

九洲药业(603456)

报告日期: 2025年05月16日

## 盈利改善, 看好 CDMO 增长

### ——九洲药业点评

#### 投资要点

□ **看好 2025 年原料药及中间体业务企稳回升, CDMO 业务在项目数量持续增长下稳健增长。**

□ **业绩: 2025Q1 业绩端恢复增长**

公司发布 2024 年业绩, 实现收入 51.61 亿元 (YOY-6.57%), 归母净利润 6.06 亿元 (YOY-41.34%), 扣非净利润 5.94 亿元 (YOY-42.06%)。利润端下滑主要是市场竞争加剧, 产品价格下降, 销售业务减少以及计提资产减值等所致。

2025Q1 实现收入 14.90 亿元 (YOY+0.98%), 归母净利润 2.50 亿元 (YOY+5.68%), 扣非净利润 2.51 亿元 (YOY+7.17%)。业绩增长主要受益于 CDMO 业务订单的稳步增长, 公司客户管线及产品管线日益丰富, 研发能力及产品交付能力快速提升, 行业整体趋势向好。

□ **业务拆分: CDMO 项目数量稳健增长, 原料药及中间体承压**

CDMO: 2024 年实现收入 38.70 亿元 (YOY-5.12%)。公司原料药 CDMO 项目管线日益丰富, 已经形成了可持续的临床前/临床 I、II、III 期的漏斗型项目结构。2024 年底公司已承接的项目中, 已上市项目 35 个, III 期临床项目 84 个, I 期和 II 期临床试验的有 1026 个。已递交 NDA 的新药项目数快速增加, 将持续助推公司业务稳健增长。此外公司多肽偶联药物技术平台获得快速扩张, 公司成立了 TIDES 事业部。随着技术和生产团队的不断壮大以及新技术的开发应用, 业务量正在稳步上升, 目前多肽平台已承接数十个项目, 项目涵盖降糖、癌症类治疗领域, 项目数增长显著, 包含国内外多个千万级 NDA 阶段项目。**考虑到 CDMO 业务商业化、临床 III 期等订单项目数量持续增长趋势, 我们看好 CDMO 业务以及 TIDES 业务订单持续交付下对业绩贡献。**

原料药和中间体: 2024 年实现收入 11.60 亿元 (YOY-8.04%)。2024 年毛利率 20.11%, 同比下降 12.81pct, 我们预计主要是中间体和原料药行业价格波动导致。伴随着行业价格逐渐触底, 供给出清, 我们仍看好原料药及中间体未来增长态势。

□ **盈利能力: 2025Q1 盈利能力同比提升**

2025Q1 毛利率 37.42% (同比+3.38pct), 净利率 16.77% (同比+0.77pct)。从费用率看: 管理费用率+0.17pct, 研发费用率+0.14pct, 销售费用率+0.40pct, 财务费用率提升 0.98pct。我们看好 CDMO 业务产能利用率持续提升以及原料药中间体业务价格和需求企稳回升驱动公司 2025 年盈利能力进一步提升。

□ **盈利预测与估值**

考虑到 2024 年原料药中间体价格波动, 全球医疗健康行业投融资对公司 CDMO 业务影响, 超出我们先前预期, 我们下调公司 2025-2026 年收入和利润预测, 我们预计公司 2025-2027 年公司 EPS 分别为 0.97、1.08 和 1.17 元 (前期预测 2025-2026 年分别为 1.33 和 1.51 元), 2025 年 5 月 15 日收盘价对应 2025 年 15 倍 PE。考虑到公司 CDMO 项目持续增长, 原料药和中间体业务有望在行业价格逐渐趋稳后保持稳健增长, 我们维持“买入”评级。

□ **风险提示**

业绩不及预期风险, CDMO 业务订单波动性风险, 原料药价格波动风险。

#### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 郭双喜

执业证书号: S1230521110002

guoshuangxi@stocke.com.cn

分析师: 盖文华

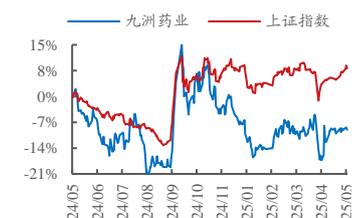
执业证书号: S1230524090006

gaiwenhua@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 13.86
总市值(百万元)	12,407.97
总股本(百万股)	895.24

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 1 《CDMO 项目稳健, 期待 TIDES 发力》2024.09.13
- 2 《BD 力度加大, 盈利能力持续提升》2023.11.19
- 3 《周转率提升或贯穿全年》2023.08.16

## 财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	5160.58	5710.95	6207.68	6635.90
(+/-) (%)	-6.57%	10.66%	8.70%	6.90%
归母净利润	606.10	935.01	1034.23	1125.57
(+/-) (%)	-41.34%	54.27%	10.61%	8.83%
每股收益(元)	0.63	0.97	1.08	1.17
P/E	22.55	14.62	13.22	12.14

资料来源：浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	6,071	6,996	7,879	8,934
现金	2,749	3,327	3,853	4,590
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1,195	1,371	1,547	1,712
其它应收款	12	13	14	15
预付账款	29	32	35	37
存货	1,929	2,101	2,278	2,427
其他	157	152	152	154
<b>非流动资产</b>	5,056	5,383	5,669	5,921
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	19	19	19	19
固定资产	2,691	3,306	3,766	4,115
无形资产	516	512	503	488
在建工程	1,506	1,137	892	728
其他	323	408	490	571
<b>资产总计</b>	11,127	12,379	13,548	14,855
<b>流动负债</b>	2,046	2,175	2,297	2,471
短期借款	0	0	0	0
应付款项	1,459	1,589	1,723	1,835
预收账款	23	25	27	29
其他	565	561	547	607
<b>非流动负债</b>	471	492	504	509
长期借款	194	194	194	194
其他	277	298	310	315
<b>负债合计</b>	2,518	2,668	2,801	2,981
少数股东权益	73	74	76	78
归属母公司股东权益	8,537	9,637	10,671	11,797
<b>负债和股东权益</b>	11,127	12,379	13,548	14,855

### 现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	992	915	977	1,101
净利润	607	937	1,036	1,127
折旧摊销	406	195	230	258
财务费用	(78)	(77)	(83)	(100)
投资损失	8	10	10	10
营运资金变动	(29)	86	39	43
其它	78	(235)	(255)	(237)
<b>投资活动现金流</b>	(881)	(513)	(512)	(500)
资本支出	(554)	(461)	(468)	(463)
长期投资	36	0	0	0
其他	(364)	(52)	(44)	(37)
<b>筹资活动现金流</b>	(610)	176	62	136
短期借款	0	0	0	0
长期借款	(195)	0	0	0
其他	(415)	176	62	136
<b>现金净增加额</b>	(499)	578	526	737

### 利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	5,161	5,711	6,208	6,636
营业成本	3,417	3,723	4,036	4,300
营业税金及附加	56	69	62	66
营业费用	100	126	130	133
管理费用	418	462	502	537
研发费用	315	354	391	425
财务费用	(78)	(77)	(83)	(100)
资产减值损失	235	(57)	(62)	(66)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	(8)	(10)	(10)	(10)
其他经营收益	43	27	27	27
<b>营业利润</b>	732	1,129	1,248	1,358
营业外收支	(2)	(1)	(2)	(2)
<b>利润总额</b>	731	1,127	1,247	1,357
所得税	124	191	211	229
<b>净利润</b>	607	937	1,036	1,127
少数股东损益	1	1	2	2
<b>归属母公司净利润</b>	606	935	1,034	1,126
EBITDA	1,071	1,255	1,403	1,525
EPS (最新摊薄)	0.63	0.97	1.08	1.17

### 主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-6.57%	10.66%	8.70%	6.90%
营业利润	-46.65%	54.14%	10.60%	8.82%
归属母公司净利润	-41.34%	54.27%	10.61%	8.83%
<b>获利能力</b>				
毛利率	33.78%	34.81%	34.99%	35.21%
净利率	11.76%	16.40%	16.69%	16.99%
ROE	7.07%	10.21%	10.11%	9.95%
ROIC	6.15%	8.79%	8.83%	8.63%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	22.63%	21.55%	20.68%	20.06%
净负债比率	16.05%	12.67%	11.31%	11.84%
流动比率	2.97	3.22	3.43	3.62
速动比率	2.02	2.25	2.44	2.63
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.47	0.49	0.48	0.47
应收账款周转率	4.78	4.55	4.53	4.49
应付账款周转率	3.28	3.06	3.05	3.02
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.63	0.97	1.08	1.17
每股经营现金	1.03	0.95	1.02	1.15
每股净资产	9.54	10.03	11.11	12.28
<b>估值比率</b>				
P/E	22.55	14.62	13.22	12.14
P/B	1.49	1.42	1.28	1.16
EV/EBITDA	9.36	8.61	7.31	6.27

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>