

普洛药业（000739.SZ）CDMO 四问四答<sup>1</sup>

华丽蜕变，跻身国内 CDMO 头部梯队<sup>2</sup>

我们曾于 2021 年发布《三问普洛药业 CDMO：结构、兽药、优势》，时隔四年，我们再用四问四答更新普洛药业 CDMO 业务近年进展，并看好公司 CDMO 业务的高潜力驱动公司持续发展。

问一：为什么我们认为普洛药业已逐步进阶跻身国内 CDMO 头部梯队？——经过二十多年的积累，以及近年的加速着力重点建设和实力提升，公司 2020 年以来已连续 5 年位居《中国医药 CDMO 企业 20 强》榜单前 5 名。

- 从行业横向对比来看，普洛药业 CDMO 业务的收入体量、增速、项目数量已处于行业头部梯队中；公司目标是 2-3 年后，CDMO 运营项目能达到 3000 个，每年有 10-20 个进入商业化。
- 从公司自身业务趋势来看，CDMO 收入、利润占比提升，已成为驱动公司业绩增长的主要力量，并有望在未来持续扩大占比。

问二：研发 D 端能力进度如何？——快速发展，漏斗前沿不断拓宽。公司以“M”端业务起家，因此市场亦非常关注公司“D”端能力进展。近年公司持续加大对 CDMO 研发费用投入，CDMO 研发人员不断扩张（研发人员 500+，预计未来 2 年内可能会扩展到 1000 人左右），增强了前端项目的承接能力及成本控制能力，导流效应逐步体现。公司已经形成全球三大研发中心、两大支持中心、八大技术平台（合成生物学及酶催化、流体化学、晶体粉体技术、泛偶联、高活、多肽技术等）的完整研发体系。

问三：制造 M 端传统优势是否持续巩固？——大规模产能与先进灵活产能兼具，通过多个国际认证服务全球客户。公司 CDMO 可与原料药业务协同发展，公司八家生产子公司总化学合成能力可达 11,000m<sup>3</sup>，总生物发酵生产能力可达 6,570m<sup>3</sup>，公司经营能力强；同时公司建设了流体化学、高活性化合物、CDMO 柔性等多条技术水平高、市场稀缺性高的高端产能；质量及体系方面，公司通过了 WHO、FDA、欧盟 EDQM、德国 EUGMP 及日本 PMDA 认证，优良的体系认证能够更好服务国内外客户的不同阶段项目。

问四：如何看待普洛 CDMO 未来的空间？——从项目、客户角度看，后劲充沛。1) 从客户端看，截止 24 年末公司已与 572 家国内外创新药企业签订保密协议，4 类客户共同发力（Big pharma 为基石占比 40%+，国内创新药企占比~20%有望继续提升，及海外 Biotech、欧美 CDMO），公司在美国波士顿、德国法兰克福、日本东京等地设立了 BD 办公室推动业务发展。2) 从项目端看，公司 API 项目 22 个已经进入商业化阶段，15 个正在验证阶段，79 个 API 项目处于小试研发阶段，为公司业务加速发展带来更强确定性。

投资建议：我们认为普洛药业 CDMO 业务从技术投入到制造端体系进行了全面升级，成为驱动公司未来增长的重要动力。考虑到公司原料药业务结构调整和制剂集采续标影响，我们调整公司盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润 10.0、12.1、15.2 亿元，同比-3%、+21%、+25%，对应当前 PE17、14、11 倍，维持“强烈推荐”投资评级。

风险提示：原料药产品降价风险、集采续采等导致制剂价格降低、CDMO 项目推进进度低于预期、地缘政治风险等。

强烈推荐（维持）<sup>11</sup>

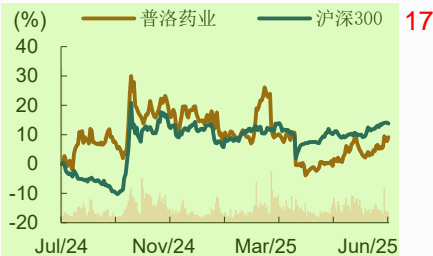
消费品/生物医药<sup>12</sup>  
目标估值：NA  
当前股价：14.8 元

基础数据<sup>13</sup>

总股本（百万股）	1158 <sup>14</sup>
已上市流通股（百万股）	1158
总市值（十亿元）	17.1
流通市值（十亿元）	17.1
每股净资产（MRQ）	6.0
ROE（TTM）	14.8
资产负债率	44.9%
主要股东	横店集团控股有限公司
主要股东持股比例	28.3%

股价表现<sup>15</sup>

%	1m	6m	12m	<sup>16</sup>
绝对表现	2	-0	13	
相对表现	-2	-6	-1	



资料来源：公司数据、招商证券<sup>18</sup>

相关报告<sup>19</sup>

- 《普洛药业（000739）—原料药、制剂短期承压，CDMO 项目数量保持高速增长趋势》2025-03-18<sup>20</sup>
- 《普洛药业（000739）—汇兑波动影响当期利润，2030 新战略引领各业务持续开拓新增长力量》2024-10-21
- 《普洛药业（000739）—高基数下实现增长，单季度利润再创新高》2024-08-16

梁广楷 S1090524010001<sup>21</sup>  
liangguangkai@cmschina.com.cn  
许菲菲 S1090520040003  
xufeifei@cmschina.com.cn  
侯彪 S1090525070010  
houbiao@cmschina.com.cn

财务数据与估值 1

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	11474	12022	10035	9505	10668
同比增长	9%	5%	-17%	-5%	12%
营业利润(百万元)	1220	1212	1180	1424	1782
同比增长	21%	-1%	-3%	21%	25%
归母净利润(百万元)	1055	1031	1002	1211	1519
同比增长	7%	-2%	-3%	21%	25%
每股收益(元)	0.91	0.89	0.87	1.05	1.31
PE	16.2	16.6	17.1	14.2	11.3
PB	2.8	2.5	2.3	2.1	1.8

资料来源：公司数据、招商证券 3



正文目录<sup>1</sup>

一、为什么我们认为普洛逐步进阶跻身国内 CDMO 头部梯队？	5
二、研发 D 端能力进度如何？——快速发展，漏斗前沿不断拓宽	10
三、制造 M 端传统优势是否持续巩固？——大规模产能与先进灵活产能建设兼具，服务全球客户	14
四、如何看待普洛 CDMO 未来的空间？——从项目、客户角度看，后劲充沛	16
五、投资建议	19
六、风险提示	20

图表目录<sup>3</sup>

图 1：一图看普洛 CDMO 业务发展历史	5
图 2：2019~2024 年国内头部 CDMO 公司小分子业务收入情况对比	6
图 3：2020~2024 年国内头部 CDMO 公司小分子业务项目情况对比	7
图 4：2019~2024 年国内头部 CDMO 公司小分子业务毛利率情况对比	7
图 5：公司三大业务收入情况	8
图 6：公司 CDMO 业务收入占比持续提升	8
图 7：公司三大业务毛利润情况	8
图 8：公司 CDMO 业务毛利润占比持续提升	8
图 9：公司已经建立起一站式服务的 CDMO 平台	9
图 10：公司研发投入持续增加	10
图 11：2022 年公司研发费用分布	10
图 12：公司高学历员工数量持续增加	10
图 13：公司研发人员数量占比持续提升	10
图 14：公司的流体化学平台	12
图 15：公司的晶体与粉体工程平台	12
图 16：公司的合成生物学与酶催化平台	13
图 17：公司的多肽技术平台	13
图 18：公司的高活化合物平台	14
图 19：公司 2020-2023 年保持高强度资本开支提升先进产能能力	15

图 20: 公司 CDMO 商业化生产车间 .....	16	1
图 21: 公司连续化生产车间 .....	16	
图 22: 公司 CDMO 项目已形成漏斗结构, 增长动力充沛 .....	17	
图 23: 2021~2024 年公司 CDMO 各阶段项目同比增速变化趋势 .....	17	
图 24: 公司四个类别的 CDMO 客户 .....	18	
图 25: 公司 2019 年以来与多家合作伙伴签订战略合作协议 .....	19	
图 26: 普洛药业历史 PE Band .....	19	
图 27: 普洛药业历史 PB Band .....	19	

表 1: 公司 CDMO 研发人员逆势快速增加 .....	10	2
表 2: 公司已在全球布局三大 CDMO 研发中心 .....	11	
附: 财务预测表 .....	21	

## 一、为什么我们认为普洛逐步进阶跻身国内 CDMO 头部梯队？<sup>1</sup>

我们认为，经过二十多年的深耕细作与积累，普洛药业已经从传统原料药公司进阶发展进入国内小分子 CDMO 头部梯队。<sup>2</sup>

从公司的 CDMO 业务发展阶段来看，可以分为三个大的阶段：<sup>3</sup>

**1) 2000-2017 早期积累**，自 2001 年上市以来，公司通过原料药中间体业务积累了丰富的化学合成与生产工艺经验，为后续 CDMO 业务发展奠定了坚实的基础；<sup>4</sup>

**2) 2017-2020 战略聚焦**，2017 年，公司实施组织管理结构和发展战略重大调整，实行“职能+事业部”的统一管理模式，提出“做精原料药、做强 CDMO、做优制剂”战略，单独成立 CDMO 事业部，明确聚焦小分子 CDMO 领域，目标成为国内领先的一站式服务提供商。初期重点发展覆盖临床前至商业化的化学合成技术，并布局连续化生产、酶催化等绿色工艺提升效率，同时与众多国内外 Big Pharma 及 Biotech 公司建立了长期战略合作关系；<sup>5</sup>

**3) 2020-至今，加速发展 D 端能力，进一步强化 M 端优势，项目、BD、客户加速拓展，进入发展快车道。**2021 年，公司提出“强科技研发、高标准合规、低成本制造”发展理念，持续提升研发创新能力、先进制造能力、体系保障能力和运营效率，企业核心竞争力不断增强。<sup>6</sup>

2020 年以来，公司连续 5 年位居《中国医药 CDMO 企业 20 强》榜单前 5 名。<sup>7</sup>

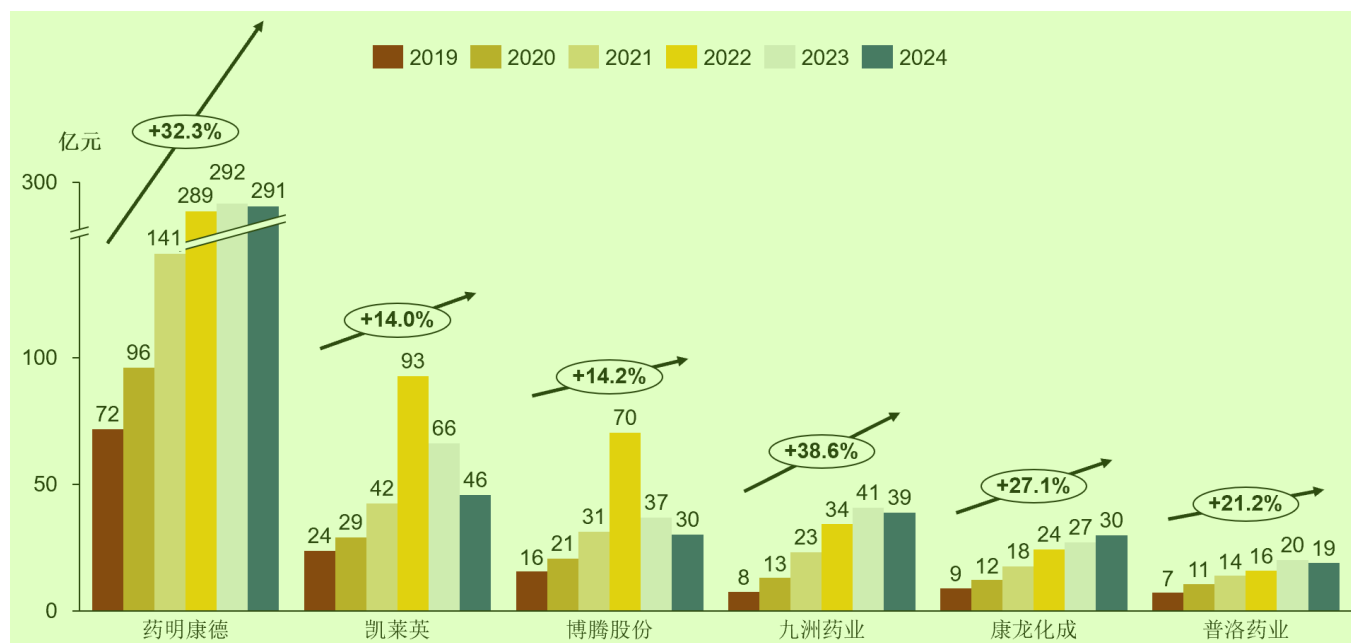
图 1：一图看普洛 CDMO 业务发展历史<sup>8</sup>



资料来源：公司公告、招商证券整理绘制<sup>10</sup>

从行业横向对比来看，普洛药业 CDMO 业务的收入体量、增速、项目数量已在<sup>1</sup>国内居前。

图 2：2019~2024 年国内头部 CDMO 公司小分子业务收入情况对比<sup>2</sup>



资料来源：各公司数据、招商证券（备注：药明康德为 Wuxi Chemistry 收入，凯莱英为临床+商业化阶段 CDMO 解决方案收入，康龙化<sup>4</sup>成为小分子 CDMO 收入，普洛药业和九洲药业为 CDMO 收入，博腾股份为总营收）

从项目数量看，普洛药业 CDMO 进行中项目数量已处于行业前列，以及验证阶<sup>5</sup>段 API 数量亦提供更多后续动力。

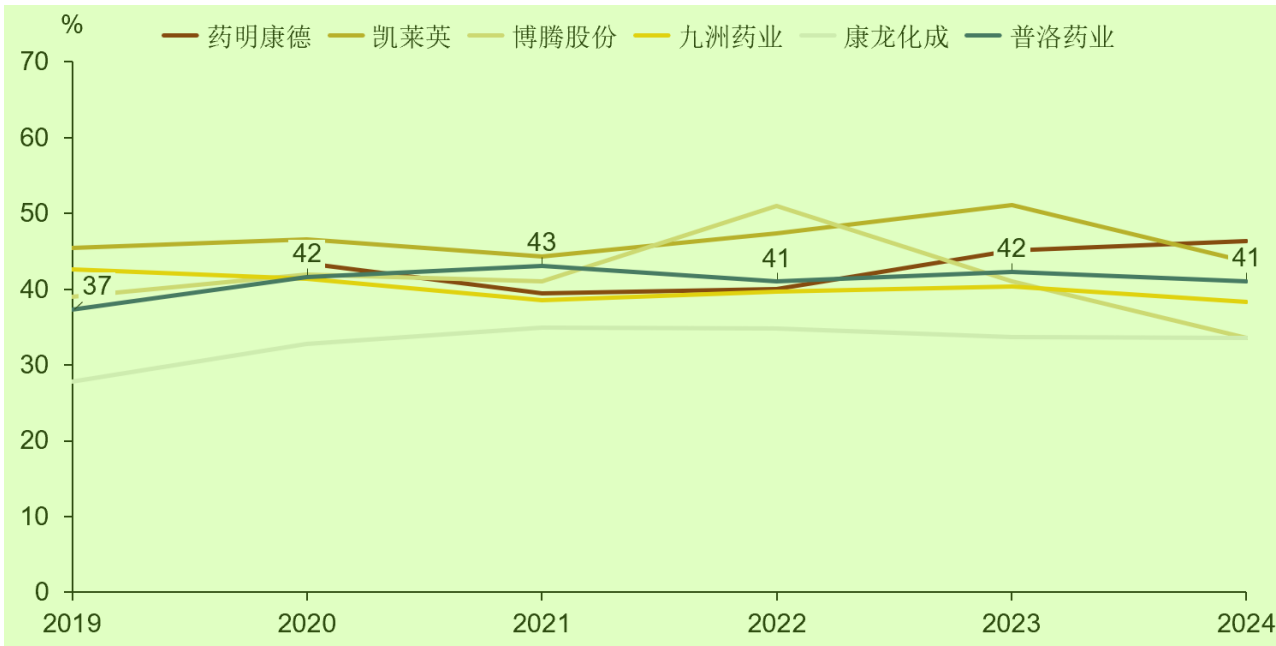


图 3：2020~2024 年国内头部 CDMO 公司小分子业务项目情况对比 1

公司	项目阶段/类型	2020	2021H1	2021	2022H1	2022	2023H1	2023	2024H1	2024
药明康德 (Wuxi Chemistry)	R	-	-	310000+	349704	396773	424938	420000+	450000+	460000+
	临床前及 I 期	1024	1113	1318	1627	1941	2403	2748	2825	2865
	II 期	217	220	257	288	293	301	326	353	360
	III 期	45	48	49	52	57	59	66	74	80
	商业化	28	32	42	43	50	56	61	67	72
康龙化成	临床前	487	467	754	500	809	431	659	498	782
	I / II 期	202	197	224	182	230	136	170	162	242
	III 期	47	27	30	22	24	24	27	19	23
	工艺验证和商业化	3	4	5	10	15	29	29	16	19
凯莱英	IND 前&临床早期	147	115	235	172	297	224	317	249	383
	III 期	42	36	55	48	62	52	69	61	73
	商业化	32	28	38	34	40	34	40	43	48
九洲药业	I / II 期	438	471	582	662	764	839	902	988	1026
	III 期	40	41	49	55	61	66	74	81	84
	已上市	16	18	20	23	26	29	32	34	35
博腾股份 (原料药 CDMO)	II 期及之前	224	158	238	134	281	191	369	253	400
	III 期	41	29	42	31	55	45	67	44	69
	新药申请及上市	94	69	89	83	113	87	154	111	157
	API 项目	92	79	105	93	127	106	181	146	206
	工艺验证项目	-	-	-	19	28	20	33	19	3
普洛药业	报价项目	540	355	812	441	820	484	905	731	1601
	进行中项目	200	250	323	405	524	610	736	876	996
	研发阶段	88	93	143	203	298	363	451	559	641
	商业化阶段	112	157	180	202	226	247	285	317	355
	人用药	74	103	120	138	154	171	200	228	262
	兽药	25	34	37	39	42	43	46	48	48
	其他	13	20	23	25	30	33	39	41	45
	API 项目	-	39	45	48	55	69	82	103	116
	研发阶段	-	22	28	29	33	44	54	72	79
	验证阶段	-	9	9	10	8	8	10	13	12
	商业化阶段	-	8	8	9	14	17	18	18	22
	签订保密协议客户数	70+	126	158	-	-	264	414	512	572

资料来源：各公司公告、招商证券 3

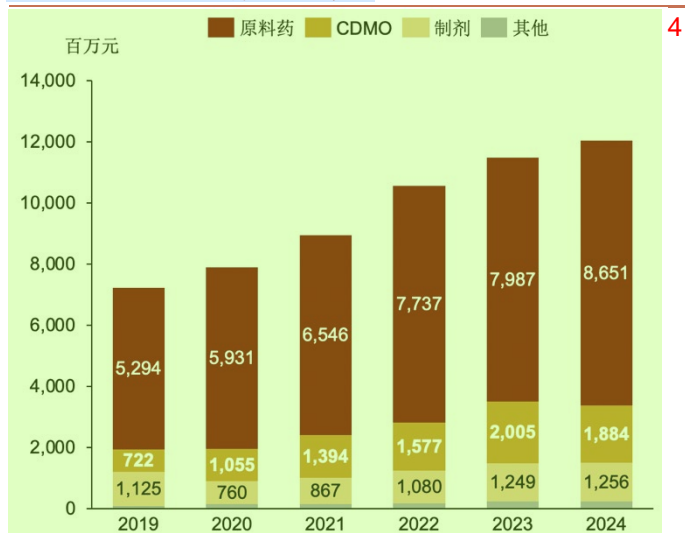
图 4：2019~2024 年国内头部 CDMO 公司小分子业务毛利率情况对比 4



资料来源：各公司数据、招商证券（备注：药明康德为 Wuxi Chemistry 毛利率，康龙化成成为小分子 CDMO 毛利率，九洲药业和普洛药业为 CDMO 业务毛利率，凯莱英和博腾股份为总毛利率）

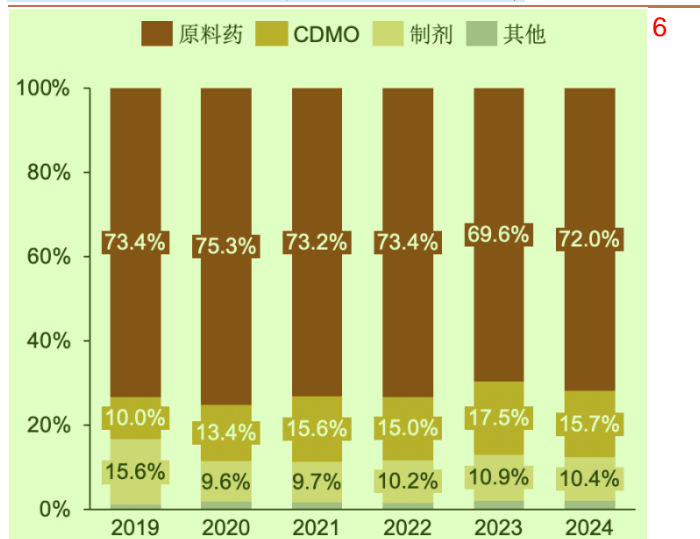
从公司业务自身纵向发展来看，CDMO 业务实现了快速发展，CDMO 收入占比、毛利润占比持续提升（2023 年受新冠项目高基数），对公司利润增长的贡献逐步扩大。

图 5：公司三大业务收入情况



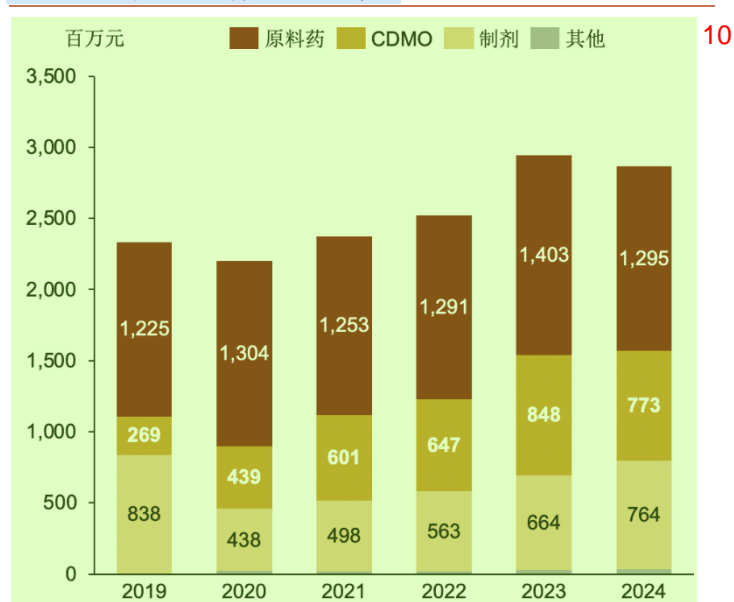
资料来源：公司数据、招商证券

图 6：公司 CDMO 业务收入占比持续提升



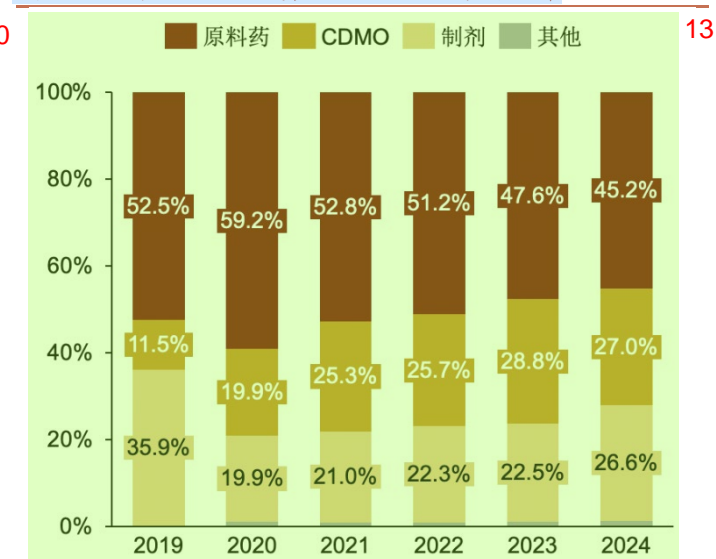
资料来源：公司数据、招商证券

图 7：公司三大业务毛利润情况



资料来源：公司数据、招商证券

图 8：公司 CDMO 业务毛利润占比持续提升



资料来源：公司数据、招商证券

从 CDMO 收入结构来看：

根据公司公告，2022 年 CDMO 收入中 87% 为国外客户业务，13% 为国内客户业务；随着公司国内客户的持续开拓，国内客户收入占比有所提升，24 年国内业务量占比达到 20%。



-从产品结构看，公司还持续推进从“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。根据 2024 年年报，API 项目总共 116 个，同比增长 40%；其中 22 个已经进入商业化阶段，15 个正在验证阶段，还有 79 个 API 项目处于小试研发阶段。

从 CDMO 业务范围来看，公司提供涵盖从药物发现到商业生产的整个生命周期的一站式服务，包括药物发现服务、化学研究、化学工艺研发、定制和商业生产等，能够为各研发阶段的创新药客户提供服务。

图 9：公司已经建立起一站式服务的 CDMO 平台

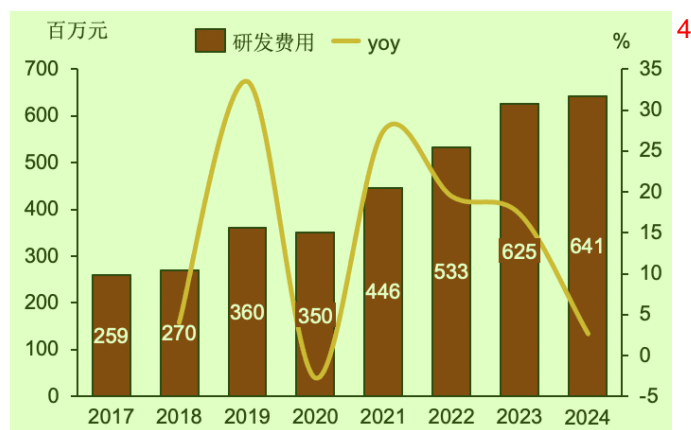


资料来源：公司官网、招商证券

## 二、研发 D 端能力进度如何？——快速发展，漏斗前沿不断拓宽<sup>1</sup>

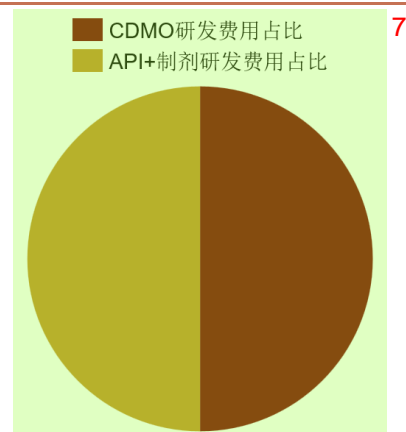
在我们此前发布的《CDMO 产业图谱：钻石赛道的“4C”分析框架》中分析，<sup>2</sup> CDMO 业务需要“D（Development）”端研发和“M（Manufacture）”端生产制造能力，公司传统优势在“M”端制造，因此我们也格外关注公司“D”端能力的发展。我们可以看到，近年公司持续加大研发投入，且研发费用主要投向 CDMO 发展“D”端能力，CDMO 研发人员不断扩张、技术平台亦得到多方面夯实，增强了前端项目的承接能力及成本控制能力，导流效应逐步体现。

图 10：公司研发投入持续增加<sup>3</sup>



资料来源：公司数据、招商证券<sup>5</sup>

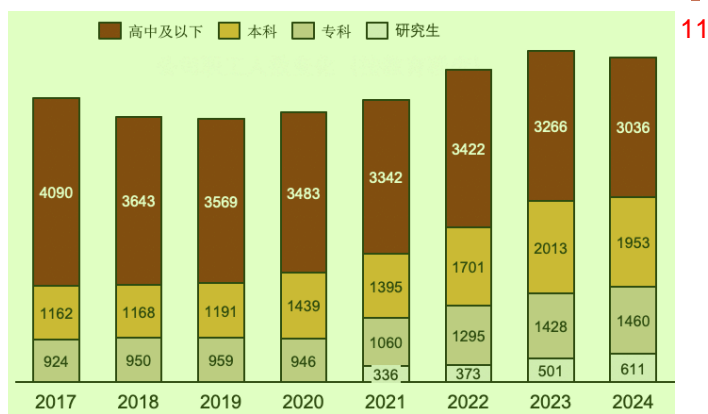
图 11：2022 年公司研发费用分布<sup>6</sup>



资料来源：公司公告、招商证券<sup>8</sup>

公司高学历人才占比持续提升，CDMO 研发人员持续扩招，彰显发展信心。<sup>9</sup>

图 12：公司高学历员工数量持续增加<sup>10</sup>



资料来源：公司数据、招商证券<sup>12</sup>

图 13：公司研发人员数量占比持续提升<sup>13</sup>



资料来源：公司数据、招商证券<sup>15</sup>

表 1：公司 CDMO 研发人员逆势快速增加

年份	普洛 CDMO 研发人员数量 (个)
----	--------------------

年份	普洛 CDMO 研发人员数量 (个)
2018	50
2019	100
2020	160
2021	400+
2023	500+
2024	500+
2025.3	600+
未来 2 年	1000

1

资料来源：公司公告、招商证券 2

通过持续高强度投入，公司的 D 端能力已得到快速提升，公司在横店本部、上海 3  
浦东、美国波士顿都设有研发中心，已具备一站式研发生产服务能力。此外，在  
美国波士顿、欧洲法兰克福、日本东京、印度孟买等多地设立了 BD Office，更  
好地服务、对接全球客户。

从项目数量结果看，公司项目数量得到快速增长，2024 年报价项目数量 1604 4  
个，同比增长 77%；进行中项目 996 个，同比增长 35%。

表 2：公司已在全球布局三大 CDMO 研发中心5

地点	面积/研发能力
横店本部研发中心	88,000ft <sup>2</sup> ；250 多名化学家；工艺优化/技术转移/CMC
上海研发中心	68,000ft <sup>2</sup> ；300 多名化学家；筛选/工艺开发/优化/CMC
波士顿研发中心	2024 年 Q2 投入运营；16,000ft <sup>2</sup> ；两年内招募 40 多名化学家；技术开发 平台/先导物优化/筛选/毒性批次制备

6

资料来源：公司官网、招商证券 7

公司的各个技术平台不断完善，对 CDMO 业务起到了重要的支持作用；比如合 8  
成生物学及酶催化、流体化学技术平台已经广泛应用于多个 CDMO 项目中；多  
肽技术平台也有了实质性的进展。另外，公司还在着重建设 PROTAC 与 ADC  
技术方向能力。公司已经形成两大支持中心（工艺安全实验室、分析测试中心），  
八大技术平台的完整研发体系，技术平台包括：

■ 流体化学平台：公司建立了行业领先的流动化学平台，提供从可行性、工艺 9  
开发和优化（PD&O）、放大到商业生产的服务。波士顿工厂在早期流动  
化学方面拥有领先的专业知识，上海和横店工厂在先进的分析技术和熟练的  
科学家的支持下，可以高效地开发克级到公斤级样品。

公司流体化学平台，涵盖整个生命周期，从早期开发到中间体和 API 的制造。 10  
提供以下服务：1）可行性研究（早期开发阶段的 FTE/FFS）；2）流程开  
发和优化（PD&O）；3）扩大规模和概念验证研究；4）商业设备设计；5）  
可变规模的样品制备；6）非 GMP 和 cGMP 商业制造。

图 14: 公司的流体化学平台<sup>1</sup>资料来源: 公司官网、招商证券<sup>3</sup>

- **晶体与粉体工程平台 (CPEP):** CPEP 拥有一支由 20 多名结晶和粒子专家组成的团队, 其中一半以上拥有化学、化工或制药工程领域的博士或硕士学位。

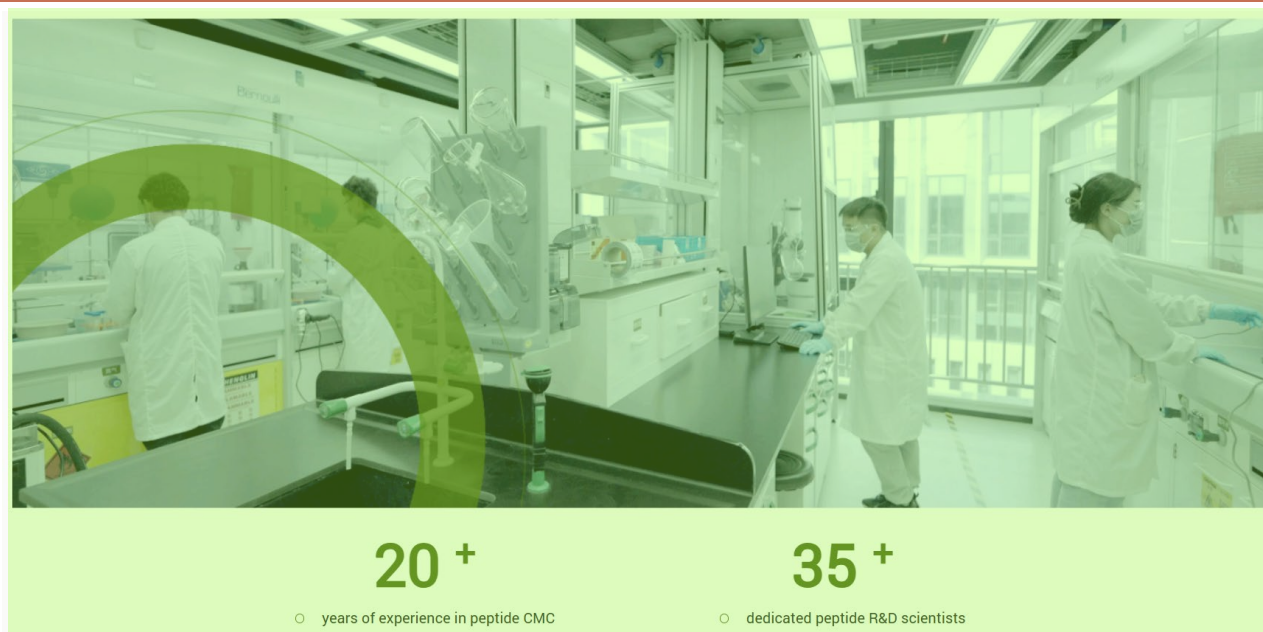
图 15: 公司的晶体与粉体工程平台<sup>5</sup>资料来源: 公司官网、招商证券<sup>7</sup>

- **合成生物学与酶催化平台:** 团队由 70 多名科学家组成, 包括菌株工程、生物转化、发酵和下游加工 (DSP) 方面的专家。公司在生物生产技术 (包括发酵和酶生产) 方面拥有 20 多年的经验, 能够很好地处理复杂的生物生产项目。



图 16: 公司的合成生物学与酶催化平台<sup>1</sup>资料来源: 公司官网、招商证券<sup>3</sup>

- **多肽技术平台:** 公司多肽平台提供从肽先导物优化到商业化生产的综合服务,<sup>4</sup> 具备线性、环状和修饰肽的固相肽合成、液相肽合成和混合肽合成方法, 并延伸到肽药物偶联物 (PDC)、放射性核素药物偶联物 (RDC) 以及非天然氨基酸和接头的合成。团队包括 35 名专门从事多肽研发的科学家。团队在多肽 CMC 领域拥有超过 20 年的经验。

图 17: 公司的多肽技术平台<sup>5</sup>资料来源: 公司官网、招商证券<sup>7</sup>

- **高活化合物平台:** 该平台致力于开发和制造高效化合物 (例如毒素和 ADC<sup>8</sup> linker), 公司开发了全面的 EHS 和安全系统, 并结合使用隔离器和隔离技术的前沿制造套件来提供高质量的产品, 能够提供以下服务: 1) 合成路线设计和选择; 2) 工艺方法开发和演示; 3) 分析方法开发和预验证; 4)

扩大规模和商业生产。在 ADC 药物方面，2024 年 3 月，普洛药业与臻格生物签订战略合作协议，双方将通过密切合作联合打造一个多样化抗体、多样化高活小分子 payload 及 linker 技术平台，为 ADC 制药客户提供更多优势技术选择，以及从研发到生产的高效、高品质一站式 ADC CDMO 服务。

图 18：公司的高活化合物平台<sup>2</sup>



资料来源：公司官网、招商证券<sup>4</sup>

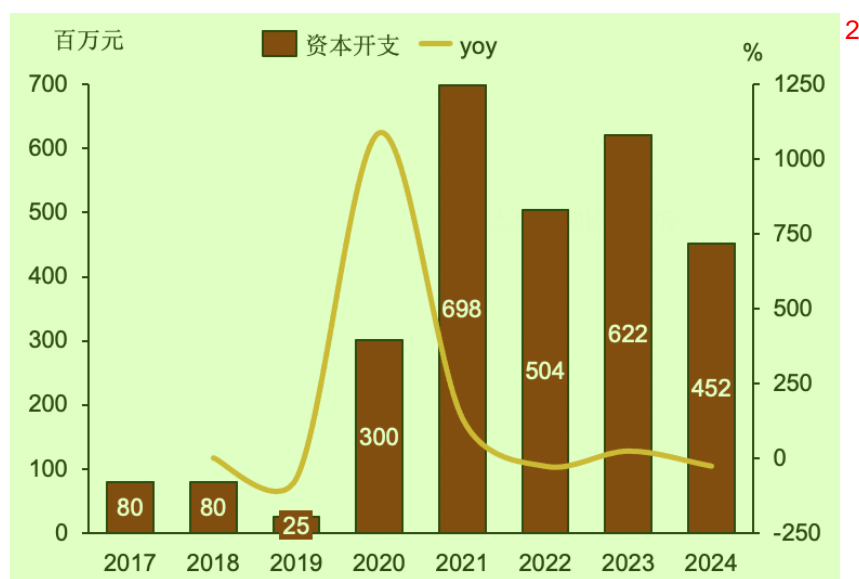
- **PROTAC 技术平台：**该平台为靶向蛋白质降解疗法的开发提供全面的服务，包括 PROTAC。平台拥有 80 多名专注于 PROTAC 的科学家和两个位于波士顿和横店的化学服务团队，为整个 PROTAC 药物开发过程提供从靶标验证、命中生成、先导化合物优化到临床开发的服务。<sup>5</sup>
- **寡核苷酸合成平台，**团队具备 7 年以上的工艺开发经验，成功制备并放大 15 个以上的公斤级核苷酸单体。<sup>6</sup>
- **制备和纯化平台：**该平台配有先进的纯化和分离设备，为 API、中间体和多肽的纯化和分离提供全面的服务。<sup>7</sup>

### 三、制造 M 端传统优势是否持续巩固？——大规模产能与先进灵活产能建设兼具，服务全球客户<sup>8</sup>

制造端是公司的传统优势领域，公司在 API 中间体生产中的多年生产经验 know-how 可以迁移至 CDMO/CMO 生产中，这点从公司的毛利率亦能看到体现：在提供具备一定竞争力报价的同时亦能保持较好的毛利率水平。<sup>9</sup>

公司持续加大技术投入、先进产能建设、质量/EHS 体系建设，公司投资陆续建成了包括流体化学、高活性化合物、CDMO 柔性等多条技术水平高、市场稀缺性高的高端产能，特别是新增柔性生产能力，使得公司对临床三期之前的项目承接能力大幅增强，成本也能得到很好的控制，公司在 M 端的优势进一步强化，具备较强的市场竞争力。<sup>10</sup>



图 19：公司 2020-2023 年保持高强度资本开支提升先进产能能力<sup>1</sup>资料来源：公司数据、招商证券<sup>3</sup>

公司生产基地主要在浙江东阳本部，并在浙江衢州、山东潍坊和安徽池州等地设有生产子公司，具备满足原料药中间体、CDMO 和制剂三大业务板块的生产服务能力。公司逐步推进老车间升级改造，加快推进先进产能建设，投资新建了多条 CDMO 柔性生产线、多条高活性化合物生产线、多条流体化学生产线等一系列高端产能，可充分满足客户从临床早期、临床期到商业化全生命周期的生产服务。<sup>4</sup>

在生产制造方面，公司多个 Site 通过 FDA 认证，具备灵活的生产条件，能够根据客户的需求实现快速的供应和产能放大：<sup>5</sup>

- 8 个生产基地通过了 cGMP、ISO9001、ISO14001、OSHAS18001 和 IPMS 认证，其中 4 个基地通过了美国 FDA 认证，3 个基地通过了 PMDA 认证，2 个基地通过了 EDQM 认证。<sup>6</sup>
- 总化学合成能力：11,000 m<sup>3</sup>（不锈钢/玻璃/哈氏合金/钛合金/聚四氟乙烯），总生物生产能力：6,570 m<sup>3</sup>（不锈钢）。
- 新建 3 个多功能原料药车间，用于不同规模的并行生产（共计 658 m<sup>3</sup>）。
- 用于临床和商业规模的高活 API 设施（总计 75 m<sup>3</sup>）。

图 20：公司 CDMO 商业化生产车间 1



资料来源：公司官网、招商证券 3

图 21：公司连续化生产车间 4



资料来源：公司官网、招商证券 6

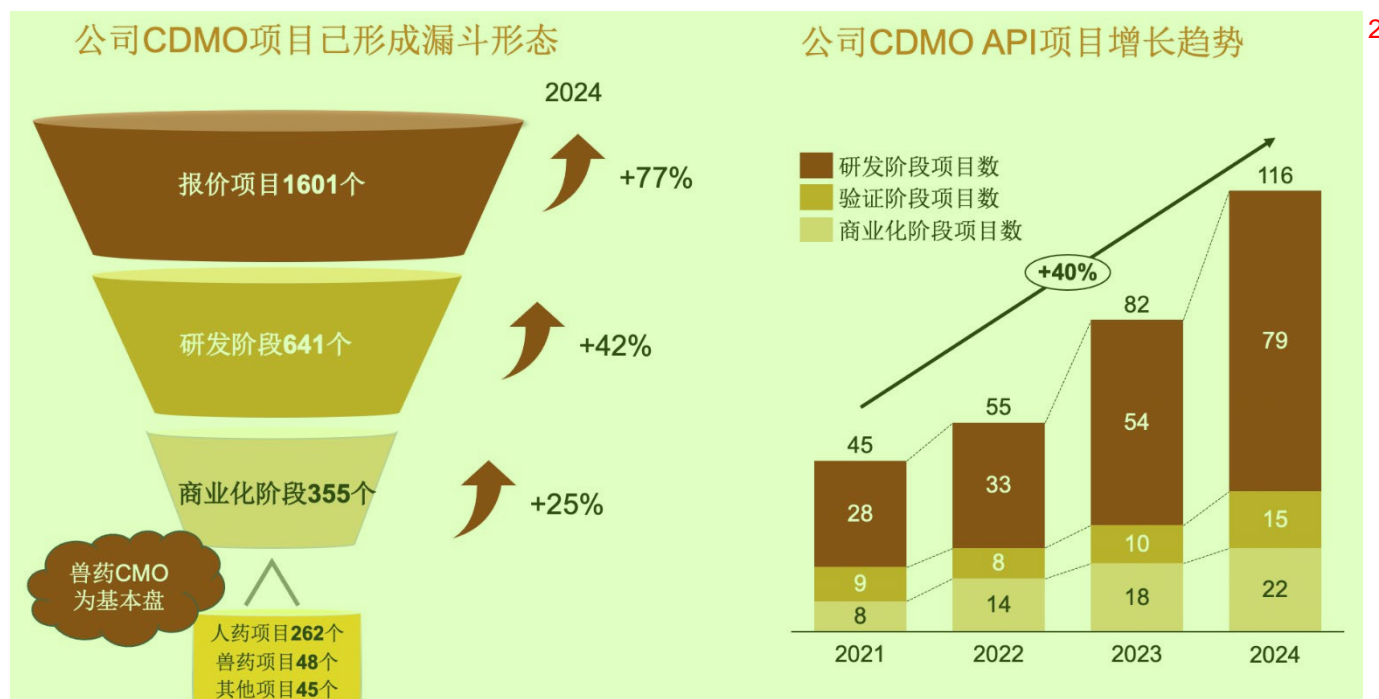
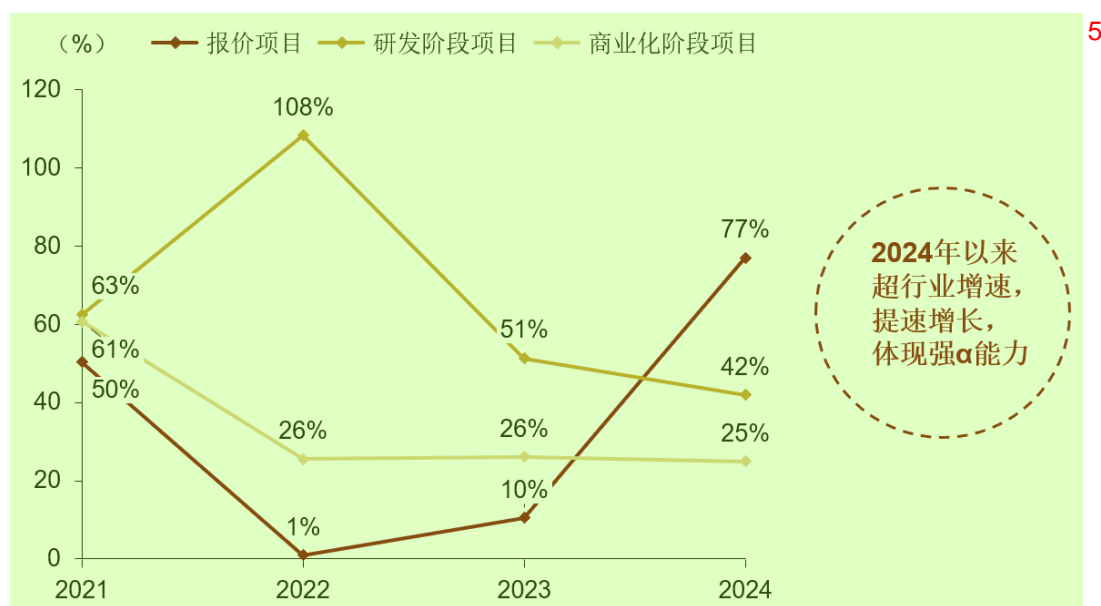
## 四、如何看待普洛 CDMO 未来的空间？——从项目、客户角度看，后劲充沛 7

普洛药业 CDMO 业务的快速发展是从技术投入到制造端体系全面升级的结果，8 我们认为，从项目和客户两个维度来看，公司 CDMO 业务增长确定性高、空间大，有望带动公司整体业绩和盈利水平持续增长。

### ■ 项目维度 9

从项目结构来看，项目订单已形成漏斗形态，并在高速增加中，增长动力充沛。10

从 API 项目数量来看，2024 年 API 项目总共 116 个，同比增长 40%；其中 22 11 个已经进入商业化阶段，15 个正在验证阶段，还有 79 个 API 项目处于小试研发阶段。未来 API 项目逐步进入商业化阶段将带动 CDMO 业务高速增长。

图 22：公司 CDMO 项目已形成漏斗结构，增长动力充沛<sup>1</sup>资料来源：公司公告、招商证券绘制<sup>3</sup>图 23：2021~2024 年公司 CDMO 各阶段项目同比增速变化趋势<sup>4</sup>资料来源：公司数据、招商证券<sup>6</sup>

## 客户维度<sup>7</sup>

公司 CDMO 业务服务于全球超过 420 家客户，客户已广泛覆盖以欧洲、北美、日本和中国为主的全球市场。<sup>8</sup>

在 BD 能力上，公司已在美国波士顿、德国法兰克福、日本东京等地设立了 BD 办公室，具有一支专业能力强、服务水平高、奋斗精神好的优秀商务发展团队，<sup>9</sup>

国内市场已覆盖各大中型城市客户群。<sup>1</sup>

公司具备四个类别的 CDMO 客户。<sup>2</sup>

- **Pharma** 构成公司 CDMO 收入基石，收入占比 40% 以上：前二十大公司中有 16 家公司有业务合作，人用药方面已有前期的研发订单，其中 API 项目占比较小；兽药方面与大药企有多个 API 合作。<sup>3</sup>
- **国内创新药公司** 整体业务量占比 20% 左右，包括头部大公司已经建立联系，超过 300 家公司签订保密协议，有业务合作的超过 100 家，其中头部几家客户的项目已进入 API 阶段。公司非常重视国内创新药业务，公司预计未来占比将可能达到 50%。<sup>4</sup>
- **国外 Biotech**：随着研发能力提升以及波士顿研发中心运营，这类客户项目数占比超过 10%，目前以前期项目为主。<sup>5</sup>
- 此外公司亦与**欧美 CDMO** 有业务合作。<sup>6</sup>

图 24：公司四个类别的 CDMO 客户<sup>7</sup>



资料来源：公司公告、招商证券绘制<sup>9</sup>

公司近年来与多家合作伙伴签订战略合作协议，客户圈持续拓展。<sup>10</sup>

图 25：公司 2019 年以来与多家合作伙伴签订战略合作协议<sup>1</sup>

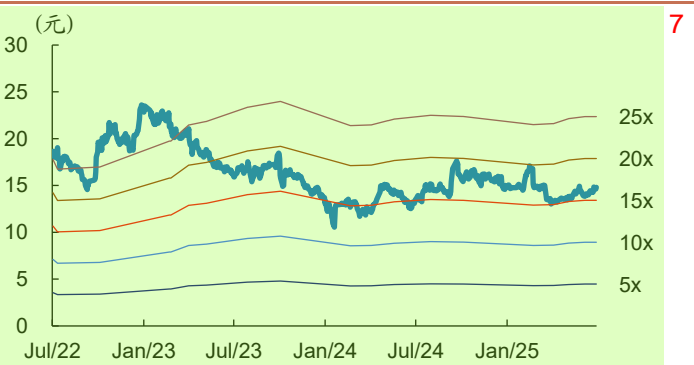
时间	合作公司	合作协议简要内容
客户/药企		
2024/11/28	箕星藥業香港有限公司	签署《战略合作框架协议》，就原料药及中间体CDMO项目的合作关系达成共识，结成战略合作伙伴，开展CDMO项目的长期合作。
2024/9/26	百葵锐（深圳）生物科技有限公司	双方在现有产品、产能和技术上优势互补、强强合作，将有利于进一步增强公司合成生物学及酶催化技术平台和多肽技术平台的研发能力，也有利于进一步加快拓展合成生物学领域业务。
2023/12/14	海森生物医药有限公司	就相关产品的技术转移、委托生产和项目合作（CDMO）等事项进行洽谈，并签订项目合作协议。
2023/10/17	武汉合生科技有限公司	就研发与外包定制生产项目的合作关系达成共识，签订了《战略合作框架协议》。
2023/6/12	苏州泽璟生物制药股份有限公司	结成战略合作关系，开展CDMO项目的长期合作,具体合作业务的价格、数量、交货期等，由双方协商后签署具体项目协议。
2023/1/3	江苏先声药业有限公司	结成战略合作关系，开展CDMO项目的长期合作，实现利益共享。
2021/3/17	江西济民可信集团有限公司	深度推进研产销全方位合作平台建设,实现资源共享、优势互补和融合发展。
2019/11/27	Bracco Imaging S.p.A.	就两个CDMO项目的生产和供应等条款达成协议。
技术合作		
2024/3/5	上海臻格生物技术有限公司	双方通过密切合作联合打造一个多样化抗体、多样化高活小分子payload及linker技术平台，为ADC制药客户提供更多优势技术选择，以及从研发到生产的高效、高品质一站式ADC CDMO服务。
2021/7/12	浙江中控技术股份有限公司	双方就战略采购、创新应用和资本合作等方面达成了深度战略合作关系。

资料来源：公司公告、招商证券<sup>3</sup>

五、投资建议<sup>4</sup>

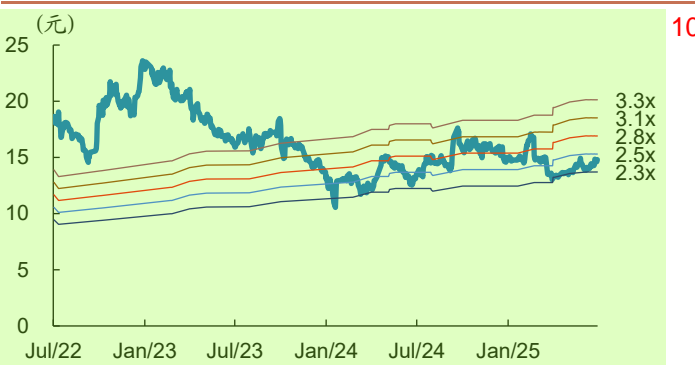
普洛药业具有“化学合成+生物发酵”双轮驱动的技术能力和“多客户、多产品”<sup>5</sup>的竞争优势。我们认为普洛药业 CDMO 业务从技术投入到制造端体系进行了全面升级，驱动公司未来增长，短期原料药和制剂外部环境扰动不改公司中长期竞争力。考虑到公司原料药业务结构调整和制剂集采续标影响、新品投放进度，我们调整公司盈利预测，预计公司 25-27 年归母净利润 10.0、12.1、15.2 亿元，同比-3%、+21%、+25%，对应当前 PE17、14、11 倍，维持“强烈推荐”投资评级。

图 26：普洛药业历史 PE Band<sup>6</sup>



资料来源：公司数据、招商证券<sup>8</sup>

图 27：普洛药业历史 PB Band<sup>9</sup>



资料来源：公司数据、招商证券<sup>11</sup>

## 六、风险提示<sup>1</sup>

### 1、原料药产品降价风险<sup>2</sup>

原料药产品价格受供给变化、终端需求变化影响，存在产品价格持续降低的风险。<sup>3</sup>

### 2、集采续采等导致制剂价格降低<sup>4</sup>

公司此前集采中选产品面临续标，可能存在价格继续下降的风险。<sup>5</sup>

### 3、CDMO 项目推进进度低于预期<sup>6</sup>

CDMO 项目推进进度与客户的临床试验进度，临床试验结果密切相关，可能存在低于预期的风险。<sup>7</sup>

### 4、地缘政治风险等。<sup>8</sup>

全球贸易环境变化、关税政策、地缘政治可能会对公司出口业务造成风险。<sup>9</sup>



附：财务预测表<sup>1</sup>资产负债表<sup>2</sup>

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	8368	8187	8050	8988	10909
现金	3581	3662	4373	5585	7134
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	411	319	266	252	283
应收款项	1695	1764	1473	1395	1566
其它应收款	33	90	75	71	79
存货	2083	1860	1463	1315	1437
其他	565	492	400	370	411
<b>非流动资产</b>	4400	4542	4373	4133	3836
长期股权投资	85	71	71	71	71
固定资产	3001	3347	3215	3008	2740
无形资产商誉	340	335	301	271	244
其他	974	789	786	783	781
<b>资产总计</b>	<b>12768</b>	<b>12729</b>	<b>12423</b>	<b>13121</b>	<b>14746</b>
<b>流动负债</b>	6308	5743	4851	4639	5109
短期借款	808	814	914	1054	1234
应付账款	4127	3633	2857	2568	2806
预收账款	430	514	404	364	397
其他	943	781	675	654	671
<b>长期负债</b>	230	236	236	236	236
长期借款	19	70	70	70	70
其他	211	166	166	166	166
<b>负债合计</b>	<b>6537</b>	<b>5979</b>	<b>5088</b>	<b>4876</b>	<b>5345</b>
股本	1179	1169	1169	1169	1169
资本公积金	238	94	94	94	94
留存收益	4806	5479	6065	6975	8130
少数股东权益	8	8	8	7	7
归属于母公司所有者权益	6223	6742	7328	8238	9393
<b>负债及权益合计</b>	<b>12768</b>	<b>12729</b>	<b>12423</b>	<b>13121</b>	<b>14746</b>

现金流量表<sup>4</sup>

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	1031	1209	1544	1737	2007
净利润	1055	1031	1002	1211	1518
折旧摊销	559	584	669	640	597
财务费用	60	(5)	39	55	63
投资收益	18	2	(71)	(90)	(88)
营运资金变动	(665)	(404)	(95)	(78)	(83)
其它	4	1	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(677)	(398)	(429)	(310)	(212)
资本支出	(630)	(461)	(500)	(400)	(300)
其他投资	(46)	63	71	90	88
<b>筹资活动现金流</b>	(301)	(582)	(403)	(216)	(246)
借款变动	(60)	(145)	52	140	180
普通股增加	0	(9)	0	0	0
资本公积增加	0	(144)	0	0	0
股利分配	(350)	(373)	(416)	(301)	(363)
其他	109	90	(39)	(55)	(63)
<b>现金净增加额</b>	<b>53</b>	<b>229</b>	<b>712</b>	<b>1212</b>	<b>1549</b>

资料来源：公司数据、招商证券<sup>6</sup>利润表<sup>7</sup>

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	11474	12022	10035	9505	10668
营业成本	8529	9155	7199	6471	7070
营业税金及附加	56	56	47	45	50
营业费用	658	640	552	542	608
管理费用	467	481	442	418	501
研发费用	625	641	562	561	661
财务费用	(104)	(115)	39	55	63
资产减值损失	(105)	(69)	(85)	(80)	(20)
公允价值变动收益	(0)	8	(5)	1	1
其他收益	104	128	109	114	117
投资收益	(22)	(18)	(33)	(24)	(31)
<b>营业利润</b>	1220	1212	1180	1424	1782
营业外收入	1	2	3	2	2
营业外支出	17	10	11	13	11
<b>利润总额</b>	1205	1203	1172	1414	1773
所得税	149	172	170	203	255
少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1055</b>	<b>1031</b>	<b>1002</b>	<b>1211</b>	<b>1519</b>

主要财务比率<sup>9</sup>

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	9%	5%	-17%	-5%	12%
营业利润	21%	-1%	-3%	21%	25%
归母净利润	7%	-2%	-3%	21%	25%
<b>获利能力</b>					
毛利率	25.7%	23.8%	28.3%	31.9%	33.7%
净利率	9.2%	8.6%	10.0%	12.7%	14.2%
ROE	18.0%	15.9%	14.2%	15.6%	17.2%
ROIC	14.5%	12.7%	13.1%	14.4%	15.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	51.2%	47.0%	41.0%	37.2%	36.2%
净负债比率	7.2%	7.3%	7.9%	8.6%	8.8%
流动比率	1.3	1.4	1.7	1.9	2.1
速动比率	1.0	1.1	1.4	1.7	1.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.9	0.9	0.8	0.7	0.8
存货周转率	4.4	4.6	4.3	4.7	5.1
应收账款周转率	5.7	5.7	5.3	5.6	6.1
应付账款周转率	2.0	2.4	2.2	2.4	2.6
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.91	0.89	0.87	1.05	1.31
每股经营净现金	0.89	1.04	1.33	1.50	1.73
每股净资产	5.37	5.82	6.33	7.11	8.11
每股股利	0.32	0.36	0.26	0.31	0.39
<b>估值比率</b>					
PE	16.2	16.6	17.1	14.2	11.3
PB	2.8	2.5	2.3	2.1	1.8
EV/EBITDA	10.8	10.7	9.4	8.4	7.3

分析师承诺<sup>1</sup>

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任<sup>2</sup>何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明<sup>3</sup>

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地<sup>4</sup>市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级<sup>5</sup>

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上<sup>6</sup>  
增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间  
中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间  
减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级<sup>7</sup>

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数<sup>8</sup>  
中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数  
回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明<sup>9</sup>

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。<sup>10</sup>本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，<sup>11</sup>还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、<sup>12</sup>复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。