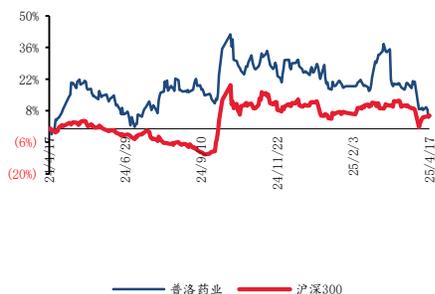


Q1 净利率改善，CDMO 业务有望逐步进入收获期

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通股(亿股)	11.69/11.69
总市值/流通(亿元)	156.92/156.86
12个月内最高/最低价(元)	18.96/12.49

相关研究报告

<<原料药制剂一体化布局加速，CDMO 有望迎来新通胀时代>>—2025-03-16

<<普洛药业(000739)2021年一季报点评：Q1业绩超预期，产能建设进入提速期>>—2021-04-20

<<普洛药业(000739)2020年年报点评：全年业绩略超预期，CDMO业务进入加速期>>—2021-03-12

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

● 事件

2025年4月17日，公司发布2025年一季报，2025年Q1公司实现营业收入27.30亿元(YoY-14.63%)，归母净利润2.49亿元(YoY+1.98%)，扣非净利润2.06亿元(YoY-14.05%)。

● 观点

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。

公司研发阶段项目高速增长，CDMO业务有望逐步进入收获期。公司客户认可度持续提升，2024年已与572家国内外创新药企签订保密协议，同比新增158家，报价项目达1601个，同比增长77%，进行中项目达996个，同比增长35%。从进行中项目构成来看，2024年研发阶段项目达641个，同比增长42%，占比达到64%，临床一期、二期订单大幅增加，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，同时MAH制度的收紧也将打压B证企业的生存空间，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2026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%，未来有望通过挖掘治伤软膏等潜力品种，进一步拓展市场。

● 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。

● 风险提示

行业政策风险；市场竞争加剧风险；研发项目增长不及预期风险；原料药产品价格下滑风险；外汇汇率波动风险。

■ 盈利预测和财务指标

	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%
归母净利润（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）	18.34	13.61	11.86	10.14

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,581	3,662	4,577	5,482	6,907
应收和预付款项	2,363	2,311	2,488	2,708	2,906
存货	2,083	1,860	1,850	1,883	1,918
其他流动资产	341	354	312	363	418
流动资产合计	8,368	8,187	9,226	10,435	12,149
长期股权投资	85	71	77	83	89
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	3,001	3,347	3,038	2,720	2,283
在建工程	546	407	460	559	558
无形资产开发支出	320	315	319	317	314
长期待摊费用	21	16	14	12	10
其他非流动资产	8,796	8,573	9,603	10,793	12,499
资产总计	12,768	12,729	13,511	14,483	15,752
短期借款	808	814	864	834	884
应付和预收款项	4,127	3,633	3,664	3,840	4,056
长期借款	19	70	60	50	40
其他负债	1,584	1,462	1,478	1,521	1,604
负债合计	6,537	5,979	6,066	6,244	6,584
股本	1,179	1,169	1,169	1,169	1,169
资本公积	438	247	247	247	247
留存收益	4,804	5,481	6,176	6,970	7,898
归母公司股东权益	6,223	6,742	7,437	8,231	9,159
少数股东权益	8	8	8	8	8
股东权益合计	6,230	6,750	7,445	8,239	9,167
负债和股东权益	12,768	12,729	13,511	14,483	15,752

现金流量表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	1,031	1,209	1,830	2,062	2,395
投资性现金流	-677	-398	-462	-556	-358
融资性现金流	-301	-582	-455	-602	-611
现金增加额	81	267	916	904	1,426

利润表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	11,474	12,022	13,058	14,393	15,958
营业成本	8,529	9,155	9,770	10,552	11,498
营业税金及附加	56	56	59	65	72
销售费用	658	640	718	835	958
管理费用	467	481	496	547	606
财务费用	-104	-115	-40	-59	-77
资产减值损失	-92	-70	-50	-60	-80
投资收益	-22	-18	-22	-48	0
公允价值变动	0	8	0	0	0
营业利润	1,220	1,212	1,345	1,544	1,805
其他非经营损益	-15	-9	0	0	0
利润总额	1,205	1,203	1,345	1,544	1,805
所得税	149	172	192	221	258
净利润	1,055	1,031	1,153	1,323	1,547
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母股东净利润	1,055	1,031	1,153	1,323	1,547

预测指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	25.66%	23.85%	25.18%	26.69%	27.95%
销售净利率	9.20%	8.58%	8.83%	9.19%	9.69%
销售收入增长率	8.81%	4.77%	8.62%	10.22%	10.88%
EBIT 增长率	15.10%	-2.59%	17.92%	13.80%	16.35%
净利润增长率	6.69%	-2.29%	11.82%	14.77%	16.92%
ROE	16.96%	15.29%	15.50%	16.08%	16.89%
ROA	8.51%	8.09%	8.79%	9.45%	10.23%
ROIC	13.92%	12.32%	13.27%	13.86%	14.59%
EPS (X)	0.90	0.89	0.99	1.13	1.32
PE (X)	17.05	18.34	13.61	11.86	10.14
PB (X)	2.91	2.82	2.11	1.91	1.71
PS (X)	1.58	1.58	1.20	1.09	0.98
EV/EBITDA (X)	9.13	9.64	6.09	5.00	3.86

资料来源: 携宁, 太平洋证券

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签约客户发布，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面许可任何机构和任何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。