

## 创新药 CDMO 战略清晰

### 核心要点：

#### □ 创新驱动的行业领先 CDMO 公司，2025Q1-Q3 业绩恢复增长

公司是一家创新驱动的行业领先 CDMO 企业，致力于为全球制药公司、生物科技公司、科研机构等提供一站式的医药定制研发和生产（CDMO）服务，包含小分子化学药物、多肽药物、偶联药物和小核酸药物。

根据 Wind 数据，公司营收由 2019 年的 20.17 亿元增长至 2024 年的 51.61 亿元，年复合增长率（CAGR）达 20.67%，2025 年 Q1-Q3 公司实现营收 41.60 亿元，同比增长 4.92%；公司归母净利润由 2019 年的 2.38 亿元增至 2023 年的 10.33 亿元，2024 年由于非经常性损益影响归母净利润为 6.06 亿元，同比下降 41.34%，2025 年 Q1-Q3 公司实现归母净利润 7.48 亿元，同比增长 18.51%。

#### □ 合同定制业务营收占比持续提升，2024 年国外营收占比高达 79.12%

公司近年合同定制类业务营收占比持续提升。根据 wind 数据，公司合同定制类业务的营收占比从 2019 年的 37.55% 快速提升至 2024 年的 75.00%，公司定位创新药 CDMO 公司战略清晰。2024 年合同定制类业务毛利率 38.38%、中枢神经类药物毛利率 35.58%、抗感染类产品毛利率 -5.74%、非甾体类药物 37.94%、降血糖类药毛利率 3.89%、贸易及其他毛利率 17.92%。公司主要业务区域以国外为主，且占比近年不断提升，2024 年国外实现营业收入 40.25 亿元，占比 79.12%。

#### □ 全球医药 CDMO 保持较高景气度，公司有望受益产业发展

根据 Wind 数据，公司 CDMO 业务（合同定制）收入从 2019 年 7.57 亿元增长至 2024 年的 38.71 亿元，是驱动公司成长的重要推动力。根据公司 2025 年半年报援引沙利文《全球医药 CDMO 市场规模情况》报告显示，全球医药 CDMO 行业保持较高的市场景气度，2018-2023 年全球 CDMO 市场规模从 446 亿美元增长至 797 亿美元，复合增长率为 12.3%。随着全球对创新药的需求不断上升，制药企业对 CDMO 服务的需求也随之增加。此外，为了降低成本、提高效率并专注于核心业务，越来越多的制药企业选择将部分研发和生产环节外包给专业的 CDMO 企业。全球 CDMO 行业的市场规模预计 2028 年和 2030 年将分别达到 1,684 亿美元和 3,385 亿美元。而公司定位创新药 CDMO 公司，有望充分受益于全球 CDMO 产业发展。

#### □ CDMO 项目管线日益丰富，多肽与偶联小核酸等技术有望驱动成长

公司持续跟踪前沿科学技术，领先的创新药研发技术服务平台推进技术不断革新。目前公司已建成覆盖小分子药物技术、多肽偶联小核酸技术、制剂技术等方向的包括连续流技术、手性催化技术、氟化学技术、生物催化技术、光电化学技术、固态研究技术、多肽技术、偶联技术、制剂研究平台等众多技术平台。根据公司投资者关系记录表，多肽和偶联药物是未来药物发展的大趋势。目前九洲药业多肽部门正在开展二期商业化产能建设，总体产能将达到 800 公斤/年，将极大提升多肽类产品的交付能力。小核酸业务方面，公司已在国内外设有研发平台，承接海外客户的早期项目，已经准备在国内建设小核酸商业化产能。

## □ 投资建议

作为创新药 CDMO 公司，公司项目管线日益丰富，并积极布局多肽与偶联小核酸等技术。我们预计 2025-2027 年公司营收分别为 56.70/62.78/69.57 亿元，归母净利分别为 9.30/10.31/11.47 亿元，对应 EPS 分别为 1.05/1.16/1.29 元，我们看好公司长期发展，首次覆盖给予“买入”评级。

## □ 风险提示

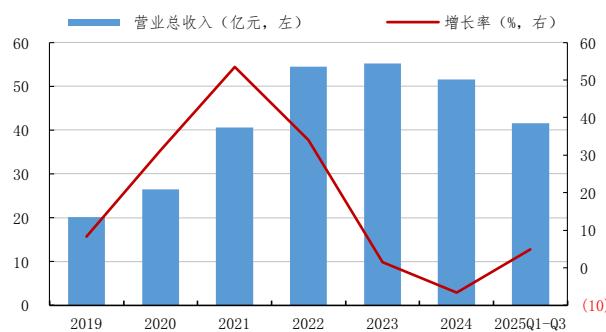
产品需求下降的风险；监管政策变化的风险；行业竞争加剧的风险。

财务预测	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	5161	5670	6278	6957
同比	-6.6%	9.9%	10.7%	10.8%
归母净利（百万元）	606	930	1031	1147
同比	-41.3%	53.4%	10.9%	11.2%
毛利率	33.8%	35.4%	35.6%	35.7%
ROE	7.1%	10.2%	10.7%	11.1%
每股收益（元）	0.68	1.05	1.16	1.29
PE	23.88	15.56	14.03	12.62
EV/EBITDA	11.47	6.11	5.26	4.62

资料来源：Wind、湘财证券研究所

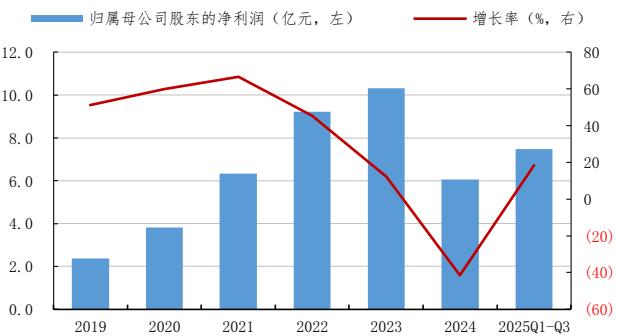
## 1 主要财务数据

图 1 2019-2025Q1-Q3 公司营业收入及增长



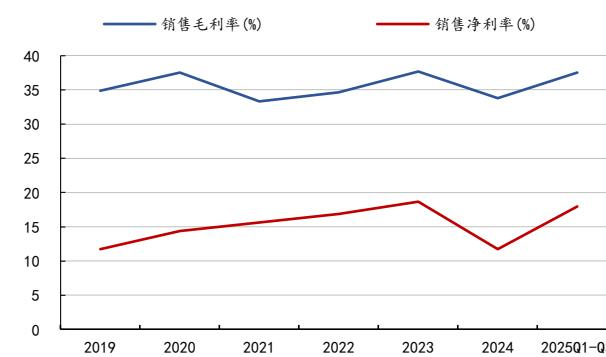
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 2 2019-2025Q1-Q3 公司归母净利及增长



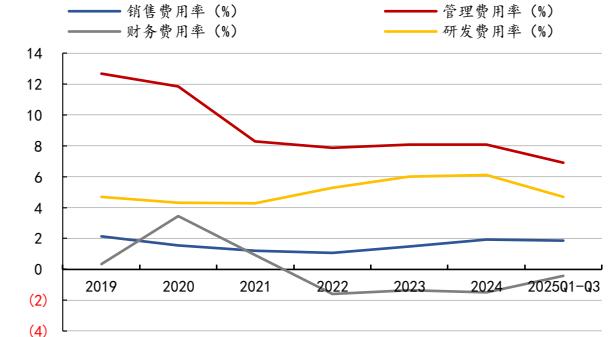
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 3 2019-2025Q1-Q3 公司销售毛利率及销售净利率



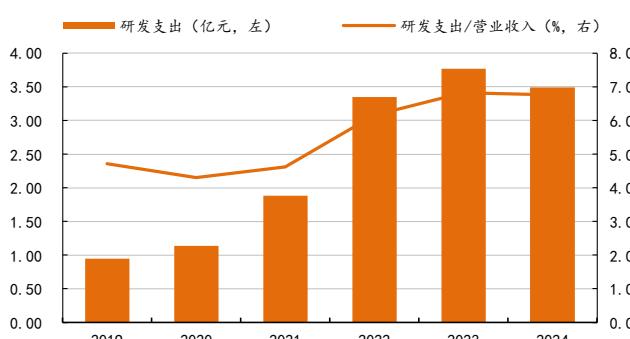
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 4 2019-2025Q1-Q3 公司费用率情况



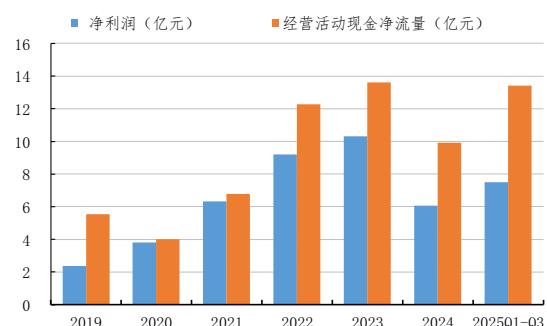
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 5 2019-2024 研发支出及营收占比



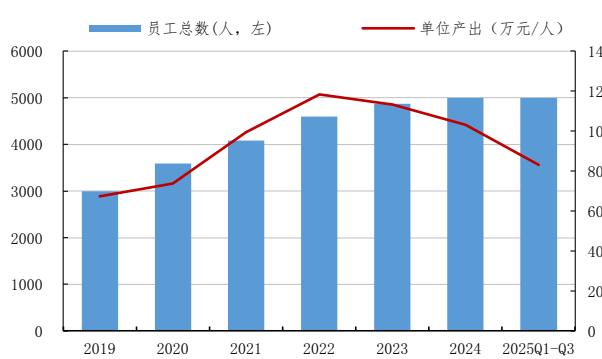
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 6 2019-2025Q1-Q3 净利润与经营活动现金流



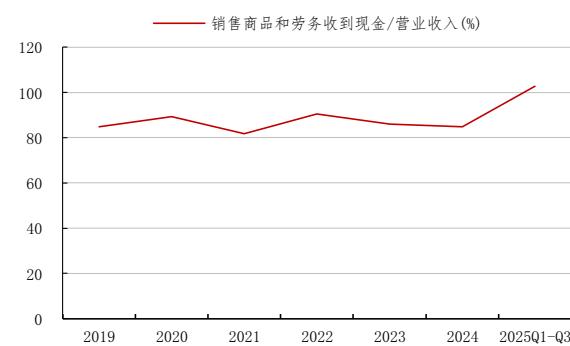
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 7 2019-2025Q1-Q3 公司员工数与单位产出



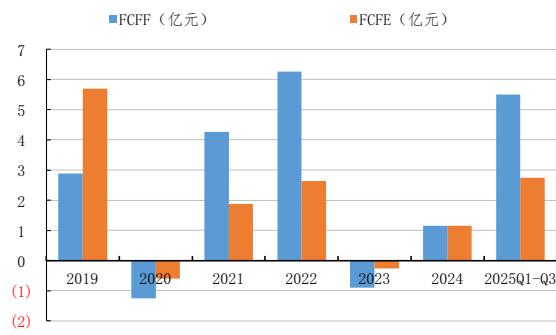
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 8 2019-2025Q1-Q3 公司销售收到的现金与营收比



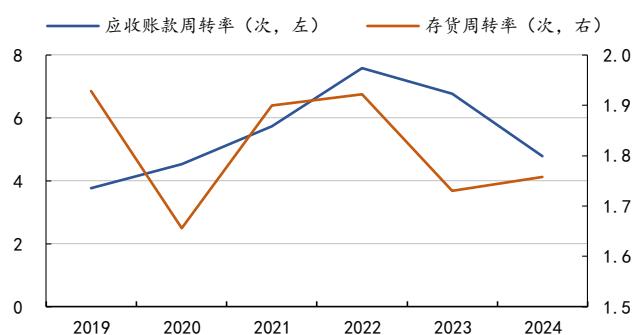
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 9 2019-2025Q1-Q3 公司 FCFF 与 FCFE



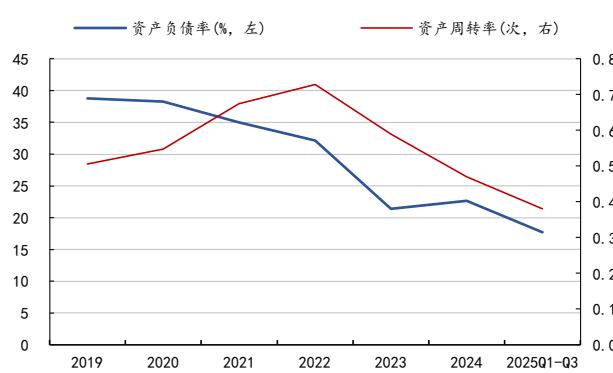
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 10 2019-2024 公司应收账款周转率、存货周转率



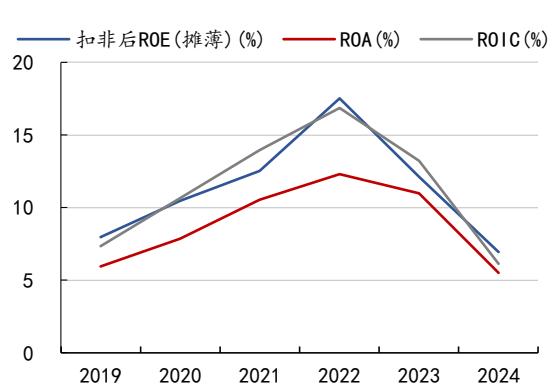
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 11 2019-2025Q1-Q3 公司资产负债率与资产周转率

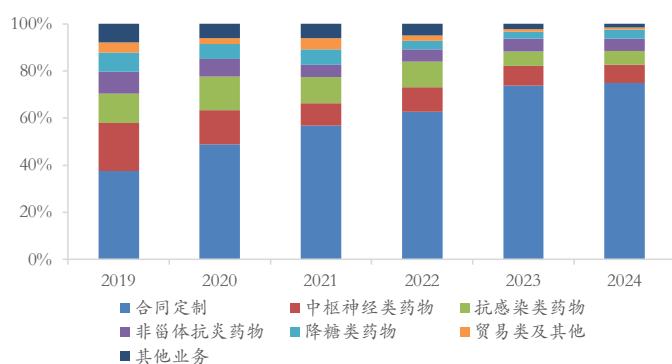


资料来源：Wind、湘财证券研究所

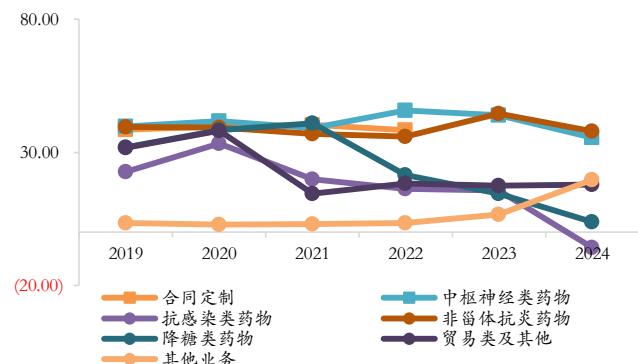
图 12 2019-2024 公司扣非 ROE、ROA、ROIC



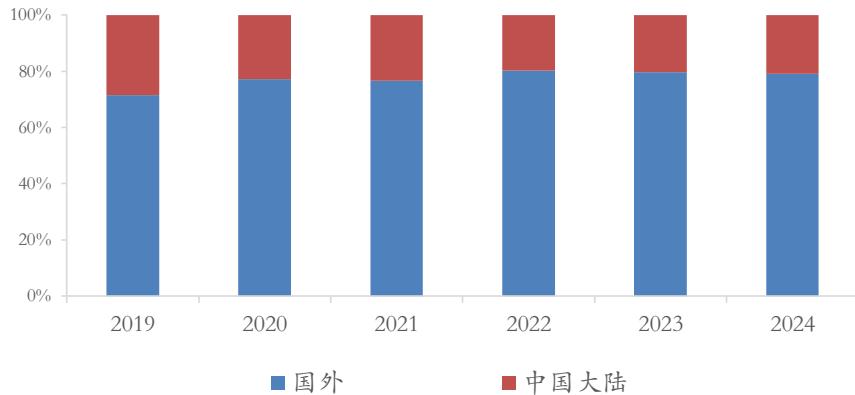
资料来源：Wind、湘财证券研究所

**图 13 2019-2024 公司主营业务收入（亿元）构成**


资料来源：Wind、湘财证券研究所

**图 14 2019-2024 公司主要业务毛利率（%）**


资料来源：Wind、湘财证券研究所

**图 15 公司国内外营收占比**


资料来源：Wind、湘财证券研究所

## 2 投资建议

作为创新药 CDMO 公司，公司项目管线日益丰富，并积极布局多肽与偶联小核酸等技术。我们预计 2025-2027 年公司营收分别为 56.70/62.78/69.57 亿元，归母净利分别为 9.30/10.31/11.47 亿元，对应 EPS 分别为 1.05/1.16/1.29 元，我们看好公司长期发展，首次覆盖给予“买入”评级。

## 3 风险提示

**(1) 产品需求下降的风险：**过去，受益于全球医药市场的不断增长以及我国基础科学研发投入的不断提高，医药行业发展迅速，客户对公司的研发需求持续上升。但随着近年来医药行业的结构性调整，以及考虑大量药品专利到期以及仿制药广泛应用的影响，未来如果医药行业发展趋势放缓，或者全球

新药的研发效率下降，相应客户的相关需求则会有一定的调整，从而会对公司业务造成一定的影响。

**(2) 监管政策变化的风险：**公司所处医药行业受到较为严格的监管。公司同时向国内外客户开展业务，需要及时跟踪各个国家、地区的医药行业产业政策和监管体系的变化。欧美等发达国家监管体系、政策法规相对成熟，我国的政策法规体系亦在不断完善。国家相关行业政策的出台或调整将对医药行业的市场供需关系、经营模式、企业的产品选择和商业化策略等产生较大影响。若公司不能及时跟踪国内外医药行业的监管政策变化情况，并根据监管要求及时采取措施应对行业政策变化，可能会对公司的生产经营造成不利影响。

**(3) 行业竞争加剧的风险：**考虑不同国家、地区的经营环境不完全相同，因此，未来如果医药企业研发投入受到宏观经济形势、医药产业政策调整，或因贸易关税、局部战争、自然灾害以及疾病或突发的公共卫生事件等不可抗力影响而出现下降，或者公司的产品和技术不能有效维持在境外市场的竞争地位，将有可能会影响公司业务发展和经营业绩。

## 附表 1 财务报表以及相应指标

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析和估值指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5523.4	5160.6	5669.7	6278.5	6957.4	收益率					
减: 营业成本	3443.5	3417.2	3661.3	4046.3	4475.4	毛利率	37.7%	33.8%	35.4%	35.6%	35.7%
营业税金及附加	49.2	56.0	61.5	68.1	75.4	三费/销售收入	15.5%	16.1%	16.1%	16.1%	16.1%
营业费用	82.0	99.9	109.8	121.5	134.7	EBIT/销售收入	20.0%	12.6%	18.9%	19.0%	19.0%
管理费用	445.9	417.7	458.9	508.2	563.2	EBITDA/销售收入	26.8%	20.5%	34.9%	35.1%	35.0%
研发费用	330.8	314.9	346.0	383.1	424.6	销售净利率	18.7%	11.8%	16.4%	16.5%	16.5%
财务费用	-75.6	-77.8	-48.9	-52.2	-58.9	资产获利率					
减值损失	-98.4	-235.1	0.0	0.0	0.0	ROE	12.2%	7.1%	10.2%	10.7%	11.1%
加: 投资收益	-19.4	-8.1	0.0	0.0	0.0	ROA	10.2%	5.9%	9.1%	9.3%	9.7%
公允价值变动损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROIC	20.7%	8.8%	14.0%	14.5%	15.9%
其他经营损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	增长率					
营业利润	1129.8	689.5	1081.1	1203.4	1343.0	销售收入增长率	1.4%	-6.6%	9.9%	10.7%	10.8%
加: 其他非经营损益	50.8	41.1	39.7	39.7	39.7	EBIT 增长率	8.6%	-40.9%	64.2%	11.1%	11.2%
利润总额	1180.6	730.6	1120.8	1243.1	1382.8	EBITDA 增长率	8.9%	-28.6%	86.9%	11.4%	10.7%
减: 所得税	149.3	123.5	189.5	210.2	233.8	归属净利增长率	12.2%	-41.3%	53.4%	10.9%	11.2%
净利润	1031.4	607.1	931.3	1032.9	1148.9	总资产增长率	37.1%	2.5%	5.8%	8.6%	6.2%
减: 少数股东损益	-1.9	1.0	1.5	1.7	1.8	股东权益增长率	59.7%	0.9%	6.3%	6.6%	6.9%
归属母公司净利润	1033.3	606.1	929.8	1031.3	1147.1	经营营运资本增长率	88.9%	-11.9%	26.3%	2.8%	22.9%
资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资本结构					
货币资金	3206.4	2748.9	2947.8	3510.4	3989.0	资产负债率	21.4%	22.6%	22.2%	23.7%	23.3%
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	投资资本/总资产	53.2%	54.9%	56.1%	52.4%	51.8%
应收和预付款项	1001.6	1236.6	1220.8	1500.4	1514.9	带息债务/总负债	16.8%	7.7%	13.2%	13.0%	16.9%
其他应收款 (合计)	8.3	11.8	0.0	0.0	0.0	流动比率	381.2%	296.7%	305.8%	294.1%	312.0%
存货	1959.4	1928.8	2237.2	2366.8	2725.4	速动比率	254.0%	194.8%	194.2%	195.6%	204.8%
其他流动资产	146.9	157.2	157.2	157.2	157.2	股利支付率	43.1%	43.6%	41.9%	41.9%	41.9%
长期股权投资	55.7	19.4	19.4	19.4	19.4	收益留存率	56.9%	56.4%	58.1%	58.1%	58.1%
金融资产投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产管理效率					
投资性房地产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	总资产周转率	0.51	0.46	0.48	0.49	0.51
固定资产和在建工程	3703.8	4257.8	4433.9	4510.1	4486.3	固定资产周转率	2.20	1.92	1.65	1.79	2.00
无形资产和开发支出	682.0	661.5	639.5	611.7	578.3	应收账款周转率	5.74	4.32	4.82	4.33	4.77
其他非流动资产	151.8	136.5	2792.1	2706.9	2291.1	存货周转率	1.76	1.77	1.64	1.71	1.64
资产总计	10852.0	11127.3	11768.9	12785.2	13579.7	业绩和估值指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
短期借款	0.0	0.0	151.1	198.9	340.1	EBIT (百万元)	1105.0	652.8	1072.0	1190.9	1323.9
交易性金融负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EBITDA (百万元)	1482.9	1058.5	1978.6	2203.3	2438.0
应付和预收款项	1635.1	1829.5	1778.3	2145.9	2130.9	NOPLAT (百万元)	923.9	506.0	857.7	956.6	1067.0
长期借款	389.1	194.2	194.2	194.2	194.2	净利润率 (百万元)	1033.3	606.1	929.8	1031.3	1147.1
其他负债	294.8	493.9	645.0	692.9	834.0	EPS (元)	1.16	0.68	1.05	1.16	1.29
负债合计	2318.9	2517.7	2617.5	3033.0	3159.1	BPS (元)	9.51	9.60	10.21	10.88	11.63
股本	899.5	895.2	895.2	895.2	895.2	PE (X)	16.05	27.35	17.83	16.08	14.45
资本公积	4367.4	4279.6	4279.6	4279.6	4279.6	PEG	-250.43	1.15	N/A	N/A	N/A
留存收益	3194.2	3361.8	3902.1	4501.3	5167.8	PB (X)	1.96	1.94	1.83	1.71	1.60
归属母公司股东权益	8461.1	8536.7	9076.9	9676.1	10342.6	PS (X)	3.00	3.21	2.92	2.64	2.38
少数股东权益	71.9	72.9	74.4	76.1	77.9	PCF (X)	12.19	16.72	11.74	8.64	9.30
股东权益合计	8533.1	8609.6	9151.3	9752.2	10420.5	EV/EBIT	12.74	21.84	13.26	11.51	10.11
负债和股东权益合计	10852.0	11127.3	11768.9	12785.2	13579.7	EV/EBITDA	9.49	13.47	7.18	6.22	5.49
现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	EV/NOPLAT	15.24	28.18	16.57	14.33	12.54
经营性现金净流量	1360.3	991.7	1412.3	1918.5	1783.1	EV/IC	2.44	2.33	2.15	2.05	1.90
投资性现金净流量	(1056.8)	(881.3)	(1023.8)	(1023.8)	(1023.8)	ROIC-WACC	14.1%	2.2%	7.5%	7.9%	9.4%
筹资性现金净流量	2102.2	(609.6)	(189.6)	(332.1)	(280.6)	股息率	2.7%	1.6%	2.3%	2.6%	2.9%
现金流量净额	2413.3	(482.4)	198.9	562.6	478.6						

资料来源：Wind、湘财证券研究所

## 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注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰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受到任何形式的补偿。

## 湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

**买入：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

**增持：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

**中性：**未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

**减持：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

**卖出：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上。

## 重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，投资者应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书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。