



**上海证券**  
SHANGHAI SECURITIES

## CDMO 订单及项目稳步增长，新兴业务顺利起步、蓄势待发

——九洲药业 2024 半年报点评

### 买入（维持）

行业：医药生物  
日期：2024年08月30日

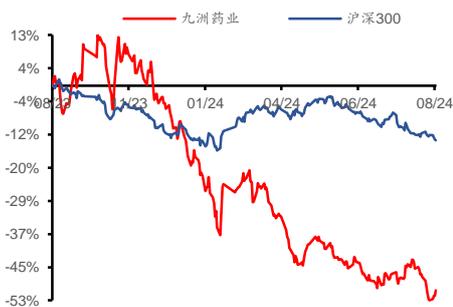
分析师：王真真  
Tel: 021-53686246  
E-mail: wangzhenzhen@shzq.com

SAC 编号：S0870524030001  
联系人：尤靖宜  
Tel: 021-53686160  
E-mail: youjingyi@shzq.com  
SAC 编号：S0870122080015

#### 基本数据

最新收盘价（元）	12.60
12mth A 股价格区间（元）	11.96-29.88
总股本（百万股）	899.44
无限售 A 股/总股本	99.85%
流通市值（亿元）	113.16

#### 最近一年股票与沪深 300 比较



#### 相关报告：

《立足当下，谋划长远》

——2023 年 12 月 28 日

#### ■ 投资摘要

**事件概述：**8月26日，公司发布2024半年报，2024H1实现营业收入27.64亿元，同比减少15.07%；归母净利润4.75亿元，同比减少23.62%。分季度看，2024Q2公司实现营业收入12.89亿元，同比下降14.29%；归母净利润2.38亿元，同比下降30.18%。

#### 事件点评：

**业绩承压，静候花开。**公司上半年业绩下滑主要受市场竞争加剧，个别客户终端去库存影响，预计今年Q4将逐步转好，同时抗感染类原料药受市场影响较大。随着美国加息周期的结束，投融资环境开始改善，CDMO业务有望逐步走出困境，公司目前订单价格保持正常水平。原料药端，公司下半年将对量价波动大的产品进行策略性调整。

#### 原料药 CDMO 项目管线日益丰富，制剂 CDMO 业务收入实现高增。

2024H1公司CDMO业务收入19.71亿元，同比下降20.59%，短期承压。公司与全球大型制药公司的项目管线渗透率进一步提升，上半年原料药CDMO新增项目数同比增长14%；截至2024H1，已承接的项目中，已上市项目34个，III期项目81个，I期和II期项目988个，已递交NDA的新药项目数快速增加。在制剂CDMO业务方面，上半年公司制剂团队为60余家客户的百余个制剂项目提供服务，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%；且承接的大部分订单为研发、生产、注册一站式的服务模式。

#### 特色原料药及中间体业务增速稳健，原料药制剂一体化布局进程提速。

2024H1公司特色原料药及中间体业务收入7.32亿元，同比增长5.63%；稳固在行业内的领先地位的同时不断开拓新的战略客户。此外，公司加快仿制原料药制剂一体化进程，实现原料药及中间体产品价值新提升；在继续拓展及布局目标临床细分领域产品线的同时快速推进在研制剂项目的注册申报。截至2024H1，公司制剂管线共有22个项目，其中4个项目已经获批，6个项目递交了上市申请并处于审评审批不同阶段，其余制剂项目目前分别处于研发不同阶段。

#### 新兴业务顺利起步，蓄势待发。1) 多肽和偶联药物：

上半年公司成立TIDES事业部，业务量正在稳步上升。目前公司多肽平台已承接多项客户订单，包括多个多肽降糖类、肺癌类药物等；且公司已完成多肽平台和产能的布局规划，未来几年GMP产能将获得快速提升。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。

#### 2) 小核酸药物：

上半年公司已完成美国和中国两个场地的小核酸药物研发平台建设，已承接多项定制业务，公司正在加快推进小核酸GMP中试生产平台和GMP商业化车间建设。

#### ■ 投资建议

我们预计公司2024-2026年实现归母净利润10.42/12.10/12.85亿元，同比增长0.86%/16.14%/6.18%，2024年8月29日收盘价对应PE为11/9/9倍，维持“买入”评级。

### ■ 风险提示

原材料价格波动风险；汇率波动风险；新产品研发和注册风险；市场竞争风险。

### ■ 数据预测与估值

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	5523	5678	6508	6845
年增长率	1.4%	2.8%	14.6%	5.2%
归母净利润	1033	1042	1210	1285
年增长率	12.2%	0.9%	16.1%	6.2%
每股收益（元）	1.15	1.16	1.35	1.43
市盈率（X）	10.97	10.87	9.36	8.82
市净率（X）	1.34	1.20	1.14	1.04

资料来源：Wind，上海证券研究所（2024年08月29日收盘价）

## 公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3206	3519	3701	4487
应收票据及应收账款	962	1163	954	896
存货	1959	2187	2183	2043
其他流动资产	186	340	376	434
流动资产合计	6314	7208	7214	7859
长期股权投资	56	74	79	85
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	2506	2714	2946	3133
在建工程	1198	1672	1881	1935
无形资产	505	673	760	862
其他非流动资产	273	321	355	384
非流动资产合计	4538	5454	6021	6399
<b>资产总计</b>	<b>10852</b>	<b>12663</b>	<b>13235</b>	<b>14258</b>
短期借款	0	100	150	200
应付票据及应付账款	1198	1373	1398	1406
合同负债	75	77	87	89
其他流动负债	384	827	827	809
流动负债合计	1657	2377	2461	2504
长期借款	389	429	459	479
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	273	304	303	300
非流动负债合计	662	733	762	779
<b>负债合计</b>	<b>2319</b>	<b>3110</b>	<b>3223</b>	<b>3282</b>
股本	899	899	899	899
资本公积	4499	4501	4501	4501
留存收益	3190	4207	4667	5632
归属母公司股东权益	8461	9482	9942	10908
少数股东权益	72	71	70	68
<b>股东权益合计</b>	<b>8533</b>	<b>9553</b>	<b>10012</b>	<b>10976</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>10852</b>	<b>12663</b>	<b>13235</b>	<b>14258</b>

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流量</b>	<b>1360</b>	<b>1539</b>	<b>1883</b>	<b>1925</b>
净利润	1031	1041	1209	1284
折旧摊销	384	425	445	475
营运资金变动	-206	-26	154	94
其他	152	99	75	72
<b>投资活动现金流量</b>	<b>-1057</b>	<b>-1341</b>	<b>-1002</b>	<b>-857</b>
资本支出	-925	-1310	-999	-854
投资变动	-155	-19	-5	-5
其他	23	-12	2	2
<b>筹资活动现金流量</b>	<b>2102</b>	<b>-161</b>	<b>-299</b>	<b>-282</b>
债权融资	63	154	76	66
股权融资	2491	1	0	0
其他	-451	-316	-375	-348
<b>现金净流量</b>	<b>2413</b>	<b>43</b>	<b>582</b>	<b>786</b>

利润表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>5523</b>	<b>5678</b>	<b>6508</b>	<b>6845</b>
营业成本	3443	3661	4092	4326
营业税金及附加	49	37	42	44
销售费用	82	79	98	82
管理费用	446	429	488	496
研发费用	331	304	361	359
财务费用	-76	-101	-31	-3
资产减值损失	-78	-50	-33	-25
投资收益	-19	3	3	3
公允价值变动损益	0	5	0	5
<b>营业利润</b>	<b>1176</b>	<b>1242</b>	<b>1445</b>	<b>1536</b>
营业外收支净额	5	0	3	2
<b>利润总额</b>	<b>1181</b>	<b>1243</b>	<b>1448</b>	<b>1537</b>
所得税	149	201	239	254
净利润	1031	1041	1209	1284
少数股东损益	-2	-1	-1	-1
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>1033</b>	<b>1042</b>	<b>1210</b>	<b>1285</b>

主要指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	37.7%	35.5%	37.1%	36.8%
净利率	18.7%	18.4%	18.6%	18.8%
净资产收益率	12.2%	11.0%	12.2%	11.8%
资产回报率	9.5%	8.2%	9.1%	9.0%
投资回报率	11.0%	9.5%	11.1%	11.0%
<b>成长能力指标</b>				
营业收入增长率	1.4%	2.8%	14.6%	5.2%
EBIT 增长率	5.9%	1.6%	24.2%	8.3%
归母净利润增长率	12.2%	0.9%	16.1%	6.2%
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.15	1.16	1.35	1.43
每股净资产	9.41	10.54	11.05	12.13
每股经营现金流	1.51	1.71	2.09	2.14
每股股利	0.50	0.42	0.49	0.45
<b>营运能力指标</b>				
总资产周转率	0.59	0.48	0.50	0.50
应收账款周转率	6.76	5.34	6.15	7.40
存货周转率	1.73	1.77	1.87	2.05
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	21.4%	24.6%	24.4%	23.0%
流动比率	3.81	3.03	2.93	3.14
速动比率	2.54	2.02	1.94	2.21
<b>估值指标</b>				
P/E	10.97	10.87	9.36	8.82
P/B	1.34	1.20	1.14	1.04
EV/EBITDA	12.60	5.35	4.44	3.76

资料来源: Wind, 上海证券研究所

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

### 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

### 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

#### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

### 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断