下载日志已记录，仅供内部参考

国海证券 SEALAND SECURITIES

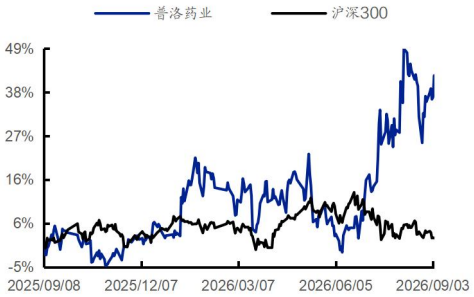
2026 年 09 月 07 日 | 公司研究 | 评级：买入(首次覆盖)

研究所：
证券分析师：曹泽运 S0350525110001
caozy@ghzq.com.cn
证券分析师：孔维崎 S0350524030002
kongwq@ghzq.com.cn

# CDMO 延续快速增长，业务结构持续优化

## ——普洛药业（000739）公司动态研究

最近一年走势




| 相对沪深 300 表现 | | | 2026/09/04 |
|---|---|---|---|
| 表现 | 1M | 3M | 12M |
| 普洛药业 | 1.0% | 39.3% | 46.2% |
| 沪深 300 | -1.1% | -7.3% | 4.2% |

| 市场数据 | 2026/09/04 |
|---|---|
| 当前价格（元） | 22.35 |
| 52 周价格区间（元） | 14.89-24.85 |
| 总市值（百万元） | 25,891.21 |
| 流通市值（百万元） | 25,880.85 |
| 总股本（万股） | 115,844.36 |
| 流通股本（万股） | 115,797.97 |
| 日均成交额（百万元） | 528.55 |
| 近一月换手（%） | 2.47 |

## 投资要点：

- **主动优化业务结构，高毛利业务占比提升推动盈利能力改善。**普洛药业于 2026 年 8 月 20 日发布 2026 年半年报，2026 年上半年公司实现收入 48.23 亿元，同比下降 11.41%，主要受到原料药行业结构调整以及公司主动优化业务组合、提升经营质量影响；同期公司主营业务毛利率达到 29.62%，同比提升 3.92 个百分点，盈利能力持续改善。从业务结构看，2026 年上半年 CDMO 业务收入占比由 2025 年上半年的 22.7%提升至 29.3%，原料药中间体收入占比由 66.2%下降至 59.1%，高附加值 CDMO 业务占比提升以及原料药产品结构持续优化共同推动综合毛利率改善。利润端，上半年财务费用约 0.62 亿元，较上年同期有所增加，汇率等因素对利润释放形成一定影响，因此归母净利润同比下降 7.22%。整体来看，公司收入结构持续向高价值业务倾斜，经营质量及盈利能力呈现改善趋势。

- **CDMO 项目储备持续增长，商业化能力逐步释放。**2026 年上半年公司 CDMO 业务实现收入 14.12 亿元，同比增长 14.17%，毛利率达到 42.61%，保持较高盈利水平。2026 年上半年，公司进行中项目达到 1,620 个，同比增长 37%，其中研发阶段项目 1,203 个，同比增长 50%，商业化及临床Ⅲ期项目 417 个，同比增长 11%，项目梯队持续完善，截至期末，公司未来三年商业化在手订单超过 73 亿元。

- **原料药业务结构持续优化，盈利能力稳步提升。**2026 年上半年原料药中间体业务实现收入 28.51 亿元，同比下降 20.88%；毛利率同比提升 3.88 个百分点至 17.58%。收入阶段性调整主要受到行业供需变化及公司主动优化产品结构影响，但随着公司持续提升特色原料药占比、推进工艺优化和成本管控，业务盈利质量持续改善。

- **药品业务保持稳定发展，差异化产品管线持续推进。**2026 年上半年药品业务实现收入 5.33 亿元，同比下降 8.64%；毛利率达到 59.65%，保持较高水平。公司持续推进产品结构优化及创新品种储备，目前拥有 70 个在研项目，上半年取得 4 个品种获批，差异化制剂研发稳步推进。其中，司美格鲁肽注射液减重及降糖适应症Ⅲ期临床进展顺利，后续申报及商业化进展值得关注。随着创新制剂管线持续丰富，药品业务有望贡献新的增长动力。

下载日志已记录，仅供内部参考



- **盈利预测和投资评级：**预计公司 2026-2028 年实现营业收入 99.87/106.68/116.81 亿元，同比增长 2%/7%/9%；归母净利润分别为 9.32/10.87/13.10 亿元，同比增长 5%/17%/20%；对应摊薄 EPS 分别为 0.80/0.94/1.13 元，当前股价对应 PE 分别为 27.77/23.81/19.76 倍。公司已形成“原料药中间体+CDMO+制剂”协同发展的业务格局，具备研发、生产和商业化一体化服务能力。当前公司主动优化业务结构，高毛利业务收入占比提升，原料药业务盈利能力逐步修复，CDMO 项目储备持续丰富，有望为中长期业绩增长提供支撑。综合考虑公司基本面改善趋势、成长空间及当前估值水平，首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示：**在手订单执行及转化不及预期风险；业务结构调整不及预期风险；客户临床管线推进不及预期风险；行业竞争加剧风险；市场环境及国际化经营风险；行业政策及监管变化风险；新产品研发及注册风险；安全环保风险；汇率波动风险；估值风险。

| 预测指标 | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入（百万元） | 9784 | 9987 | 10668 | 11681 |
| 增长率(%) | -19 | 2 | 7 | 9 |
| 归母净利润（百万元） | 891 | 932 | 1087 | 1310 |
| 增长率(%) | -14 | 5 | 17 | 20 |
| 摊薄每股收益（元） | 0.77 | 0.80 | 0.94 | 1.13 |
| ROE(%) | 14 | 14 | 15 | 16 |
| P/E | 21.07 | 27.77 | 23.81 | 19.76 |
| P/B | 2.97 | 3.91 | 3.56 | 3.22 |
| P/S | 1.93 | 2.59 | 2.43 | 2.22 |
| EV/EBITDA | 9.98 | 12.19 | 10.36 | 8.55 |

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

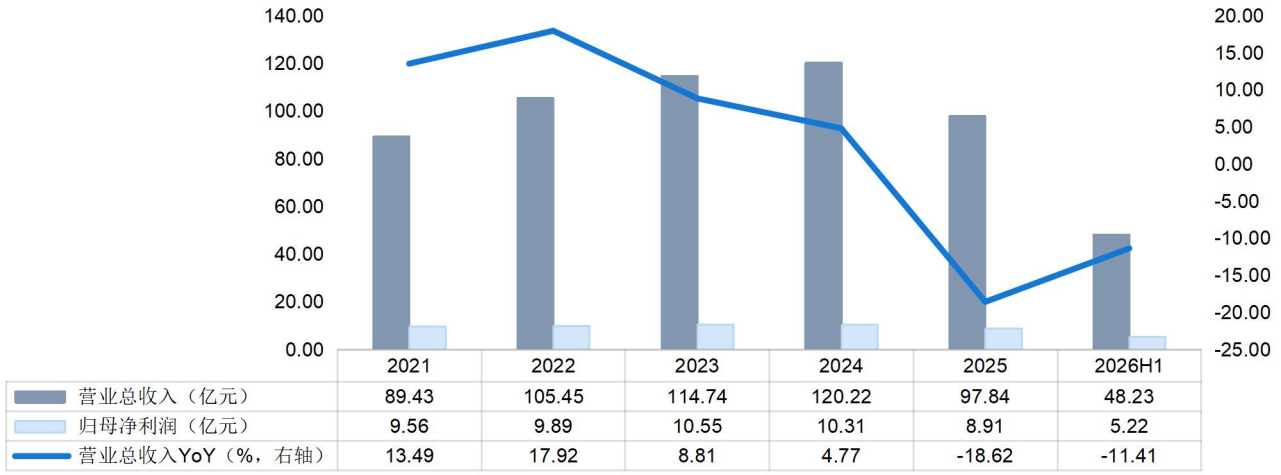
下载日志已记录，仅供内部参考



# 1、业务结构调整，盈利质量改善

**普洛药业发布公告：**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%；扣非归母净利润 4.95 亿元，同比下降 4.88%；2026 年上半年，公司主动调整业务结构，持续收缩低毛利业务，收入端短期承压，但主营业务盈利能力持续改善。

**图 1：公司 2021-2026 年上半年收入及利润情况**

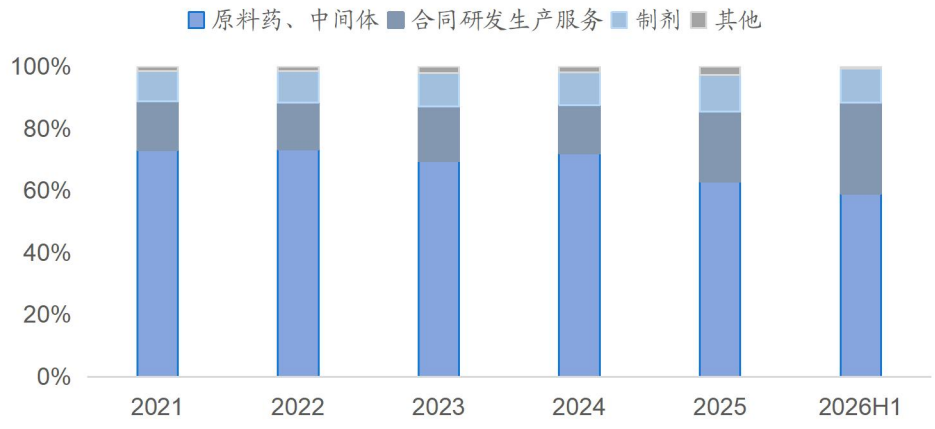



| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026H1 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 营业总收入（亿元） | 89.43 | 105.45 | 114.74 | 120.22 | 97.84 | 48.23 |
| 归母净利润（亿元） | 9.56 | 9.89 | 10.55 | 10.31 | 8.91 | 5.22 |
| 营业总收入YoY（%，右轴） | 13.49 | 17.92 | 8.81 | 4.77 | -18.62 | -11.41 |

资料来源：iFind，国海证券研究所

**分业务来看**，2026 年上半年 CDMO 业务延续较快增长，实现营业收入 14.12 亿元，同比增长 14.17%，占公司收入比例提升至 29.27%；原料药中间体业务实现收入 28.51 亿元，同比下降 20.88%，占收入比例降至 59.11%；药品业务实现收入 5.33 亿元，同比下降 8.64%。随着高毛利 CDMO 业务占比持续提升，公司收入结构不断优化。

**图 2：2021-2026 年上半年分业务收入占比**



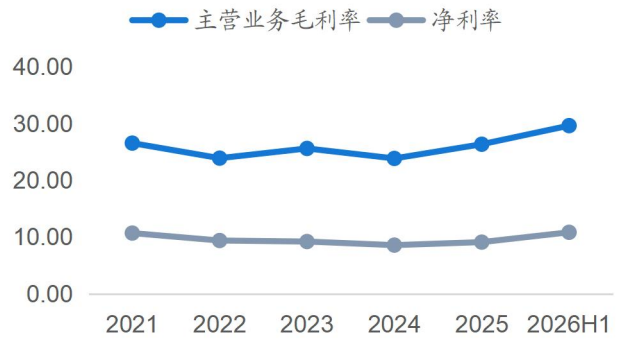

资料来源：iFind，国海证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考



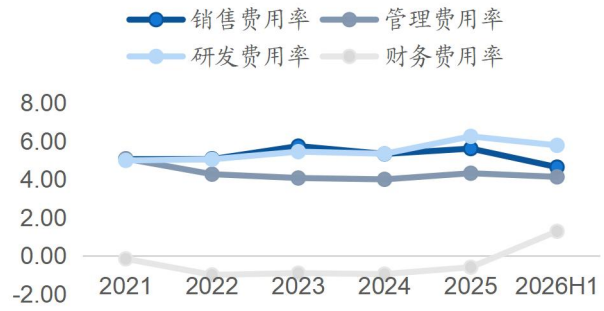
2026 年上半年公司主营业务毛利率为 29.62%，同比提升 3.92 个百分点；净利率为 10.83%。期间费用方面，销售费用为 2.24 亿元，同比下降 13.82%，销售费用率为 4.64%；管理费用为 1.99 亿元，同比下降 2.57%，管理费用率为 4.13%；研发费用为 3 亿元，同比下降 16.54%，研发费用率为 5.78%；财务费用为 0.62 亿元，同比由负转正，财务费用率为 1.28%。

**图 3：2021-2026 年上半年公司盈利水平（%）**




资料来源：iFind，国海证券研究所

**图 4：2021-2026 年上半年公司期间费用率情况(%)**




资料来源：iFind，国海证券研究所

## 2、CDMO 业务稳步增长

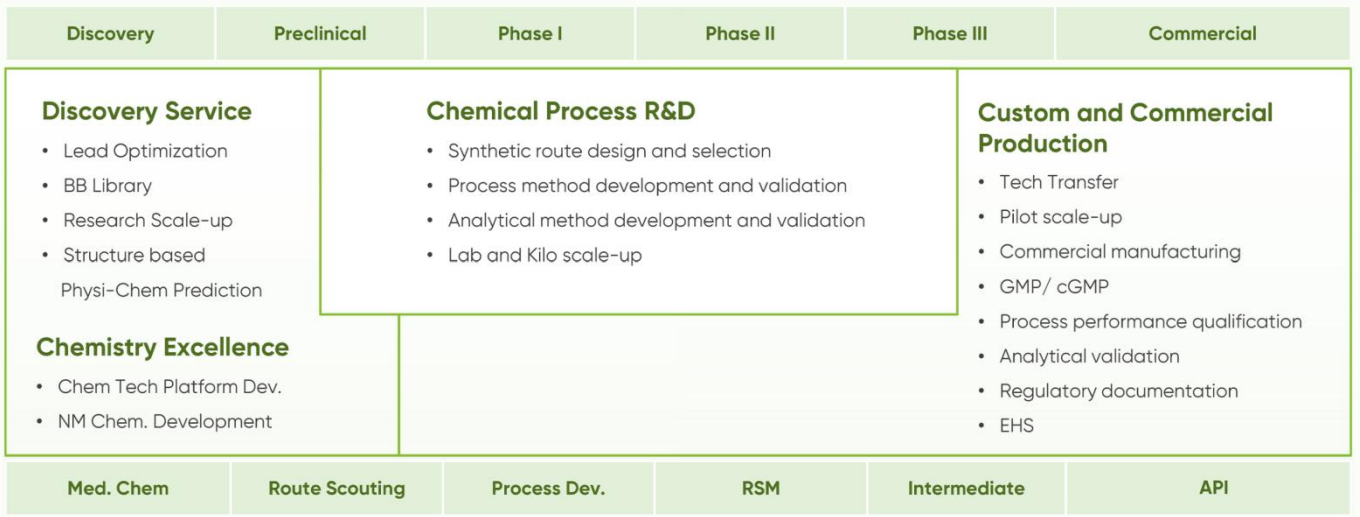
**CDMO 业务收入保持增长，技术平台与产能布局持续完善。**公司坚定推进“做强 CDMO”战略，持续提升研发、制造及体系保障能力，2026 年上半年，CDMO 业务实现营业收入 14.12 亿元，同比增长 14.17%；毛利 6.01 亿元，同比增长 10.45%，毛利率达到 42.61%。研发端，公司已在横店、上海浦东及美国波士顿布局 CDMO 研发中心，研发人员超过 1000 人，并围绕化学合成、制剂技术及前沿领域构建“化学+生物+制剂”综合服务平台。随着技术平台和产能体系不断完善，公司 CDMO 综合服务能力持续提升。

**CDMO 项目管线持续扩容，商业化项目推进与客户拓展打开长期增长空间。**截至 2026 年上半年，公司 CDMO 项目漏斗持续扩大，在进行项目达到 1620 个，同比增长 37%，其中商业化阶段（含临床三期）项目 417 个，同比增长 11%；研发阶段项目 1203 个，同比增长 50%。公司 CDMO 业务模式持续升级，由传统中间体供应向覆盖药物发现、工艺开发及 API 商业化生产的一体化服务模式延伸，原料药（Drug Substance，DS）项目数量达到 175 个，同比增长 31%。同时，公司持续拓展多肽、ADC 等新兴技术领域，截至 2026 年上半年 ADC 项目达到 52 个，多肽项目 71 个、产品 322 个；客户端，公司已与 776 家国内外创新药企业签订保密协议，同比新增 126 家，未来三年商业化在手订单金额超过 73 亿元，为后续 CDMO 业务增长提供保障。

下载日志已记录，仅供内部参考



**图 5：CDMO 业务模式升级，覆盖药物发现、工艺开发至 API 商业化生产全流程**

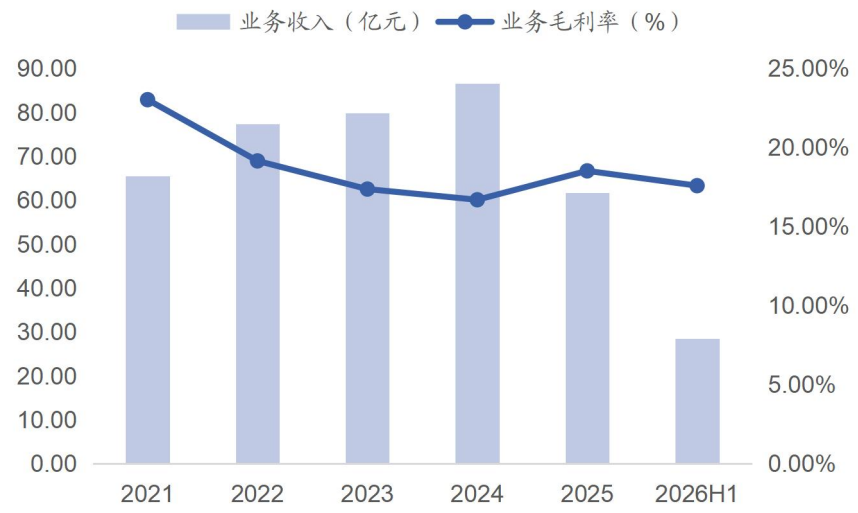



资料来源：公司官网

## 3、原料药中间体业务结构持续优化

**原料药中间体业务主动调整结构，盈利质量持续改善。**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%，主要系公司主动优化业务结构，减少低毛利产品销售所致；同期实现毛利 5.01 亿元，毛利率 17.58%，同比提升 3.88 个百分点。随着公司持续提升特色原料药及高附加值产品占比，并推进工艺优化和成本管控，原料药业务盈利能力有望进一步改善。

**图 6：原料药中间体业务毛利率 2025 年以来逐步修复**




资料来源：iFinD，国海证券研究所

**研发及制造端持续推进技术升级，增强特色原料药竞争力。**2026 年上半年，API 事业部围绕新项目开发、商业化技改及工艺优化持续投入，在研新项目 20 个，完成小试研究 5 个、验证 4 个，11 个项目处于验证阶段；同时推进 23 个商业化

下载日志已记录，仅供内部参考



技改项目，其中 12 个已完成结题。通过持续提升研发效率、生产工艺及运营能力，公司进一步夯实特色原料药业务竞争优势。

**图 7：多基地协同布局，夯实原料药及中间体业务竞争力**




资料来源：公司官网

**原料药及中间体业务具备多基地协同布局，持续推进产品结构优化。**原料药及中间体业务方面，公司已形成覆盖研发、生产及商业化阶段的产业链布局。其中，横店布局 3 处生产基地，主要承担原料药及中间体生产；山东布局 2 处生产基地，聚焦医药中间体制造；同时依托上海 CDMO 研发中心、横店 CDMO 研发中心及原料药技术中心，覆盖从临床前研究到商业化阶段的研发支持体系，推动产品持续迭代和商业化落地。

我们预计公司 2026-2028 年实现营业收入 99.87/106.68/116.81 亿元，同比增长 2%/7%/9%；归母净利润分别为 9.32/10.87/13.10 亿元，同比增长 5%/17%/20%；对应摊薄 EPS 分别为 0.80/0.94/1.13 元，当前股价对应 PE 分别为 27.77/23.81/19.76 倍。公司已形成“原料药中间体+CDMO+制剂”协同发展的业务格局，具备研发、生产和商业化一体化服务能力。当前公司主动优化业务结构，高毛利业务收入占比提升，原料药业务盈利能力逐步修复，CDMO 项目储备持续丰富，有望为中长期业绩增长提供支撑。综合考虑公司基本面改善趋势、成长空间及当前估值水平，首次覆盖，给予“买入”评级。

下载日志已记录，仅供内部参考



# 4、风险提示

1）在手订单执行及转化不及预期风险；

2）业务结构调整不及预期风险；

3）客户临床管线推进不及预期风险；

4）行业竞争加剧风险；

5）市场环境及国际化经营风险；

6）行业政策及监管变化风险；

7）新产品研发及注册风险；

8）安全环保风险；

9）汇率波动风险；

10）估值风险；

下载日志已记录，仅供内部参考



附表：普洛药业盈利预测表

| 证券代码： | 000739 | | 股价： | 22.35 | 投资评级： | 买入 | | 日期： | 2026/09/04 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **财务指标** | **2025A** | **2026E** | **2027E** | **2028E** | **每股指标与估值** | **2025A** | **2026E** | **2027E** | **2028E** |
| **盈利能力** | | | | | **每股指标** | | | | |
| ROE | 14% | 14% | 15% | 16% | EPS | 0.77 | 0.80 | 0.94 | 1.13 |
| 毛利率 | 26% | 27% | 28% | 29% | BVPS | 5.47 | 5.71 | 6.27 | 6.95 |
| 期间费率 | 9% | 10% | 10% | 10% | **估值** | | | | |
| 销售净利率 | 9% | 9% | 10% | 11% | P/E | 21.07 | 27.77 | 23.81 | 19.76 |
| **成长能力** | | | | | P/B | 2.97 | 3.91 | 3.56 | 3.22 |
| 收入增长率 | -19% | 2% | 7% | 9% | P/S | 1.93 | 2.59 | 2.43 | 2.22 |
| 利润增长率 | -14% | 5% | 17% | 20% | | | | | |
| **营运能力** | | | | | **利润表（百万元）** | **2025A** | **2026E** | **2027E** | **2028E** |
| 总资产周转率 | 0.78 | 0.80 | 0.82 | 0.84 | **营业收入** | **9784** | **9987** | **10668** | **11681** |
| 应收账款周转率 | 5.63 | 6.01 | 6.36 | 6.37 | 营业成本 | 7205 | 7310 | 7697 | 8284 |
| 存货周转率 | 4.16 | 4.63 | 4.93 | 5.18 | 营业税金及附加 | 60 | 52 | 57 | 65 |
| **偿债能力** | | | | | 销售费用 | 548 | 549 | 587 | 647 |
| 资产负债率 | 48% | 47% | 46% | 44% | 管理费用 | 423 | 449 | 480 | 526 |
| 流动比 | 1.47 | 1.61 | 1.80 | 1.98 | 财务费用 | -59 | -13 | -23 | -37 |
| 速动比 | 1.15 | 1.29 | 1.49 | 1.67 | 其他费用/（-收入） | 611 | 599 | 640 | 701 |
| | | | | | **营业利润** | **1071** | **1099** | **1288** | **1554** |
| **资产负债表（百万元）** | **2025A** | **2026E** | **2027E** | **2028E** | 营业外净收支 | -5 | -10 | -8 | -7 |
| 现金及现金等价物 | 3786 | 4614 | 5802 | 7177 | **利润总额** | **1066** | **1089** | **1280** | **1547** |
| 应收款项 | 2004 | 1905 | 2054 | 2266 | 所得税费用 | 176 | 157 | 193 | 237 |
| 存货净额 | 1602 | 1555 | 1566 | 1635 | **净利润** | 891 | 932 | 1087 | 1310 |
| 其他流动资产 | 486 | 457 | 493 | 538 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **流动资产合计** | **7879** | **8531** | **9915** | **11616** | **归属于母公司净利润** | **891** | **932** | **1087** | **1310** |
| 固定资产 | 3314 | 2997 | 2542 | 2022 | | | | | |
| 在建工程 | 244 | 85 | 30 | 10 | **现金流量表（百万元）** | **2025A** | **2026E** | **2027E** | **2028E** |
| 无形资产及其他 | 826 | 853 | 834 | 817 | **经营活动现金流** | **1220** | **1900** | **1963** | **2239** |
| 长期股权投资 | 55 | 55 | 55 | 55 | 净利润 | 891 | 932 | 1087 | 1310 |
| **资产总计** | **12318** | **12521** | **13377** | **14520** | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 短期借款 | 1027 | 1027 | 1027 | 1027 | 折旧摊销 | 678 | 795 | 829 | 857 |
| 应付款项 | 3382 | 3272 | 3436 | 3733 | 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 合同负债 | 186 | 300 | 304 | 320 | 营运资金变动 | -404 | 79 | -53 | -38 |
| 其他流动负债 | 770 | 692 | 728 | 772 | **投资活动现金流** | **-372** | **-363** | **-308** | **-307** |
| **流动负债合计** | **5365** | **5291** | **5494** | **5852** | 资本支出 | -353 | -328 | -308 | -307 |
| 长期借款及应付债券 | 468 | 468 | 468 | 468 | 长期投资 | -29 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 138 | 140 | 140 | 140 | 其他 | 10 | -35 | 0 | 0 |
| **长期负债合计** | **607** | **608** | **608** | **608** | **筹资活动现金流** | **-643** | **-679** | **-467** | **-557** |
| **负债合计** | **5972** | **5899** | **6102** | **6460** | 债务融资 | 719 | -28 | 0 | 0 |
| 股本 | 1158 | 1158 | 1158 | 1158 | 权益融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益 | 6346 | 6622 | 7274 | 8060 | 其它 | -1362 | -651 | -467 | -557 |
| **负债和股东权益总计** | **12318** | **12521** | **13377** | **14520** | **现金净增加额** | **195** | **827** | **1188** | **1375** |

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考



【医药小组介绍】

曹泽运，医药首席分析师，毕业于北京大学，北京理工大学 EMBA，10 年药企产业经验，熟悉创新药商业化、临床开发流程。
孔维崎，医药联席首席分析师，北京大学药学院化学生物学硕士，4.5 年医药股权投资经验，4 年医药二级研究经验，主要覆盖创新药和 CXO 板块。
年庆功，分析师，北京大学物理学本科，军事医学科学院微生物博士，2022 年加入国海证券研究所医药组，主要覆盖中药、零售药店、干扰素、疫苗和血制品等板块。
赵宁宁，医药分析师，中南财经政法大学金融硕士，生物工程+金融复合背景，2021 年加入国海证券医药组，主要覆盖中药、生物药。
林羽茜，分析师，悉尼大学数据分析硕士，2021 年加入国海证券医药组，主要覆盖医疗器械板块。
郭磊，分析师，南开大学硕士，化学+金融复合背景，2023 年加入国海证券。
韩乐，中科院生物物理研究所细胞生物学专业博士，三年医药研究经验，主要覆盖创新药板块。

## 【分析师承诺】

曹泽运，孔维崎，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%～20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损

下载日志已记录，仅供内部参考



失概不负责。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，请公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司的证券研究报告。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。