

九洲药业(603456)

报告日期: 2023年05月06日

高质、高效增长新阶段

——九洲药业 2022 年报及 2023 年一季报点评

投资要点

□ 公司 2022 年固定资产周转率和 2023Q1 收入达到历史新高, 我们持续看好 2023-2025 年公司在浙江瑞博技改产能释放、瑞博苏州多肽项目落地、台州瑞博新产能建设推进的背景下, CDMO 高速增长持续兑现、整体净利率持续提升。

□ 财务表现: 高增长持续兑现

公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报, 2022 年收入 54.5 亿元, 同比增长 34%; 归母净利润 9.2 亿元, 同比增长 45.3%; 销售净利率 16.9%, 同比提升 1.3pct。2023 年一季度收入 17.5 亿元, 同比增长 27.5%; 归母净利润 2.8 亿元, 同比 35.1%; 销售净利率 16%, 同比提升 0.86pct。我们认为, 公司 2022 年和 2023 年一季度净利润的较快增速符合我们的预期。

□ 成长能力: 战略客户增长基本盘, 新客户、新项目贡献弹性

收入结构看, 2022 年 CDMO 收入 34.2 亿元、同比增长 47.8%、收入占比 62.7%; 原料药收入 19 亿元、同比增长 22.6%、收入占比 34.9%; 贸易及其他收入 1.3 亿元、同比下降 36.6%、收入占比 2.3%。分业务板块看成长性:

①CDMO: 战略客户项目持续放量, 新客户、新项目有亮点。我们根据公司年报“分产品情况”收入拆分和“按治疗领域”收入拆分估算, 2022 年公司 CDMO 收入中心血管类、抗肿瘤类、其他类等收入增速较快, 我们认为公司 CDMO 业务的快速增长来自于 (1) 战略客户重点项目销售额持续增长: 根据诺华 2022 年报, 诺欣妥 2022 年美国销售额 23.5 亿美元、同比增长 38%, 美国以外销售额 22.9 亿美元、同比增长 25%, 全球销售额 46.4 亿美元、同比增长 31% (美元口径计算); Kisqali 在 2022 年全球销售额 12.3 亿美元, 同比增长 31%。2023 年一季度, 诺华核心产品仍保持稳健增速: 诺欣妥全球收入 14 亿美元、同比增长 32%, 从增长构成看, 2023Q1 欧洲增长来自于 HFrEF 适应症, 中国和日本越来越多由高血压适应症增量贡献; Kisqali 全球收入 4.15 亿美元, 同比增长 81%, 2023 年 2 月底 Kisqali 在美国转移性乳腺癌 NBRx (new to brand prescription) 占比约 28%, NCCN 指南将 Kisqali 列为转移性乳腺癌芳香酶抑制剂一线疗法后, 我们预计 Kisqali 有望延续较高速增长。(2) 新项目个数增加: 根据公司年报, 2022 年公司 CDMO 项目中已上市项目 26 个 (同比增加 6 个)、临床三期项目 61 个 (同比增加 12 个)、临床二期及之前项目 764 个 (同比增加 182 个), 我们认为, 从项目梯队、客户储备等角度看, 公司的 CDMO 业务仍处在较高速增长的轨道, 临床阶段推进、项目个数增加等, 有望持续贡献 CDMO 项目增长动能。展望 2023 年, 我们预计: (1) 战略客户项目持续放量 (诺欣妥高血压适应症、Kisqali 的 NATALEE 试验临床三期达到主要终点等)、(2) 国内外临床阶段新项目 NDA 或上市后放量、(3) 新业务增量 (根据公司公众号, 2023 年瑞博苏州新建中试车间首批多肽产品顺利下线, 多肽等新业务占比有望持续提升), 2023-2025 年公司 CDMO 业务有望保持高增长。

②原料药: 预计新品种带来增量。根据公司年报, 2022 年中枢神经类、非甾体类原料药增长较快, 降血糖类原料药有所下降。展望 2023 年, 我们预计降糖类品种商业化需求增加、中枢神经类等品种注册申报后上市, 有望带来原料药业务增量。

□ 盈利能力: 成本下行、收入结构影响下, 预计净利率提升

毛利率: 预计持续提升。2022 年公司毛利率 34.7%、同比提升 1.3pct, 分业务看, CDMO 业务毛利率 39.7%、同比提升 1.1pct; 原料药业务毛利率约 26.7%、同比下降 1.2pct。我们认为, CDMO 业务毛利率提升可能和项目收入结构变化

投资评级: 买入(维持)

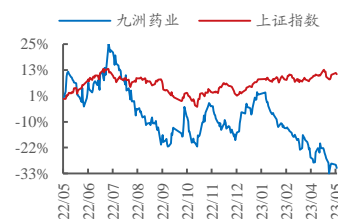
分析师: 孙建
 执业证书号: S1230520080006
 02180105933
 sunjian@stocke.com.cn

分析师: 毛雅婷
 执业证书号: S1230522090002
 maoyating@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 31.17
总市值(百万元)	28,038.84
总股本(百万股)	899.55

股票走势图



相关报告

- 1 《九洲药业 2022 年三季报点评: 运营效率提升持续》 2022.10.26
- 2 《【浙商医药】九洲药业 2022 年中报点评: 投资支撑, 增长兑现》 2022.08.05
- 3 《【浙商医药】九洲药业 2022H1 业绩预告点评: 较高速增长持续兑现》 2022.07.12

有关，原料药业务毛利率下降可能受到成本上涨等因素影响，展望 2023 年，我们预计随着上游成本下降，原料药业务毛利率有望逐渐提升；CDMO 项目中商业化产品规模效应增强、高壁垒项目占比提升，带动 CDMO 收入毛利率有所提升；叠加 CDMO 收入占比提升的影响，我们预计 2023-2025 年公司综合毛利率持续提升。

净利率：预计净利率有所提升。2022 年公司归母净利率同比提升 1.31pct，从费用率变化看，2022 年销售费用率同比下降 0.15pct、管理费用率同比下降 0.42pct、研发费用率同比提升 1.01pct、财务费用率同比下降 2.5pct，我们认为财务费用率下降与人民币汇率波动有关，展望 2023-2025 年，我们预计管理费用率、销售费用率、研发费用率基本稳定，财务费用率可能同比提升，但考虑到套期保值等因素的影响，人民币升值对净利率的影响可能相对有限；在毛利率提升的带动下，我们预计净利率有所提升。

□ 营运能力：看好产能释放、高营运效率下的增长弹性

固定资产周转率新高，高端产能升级持续。根据公司年报，2022 年公司固定资产周转率达到 2.44，自 2019 年以来连续提升，我们认为周转率提升来自于公司新技术平台（手性催化、连续化技术应用、氟化学、酶催化、光催化等）应用、多元化项目结构，随着浙江瑞博完成智能化和自动化改造、瑞博台州（一期）2024 年投产、瑞博苏州多肽 GMP 车间投入使用、瑞博美国中试车间建设推进，我们预计在较高的固定资产周转率支撑下，公司 CDMO 项目有望实现较快速增长。

现金流：经营性现金流同比改善，资本开支持续增长。2022 年公司经营活动产生的现金流量净额同比增长 80.9%，从补充资料看主要来自于经营性应收项目的同比改善。从资本开支角度看，2022 年公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 7.1 亿元，同比增长 23.1%。

□ 盈利预测与估值

我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 1.46、1.92、2.43 元/股，2023 年 5 月 5 日收盘价对应 2023 年 21.3 倍 PE。我们认为，公司正处在战略客户（如诺华、罗氏、硕腾等）项目持续增长、国内外新增客户/项目结构优化的阶段，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（创新药研发中心等产能投入倾斜、新工艺&前沿技术产能投资增加，CDMO 规划项目中诺华新项目增加、其他跨国药企合作增加、国内创新药进入商业化放量期等），以及公司在新领域（多肽类、核酸类等）、新业务（制剂类 CDMO 等）的拓展，将驱动公司持续发展。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。

□ 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)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5445	7096	9069	11334
(+/-) (%)	34.01%	30.32%	27.81%	24.97%
归母净利润	921	1222	1598	2027
(+/-) (%)	45.28%	32.66%	30.79%	26.89%
每股收益(元)	1.10	1.46	1.92	2.43
P/E	28.24	21.29	16.28	12.83

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	3993	5359	7036	9093
现金	1095	1680	2460	3533
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	671	886	1085	1298
其它应收款	6	7	9	11
预付账款	48	68	86	105
存货	2021	2595	3258	4007
其他	151	123	138	138
非流动资产	3920	4303	4911	5654
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	63	63	63	63
固定资产	2291	2663	3191	3807
无形资产	454	493	563	603
在建工程	798	799	766	811
其他	313	285	328	370
资产总计	7913	9662	11948	14746
流动负债	2214	2684	3357	4120
短期借款	50	100	100	100
应付款项	1245	1593	2001	2460
预收账款	23	71	91	113
其他	896	920	1166	1446
非流动负债	328	272	287	295
长期借款	84	84	84	84
其他	244	188	203	212
负债合计	2542	2956	3644	4415
少数股东权益	75	75	75	75
归属母公司股东权益	5297	6631	8229	10256
负债和股东权益	7913	9662	11948	14746

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1226	1100	1526	1992
净利润	921	1222	1598	2027
折旧摊销	344	148	178	216
财务费用	(86)	13	15	16
投资损失	(2)	(23)	(29)	(18)
营运资金变动	460	294	364	419
其它	(410)	(554)	(601)	(668)
投资活动现金流	(738)	(525)	(752)	(936)
资本支出	(489)	(525)	(679)	(882)
长期投资	(4)	0	0	0
其他	(245)	(0)	(73)	(54)
筹资活动现金流	(609)	9	7	17
短期借款	(449)	50	0	0
长期借款	(117)	0	0	0
其他	(43)	(41)	7	17
现金净增加额	(122)	584	781	1073

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	5445	7096	9069	11334
营业成本	3558	4552	5716	7029
营业税金及附加	36	46	59	74
营业费用	58	106	154	204
管理费用	429	568	726	907
研发费用	287	355	481	635
财务费用	(86)	13	15	16
资产减值损失	54	57	73	91
公允价值变动损益	(35)	20	15	10
投资净收益	2	23	29	18
其他经营收益	31	30	31	30
营业利润	1108	1471	1921	2437
营业外收支	(4)	(6)	(5)	(6)
利润总额	1104	1465	1916	2431
所得税	183	243	318	404
净利润	921	1222	1598	2027
少数股东损益	(0)	0	0	0
归属母公司净利润	921	1222	1598	2027
EBITDA	1423	1586	2059	2587
EPS (最新摊薄)	1.10	1.46	1.92	2.43

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	34.01%	30.32%	27.81%	24.97%
营业利润	27.10%	32.80%	30.57%	26.85%
归属母公司净利润	45.28%	32.66%	30.79%	26.89%
获利能力				
毛利率	34.66%	35.85%	36.98%	37.98%
净利率	16.91%	17.22%	17.62%	17.89%
ROE	18.51%	20.23%	21.29%	21.76%
ROIC	15.82%	17.37%	18.39%	18.67%
偿债能力				
资产负债率	32.12%	30.59%	30.50%	29.94%
净负债比率	13.41%	8.68%	7.61%	6.98%
流动比率	1.80	2.00	2.10	2.21
速动比率	0.89	1.03	1.13	1.23
营运能力				
总资产周转率	0.73	0.81	0.84	0.85
应收账款周转率	7.57	8.91	8.63	8.55
应付账款周转率	4.80	4.82	4.84	4.80
每股指标(元)				
每股收益	1.10	1.46	1.92	2.43
每股经营现金	1.47	1.32	1.83	2.39
每股净资产	6.35	7.95	9.86	12.29
估值比率				
P/E	28.24	21.29	16.28	12.83
P/B	4.91	3.92	3.16	2.54
EV/EBITDA	24.43	15.55	11.62	8.84

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“本公司”）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>