

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

九洲药业(603456)

唐爱金 医药首席分析师

执业编号: S1500523080002

邮箱: tangaijin@cindasc.com

贺鑫 医药行业分析师

执业编号: S1500524120003

邮箱: hexin1@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

CDMO 业务保持高增长，新分子业务布局有望 打造全新增长点

2025年08月07日

事件: 2025年8月5日, 公司发布《2025年半年度报告》。2025年H1实现营业收入28.71亿元, 同比增长3.86%; 实现归母净利润5.26亿元, 同比增长10.70%; 实现扣非净利润5.26亿元, 同比增长12.40%; 实现经营活动现金流净额8.45亿元, 同比增长164.50%。单季度来看, 2025年Q2公司实现营业收入13.81亿元, 同比增长7.15%; 实现归母净利润2.76亿元, 同比增长15.70%; 实现扣非净利润2.75亿元, 同比增长17.62%。

点评:

➤ **经营趋势稳健, CDMO业务保持高增长。**

2025年H1公司整体经营趋势稳健, 分业务来看:

1) CDMO业务: 2025年H1公司新药定制研发和生产服务(CDMO)实现营业收入22.91亿元, 同比增长16.27%, 对应毛利率41.02%, 同比2024年H1保持相对稳定。公司CDMO项目管线日益丰富, 已经形成可持续的临床前/临床I期、II期、III期的漏斗型项目结构。截至2025年H1, 公司创新药原料药CDMO共承接1,214个项目, 其中临床I期和II期项目1,086个, 环比2024年底增加60个; 临床III期项目90个, 环比2024年底增加6个; 商业化项目38个, 环比2024年底增加3个; 公司承接项目涵盖抗肿瘤、抗心衰、抗病毒、中枢神经和心脑血管等治疗领域, 临床后期和商业化项目数量不断增加, 有望推动公司业绩持续增长。

2) 原料药业务: 2025年H1公司特色原料药及中间体业务实现营业收入5.23亿元, 同比下滑28.48%, 对应毛利率23.26%, 同比增加2.08pct。公司特色原料药及中间体业务主要为国内外客户提供专利过期或即将到期的小分子原料药或中间体产品, 包括非甾体抗炎药物和抗感染类药物, 我们推测收入下滑主要是受到呼吸道疾病需求减弱的影响, 相关原料药品种量价趋势阶段性承压。

➤ **全面加快新分子业务布局, 打造全新增长点。**

公司全面布局多肽、偶联及小核酸药物等新分子业务, 已搭建完整技术平台, 2025年H1新分子业务引入新客户20多家, 其中海外订单增速较快, 已完成十多个项目的交付工作。多肽技术平台方面, 公司具备从定制肽到注册申报, 以及GMP条件下商业化生产多肽药物的一站式服务能力, 多肽GMP生产线持续扩建, 公司预计2025年年底投入使用; 偶联药物技术平台方面, 公司具备各类偶联药物的研发和生产能力(包括但不限于ADC、PDC、SMDC等), 拥有OEB4级、OEB5级的高活实验室和GMP高活车间, 可为客户提供从毫克级到数百克的单批次生产服务; 小核酸技术平台方面, 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,并承接多项定制业务,正加快推进小核酸 GMP 中试平台和 GMP 商业化车间建设。我们认为,当前 CRDMO 行业市场前景气度最高的赛道包括 TEDIS 和偶联药物两大方向,公司全面布局以上新兴赛道,有望打造全新增长点。具体而言:1)根据弗若斯特沙利文统计,2023 年全球 TEDIS (含多肽和寡核苷酸等) CRDMO 市场规模为 55 亿美元,预计 2032 年市场规模可以增长至 373 亿美元,2023-2032 年期间复合增长率有望达到 23.8%;2)根据弗若斯特沙利文统计,2022 年全球 ADC 及更广泛偶联药物 CRDMO 市场规模为 15 亿美元,预计 2030 年市场规模可以增长至 110 亿美元,2022-2030 年期间复合增长率有望达到 28.4%。

- **盈利预测:** 我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 55.09 亿元、61.77 亿元、68.42 亿元,归母净利润分别为 9.28 亿元、10.66 亿元、12.07 亿元, EPS (摊薄) 分别为 1.04 元、1.20 元、1.36 元,对应 PE 估值分别为 17.70 倍、15.40 倍、13.60 倍。
- **风险因素:** 行业投融资需求波动风险;地缘政治和关税变动风险;新签订单不及预期的风险;行业竞争加剧的风险。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	5,523	5,161	5,509	6,177	6,842
增长率 YoY %	1.4%	-6.6%	6.8%	12.1%	10.8%
归属母公司净利润 (百万元)	1,033	606	928	1,066	1,207
增长率 YoY%	12.2%	-41.3%	53.0%	15.0%	13.2%
毛利率%	37.7%	33.8%	36.5%	36.9%	37.2%
净资产收益率 ROE%	12.2%	7.1%	10.3%	11.1%	11.6%
EPS(摊薄)(元)	1.16	0.68	1.04	1.20	1.36
市盈率 P/E(倍)	15.89	27.09	17.70	15.40	13.60
市净率 P/B(倍)	1.94	1.92	1.82	1.70	1.58

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 8 月 6 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	6,314	6,071	6,504	7,367	8,388	
货币资金	3,206	2,749	3,128	3,679	4,387	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	962	1,195	1,246	1,371	1,495	
预付账款	31	29	30	34	37	
存货	1,959	1,929	1,925	2,101	2,277	
其他	155	169	174	183	192	
非流动资产	4,538	5,056	5,139	5,133	5,055	
长期股权投资	56	19	19	19	19	
固定资产(合计)	2,506	2,692	3,236	3,560	3,717	
无形资产	505	516	520	521	519	
其他	1,472	1,829	1,364	1,033	800	
资产总计	10,852	11,127	11,643	12,501	13,443	
流动负债	1,657	2,046	2,293	2,510	2,725	
短期借款	0	0	300	300	300	
应付票据	280	293	300	334	368	
应付账款	917	1,166	1,194	1,331	1,467	
其他	459	588	500	545	590	
非流动负债	662	471	270	270	270	
长期借款	389	194	0	0	0	
其他	273	277	270	270	270	
负债合计	2,319	2,518	2,564	2,780	2,996	
少数股东权益	72	73	74	76	78	
归属母公司股东权益	8,461	8,537	9,005	9,644	10,369	
负债和股东权益	10,852	11,127	11,643	12,501	13,443	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	5,523	5,161	5,509	6,177	6,842	
同比(%)	1.4%	-6.6%	6.8%	12.1%	10.8%	
归属母公司净利润	1,033	606	928	1,066	1,207	
同比(%)	12.2%	-41.3%	53.0%	15.0%	13.2%	
毛利率(%)	37.7%	33.8%	36.5%	36.9%	37.2%	
ROE%	12.2%	7.1%	10.3%	11.1%	11.6%	
EPS(摊薄)(元)	1.16	0.68	1.04	1.20	1.36	
P/E	15.89	27.09	17.70	15.40	13.60	
P/B	1.94	1.92	1.82	1.70	1.58	
EV/EBITDA	12.60	8.63	8.84	7.34	6.15	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	5,523	5,161	5,509	6,177	6,842	
营业成本	3,443	3,417	3,500	3,900	4,300	
营业税金及附加	49	56	60	67	74	
销售费用	82	100	107	120	132	
管理费用	446	418	446	500	554	
研发费用	331	315	275	309	342	
财务费用	-76	-78	-46	-53	-64	
减值损失合计	-78	-218	-50	-50	-50	
投资净收益	-19	-8	-9	-10	-11	
其他	26	26	11	13	14	
营业利润	1,176	732	1,120	1,287	1,457	
营业外收支	5	-2	-2	-2	-2	
利润总额	1,181	731	1,118	1,285	1,455	
所得税	149	124	189	217	246	
净利润	1,031	607	929	1,068	1,209	
少数股东损益	-2	1	1	2	2	
归属母公司净利润	1,033	606	928	1,066	1,207	
EBITDA	1,507	1,148	1,550	1,793	2,024	
EPS(当年)(元)	1.16	0.68	1.04	1.20	1.36	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	1,360	992	1,431	1,556	1,772	
净利润	1,031	607	929	1,068	1,209	
折旧摊销	384	413	479	561	633	
财务费用	11	6	9	9	9	
投资损失	19	8	9	10	11	
营运资金变动	-206	-268	-82	-177	-177	
其它	121	225	88	86	86	
投资活动现金流	-1,057	-881	-576	-571	-572	
资本支出	-925	-883	-570	-561	-561	
长期投资	-155	-5	0	0	0	
其他	23	8	-6	-10	-11	
筹资活动现金流	2,102	-610	-479	-436	-492	
吸收投资	2,491	0	0	0	0	
借款	255	-195	106	0	0	
支付利息或股息	-386	-471	-380	-436	-492	
现金流净增加额	2,413	-482	379	550	708	

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师，浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超9年。

贺鑫，医药分析师，医疗健康研究组长，北京大学汇丰商学院硕士，上海交通大学工学学士，5年医药行业研究经验，2024年加入信达证券，主要覆盖医疗服务、CXO、生命科学上游、中药等细分领域。

曹佳琳，医药分析师，中山大学岭南学院数量经济学硕士，3年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL等领域的研究工作。

章钟涛，医药分析师，暨南大学国际投融资硕士，超2年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

赵丹，医药分析师，北京大学生物医学工程硕士，2年创新药行业研究经历，2024年加入信达证券。主要覆盖创新药。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券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并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,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,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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任何责任,投资者需自行承担风险。