

九洲药业（603456.SH）

CDMO 主业提质扩量，看好后续业务放量节奏

业绩表现逐季回暖，CDMO 行业在当下具有比较优势。此前，公司发布 2025 年半年度报告。单独看 Q2，公司实现收入 13.81 亿元，同比增加 7.15%；归母净利润 2.76 亿元，同比增加 15.70%；扣非归母净利润 2.75 亿元，同比增加 17.62%。单季度销售净利率时隔 6 个季度重回 20%+，业绩逐季提速趋势向好。美国降息预期升温、地缘政治风险事件逐步淡化、生物医药投融资处于改善的过程之中，外部环境对 CXO 企业的负面影响正渐渐驱散，此前大订单对 CDMO 企业的业绩基数压力也不复存在。国内创新药出海火热，有望带动产业链上下游提速，中国 CDMO 企业是全球生物医药产业链稀缺的“卖水人”。包括公司在内的多家国内 CDMO 龙头复苏趋势明确，海外龙头业绩也可以交叉印证，业绩/订单状况良好。

CDMO 主业表现稳定，项目储备丰富，结构持续优化。25H1CDMO 板块实现收入 22.9 亿元，同比增长 16.3%。原料药板块实现收入 5.2 亿元，同比下降 28.5%。小分子 CDMO 仍为公司核心收入来源，2025 上半年共承接项目 1214 个，III 期临床项目 90 个，较去年新增 6 个；商业化项目 38 个，较去年新增 3 个。制剂 CDMO 业务依托于“端到端”一体化服务平台，25H1 新引入客户十余家。公司团队覆盖百余个活跃制剂项目，其中新增服务项目 30 余个，项目类型涵盖创新药、复杂仿制药及高壁垒制剂。制剂产品实现英国首单出口。多肽与偶联业务 25H1 引入新客户 20 多家，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，未来项目承接数量将持续增加。

盈利能力持续改善，各项费用控制良好。2025 年 H1 公司实现销售毛利率 37.5%(+2.2pcts)，销售净利率 18.3%(+1.1pcts)，各项费用率较为稳定。分区域看，2025 年 H1 公司实现国内业务收入 5.8 亿元(同比-5.83%) 占比 20.1%；实现海外业务收入 22.9 亿元(同比+6.62%) 占比 79.9%。公司持续深化国际化战略，进一步增强了全球客户黏性。

产能建设持续推进，境内外关键平台布局加速落地。公司持续推进 CDMO 业务的全球化研发能力布局和先进产能布局。九洲药业（台州）取得《药品生产许可证》，一期项目建设有序推进中；多肽 GMP 生产线持续扩建，预计 2025 年年底投入使用。

盈利预测与评级：考虑到原料药行业复苏较为缓慢，对公司原料药业务有所影响，生物医药投融资提振也需要时间，我们下调盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 9.49、10.41、11.84 亿元，同比增长 56.5%、9.8%、13.7%；对应 PE 分别为 19X、17X、15X 倍，维持“买入”评级。

风险提示：原料药行业回暖不及预期风险，医药研发需求下降风险，医药投融资不及预期风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	5,523	5,161	5,613	6,107	6,636
增长率 yoy（%）	1.4	-6.6	8.8	8.8	8.7
归母净利润（百万元）	1,033	606	949	1,041	1,184
增长率 yoy（%）	12.2	-41.3	56.5	9.8	13.7
EPS 最新摊薄（元/股）	1.16	0.68	1.07	1.17	1.33
净资产收益率（%）	12.2	7.1	10.3	10.3	10.7
P/E（倍）	17.4	29.7	19.0	17.3	15.2
P/B（倍）	2.1	2.1	2.0	1.8	1.6

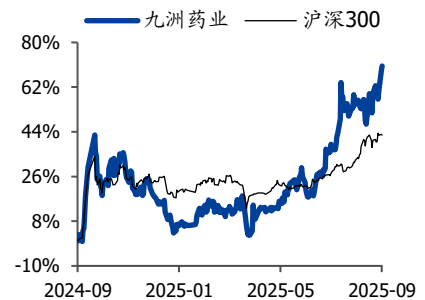
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 09 月 16 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	医疗服务
前次评级	买入
09 月 16 日收盘价（元）	20.26
总市值（百万元）	18,020.18
总股本（百万股）	889.45
其中自由流通股（%）	100.00
30 日日均成交量（百万股）	37.53

股价走势



作者

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjinyang@gszq.com

分析师 胡佑碧

执业证书编号：S0680519010003

邮箱：huruobi@gszq.com

分析师 徐雨涵

执业证书编号：S0680524040006

邮箱：xuyuhan@gszq.com

相关研究

- 1、《九洲药业(603456.SH)：收入基本符合预期，CDMO 板块保持高增，项目管线持续丰富》 2024-04-09
- 2、《九洲药业(603456.SH)：业绩符合预期，CDMO 快速增长》 2023-08-15
- 3、《九洲药业(603456.SH)：业绩符合此前公告区间，CDMO 板块高速增长，项目数量快速增加》 2023-04-27

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	6314	6071	6286	6978	7827
现金	3206	2749	2851	3280	3824
应收票据及应收账款	962	1195	1254	1345	1444
其他应收款	8	12	12	15	17
预付账款	31	29	16	21	29
存货	1959	1929	2005	2143	2328
其他流动资产	147	157	148	174	186
非流动资产	4538	5056	5542	5797	6008
长期投资	56	19	30	46	67
固定资产	2506	2692	2872	2918	2885
无形资产	505	516	546	546	530
其他非流动资产	1472	1829	2094	2288	2527
资产总计	10852	11127	11829	12775	13836
流动负债	1657	2046	2039	2109	2202
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1198	1459	1516	1565	1634
其他流动负债	459	588	523	544	568
非流动负债	662	471	489	517	519
长期借款	389	194	218	244	244
其他非流动负债	273	277	272	274	275
负债合计	2319	2518	2529	2626	2720
少数股东权益	72	73	74	75	77
股本	899	895	895	895	895
资本公积	4499	4380	4380	4380	4380
留存收益	3190	3350	4127	4975	5939
归属母公司股东权益	8461	8537	9226	10074	11038
负债和股东权益	10852	11127	11829	12775	13836

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1360	992	1376	1342	1438
净利润	1031	607	950	1042	1186
折旧摊销	384	413	423	471	510
财务费用	11	6	7	8	9
投资损失	19	8	-56	-73	-69
营运资金变动	-206	-268	-57	-224	-213
其他经营现金流	121	225	109	117	14
投资活动现金流	-1057	-881	-919	-739	-667
资本支出	-925	-883	-940	-771	-693
长期投资	-155	-5	-33	-36	-36
其他投资现金流	23	8	54	68	63
筹资活动现金流	2102	-610	-359	-174	-227
短期借款	-50	0	0	0	0
长期借款	305	-195	24	26	0
普通股增加	65	-4	0	0	0
资本公积增加	2441	-120	0	0	0
其他筹资现金流	-659	-291	-382	-200	-227
现金净增加额	2413	-482	102	429	544

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5523	5161	5613	6107	6636
营业成本	3443	3417	3610	3920	4260
营业税金及附加	49	56	62	67	74
管理费用	82	100	109	110	119
研发费用	446	418	455	489	538
财务费用	331	315	343	368	401
资产减值损失	-76	-78	-48	-49	-57
其他收益	-78	-218	-33	-26	4
公允价值变动收益	48	46	56	49	33
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	-19	-8	56	73	69
营业利润	-3	-3	-3	-3	-3
营业外收入	1176	732	1087	1208	1393
营业外支出	8	2	8	5	5
利润总额	3	3	7	5	9
所得税	1181	731	1088	1208	1389
净利润	149	124	138	165	203
少数股东损益	1031	607	950	1042	1186
归属母公司净利润	-2	1	1	1	2
EBITDA	1033	606	949	1041	1184
EPS (元/股)	1507	1148	1463	1630	1843
	1.16	0.68	1.07	1.17	1.33

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	1.4	-6.6	8.8	8.8	8.7
营业利润(%)	6.1	-37.7	48.4	11.2	15.3
归属母公司净利润(%)	12.2	-41.3	56.5	9.8	13.7
获利能力					
毛利率(%)	37.7	33.8	35.7	35.8	35.8
净利率(%)	18.7	11.7	16.9	17.1	17.8
ROE(%)	12.2	7.1	10.3	10.3	10.7
ROIC(%)	11.0	6.8	9.4	9.5	9.9
偿债能力					
资产负债率(%)	21.4	22.6	21.4	20.6	19.7
净负债比率(%)	-32.7	-27.1	-27.1	-28.8	-31.1
流动比率	3.8	3.0	3.1	3.3	3.6
速动比率	2.5	2.0	2.0	2.2	2.4
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	6.8	4.8	4.6	4.7	4.8
应付账款周转率	3.9	3.3	3.0	3.2	3.3
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.16	0.68	1.07	1.17	1.33
每股经营现金流(最新摊薄)	1.53	1.11	1.55	1.51	1.62
每股净资产(最新摊薄)	9.51	9.60	10.37	11.33	12.41
估值比率					
P/E	17.4	29.7	19.0	17.3	15.2
P/B	2.1	2.1	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	12.6	8.6	10.6	9.3	7.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 09 月 16 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com