



九洲药业 603456.SH

医疗研发外包/医疗服务/医药生物

CDMO 新增项目数可观，多肽与偶联业务进展顺利

基础数据：

截至 2024 年 8 月 27 日	
当前股价	12.26 元
投资评级	买入
评级变动	维持
总股本	8.99 亿股
流通股本	8.98 亿股
总市值	110.27 亿元
流动市值	110.11 亿元

事件：

公司发布2024年半年报：2024年上半年公司实现营收27.64亿元，同比下降15.07%；归母净利润4.75亿元，同比下降23.62%；扣非归母净利润为4.68亿元，同比下降23.66%。

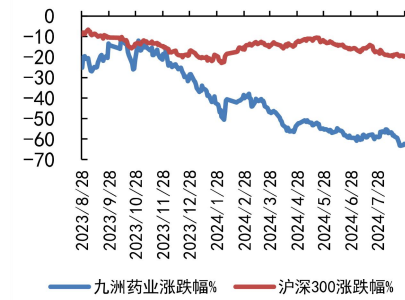
事件点评：

◆API业务略有增长，CDMO业务承压。2024年上半年公司实现营收27.64亿元，同比下降15.07%。其中公司API及中间体业务销售收入7.32亿元，同比增长6%；CDMO业务销售收入19.71亿元，同比下降21%。公司营业收入的下滑主要系CDMO业务下滑所致。

◆CDMO 业务新增项目数两位数增长，新业务拓展顺利。截至2024年6月30日，公司承接的项目中，已上市项目34个，处于III期临床项目81个，处于I期和II期临床试验的有988个，较2023年分别增加2/7/86个，新增项目数同比增长14%；其中制剂CDMO业务表现亮眼，引入新客户近20家，服务项目数量较上年同期增长32%，营收增长超50%。新业务方面，今年公司成立TIDES事业部，当前业务量正在稳步上升，公司多肽平台已承接多项客户订单，包括多个多肽降糖类药物、肺癌类药物等；公司偶联平台完成多个偶联药物化合物制备交付工作，获得客户的高度评价。除此之外，公司客户诺华的Entresto和Kisqali两款产品依旧保持快速增长态势，2024年上半年Entresto实现销售收入37.77亿美元，同比增长30%（按美元计价，下同），Kisqali实现销售收入13.44亿美元，同比增长48%。

◆原料药业务重回增长，毛利率端下滑明显。2024年上半年，公司API业务实现营收7.32亿元，同比增长6%，毛利率为21.19%，同比下滑11个百分点。我们预估是原料药业务中某些细分板块的竞争较为激烈，带动整个原料药业务毛利率下行，预计未来有一定的回升空间。

相对市场表现：



分析师：

分析师 胡晨曦

huchenxi@gwgsc.com

执业证书编号：S0200518090001

联系电话：010-68085205

公司地址：北京市丰台区凤凰嘴街2号院1号楼中国长城资产大厦16层



### 投资建议：

考虑公司原料药板块毛利率下滑及CDMO业务承压，我们下调公司2024-2026年的归母净利润分别为10.25/11.87/12.41亿元（原为12.62/14.24/15.48亿元），EPS分别为1.06/1.23/1.29（原为1.31/1.48/1.60元），当前股价对应PE为12/10/10倍。考虑CDMO业务各阶段项目增长良好，部分商业化大品种受益于终端市场放量、销量持续增长，未来有望保持增长态势；我们维持其“买入”评级。

### 风险提示：

重点CDMO订单放量不及预期；原料药和中间体价格波动风险；环保政策风险；安全生产风险。

### 主要财务数据及预测：

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,523.42	5,599.08	6,228.58	6,481.65
增长率(%)	1.44	1.37	11.24	4.06
归母净利润(百万元)	1,033.26	1,024.58	1,186.76	1,240.71
增长率(%)	12.20	-0.84	15.83	4.55
EPS(元/股)	1.15	1.06	1.23	1.29
市盈率(P/E)	10.67	11.54	9.97	9.53
市净率(P/B)	1.30	1.27	1.18	1.10

资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所



盈利预测 (单位: 百万元)

资产负债表	2023	2024E	2025E	2026E	利润表	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,206.43	4,060.66	3,843.77	5,486.83	营业收入	5,523.42	5,599.08	6,228.58	6,481.65
应收账款	962.28	693.48	1,148.44	768.32	营业成本	3,443.49	3,611.04	3,964.77	4,119.82
预付账款	31.04	51.55	39.13	55.10	营业税金及附加	49.20	49.88	55.49	57.74
存货	1,959.41	2,215.20	2,368.34	2,394.44	营业费用	82.02	82.87	92.18	95.93
其他	155.23	155.23	155.23	155.23	管理费用	445.93	447.93	498.29	518.53
流动资产合计	6,314.39	7,176.12	7,554.92	8,859.92	财务费用	330.83	307.95	342.57	356.49
长期股权投资	55.70	55.70	55.70	55.70	研发费用	-75.63	-83.99	-93.43	-97.22
固定资产	2,505.62	2,422.08	3,277.42	3,206.52	资产减值损失	-78.20	-60.00	-60.00	-60.00
在建工程	1,115.72	1,238.15	644.07	471.85	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	571.94	561.58	548.61	533.02	投资净收益	-19.36	5.00	5.00	5.00
其他	288.62	278.52	239.51	226.52	其他	500.21	380.49	415.12	429.03
非流动资产合计	4,537.60	4,556.03	4,765.33	4,493.63	营业利润	1,175.77	1,165.86	1,351.17	1,412.82
资产总计	10,851.99	11,732.15	12,320.24	13,353.55	营业外收入	8.02	8.02	8.02	8.02
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	3.15	3.15	3.15	3.15
应付账款	994.02	1,277.00	1,216.48	1,374.51	利润总额	1,180.64	1,170.73	1,356.04	1,417.69
其他	662.60	828.07	750.85	866.10	所得税	149.27	148.02	171.45	179.24
流动负债合计	1,656.62	2,105.07	1,967.33	2,240.61	净利润	1,031.37	1,022.71	1,184.59	1,238.45
长期借款	389.05	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	-1.88	-1.87	-2.16	-2.26
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	1,033.26	1,024.58	1,186.76	1,240.71
其他	273.25	273.25	273.25	273.25	主要财务比率	2023	2024E	2025E	2026E
非流动负债合计	662.30	273.25	273.25	273.25	成长能力				
负债合计	2,318.92	2,378.32	2,240.58	2,513.86	营业收入	1.44%	1.37%	11.24%	4.06%
少数股东权益	71.94	70.07	67.91	65.64	营业利润	6.13%	-0.84%	15.89%	4.56%
股本	899.49	964.78	964.78	964.78	归属于母公司净利润	12.20%	-0.84%	15.83%	4.55%
资本公积	4,499.42	4,499.42	4,499.42	4,499.42					
留存收益	7,689.00	8,318.99	9,046.99	9,809.27	毛利率	37.66%	35.51%	36.35%	36.44%
其他	-4,626.77	-4,499.42	-4,499.42	-4,499.42	净利率	18.71%	18.30%	19.05%	19.14%
股东权益合计	8,533.07	9,353.83	10,079.67	10,839.69	ROE	12.21%	11.04%	11.85%	11.52%
负债和股东权益总计	10,851.99	11,732.15	12,320.24	13,353.55	ROIC	21.27%	16.77%	21.07%	18.66%
现金流量表	2023	2024E	2025E	2026E					
经营活动现金流	1,360.32	1,762.82	847.52	2,277.48	资产负债率	21.37%	20.27%	18.19%	18.83%
资本支出	966.73	406.57	704.07	258.22	流动比率	3.81	3.41	3.84	3.95
长期投资	-7.76	0.00	0.00	0.00	速动比率	2.63	2.36	2.64	2.89
其他	-2,015.78	-808.14	-1,403.15	-511.44					
投资活动现金流	-1,056.80	-401.57	-699.07	-253.22	应收账款周转率	6.76	6.76	6.76	6.76
债权融资	403.59	14.54	14.54	14.54	存货周转率	2.77	2.68	2.72	2.72
股权融资	2,565.34	276.63	93.43	97.22	总资产周转率	0.59	0.50	0.52	0.50
其他	-866.75	-798.18	-473.30	-492.97	每股指标 (元)	2023	2024E	2025E	2026E
筹资活动现金流	2,102.19	-507.01	-365.33	-381.20	每股收益	1.15	1.06	1.23	1.29
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	1.51	1.96	0.94	2.53
现金净增加额	2,405.71	854.23	-216.89	1,643.06	每股净资产	9.41	9.62	10.38	11.17

资料来源: Wind, 长城国瑞证券研究所



## 股票投资评级说明

### 证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入：相对强于市场表现 20%以上；
- 增持：相对强于市场表现 10%~20%；
- 中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；
- 减持：相对弱于市场表现 10%以下。

### 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好：行业超越整体市场表现；
- 中性：行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

### 法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。