

九洲药业 (603456.SH)

增持 (维持)

CDMO 业务增长稳健, 盈利能力持续改善

公司发布 2025 年半年报: 2025 上半年收入 28.7 亿元、同比+3.9%; 毛利率 37.5%、同比+2.2pct; 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%。其中, Q2 单季度收入 13.8 亿元、同比+7.2%、qoq-7.4%; 毛利率 37.5%、同比+0.9pct、qoq+0.1pct; 归母净利润 2.8 亿元、同比+15.7%、qoq+10.2%; 扣非归母净利润 2.8 亿元、同比+17.6%、qoq+9.8%。

□ 盈利能力持续改善: 2025 年上半年公司实现净利率 18.3%、yoy+1.1pct, 其中 Q2 净利率 20.0%、同比+1.5pct、环比+3.3pct。我们认为, 净利率改善主要受益于 CDMO 业务收入占比提升以及原料药价格竞争缓和。

□ CDMO 业务: 收入稳步增长, 多肽等新兴领域快速发展。2025 年上半年实现收入 22.9 亿元、同比+16%; 毛利率 41.0%、同比基本持平。

■ 项目数量: 截至 6 月底公司原料药 CDMO 项目 1,214 个, 其中 I&II 期 1,086 个、III 期 90 个、商业化阶段 38 个 (与去年底相比+60 个、+6 个、+3 个)。

■ 多肽和偶联药物等新兴业务: 公司上半年引入新客户 20 多家, 在手项目主要涵盖降糖、癌症类治疗领域, 其中海外订单增速较快; 产能方面, 多肽 GMP 生产线持续扩建, 预计 2025 年年底投入使用。

□ 特色原料药&中间体: 受前期行业竞争影响收入下滑, 毛利率改善。毛利率提升 2025 年上半年实现收入 5.2 亿元、同比-28%; 毛利率 23.3%、同比+2.1pct。公司进一步拓宽特色原料药产品线, 持续深耕降糖类、抗炎类、抗感染类和心血管类药物领域。

□ 制剂业务: 加快原料药+制剂一体化, 提升产品价值。公司上半年新增 2 个特色原料药品种和 2 个仿制药制剂品种。截至 6 月底, 公司制剂管线共有 22 个项目, 其中 8 个获批、9 个递交上市申请。

□ 维持“增持”投资评级。九洲药业海外客户拓展初现成效, 多肽、偶联药物及小核酸等新兴领域技术平台建设持续推进, 拓展第二增长曲线。我们预计 2025-2027 年实现收入 58.6、61.5、65.3 亿元, 实现归母净利润分别为 9.3、10.3、11.5 亿元, 对应 PE 分别为 17、16、14x。

□ 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	5856	6149	6527
同比增长	1%	-7%	13%	5%	6%
营业利润(百万元)	1176	732	1116	1230	1382
同比增长	6%	-38%	52%	10%	12%
归母净利润(百万元)	1033	606	929	1025	1151
同比增长	12%	-41%	53%	10%	12%
每股收益(元)	1.16	0.68	1.04	1.15	1.29
PE	15.5	26.5	17.3	15.7	13.9
PB	1.9	1.9	1.7	1.6	1.5

资料来源: 公司数据、招商证券

消费品/生物医药

目标估值: NA

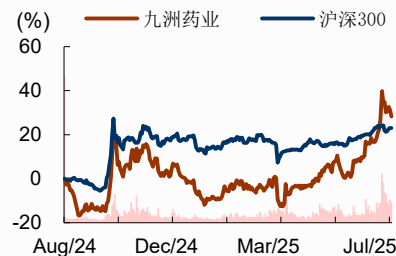
当前股价: 18.05 元

基础数据

总股本 (百万股)	889
已上市流通股 (百万股)	889
总市值 (十亿元)	16.1
流通市值 (十亿元)	16.1
每股净资产 (MRQ)	9.8
ROE (TTM)	7.5
资产负债率	19.9%
主要股东	浙江中贝九洲集团有限公司
主要股东持股比例	31.88%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	21	44	34
相对表现	17	37	11



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《九洲药业 (603456) — CDMO 管线持续丰富, 持续推进全球化布局》2025-04-14
- 2、《九洲药业 (603456) — 单季度收入环比降幅收窄, 国际化布局稳步推进》2024-10-27
- 3、《九洲药业 (603456) — CDMO 项目数稳健增长, 海外服务平台加快布局》2024-08-28

梁广楷 S1090524010001

liangguangkai@cmschina.com.cn

许菲菲 S1090520040003

xufeifei@cmschina.com.cn

肖笑园 S1090525050001

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	6807	7797	8938
现金	3206	2749	3132	3967	4894
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	1357	1424	1512
其它应收款	8	12	13	14	15
存货	1959	1929	2095	2172	2283
其他	178	187	210	220	234
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	11709	12514	13444
流动负债	1657	2046	1969	2030	2118
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1198	1459	1585	1642	1726
预收账款	75	70	76	79	83
其他	384	518	309	309	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	2441	2501	2590
股本	899	895	895	895	895
资本公积金	4367	4280	4280	4280	4280
留存收益	3194	3362	4022	4769	5613
少数股东权益	72	73	71	69	67
归属于母公司所有者权益	8461	8537	9197	9944	10788
负债及权益合计	10852	11127	11709	12514	13444

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1360	992	1120	1313	1376
净利润	1031	607	927	1023	1149
折旧摊销	378	406	454	435	411
财务费用	11	6	(6)	(17)	(24)
投资收益	19	8	(35)	(34)	(36)
营运资金变动	(98)	(20)	(220)	(94)	(124)
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)	(262)	(284)
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)	(279)	(308)
其他	110	96	6	17	24
现金净增加额	2406	(499)	383	835	928

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	5856	6149	6527
营业成本	3443	3417	3712	3847	4044
营业税金及附加	49	56	58	61	64
营业费用	82	100	100	105	91
管理费用	446	418	451	467	490
研发费用	331	315	328	332	339
财务费用	(76)	(78)	(6)	(17)	(24)
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	1116	1230	1382
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	1115	1231	1382
所得税	149	124	188	208	233
少数股东损益	(2)	1	(2)	(2)	(2)
归属于母公司净利润	1033	606	929	1025	1151

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	1%	-7%	13%	5%	6%
营业利润	6%	-38%	52%	10%	12%
归母净利润	12%	-41%	53%	10%	12%
获利能力					
毛利率	38%	34%	37%	37%	38%
净利率	19%	12%	16%	17%	18%
ROE	15%	7%	10%	11%	11%
ROIC	13%	6%	10%	10%	11%
偿债能力					
资产负债率	21%	23%	21%	20%	19%
净负债比率	4%	4%	2%	2%	1%
流动比率	3.8	3.0	3.5	3.8	4.2
速动比率	2.6	2.0	2.4	2.8	3.1
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	1.8	1.8	1.8
应收账款周转率	6.8	4.8	4.6	4.4	4.4
应付账款周转率	2.8	2.6	2.4	2.4	2.4
每股资料(元)					
EPS	1.16	0.68	1.0	1.2	1.3
每股经营净现金	1.53	1.11	1.3	1.5	1.5
每股净资产	9.51	9.60	10.3	11.2	12.1
每股股利	0.51	0.30	0.3	0.3	0.4
估值比率					
PE	15.5	26.5	17.3	15.7	13.9
PB	1.9	1.9	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	11.1	15.7	10.2	9.7	9.0

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。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，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。