282	891	823	673
P/E	83.9	215.2	58.3	40.6	29.6	货币资金的期末余额	1282	891	823	673	498
P/B	2.1	2.2	2.2	2.3	2.4	企业自由现金流	0	(31)	24	32	101
EV/EBITDA	88.3	91.7	52.6	33.7	24.5	权益自由现金流	0	(20)	31	41	108

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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