下载日志已记录，仅供内部参考



# 普洛药业（000739.SZ）

## 盈利能力持续改善，CDMO 业务进入加速期

**普洛药业是横店集团旗下一体化制药平台，原料药为基、CDMO 驱动增长。**公司创立于 1989 年，主营原料药、CDMO、药品、医美及化妆品原料四大业务。公司在工信部医药工业百强位列第 43 位，化学原料药出口全国第 2 位，入选中国小分子 CDMO 企业 5 强。2026 年上半年公司实现营业收入 48.23 亿元，同比下降 11.41%；归母净利润 5.22 亿元，同比下降 7.22%，降幅较 2025 年收窄。

**CDMO 业务：项目储备充足，增长确定性强。**2025 年 CDMO 收入 21.98 亿元，同比增长 16.66%，毛利率 45.24%，达到近五年最高，毛利额已超越原料药板块成为公司第一大毛利来源。2026 年上半年实现营收 14.12 亿元，同比增长 14.17%，毛利率 42.6%。截至 2026 年上半年，进行中项目 1620 个，同比增长 37%，其中研发阶段项目 1203 个，同比增长 50%，商业化阶段项目 417 个，同比增长 11%。在手订单超 73 亿元，多肽在研项目 71 个，ADC 领域 52 个，已有 5 个生物药项目在研。公司已与 776 家国内外创新药企业签订保密协议，海外收入占比约 70%，BigPharma 与 Biotech 双轮驱动。

**原料药业务：主动优化结构，盈利能力逆势改善。**2026 年上半年收入 28.51 亿元，同比下降 20.88%，主要系主动压缩低毛利中间体；毛利率同比提升 3.88 个百分点至 17.58%，毛利同比增长 1.56%。公司预计 2026 年整体保持稳定，2027 年有望恢复。兽药核心产品氟苯尼考价格已从底部反弹。

**制剂业务：集采中标叠加新品获批，一体化优势显现。**2026 年上半年，公司制剂业务收入 5.33 亿元，同比下降 8.64%，毛利率 59.65%。上半年 3 个国内制剂产品获批，琥珀酸美托洛尔缓释片获 FDA 批准。公司在多轮国家集采中实现多品种中选，具备原料药自产配套带来的成本优势。

**盈利预测：**公司 CDMO 业务已成为核心增长引擎，项目数量持续增加，在手订单充裕。预计公司 2026—2028 年营业收入分别为 100.99/116.32/131.39 亿元，归母净利润分别为 10.08/13.12/15.96 亿元。我们选取药明康德、凯莱英、九洲药业、博腾股份作为可比公司，考虑公司 CDMO 业务快速成长、原料药业务触底回升，参考可比公司平均估值，给予公司 2027 年 24 倍 PE，对应目标价 27.18 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**原料药产品价格及需求波动风险；CDMO 项目推进及商业化转化不及预期风险；CDMO 产能建设及产能利用率不及预期风险；海外监管、质量及安全环保风险；汇率波动风险等。

| 财务指标 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入（百万元） | 12,022 | 9,784 | 10,099 | 11,632 | 13,139 |
| 增长率 yoy（%） | 4.8 | -18.6 | 3.2 | 15.2 | 13.0 |
| 归母净利润（百万元） | 1,031 | 891 | 1,008 | 1,312 | 1,596 |
| 增长率 yoy（%） | -2.3 | -13.6 | 13.2 | 30.1 | 21.6 |
| EPS 最新摊薄（元/股） | 0.89 | 0.77 | 0.87 | 1.13 | 1.38 |
| 净资产收益率（%） | 15.3 | 14.1 | 14.9 | 17.1 | 18.1 |
| P/E（倍） | 24.1 | 27.9 | 24.6 | 18.9 | 15.5 |
| P/B（倍） | 3.7 | 3.9 | 3.7 | 3.2 | 2.8 |

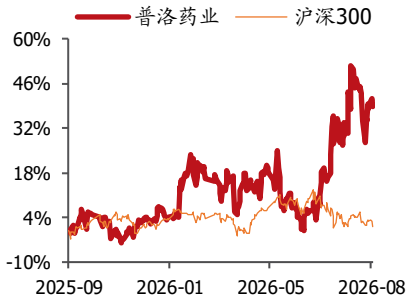
*资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2026 年 09 月 02 日收盘价*

**买入（首次）**

**股票信息**

| | |
|---|---|
| 行业 | 化学制药 |
| 09 月 02 日收盘价（元） | 21.42 |
| 总市值（百万元） | 24,813.86 |
| 总股本（百万股） | 1,158.44 |
| 其中自由流通股（%） | 99.96 |
| 30 日日均成交量（百万股） | 26.97 |

**股价走势**




**作者**

分析师　张雪
执业证书编号：S0680526020006
邮箱：zhangxue1@gszq.com
分析师　李慧瑶
执业证书编号：S0680526020005
邮箱：lihuiyao@gszq.com

**相关研究**

下载日志已记录，仅供内部参考

## 财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

| 会计年度 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **流动资产** | 8187 | 7879 | 8016 | 9816 | 12081 |
| 现金 | 3662 | 3786 | 3986 | 5398 | 7174 |
| 应收票据及应收账款 | 2083 | 2004 | 2077 | 2373 | 2691 |
| 其他应收款 | 90 | 91 | 84 | 97 | 109 |
| 预付账款 | 228 | 106 | 107 | 122 | 136 |
| 存货 | 1860 | 1602 | 1529 | 1623 | 1791 |
| 其他流动资产 | 264 | 290 | | 202 | 181 |
| **非流动资产** | 4542 | 4439 | 4784 | 4654 | 4500 |
| 长期投资 | 71 | 55 | 45 | 31 | 18 |
| 固定资产 | 3347 | 3314 | 3131 | 2970 | 2704 |
| 无形资产 | 315 | 301 | 288 | 278 | 265 |
| 其他非流动资产 | 809 | 770 | 1320 | 1375 | 1513 |
| **资产总计** | 12729 | 12318 | 12800 | 14470 | 16582 |
| **流动负债** | 5743 | 5365 | 5347 | 5920 | 6696 |
| 短期借款 | 814 | 1027 | 1181 | 1306 | 1470 |
| 应付票据及应付账款 | 3633 | 3382 | 3224 | 3574 | 4091 |
| 其他流动负债 | 1295 | 956 | 942 | 1041 | 1135 |
| **非流动负债** | 236 | 607 | 681 | 855 | 1070 |
| 长期借款 | 70 | 468 | 541 | 715 | 930 |
| 其他非流动负债 | 166 | 138 | 140 | 140 | 140 |
| **负债合计** | 5979 | 5972 | 6028 | 6775 | 7766 |
| 少数股东权益 | 8 | 8 | 8 | 8 | 8 |
| 股本 | 1169 | 1158 | 1158 | 1158 | 1158 |
| 资本公积 | 247 | 105 | 105 | 105 | 105 |
| 留存收益 | 5481 | 5558 | 6237 | 7159 | 8280 |
| 归属母公司股东权益 | 6742 | 6338 | 6764 | 7686 | 8807 |
| **负债和股东权益** | 12729 | 12318 | 12800 | 14470 | 16582 |

现金流量表（百万元）

| 会计年度 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **经营活动现金流** | 1209 | 1220 | 1723 | 2216 | 2604 |
| 净利润 | 1031 | 891 | 1008 | 1312 | 1596 |
| 折旧摊销 | 584 | 678 | 758 | 819 | 877 |
| 财务费用 | -5 | 34 | 29 | 20 | 16 |
| 投资损失 | 2 | -30 | 5 | 0 | -7 |
| 营运资金变动 | -473 | -404 | -157 | -12 | 52 |
| 其他经营现金流 | 70 | 52 | 80 | 76 | 71 |
| **投资活动现金流** | -398 | -372 | -1116 | -689 | -714 |
| 资本支出 | -452 | -353 | -1049 | -674 | -689 |
| 长期投资 | 42 | -29 | -32 | -15 | -31 |
| 其他投资现金流 | 12 | 10 | -35 | 0 | 7 |
| **筹资活动现金流** | -582 | -643 | -377 | -115 | -115 |
| 短期借款 | 6 | 213 | 155 | 125 | 164 |
| 长期借款 | 51 | 398 | 73 | 174 | 215 |
| 普通股增加 | -9 | -11 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | -191 | -142 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -440 | -1101 | -604 | -413 | -494 |
| **现金净增加额** | 267 | 195 | 200 | 1412 | 1776 |

利润表（百万元）

| 会计年度 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | 12022 | 9784 | 10099 | 11632 | 13139 |
| 营业成本 | 9155 | 7205 | 7164 | 8145 | 9037 |
| 营业税金及附加 | 56 | 60 | 63 | 76 | 92 |
| 营业费用 | 640 | 548 | 555 | 634 | 710 |
| 管理费用 | 481 | 423 | 436 | 500 | 565 |
| 研发费用 | 641 | 611 | 737 | 791 | 880 |
| 财务费用 | -115 | -59 | -37 | -22 | 18 |
| 资产减值损失 | -70 | -96 | -78 | -76 | -73 |
| 其他收益 | 128 | 131 | 111 | 140 | 138 |
| 公允价值变动收益 | 8 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | -18 | 20 | -5 | 0 | 7 |
| 资产处置收益 | 0 | 9 | 4 | 5 | 7 |
| **营业利润** | 1212 | 1071 | 1213 | 1577 | 1916 |
| 营业外收入 | 2 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 营业外支出 | 10 | 8 | 8 | 8 | 8 |
| **利润总额** | 1203 | 1066 | 1208 | 1572 | 1911 |
| 所得税 | 172 | 176 | 199 | 259 | 315 |
| **净利润** | 1031 | 891 | 1008 | 1312 | 1596 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **归属母公司净利润** | 1031 | 891 | 1008 | 1312 | 1596 |
| EBITDA | 1691 | 1665 | 1929 | 2369 | 2807 |
| EPS（元/股） | 0.89 | 0.77 | 0.87 | 1.13 | 1.38 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | | |
| 营业收入(%) | 4.8 | -18.6 | 3.2 | 15.2 | 13.0 |
| 营业利润(%) | -0.7 | -11.7 | 13.2 | 30.0 | 21.5 |
| 归属母公司净利润(%) | -2.3 | -13.6 | 13.2 | 30.1 | 21.6 |
| **获利能力** | | | | | |
| 毛利率(%) | 23.8 | 26.4 | 29.1 | 30.0 | 31.2 |
| 净利率(%) | 8.6 | 9.1 | 10.0 | 11.3 | 12.1 |
| ROE(%) | 15.3 | 14.1 | 14.9 | 17.1 | 18.1 |
| ROIC(%) | 12.3 | 10.4 | 11.5 | 13.3 | 14.3 |
| **偿债能力** | | | | | |
| 资产负债率(%) | 47.0 | 48.5 | 47.1 | 46.8 | 46.8 |
| 净负债比率(%) | -40.2 | -35.1 | -32.9 | -43.5 | -53.8 |
| 流动比率 | 1.4 | 1.5 | 1.5 | 1.7 | 1.8 |
| 速动比率 | 1.0 | 1.1 | 1.2 | 1.4 | 1.5 |
| **营运能力** | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.9 | 0.8 | 0.8 | 0.9 | 0.8 |
| 应收账款周转率 | 7.0 | 5.6 | 5.8 | 6.1 | 6.1 |
| 应付账款周转率 | 4.8 | 4.1 | 4.3 | 4.8 | 4.7 |
| **每股指标（元）** | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.89 | 0.77 | 0.87 | 1.13 | 1.38 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 1.04 | 1.05 | 1.49 | 1.91 | 2.25 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 5.82 | 5.47 | 5.84 | 6.64 | 7.60 |
| **估值比率** | | | | | |
| P/E | 24.1 | 27.9 | 24.6 | 18.9 | 15.5 |
| P/B | 3.7 | 3.9 | 3.7 | 3.2 | 2.8 |
| EV/EBITDA | 9.6 | 10.0 | 11.7 | 9.1 | 7.2 |

*资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2026 年 09 月 02 日收盘价*

下载日志已记录，仅供内部参考



## 内容目录

1. 公司概况：原料药为基、CDMO 提速的一体化制药企业 ..... 5
1.1 原料药能力筑基，向 CDMO 一体化服务延伸 ..... 5
1.2 股权结构稳定，管理团队与科学顾问委员会支撑战略落地 ..... 6
1.3 业绩短期承压，盈利能力显著改善 ..... 7
1.4 业务结构持续优化，CDMO 占比稳步提升 ..... 8
2. CDMO 业务：项目放量驱动，盈利结构优化 ..... 10
2.1 全球创新药研发投入持续增长，推动 CDMO 业务需求长期扩容 ..... 10
2.2 盈利能力显著改善，毛利结构优化 ..... 11
2.3 项目数量持续增加，商业化进入收获期 ..... 12
2.4 前沿领域布局加速，客户结构持续优化 ..... 13
2.5 研发网络与技术平台支撑项目承接，产能扩建有序落地 ..... 14
3.原料药业务：结构持续优化，传统业务筑底回升 ..... 16
3.1 API 产品结构优化，传统 API 向“做精原料”转型，降本增效显著 ..... 16
3.2 规范市场认证加速，海外注册驱动增长 ..... 16
3.3 慢病药类：构筑原料药稳定增长底盘 ..... 17
3.4 兽药类：供给出清渐近尾声，价格修复释放周期弹性 ..... 17
4. 制剂业务：多品种发展策略进入收获快车道 ..... 19
4.1. 原料药自产结合制剂规模化生产，一体化策略协同优势明显 ..... 19
4.2 集采品种持续中标，“以价换量”加速成熟品种放量 ..... 19
4.3 三大技术平台拓宽长期成长空间 ..... 20
5. 盈利预测与估值 ..... 22
5.1. 盈利预测 ..... 22
5.2. 估值与投资建议 ..... 23
风险提示 ..... 24

## 图表目录

*图表 1：公司发展历程 ..... 5*
*图表 2：普洛药业 2030 发展战略 ..... 6*
*图表 3：公司股权结构 ..... 6*
*图表 4：公司核心高管团队成员及背景 ..... 7*
*图表 5：普洛药业科学顾问委员会（ASAB）成员简介 ..... 7*
*图表 6：2021-2026 年 H1 公司营业收入变化 ..... 8*
*图表 7：2021-2026 年 H1 公司归母净利润变化 ..... 8*
*图表 8：2021-2026 年 H1 公司销售毛利率、净利率变化 ..... 8*
*图表 9：2021-2026 年 H1 公司费用率变化 ..... 8*
*图表 10：2021-2026 年 H1 公司收入结构拆分（单位：亿元） ..... 9*
*图表 11：2021-2026 年 H1 公司各业务板块收入占比变化 ..... 9*
*图表 12：全球医药研发投入规模及增速（2015—2034E） ..... 10*
*图表 13：全球医药研发管线数量持续增长 ..... 10*
*图表 14：全球医药研发外包市场规模及增速（2015—2034E） ..... 11*
*图表 15：全球传统小分子 CMO/CDMO 市场规模及增速（2015—2034E） ..... 11*
*图表 16：普洛药业 CDMO 全生命周期一站式服务布局 ..... 11*
*图表 17：普洛药业 CDMO 业务收入及同比增速（2021A—2026H1） ..... 12*
*图表 18：普洛药业 CDMO 业务毛利率变化（2021A—2026H1） ..... 12*
*图表 19：普洛药业 CDMO 报价项目数量及进行项目数量 ..... 12*
*图表 20：普洛药业 CDMO 进行项目结构 ..... 12*
*图表 21：普洛药业 CDMO 业务在手订单金额 ..... 13*
*图表 22：普洛药业 CDMO 业务多元化布局与中长期产能规划 ..... 13*
*图表 23：2023—2026H1 普洛药业签订保密协议的国内外创新药企业数量 ..... 14*

下载日志已记录，仅供内部参考



图表 24: 普洛药业全球研发中心布局及职能分工 ..... 14
图表 25: 普洛药业 CDMO 产能建设规划与投产时间表 ..... 15
图表 26: 原料药中间体收入与同比增速（2021-2026H1） ..... 16
图表 27: 原料药中间体毛利率（2021-2026H1） ..... 16
图表 28: CEP 获证原料药产品（2025-2026） ..... 16
图表 29: 普洛药业 2026 年 3 月 8 款 API 新品（7 款为非抗生素） ..... 17
图表 30: 普洛药业新增纳入 2026 版国家基药目录的 10 款产品 ..... 17
图表 31: 普洛药业兽药产品 ..... 17
图表 32: 2025 年 8 月-2026 年 8 月氟苯尼考价格走势图（单位：元/千克） ..... 18
图表 33: 普洛药业药品制剂业务营业收入及同比增速（2021-2026H1） ..... 19
图表 34: 普洛药业药品制剂业务毛利率（2021-2026H1） ..... 19
图表 35: 历次国家集采中标品种 ..... 20
图表 36: 缓控释制剂类型示意图 ..... 20
图表 37: 制剂三大技术平台介绍 ..... 21
图表 38: 普洛药业盈利预测 ..... 23
图表 39: 可比公司盈利预测及估值情况 ..... 24

下载日志已记录，仅供内部参考

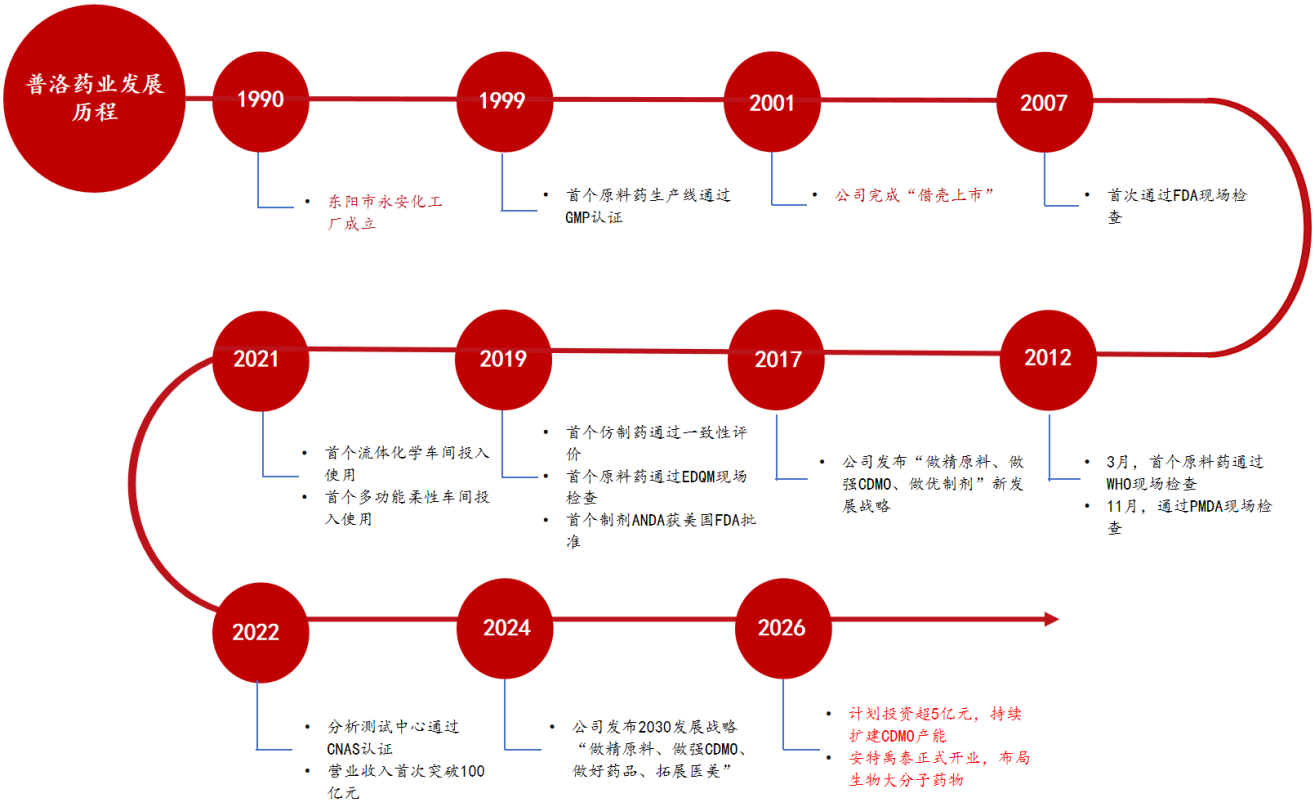


# 1. 公司概况：原料药为基、CDMO 提速的一体化制药企业

## 1.1 原料药能力筑基，向 CDMO 一体化服务延伸

**普洛药业从医药中间体供应商起步，通过持续的战略升级向产业链高附加值环节延伸。**公司创立于 1989 年，总部位于浙江横店，系横店集团旗下医药产业平台，2001 年完成“借壳上市”。公司从医药中间体起家，逐步拓展至原料药、制剂和 CDMO 领域。2017 年，公司提出“做精原料、做强 CDMO、做优制剂”战略，2024 年进一步升级为“做精原料、做强 CDMO、做好药品、拓展医美”，战略重心持续向高附加值环节倾斜。在生产环节，公司已将产业链由起始物料、注册中间体延伸至原料药（API）和制剂；在 CDMO 领域，公司则将服务环节前移至工艺开发，覆盖临床研发、工艺放大及商业化生产全周期。

*图表1：公司发展历程*




*资料来源：公司官网，投资者关系活动记录表，国盛证券研究所*

**公司已构建起四大事业部协同运营的一体化平台，在原料药和 CDMO 领域均处于国内领先地位。**公司现主营原料药、CDMO、药品、医美及化妆品原料四大业务，覆盖心脑血管、抗感染、精神类、抗肿瘤等多个治疗领域，旗下设有原料药、CDMO、药品和医美化妆品原料四大事业部。公司拥有原料药生产工厂 7 家（化学合成工厂 5 家、生物发酵工厂 2 家）及制剂生产工厂 2 家。研发方面，截至 2026H1 公司拥有研发人员 1402 人，其中原料药事业部下设原料药技术中心（含工艺技术部和工程技术部），CDMO 事业部在横店本部、上海浦东及美国波士顿均设有研发中心，药品事业部下设药物研究院（含仿制药研发中心和创新制剂研发中心）。行业地位方面，公司在工信部最新医药工业企业百强榜中位列第 43 位，化学原料药出口排名全国第 2 位，并入选中国小分子 CDMO 企业 5 强榜单；2026 年 8 月，公司荣膺沙利文 2026 全球 CDMO 年度公司奖，标志着其 CDMO 国际化能力获权威背书。

下载日志已记录，仅供内部参考



图表2：普洛药业 2030 发展战略

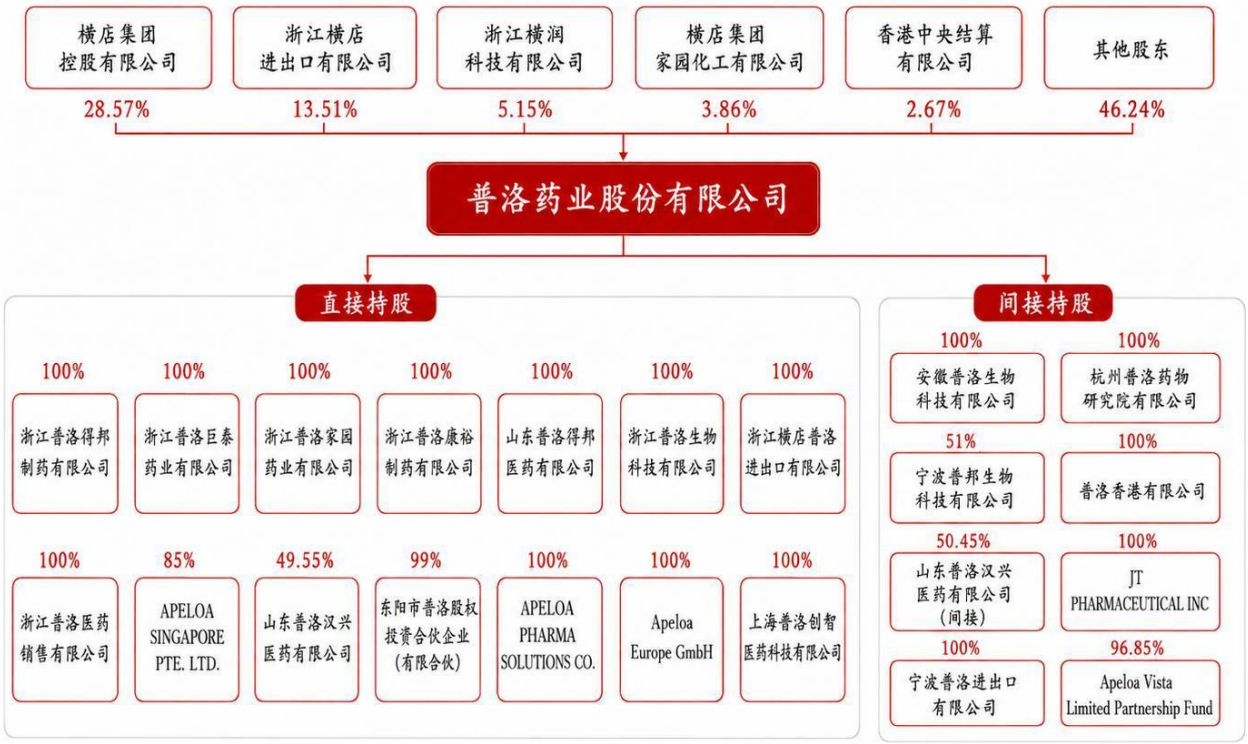



资料来源：公司公众号，国盛证券研究所

## 1.2 股权结构稳定，管理团队与科学顾问委员会支撑战略落地

**横店体系保持稳定控股，公司股权结构集中。**截至 2026 年上半年，横店集团控股有限公司直接持有公司 28.57%股份，与一致行动人合计持股 53.01%，实际控制人为东阳市横店社团经济企业联合会。公司主要生产经营主体包括浙江普洛家园、浙江普洛得邦、浙江普洛巨泰、浙江普洛生物、山东普洛得邦等，均由公司全资或控股；上海普洛创智、APELOA PHARMA SOLUTIONS 等承担研发服务，德国法兰克福、中国香港及新加坡等海外主体负责国际贸易及商务拓展。

图表3：公司股权结构




资料来源：Wind，国盛证券研究所。备注：日期为 2026.08.20

下载日志已记录，仅供内部参考



**管理团队兼具产业治理、医药经营与专业研究背景，能够支撑公司多业务协同及长期战略推进。**董事长祝方猛长期深耕医药产业，具备公司经营管理及产业化经验。经营层方面，总经理何春长期参与公司经营管理，高级副总经理蔡磊负责 CDMO 业务，核心成员覆盖研发生产、市场经营、财务及公司治理等关键职能。2026 年上半年，公司针对 CDMO 业务板块推出股权激励方案，采用股票期权与员工持股计划组合方式，核心团队稳定性与业务长期增长深度绑定。

*图表4：公司核心高管团队成员及背景*

| 姓名 | 职务 | 工作履历 |
|---|---|---|
| 祝方猛 | 董事长，董事 | 曾任公司总经理，公司控股子公司浙江横店普洛进出口有限公司总经理，浙江优胜美特医药有限公司董事长，浙江普洛得邦制药有限公司董事长，浙江普洛家园药业有限公司董事长，浙江普洛康裕制药有限公司董事长。现任横店集团控股有限公司助理总裁，公司董事长。 |
| 何春 | 总经理 | 曾任公司高级副总经理、副总经理、总经理助理、制剂事业部总经理、CDMO 事业部总经理、人力资源部总监，浙江普洛家园药业有限公司总经理。现任公司总经理、浙江普洛康裕制药有限公司董事长、浙江巨泰药业有限公司董事长、浙江普洛医药销售有限公司董事长。 |
| 蔡磊 | 高级副总经理 | 曾任公司副总经理、浙江横店普洛进出口有限公司副总经理。现任公司高级副总经理、公司 CDMO 事业部总经理、浙江横店普洛进出口有限公司总经理、上海普洛创智医药科技有限公司董事长、浙江普洛家园药业有限公司董事长、浙江普洛生物科技有限公司董事长。 |

*资料来源：Wind，国盛证券研究所*

**公司组建高水平科学顾问委员会，为前沿技术布局与重大项目决策提供战略支撑。**委员会（ASAB）成立于 2022 年 12 月，第二届 ASAB 委员由六位全球生物医药领域知名专家组成，专业覆盖有机化学合成、合成生物学、生物制造工程技术、化学工程和微流控技术、制药工程与工艺、药物分子设计与工艺开发等方向，与公司“化学+生物+制剂”的 CDMO 技术平台建设高度契合。

*图表5：普洛药业科学顾问委员会（ASAB）成员简介*

| 姓名 | 机构与头衔 | 核心研究方向 |
|---|---|---|
| 麻生明 | 中国科学院院士、世界科学院院士，复旦大学化学系教授 | 联烯合成与反应性研究、生物活性分子发现、高选择性清洁氧化反应 |
| 郑裕国 | 中国工程院院士，浙江工业大学生物工程学院教授 | 生物制造工程技术创新、生物有机合成技术体系、工业生物催化剂创制 |
| Phil S. Baran | 美国国家科学院院士、美国文理科学院院士，Scripps 研究所化学系教授 | 复杂天然产物全合成、工业新化学反应开发、立体保持自由基偶联反应 |
| 李昂 | 中国科学院上海有机化学研究所研究员、副所长 | 复杂天然产物全合成、基于生物合成路径的高效合成策略、生物正交反应 |
| 徐建鸿 | 清华大学化学工程系教授 | 微化工过程与多相微流控技术、多相微分散体系传递与反应 |
| 雷晓光 | 北京大学化学学院博雅特聘教授，北大-清华生命科学联合研究中心资深研究员 | 重大疾病化学生物学与转化医学、天然产物生物合成与酶催化、创新药物研究 |

*资料来源：公司官网，国盛证券研究所*

## 1.3 业绩短期承压，盈利能力显著改善

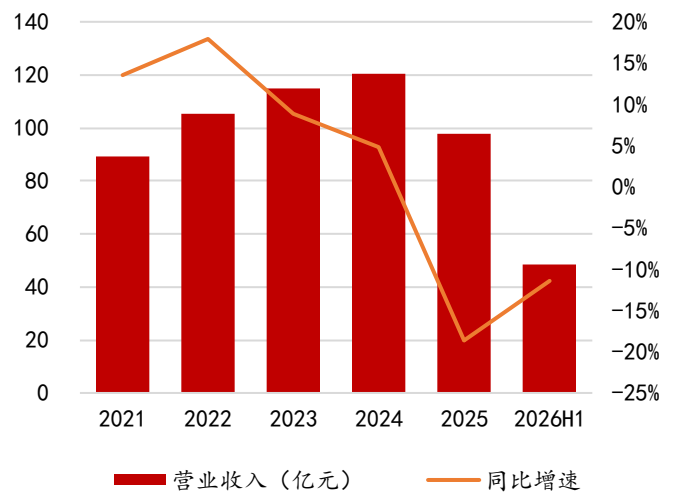
**2026 年上半年公司业绩降幅收窄，经营压力有所缓解。**2025 年，公司实现营业收入 97.84 亿元，同比下降 18.62%；归母净利润 8.91 亿元，同比下降 13.62%，业绩波动主要受原料药行业处于低谷期及部分药品产品集采续约双重拖累。2026 年上半年，公司实

下载日志已记录，仅供内部参考



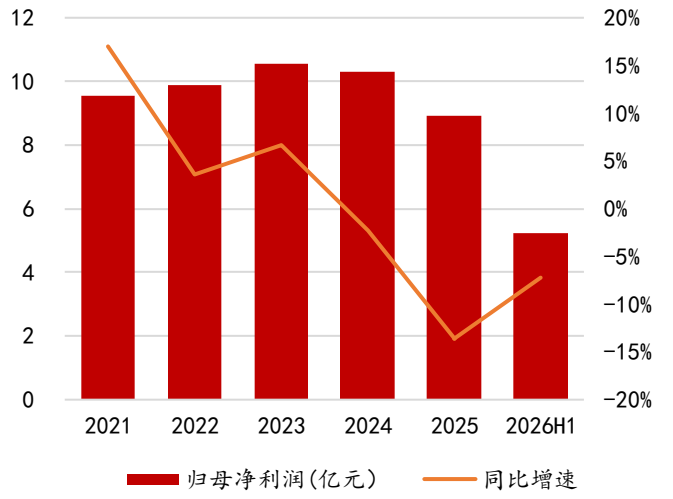
现营业收入 48.23 亿元，同比下降 11.41%；归母净利润 5.22 亿元，同比下降 7.22%，收入与利润端降幅均较 2025 年全年收窄。

图表6：2021-2026 年 H1 公司营业收入变化




资料来源：Wind，国盛证券研究所

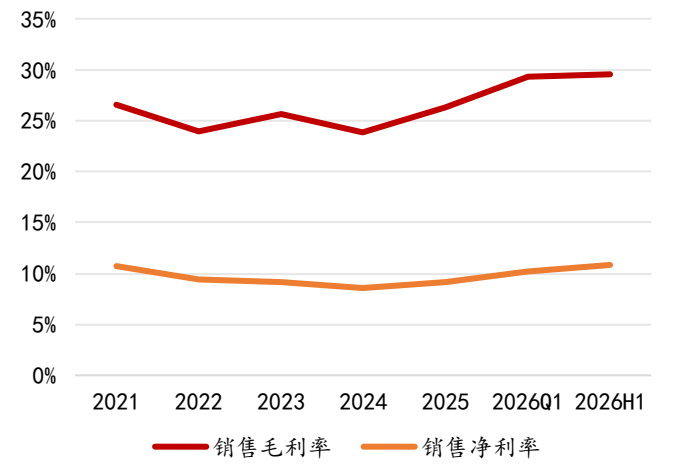
图表7：2021-2026 年 H1 公司归母净利润变化




资料来源：Wind，国盛证券研究所

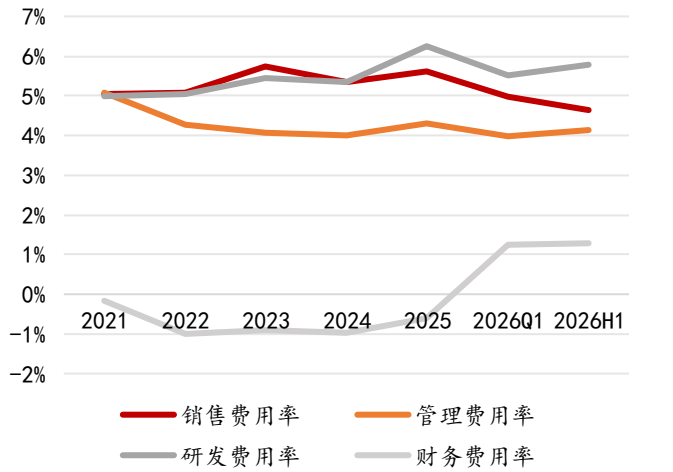
**2026 年上半年公司盈利能力显著改善。**2025 年，公司销售毛利率为 26.36%，销售净利率为 9.10%，盈利能力自 2024 年触底后回升。2026 年上半年，公司销售毛利率进一步提升至 29.55%，销售净利率提升至 10.83%，均为 2021 年以来最高水平，反映高毛利业务占比提升对盈利结构的改善作用。费用端整体保持稳健，2026 年上半年销售费用率降至 4.64%，管理费用率为 4.13%，研发费用率维持 5.78%的相对高位，财务费用率受汇兑影响提升至 1.28%。

图表8：2021-2026 年 H1 公司销售毛利率、净利率变化




资料来源：公司公告，Wind，国盛证券研究所

图表9：2021-2026 年 H1 公司费用率变化




资料来源：公司公告，Wind，国盛证券研究所

## 1.4 业务结构持续优化，CDMO 占比稳步提升

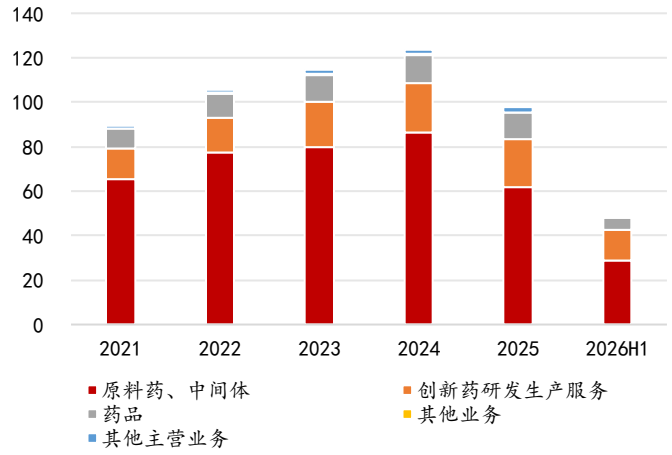
**公司收入结构持续向高毛利业务倾斜，CDMO 已成为第一大增长引擎。**从收入构成来看，原料药及中间体仍是公司基本盘，但占比呈下降趋势，由 2021 年的 73.20%降至 2025 年的 63.01%，2026 年上半年进一步降至 59.11%。与此同时，创新药研发生产服务（CDMO）业务占比持续提升，由 2021 年的 15.59%提升至 2025 年的 22.46%，2026

下载日志已记录，仅供内部参考



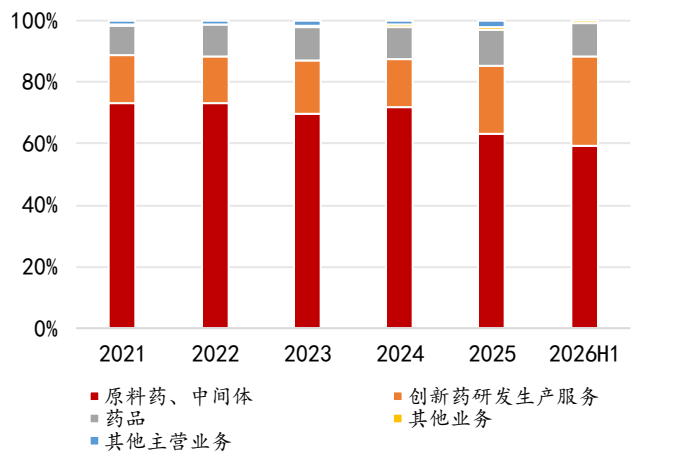
年上半年已达 29.27%，四年半间占比几乎翻倍。药品业务占比基本稳定，维持在 9.5%—12.0%区间。业务结构的持续优化，带动公司整体盈利能力改善，高附加值板块贡献度不断增强。

图表10：2021-2026 年 H1 公司收入结构拆分（单位：亿元）




资料来源：公司公告，Wind，国盛证券研究所

图表11：2021-2026 年 H1 公司各业务板块收入占比变化




资料来源：公司公告，Wind，国盛证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

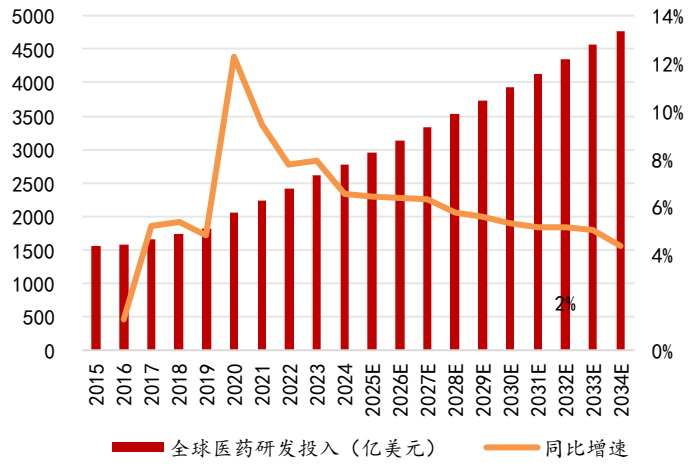


# 2. CDMO 业务：项目放量驱动，盈利结构优化

## 2.1 全球创新药研发投入持续增长，推动 CDMO 业务需求长期扩容

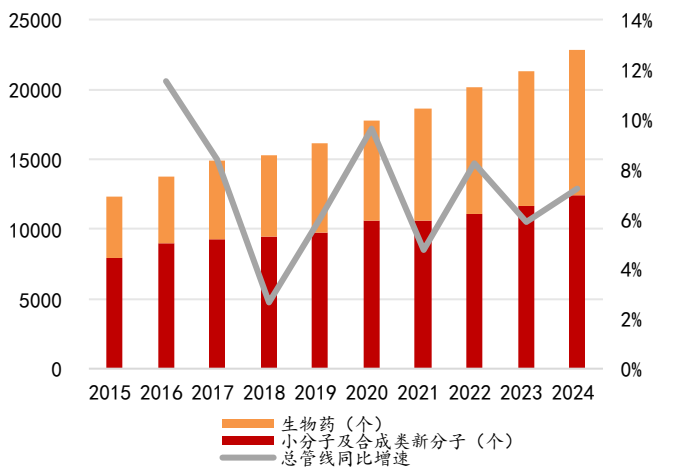
**全球医药研发投入稳步增长，研发管线持续扩容。**根据 Frost & Sullivan 数据，2015—2024 年，全球医药研发投入由 1549 亿美元增长至 2776 亿美元，复合增速达到 6.7%，预计 2029 年、2034 年将进一步增至 3731 亿美元、4761 亿美元；其中，小型药企及 Biotech 研发投入增速领先，2024—2029 年预计复合增长 10.3%，其资金、人才及自建产能相对有限，对专业研发生产服务商的需求更为突出。2015—2024 年，全球医药研发管线数量由 12300 个增至 22825 个，复合增速约 7.1%；小分子及合成类新分子管线由 7970 个增至 12399 个，尽管其占比由 64.8%降至 54.3%，但仍占全球研发管线的半数以上，继续构成 CDMO 行业的重要需求基础。

*图表12：全球医药研发投入规模及增速（2015—2034E）*




*资料来源：药明康德 2025 年投资者关系日材料，Frost & Sullivan，国盛证券研究所*

*图表13：全球医药研发管线数量持续增长*



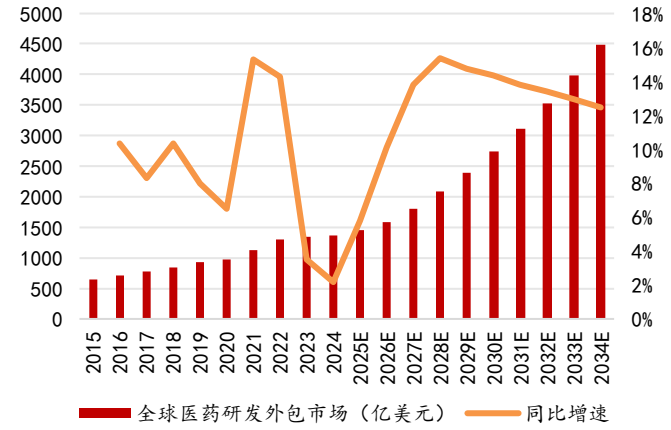

*资料来源：药明康德 2025 年投资者关系日材料，Frost & Sullivan，国盛证券研究所*

**研发外包深化，小分子 CDMO 市场加速扩容。**全球医药研发外包市场由 2015 年的 646 亿美元增长至 2024 年的 1365 亿美元，预计 2029 年和 2034 年分别达到 2395 亿美元、4484 亿美元，2024—2029 年及 2029—2034 年复合增速分别为 11.9%、13.4%，显示药企研发生产活动向专业服务商转移的趋势持续深化。根据 Frost & Sullivan 数据，剔除多肽及寡核苷酸业务后，全球传统小分子 CMO/CDMO 市场规模预计由 2024 年的 455 亿美元增长至 2029 年的 893 亿美元、2034 年的 1952 亿美元，对应复合增速分别约为 14.4%、16.9%，高于整体研发外包市场增速。普洛药业定位于全球小分子 CDMO 服务商，细分市场扩容为公司项目导入和商业化订单增长提供良好的需求环境。

下载日志已记录，仅供内部参考

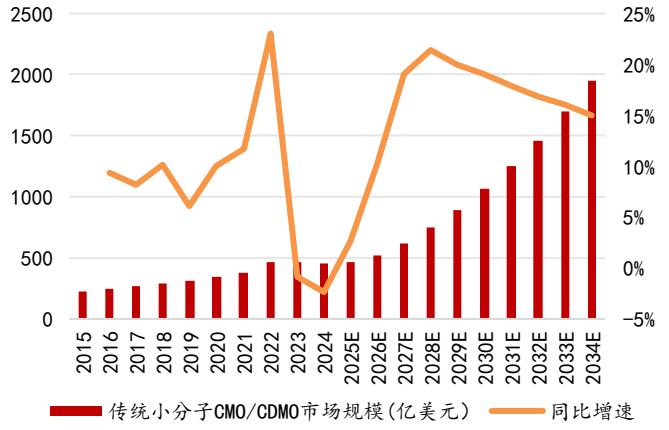


图表14：全球医药研发外包市场规模及增速（2015—2034E）




资料来源：药明康德 2025 年投资者关系日材料，Frost & Sullivan，国盛证券研究所

图表15：全球传统小分子 CMO/CDMO 市场规模及增速（2015—2034E）




资料来源：药明康德 2025 年投资者关系日材料，Frost & Sullivan，国盛证券研究所

## 2.2 盈利能力显著改善，毛利结构优化

**普洛药业致力于成为全球小分子 CDMO 核心服务商，业务范围持续延伸。**公司构建起“化学+生物+制剂”三位一体的综合性服务平台，覆盖从药物发现到商业化生产的全流程综合服务。技术平台方面，公司已系统搭建流体化学、晶体与粉体、合成生物学与酶催化、多肽、泛偶联、高活化合物、制备与纯化等技术平台，寡核苷酸合成能力亦处于加快提升阶段。

图表16：普洛药业 CDMO 全生命周期一站式服务布局



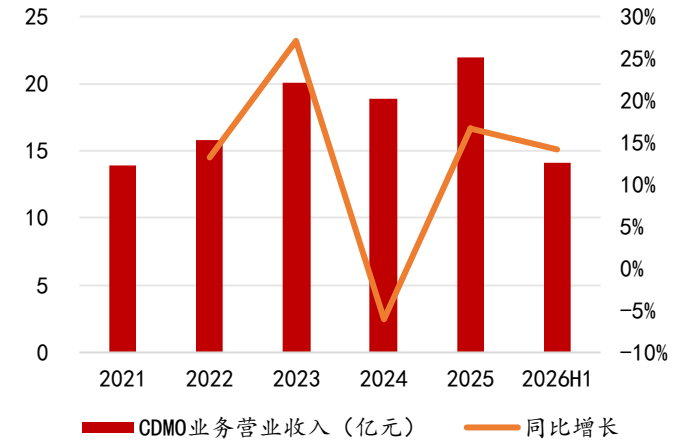

资料来源：公司官网，国盛证券研究所

**CDMO 业务毛利率稳步提升，已成为公司第一大毛利来源，盈利结构持续优化。**2021-2025 年，公司 CDMO 业务收入由 13.94 亿元增长至 21.98 亿元，复合增速约 12%；毛利由 6.01 亿元增长至 9.94 亿元，增长快于收入。2025 年，CDMO 业务收入同比增长 16.66%，毛利同比增长 28.54%，毛利率同比提升 4.18 个百分点至 45.24%，达到近五年最高水平。2025 年，CDMO 业务毛利额已超越原料药板块，成为公司第一大毛利来源，盈利结构改善逻辑持续兑现。2026 年上半年，CDMO 业务实现营收 14.12 亿元，同比增长 14.17%，毛利率 42.6%。我们预计全年维持在 40%-45%区间，随着下半年商业化项目占比提升，毛利率有望向区间上沿靠拢。

下载日志已记录，仅供内部参考

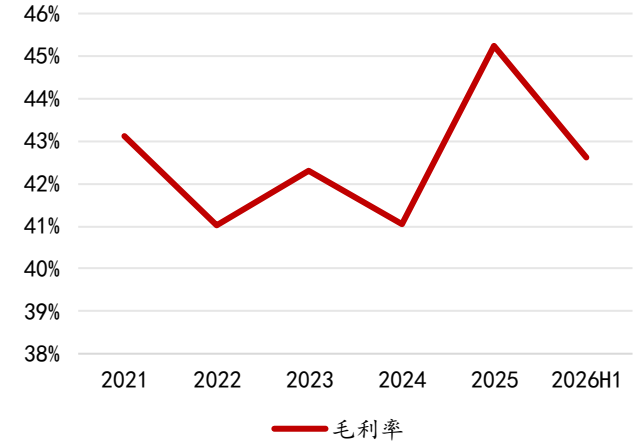


图表17：普洛药业 CDMO 业务收入及同比增速（2021A—2026H1）




资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表18：普洛药业 CDMO 业务毛利率变化（2021A—2026H1）

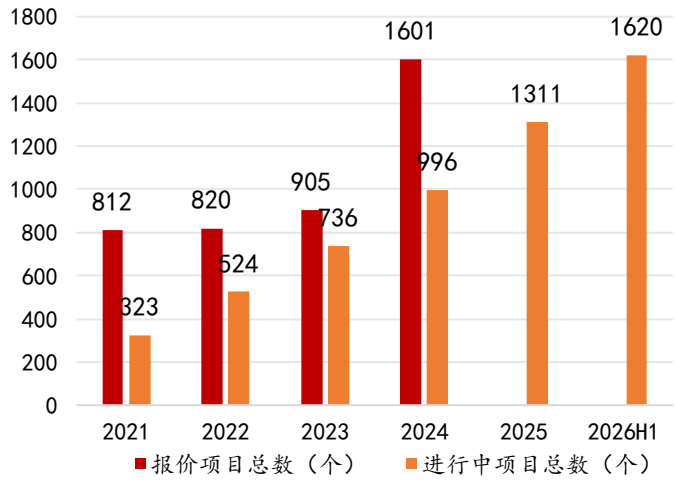



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

## 2.3 项目数量持续增加，商业化进入收获期

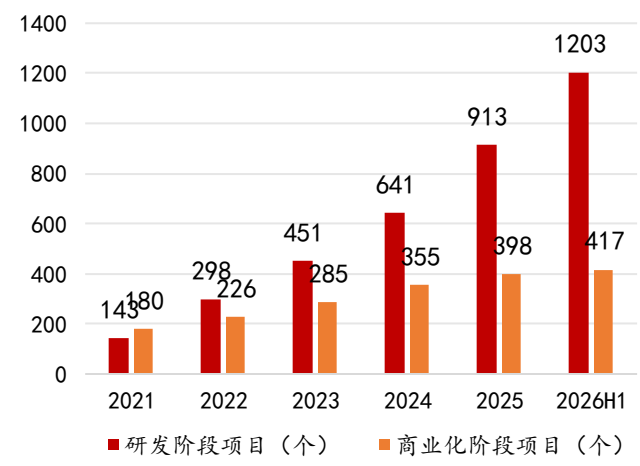
**公司 CDMO 项目数量与质量同步提升，在手订单充足。**截至 2026 年上半年，公司进行中项目达 1620 个，同比增长 37%；其中研发阶段项目 1203 个，同比增长 50%，商业化阶段（含临床三期）项目 417 个，同比增长 11%。研发阶段项目的高增速为后续商业化转化提供充足储备。DS 项目总数达 175 个，其中 30 个已进入商业化阶段，32 个正在验证阶段，113 个处于小试研发阶段，项目梯队同步完善。研发阶段项目的高增速为未来 2-3 年商业化转化奠定储备，业绩增长的中长期可见性较强。

图表19：普洛药业 CDMO 报价项目数量及进行项目数量




注：2025 年和 2026H1 未披露报价项目总数
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表20：普洛药业 CDMO 进行项目结构

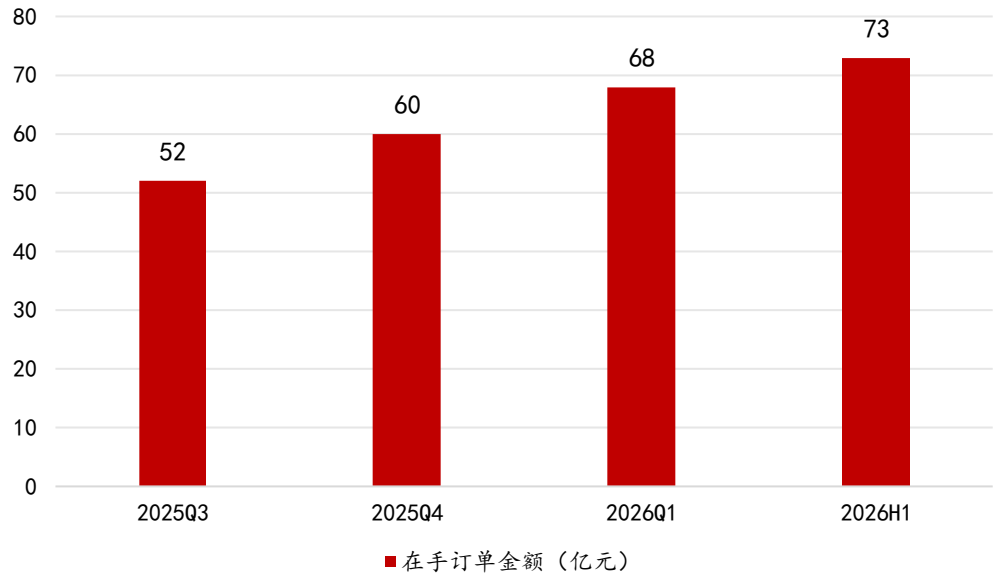



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

订单储备方面，截至 2026 年 6 月底，公司后续三年内将交付的商业化在手订单金额超 73 亿元，相当于 2025 年 CDMO 收入的 3.3 倍，为未来 2-3 年业绩增长提供较强确定性；在手订单呈逐季增长态势，上半年新签订单金额及同比增速均表现亮眼。项目阶段分布方面，截至 2026 年 6 月底，公司 IND 项目共 31 个，已完成 29 个；NDA 项目共 23 个，已完成 12 个；增加二供项目共 20 个，已完成 17 个，各阶段项目完成率处于较高水平，显示公司项目交付能力获客户认可，其中二供项目增加进一步体现供应链粘性。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表21：普洛药业 CDMO 业务在手订单金额




资料来源：公司公告，投资者关系活动记录表，国盛证券研究所

## 2.4 前沿领域布局加速，客户结构持续优化

**公司加速向生物药、多肽、ADC、医美及兽药等新领域延伸，同时产能扩建有序落地，支撑订单持续转化。**新分子类型方面，公司已通过战略合作加速补齐生物大分子服务能力，已有 5 个生物药项目在研；多肽技术平台在研项目 71 个，ADC 领域在研项目 52 个，新分子项目数量高速增长。医美化妆品原料业务依托化学合成及合成生物学平台逐步丰富自研产品线，计划 3-5 年内将业务规模做到 10 亿元；兽药 CDMO 受益于全球动物保健需求增长和战略客户合作加深，预计保持持续增长态势，2026 年一季度新签订单中动保 API 占比约 60%。

图表22：普洛药业 CDMO 业务多元化布局与中长期产能规划

| 业务方向 | 技术/合作平台 | 项目/订单进展 | 产能/规划 | 预期贡献 |
|---|---|---|---|---|
| 生物大分子 | 与药明生物、多宁生物战略合作 | 已有 5 个项目在研；安特禹泰管线开发、商业化生产设施建设 | 药明生物协助 GMP 赋能及产能规划 | 中长期储备 |
| 多肽 | 多肽技术平台 | 在研项目 71 个，目前收入千万元级 | 固相合成产能预计扩至 2 万升以上；液相合成技术已走通，可大幅降低溶剂使用 | 预计 2028 年占 CDMO 整体业务总量 15%左右 |
| 医美化妆品原料 | 化学合成+合成生物学平台 | 与多个国际知名化妆品原料公司开展 CDMO 合作 | 年产 20 吨 ZS25066A 生产线技改项目已完成生产，100 吨 ZS25067AZS25067A 在切换改造中，预计 2026 年 9 月完工 | 计划 3-5 年做到 10 亿元 |
| 兽药 CDMO | 动保 API | 2026Q1 新签订单中占比约 60% | 现有产能支撑 | 持续增长态势 |

资料来源：公司公告，公司官网，投资者关系活动记录表，国盛证券研究所

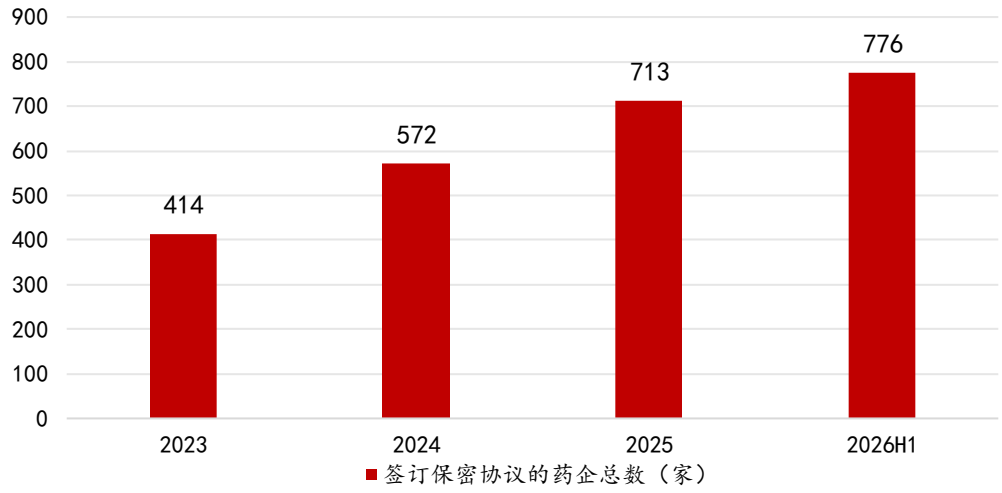
**公司客户结构持续优化，Big Pharma 与 Biotech 双轮驱动。**截至 2026 年 6 月底，公司已与 776 家国内外创新药企业签订保密协议，较上一年度同期新增 126 家，其中中国创新药客户增速最为显著，北美、欧洲、日韩市场也在加快拓展中。从收入结构看，海外收入占比约 70%、国内约 30%，金额最大的增量来自 Big Pharma 客户，项目数量增

下载日志已记录，仅供内部参考



量更多来自中、美 Biotech 客户。

*图表23：2023—2026H1 普洛药业签订保密协议的国内外创新药企业数量*




*资料来源：公司公告，国盛证券研究所*

## 2.5 研发网络与技术平台支撑项目承接，产能扩建有序落地

**研发网络与技术平台提升项目承接能力。**公司在横店、上海和波士顿设立 CDMO 研发中心，CDMO 研发人员已达 1100 余人（含博士 64 人、硕士 600 余人），预计全年将扩增至 1300 人。公司已系统搭建流体化学、晶体与粉体、合成生物学与酶催化、多肽、泛偶联、高活化合物、制备与纯化等七大技术平台，寡核苷酸合成技术平台能力也正处于持续完善中，并由通过 CNAS 认证的工艺安全实验室和分析测试中心提供技术支持，研发能力与技术广度为项目导入和转化提供有力支撑。

*图表24：普洛药业全球研发中心布局及职能分工*

| 研发中心 | 研发资源 | 主要职能 |
|---|---|---|
| 美国波士顿 | 1,500 ㎡；公司计划两年内扩充至 40 名科学家 | 技术平台开发、苗头化合物筛选与优化、工艺开发、毒理批物料制备 |
| 中国上海 | 6,400 ㎡；300 余名科学家 | 工艺路线筛选、工艺开发与优化、CMC 支持 |
| 中国横店 | 8,200 ㎡；250 余名科学家 | 工艺优化、技术转移、CMC 支持 |

*资料来源：公司官网，国盛证券研究所*

**产能布局与订单增长需求匹配，商业化产能充足，新增产能 2026-2027 年陆续投放。**公司目前商业化产能能够满足在手订单交付需求，截至 2026 年 3 月底 CDMO 产能利用率达 65%-70%，处于相对饱满状态。在建产能方面，家园药业和康裕药业共 4 个 CDMO 车间及 1 个多肽车间、1 个无菌原料药车间预计 2027 年下半年至年底投入使用。产能扩张节奏与项目需求匹配，为未来 2-3 年订单放量提供有力支撑。

下载日志已记录，仅供内部参考



图表25：普洛药业 CDMO 产能建设规划与投产时间表

| 产能/项目 | 具体内容 | 预计投产/完成时间 |
| --- | --- | --- |
| 制剂 CDMO 项目 | 制剂 CDMO 研发服务平台综合建设 | 2026 年年底 |
| 家园药业 | 2 个 CDMO 车间+1 个多肽车间 | 2027 年下半年 |
| 康裕药业 | 2 个 CDMO 车间+1 个无菌原料药车间 | 2027 年年底 |
| 新建发酵车间 | 发酵产能补充 | 2027 年下半年 |
| 横店第二幢 CDMO 研发大楼 | 可容纳 300-400 名研发人员 | 2027 年二季度 |

资料来源：公司公告，投资者关系活动记录表，国盛证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

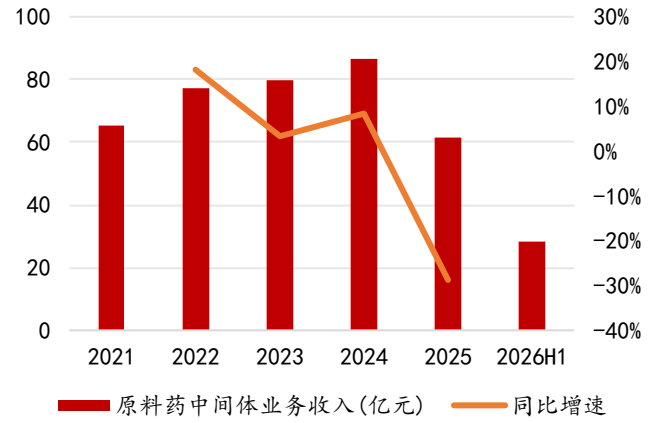


# 3.原料药业务：结构持续优化，传统业务筑底回升

## 3.1 API 产品结构优化，传统 API 向“做精原料”转型，降本增效显著

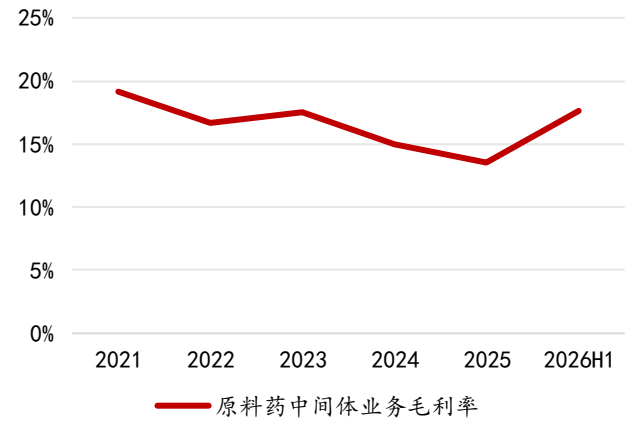
**公司 API 业务正经历从“规模导向”向“利润导向”的转型。**普洛药业作为国内原料药中间体生产及出口企业，深耕化学合成与生物发酵两大领域，产品涵盖了抗感染药、神经系统药物、心血管系统药物、血液系统药物以及呼吸系统药物等主要治疗领域。2026 年上半年公司原料药中间体业务实现营业收入 28.51 亿元，同比下降 20.88%，主要系公司主动压缩低毛利中间体所致；但毛利率同比提升 3.88pct 至 17.58%，实现毛利 5.01 亿元，同比增长 1.56%。公司主动收缩低毛利业务虽拖累收入，但盈利能力逆势改善验证“做精原料”战略有效性。

图表26：原料药中间体收入与同比增速（2021-2026H1）




资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所

图表27：原料药中间体毛利率（2021-2026H1）




资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所

研发管线同步扩容，上半年 API 事业部在研新项目 20 个，完成小试研究 5 个，完成验证 4 个，11 个在验证进行中；商业化技改项目 23 个，完成结题 12 个。从业绩节奏看，公司预计 2026 年原料药业务整体保持稳定，2027 年有望迎来恢复，后续几年在产能出清与产品结构优化共振下，预计将呈现逐步加速的复苏态势。

## 3.2 规范市场认证加速，海外注册驱动增长

公司 API 全球注册申报进入密集收获期，2026 年上半年共有 4 个原料药品种实现国内外注册获批，同期完成 13 个 API 品种 DMF 申报，注册能力显著增强。盐酸文拉法辛、富马酸喹硫平、盐酸金刚烷胺、加巴喷丁等多款原料药已相继取得欧洲 CEP 证书，面向规范市场的产品矩阵持续扩容。公司明确将提升海外规范市场客户占比作为 API 业务重点方向，目标进入目标客户的第一供应商梯队，通过每年至少 10 个 DMF 申报及全球注册持续驱动 API 业务增长。

图表28：CEP 获证原料药产品（2025-2026）

| 产品名称 | 生效时间 | 主治 |
|---|---|---|
| 盐酸文拉法辛 | 2025 年 10 月 28 日 | 抑郁症(含伴焦虑抑郁)、广泛性焦虑症 |
| 富马酸喹硫平 | 2026 年 3 月 12 日 | 精神分裂症、双相情感障碍 |
| 盐酸金刚烷胺 | 2026 年 5 月 22 日 | 甲型流感防治、帕金森病及各类帕金森综合征 |
| 加巴喷丁 | 2026 年 7 月 10 日 | 成人疱疹后神经痛、部分性发作癫痫辅助治疗 |

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考



## 3.3 慢病药类：构筑原料药稳定增长底盘

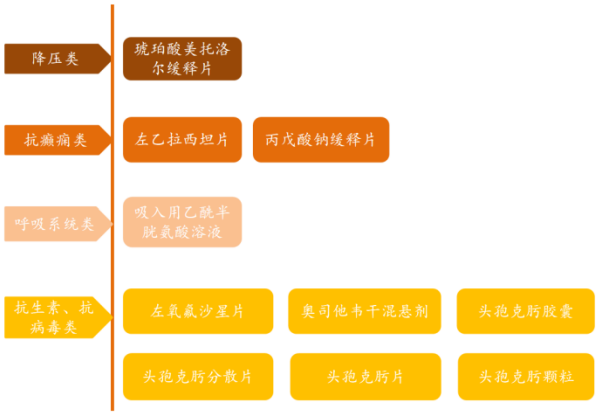
公司 API 产品结构向慢性病领域集中，当前立项中非抗生素类慢性病原料药占比已超过 80%，聚焦精神类、心血管等治疗领域。2026 年 3 月，公司推出 8 款 API 新品，其中 7 款为非抗生素品种，涵盖玛巴洛沙韦、布利西坦、乌帕替尼、沙库巴曲缬沙坦钠等，进一步丰富了慢病药 API 的产品梯队。政策端，2026 年 7 月发布的《国家基本药物目录（2026 年版）》中，普洛药业新增纳入 7 个品种（10 个产品），覆盖抗癫痫、降压、呼吸系统等多个治疗领域。基药目录扩容将直接带动相关制剂品种在公立医疗机构的配备使用，进而拉动上游原料药需求。

*图表29：普洛药业 2026 年 3 月 8 款 API 新品（7 款为非抗生素）*




*资料来源：公司官网，国盛证券研究所*

*图表30：普洛药业新增纳入 2026 版国家基药目录的 10 款产品*




*资料来源：公司官网，中国医药信息查询平台，国盛证券研究所*

## 3.4 兽药类：供给出清渐近尾声，价格修复释放周期弹性

**新版兽药 GMP 认证加速行业结构性调整。**新版兽药 GMP 认证落地后，行业企业数量从 2024 年 6 月约 1706 家锐减至 2025 年 10 月约 1100 家，淘汰率超 35%。截至 2026 年初已回升至 1785 家，行业格局重构基本完成。普洛药业兽药原料药涵盖氟苯尼考、替米考星、泰乐菌素、硫酸粘菌素等品种。

*图表31：普洛药业兽药产品*

| 产品名称 | 质量标准 | 注册认证 |
|---|---|---|
| 氟苯尼考 | CVP 2020 | GMP |
| 吉他霉素 | CP 2020/CVP 2020 | GMP |
| 吉他霉素预混剂 | CVP 2020 | GMP |
| 硫酸黏菌素 | CVP 2020 | CEP, EU-GMP |
| 酒石酸泰乐菌素 | CVP 2020 | DMF, EU-GMP |
| 酒石酸泰万菌素 | CVP 2020 | GMP |
| 磷酸泰乐菌素 | CVP 2020 | GMP |
| 马波沙星 | CVP 2020 | CEP、GMP |
| 硫酸安普霉素 | CVP 2020 | GMP |
| 替米考星 | CVP 2020 | GMP |
| 磷酸替米考星 | CVP 2020 | CVP2020 |

*资料来源：普洛药业官网，国盛证券研究所*

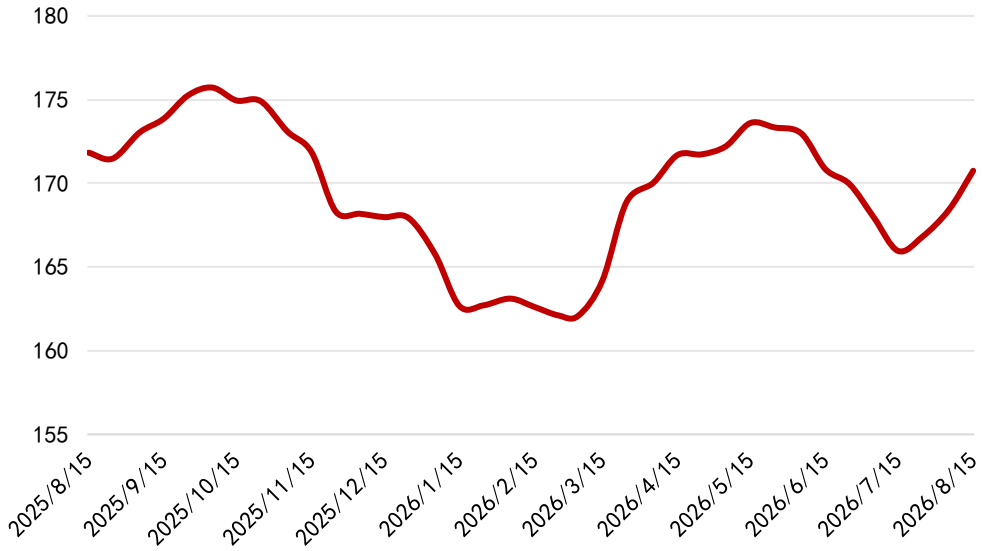
氟苯尼考是公司核心兽药原料药产品。价格方面，2025 年，兽药原料药市场持续探底，氟苯尼考年末均价跌至 167.93 元/千克的低点。进入 2026 年，价格修复信号逐步显现，氟苯尼考均价从 3 月初 162.08 元/千克涨至 5 月高点 173.6 元/千克，较低点反弹 7.11%，

下载日志已记录，仅供内部参考



当前实际成交价格区间为 165-175 元/千克。公司曾在 2026 年 3 月表示，氟苯尼考处于盈亏平衡阶段，**未来机会在于猪周期回升提振需求及产能进一步出清。**

*图表32：2025 年 8 月-2026 年 8 月氟苯尼考价格走势图（单位：元/千克）*




*资料来源：中国兽药饲料交易中心，国盛证券研究所*

下载日志已记录，仅供内部参考



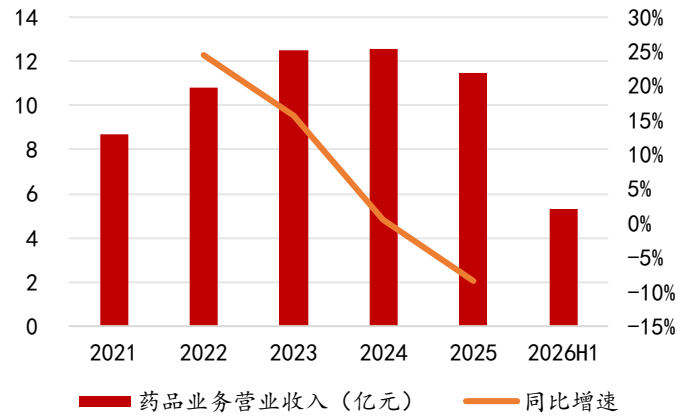
# 4. 制剂业务：多品种发展策略进入收获快车道

## 4.1. 原料药自产结合制剂规模化生产，一体化策略协同优势明显

公司原料药与制剂两大主业协同发展，“原料药+制剂”一体化产业链的优势，为制剂业务在集采环境下的成本控制与市场拓展奠定了坚实基础。截止 2026H1，公司涵盖化学药、中成药共计 120 多个制剂品种，产业链完善（以自产原料为主）、剂型齐全、涉及治疗领域广泛。

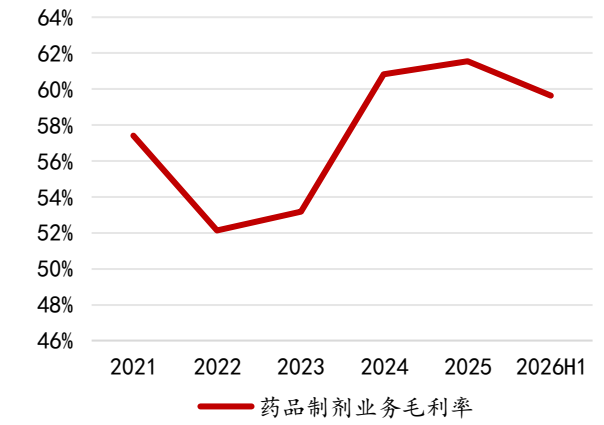
2026 年上半年，公司药品业务实现营业收入 5.33 亿元，同比下降 8.64%，毛利率 59.65%，同比小幅回落 1.38 个百分点，盈利水平受集采价格调整影响有所回调，但依托原料药自产配套与规模化生产，整体仍维持在较高区间。项目储备方面，上半年进入密集收获期，共有 3 个国内制剂产品获批上市，包括硫酸麻黄碱注射液、氟伐他汀钠缓释片、丙戊酸钠缓释片（Ⅰ），1 个制剂产品琥珀酸美托洛尔缓释片获得美国 FDA 注册批准；在研管线持续扩容，目前在研项目 70 个，上半年完成验证项目 5 个，申报项目 5 个，获批项目 4 个，涉及心脑血管类、中枢神经系统类等多个领域。

图表33：普洛药业药品制剂业务营业收入及同比增速（2021-2026H1）




资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所

图表34：普洛药业药品制剂业务毛利率（2021-2026H1）




资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所

## 4.2 集采品种持续中标，“以价换量”加速成熟品种放量

**公司在国家药品集中采购中实现了多批次、多品种中选。**2021 年 2 月左氧氟沙星片 0.5g 在第四批集采中中标；2022 年 7 月，头孢克肟片、琥珀酸美托洛尔缓释片在第七批国采同时拟中选；2025 年 10 月，注射用丁二磺酸腺苷蛋氨酸在第十一批国采中拟中选，进一步扩大相关产品的销售规模，提高市场占有率。

下载日志已记录，仅供内部参考



图表35：历次国家集采中标品种

| 集采批次 | 中标/拟中标品种 |
| --- | --- |
| “4+7”扩围(2019 年) | 左乙拉西坦片 |
| 第四批(2021 年 2 月) | 左氧氟沙星片 |
| 第五批(2021 年 6 月) | 注射用头孢他啶 |
| 第七批(2022 年 7 月) | 头孢克肟片、头孢克肟颗粒、琥珀酸美托洛尔缓释片 |
| 第十一批(2025 年 10 月) | 注射用丁二磺酸腺苷蛋氨酸 |

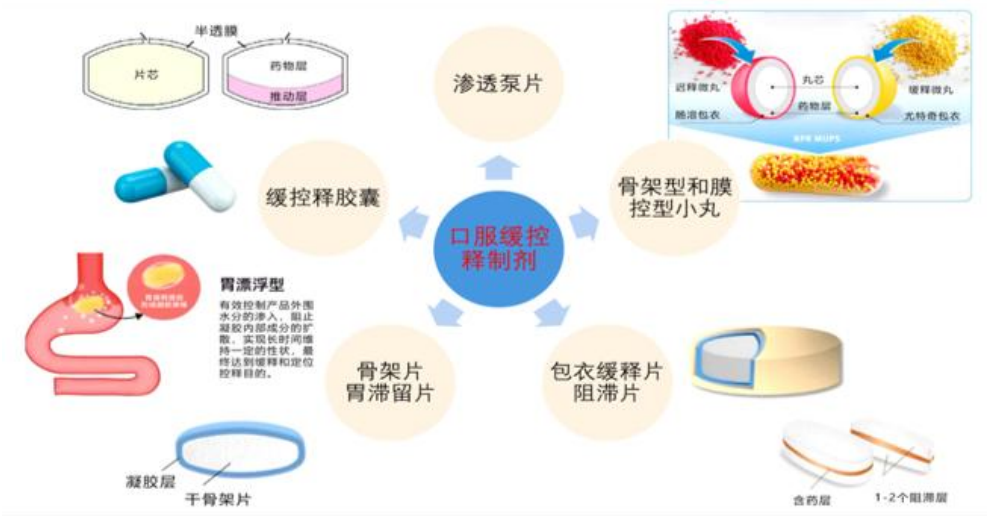
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

## 4.3 三大技术平台拓宽长期成长空间

**公司构建缓控释制剂、掩味技术和颗粒流体数字化三大技术平台服务于药品业务，产品获批增多，拓宽长期成长空间。**

缓控释制剂通过控制药物释放的速率和持续时间来控制药物作用并减少给药频率，从而提高药物治疗的安全性、有效性、可靠性和便利性，提高患者的依从性。琥珀酸美托洛尔缓释片、盐酸金刚烷胺片于 2024 年，盐酸安非他酮缓释片于 2025 年先后获批 FDA。缓控释制剂平台提供充分的技术支撑，加快产品落地商业化，促使多项产品获批。

图表36：缓控释制剂类型示意图




资料来源：公司官网，国盛证券研究所

掩味技术通过添加矫味剂、添加抑制剂、将药物进行包衣、形成复合物等方法来抑制药物与苦味受体蛋白的结合，进而巧妙地掩盖苦味。公司引入味觉分析系统，更高效客观的评价药物苦味，提高掩味评价效率，助力开发口感优良的儿童给药制剂。头孢地尼干混悬剂、磷酸奥司他韦干混悬剂先后于 2025 年 11 月、12 月在国内获批。掩味技术瞄准国家儿童精准用药政策，有机会满足国内儿童专属剂型供给不足的需求，具备较大的发展空间。

颗粒流体数字化平台旨在支持固体制剂开发过程中，处方及工艺设计、放大以及优化等过程，减少制剂开发过程中所须实验，提升研发效率，达到更优的商业化生产过程。

下载日志已记录，仅供内部参考



图表37：制剂三大技术平台介绍

| 平台名称 | 技术原理 | 优势 |
| --- | --- | --- |
| 缓控释制剂 | 控制药物释放的速率和持续时间来控制药物作用并减少给药频率 | 提高药物治疗的安全性、有效性、可靠性和便利性，提高患者的依从性 |
| 掩味技术 | 通过添加矫味剂、添加抑制剂、将药物进行包衣、形成复合物等方法来抑制药物与苦味受体蛋白的结合，进而巧妙地掩盖苦味 | 更高效客观的评价药物苦味，提高掩味评价效率，助力开发口感优良的儿童给药制剂 |
| 颗粒流体数字化 | 通过建立对固体制剂开发过程中关键工序的预测能力支持固体制剂开发过程中，处方及工艺设计、放大以及优化等过程 | 减少制剂开发过程中所须实验，提升研发效率，达到更优的商业化生产过程 |

资料来源：公司官网，国盛证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考



# 5. 盈利预测与估值

## 5.1. 盈利预测

预计公司 2026—2028 年营业收入分别为 100.99/116.32/131.39 亿元，同比增长 3.2%/15.2%/13.0%。主要预测假设如下：

1）原料药、中间体：2025 年行业处于周期底部，公司主动收缩低毛利业务，收入同比下滑 28.74%。2026 年上半年毛利率已回升至 17.58%，盈利能力改善。预计 2026 年收入同比减少 5%，2027—2028 年恢复增长，增速 10%/5%，对应收入 58.57/64.42/67.65 亿元。毛利率预计 16.50%/16.80%/17.00%，逐年改善。

2）创新药研发生产服务（CDMO）：2025 年收入 21.98 亿元（同比+16.7%），2026 年上半年收入 14.12 亿元（同比+14.2%），毛利率 42.61%。公司在手商业化订单超 73 亿元，进行中项目 1620 个（同比+37%），多肽在研项目 71 个、ADC 领域 52 个。预计 2026—2028 年收入同比增长 23%/30%/30%，对应收入 27.03/35.14/45.68 亿元。毛利率预计 43.50%/44.30%/45.00%。

3）药品：集采续约影响逐渐消化，2026 年上半年收入 5.33 亿元（同比-8.6%），降幅收窄。预计 2026—2028 年收入同比增长 5%/5%/5%，对应收入 12.07/12.68/13.31 亿元。毛利率预计 61.50%/62.00%/62.00%。

4）费用率：预计 2026—2028 年销售费用率 5.50%/5.45%/5.40%，管理费用率 4.32%/4.30%/4.30%。研发费用方面，公司持续加大 CDMO 人员扩张（预计全年研发人员增至 1600 人，CDMO 研发人员扩增至 1300 人）及多肽、ADC 等技术平台布局，2026 年研发费用率阶段性提升至 7.30%，随后回落至 6.80%/6.70%。

下载日志已记录，仅供内部参考



图表38：普洛药业盈利预测

| | 2023A | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 营业总收入（百万元） | 11474.2 | 12021.9 | 9783.6 | 10099.1 | 11632.0 | 13139.1 |
| yoy | 8.81% | 4.77% | -18.62% | 3.22% | 15.18% | 12.96% |
| 毛利率 | 25.66% | 23.85% | 26.36% | 29.06% | 29.98% | 31.22% |
| 毛利（百万元） | 2944.7 | 2866.7 | 2578.7 | 2935.2 | 3486.9 | 4102.0 |
| 收入项目 | | | | | | |
| 原料药、中间体 | | | | | | |
| 收入（百万元） | 7987.1 | 8651.4 | 6165.1 | 5856.8 | 6442.5 | 6764.6 |
| yoy | 3.23% | 8.32% | -28.74% | -5.00% | 10.00% | 5.00% |
| 毛利率 | 17.56% | 14.97% | 13.53% | 16.50% | 16.80% | 17.00% |
| 占比 | 69.61% | 71.96% | 63.01% | 57.99% | 55.39% | 51.48% |
| 创新药研发生产服务 | | | | | | |
| 收入（百万元） | 2005.0 | 1883.7 | 2197.5 | 2703.0 | 3513.9 | 4568.0 |
| yoy | 27.10% | -6.05% | 16.66% | 23.00% | 30.00% | 30.00% |
| 毛利率 | 42.29% | 41.06% | 45.24% | 43.50% | 44.30% | 45.00% |
| 占比 | 17.47% | 15.67% | 22.46% | 26.76% | 30.21% | 34.77% |
| 药品 | | | | | | |
| 收入（百万元） | 1249.2 | 1255.6 | 1149.9 | 1207.4 | 1267.8 | 1331.1 |
| yoy | 15.69% | 0.51% | -8.42% | 5.00% | 5.00% | 5.00% |
| 毛利率 | 53.14% | 60.81% | 61.55% | 61.50% | 62.00% | 62.00% |
| 占比 | 10.89% | 10.44% | 11.75% | 11.96% | 10.90% | 10.13% |
| 其他主营业务 | | | | | | |
| 收入（百万元） | 199.0 | 165.8 | 215.6 | 280.3 | 350.4 | 420.5 |
| yoy | 78.23% | -16.65% | 30.03% | 30.00% | 25.00% | 20.00% |
| 毛利率 | 7.23% | 11.15% | 12.44% | 12.50% | 12.75% | 13.00% |
| 占比 | 1.73% | 1.38% | 2.20% | 2.78% | 3.01% | 3.20% |
| 其他业务 | | | | | | |
| 收入（百万元） | 33.9 | 65.3 | 55.5 | 51.6 | 57.5 | 54.8 |
| yoy | -13.25% | 92.64% | -15.11% | -7.02% | 11.41% | -4.57% |
| 毛利率 | 47.11% | 25.08% | 28.74% | 30.00% | 30.00% | 30.00% |
| 占比 | 0.30% | 0.54% | 0.57% | 1% | 0.49% | 0.42% |

资料来源：Wind，国盛证券研究所

## 5.2. 估值与投资建议

我们选取药明康德、凯莱英、九洲药业、博腾股份作为可比公司，上述公司均为国内 CDMO 领域头部企业，与普洛药业 CDMO 业务具有较高可比性。公司 CDMO 业务已成为核心增长引擎，项目数量持续增加，在手订单充裕。我们预计公司 2026—2028 年归母净利润分别为 10.08/13.12/15.96 亿元。可比公司 2027 年平均 PE 为 23.38 倍，公司 2027 年 PE 为 18.91 倍，低于行业平均水平。考虑公司 CDMO 业务快速成长、原料药业务触底回升，参考可比公司平均估值，给予公司 2027 年 24 倍 PE，对应目标价 27.18 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

下载日志已记录，仅供内部参考



图表39：可比公司盈利预测及估值情况

| 股票代码 | 公司简称 | 收盘价（元） | 目前市值（亿元） | 归母净利润（亿元） | | | | PE(X) | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | 2026E | 2027E | 2028E |
| 603259.SH | 药明康德 | 155.99 | 4675.63 | 191.51 | 222.02 | 270.08 | 321.07 | 21.06 | 17.31 | 14.56 |
| 002821.SZ | 凯莱英 | 164.60 | 593.65 | 11.33 | 14.00 | 18.07 | 23.00 | 42.40 | 32.86 | 25.81 |
| 603456.SH | 九洲药业 | 15.05 | 132.70 | 7.30 | 8.04 | 8.99 | 10.27 | 16.50 | 14.76 | 12.93 |
| 300363.SZ | 博腾股份 | 18.81 | 102.22 | 0.96 | 0.52 | 3.58 | 5.79 | 198.49 | 28.58 | 17.67 |
| 可比公司平均 | | | | | | | | 69.61 | 23.38 | 17.74 |
| 000739.SZ | 普洛药业 | 21.42 | 248.14 | 8.91 | 10.08 | 13.12 | 15.96 | 24.62 | 18.91 | 15.55 |

备注：可比公司盈利预测取自 wind 一致预期，收盘价截至 9 月 2 日
资料来源：Wind，国盛证券研究所

# 风险提示

1. **原料药产品价格及需求波动风险。**
原料药中间体目前仍为公司主要收入来源，若主要原料药品种市场需求持续疲弱、竞争加剧或价格进一步下降，公司收入规模及原料药业务盈利能力可能低于预期。
2. **CDMO 项目推进及商业化转化不及预期风险。**
公司 CDMO 业务增长依赖项目持续导入及临床阶段项目向商业化订单转化，而创新药研发存在临床失败、审批进度延迟及客户项目调整等不确定性。若在手项目推进速度、商业化转化率或客户订单增长低于预期，CDMO 收入及盈利增长可能受到影响。
3. **CDMO 产能建设及产能利用率不及预期风险。**
公司计划进一步扩充 CDMO 生产及制剂研发能力，新建产能从建设、验证到实际投产仍需一定周期。若项目建设进度延后、客户需求增长低于预期或新产能爬坡速度较慢，可能导致新增产能利用率及投资回报低于预期。
4. **海外监管、质量及安全环保风险。**
公司原料药和 CDMO 业务面向全球规范市场，若发生产品质量、安全环保事件或海外监管检查未达预期，可能影响相关产品注册、生产及客户合作。
5. **汇率波动风险。**
公司具有较大规模海外销售及外币资产负债敞口，若汇率变化可能通过汇兑损益及外币资产折算影响公司盈利。

下载日志已记录，仅供内部参考



## 免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | | 评级 | 说明 |
|---|---|---|---|
| 评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在 15%以上 |
| | | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间 |
| | | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间 |
| | | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在 5%以上 |
| | 行业评级 | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在 10%以上 |

**国盛证券研究所**

**北京**
地址：北京市丰台区丽泽路 22 号院新华社国家金融信息大厦西塔 B 座 38 层
邮编：100077
邮箱：gsresearch@gszq.com

**上海**
地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
邮编：200120
电话：021-38124100
邮箱：gsresearch@gszq.com

**南昌**
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

**深圳**
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com