

2025 年 04 月 13 日

业绩承压，战略布局多肽和偶联业务

九洲药业(603456)

事件概述

公司公告 2024 年报：24 年实现营业收入 51.6 亿元，同比下降 6.57%、实现归母净利润 6.06 亿元，同比下降 41.34%、实现扣非净利润 5.94 亿元，同比下降 42.06%。

分析判断：

► 业绩承压，战略布局多肽和偶联业务

公司 24 年实现收入 51.6 亿元，同比下降 6.57%，其中 24Q4 实现收入 11.95 亿元，同比增长 26.25%、环比 24Q3 维持相对稳定；24 年归母净利润为 6.06 亿元，同比下降 41.34%，其中 24Q4 归母净利润-0.25 亿元，我们判断主要受行业竞争加剧引起产品价格下降，以及计提存货等资产减值因素影响。展望未来，伴随公司服务的 CDMO 管线持续丰富，以及战略性布局多肽、偶联等业务，进一步提升核心大客户的项目管线渗透率、开拓新客户订单量，保障未来业绩呈现稳健较快增长。

- (1) **CDMO 管线持续丰富，为未来业绩增长奠定基础。**公司 24 年 CDMO 业务实现收入 38.7 亿元（占整体收入比重 75%），同比下降 5.1%，其中 24H2 实现收入 19.0 亿元，同比增长 19.0%，呈现稳健增长中。公司 24 年顺利完成日本研发中心、德国中心的布局，并对美国研发中心优化升级，已形成覆盖欧洲、美国、日本等的本地化研发服务体系，持续推进“做深”大客户和“做广”新兴客户的战略，与全球大型制药公司的项目管线渗透率进一步提升，订单和项目稳步增长，其中服务的已上市的项目 35 个、III 期项目 84 个、I-II 期项目有 1026 个，呈现稳健增长中、为未来业绩增长奠定基础。
- (2) **原料药业务承压。**公司 24 年特色原料药业务实现收入 11.6 亿元，同比下降 8%，其对应毛利率为 20.1%，相对 23 年的 32.9%呈现显著下降，我们判断主要受行业竞争加剧等因素带来的价格下降影响。
- (3) **战略布局多肽和偶联业务。**公司已成立 TIDES 业务部，其中多肽平台已承接数十个项目，包含国内外多个千万级 NDA 阶段项目，同时积极拓展多肽产能，例如投资 1.45 亿元启动多肽产能二期建设，满足客户百公斤到吨级产能需求；另外偶联业务平台已完成多个偶联药物的制备交付工作。展望未来，TIDES 和偶联业务平台有望为公司贡献业绩弹性。

投资建议

考虑到特色原料药及中间体业务和 CDMO 业务均呈现一定压力，调整前期业绩预期，即 25-27 年营收从 58.28/59.19/NA 亿元调整为 56.85/62.62/69.37 亿元，EPS 从 1.07/1.09/NA 元调整

评级及分析师信息

评级：增持
上次评级：增持
目标价格：
最新收盘价：12.55

股票代码：603456
52 周最高价/最低价：18.41/11.83
总市值(亿) 112.35
自由流通市值(亿) 112.35
自由流通股数(百万) 895.24



分析师：崔文亮
邮箱：cuiwl@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519110002
联系电话：

分析师：徐顺利
邮箱：xusl1@hx168.com.cn
SAC NO: S1120522020001
联系电话：010-59775376

相关研究

1. 【华西医药】九洲药业（603456）：业绩承压，大客户业务保持相对稳定
2024.10.29
2. 【华西医药】九洲药业（603456）：业绩承压，CDMO 业务管线情况延续向上增长趋势
2024.08.30
3. 【华西医药】九洲药业（603456）：业绩呈现稳健增长，原料药业务承压
2024.04.08

为 0.99/1.07/1.21 元，对应 2025 年 04 月 11 日 12.55 元/股收盘价，PE 分别为 13/12/10 倍，维持“增持”评级。

风险提示

核心技术骨干及管理层流失风险、竞争加剧的风险、核心技术
 人员流失风险、汇率波动风险、产品研发进展低于预期及失败
 的风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,523	5,161	5,685	6,262	6,937
YoY (%)	1.4%	-6.6%	10.2%	10.1%	10.8%
归母净利润(百万元)	1,033	606	883	957	1,082
YoY (%)	12.2%	-41.3%	45.6%	8.5%	13.0%
毛利率 (%)	37.7%	33.8%	35.1%	35.4%	35.7%
每股收益 (元)	1.16	0.68	0.99	1.07	1.21
ROE	12.2%	7.1%	9.8%	10.0%	10.6%
市盈率	10.82	18.46	12.73	11.74	10.38

资料来源：Wind，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5,161	5,685	6,262	6,937	净利润	607	883	958	1,082
YoY(%)	-6.6%	10.2%	10.1%	10.8%	折旧和摊销	413	372	410	448
营业成本	3,417	3,687	4,045	4,463	营运资金变动	-268	-82	-178	-160
营业税金及附加	56	56	65	70	经营活动现金流	992	1,311	1,342	1,541
销售费用	100	97	114	123	资本开支	-883	-803	-804	-804
管理费用	418	460	507	561	投资	-5	0	0	0
财务费用	-78	-77	-79	-82	投资活动现金流	-881	-817	-816	-820
研发费用	315	344	380	420	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-218	-95	-105	-115	债务募资	-1	0	0	0
投资收益	-8	-14	-13	-16	筹资活动现金流	-610	-433	-426	-480
营业利润	732	1,036	1,138	1,278	现金净流量	-482	76	100	241
营业外收支	-2	0	0	0					
利润总额	731	1,036	1,138	1,278	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	124	153	180	196	成长能力				
净利润	607	883	958	1,082	营业收入增长率	-6.6%	10.2%	10.1%	10.8%
归属于母公司净利润	606	883	957	1,082	净利润增长率	-41.3%	45.6%	8.5%	13.0%
YoY(%)	-41.3%	45.6%	8.5%	13.0%	盈利能力				
每股收益	0.68	0.99	1.07	1.21	毛利率	33.8%	35.1%	35.4%	35.7%
					净利率	11.7%	15.5%	15.3%	15.6%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	5.5%	7.8%	8.0%	8.4%
货币资金	2,749	2,825	2,926	3,166	净资产收益率 ROE	7.1%	9.8%	10.0%	10.6%
预付款项	29	32	35	39	偿债能力				
存货	1,929	2,010	2,118	2,257	流动比率	2.97	2.97	2.83	2.80
其他流动资产	1,364	1,293	1,491	1,561	速动比率	1.96	1.94	1.86	1.85
流动资产合计	6,071	6,161	6,569	7,023	现金比率	1.34	1.36	1.26	1.26
长期股权投资	19	19	19	19	资产负债率	22.6%	21.9%	22.5%	22.5%
固定资产	2,692	2,720	2,710	2,663	经营效率				
无形资产	516	516	516	516	总资产周转率	0.47	0.50	0.52	0.54
非流动资产合计	5,056	5,484	5,875	6,227	每股指标 (元)				
资产合计	11,127	11,645	12,444	13,250	每股收益	0.68	0.99	1.07	1.21
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	9.54	10.08	10.70	11.39
应付账款及票据	1,459	1,428	1,647	1,773	每股经营现金流	1.11	1.46	1.50	1.72
其他流动负债	588	649	676	733	每股股利	0.30	0.43	0.47	0.53
流动负债合计	2,046	2,077	2,323	2,506	估值分析				
长期借款	194	194	194	194	PE	18.46	12.73	11.74	10.38
其他长期负债	277	277	277	277	PB	1.43	1.25	1.17	1.10
非流动负债合计	471	471	471	471					
负债合计	2,518	2,549	2,794	2,977					
股本	895	895	895	895					
少数股东权益	73	73	74	74					
股东权益合计	8,610	9,096	9,650	10,273					
负债和股东权益合计	11,127	11,645	12,444	13,250					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但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。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。