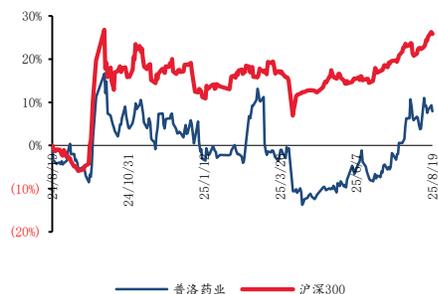


## Q2 利润阶段性承压，CDMO 业务毛利贡献创新高

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通股(亿股)	11.58/11.58
总市值/流通(亿元)	188.83/188.76
12个月内最高/最低价(元)	18.96/12.96

### 相关研究报告

<<Q1 净利率改善，CDMO 业务有望逐步进入收获期>>--2025-04-18

<<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

### 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8月19日,公司发布2025年半年报,2025年H1公司实现营业收入54.44亿元(YoY-15.31%),归母净利润5.63亿元(YoY-9.89%),扣非净利润5.21亿元(YoY-13.59%)。

### ● 观点

**Q2 收入利润承压,毛利率显著提升。**2025H1,公司实现营业收入54.44亿元(YoY-15.31%),归母净利润5.63亿元(YoY-9.89%),毛利率为25.73%,同比+1.30pct,净利率为10.34%,同比+0.62pct。分季度来看,Q2公司实现营业收入27.14亿元(YoY-15.98%),归母净利润3.15亿元(YoY-17.48%),扣非净利润3.15亿元(YoY-13.29%),受上年同期高基数影响,本期收入及利润承压,毛利率为27.46%,同比+2.11pct,净利率为9.10%,同比-0.20pct,我们认为Q2毛利率同比提升,净利率同比基本持平的主要原因是:①毛利率较高的CDMO业务占比提升;②美国波士顿实验室运营能力持续提升,商业化阶段项目同比较快增长,CDMO业务毛利率同比提升;③汇兑收益同比下降,财务费用同比增加3,039.52万元。

**CDMO 业务逐步进入收获期,毛利贡献首次超API业务。**分业务来看,2025H1受行业周期筑底和部分品种需求疲软影响,API业务实现销售收入36.03亿元,同比-23.41%,毛利4.93亿元,毛利占比35.23%,毛利率13.70%,同比-2.52pct;CDMO客户数和项目数持续增长,进行中项目1180个,同比+35%,其中商业化阶段项目377个,同比+19%,研发阶段项目803个,同比+44%,CDMO业务实现销售收入12.36亿元,同比+20.32%,毛利5.45亿元,毛利占比38.87%,首次超过API业务,毛利率44.04%,同比+3.95pct,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,逐步进入收获期;药品业务实现销售收入5.83亿元,同比-14.20%,毛利3.56亿元,毛利占比25.40%,毛利率61.03%,同比+0.73pct,公司计划未来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,“多品种”策略将助力制剂业务实现较快增长。

**股票回购彰显长期发展信心。**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)。截至2025年7月31日,公司以集中竞价交易方式累计回购公司股份1,003.00万股,占公司目前总股本的0.87%,成交总金额为1.44亿元(不含交易费用)。

### ● 投资建议

考虑到公司研发阶段项目高速增长,CDMO业务逐步进入收获期,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107.78/117.83/131.31亿元,归母净利润为10.78/12.37/15.10亿元,对应当前PE为18/15/13X,

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	10,778	11,783	13,131
营业收入增长率(%)	4.77%	-10.34%	9.33%	11.44%
归母净利（百万元）	1,031	1,078	1,237	1,510
净利润增长率(%)	-2.29%	4.52%	14.80%	22.05%
摊薄每股收益（元）	0.89	0.93	1.07	1.30
市盈率（PE）	18.39	17.52	15.26	12.50

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	4,155	5,049	6,497
应收和预付款项	2,363	2,311	2,048	2,208	2,380
存货	2,083	1,860	1,493	1,485	1,505
其他流动资产	341	354	273	315	364
流动资产合计	8,368	8,187	7,970	9,058	10,746
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	349	346	343
长期待摊费用	21	16	14	12	10
其他非流动资产	8,796	8,573	8,350	9,419	11,098
资产总计	12,768	12,729	12,287	13,139	14,381
短期借款	808	814	864	834	884
应付和预收款项	4,127	3,633	2,976	3,073	3,262
长期借款	19	70	60	50	40
其他负债	1,584	1,462	1,248	1,265	1,329
负债合计	6,537	5,979	5,148	5,222	5,515
股本	1,179	1,169	1,158	1,158	1,158
资本公积	438	247	105	105	105
留存收益	4,804	5,481	6,166	6,944	7,893
归母公司股东权益	6,223	6,742	7,131	7,909	8,858
少数股东权益	8	8	8	8	8
股东权益合计	6,230	6,750	7,139	7,917	8,866
负债和股东权益	12,768	12,729	12,287	13,139	14,381

**现金流量表 (百万)**

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	1,031	1,209	1,692	1,965	2,351
投资性现金流	-677	-398	-478	-539	-350
融资性现金流	-301	-582	-728	-532	-553
现金增加额	81	267	494	894	1,448

**利润表 (百万)**

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	11,474	12,022	10,778	11,783	13,131
营业成本	8,529	9,155	7,935	8,445	9,247
营业税金及附加	56	56	49	53	59
销售费用	658	640	579	683	722
管理费用	467	481	410	460	499
财务费用	-104	-115	-40	-50	-68
资产减值损失	-92	-70	-50	-60	-80
投资收益	-22	-18	-11	-31	8
公允价值变动	0	8	0	0	0
营业利润	1,220	1,212	1,258	1,444	1,762
其他非经营损益	-15	-9	0	0	0
利润总额	1,205	1,203	1,258	1,444	1,762
所得税	149	172	180	206	252
净利润	1,055	1,031	1,078	1,237	1,510
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母股东净利润	1,055	1,031	1,078	1,237	1,510

**预测指标**

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	25.66%	23.85%	26.38%	28.33%	29.58%
销售净利率	9.20%	8.58%	10.00%	10.50%	11.50%
销售收入增长率	8.81%	4.77%	-10.34%	9.33%	11.44%
EBIT 增长率	15.10%	-2.59%	9.99%	14.46%	21.55%
净利润增长率	6.69%	-2.29%	4.52%	14.80%	22.05%
ROE	16.96%	15.29%	15.11%	15.64%	17.05%
ROA	8.51%	8.09%	8.62%	9.73%	10.97%
ROIC	13.92%	12.32%	12.85%	13.48%	14.74%
EPS (X)	0.90	0.89	0.93	1.07	1.30
PE (X)	18.06	18.39	17.52	15.26	12.50
PB (X)	3.09	2.83	2.65	2.39	2.13
PS (X)	1.67	1.59	1.75	1.60	1.44
EV/EBITDA (X)	9.76	9.67	8.27	6.91	5.35

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。