



医疗研发外包/化学制药/医药生物

九洲药业 603456.SH

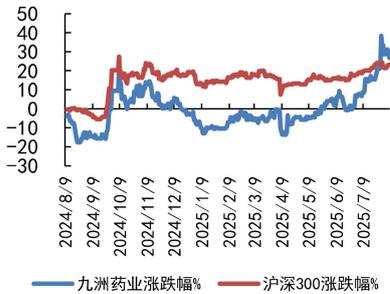
经营业绩修复向好，CDMO 业务稳健增长

基础数据：

截至 2025 年 8 月 11 日

当前股价	18.45 元
投资评级	买入
评级变动	维持
总股本	8.89 亿股
流通股本	8.89 亿股
总市值	164.10 亿元
流动市值	164.10 亿元

相对市场表现：



事件：

公司发布2025年半年报：2025年上半年公司实现营收28.71亿元，同比增长3.86%；归母净利润5.26亿元，同比增长10.70%；扣非归母净利润为5.26亿元，同比增长12.40%；经营活动产生的现金流量净额8.45亿元，同比增长164.50%。

事件点评：

◆主要经营业绩回暖，现金流表现较佳。2025年上半年公司实现营收28.71亿元，增长3.86%。其中，CDMO业务销售收入22.91亿元，同比增长16.27%，毛利率41.02%，同比基本持平；公司API及中间体业务销售收入5.23亿元，同比下滑28.48%，毛利率23.26%，同比增长2.07pct。利润端修复表现更优于收入端，实现扣非归母净利润5.26亿元，同比增长12.40%。此外，公司经营活动产生的现金流量净额8.45亿元，同比大幅增长164.50%，为收到的贷款增加所致。

分析师：

分析师 胡晨曦

huchenxi@gwgsc.com

执业证书编号：S0200518090001

联系电话：010-68085205

分析师 魏钰琪

weiyuqi@gwgsc.com

执业证书编号：S0200525060001

联系电话：010-68099389

◆CDMO 项目管线持续丰富，新客户拓展顺利。公司在收入端和利润端的回暖修复主要得益于CDMO业务的稳健增长表现。公司与全球大型制药公司的项目管线渗透率进一步提升，合作不断深入；客户已上市项目持续稳定放量，商业化阶段项目收入稳步提升。截至2025年6月30日，公司承接的CDMO项目包括：已上市项目38个，处于III期临床项目90个，处于II期及I期临床项目1086个，较2024年分别增长3/6/60个。制剂CDMO业务表现活跃，引入新客户10余家，均为国内外优质制药企业或创新生物技术公司，新增服务项目30余个，大部分为高技术壁垒、高附加值领域项目。公司客户诺华的ARNI药物Entresto（诺欣妥）和CDK4/6抑制剂Kisqali（凯丽隆）两款产品依旧保持快速增长态势，为公司CDMO业务的核心驱动因素：2025年上半年Entresto实现全球销售额46.18亿美元，同比增长22%（按美元计价，下同），Kisqali实现全球销售额21.33亿美元，同比增长59%。

公司地址：北京市丰台区凤凰嘴街2号院1号楼中国长城资产大厦16层



◆TIDES 事业部及相关技术平台快速发展，积极推进产能扩张建设。

自公司 TIDES 事业部于 2024 年 6 月成立以来，多肽及偶联药物、小核酸技术平台快速发展，能够为客户提供从直链肽、肽链修饰、多环肽、payload、linker、chelator 以及 linker+payload、linker+chelator 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。产能建设方面，公司积极推进多肽产能扩充，对药物多肽产能一期进行扩建，预计将于 2025 年投入使用；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；同时完成偶联药物新车间的扩建规划，进一步提高研发生产一体化服务能力。此外，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。目前公司正在推进小核酸 GMP 中试平台和 GMP 商业化车间建设。多肽和偶联 CDMO 业务方面，报告期内引入新客户 20 余家，在手订单的项目主要涵盖降糖、癌症类治疗领域，其中海外订单增速较快。公司已完成十多个项目的交付工作，获得客户的高度评价。我们认为，随着多肽及偶联药物全球市场规模快速扩容，未来公司相关项目承接量有望持续增加。

◆API 业务营收略有波动，毛利率持续修复。2025 年上半年，公司 API 业务实现营收 5.23 亿元，同比下滑 28.48%，毛利率为 23.26%，同比 2.07pcts；报告期内，公司新增 2 个特色原料药品种。我们认为，公司持续布局拓展并布局仿制原料药及制剂产品管线，加速原料药制剂一体化进程，有望实现原料药及中间体产品价值新提升，预计未来公司 API 业务将持续修复向好。

投资建议：

我们预测公司 2025-2027 年的归母净利润分别为 9.33/10.76/11.56 亿元，EPS 分别为 0.97/1.12/1.20 元/股，当前股价对应 PE 为 19/16/15 倍。考虑 CDMO 业务各阶段项目增长良好，部分商业化大品种受益于终端市场放量、销量持续增长，TIDES 事业部及相关技术平台快速发展，公司未来有望保持增长态势；我们维持其“买入”评级。

风险提示：



重点CDMO订单放量不及预期；原料药和中间体价格波动风险；环保政策风险；安全生产风险。

主要财务数据及预测：

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,160.58	5,565.53	6,209.37	6,598.16
增长率(%)	-6.57	7.85	11.57	6.26
归母净利润(百万元)	606.10	933.36	1,075.66	1,155.67
增长率(%)	-41.34	53.99	15.25	7.44
EPS(元/股)	0.68	0.97	1.12	1.20
市盈率(P/E)	27.08	18.99	16.48	15.33
市净率(P/B)	1.92	1.91	1.79	1.67

资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所



盈利预测 (单位: 百万元)

资产负债表	2024	2025E	2026E	2027E	利润表	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,748.87	3,029.78	3,307.52	4,119.40	营业收入	5,160.58	5,565.53	6,209.37	6,598.16
应收账款	1,195.47	1,131.60	1,464.67	1,294.16	营业成本	3,417.17	3,581.96	3,956.88	4,190.43
预付账款	29.36	33.95	35.98	38.08	营业税金及附加	55.95	60.34	67.33	71.54
存货	1,928.78	2,146.92	2,355.37	2,412.66	营业费用	99.90	100.18	111.77	118.77
其他	169.02	169.02	169.02	169.02	管理费用	417.73	417.41	465.70	494.86
流动资产合计	6,071.49	6,511.27	7,332.57	8,033.32	研发费用	314.91	278.28	310.47	329.91
长期股权投资	19.40	19.40	19.40	19.40	财务费用	-77.85	-14.47	-16.14	-17.16
固定资产	2,691.54	2,651.33	3,788.10	3,751.58	资产减值损失	-218.48	-60.00	-60.00	-60.00
在建工程	1,505.96	1,589.37	819.68	594.78	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	572.93	561.76	547.93	531.44	投资净收益	-8.13	-2.00	-2.00	-2.00
其他	265.92	256.95	226.85	216.65	其他	45.81	40.00	40.00	40.00
非流动资产合计	5,055.76	5,078.81	5,401.96	5,113.85	营业利润	732.19	1,126.67	1,298.21	1,394.65
资产总计	11,127.25	11,590.07	12,734.53	13,147.17	营业外收入	1.78	1.78	1.78	1.78
短期借款	0.00	0.00	100.19	0.00	营业外支出	3.37	3.37	3.37	3.37
应付账款	1,206.19	1,100.12	1,447.59	1,250.50	利润总额	730.60	1,125.09	1,296.63	1,393.07
其他	840.08	872.33	921.09	922.45	所得税	123.53	190.24	219.24	235.55
流动负债合计	2,046.27	1,972.45	2,468.86	2,172.95	净利润	607.07	934.85	1,077.39	1,157.52
长期借款	194.25	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.97	1.50	1.72	1.85
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	606.10	933.36	1,075.66	1,155.67
其他	277.15	277.15	277.15	277.15	主要财务比率	2024	2025E	2026E	2027E
非流动负债合计	471.40	277.15	277.15	277.15	成长能力				
负债合计	2,517.67	2,249.61	2,746.02	2,450.11	营业收入	-6.57%	7.85%	11.57%	6.26%
少数股东权益	72.91	74.40	76.13	77.98	营业利润	-37.73%	53.88%	15.23%	7.43%
股本	895.24	960.53	960.53	960.53	归属于母公司净利润	-41.34%	53.99%	15.25%	7.44%
资本公积	4,379.53	4,379.53	4,379.53	4,379.53					
留存收益	7,729.82	8,305.53	8,951.86	9,658.55	毛利率	33.78%	35.64%	36.28%	36.49%
其他	-4,467.91	-4,379.53	-4,379.53	-4,379.53	净利率	11.74%	16.77%	17.32%	17.51%
股东权益合计	8,609.58	9,340.46	9,988.52	10,697.06	ROE	7.10%	10.07%	10.85%	10.88%
负债和股东权益总计	11,127.25	11,590.07	12,734.53	13,147.17	ROIC	9.65%	15.03%	16.63%	16.64%
现金流量表	2024	2025E	2026E	2027E					
经营活动现金流	991.66	1,112.25	1,472.43	1,656.78	资产负债率	22.63%	19.41%	21.56%	18.64%
资本支出	896.35	445.60	879.68	310.90	流动比率	2.97	3.30	2.97	3.70
长期投资	-36.31	0.00	0.00	0.00	速动比率	2.02	2.21	2.02	2.59
其他	-1,741.37	-893.19	-1,761.37	-623.81					
投资活动现金流	-881.33	-447.60	-881.68	-312.90	应收账款周转率	4.78	4.78	4.78	4.78
债权融资	403.97	209.72	309.91	209.72	存货周转率	2.65	2.73	2.76	2.77
股权融资	-7.32	168.14	16.14	17.16	总资产周转率	0.47	0.49	0.51	0.51
其他	-1,006.26	-761.61	-639.06	-758.88	每股指标 (元)	2024	2025E	2026E	2027E
筹资活动现金流	-609.61	-383.75	-313.01	-532.00	每股收益	0.68	0.97	1.12	1.20
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	1.11	1.25	1.66	1.86
现金净增加额	-499.28	280.91	277.74	811.88	每股净资产	9.60	9.65	10.32	11.06

资料来源: Wind, 长城国瑞证券研究所



股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入：相对强于市场表现 20%以上；
- 增持：相对强于市场表现 10%~20%；
- 中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；
- 减持：相对弱于市场表现 10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好：行业超越整体市场表现；
- 中性：行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

