



医疗研发外包/医疗服务/医药生物

九洲药业 603456.SH

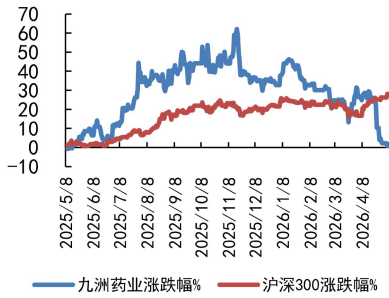
2025 全年业绩稳健增长，新分子平台赋能中长期发展

基础数据：

截至 2026 年 5 月 7 日

当前股价	13.64 元
投资评级	增持
评级变动	下调
总股本	8.89 亿股
流通股本	8.89 亿股
总市值	121.32 亿元
流动市值	121.32 亿元

相对市场表现：



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

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

事件：公司发布2025年报及2026年一季报：2025全年，公司实现营收55.09亿元，同比增长6.74%；归母净利润7.30亿元，同比增长20.46%；扣非归母净利润7.29亿元，同比增长22.83%；经营活动产生的现金流量净额18.24亿元，同比大幅增长83.96%。2026年一季度，公司实现营收12.01亿元，同比降低19.43%，环比降低10.94%；归母净利润1.72亿元，同比降低31.22%；扣非归母净利润1.69亿元，同比降低32.67%。

事件点评：

◆**2025 全年业绩实现稳健增长。**2025 年，公司实现营收同比增长 6.74%；归母净利润同比增长 20.46%；扣非归母净利润同比增长 22.83%；利润增速显著快于收入增速，一方面反映公司毛利率水平改善，另一方面亦体现内部运营效率持续提升。同期，公司经营活动产生的现金流量净额达 18.24 亿元，同比大幅增长 83.96%，主要为销售商品和提供劳务收到的现金同比增加所致，进一步夯实业绩质量。分季度来看：2025 年前三季度经营表现整体平稳，Q1/Q2/Q3 归母净利润分别为 2.50/2.76/2.22 亿元；Q4 受到资产减值等因素影响，归母净利润-0.18 亿元，扣非归母净利润-0.17 亿元。2025 年，公司资产减值损失合计 3.38 亿元，相关减值因素在当期已有较充分体现，后续仍需关注存货、无形资产等科目的减值风险。

◆**CDMO 业务：全球布局进展顺利，漏斗型管线支撑中长期成长。**2025 年，CDMO（合同定制类）业务实现营收 41.76 亿元，同比增长 7.90%；毛利率提升 2.70pct 至 41.08%，收入规模与盈利能力同步改善，仍为公司业绩增长的核心支撑。(1)从项目管线看，截至 2025 年末，公司已承接的 CDMO 项目中包括：已上市项目 39 个、III 期临床项目 94 个、I/II 期临床项目 1,158 个，漏斗型管线结构健康，为收入释放奠定基础。(2)客户拓展方面，公司持续推进做深大客户和做广新兴客户战略，全球大型制药公司项目管线渗透率进一步提升，订单和项目稳步增长；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。(3)全球化布局方面，2025年公司海外收入42.32亿元，占主营业务收入比例约78.15%，体现了高国际化业务属性；同时，公司积极布局全球市场，日本公司、德国公司业务推进顺利，多个项目导流至国内工厂，有助于提升海外订单承接与国内产能协同效率；美国实验室扩产项目建设中，进一步完善海外本地化研发服务能力。

◆**新分子业务：多肽、偶联药物和小核酸平台加速完善，构筑第二成长曲线。**公司持续拓展多肽、偶联药物及小核酸等新分子业务，进一步完善从小分子到复杂分子的技术平台布局。(1)多肽方面，2025年公司多肽及偶联业务海内外订单同步提升；产能端，瑞博苏州多肽产能持续扩建，药物科技多肽商业化产线已启动建设，未来将根据业务需求启动瑞博苏州PUC多肽商业化产线规划建设，多肽业务有望伴随产能完善逐步释放增长潜力。(2)偶联药物方面，公司已具备ADC、PDC、SMDC、RDC等各类偶联药物的研发和生产能力，建立连接子库、部分毒素库及螯合剂库，并配备OEB4/OEB5高活实验室和GMP高活车间，可为客户提供从毫克级到数百克的单批次生产服务。(3)小核酸方面，公司已完成中美两地小核酸药物研发平台建设，并正加快推进小核酸产能建设。我们认为，在全球创新药研发投入持续增长、前沿疗法发展带动外包需求提升，以及CXO/CDMO需求端逐步修复的背景下，公司的多肽、偶联药物和小核酸业务与既有小分子工艺开发、质量体系及全球客户资源具备较强协同效应，有望持续拓展中长期成长空间。

◆**特色原料药业务盈利能力逐步修复。**2025年，公司特色原料药及中间体业务盈利能力逐步修复，实现收入11.59亿元，同比基本持平；毛利率24.90%，同比提升4.79pct。库存端看，2025年相关主要产品库存量均同比下降，库存消化持续推进；同时，公司2025年计提存货跌价损失及合同履约成本减值损失1.64亿元，部分存货及履约成本压力已在当期体现。我们认为，随着库存消化推进、工艺降本持续落地及制剂一体化延伸，公司特色原料药及相关业务盈利能力有望延续修复趋势，但后续仍需关注产品价格波动及相关资产减值风险。



◆2026 年一季度收入端阶段性承压。2026 年一季度，公司实现营业收入 12.01 亿元，同比下降 19.43%；归母净利润 1.72 亿元，同比下降 31.22%；扣非归母净利润 1.69 亿元，同比下降 32.67%；利润端下滑主要系销售业务减少所致。结合公司客户结构来看，2025 年公司诺华的销售额占年度总额比例达 54.50%，客户集中度较高，部分项目销售节奏变化对短期收入和利润表现影响较为直接。我们认为，一季度或为全年经营压力相对集中的阶段，后续随着新项目导入、存量项目推进及工艺优化降本逐步体现，公司 2026 全年经营表现有望呈现前低后高态势。

投资建议：

考虑公司核心 CDMO 客户心血管大单品专利到期，导致相关订单及收入阶段性调整，压制整体盈利，我们下调 2026-2028 年归母净利润至 8.13/8.82/9.29 亿元（2026-2027 年较前值 10.76/11.56 亿元分别下调 24.4%、23.7%）；EPS 至 0.85/0.92/0.97 元/股（2026-2027 年较前值 1.12/1.20 元/股分别下调 24.1%、23.3%），当前股价对应 PE 为 16/15/14 倍。值得关注的是，国内外 CDMO 行业景气度改善，公司 CDMO 管线储备充足，可对冲短期冲击；多肽、偶联药物等新分子业务平台加速完善，特色原料药及制剂一体化业务盈利能力修复，为长期增长提供支撑。综合考量，我们将公司评级下调至“增持”。

风险提示：

重点 CDMO 订单放量不及预期；大客户集中度风险；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：

	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	5,508.60	5,144.44	5,410.58	5,582.63
增长率(%)	6.74	-6.61	5.17	3.18
归母净利润(百万元)	730.07	813.45	881.77	929.34
增长率(%)	20.46	11.42	8.40	5.39
EPS(元/股)	0.82	0.85	0.92	0.97
市盈率(P/E)	16.62	16.01	14.77	14.01
市净率(P/B)	1.39	1.39	1.32	1.25

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	2025	2026E	2027E	2028E	利润表	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,543.01	1,964.16	2,427.21	3,119.35	营业收入	5,508.60	5,144.44	5,410.58	5,582.63
应收账款	1,020.09	1,049.01	1,127.13	1,118.21	营业成本	3,478.57	3,307.32	3,452.27	3,538.36
预付账款	22.24	26.82	24.39	28.09	营业税金及附加	73.01	72.02	73.04	75.37
存货	1,415.78	1,764.12	1,555.14	1,846.90	营业费用	107.68	102.89	105.51	108.86
其他	1,536.26	1,536.26	1,536.26	1,536.26	管理费用	393.89	385.83	405.79	418.70
流动资产合计	5,537.38	6,340.37	6,670.13	7,648.81	研发费用	256.99	236.64	248.89	256.80
长期股权投资	13.95	13.95	13.95	13.95	财务费用	-16.55	-13.38	-14.07	-14.51
固定资产	3,565.98	3,408.88	3,933.66	3,798.85	资产减值损失	-337.76	-70.00	-70.00	-70.00
在建工程	738.11	898.30	474.15	352.91	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	509.32	500.07	487.98	473.04	投资净收益	3.56	2.00	2.00	2.00
其他	238.24	233.32	221.62	218.92	其他	34.81	40.00	40.00	40.00
非流动资产合计	5,065.61	5,054.52	5,131.37	4,857.67	营业利润	924.95	1,029.95	1,115.99	1,175.90
资产总计	10,602.99	11,394.89	11,801.50	12,506.48	营业外收入	1.63	1.63	1.63	1.63
短期借款	50.43	0.00	0.00	0.00	营业外支出	7.12	7.12	7.12	7.12
应付账款	970.80	1,099.01	1,061.52	1,152.89	利润总额	919.45	1,024.45	1,110.50	1,170.40
其他	556.38	644.02	582.78	660.16	所得税	190.91	212.71	230.58	243.01
流动负债合计	1,577.61	1,743.04	1,644.29	1,813.06	净利润	728.54	811.74	879.92	927.39
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	-1.53	-1.71	-1.85	-1.95
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	730.07	813.45	881.77	929.34
其他	234.78	234.78	234.78	234.78	主要财务比率	2025	2026E	2027E	2028E
非流动负债合计	234.78	234.78	234.78	234.78	成长能力				
负债合计	1,812.39	1,977.82	1,879.07	2,047.84	营业收入	6.74%	-6.61%	5.17%	3.18%
少数股东权益	66.48	64.77	62.93	60.98	营业利润	26.33%	11.35%	8.35%	5.37%
股本	889.45	954.74	954.74	954.74	归属于母公司净利润	20.46%	11.42%	8.40%	5.39%
资本公积	4,285.41	4,285.41	4,285.41	4,285.41					
留存收益	7,924.93	8,397.56	8,904.76	9,442.93	毛利率	36.85%	35.71%	36.19%	36.62%
其他	-90.25	0.00	0.00	0.00	净利率	13.25%	15.81%	16.30%	16.65%
股东权益合计	8,790.60	9,417.07	9,922.43	10,458.65	ROE	8.37%	8.70%	8.94%	8.94%
负债和股东权益总计	10,602.99	11,394.89	11,801.50	12,506.48	ROIC	11.71%	11.35%	12.03%	12.60%
现金流量表	2025	2026E	2027E	2028E					
经营活动现金流	1,824.25	1,010.28	1,355.70	1,274.04	资产负债率	17.09%	17.36%	15.92%	16.37%
资本支出	377.25	368.81	534.15	207.25	流动比率	3.51	3.64	4.06	4.22
长期投资	-5.45	0.00	0.00	0.00	速动比率	2.61	2.63	3.11	3.20
其他	-2,403.90	-735.62	-1,066.30	-412.49					
投资活动现金流	-2,032.10	-366.81	-532.15	-205.25	应收账款周转率	4.97	4.97	4.97	4.97
债权融资	57.57	7.14	7.14	7.14	存货周转率	3.29	3.24	3.26	3.28
股权融资	-85.23	168.92	14.07	14.51	总资产周转率	0.51	0.47	0.47	0.46
其他	-885.05	-398.38	-381.70	-398.31	每股指标 (元)	2025	2026E	2027E	2028E
筹资活动现金流	-912.71	-222.32	-360.50	-376.65	每股收益	0.82	0.85	0.92	0.97
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	2.05	1.14	1.52	1.43
现金净增加额	-1,120.57	421.15	463.05	692.15	每股净资产	9.81	9.80	10.33	10.89

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。本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合长城国瑞证券有限公司投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。我公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。