



公司评级 增持（首次）

报告日期 2025 年 08 月 07 日

基础数据

08 月 06 日收盘价（元）	18.46
总市值（亿元）	164.19
总股本（亿股）	8.89

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

分析师：黄翰漾

S0190519020002
huanghanyang@xyzq.com.cn

分析师：孙媛媛

S0190515090001
sunyuanyuan@xyzq.com.cn

分析师：乔波耀

S0190525070004
qiaoboyao@xyzq.com.cn

九洲药业(603456.SH)

CDMO 项目和收入稳步增长，持续深化全球头部药企合作

投资要点：

- **事件：**2025 年 8 月 5 日，九洲药业发布 2025 年半年报。公司上半年实现收入 28.71 亿元，同比增长 3.86%；归母净利润 5.26 亿元，同比增长 10.7%；扣非净利润 5.26 亿元，同比增长 12.4%。单季度看，2025Q2 实现收入 13.81 亿元，同比增长 7.15%；归母净利润 2.76 亿元，同比增长 15.7%；扣非净利润 2.75 亿元，同比增长 17.62%。
- **CDMO 管线项目持续增长，原料药业务毛利率稳健回升。**1) 2025 年上半年 CDMO 业务收入为 22.91 亿元，同比增长 16.27%，毛利率为 41.02%。截至 2025H1 公司商业化项目达到 38 个，相比 2024 年底增加 3 个，临床 III 期项目 90 个，I-II 期项目 1086 个，已递交 NDA 的新药项目快速增长。诺华 Entresto 保持稳健增长，2025H1 销售额 46.18 亿美元，同比增长 22%，2025Q2 销售额 23.57 亿元，同比增长 24%；CDK4/6 抑制剂 Kisqali 增长势头强劲，2025H1 销售额 21.33 亿美元，同比增长 59%，适应症扩人群至早期乳腺癌的商业价值继续兑现。2) 特色原料药及中间体 2025H1 收入 5.23 亿元，同比下降 28.48%，毛利率 23.26%。
- **积极拓展 TIDES、小核酸、制剂等新兴业务，配套产能加速建设中。**1) TIDES 业务今年上半年引入 20 多家新客户，交付项目超 10 个，项目覆盖降糖、癌症类治疗领域，海外订单快速放量。公司积极扩建药物多肽产能一期，预计 2025 年投入使用，并且扩建美容多肽产线以满足海外客户需求。2) 公司已完成美国和中国两地小核酸药物研发平台建设，并承接多项定制业务，加快推进小核酸 GMP 中试平台和 GMP 商业化车间建设。3) 公司加快仿制原料药制剂一体化进程，2025H1 新增 2 个特色原料药品种和 2 个仿制药制剂品种，截至今年上半年制剂管线共有 22 个，其中 8 个项目已经获批。4) 制剂 CDMO 业务覆盖 100 多个活跃项目，新增服务项目 30 多个，大部分项目为高技术壁垒、高附加值领域，项目管线呈现量质齐升的良好态势。
- **盈利预测与投资建议：**九洲药业是行业领先的小分子 CDMO 公司，订单业绩稳健增长。我们预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 57.46、63.03、67.75 亿元，归母净利润分别为 9.50、10.81、11.95 亿元，对应 2025 年 8 月 6 日收盘价，PE 为 17.3 倍、15.2 倍、13.7 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**需求下降风险、竞争加剧风险、政策变化风险、汇率波动风险等。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	5161	5746	6303	6775
同比增长	-6.6%	11.3%	9.7%	7.5%
归母净利润（百万元）	606	950	1081	1195
同比增长	-41.3%	56.8%	13.8%	10.5%
毛利率	33.8%	36.9%	37.3%	37.6%
ROE	7.1%	10.2%	10.5%	10.5%
每股收益（元）	0.68	1.07	1.22	1.34
市盈率	27.1	17.3	15.2	13.7

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	6071	6566	7764	9123
货币资金	2749	2955	3826	4909
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	1195	1357	1488	1600
预付款项	29	36	40	42
存货	1929	2013	2195	2348
其他	169	205	215	224
非流动资产	5056	5419	5462	5413
长期股权投资	19	19	19	19
固定资产	2692	2853	2870	2838
在建工程	1566	1680	1728	1735
无形资产	516	499	479	456
商誉	89	89	89	89
其他	174	280	278	276
资产总计	11127	11985	13226	14536
流动负债	2046	2335	2607	2853
短期借款	0	320	420	520
应付票据及应付账款	1459	1510	1646	1761
其他	588	505	541	572
非流动负债	471	271	271	272
长期借款	194	0	0	0
其他	277	271	271	272
负债合计	2518	2606	2879	3125
股本	895	889	889	889
未分配利润	3032	3754	4559	5443
少数股东权益	73	73	73	73
股东权益合计	8610	9380	10348	11411
负债及权益合计	11127	11985	13226	14536

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	606	950	1081	1195
折旧和摊销	413	475	528	580
营运资金的变动	-268	-217	-154	-130
经营活动产生现金流量	992	1313	1564	1761
资本支出	-883	-745	-574	-534
长期投资	-5	-100	0	0
投资活动产生现金流量	-881	-846	-579	-539
债权融资	-1	8	101	101
股权融资	0	0	0	0
融资活动产生现金流量	-610	-266	-114	-139
现金净变动	-482	206	871	1083

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5161	5746	6303	6775
营业成本	3417	3624	3951	4227
税金及附加	56	69	76	81
销售费用	100	103	113	122
管理费用	418	431	466	495
研发费用	315	316	340	359
财务费用	-78	-43	-42	-48
投资收益	-8	-4	-4	-5
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-17	-10	-10	-10
资产减值损失	-218	-75	-77	-80
营业利润	732	1188	1335	1475
营业外收支	-2	0	0	0
利润总额	731	1188	1335	1475
所得税	124	238	254	280
净利润	607	950	1081	1195
少数股东损益	1	0	0	0
归属母公司净利润	606	950	1081	1195
EPS(元)	0.68	1.07	1.22	1.34

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	-6.6%	11.3%	9.7%	7.5%
营业利润增长率	-37.7%	62.3%	12.4%	10.5%
归母净利润增长率	-41.3%	56.8%	13.8%	10.5%
盈利能力				
毛利率	33.8%	36.9%	37.3%	37.6%
归母净利率	11.7%	16.5%	17.2%	17.6%
ROE	7.1%	10.2%	10.5%	10.5%
偿债能力				
资产负债率	22.6%	21.7%	21.8%	21.5%
流动比率	2.97	2.81	2.98	3.20
速动比率	1.96	1.89	2.08	2.32
营运能力				
资产周转率	47.0%	49.7%	50.0%	48.8%
每股资料(元)				
每股收益	0.68	1.07	1.22	1.34
每股经营现金	1.11	1.48	1.76	1.98
估值比率(倍)				
PE	27.1	17.3	15.2	13.7
PB	1.9	1.8	1.6	1.4

分析师声明

本人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。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn