

九洲药业(603456)

点评报告

公司研究——化学制药行业

证券研究报告

新合作、新产能、新阶段

——九洲药业收购泰华杭州公司点评

✍️：孙建 执业证书编号：S1230520080006
☎️：联系人：毛雅婷
✉️：maoyating@stocke.com.cn

报告导读

我们认为，公司收购 Teva 杭州子公司及产能有望在 2022-2023 年逐步释放业绩弹性，结合公司在技术平台供给端的积累和优势，我们预期 2022 年公司 CDMO 业务仍在快车道。

投资要点

□ 事件：收购 Teva 杭州子公司及产能，CDMO 拓展新选择

事件：公司 2021 年 11 月 23 日公告收购泰华医药化工（杭州）有限公司 100% 股权，预估收购对价约为 3400 万美元，同时公司签署《委托制造协议》，向 Teva 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）”。我们认为，此次收购是公司 CDMO 业务产品、产能拓展的重要选择。

□ 潜在影响：供给端优势是公司新产能匹配高利润项目的基础

①短期看：根据公司公告，被收购公司 2020 年收入约 8757 万元、净利润-3078 万元、总资产 2.92 亿元。我们认为，考虑到 GMP 级 CDMO 项目生产验证、变更时间，假设 2021 年底至 2022 年上半年完成整合，2023 年起产能利用率爬坡可能带来增量产能。再考虑到 2020 年泰华杭州厂区总资产周转率约为 0.3，九洲药业平均总资产周转率约为 0.56-0.6，在并购整合后，我们认为在中短期，被收购厂区总资产贡献收入可能有（相对于收购前）翻倍以上潜力。

②长期看：根据公司公告，泰华杭州厂区“占地 115 亩，现有员工 210 名左右，管理团队拥有 10 年以上的行业经验”且“生产管理严格按照 GMP 标准进行，并多次通过国家药品监督管理局、美国 FDA 和欧盟 EDQM 审计”。我们更强调从供给端竞争力来评估公司在中期维度下的增长潜力，随着浙江瑞博、台州瑞博的产能释放（根据 2021 年 11 月 1 日的《投资者关系活动记录表》，台州瑞博“购买了 287 亩土地，预计 2023 年建成 4 栋车间，2024 年初投入使用”），叠加此次收购所包含的高水平研发&管理团队、FDA 审计产能，我们认为进一步打开公司中长期 CDMO 业务拓展的天花板。

□ 盈利预测及估值

考虑到此次收购的产能和项目收入贡献，我们略上调 2022-2023 年净利润增速预期，并假设随着公司整合和新产能利用率提升、降本增效，2023 年起 CDMO 相关产能投放可能更多，我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.77、1.08、1.5 元/股，2021 年 11 月 23 日收盘价对应 2021 年 70 倍 PE（2022 年 50 倍 PE）。我们认为，大客户、大项目管理经验是公司下一个阶段的基础，我们看好公司供给能力的边际变化，及新领域（多肽类、核酸类等）、新业务（制剂类 CDMO 等）的拓展。综合考虑到公司在收入结构切换窗口期内 CDMO 业务增长弹性&持续性的预期差，维持“买入”评级。

评级

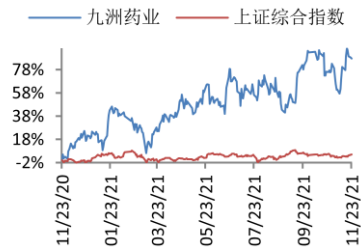
买入

上次评级 买入
当前价格 ¥53.55

单季度业绩

元/股

3Q/2021	0.24
2Q/2021	0.22
1Q/2021	0.11
4Q/2020	0.17



公司简介

九洲药业致力于为国内外创新药公司及新药研发机构提供创新药在研发、生产方面的 CDMO 一站式服务；同时为全球化学原料药及医药中间体提供工艺技术创新和商业化生产的业务。

相关报告

- 1 《九洲药业 2021 年三季度报点评：资本开支加速，CDMO 向好》2021.10.28
- 2 《九洲药业 2021 年中报点评：客户储备拐点期、供给能力升级期》2021.08.17
- 3 《九洲药业 2021 年中报预告点评：看好 CDMO 业务增长的持续性》2021.07.19
- 4 《九洲药业 2020 年报及 2021 年一季报点评：从 CDMO 增速和结构看发展拐点》2021.04.28

□ 风险提示

生产安全事故风险；环保事件导致停产风险；CDMO 业务订单波动性风险；新药上市审评进度不及预期风险；重大客户流失风险等。

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	2647	4177	5704	7744
(+/-)	31.26%	57.80%	36.54%	35.76%
归母净利润	381	619	868	1210
(+/-)	60.05%	62.59%	40.35%	39.34%
每股收益(元)	0.47	0.77	1.08	1.50
P/E	113.30	69.68	49.65	35.63

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	2295	3432	4661	6288	营业收入	2647	4177	5704	7744
现金	325	529	744	992	营业成本	1654	2640	3571	4840
交易性金融资产	27	0	0	0	营业税金及附加	29	42	57	77
应收账款	650	1075	1461	1996	营业费用	41	63	86	116
其它应收款	9	4	6	8	管理费用	313	522	713	968
预付账款	36	40	54	73	研发费用	114	167	228	310
存货	1170	1716	2321	3146	财务费用	92	64	49	52
其他	78	68	76	74	资产减值损失	25	6	31	11
非流动资产	2706	3066	3421	3738	公允价值变动损益	36	36	36	36
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	5	(13)	(10)	(6)
长期投资	13	13	13	13	其他经营收益	36	38	37	38
固定资产	2021	2200	2420	2662	营业利润	456	735	1033	1437
无形资产	236	235	239	222	营业外收支	(6)	(2)	(4)	(3)
在建工程	287	458	572	648	利润总额	450	733	1029	1433
其他	150	161	177	194	所得税	70	114	160	223
资产总计	5002	6498	8082	10026	净利润	380	619	868	1210
流动负债	1633	2509	3210	3944	少数股东损益	(1)	0	0	0
短期借款	788	1333	1566	1792	归属母公司净利润	381	619	868	1210
应付款项	530	702	1003	1302	EBITDA	733	891	1212	1638
预收账款	0	42	57	77	EPS (最新摊薄)	0.47	0.77	1.08	1.50
其他	315	432	583	773	主要财务比率				
非流动负债	283	253	269	268		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	140	140	140	140	成长能力				
其他	142	113	128	128	营业收入	31.26%	57.80%	36.54%	35.76%
负债合计	1916	2763	3478	4212	营业利润	57.67%	61.18%	40.48%	39.08%
少数股东权益	3	3	3	3	归属母公司净利润	60.05%	62.59%	40.35%	39.34%
归属母公司股东权益	3083	3733	4601	5811	获利能力				
负债和股东权益	5002	6498	8082	10026	毛利率	37.51%	36.80%	37.40%	37.50%
					净利率	14.35%	14.81%	15.23%	15.63%
					ROE	12.80%	18.14%	20.83%	23.23%
					ROIC	10.08%	12.46%	14.36%	16.15%
					偿债能力				
					资产负债率	38.30%	42.51%	43.03%	42.01%
					净负债比率	48.98%	53.92%	49.70%	46.25%
					流动比率	1.41	1.37	1.45	1.59
					速动比率	0.69	0.68	0.73	0.80
					营运能力				
					总资产周转率	0.55	0.73	0.78	0.86
					应收帐款周转率	4.53	4.93	4.62	4.61
					应付帐款周转率	4.84	5.53	5.36	5.38
					每股指标(元)				
					每股收益	0.47	0.77	1.08	1.50
					每股经营现金	0.50	0.18	0.65	0.69
					每股净资产	3.83	4.64	5.71	7.22
					估值比率				
					P/E	113.30	69.68	49.65	35.63
					P/B	13.99	11.55	9.37	7.42
					EV/EBITDA	40.14	49.49	36.38	26.92

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>