

2021年11月23日

# 拟收购满足 GMP 标准的 Teva 杭州工厂，满足未来 2~3 年 CDMO 产能需求

## 九洲药业 (603456)

### 事件概述

2021年11月23日，公司与 Teva Pharmaceutical Investments Singapore Pte. Ltd (泰华新加坡医药投资有限公司) 签署《股权转让协议》，拟以约 3400 万美元收购收购交易对方持有的泰华医药化工(杭州)有限公司 100% 股权。

同时双方也就《委托制造协议》达成了一致：该协议约定，自本次交易交割之日起 1 年内，九洲药业将通过标的公司向 Teva Pharmaceutical Industries Limited 供应根据规格要求和 Teva 集团专有技术制造的三个产品(适应症主要为高血压治疗、心血管治疗)，产品定价公允，与本次交易价格无关。

### 分析判断：

#### ► 拟收购满足 GMP 标准的 Teva 杭州工厂，满足未来 2~3 年 CDMO 产能需求

公司拟以 3400 万美元收购 Teva 杭州工厂，收购标的现有员工 210 名，其管理团队拥有 10 年以上行业经验，另外公司占地面积 115 亩，并具有多次通过国家药品监督管理局、美国 FDA 和欧盟 EDQM 审计的生产工厂。同时本次收购同时也签署《委托制造协议》，将在交割日后的一年内供应 Teva 的 3 个 CMO 产品。本次收购完成后，公司将整合 Teva 杭州工厂的国际化管理团队、良好的法规体系、多条高效率生产线以及可扩展的额外产能空间，为国内外客户承接 CDMO 业务和将满足未来 2~3 年的 CDMO 新增产能需求。

#### ► 战略转型中的准一线 CDMO 企业，加速打造瑞博 CDMO 品牌、筑巢引凤中

公司 2008 年成立浙江瑞博，正式开始向药企提供 CDMO 业务，2019 年并购苏州诺华加速战略转型 CDMO 业务，成为国内准一线的 CDMO 业务。近年来公司持续通过并购美国研发中心、以及建设杭州、台州等强化研发能力布局，以及成立 CDMO 业务服务平台(瑞博生命科学)，加速打造瑞博 CDMO 品牌、筑巢引凤中。公司 CDMO 业务在 2020 年实现营业收入 12.9 亿元，同比增长 70.8%，占整体收入比重达到 48.9%，且 2021 年上半年实现收入 10.2 亿元，同比增长 134.8%，占整体收入比重达到 54.8%，CDMO 业务占收入比重首次超过 50%，也表明公司战略转型的成

### 评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	53.55
股票代码：	603456
52 周最高价/最低价：	58.4/28.03
总市值(亿)	445.86
自由流通市值(亿)	444.59
自由流通股数(百万)	830.23



分析师：崔文亮  
邮箱：cuiwl@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120519110002

助理研究员：徐顺利  
邮箱：xusl1@hx168.com.cn

### 相关研究

1. 【华西医药】九洲药业 (603456.SH) 深度报告：战略转型中的准一线 CDMO 企业，加速打造瑞博 CDMO 品牌、筑巢引凤中

2021.11.22

功。考虑到未来 2~3 年诺华大客户将继续为公司贡献核心业绩增量和其他客户的核心管线的持续增长带来业绩增量，我们判断未来公司 CDMO 业务继续呈现高速增长的趋势。

### 投资建议

公司作为战略转型中的准一线 CDMO 企业，加速打造瑞博 CDMO 品牌、筑巢引凤中，另外特色原料药业务在国内环保政策趋严的大背景下保持稳健增长。维持前期盈利预测，即 21-23 年营收分别为 40.22/52.89/68.09 亿元，EPS 分别为 0.80/1.05/1.41 元，对应 2021 年 11 月 23 日 53.55 元/股收盘价，PE 分别为 67.33/50.96/37.89 倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

核心技术骨干及管理层流失风险、竞争加剧的风险、核心技术人才流失风险、汇率波动风险、新型冠状病毒疫情影响国内外业务的拓展。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,017	2,647	4,022	5,289	6,809
YoY (%)	8.3%	31.3%	51.9%	31.5%	28.7%
归母净利润(百万元)	238	381	662	875	1,177
YoY (%)	51.3%	60.0%	74.0%	32.1%	34.5%
毛利率 (%)	34.8%	37.5%	34.0%	34.8%	35.3%
每股收益 (元)	0.30	0.47	0.80	1.05	1.41
ROE	8.3%	12.3%	17.6%	18.8%	20.2%
市盈率	178.50	113.94	67.33	50.96	37.89

资料来源：Wind，华西证券研究所

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,647	4,022	5,289	6,809	净利润	380	664	877	1,179
YoY (%)	31.3%	51.9%	31.5%	28.7%	折旧和摊销	253	212	208	225
营业成本	1,654	2,654	3,451	4,406	营运资金变动	-345	-377	-592	-489
营业税金及附加	29	26	32	43	经营活动现金流	400	494	534	963
销售费用	41	48	63	82	资本开支	-273	-357	-305	-332
管理费用	313	382	492	613	投资	-11	0	-1	-1
财务费用	92	16	20	23	投资活动现金流	-211	-317	-306	-333
资产减值损失	-22	-4	-1	-3	股权募资	31	27	0	0
投资收益	5	40	0	0	债务募资	65	-200	0	0
营业利润	456	790	1,042	1,400	筹资活动现金流	-116	-197	-30	-35
营业外收支	-6	-5	-5	-5	现金净流量	22	-20	198	595
利润总额	450	785	1,037	1,395	<b>主要财务指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
所得税	70	122	161	216	<b>成长能力</b>				
净利润	380	664	877	1,179	营业收入增长率	31.3%	51.9%	31.5%	28.7%
归属于母公司净利润	381	662	875	1,177	净利润增长率	60.0%	74.0%	32.1%	34.5%
YoY (%)	60.0%	74.0%	32.1%	34.5%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	0.47	0.80	1.05	1.41	毛利率	37.5%	34.0%	34.8%	35.3%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	净利率	14.4%	16.5%	16.6%	17.3%
货币资金	325	305	502	1,098	总资产收益率 ROA	7.6%	10.8%	11.9%	12.9%
预付款项	36	46	68	82	净资产收益率 ROE	12.3%	17.6%	18.8%	20.2%
存货	1,170	1,775	2,374	2,988	<b>偿债能力</b>				
其他流动资产	765	1,169	1,490	1,917	流动比率	<b>1.41</b>	<b>1.59</b>	<b>1.83</b>	<b>2.03</b>
流动资产合计	2,295	3,295	4,434	6,085	速动比率	0.67	0.71	0.82	1.01
长期股权投资	13	13	14	15	现金比率	0.20	0.15	0.21	0.37
固定资产	2,021	2,017	2,042	2,037	资产负债率	38.3%	38.4%	36.8%	35.9%
无形资产	236	254	242	245	<b>经营效率</b>				
非流动资产合计	2,706	2,840	2,927	3,022	总资产周转率	0.53	0.66	0.72	0.75
资产合计	5,002	6,135	7,361	9,107	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	788	588	588	588	每股收益	0.47	0.80	1.05	1.41
应付账款及票据	530	778	1,059	1,322	每股净资产	3.83	4.53	5.58	7.00
其他流动负债	315	709	778	1,081	每股经营现金流	0.50	0.59	0.64	1.16
流动负债合计	1,633	2,075	2,425	2,991	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	140	140	140	140	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	142	142	142	142	PE	113.94	67.33	50.96	37.89
非流动负债合计	283	283	283	283	PB	9.35	11.82	9.59	7.65
负债合计	1,916	2,357	2,707	3,274					
股本	805	833	833	833					
少数股东权益	3	4	6	8					
股东权益合计	3,086	3,777	4,654	5,833					
负债和股东权益合计	5,002	6,135	7,361	9,107					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

**崔文亮**：10年证券从业经验，2015-2017年新财富分别获得第五名、第三名、第六名，并获得金牛奖、水晶球、最受保险机构欢迎分析师等奖项。先后就职于大成基金、中信建投证券、安信证券等，2019年10月加入华西证券，任医药行业首席分析师、副所长，北京大学光华管理学院金融学硕士、北京大学化学与分子工程学院理学学士。

**徐顺利**：北京大学硕士，曾就职于南华基金，2020年1月加入华西证券，负责CXO、医疗服务及部分药品领域。

### 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。