

九洲药业

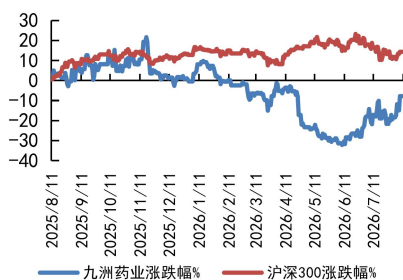
603456.SH

基础数据：

截至 2026 年 8 月 10 日

当前股价	16.51 元
投资评级	增持
评级变动	维持
总股本	8.82 亿股
流通股本	8.82 亿股
总市值	145.57 亿元
流通市值	145.57 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

Q2 经营业绩及现金流环比改善

CDMO 管线储备与新客户拓展稳步推进

事件：公司发布2026年半年报：2026H1，公司实现营业收入25.75亿元，同比下降10.30%；归母净利润3.87亿元，同比下降26.33%；扣非归母净利润3.86亿元，同比下降26.56%；经营活动产生的现金流量净额5.53亿元，同比下降34.52%。

事件点评：

◆**2026H1 业绩同比承压，Q2 经营环比改善。**公司 2026H1 实现营业收入 25.75 亿元，同比下降 10.30%；归母净利润 3.87 亿元，同比下降 26.33%；扣非归母净利润 3.86 亿元，同比下降 26.56%。其中，Q2 单季度实现营业收入 13.75 亿元，同比下降 0.44%、环比增长 14.49%；归母净利润 2.15 亿元，同比下降 21.88%、环比增长 25.12%。公司上半年业绩下滑主要受到客户项目订单影响，且相关影响主要集中于 Q1；随着订单影响有所缓和，且公司持续推进“做深”大客户和“做广”新兴客户战略，核心客户订单体量和项目数量稳步增长，新客户及新项目拓展持续推进，Q2 经营表现较 Q1 明显改善。我们认为，公司后续修复的持续性仍需订单交付及收入兑现进一步验证。

◆**毛利率环比改善，Q2 经营现金流明显回升。**2026H1 公司毛利率为 36.89%，同比下降 0.56pct；其中 Q2 单季度毛利率为 37.35%，环比提升 0.97pct，盈利能力较 Q1 有所改善。2026H1 公司经营活动产生的现金流量净额为 5.53 亿元，同比下降 34.52%；分季度看，Q1、Q2 经营现金流净额分别为 1.36 亿元和 4.17 亿元，Q2 同比下降 25.38%、环比增长 207.10%，现金流表现较 Q1 明显改善。拆分来看，Q2 经营现金流回升主要得益于经营性现金流出减少，同时销售商品、提供劳务收到的现金环比小幅增长。后续仍需关注销售回款、采购付款节奏及营运资金变化对现金流持续性的影响。



◆小分子 CDMO 项目梯队持续完善，全球客户拓展稳步推进，客户多元化增强订单韧性。截至 2026H1，公司原料药 CDMO 管线包括早期临床项目 1224 个、III 期临床至上市前项目 99 个及商业化项目 44 个；2026H1 分别新增 66 个、5 个和 5 个项目，新项目拓展及存量活跃项目持续带来新增订单需求。国内市场方面，公司引入新客户 29 家、新增项目 48 个、新签订单 107 个，其中包括 6 个商业化订单及 6 个 NDA/核查订单；海外方面，九洲药业（欧洲）交付 8 个项目，瑞博美国研发中心获得 42 个订单并新增 17 家客户，日韩市场新签订单 28 个，全球业务覆盖进一步深化。我们认为，持续充实的项目梯队和更加多元的客户结构有望增强公司订单韧性，逐步降低对单一客户及单一商业化品种的依赖，并对冲成熟品种生命周期变化带来的订单波动。

◆TIDES 及制剂业务持续拓展，新增小分子产能有望打开中长期成长空间。TIDES 是公司未来重点发展方向之一，2026H1 公司 TIDES 业务在手订单金额同比增长 32%，累计成功交付项目 56 个，上半年新增项目 17 个，覆盖研发、IND、NDA 及注册等阶段；固相合成多肽产能同比增长 300%，液相合成多肽产能达到吨级/年，项目储备和生产能力同步提升。制剂业务稳健增长，2026H1 新增签约项目 26 个，其中包括 5 个商业化项目，另有多个非商业化储备项目稳步推进。此外，产能方面，九洲药业（台州）新工厂预计 2026 全年新增 445m³产能，后续新建车间预计于明后年陆续投产并新增 340m³产能，有望进一步提升公司承接临床后期及商业化项目的能力，为小分子创新药业务中长期发展提供产能保障。

◆特色原料药及中间体业务呈现结构性企稳。随着行业库存逐步出清和产能优化，公司部分核心产品价格已呈现企稳态势，非甾体抗炎、抗感染等传统优势领域的供需关系逐步回归平衡。2026H1 公司新获得原料药批件 2 个、制剂批件 4 个，原料药制剂一体化持续推进。我们认为，该板块后续改善将更多来自产品结构升级、产业链延伸及一体化能力提升，而非行业价格的普遍上涨。



投资建议：

我们预测公司 2026-2028 年的归母净利润分别为 8.13/8.82/9.29 亿元，EPS 分别为 0.92/1.00/1.05 元/股，当前股价对应 PE 为 18/17/16 倍。考虑公司 Q2 经营表现较 Q1 明显改善，小分子 CDMO 项目梯队持续完善，全球客户基础进一步夯实，TIDES 及制剂 CDMO 等业务稳步拓展，特色原料药业务呈现结构性企稳。在国内外创新药研发及生产外包需求逐步修复的背景下，随着公司项目储备持续转化，经营表现有望进一步改善。因此，我们维持其“增持”评级。

风险提示：

重点 CDMO 订单放量不及预期；大客户集中度风险；新业务订单转化及新增产能爬坡不及预期；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：

	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)	0.83	0.92	1.00	1.05
市盈率(P/E)	19.94	17.90	16.51	15.66
市净率(P/B)	1.67	1.57	1.49	1.41

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	1,891.13	2,354.18	3,046.33	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	6,267.34	6,597.11	7,575.78	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	11,321.86	11,728.47	12,433.46	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	881.71	881.71	881.71	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	获利能力				
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	9,344.05	9,849.40	10,385.62	ROE	8.37%	8.77%	9.01%	9.00%
负债和股东权益总计	10,602.99	11,321.86	11,728.47	12,433.46	ROIC	11.71%	11.35%	12.03%	12.60%
现金流量表	2025	2026E	2027E	2028E	偿债能力				
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%	17.47%	16.02%	16.47%
资本支出	377.25	368.81	534.15	207.25	流动比率	3.51	3.60	4.01	4.18
长期投资	-5.45	0.00	0.00	0.00	速动比率	2.61	2.58	3.07	3.16
其他	-2,403.90	-735.62	-1,066.30	-412.49	营运能力				
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	95.89	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）	2026	2026E	2027E	2028E
筹资活动现金流	-912.71	-295.35	-360.50	-376.65	每股收益	0.83	0.92	1.00	1.05
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	2.07	1.15	1.54	1.44
现金净增加额	-1,120.57	348.12	463.05	692.15	每股净资产	9.89	10.52	11.10	11.71

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。