

奥浦迈 (688293.SH)

产品收入同比增长 23%，海外业务毛利率改善

优于大市

核心观点

产品收入同比增长 23%，海外业务毛利率改善。2025 全年，公司实现营收 3.55 亿元 (+19.4%)，其中产品业务板块实现销售收入 23.0% 增长，主要得益于公司在重点客户管线上的持续深化及向后推进、市场开拓力度的不断扩大，以及产品核心竞争力的持续提升；归母净利润 4170 万元 (+98.1%)，扣非归母净利润 2085 万元 (同比+216.6%)，主要系公司产品业务板块凭借显著的毛利率优势，随着收入规模的持续扩大，对整体利润贡献进一步增强，以及税收优惠变化等因素影响。

分季度看，2025Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现营收 0.84/0.94/0.94/0.83 亿元 (分别同比+5.0%/+47.2%/+29.8%/+2.5%，Q2/Q3/Q4 分别环比+12.4%/-0.3%/-11.1%)，归母净利润 0.15/0.23/0.12/0.08 亿元 (分别同比-25.1%/+401.8%/+283.6%/+25.0%，Q2/Q3/Q4 分别环比+56.0%/-48.1%/-165.0%)。

分具体业务看，2025 年公司产品业务实现收入 3.00 亿元 (同比+23.0%)，毛利率 69.3% (同比-0.7pp)，仍为公司核心收入及利润来源；CDMO 服务业务实现收入 0.54 亿元 (同比+2.7%)，毛利率-51.4% (同比-26.1pp)，主要受 D3 工厂投产初期产能利用率仍处爬坡阶段、厂房设备折旧及运营费用计入成本影响。

分地区看，2025 年公司海外收入 1.10 亿元 (同比+15.9%)，毛利率 75.2% (同比+8.9pp)，海外业务盈利能力明显提升，境外收入占整体收入比重 ~31%；国内收入 2.45 亿元 (同比+21.1%)，毛利率 40.1% (同比-6.9pp)，主要受 CDMO 投产初期成本压力影响。

净利率改善。2025 全年，公司毛利率为 50.8% (同比-2.2pp)、净利率 11.7% (同比+4.7pp)；销售费用率 9.0% (同比+0.5pp)、管理费用率 18.1% (同比-9.1pp)、研发费用率 13.6% (同比+2.1pp)、财务费用率-2.6% (同比+3.1pp)，期间费用率整体为 38.1% (同比-3.4pp)。

投资建议：根据公司年报，我们对此前的盈利预测进行调整，预计 2026-2027 年营收为 4.24/4.96 亿元 (前值为 4.58/5.45 亿元)，新增 2028 年营收预测 5.81 亿元；预计 2026-2027 年归母净利润为 0.74/0.99 亿元 (前值为 1.12/1.53 亿元)，新增 2028 年归母净利润预测为 1.22 亿元，对应 PE 分别为 75/56/46x，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

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	297	355	424	496	581
(+/-)%	22.3%	19.4%	19.5%	17.1%	17.0%
净利润(百万元)	21	42	74	99	122
(+/-)%	-61.0%	98.1%	78.4%	33.7%	22.4%
每股收益 (元)	0.18	0.37	0.65	0.87	1.07
EBIT Margin	5.2%	9.0%	15.6%	19.8%	21.8%
净资产收益率 (ROE)	1.0%	2.0%	3.6%	5.0%	6.4%
市盈率 (PE)	266.9	133.6	74.9	56.0	45.8
EV/EBITDA	112.8	78.7	57.5	42.5	34.6
市净率 (PB)	2.68	2.65	2.72	2.82	2.91

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	48.95 元
总市值/流通市值	681/5571 百万元
52 周最高价/最低价	67.80/36.61 元
近 3 个月日均成交额	74.16 百万元

市场走势



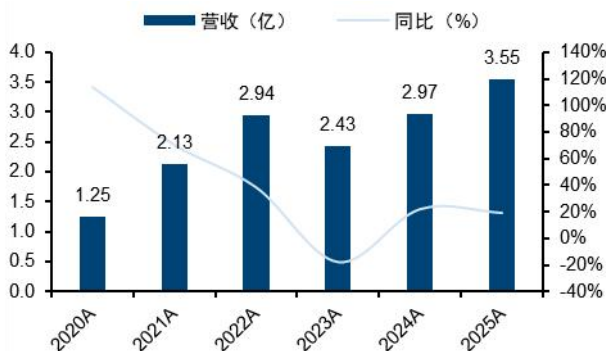
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《奥浦迈 (688293.SH) - 产品业务收入同比增长 26%，CDMO 服务回暖》——2025-08-25
- 《奥浦迈 (688293.SH) - 产品业务收入同比增长 42%，净利润短期承压》——2025-04-18
- 《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

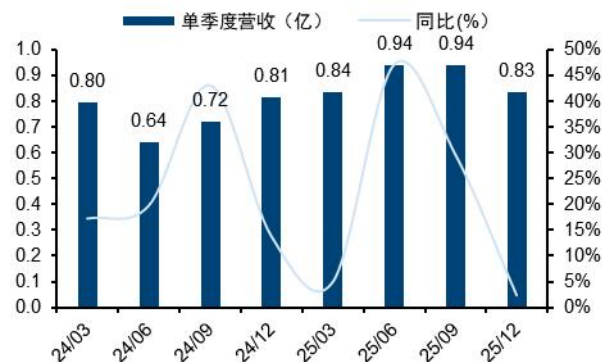
产品收入同比增长 23%，海外业务毛利率改善。2025 全年，公司实现营收 3.55 亿元（+19.4%），其中产品业务板块实现销售收入 23.0%增长，主要得益于公司在重点客户管线上的持续深化及向后推进、市场开拓力度的不断扩大，以及产品核心竞争力的持续提升；归母净利润 4170 万元（+98.1%），扣非归母净利润 2085 万元（同比+216.6%），主要系公司产品业务板块凭借显著的毛利率优势，随着收入规模的持续扩大，对整体利润贡献进一步增强，以及税收优惠变化等因素影响。

图1：奥浦迈营业收入及增速（单位：亿元、%）



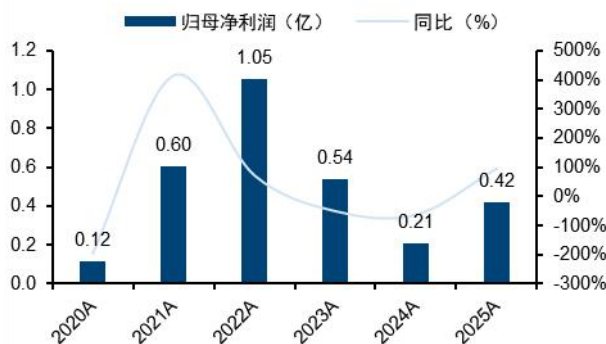
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：奥浦迈单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



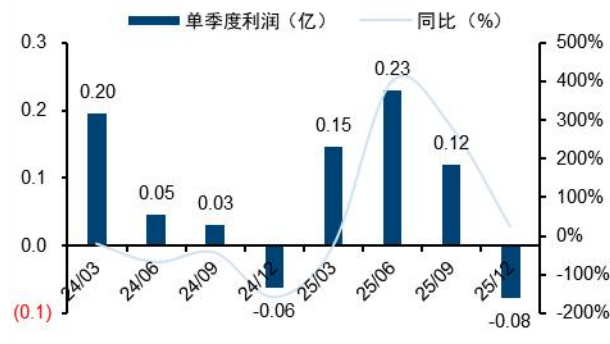
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

分季度看，2025Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现营收 0.84/0.94/0.94/0.83 亿元（分别同比+5.0%/+47.2%/+29.8%/+2.5%，Q2/Q3/Q4 分别环比+12.4%/-0.3%/-11.1%），归母净利润 0.15/0.23/0.12/-0.08 亿元（分别同比-25.1%/+401.8%/+283.6%/+25.0%，Q2/Q3/Q4 分别环比+56.0%/-48.1%/-165.0%）。

分具体业务看，2025 年公司产品业务实现收入 3.00 亿元（同比+23.0%），毛利率 69.3%（同比-0.7pp），仍为公司核心收入及利润来源；CDMO 服务业务实现收入 0.54 亿元（同比+2.7%），毛利率-51.4%（同比-26.1pp），主要受 D3 工厂投产初期产能利用率仍处爬坡阶段、厂房设备折旧及运营费用计入成本影响。

分地区看，2025 年公司海外收入 1.10 亿元（同比+15.9%），毛利率 75.2%（同比+8.9pp），海外业务盈利能力明显提升，境外收入占整体收入比重~31%；国内收入 2.45 亿元（同比+21.1%），毛利率 40.1%（同比-6.9pp），主要受 CDMO 投产初期成本压力影响。

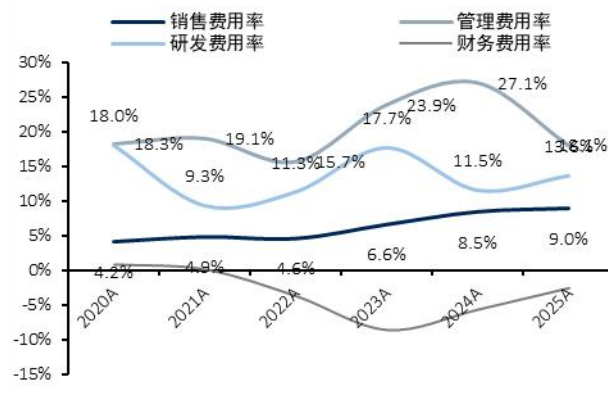
净利率改善。2025 全年，公司毛利率为 50.8%（同比-2.2pp）、净利率 11.7%（同比+4.7pp）；销售费用率 9.0%（同比+0.5pp）、管理费用率 18.1%（同比-9.1pp）、研发费用率 13.6%（同比+2.1pp）、财务费用率-2.6%（同比+3.1pp），期间费用率整体为 38.1%（同比-3.4pp）。

图5: 奥浦迈毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 奥浦迈期间费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

收入拆分

表1: 奥浦迈收入拆分（单位：百万元）

	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
收入	212.7	294.4	243.1	297.2	354.9	424.0	496.4	580.8
YOY	70%	38%	-17%	22%	19%	19%	17%	17%
毛利率	60%	64%	59%	53%	51%	55%	58%	58%
产品	127.8	203.4	172.5	244.2	300.5	364.6	428.1	485.2
YOY	139%	59%	-15%	42%	23%	21%	17%	13%
毛利率	74%	74%	74%	70%	69%	70%	70%	70%
服务	84.9	90.8	70.7	52.6	54.0	59.4	68.3	81.9
YOY	19%	7%	-22%	-26%	3%	10%	15%	20%
毛利率	39%	41%	33%	-25%	-51%	-35%	-20%	0%
销售费用率	4.9%	4.6%	6.6%	8.5%	9.0%	9.2%	8.9%	8.6%
管理费用率	19.1%	15.7%	23.9%	27.1%	18.1%	16.5%	15.8%	15.0%
研发费用率	9.3%	11.3%	17.7%	11.5%	13.6%	13.0%	12.0%	11.1%
财务费用率	0.1%	-3.7%	-8.6%	-5.6%	-2.6%	-2.5%	-1.8%	-1.2%
净利润	60.4	105.4	54.0	21.1	41.7	74.4	99.4	121.6
YoY	417%	74%	-49%	-61%	98%	78%	34%	22%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议

根据公司年报，我们对此前的盈利预测进行调整，预计 2026-2027 年营收为 4.24/4.96 亿元（前值为 4.58/5.45 亿元），新增 2028 年营收预测 5.81 亿元；预计 2026-2027 年归母净利润为 0.74/0.99 亿元（前值为 1.12/1.53 亿元），新增 2028 年归母净利润预测为 1.22 亿元，对应 PE 分别为 75/56/46x，维持“优于大市”评级。

表2: 可比公司估值

代码	公司	股价 260424	总市值 (亿元)	净利润 (亿元)				PE				ROE		PEG	
				25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E	25A	26E		
688046.SH	药康生物	19.93	82	1.43	1.85	2.38	2.45	44	44	34	33	6.4%	2.2		
301080.SZ	百普赛斯	45.92	77	1.66	2.46	3.12	3.68	55	31	25	21	6.2%	1.0		

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理、测算

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)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	891	787	692	552	418	营业收入	297	355	424	496	581
应收款项	119	105	159	178	200	营业成本	140	174	190	210	246
存货净额	59	74	92	98	117	营业税金及附加	2	4	3	4	5
其他流动资产	35	39	45	55	63	销售费用	25	32	39	44	50
流动资产合计	1549	1565	1548	1442	1357	管理费用	81	64	71	80	89
固定资产	330	294	281	283	272	研发费用	34	48	55	60	65
无形资产及其他	38	36	34	33	32	财务费用	(17)	(9)	(11)	(9)	(7)
投资性房地产	325	260	260	260	260	投资收益	14	27	18	19	21
长期股权投资	44	92	123	164	204	资产减值及公允价值变动	(5)	(21)	(8)	(12)	(14)
资产总计	2286	2247	2246	2182	2125	其他收入	(38)	(45)	(55)	(59)	(64)
短期借款及交易性金融负债	13	15	10	10	10	营业利润	37	50	86	115	141
应付款项	63	24	67	70	69	营业外净收支	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
其他流动负债	44	38	48	55	61	利润总额	36	49	86	115	141
流动负债合计	119	77	125	134	140	所得税费用	16	8	13	17	21
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(2)	(2)
其他长期负债	72	71	71	71	71	归属于母公司净利润	21	42	74	99	122
长期负债合计	72	71	71	71	71	现金流量表 (百万元)					
负债合计	191	148	196	206	211	净利润	21	42	74	99	122
少数股东权益	(1)	(2)	(1)	(0)	1	资产减值准备	9	7	32	0	(2)
股东权益	2097	2100	2052	1977	1913	折旧摊销	36	41	34	38	41
负债和股东权益总计	2286	2247	2246	2182	2125	公允价值变动损失	5	21	8	12	14
						财务费用	(17)	(9)	(11)	(9)	(7)
关键财务与估值指标						营运资本变动	50	24	5	(24)	(45)
每股收益	0.18	0.37	0.65	0.87	1.07	其它	(8)	(7)	(31)	1	3
每股红利	0.45	0.43	1.08	1.53	1.63	经营活动现金流	113	127	123	125	132
每股净资产	18.27	18.45	18.03	17.37	16.80	资本开支	0	12	(60)	(50)	(40)
ROIC	1.07%	2.36%	5%	9%	11%	其它投资现金流	(243)	(115)	0	0	0
ROE	1.00%	1.99%	4%	5%	6%	投资活动现金流	(287)	(151)	(91)	(91)	(80)
毛利率	53%	51%	55%	58%	58%	权益性融资	2	7	0	0	0
EBIT Margin	5%	9%	16%	20%	22%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	17%	20%	24%	27%	29%	支付股利、利息	(51)	(49)	(123)	(174)	(186)
收入增长	22%	19%	19%	17%	17%	其它融资现金流	(117)	11	(5)	0	0
净利润增长率	-61%	98%	78%	34%	22%	融资活动现金流	(217)	(80)	(128)	(174)	(186)
资产负债率	8%	7%	9%	9%	10%	现金净变动	(391)	(104)	(96)	(140)	(133)
股息率	0.9%	0.9%	2.2%	3.1%	3.3%	货币资金的期初余额	1282	891	787	692	552
P/E	266.9	133.6	74.9	56.0	45.8	货币资金的期末余额	891	787	692	552	418
P/B	2.7	2.7	2.7	2.8	2.9	企业自由现金流	0	103	36	47	64
EV/EBITDA	112.8	78.7	57.5	42.5	34.6	权益自由现金流	0	114	40	54	69

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 ±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 ±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

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