

2023年07月09日

Entresto 专利诉讼短期不影响公司业绩兑现，中长期继续看好管线及客户多元化等带来的业绩增长确定性

九洲药业 (603456)

事件概述

2023年7月7日，诺华公司官网发布新闻稿，其中提到美国特拉华州地区法院裁定 Entresto (sacubitril/valsartan) “组合专利” (美国专利号: 8,101,659) 无效，且诺华将向美国联邦巡回法院上诉，要求推翻地方法院的裁定。同时新闻稿中披露了 Entresto 登记在橙皮书上的多项专利，其中包括组合专利、无定形专利，以及 2 个晶型专利和 1 个剂量方案专利，这些专利将于 2023 年至 2036 年间到期 (包括儿科适应症延长)。

分析判断:

► **Entresto 专利诉讼短期不影响公司业绩兑现，中长期继续看好管线及客户多元化等带来的业绩增长确定性**

2019年12月公司完成对苏州诺华 100% 股权的收购，此次战略并购提升了公司作为诺华 CDMO 战略供应商的地位，其中 Entresto 是公司重点供应的产品之一。根据诺华年报，Entresto 在 2022 年实现营业收入 46 亿美元，同比增长 31%，其中美国市场实现营业收入 23.54 亿美元，同比增长 38%、除美国以外区域实现营业收入 22.90 亿美元，同比增长 25%。目前诺欣妥收到多项橙皮书专利保护，其中包括组合专利 (2025/7/15 到期)、无定形专利 (2026/11/8 到期)、晶型专利 (2027/5/8 和 2027/11/27 到期)、剂量方案专利 (2036/5/9 到期)，此次被美国地区法院裁定无效的组合专利仅为其中之一，且考虑到诺华将会在美国联邦巡回法院上诉，和目前尚无 Entresto 仿制药获得 FDA 批准，综合判断，我们认为在 Entresto 核心专利未被完全无效前，美国市场 Entresto 仿制药将不能实现上市销售，Entresto 专利到期前能持续支撑公司 CDMO 相关订单和收入确认，另外考虑专利到期仍有一定时间，也边际上为公司诺华其他产品，以及持续开拓罗氏、吉利德、硕腾、第一三共等大客户及一系列国内外小客户，有望实现公司业绩继续呈现稳健快速增长。

表 1: 诺华 Entresto 在橙皮书上部分专利情况

NO.	U.S. Patent	Expiration
8,101,659	combinations of sacubitril and valsartan	2025/7/15
11,096,918	amorphous forms of sacubitril and valsartan	2026/11/8

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:	26.1
股票代码:	603456
52 周最高价/最低价:	56.51/25.93
总市值(亿)	234.78
自由流通市值(亿)	217.13
自由流通股数(百万)	831.93



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

分析师: 徐顺利
邮箱: xusl1@hx168.com.cn
SAC NO: S1120522020001
联系电话: 010-59775376

相关研究

- 【华西医药】九洲药业 (603456.SH): 业绩延续高速增长, CDMO 业务继续贡献业绩弹性
2023.04.28
- 【华西医药】九洲药业 (603456.SH): 业绩继续呈现高速增长, 维持买入评级
2022.10.26
- 【华西医药】九洲药业 (603456.SH): 业绩增长符合市场预期, CDMO 业务继续贡献核心业绩增量
2022.10.17

9,388,134	crystalline forms of sacubitril and valsartan	2027/5/8
8,877,938	crystalline forms of sacubitril and valsartan	2027/11/27
11,058,667	dosage regimen for treating chronic heart failure	2036/5/9

资料来源：诺华公司官网，华西证券研究所

► 业绩预测及投资建议

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 23-25 年营收为 71.04/92.50/121.04 亿元，EPS 为 1.38/1.86/2.49 元，对应 2023 年 07 月 07 日 26.1 元/股收盘价，PE 分别为 19/14/10 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、核心技术人员流失风险、汇率波动风险、定增具有不确定性。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,063	5,445	7,104	9,250	12,104
YoY (%)	53.5%	34.0%	30.5%	30.2%	30.8%
归母净利润(百万元)	634	921	1,245	1,670	2,239
YoY (%)	66.6%	45.3%	35.2%	34.2%	34.0%
毛利率 (%)	33.3%	34.7%	35.5%	36.3%	36.9%
每股收益 (元)	0.77	1.11	1.38	1.86	2.49
ROE	13.8%	17.4%	14.4%	16.2%	17.9%
市盈率	33.90	23.51	18.86	14.06	10.49

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)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5,445	7,104	9,250	12,104	净利润	921	1,245	1,670	2,238
YoY (%)	34.0%	30.5%	30.2%	30.8%	折旧和摊销	350	468	439	497
营业成本	3,558	4,579	5,892	7,639	营运资金变动	-73	-1,152	605	-1,900
营业税金及附加	36	47	61	79	经营活动现金流	1,226	576	2,732	856
销售费用	58	85	111	145	资本开支	-705	-919	-904	-914
管理费用	429	568	740	968	投资	-27	-25	-15	-20
财务费用	-86	8	4	20	投资活动现金流	-738	-941	-915	-929
研发费用	287	384	509	666	股权募资	42	2,436	0	0
资产减值损失	-59	-6	-2	-4	债务募资	-362	150	0	75
投资收益	2	3	4	5	筹资活动现金流	-609	2,217	-13	60
营业利润	1,108	1,477	1,992	2,663	现金净流量	-64	1,853	1,803	-13
营业外收支	-4	0	0	0					
利润总额	1,104	1,477	1,992	2,663	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	183	232	322	425	成长能力				
净利润	921	1,245	1,670	2,238	营业收入增长率	34.0%	30.5%	30.2%	30.8%
归属于母公司净利润	921	1,245	1,670	2,239	净利润增长率	45.3%	35.2%	34.2%	34.0%
YoY (%)	45.3%	35.2%	34.2%	34.0%	盈利能力				
每股收益	1.11	1.38	1.86	2.49	毛利率	34.7%	35.5%	36.3%	36.9%
					净利率	16.9%	17.5%	18.1%	18.5%
					总资产收益率 ROA	11.6%	10.5%	11.6%	12.8%
					净资产收益率 ROE	17.4%	14.4%	16.2%	17.9%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	偿债能力				
货币资金	1,095	2,948	4,751	4,738	流动比率	1.80	2.62	2.56	2.68
预付款项	48	56	76	96	速动比率	0.84	1.61	1.62	1.63
存货	2,021	2,772	3,378	4,607	现金比率	0.49	1.03	1.27	1.04
其他流动资产	829	1,710	1,367	2,753	资产负债率	32.1%	26.8%	28.2%	27.9%
流动资产合计	3,993	7,487	9,571	12,193	经营效率				
长期股权投资	63	89	104	124	总资产周转率	0.73	0.72	0.70	0.76
固定资产	2,291	2,329	2,353	2,341	每股指标 (元)				
无形资产	454	563	638	731	每股收益	1.11	1.38	1.86	2.49
非流动资产合计	3,920	4,387	4,859	5,285	每股净资产	6.35	9.58	11.44	13.93
资产合计	7,913	11,874	14,430	17,478	每股经营现金流	1.47	0.64	3.04	0.95
短期借款	50	200	200	275	每股股利	0.40	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	1,245	1,475	2,124	2,479	估值分析				
其他流动负债	919	1,177	1,416	1,795	PE	23.51	18.86	14.06	10.49
流动负债合计	2,214	2,852	3,740	4,549	PB	6.68	2.72	2.28	1.87
长期借款	84	84	84	84					
其他长期负债	244	244	244	244					
非流动负债合计	328	328	328	328					
负债合计	2,542	3,180	4,067	4,877					
股本	834	898	898	898					
少数股东权益	75	75	75	74					
股东权益合计	5,371	8,693	10,363	12,601					
负债和股东权益合计	7,913	11,874	14,430	17,478					

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、科研试剂及部分原料药领域。

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。