

25H1 营收稳健增长，利润率改善明显

核心观点

25H1 公司收入端稳健增长，利润端改善趋势符合预期。CDMO 业务保持快速增长，服务项目数及后端商业化项目数持续扩大，有望推动公司长期成长。原料药板块有所承压，但公司持续推进国际化战略以及原料药-制剂一体化业务，积极布局多肽、ADC 以及寡核苷酸业务，目前已承接多个多肽订单。展望 25 年下半年预计公司原料药板块通过产品的结构性调整利润率有望逐渐恢复，CDMO 板块继续保持稳步增长。同时随着公司海外 CRO 平台的建立和持续不断的引流，公司发展有望进一步加速。

事件

公司发布 25H1 业绩

2025 年 H1 实现营收 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%；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%。

简评

25H1 营收稳健增长，业绩符合预期

公司 25H1 年实现收入 28.71 亿元，同比增长 3.86%，实现归

重要财务指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,523.42	5,160.58	5,681.66	6,022.72	6,465.81
YOY(%)	1.44	-6.57	10.10	6.00	7.36
净利润(百万元)	1,033.26	606.10	978.78	1,114.90	1,233.34
YOY(%)	12.17	-41.34	61.49	13.91	10.62
毛利率(%)	37.66	33.78	36.97	37.48	38.09
净利率(%)	18.71	11.74	17.23	18.51	19.07
ROE(%)	12.21	7.10	10.75	11.43	11.78
EPS(摊薄/元)	1.16	0.68	1.10	1.25	1.39
P/E(倍)	15.64	26.66	16.51	14.50	13.10
P/B(倍)	1.91	1.89	1.77	1.66	1.54

资料来源：iFinD，中信建投证券

九洲药业(603456.SH)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

袁清慧

yuanqinghui@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520030001

SFC 编号:BPW879

王云鹏

wangyunpeng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524070020

发布日期：2025 年 08 月 10 日

当前股价：18.17 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

1 个月	3 个月	12 个月
19.62/14.95	32.15/23.40	25.05/-1.62
12 月最高/最低价(元)		19.68/11.96
总股本(万股)		88,944.60
流通 A 股(万股)		88,944.60
总市值(亿元)		161.61
流通市值(亿元)		161.61
近 3 月日均成交量(万)		2902.84
主要股东		
浙江中贝九洲集团有限公司		31.88%

股价表现



相关研究报告

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%。利润端增长超过营收主要由于公司毛利率有所提高且期间费用有所降低。25Q2 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%。CDMO 及原料药端经营趋势开始好转，营收及利润均保持平稳增长。

CDMO 25H1 需求持续恢复，原料药板块竞争较为激烈

25H1 公司 CDMO 业务实现收入 22.9 亿元，同比增长 16.3%，25H1 新签项目数同比增长超 20%。CDMO 管线稳定增长，截止 25H1，CDMO 板块共承接 38 个商业化项目、90 个临床 III 期项目、1086 个临床 I/I 期项目；制剂 CDMO 在研管线超百项，服务全球 80 余家客户，新增 30 多个高技术壁垒项目，项目数量与质量双提升；24 年成立的 TIDES 事业部进展顺利，新增客户 20 余家，完成 10 多个项目的交付。公司积极推进多肽产能的扩充，一方面对药物多肽产能一期进行扩建，预计将于 2025 年投入使用；另一方面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。目前，公司已完成美国和中国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。

25H1 年公司原料药板块实现营收 5.23 亿元，同比下滑 28.5%，毛利率有所回升，同比增加 2.08 个百分点。原料药营收下降预计与部分品种需求承压有关，价格端整体趋稳，部分品种略有上升，带动整体毛利率有所回升，预计下半年有望进一步好转。

25H2 展望：CDMO 保持较高增长，原料药板块企稳回升

公司 CDMO 板块客户项目稳定增长，产能持续推进，浙江瑞博、苏州瑞博等车间均陆续投入使用，24 年主要受宠物药市场疲软收入同比有所下降，25H1 恢复较快增长，25H2 有望持续。原料药板块逐渐进入行业“去库存”阶段，同时面对国内及印度企业竞争，24 年毛利率下降较多。公司自 24Q3 开始对产品结构进行调整，积极应对行业变化，25H1 毛利率端企稳回升。新兴业务方面多肽板块已承接多个订单，苏州瑞博多肽中试车间已投入使用，后续产能仍在扩建。ADC 及小核酸平台搭建初步完成，项目承接能力进一步增强；25H1 新增 2 个仿制药制剂品种，制剂管线共有 22 个项目，其中 8 个已获批，9 个处于上市申请阶段，新业务板块有望逐渐贡献增量。

财务分析：毛利率持续改善，期间费用率下降明显

25H1 年公司销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 1.78%、6.69%、4.46% 以及 -0.26%，销售费用率、管理费用率、研发费用率同比变化 +0.19pp、-0.47pp、-1.33pp，销售费用率小幅增长，管理及研发费用率下降明显。原料药板块毛利率企稳回升带动公司 25H1 毛利率 37.45%，同比增长 2.24 个百分点，净利率为 18.34%，同比增长 1.13 个百分点。经营活动产生的现金流量净额达到 8.45 亿元，同比大幅增长 164.50%，主要由于回款增加和运营效率方面有明显提升。

投资建议：

公司作为领先的 CDMO 企业，坚持推进“做深”大客户和“做广”新兴客户的战略，实现 CDMO 管线量质齐升。同时通过“内建+外延”方式持续加大研发及产能建设，促进 CDMO 板块高质量快速发展。我们看好公司未来在 CDMO 领域持续发展，我们预计 2025-2027 年公司的营业收入分别为 56.8 亿元、60.2 亿元、64.7 亿元，同比增长 10%、6%、7%，归母净利润分别为 9.8 亿元、11.1 亿元、12.3 亿元，同比增长 62%、14%、11%，对应 PE 分别为 16.5 倍、14.5 倍、13.1 倍，维持“买入”评级。

风险提示：大客户依赖风险：公司对单一客户需求依赖较高，客户需求下降或者产品销售不及预期可能对公司带来风险；订单不及预期风险：公司服务的主要为专利药销售阶段的创新药医药原料药与中间体等产品，创新药上市后由于市场推广、医患用药习惯等各种因素导致销售量不及预期，或者专利即将到期需要面对仿制药竞争等都可能影响公司未来订单；市场竞争加剧风险：国内 CDMO 产业发展迅速，市场规模迅速扩大，公司可能面临市场竞争加剧风险；政策变化风险：国内药政监管政策变化较大，近年来先后实施上市许可人制度（MAH）、

仿制药一致性评价、带量采购、原辅包与药品制剂关联审评审批等对原料药生产造成深刻变革，公司需要适时根据政策调整发展战略，存在因无法快速适应政策变化对企业经营造成影响的风险；汇率波动风险：公司海外业务占比较高，美元和欧元为主要结算货币，面临较大的汇率波动风险。

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

袁清慧

中信建投制药及生物科技组首席分析师。中山大学理学本科，佐治亚州立大学理学硕士，北卡大学教堂山分校医学院研究学者。曾从事阿尔茨海默、肿瘤相关新药研发，擅长创新药产业研究。2018 年加入中信建投证券研究发展部，负责制药及生物科技板块。

2020 年新浪金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围团队核心成员、Wind 金牌分析师医药行业第 4 名。2019 年 Wind 金牌分析师医药行业第 1 名。2018 年 Wind 金牌分析师医药行业第 3 名，第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2021 年新财富最佳分析师医药行业第五名。

王云鹏

中信建投制药及生物科技组研究员，清华大学化学系本科，有机化学博士，覆盖创新药及医药外包产业链、原料药等领域。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk