

CDMO 业务收入稳健增长，储备项目持续扩容

2025 年 08 月 06 日

► **事件：**2025 年 8 月 5 日，公司发布 2025 年半年度报告。根据公告，2025 年上半年，公司实现营业收入 28.7 亿元，同比+3.9%；实现归母净利润 5.3 亿元，同比+10.7%（扣非归母净利润 5.3 亿元，同比+12.4%）。在主要经营业绩指标稳健增长同时，公司 2025 年上半年现金流状况大幅改善，期内经营活动产生的现金流量净额达 8.5 亿元，同比+164.5%。

► **收入结构拆分：CDMO 业务稳步增长，特色原料药同比有所回落。**2025 年上半年，公司合同定制类业务实现营业收入 2291.4 亿元，同比+16.3%，期内业务毛利率为 41.0%，同比基本持平；特色原料药业务实现营业收入 523.2 亿元，同比-28.5%，期内业务毛利率 23.3%，同比+2.1 pcts。合同定制类业务的稳健增长主要受益于公司与全球大型制药公司合作不断深入，订单和项目稳步增长以及商业化阶段项目收入稳步提升。

► **CDMO 漏斗数据更新：项目漏斗规模持续扩张，商业化项目数量稳步向上。**公司 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。2025 年上半年，公司创新药原料药 CDMO 业务临床一期、二期项目数量 1086 个（相较 2024 年末+60 个，下同）、临床三期项目数量 90 个（+6 个）、商业化阶段项目数量 38 个（+3 个）。项目涵盖抗肿瘤、抗心衰、抗病毒、中枢神经和心脑血管等治疗领域，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。制剂 CDMO 业务维度，2025 年上半年，公司引入新客户 10 余家，合计服务客户数超 80 家、新增合作项目数 30 余个，活跃项目数超 100 个。

► **新兴技术平台搭建成效显著，TIDES 业务海外订单快速增长。**报告期内，公司多肽及偶联药物、小核酸技术平台获得快速扩张，可以为客户提供从直链肽、肽链修饰、多环肽、payload、linker 等复杂结构的化合物制备，到多肽偶联药物（PDC）、小分子偶联药物（SMDC）、核素偶联药物（RDC）等各类化合物的研发与生产的服务；公司多肽一期产能预计 2025 年内投入使用，同时对美容多肽产线进行扩建，满足海外客户日益增长的业务需求。2025 上半年内，公司 TIDES 业务交付项目数 10 余个，引入新客户 20 余家，海外订单迎来快速增长。

► **投资建议：**九洲药业作为产业内领先的 CDMO 企业，在小分子化学药物、多肽药物、偶联药物、小核酸药物等领域具备深厚耕耘底蕴。我们预计 2025-2027 年内公司分别实现营业收入 56.5/58.7/60.6 亿元，同比增长 9.4%/4.0%/3.1%，期内实现归母净利润 8.8/9.3/9.7 亿元，同比增长 44.6%/5.7%/4.5%，对应 PE 为 19/18/17 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**研发失败风险、管理风险、行业政策风险、安全生产风险、汇率风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	5,161	5,645	5,873	6,057
增长率（%）	-6.6	9.4	4.0	3.1
归属母公司股东净利润（百万元）	606	877	927	968
增长率（%）	-41.3	44.6	5.7	4.5
每股收益（元）	0.68	0.99	1.04	1.09
PE	27	19	18	17
PB	1.9	1.8	1.7	1.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 8 月 6 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

18.46 元

分析师 朱凤萍

执业证书：S0100524010001

邮箱：zhufengping@mszq.com

研究助理 杨涛

执业证书：S0100124060014

邮箱：yangtao_2@mszq.com

相关研究

1.九洲药业 (603456.SH) 2024 年半年报点评：CDMO 新签及 NDA 项目快速增长，长期发展韧性十足-2024/08/27

2.九洲药业 (603456.SH) 2024 年一季报点评：诺欣妥 Q1 加速放量，季度间波动不改长期成长韧性-2024/04/25

3.九洲药业 (603456.SH) 2023 年年报点评：CDMO 商业化收入稳定提升，持续建设全球先进产能-2024/04/10

4.九洲药业 (603456.SH) 2023 年半年报点评：CDMO 项目和订单稳健增长，产能建设快速推进-2023/08/15

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5,161	5,645	5,873	6,057
营业成本	3,417	3,538	3,681	3,800
营业税金及附加	56	73	76	79
销售费用	100	113	117	121
管理费用	418	457	476	491
研发费用	315	339	358	376
EBIT	735	1,119	1,158	1,184
财务费用	-78	-17	-20	-25
资产减值损失	-218	-79	-61	-42
投资收益	-8	0	0	0
营业利润	732	1,056	1,117	1,167
营业外收支	-2	0	0	0
利润总额	731	1,056	1,117	1,167
所得税	124	180	190	198
净利润	607	877	927	968
归属于母公司净利润	606	877	927	968
EBITDA	1,148	1,568	1,667	1,731

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,749	2,946	3,320	3,773
应收账款及票据	1,195	1,295	1,347	1,390
预付款项	29	32	33	34
存货	1,929	1,887	1,984	2,069
其他流动资产	169	181	184	186
流动资产合计	6,071	6,341	6,868	7,452
长期股权投资	19	19	19	19
固定资产	2,692	3,414	3,862	4,144
无形资产	516	516	516	516
非流动资产合计	5,056	5,350	5,449	5,498
资产合计	11,127	11,690	12,317	12,950
短期借款	0	301	301	301
应付账款及票据	1,459	1,484	1,544	1,594
其他流动负债	588	512	529	542
流动负债合计	2,046	2,297	2,374	2,437
长期借款	194	0	0	0
其他长期负债	277	270	270	270
非流动负债合计	471	270	270	270
负债合计	2,518	2,568	2,644	2,708
股本	895	889	889	889
少数股东权益	73	73	73	73
股东权益合计	8,610	9,123	9,672	10,242
负债和股东权益合计	11,127	11,690	12,317	12,950

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-6.57	9.39	4.04	3.13
EBIT 增长率	-34.59	52.26	3.50	2.29
净利润增长率	-41.34	44.64	5.72	4.49
盈利能力 (%)				
毛利率	33.78	37.33	37.33	37.27
净利润率	11.74	15.53	15.78	15.99
总资产收益率 ROA	5.45	7.50	7.52	7.48
净资产收益率 ROE	7.10	9.69	9.65	9.52
偿债能力				
流动比率	2.97	2.76	2.89	3.06
速动比率	1.93	1.85	1.97	2.13
现金比率	1.34	1.28	1.40	1.55
资产负债率 (%)	22.63	21.97	21.47	20.91
经营效率				
应收账款周转天数	75.26	79.41	80.98	81.33
存货周转天数	204.81	194.13	189.27	191.96
总资产周转率	0.47	0.49	0.49	0.48
每股指标 (元)				
每股收益	0.68	0.99	1.04	1.09
每股净资产	9.60	10.17	10.79	11.43
每股经营现金流	1.11	1.49	1.54	1.64
每股股利	0.30	0.42	0.45	0.47
估值分析				
PE	27	19	18	17
PB	1.9	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	12.37	9.06	8.52	8.20
股息收益率 (%)	1.61	2.27	2.40	2.51

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	607	877	927	968
折旧和摊销	413	450	509	547
营运资金变动	-268	-104	-145	-117
经营活动现金流	992	1,327	1,374	1,463
资本开支	-883	-642	-601	-588
投资	-5	-101	0	0
投资活动现金流	-881	-737	-601	-588
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-1	-12	0	0
筹资活动现金流	-610	-393	-400	-421
现金净流量	-482	197	374	453

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048