

普洛药业 (000739.SZ)

原料药承压, CDMO 稳健增长

优于大市

核心观点

公司 2025 年收入、利润阶段性承压。2025 年公司实现营收 97.84 亿元 (-18.62%)，营收下滑主要系公司主动缩减低毛利产品，医药主营业务整体毛利率为 26.34% (+2.50pp)，归母净利润 8.91 亿元 (-13.62%)，扣非归母净利润 7.69 亿元 (-21.86%)。

CDMO:稳步增长,商业化项目加速。2025 年公司 CDMO 业务实现营业收入 21.98 亿元 (+16.66%)，实现毛利 9.94 亿元 (+28.54%)，毛利率为 45.24% (+4.18pp)。增长主要动力包括：1) 漏斗型项目池的持续扩容；2) 业务链条顺利从“起始原料药+注册中间体”向“起始原料药+注册中间体+API+制剂”延伸；3) 国内外客户结构的持续优化；4) 技术平台能力稳步增强；5) 产能利用率提升。公司 2025 年 API 项目总共 152 个，同比增长 31%。截至 2025 年底，公司三年内将交付的商业化在手订单金额超 60 亿元，充足的订单将为 CDMO 业务的持续增长提供坚实保障。

原料药及中间体:主动调整,阶段承压。公司原料药及中间体业务实现营业收入 61.65 亿元 (-28.74%)，实现毛利 8.34 亿元 (-35.59%)，毛利率为 13.53% (-1.44pp)。收入下滑主要系公司主动收缩低毛利贸易业务，叠加国内抗生素需求疲软及产能过剩导致竞争加剧。展望未来，公司有望通过拓展海外市场、优化产品结构等举措，系统性提升原料药及中间体板块竞争力。

制剂:管线持续丰富。公司制剂业务实现营业收入 11.50 亿元 (-8.42%)，实现毛利 7.08 亿元 (-7.30%)，毛利率为 61.55% (+0.74pp)。制剂业务加快推进“多品种”发展策略，在研项目 65 个，2025 年完成立项项目 26 个，获批项目 9 个，其中，司美格鲁肽注射液（减重和降糖两个适应症）III 期临床已全部入组完成。随着产品注册的增多和集采影响逐步出清，制剂板块有望在 2026 年重回增长态势。

风险提示:景气度下行风险；地缘政治风险；汇兑风险；集采风险。

投资建议:原料药业务承压, CDMO 业务稳步增长, 维持“优于大市”评级。基于原料药板块激烈的市场竞争, 下调 2026-2027 年盈利预测、新增 2028 年盈利预测, 预计 2026-2028 年收入 96.59/102.40/110.11 亿元 (2026-2027 年原值 138.26/147.74 亿元)、同比增速-1.3%/+6.0%/+7.5%; 预计 2026-2028 年归母净利润 10.31/11.49/12.88 元 (2026-2027 年原值 12.57/13.99 亿元), 同比增速+15.8%/+11.4%/+12.1%, 当前股价对应 PE=20/18/16X。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	12,022	9,784	9,659	10,240	11,011
(+/-%)	4.8%	-18.6%	-1.3%	6.0%	7.5%
净利润(百万元)	1031	891	1031	1149	1288
(+/-%)	-2.3%	-13.6%	15.8%	11.4%	12.1%
每股收益(元)	0.88	0.77	0.89	0.99	1.11
EBIT Margin	8.7%	9.6%	6.3%	6.8%	7.2%
净资产收益率 (ROE)	15.3%	14.1%	14.6%	14.6%	14.7%
市盈率 (PE)	20.2	23.1	20.0	17.9	16.0
EV/EBITDA	16.5	16.6	26.6	23.6	21.5
市净率 (PB)	3.08	3.25	2.92	2.62	2.35

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·化学制药

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	17.78 元
总市值/流通市值	20597/20589 百万元
52 周最高价/最低价	19.59/13.31 元
近 3 个月日均成交额	159.09 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

- 《普洛药业(000739.SZ)—2025 年一季报点评-原料药业务承压, CDMO 业务彰显韧性》——2025-04-20
- 《普洛药业(000739.SZ)—2024 年年报点评-全年营收增长 4.77%, 利润端略有承压》——2025-04-18
- 《普洛药业(000739.SZ)—2024 年三季报点评-收入增长稳健, 制剂板块毛利率提升显著》——2024-11-03
- 《普洛药业(000739.SZ)-业绩持续增长, 原料药制剂一体化布局稳步推进》——2024-08-26
- 《普洛药业(000739.SZ)—2024 年一季报点评-高基数下收入、利润实现双增长》——2024-04-26

公司 2025 年收入、利润阶段性承压。2025 年公司实现营收 97.84 亿元（-18.62%），营收下滑主要系公司主动缩减低毛利产品，医药主营业务整体毛利率为 26.34%（+2.50pp），归母净利润 8.91 亿元（-13.62%），扣非归母净利润 7.69 亿元（-21.86%）。

图1: 普洛药业营业收入及增速（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: 普洛药业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: 普洛药业归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

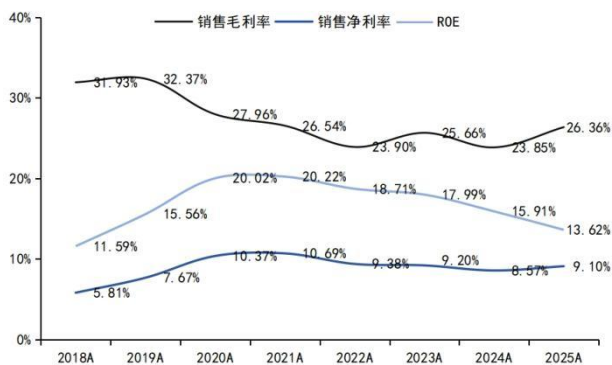
图4: 普洛药业单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

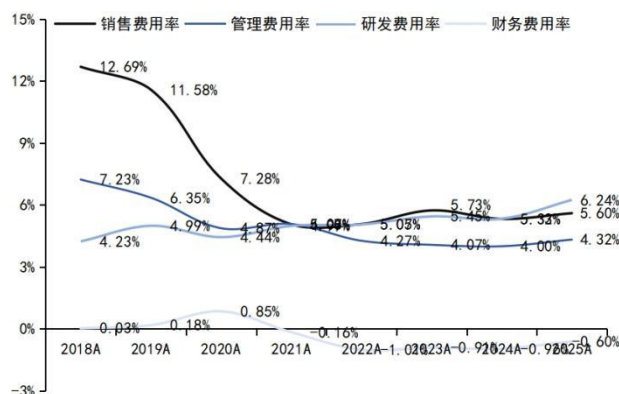
毛利率、净利率提升，费用控制良好。2025 年公司整体毛利率 26.36%（+2.51pp），净利率 9.10%（+0.53pp）。费用方面，2025 年公司销售费用率 5.60%（+0.28pp）；管理费用率 4.32%（+0.32pp）；研发费用率 6.24%（+0.91pp）；财务费用率 -0.60%（+0.35pp），公司费用率整体温和上升，研发投入加大。

图5: 普洛药业毛利率、净利率变化情况 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 普洛药业费用率变化情况 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

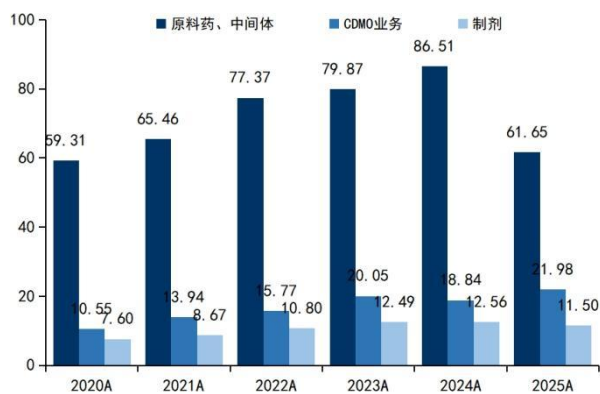
CDMO 业务持续保持较快增长, 原料药中间体业务和制剂业务承压。

1) 原料药中间体业务: 营业收入 61.65 亿元 (-28.74%), 毛利 8.34 亿元 (-35.59%), 毛利率 13.53% (-1.44pp)。收入下滑主要系公司主动收缩低毛利贸易业务, 同时国内抗生素市场需求疲软、产能过剩导致竞争加剧。

2) CDMO 业务: 营业收入 21.98 亿元 (+16.66%), 毛利 9.94 亿元 (+28.54%), 毛利率 45.24% (+4.18pp), 增长主要动力包括: 漏斗型项目池的持续扩容、业务链条顺利从“起始原料药+注册中间体”向“起始原料药+注册中间体+API+制剂”延伸、国内外客户结构的持续优化、技术平台能力稳步增强以及产能利用率提升。

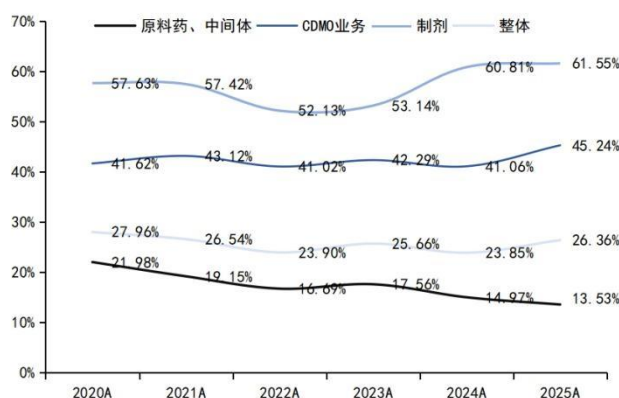
3) 制剂业务: 营业收入 11.50 亿元 (-8.42%), 毛利 7.08 亿元 (-7.30%), 毛利率 61.55% (+0.74pp), 制剂业务加快推进“多品种”发展策略, 创新成果进入收获期, 高端特色品种占比提升。随着集采影响出清, 业务有望恢复增长。

图7: 普洛药业各板块收入 (单位: 亿元)



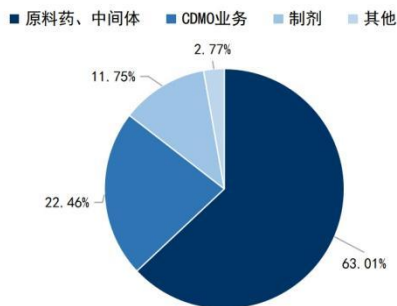
资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 普洛药业各板块毛利率 (单位: %)



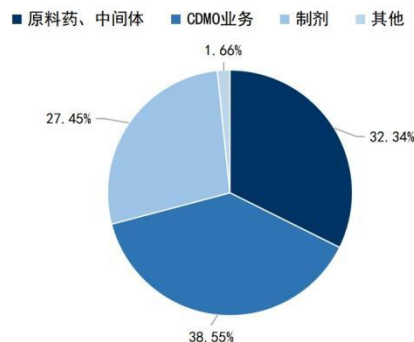
资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图9：普洛药业 2025 年各板块收入占比



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图10：普洛药业 2025 年各板块毛利占比



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

项目管线丰富，客户数量持续增长。公司在原料药中间体、CDMO、制剂业务板块均拥有充分的经验和技術，生产服务水平持续提升，国内外合作客户数持续增多，项目数量快速增长。

1) 原料药中间体业务：公司继续坚定执行“做精原料”的业务发展战略，在巩固传统优势品种的基础上，积极培育新兴品种，并与制剂业务实现紧密一体化协同。2025 年多个战略品种收率提升，14 个产品申报注册。

2) CDMO 业务：公司 CDMO 项目结构已形成良好的“漏斗”模型，众多项目逐渐进入商业化阶段，将加速推动 CDMO 业务进入收获期。公司 2025 年进行中项目 1311 个，同比增长 32%。其中，商业化阶段（含临床三期）项目 398 个，同比增长 12%；研发阶段项目 913 个，同比增长 42%。公司 CDMO 业务从“起始原料药+注册中间体”到“起始原料药+注册中间体+API+制剂”的业务转型升级进展顺利。公司 2025 年 API 项目总共 152 个，同比增长 31%；其中 25 个已经进入商业化阶段，31 个正在验证阶段，还有 96 个 API 项目处于小试研发阶段。

3) 制剂业务：公司坚持“做好药品”的业务发展战略，以临床价值和市场需求为导向，加快推进“多品种”策略，充分发挥原料药+制剂协同增效优势。公司拥有 120 多个制剂品种，涉及抗感染类、心脑血管类、抗肿瘤类、中枢神经系统类、中成药等。在研项目 65 个，2025 年完成立项项目 26 个，获批项目 9 个，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，其中，司美格鲁肽注射液（减重和降糖两个适应症）III 期临床已全部入组完成。

表1：普洛药业 CDMO 项目数量情况

	2023	2024	2025
进行中项目合计	736	996	1311
研发阶段项目	451	641	913
商业化阶段项目	285	355	398
其中：兽药	46	48	51
人用药	200	262	297
其他	39	45	50
API 项目数	82	116	152
其中：商业化阶段	18	22	25
验证阶段	10	15	31
研发阶段	54	79	96

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

“原料药+制剂一体化”与“CDMO 战略升级”双轮驱动，获批产品不断增多。

1) 项目申报：2025 年公司 4 个 API 品种实现国内外注册获批；有 8 个国内制剂产品

获批上市；1 个制剂产品获得美国 FDA 注册批准；完成 14 个 API 品种 DMF 申报及 19 个制剂品种 ANDA 申报。

2) 2025 年公司共递交专利申请 427 件（含 PCT 进入国家阶段专利申请 46 件）；拥有有效专利 155 件，其中，发明专利 144 件，实用新型专利 11 件。报告期内，公司共递交发明专利申请 21 件，获得发明专利授权 11 件。

表2: 普洛药业项目申报和专利获取情况

代码	2023	2024	2025
制剂	✓国内：获批 2 个制剂，获省局恢复生产 2 个，按仿制药一致性评价获批 1 个 ✓国际：1 个制剂品种 WHO 获批（NMT 制剂） ✓递交：5 个制剂国内注册申请 ✓国内：7 个国内 API 注册获批	✓国际：2 个制剂品种获美国 FDA 注册批准（琥珀酸美托洛尔缓释片、金刚烷胺片） ✓递交：17 个制剂品种 ANDA 申报	✓国际：1 个制剂产品（安非他酮缓释片）获得美国 FDA 注册批准 ✓递交：19 个制剂品种 ANDA 申报
API	✓国际：1 个获 FDA 批准，1 个获 EMA 批准 ✓递交：15 个原料药国内外 DMF	✓国内+国际：12 个 API 注册获批 ✓递交：20 个原料药国内外 DMF	✓国内+国际：4 个 API 注册获批 ✓递交：14 个原料药国内外 DMF
新递交发明专利申请（项）	23	46	21
获得发明专利授权（项）	5	7	11
累计有效专利（项）	139	145	155

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

加强新质生产力建设，打造高端医药制造能力。

1) **CDMO 业务**：持续提高 CDMO 研发、制造能力，CDMO 制造基地和美国波士顿实验室投入运营，形成“中美双核驱动”研发生产网络。生物发酵提取中试车间和多肽 GMP 中试生产线建设项目建成投产，填补低产量生物药中试生产空白。

2) **原料药中间体业务**：308、309 氢化和溶剂回收车间已建成投用；战略品种 07101 新工艺生产线建设项目完成；年产 200 吨 AP097、20 吨 AP111、40 吨 AP121 技改项目以及年产 500 吨 AP091 和年产 60 吨 AP089 生产线扩建项目建设完成。

3) **制剂业务**：2.2 类司美格鲁肽注射液进行临床试验，III 期试验进展顺利，现已完成入组；预灌封注射剂生产线建设完成，已在调试阶段，标志着对拓展减重、降糖领域有了新的进展；年产 20 吨 ZS25066A、100 吨 ZS25067A 生产线技改项目有序推进中，预计 2026 年 6 月完工，标志着拓展医美领域有了新的进展。

运营效率不断提升，质量管理持续优化。公司持续推进“连续化、自动化、数字化、智能化”四化建设，运营效率不断提升。同时，公司积极践行高标准合规的体系管理，持续加强质量体系管理建设，严格控制产品质量。2025 年公司下属各子公司共接受 287 次审计并顺利通过，其中国内外官方审计 45 次，国内外客户审计共 242 次。

风险提示：景气度下行风险；地缘政治风险；汇兑风险；价格风险。

投资建议：原料药业务承压，CDMO 业务稳步增长，维持“优于大市”评级。基于原料药板块激烈的市场竞争，下调 2026-2027 年盈利预测、新增 2028 年盈利预测，预计 2026-2028 年收入 96.59/102.40/110.11 亿元（2026-2027 年原值 138.26/147.74 亿元）、同比增速-1.3%/+6.0%/+7.5%；预计 2026-2028 年归母净利润 10.31/11.49/12.88 元（2026-2027 年原值 12.57/13.99 亿元），同比增速+15.8%/+11.4%/+12.1%，当前股价对应 PE=20/18/16X。

表3: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 2026/4/18	总市值 亿元	归母净利润 亿元				PE				ROE		PEG	投资评级
				24A	25E/A	26E	27E	24A	25E/A	26E	27E	24A	25E/A		
000739	普洛药业	17.78	206	10.31	8.91	10.31	11.49	20.2	23.1	20.0	17.9	15.9	1.8	1.8	优于大市
603538	美诺华	52.50	116	0.67	1.34	1.87	2.43	173.3	86.7	61.7	47.7	3.1	1.6	1.6	无评级
603456	九洲药业	17.02	151	6.06	9.40	10.80	12.17	25.0	16.1	14.0	12.4	7.1	0.6	0.6	无评级

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 美诺华、九洲药业为 wind 一致预期

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	3662	3786	4125	4709	5571	营业收入	12022	9784	9659	10240	11011
应收款项	2173	2095	1872	2009	2217	营业成本	9155	7205	6901	7224	7677
存货净额	1860	1602	1576	1602	1745	营业税金及附加	56	60	58	61	66
其他流动资产	492	395	420	426	460	销售费用	640	548	541	574	617
流动资产合计	8187	7879	7994	8747	9995	管理费用	481	423	418	443	476
固定资产	3755	3558	3518	3458	3405	研发费用	641	611	623	681	754
无形资产及其他	315	301	289	277	265	财务费用	(115)	(59)	(39)	(41)	(44)
投资性房地产	402	525	525	525	525	投资收益	(18)	20	3	3	3
长期股权投资	71	55	45	31	18	资产减值及公允价值变动	(62)	(96)	20	20	20
资产总计	12729	12318	12371	13038	14208	其他收入	(512)	(459)	(569)	(627)	(701)
短期借款及交易性金融负债	862	1069	500	300	200	营业利润	1212	1071	1233	1374	1541
应付款项	3633	3382	3179	3252	3582	营业外净收支	(9)	(5)	0	0	0
其他流动负债	1248	914	1045	1068	1135	利润总额	1203	1066	1233	1374	1541
流动负债合计	5743	5365	4724	4620	4917	所得税费用	172	176	202	225	253
长期借款及应付债券	70	468	468	468	468	少数股东损益	(0)	0	0	0	0
其他长期负债	166	138	111	78	48	归属于母公司净利润	1031	891	1031	1149	1288
长期负债合计	236	607	579	546	516	现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	5979	5972	5303	5165	5433	净利润	1031	891	1031	1149	1288
少数股东权益	8	8	8	8	8	资产减值准备	(37)	14	4	(1)	(2)
股东权益	6742	6338	7060	7865	8767	折旧摊销	578	662	368	394	415
负债和股东权益总计	12729	12318	12371	13038	14208	公允价值变动损失	62	96	(20)	(20)	(20)
						财务费用	(115)	(59)	(64)	(87)	(109)
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	(302)	(290)	127	(108)	(19)
每股收益	0.88	0.77	0.89	0.99	1.11	其它	37	(14)	(4)	1	2
每股红利	0.34	0.72	0.27	0.30	0.33	经营活动现金流	1369	1359	1507	1416	1664
每股净资产	5.77	5.47	6.09	6.79	7.57	资本开支	0	(374)	(300)	(300)	(329)
ROIC	14%	11%	8%	10%	11%	其它投资现金流	(1)	(0)	0	0	0
ROE	15%	14%	15%	15%	15%	投资活动现金流	13	(358)	(290)	(287)	(316)
毛利率	24%	26%	29%	29%	30%	权益性融资	38	0	0	0	0
EBIT Margin	9%	10%	6%	7%	7%	负债净变化	51	398	0	0	0
EBITDA Margin	14%	16%	10%	11%	11%	支付股利、利息	(402)	(836)	(309)	(345)	(387)
收入增长	5%	-19%	-1%	6%	8%	其它融资现金流	(639)	(1)	(569)	(200)	(100)
净利润增长率	-2%	-14%	16%	11%	12%	融资活动现金流	(1301)	(877)	(878)	(545)	(487)
资产负债率	47%	49%	43%	40%	38%	现金净变动	81	125	339	584	862
息率	1.9%	4.1%	1.5%	1.7%	1.9%	货币资金的期初余额	3581	3662	3786	4125	4709
P/E	20.2	23.1	20.0	17.9	16.0	货币资金的期末余额	3662	3786	4125	4709	5571
P/B	3.1	3.2	2.9	2.6	2.3	企业自由现金流	0	780	703	568	732
EV/EBITDA	16.5	16.6	26.6	23.6	21.5	权益自由现金流	0	1178	188	441	724

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