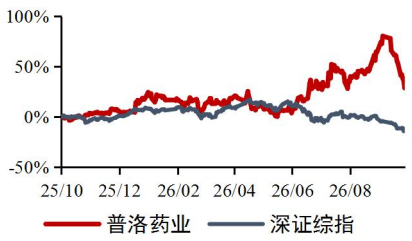
仅供内部参考，请勿外传

化学原料药　普洛药业（000739.SZ）　买入-B(维持)

CDMO 布局已现成效，小分子/ADC/多肽驱动 CDMO 加速兑现

2026 年 10 月 26 日　公司研究/公司分析

公司近一年市场表现



市场数据：2026 年 10 月 23 日

收盘价（元/股）：	19.68
总股本（亿股）：	11.58
流通股本（亿股）：	11.58
流通市值（亿元）：	227.89

基础数据：2026 年 9 月 30 日

每股净资产（元/股）：	5.54
每股资本公积（元/股）：	0.07
每股未分配利润（元/股）：	4.56

资料来源：常闻

分析师：

邓周宇

执业登记编码：S0760524040002

邮箱：dengzhouyu@sxzq.com

魏赟

执业登记编码：S0760522030005

邮箱：weiyun@sxzq.com

张智勇

执业登记编码：S0760525080003

邮箱：zhangzhiyong@sxzq.com

投资要点：

- 公司是横店集团旗下医药产业平台，深耕原料药（API）一体化制造三十余年，正向"做精原料、做强 CDMO、做好药品、拓展医美"战略转型，是国内原料药出口龙头与国内一线小分子 CDMO 服务商。当前公司正处于业务结构切换的关键窗口：低毛利的原料药业务主动收缩、向高毛利与高附加值品种聚焦，CDMO 业务依托项目"漏斗模型"进入商业化兑现期，正在成长为公司的第一大毛利与未来第一大收入来源。我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 93.40、105.76、122.00 亿元，同比-4.5%、+13.2%、+15.4%；归母净利润分别为 8.60、11.25、14.62 亿元，同比-3.4%、+30.8%、+30.0%，PE 为 28.1、21.5、16.5。持续覆盖，给予"买入-B"评级。
- 2026 年前三季度，公司实现营业收入 68.35 亿元（同比-11.97%，主要系主动收缩低毛利 API 业务所致），综合毛利率同比提升 2.64pct 至 27.66%，归母净利润 6.14 亿元（-12.37%），扣非净利润 5.68 亿元（-12.22%）；CDMO 业务前三季度实现营收 20.50 亿元（+21.38%），项目总数达 1715 个（+38%），三年内将交付的商业化在手订单超 78 亿元。
- CDMO 业务已形成小分子、ADC、多肽三大方向共振格局。①小分子 CDMO 为基本盘，DS（起始物料+注册中间体+API）项目商业化/验证期/小试分别增长 25%/28%/33%；②ADC CDMO 产能利用率高，在研项目 52 个；③多肽 CDMO 依托固相合成（扩产至 2 万升以上）与液相合成（技术路径已走通）双技术，在研项目 81 个。

风险提示：行业政策与集采风险，原料药价格波动风险，CDMO 订单与项目进度风险，汇率波动风险，产能投放不及预期风险，市场竞争加剧风险。。

财务数据与估值：

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	12,022	9,784	9,340	10,576	12,200
YoY(%)	4.8	-18.6	-4.5	13.2	15.4
净利润(百万元)	1,031	891	860	1,125	1,462
YoY(%)	-2.3	-13.6	-3.4	30.8	30.0
毛利率(%)	23.8	26.4	27.7	28.9	30.2
EPS(摊薄/元)	0.89	0.77	0.74	0.97	1.26
ROE(%)	15.3	14.0	12.4	14.6	16.6
P/E(倍)	23.5	27.2	28.1	21.5	16.5
P/B(倍)	3.6	3.8	3.5	3.1	2.7
净利率(%)	8.6	9.1	9.2	10.6	12.0

资料来源：常闻，山西证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

目录

1. 公司经营进入拐点，业务结构聚焦 CDMO.....4

1.1 多业务板块协同，打造 CDMO 平台.....4

1.2 财务分析：主动收缩低毛利业务，盈利质量持续改善.....6

1.3 原料药业务：主动收缩低毛利，头孢/兽药/GLP-1 多线布局.....7

1.4 药品（制剂）业务：集采加速放量，多品种策略推进.....8

2. CDMO 业务：项目漏斗成型，小分子/ADC/多肽三线共振.....9

2.1 小分子 CDMO：基本盘稳固，DS 项目驱动订单结构改善.....10

2.2 双技术平台进展：ADC 承接复杂分子项目，多肽固相液相产能升级.....11

3. 盈利预测.....12

4. 风险提示.....13

图表目录

图 1： 公司发展历史.....5

图 2： 普洛药业 2030 发展战略.....5

图 3： 普洛药业营业收入变化情况.....7

图 4： 普洛药业归母净利润变化情况.....7

图 5： 普洛药业毛利率与净利率.....7

图 6： 普洛药业各项业务收入变化情况.....7

图 7： 国内主要氟苯尼考企业产能.....8

图 8： 氟苯尼考价格变化趋势（元/kg）.....8

图 9： 公司一站式 CDMO 服务.....9

图 10： 普洛药业 CDMO 项目漏斗模型.....10

仅供内部参考，请勿外传！

图 11： 普洛药业 CDMO 收入及同比增速.....10

图 12： DS(API)项目数量变化情况.....11

表 1： 普洛药业重要业务收入及盈利预测（亿元）.....13

仅供内部参考，请勿外传！

1. 公司经营进入拐点，业务结构聚焦 CDMO

1.1 多业务板块协同，打造 CDMO 平台

普洛药业创立于 1989 年，是横店集团医药产业发展平台，1997 年于深交所主板上市（000739.SZ）。公司主营业务涵盖原料药中间体、创新药研发生产服务（CDMO）、药品（制剂）三大板块，以及进出口贸易与医美原料等新兴业务，在浙江、山东、安徽、河北等地建有生产基地，在横店本部、上海浦东、美国波士顿、杭州设有研发中心。公司坚持"做精原料、做强 CDMO、做好药品、拓展医美"的 2030 发展战略。在原料药领域，公司通过强化科学技术水平、提升制造效率、优化产品结构、推进深度全球化持续提高核心竞争力；在 CDMO 领域，坚定打造覆盖从药物发现到商业化生产全生命周期的"一站式"研发生产服务体系；在药品领域，依托原料药-制剂一体化优势推进"多品种"策略。

其中，原料药中间体业务包括头孢系列、青霉素系列、精神类系列、心脑血管类系列和兽药原料药中间体系列，公司坚持“做精原料”的业务发展战略，打造全球特色原料药标杆企业，已经成为行业领先企业。

CDMO 业务实施“做强 CDMO”的业务发展战略，致力成为国内领先的小分子 CDMO 服务提供商，为全球创新药客户提供全生命周期的一站式研发生产服务。该项业务核心竞争力持续增强，客户数和项目数持续保持良好增长。

制剂业务以“做好药品”为发展战略，坚持以临床价值和市场需求为导向，加快推进“多品种”策略，依托高技术壁垒制剂技术平台，充分发挥原料药+制剂一体化优势，目前有抗感染类、心脑血管类、精神类和抗肿瘤类等 120 多个制剂品种。公司持续推进从“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，带动业务快速发展。

同时，公司 2030 发展战略中还提出“拓展医美”，未来将在医美领域延伸发展。

仅供内部参考，请勿外传！

图 1：公司发展历史



资料来源：公司官网，山西证券研究所

图 2：普洛药业 2030 发展战略



资料来源：普洛药业官方微信公众号，山西证券研究所

公司三大业务板块均设有研发中心：原料药事业部在横店本部设有原料药技术中心（下设生物技术部、合成技术部、工程项目部），CDMO 事业部在横店本部、上海浦东、美国波士顿设有研发中心，制剂事业部在杭州设有药物研究院。截至 2026 年 9 月末，公司研发人员约 1500

仅供内部参考，请勿外传！

余人，其中 CDMO 板块研发人员接近 1300 人；为支撑项目快速增长，公司预计 1-2 年内 CDMO 板块研发人员将达到 2000 人。

技术平台方面，公司在原料药与 CDMO 事业部建立了流体化学、晶体和粉体、合成生物学及酶催化、多肽、PROTAC、ADC 等技术平台，在制剂事业部建立了微丸缓控释、微片、干混悬剂等技术平台，显著提升复杂分子的承接与制造能力。

1.2 财务分析：主动收缩低毛利业务，盈利质量持续改善

2024 年，公司实现营业收入 120.22 亿元（+4.77%），归母净利润 10.31 亿元（-2.29%）。2025 年，面对宏观环境与原料药行业周期下行压力，公司主动收缩低毛利业务，实现营业收入 97.84 亿元（-18.62%），归母净利润 8.91 亿元（-13.62%）。2026 年前三季度，公司实现营业收入 68.35 亿元（同比-11.97%），综合毛利率同比提升 2.64pct 至 27.66%，归母净利润 6.14 亿元（-12.37%），扣非净利润 5.68 亿元（-12.22%），前三季度整体表现基本符合经营预期。收入下滑主要由原料药业务主动收缩低毛利品种所致，而毛利率的持续提升印证了业务结构优化与制造效率改善的效果。

分业务来看，三大业务明显分化：2025 年原料药中间体收入 61.65 亿元（-28.74%）、CDMO 收入 21.98 亿元（+16.66%）、药品收入 11.50 亿元（-8.42%）。2026 年前三季度分化延续，原料药中间体收入 40.28 亿元（-22.53%）、CDMO 收入 20.50 亿元（+21.38%）、药品收入 7.16 亿元（-14.48%）。从毛利贡献看，CDMO 业务自 2025 年起已跃升为公司第一大毛利来源；展望长期，CDMO 收入有望超过原料药业务，成为公司第一大收入来源。

仅供内部参考，请勿外传！

图 3：普洛药业营业收入变化情况



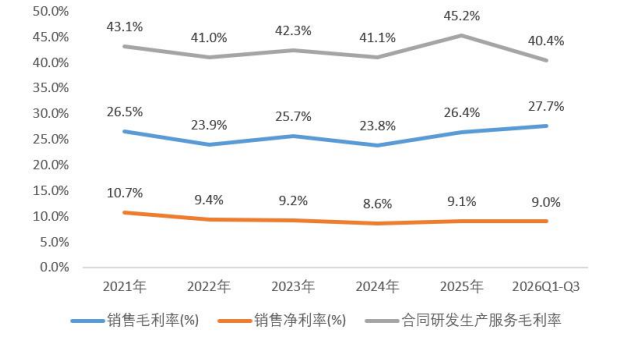
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 4：普洛药业归母净利润变化情况



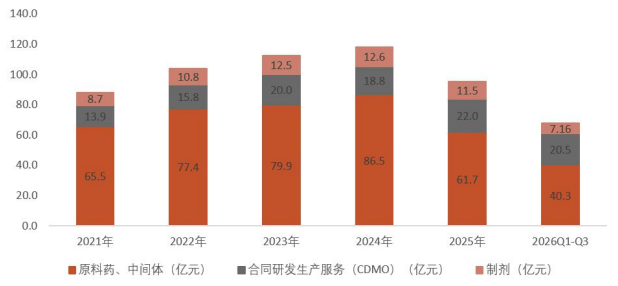
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 5：普洛药业毛利率与净利率



资料来源：Wind，《2026 年 10 月 22 日投资者关系活动记录表》,山西证券研究所

图 6：普洛药业各项业务收入变化情况



资料来源：Wind，《2026 年 10 月 22 日投资者关系活动记录表》,山西证券研究所

1.3 原料药业务：主动收缩低毛利，头孢/兽药/GLP-1 多线布局

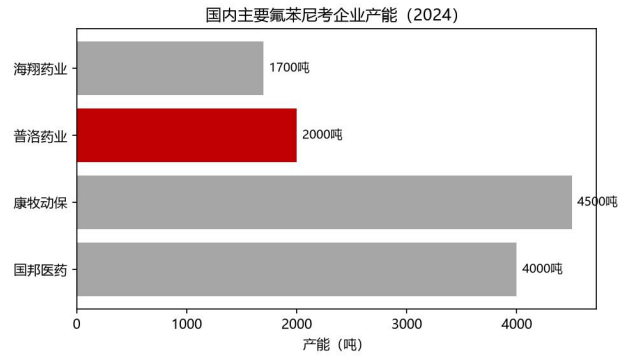
2024 年，公司原料药中间体业务实现销售收入 86.51 亿元（+8.32%），毛利率 14.97%。2025 年受行业周期、需求疲软及竞争加剧影响，收入降至 61.65 亿元（-28.74%），毛利率 13.53%。2026 年前三季度原料药收入 40.28 亿元（-22.53%），毛利率提升至 16.14%（+3.23pct）；其中

仅供内部参考，请勿外传！

Q3 收入 11.77 亿元（-26.27%），毛利率 12.65%（+1.50pct），下滑主因进一步收缩低毛利业务，叠加氟苯尼考 7 月至 8 月上旬价格跌至历史低位（9 月初起略有回升），拖累最差阶段基本过去。公司将更多商业化产能用于较好毛利产品，近 3 年拟完成 30-50 个新品种 DMF 申报提供新增量；预计 2027 年原料药业务企稳回升、收入小幅正增长。

公司原料药中间体产品涵盖头孢系列、青霉素系列、精神类系列、心脑血管类系列和兽药原料药中间体系列。公司兽药原料药以抗生素主流品种为主，核心品种氟苯尼考、吉他霉素等应用于动物养殖和保健。公司通过强化市场拓展与战略品种合作体系，静待景气拐点。

图 7：国内主要氟苯尼考企业产能



资料来源：南方农村报、原料药情报局、国邦医药公告，山西证券研究所

图 8：氟苯尼考价格变化趋势（元/kg）



资料来源：中国兽药饲料中心，山西证券研究所

至 2024 年，公司医美原料相关业务超 2 亿元，围绕合成生物学与酶催化平台、生物发酵制造能力两大核心竞争力持续发力。同时积极布局 GLP-1 等新品种原料药，司美格鲁肽原料药及注射液已推进相关临床与注册工作。

1.4 药品（制剂）业务：集采加速放量，多品种策略推进

公司拥有 120 多个制剂品种，涵盖抗感染类、心脑血管类、抗肿瘤类、中枢神经系统类等，剂型齐全（片剂、缓释片、胶囊、颗粒、注射剂、口服液、软膏等），产业链完善（以自产原料为主）。2024 年药品业务收入 12.56 亿元（+0.51%），毛利率 60.81%；2025 年收入 11.50 亿元（-8.42%），毛利率 61.55%；2026 年前三季度药品收入 7.16 亿元（-14.48%），毛利率 56.16%（-4.58pct）；其中 Q3 收入 1.83 亿元（-27.89%），毛利率 46.02%（-14.07pct），主要受集采续约降价、三季度抗生素销售淡季及仿制药行业现状影响。公司优势产品价格 2026 年三季度基

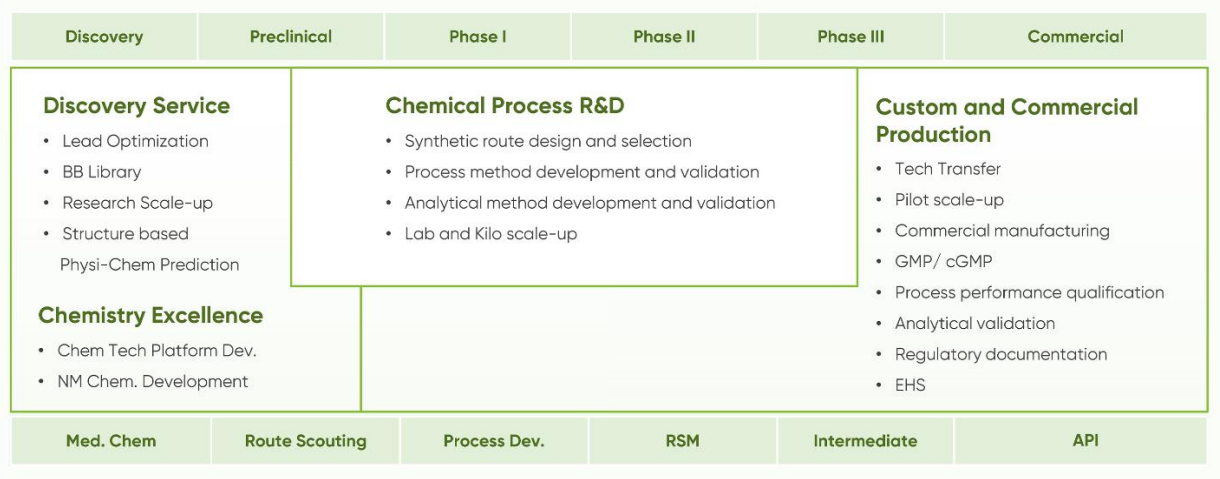
仅供内部参考，请勿外传！

本调整到位，预计 2026-2027 年该业务仍将低位徘徊，业务重心转向心脑血管、精神类、消化类等新领域品种及改良型新药的差异化布局。药品业务在研项目 70 个，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，其中，司美格鲁肽注射液（减重和降糖两个适应症）III 期临床进展顺利，目前处于临床试验资料整理中；持续丰富的产品线将为公司药品业务带来更广阔的发展空间。

2. CDMO 业务：项目漏斗成型，小分子/ADC/多肽三线共振

CDMO 是公司中长期增长的核心引擎，公司坚定实施"做强 CDMO"战略。公司 CDMO 的 D 端（研发）能力自 2019-2020 年才开始系统建设，经过多年扩充已形成明显的"漏斗效应"——项目伴随客户从临床前逐步推进至商业化阶段，商业化项目数量持续增加，未来增速将逐年提升。

图 9：公司一站式 CDMO 服务



资料来源：普洛药业公司官网，山西证券研究所

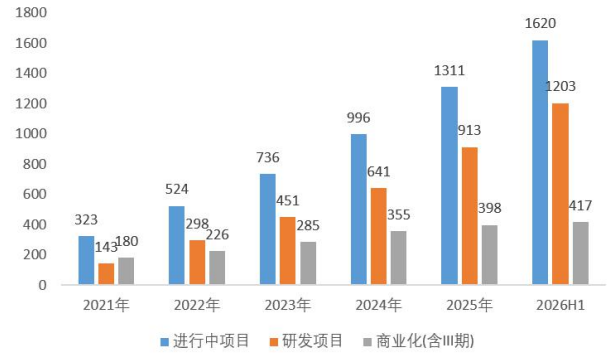
2026 年前三季度，CDMO 业务实现营收 20.50 亿元（+21.38%），毛利率 40.39%；其中 Q3 实现营收 6.42 亿元（+40.96%），毛利率 35.52%，单季毛利率波动主要系临床期订单交付加速所致，后续随商业化订单逐渐放量，毛利率将回归 40%-45%正常区间。项目总数 1715 个（+38%），其中商业化项目+10%、临床期项目+51%、报价项目+27%；DS 项目商业化 31 个（+24%）、验证期 33 个（+28%）、小试及中试 122 个（+37%），整体增长 28%；IND 项目 34

仅供内部参考，请勿外传！

个（已完成 30 个）、NDA 项目 24 个（已完成 12 个）、二供项目 21 个（已完成 17 个）；多肽在研项目 81 个、ADC 在研项目 55 个。公司 CDMO 项目结构“漏斗”模型持续扩大，客户数和项目数持续保持快速增长，随着越来越多的创新药项目进入商业化阶段，多个客户核心产品逐渐进入收获期，将有力助推 CDMO 业务加速增长。公司商业化订单继续保持滚动增长态势，公司后续三年内将交付的商业化在手订单超 78 亿元，指引 2026 年全年 CDMO 增速 20%以上。

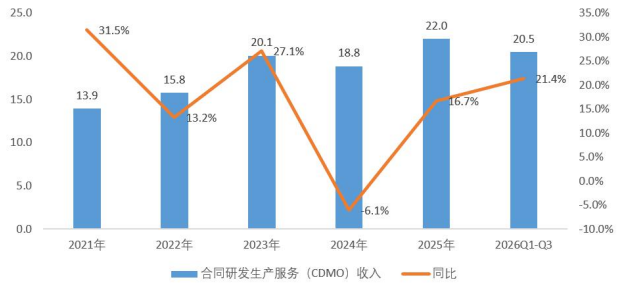
产能与人员方面，公司自 2026 年初启动新一轮 CDMO 产能建设，计划新建 5 个大型车间、改造 2 个车间，总投资近 20 亿元；其中 4 个车间预计 2027 年四季度投入使用（含临床产品车间与订单已锁定的商业化车间），其余 3 个新建车间预计 2028 年三季度或四季度投产，投产前 CDMO 产能将持续紧张。截至 2026 年 9 月末，公司总研发人员约 1500 余人、其中 CDMO 板块接近 1300 人，新增人员中部分处于学习培训期，短期对利润有一定摊薄，中期将形成产出回报。

图 10：普洛药业 CDMO 项目漏斗模型



资料来源：普洛药业 2021-2025 年年报、2026 半年报，山西证券研究所

图 11：普洛药业 CDMO 收入及同比增速



资料来源： Wind，《2026 年 10 月 22 日投资者关系活动记录表》，山西证券研究所

2.1 小分子 CDMO：基本盘稳固，DS 项目驱动订单结构改善

小分子 CDMO 是公司基本盘。公司具备从临床前到商业化、从 RSM 到关键中间体、API 乃至制剂能力的全产业链"一站式"服务。2026 年前三季度 DS（起始物料+注册中间体+API）项目商业化 31 个（+24%）、验证期 33 个（+28%）、小试及中试 122 个（+37%），整体增长 28%。

仅供内部参考，请勿外传！

客户结构方面，Big Pharma 贡献金额增量、中美 Biotech 贡献数量增量，CDMO 收入约 70%来自海外、30%来自国内。

图 12：DS(API)项目数量变化情况



资料来源：普洛药业 2021-2025 年年报、《2026 年 10 月 22 日投资者关系活动记录表》，山西证券研究所

2.2 双技术平台进展：ADC 承接复杂分子项目，多肽固相液相产能升级

ADC 生产涉及高活/高毒化合物（payload）与连接子（linker），对高活车间要求极高，国内合规高活产能稀缺。公司已建立 ADC 技术平台，高活化合物车间接近满产、新车间设计中。2026 年前三季度 ADC 领域在研项目 55 个，公司承接了较多 ADC、分子胶、多肽领域复杂分子项目，新分子项目数量增长很快。

公司依托多肽技术平台，覆盖普通多肽、环肽等各类多肽项目。固相合成产能正扩产至 2 万升以上，液相合成多肽技术路径已走通（可大幅降低溶剂使用）。2026 年前三季度多肽在研项目 81 个，多肽 GMP 中试生产线已建成投产，适配 GLP-1 等重磅品种商业化需求。

仅供内部参考，请勿外传！

3. 盈利预测

我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 93.40、105.76、122.00 亿元，同比-4.5%、+13.2%、+15.4%

（1）CDMO 业务：在手订单充沛、项目漏斗进入兑现期，预计 2026-2028 年收入增速 25%、35%、35%，对应收入 27.48、37.09、50.07 亿元。

（2）原料药中间体：主动收缩低毛利业务，预计 2026-2028 年增速-15%、+3%、+3%，对应收入 52.40、53.97、55.59 亿元。

（3）药品业务：集采放量与新品种获批，预计 2026-2028 年增速-5%、+10%、+13%，对应收入 10.93、12.02、13.58 亿元。

仅供内部参考，请勿外传！

表 1：普洛药业重要业务收入及盈利预测（亿元）

业务	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	120.22	97.84	93.40	105.76	122.00
同比(%)	+4.8%	-18.6%	-4.5%	+13.2%	+15.4%
毛利率(%)	23.8%	26.3%	27.7%	28.9%	30.2%
原料药中间体	86.51	61.65	52.40	53.97	55.59
同比(%)	+8.3%	-28.7%	-15.0%	+3.0%	+3.0%
毛利率(%)	14.97	13.53	16.00	16.00	16.00
合同研发生产服务（CDMO）	18.84	21.98	27.48	37.09	50.07
同比(%)	-6.0%	+16.7%	+25.0%	+35.0%	+35.0%
毛利率(%)	41.06	45.24	40.00	40.00	40.00
制剂（药品）	12.56	11.50	10.93	12.02	13.58
同比(%)	+0.6%	-8.4%	-5.0%	+10.0%	+13.0%
毛利率(%)	60.81	61.55	56.00	56.00	56.00

资料来源：Wind，山西证券研究所预测

4. 风险提示

行业政策与集采风险：公司原料药及药品业务受医保控费、带量采购、环保安全监管等政策影响，若政策超预期收紧，可能对公司经营产生不利影响。

原料药价格波动风险：原料药产品价格具有周期性，若行业产能出清慢于预期、价格持续低迷，可能拖累原料药业务收入与利润。

CDMO 订单与项目进度风险：CDMO 业务依赖下游创新药客户研发与商业化进度，若客户项目临床失败、审批延后或订单交付不及预期，可能影响 CDMO 业务增速。

汇率波动风险：公司 CDMO 及原料药业务海外收入占比较高，汇率波动可能对经营业绩产生较大影响（2026 年上半年汇兑损益负贡献 5700 万元）。

产能投放不及预期风险：公司在建 CDMO、多肽、高活等新增产能若投产进度不及预期，可能制约业务放量节奏。

市场竞争加剧风险：CDMO 及原料药行业竞争激烈，若公司无法持续提升技术、产能与客户服务能力，可能面临市场份额与盈利空间被压缩的风险。

仅供内部参考，请勿外传！

仅供内部参考，请勿外传！

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	8187	7879	8769	10058	11701
现金	3662	3786	4484	5187	6381
应收票据及应收账款	2083	2004	2057	2350	2530
预付账款	228	106	213	148	268
存货	1860	1602	1645	1969	2121
其他流动资产	354	381	371	403	401
非流动资产	4542	4439	4338	4181	3980
长期投资	71	55	38	20	0
固定资产	3347	3314	3137	2941	2719
无形资产	315	349	338	315	296
其他非流动资产	809	721	825	905	965
资产总计	12729	12318	13107	14239	15681
流动负债	5743	5365	5667	6125	6558
短期借款	814	1027	1027	1027	1027
应付票据及应付账款	3633	3382	3341	3996	4110
其他流动负债	1295	956	1299	1102	1422
非流动负债	**236**	**607**	**509**	**409**	**307**
长期借款	70	468	371	270	168
其他非流动负债	166	138	138	138	138
负债合计	5979	5972	6177	6534	6865
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	6113	6837	7778
归属母公司股东权益	6742	6338	6923	7698	8808
负债和股东权益	12729	12318	13107	14239	15681

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	1360	1424	1877
净利润	1031	891	860	1125	1462
折旧摊销	584	671	491	533	578
财务费用	-115	-59	-73	-115	-152
投资损失	18	-20	20	10	7
营运资金变动	-474	-405	58	-128	-16
其他经营现金流	164	142	4	-1	-1
投资活动现金流	-398	-372	-413	-386	-382
筹资活动现金流	-582	-643	-249	-335	-301
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.89	0.77	0.74	0.97	1.26
每股经营现金流(最新摊薄)	1.04	1.05	1.17	1.23	1.62
每股净资产(最新摊薄)	5.82	5.47	5.98	6.64	7.60

利润表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	12022	9784	9340	10576	12200
营业成本	9155	7205	6757	7521	8511
营业税金及附加	56	60	44	54	63
营业费用	640	548	523	592	683
管理费用	481	423	402	455	525
研发费用	641	611	588	666	769
财务费用	-115	-59	-73	-115	-152
资产减值损失	-69	-83	-40	-40	-40
公允价值变动收益	8	0	-4	1	1
投资净收益	-18	20	-20	-10	-7
营业利润	1212	1071	1036	1354	1756
营业外收入	2	3	3	2	2
营业外支出	10	8	10	11	10
利润总额	1203	1066	1029	1345	1748
所得税	172	176	169	221	287
税后利润	1031	891	860	1125	1462
少数股东损益	-0	0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	1031	891	860	1125	1462
EBITDA	1732	1717	1471	1806	2222

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	-4.5	13.2	15.4
营业利润(%)	-0.7	-11.7	-3.3	30.7	29.7
归属于母公司净利润(%)	-2.3	-13.6	-3.4	30.8	30.0
获利能力					
毛利率(%)	23.8	26.4	27.7	28.9	30.2
净利率(%)	8.6	9.1	9.2	10.6	12.0
ROE(%)	15.3	14.0	12.4	14.6	16.6
ROIC(%)	12.7	11.0	9.7	11.6	13.5
偿债能力					
资产负债率(%)	47.0	48.5	47.1	45.9	43.8
流动比率	1.4	1.5	1.5	1.6	1.8
速动比率	1.0	1.1	1.2	1.2	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	5.7	4.8	4.6	4.8	5.0
应付账款周转率	2.4	2.1	2.0	2.1	2.1
估值比率					
P/E	23.5	27.2	28.1	21.5	16.5
P/B	3.6	3.8	3.5	3.1	2.7
EV/EBITDA	12.4	12.8	14.5	11.3	8.6

资料来源：常闻、山西证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
B： 预计波动率大于相对基准指数。

仅供内部参考，请勿外传！

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海
上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

深圳
广东省深圳市南山区科苑南路 2700 号华润金融大厦 23 楼

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

