

25 年业绩符合预期，26Q1 受客户专利到期影响有所承压

九洲药业 (603456.SH)

核心观点

25 年公司营收利润符合预期，26Q1 受核心客户大单品专利到期影响，营收利润有所承压。公司 CDMO 业务项目数量持续增加，海外订单需求强劲，管线质量持续提升，关键临床批和 NDA 项目数量上升较快。TIDES 业务作为未来增长曲线进展顺利，多肽商业化产能持续扩建，产能瓶颈有望解决。原料药板块受行业需求影响有所承压，通过结构调整利润水平有所改善。公司持续推进全球化布局战略，日韩市场保持高速增长，美国市场业务快速突破，海外产能布局持续推进。展望 26 年，公司收入受大客户项目影响可能阶段性承压，有望随着后续项目成长逐步改善，新兴业务逐步贡献增量，有望推动公司长期成长。

事件

公司发布 25 年及 26Q1 业绩

2025 年全年实现营收 55.09 亿元，同比增长 6.74%；实现归母净利润 7.30 亿元，同比增长 20.46%；实现扣非归母净利润 7.29 亿元，同比增长 22.83%。2026 年第一季度，公司实现营业收入 12.01 亿元，同比下降 19.43%；实现归母净利润 1.72 亿元，同比下降 31.22%；实现扣非净利润 1.69 亿元，同比下降 32.67%。

简评

重要财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	5,160.58	5,508.60	5,060.11	5,260.52	5,679.14
YOY(%)	-6.57	6.74	-8.14	3.96	7.96
净利润(百万元)	606.10	730.07	812.84	944.40	1,102.98
YOY(%)	-41.34	20.46	11.34	16.18	16.79
毛利率(%)	33.78	36.85	35.98	36.90	37.91
净利率(%)	11.74	13.25	16.06	17.95	19.42
ROE(%)	7.10	8.37	8.74	9.47	10.25
EPS(摊薄/元)	0.68	0.82	0.91	1.06	1.24
P/E(倍)	20.24	16.80	15.09	12.99	11.12
P/B(倍)	1.44	1.41	1.32	1.23	1.14

资料来源: iFinD, 中信建投证券

维持

买入

袁清慧

SAC 编号:S1440520030001

SFC 编号:BPW879

成雨佳

SAC 编号:S1440525120003

SFC 编号:BIQ365

王云鹏

SAC 编号:S1440524070020

发布日期: 2026 年 05 月 05 日

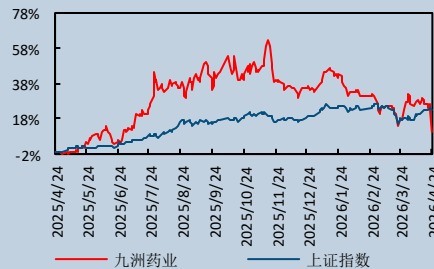
当前股价: 14.89 元

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
	-2.55/-9.54	-22.85/-21.49	7.74/-16.03
12 月最高/最低价 (元)			21.87/13.70
总股本 (万股)			88,944.60
流通 A 股 (万股)			88,944.60
总市值 (亿元)			132.44
流通市值 (亿元)			132.44
近 3 月日均成交量 (万)			1334.82
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

25 年营收业绩符合预期，26Q1 有所承压

2025 年全年实现营收 55.09 亿元，同比增长 6.74%；实现归母净利润 7.30 亿元，同比增长 20.46%；实现扣非归母净利润 7.29 亿元，同比增长 22.83%。25 年 CDMO 营收稳健增长，原料药板块基本持平，盈利能力改善明显。2026 年第一季度，公司实现营业收入 12.01 亿元，同比下降 19.43%；实现归母净利润 1.72 亿元，同比下降 31.22%；实现扣非净利润 1.69 亿元，同比下降 32.67%。营收下降主要由于核心客户大单品诺欣妥海外专利到期，美国市场预计持续受仿制药冲击，公司相应 CDMO 业务有所承压所致。利润端由于毛利率下降以及期间费用率上升下降幅度更多。

CDMO 项目持续增加，Tides 业务加速推进

CDMO 业务方面，2025 年公司新签项目 146 个，26Q1 新签项目数量 34 个，同比增长 15%，截止 26Q1，在手订单金额约 40 亿。截止 25 年底，公司已承接的项目中，已上市项目 39 个，III 期临床项目 94 个，I 期和 II 期临床试验的有 1158 个，项目涵盖抗肿瘤、抗心衰、抗病毒、中枢神经和心脑血管等治疗领域。其中已递交 NDA 的新药项目数快速增加，有望持续助推公司业务稳健增长。近年来公司积极开拓市场，新兴客户项目数量上涨较快。海外日韩市场业务发展势头良好，预期未来几年内有望保持较高增速。

TIDES 业务作为公司未来重要成长曲线，进展顺利。多肽业务 2025 年体量持续提升，目前在手项目超过 50 个，2026 年计划持续加强商业化产能扩建，满足潜在客户 NDA 需求。小核酸技术平台方面，公司已完成美国和中国的小核酸药物研发平台建设，并承接多项定制业务；目前，公司正加快推进小核酸产能建设。

原料药板块短期承压，盈利能力持续改善

25 年原料药板块部分产品价格有所回落，如培南类、降糖类仍在底部震荡，全年营收基本持平，同时通过内部结构调整，毛利率有所回暖。26Q1 原料药板块受抗感染品种竞争加剧影响销售有所承压，但盈利能力持续改善，利润率仍旧小幅回暖。仿制药制剂业务方面，公司强化原料制剂一体化全流程管理，快速推进在研制剂项目的注册申报和商业化上市工作，截至 25 年底，制剂管线共有 20 个项目，其中 11 个项目已经获批，9 个项目递交了上市申请并处于审评审批不同阶段。

26 年整体展望：CDMO 短期承压，全球化布局持续深化

26 年受核心客户大品种专利到期影响，公司 CDMO 业务预期有所承压，从经营节奏看 Q1 影响最为显著，CDMO 经营情况有望逐季改善。同时公司海外其余客户持续开拓，日韩、美国市场保持高速增长，部分前期项目预计有望持续导流国内。国内 CDMO 新工厂快速导入后期项目，多个关键临床项目有望逐步释放增量。Tides 业务加速推进，多肽商业化产能持续加码，小核酸研发平台逐渐完善，26 年预计将加速产能落地。

财务分析：26Q1 期间费用率有所提高，毛利率短期承压

公司 25 年销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 1.95%、7.15%、5.21%，同比+0.01pp、-0.94pp、-0.89pp，管理及研发费用率有所降低。2025 年公司主营业务毛利率为 37.37%，同比增加 3.38 个百分点；26Q1 公司销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 2.39%、8.59%、4.68%，受营收下滑影响，费用率相较于去年同期均有所上升。26Q1 公司毛利率为 36.37%，较去年同期的 37.42%略有下降。经营性现金流 1.36 亿元，同比下降 52.41%，主要由于销售商品收到的现金减少所致。

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 2026-2028 年公司的营业收入分别为 50.6、52.6 以及 56.8 亿元，同比增长-8.1%、4.0%以及 8.0%。归母净利润分别为 8.13、9.44 以及 11.03 亿元，同比增长 11.3%、16.2%以及 16.8%。对应 PE 为 15、13、以及 11 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：公司服务主要服务于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；海外并购整合风险：公司推进海外原料药商业化生产基地并购，存在并购整合不及预期的风险。

分析师介绍

袁清慧

中信建投研究发展部医药及大健康联席组长，医药行业首席分析师。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。

2020 年-2023 年新财富最佳分析师医药行业入围、第 5 名、第 4 名、第 3 名团队核心成员，2024-2025 年证券时报医药行业最佳分析师第 2 名团队核心成员。2024 年-2025 年新浪金麒麟创新药行业最佳分析师第 1 名、第 2 名。

成雨佳

研究生毕业于约翰霍普金斯大学。具有境内外买方、卖方从业经验，目前从事医药行业研究。

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处广电金融中心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