

九洲药业 (603456.SH)

CDMO 管线持续丰富，持续推进全球化布局

公司发布 2024 年年报: 2024 年实现收入 51.6 亿元、同比-6.6%; 毛利率 33.8%、同比-3.9pct; 归母净利润 6.1 亿元、同比-41.3%; 扣非归母净利润 5.9 亿元、同比-42.1%。其中, Q4 单季度实现收入 12.0 亿元、同比+26.2%、环比-0.5%; 毛利率 30.6%、同比+0.9pct、环比-3.1pct; 归母净利润-0.25 亿元; 扣非归母净利润-0.25 亿元。

- **原料药 CDMO: 项目管线持续丰富, 业务稳步增长。**2024 年 CDMO 业务收入 38.7 亿元 (同比-5.1%), 占整体收入 75%; 毛利率 38.4% (同比-2.0pct)。
- 1) 项目:** 已承接原料药 CDMO 项目 1,145 个, 其中 I&II 期 1,026 个 (同比+124 个)、III 期 84 个 (同比+10 个)、商业化阶段 35 个 (同比+3 个), 项目数持续稳步增长。**2) 产能:** 持续推进全球化研发能力布局和先进产能布局, 持续对现有车间进行自控化、多功能化升级改造, 同时在日本、德国投资建设研发服务平台。**3) TIDES 业务:** 成立 TIDES 事业部, 多肽平台已承接多个项目, 涵盖降糖, 癌症等领域, 小核酸平台建设加快, GMP 中试与商业化产线稳步推进。
- **中间体及 API: 产品结构分化明显, 价格压力导致毛利率承压。**1) 抗感染类收入同比-8.5%, 受行业竞争加剧影响, 毛利率同比-21.5pct; 2) 中枢神经类收入同比-16.3%, 毛利率同比-8.3pct; 3) 非甾体类收入同比-8.9%, 毛利率同比-6.7pct; 4) 降糖类收入同比+18.4%, 毛利率同比-10.7pct。
- **制剂及制剂 CDMO: 强化原料制剂一体化服务能力, 拓展一站式交付优势。**1) 制剂 CDMO, 全年服务项目数新增超 60 个, 服务客户超 70 家, 项目交付能力与客户粘性持续增强。2) 仿制药制剂, 截至 2024 年末, 公司拥有制剂管线项目 22 个, 其中 6 个项目获批、7 个项目已递交上市申请, 西格列汀二甲双胍片 II 中选第十批集采。
- **维持“增持”投资评级。**九洲药业持续推进全球化布局, 加快多肽、偶联药物及小核酸等新兴领域技术平台建设。考虑到行业竞争, 我们预计 2025-2027 年实现收入 58.2、64.2、69.4 亿元, 实现归母净利润分别为 8.3、9.6、10.8 亿元, 对应 PE 分别为 14、12、10x。维持“增持”投资评级。
- **风险提示: 市场竞争加剧、原料药价格波动、产能利用率不及预期、CDMO 订单波动、药监政策变化等。**

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	5523	5161	5818	6419	6941
同比增长	1%	-7%	13%	10%	8%
营业利润(百万元)	1176	732	995	1155	1296
同比增长	6%	-38%	36%	16%	12%
归母净利润(百万元)	1033	606	829	962	1080
同比增长	12%	-41%	37%	16%	12%
每股收益(元)	1.15	0.68	0.93	1.07	1.21
PE	10.9	18.5	13.6	11.7	10.4
PB	1.3	1.3	1.2	1.1	1.1

资料来源: 公司数据、招商证券

增持 (维持)

消费品/生物医药
目标估值: NA
当前股价: 12.55 元

基础数据

总股本 (百万股)	895
已上市流通股 (百万股)	895
总市值 (十亿元)	11.2
流通市值 (十亿元)	11.2
每股净资产 (MRQ)	9.5
ROE (TTM)	7.1
资产负债率	22.6%
主要股东 浙江中贝九洲集团有限公司	
主要股东持股比例	31.67%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-9	-24	-21
相对表现	-4	-20	-28



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《九洲药业 (603456) 一单季度收入环比降幅收窄, 国际化布局稳步推进》2024-10-27
- 《九洲药业 (603456) 一 CDMO 项目数稳健增长, 海外服务平台加快布局》2024-08-28
- 《九洲药业 (603456) 一原料药业务起家, CDMO 实力强劲+制剂延伸发展》2024-08-04

梁广楷 S1090524010001

liangguangkai@cmschina.com.cn

许菲菲 S1090520040003

xufeifei@cmschina.com.cn

肖笑园 研究助理

xiaoxiaoyuan@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	6314	6071	6733	7791	8929
现金	3206	2749	3034	3727	4551
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	962	1195	1348	1487	1608
其它应收款	8	12	13	15	16
存货	1959	1929	2128	2331	2504
其他	178	187	210	231	250
非流动资产	4538	5056	4902	4717	4506
长期股权投资	56	19	19	19	19
固定资产	2506	2692	2605	2481	2325
无形资产商誉	682	662	595	536	482
其他	1294	1683	1682	1680	1679
资产总计	10852	11127	11635	12508	13435
流动负债	1657	2046	1995	2157	2295
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1198	1459	1610	1763	1894
预收账款	75	70	77	84	91
其他	384	518	309	310	310
长期负债	662	471	471	471	471
长期借款	389	194	194	194	194
其他	273	277	277	277	277
负债合计	2319	2518	2467	2628	2766
股本	899	895	895	895	895
资本公积金	4367	4280	4280	4280	4280
留存收益	3194	3362	3922	4636	5427
少数股东权益	72	73	71	69	67
归属于母公司所有者权益	8461	8537	9097	9811	10602
负债及权益合计	10852	11127	11635	12508	13435

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1360	992	1024	1142	1255
净利润	1031	607	827	960	1078
折旧摊销	378	406	454	435	411
财务费用	11	6	(5)	(15)	(21)
投资收益	19	8	(35)	(34)	(36)
营运资金变动	(98)	(20)	(218)	(204)	(176)
其它	19	(15)	0	0	0
投资活动现金流	(1057)	(881)	(265)	(216)	(164)
资本支出	(929)	(889)	(300)	(250)	(200)
其他投资	(127)	8	35	34	36
筹资活动现金流	2102	(610)	(473)	(233)	(267)
借款变动	(161)	(164)	(210)	0	0
普通股增加	65	(4)	0	0	0
资本公积增加	2422	(88)	0	0	0
股利分配	(334)	(450)	(269)	(249)	(289)
其他	110	96	5	15	21
现金净增加额	2406	(499)	285	693	824

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5523	5161	5818	6419	6941
营业成本	3443	3417	3771	4130	4437
营业税金及附加	49	56	57	63	69
营业费用	82	100	99	103	111
管理费用	446	418	465	501	528
研发费用	331	315	337	359	382
财务费用	(76)	(78)	(5)	(15)	(21)
资产减值损失	(101)	(238)	(133)	(157)	(176)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	48	46	43	46	45
投资收益	(19)	(8)	(8)	(12)	(10)
营业利润	1176	732	995	1155	1296
营业外收入	8	2	4	5	4
营业外支出	3	3	5	4	4
利润总额	1181	731	995	1156	1296
所得税	149	124	168	195	218
少数股东损益	(2)	1	(2)	(2)	(2)
归属于母公司净利润	1033	606	829	962	1080

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	1%	-7%	13%	10%	8%
营业利润	6%	-38%	36%	16%	12%
归母净利润	12%	-41%	37%	16%	12%
获利能力					
毛利率	38%	34%	35%	36%	36%
净利率	19%	12%	14%	15%	16%
ROE	15%	7%	9%	10%	11%
ROIC	13%	6%	9%	10%	10%
偿债能力					
资产负债率	21%	23%	21%	21%	21%
净负债比率	4%	4%	2%	2%	1%
流动比率	3.8	3.0	3.4	3.6	3.9
速动比率	2.6	2.0	2.3	2.5	2.8
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
存货周转率	1.7	1.8	1.9	1.9	1.8
应收账款周转率	6.8	4.8	4.6	4.5	4.5
应付账款周转率	2.8	2.6	2.5	2.4	2.4
每股资料(元)					
EPS	1.15	0.68	0.9	1.1	1.2
每股经营净现金	1.52	1.11	1.1	1.3	1.4
每股净资产	9.45	9.54	10.2	11.0	11.8
每股股利	0.50	0.30	0.3	0.3	0.4
估值比率					
PE	10.9	18.5	13.6	11.7	10.4
PB	1.3	1.3	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	7.5	10.6	7.4	6.8	6.4

分析师承诺

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

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

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

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

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

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

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。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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，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可能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、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。