

业绩符合预期，CDMO 在手订单持续快速拓展

九洲药业(603456)

推荐 (首次)

核心观点:

- **事件:** 公司发布 2023 年中报业绩公告: 2023 年上半年, 公司实现收入 32.55 亿元, 同比增长 10.16%; 实现归母净利润 6.22 亿元, 同比增长 32.83%; 实现扣非归母净利润 6.13 亿元, 同比增长 30.78%。
- **Q2 利润端增速符合预期, 收入端增速略有放缓。** 分季度来看, 公司单 Q2 实现营业收入 15.03 亿元, 同比下降 4.90%, 环比下降 14.16%; 实现归母净利润 3.41 亿元, 同比增长 31.04%, 环比增长 5.78%; 实现扣非归母净利润 3.39 亿元, 同比增长 24.04%, 环比增长 23.72%, 利润增长好于收入表现, 预计与二季度大额汇兑收益有关。公司收入端增速下降我们推测可能是因为原料药业务受到海外库存周期, 另外 CDMO 项目交付周期季度性波动也将影响单季收入。利润率方面, 公司 2023 上半年毛利率为 38.40%, 相比去年同期上升 3.27pcts, 净利率为 19.11%, 相比去年同期上升 3.27pcts, 公司盈利能力进一步提高, 其中销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别+0.04/-0.68/-0.52/+0.93pcts。目前, 公司业绩整体仍处于快速增长期, 主要受益于 CDMO 业务的强劲增长, 以及原料药制剂一体化进程加速。
- **CDMO 业务持续增长, 驱动公司中长期快速发展。** 公司 2023H1 CDMO 收入为 24.82 亿元, 同比增长 25.91%, 占比超过 76.27%, 较去年同期增加 9.54pcts。项目方面, 公司已经形成了可持续的临床前/临床 I、II、III 期的漏斗型项目结构, 截止 2023H1, 已上市项目 29 个, 处于 III 期临床项目 66 个, 处于 I 期和 II 期临床试验的有 839 个。从核心项目终端销售额看, 2023 年上半年诺欣安全球销售额 29.15 亿美元, 同比增速 35%; 瑞博西尼全球销售额 9.08 亿美元, 同比增速 73%; 尼洛替尼全球销售额 9.38 亿美元, 同比略有增长。诺华作为公司第一大 CDMO 客户, 其核心商业化项目仍是公司 CDMO 业绩增长的基石。另外, 我们预计诺欣安 2023 年销售额将超过 60 亿美元, 瑞博西尼仍处于业绩爬坡期, 峰值销售额也将达到数十亿美元。因此, 在原有项目的基础上, 未来新客户新项目的拓展 (如 Roche、Zoetis、GSK、第一三共等) 将成为公司 CDMO 板块业绩新增量。
- **拥有行业领先的核心技术平台, 制剂业务加速发展。** 目前公司已建成包括手性催化技术、连续化技术、氟化学技术、多肽药物和偶联药物技术在内的多个领先技术平台。在多肽药物平台方面, 公司具备一站式服务能力, 合成能力包含固相合成、液相合成、固液相结合等。在偶联药物技术平台方面, 公司具备 ADC、RDC 等偶联药物的研发和生产能力。公司拥有 OEB4 级、OEB5 级的高活实验室和 GMP 高活车间, 可为客户提供订单从毫克级到数百克的单批次生产。在制剂业务方面, 公司利用原料药与制剂一体化优势, 2023 上半年有 18 个仿制药制剂项目处于不同研发报批阶段, 其中 1 个项目已获得 ANDA 批文, 3 个项目已视同通过一致性评价, 1 个项目处于 FDA 审批中, 4 个制剂项目目前分别处于 CDE 审评审批不同阶段。

分析师

程培

☎: 02120257805

✉: chengpei_yj@chinastock.com.cn

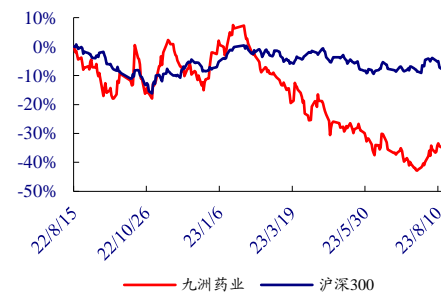
分析师登记编号: S0130522100001

市场数据

2023-08-14

A 股收盘价(元)	28.16
股票代码	603456
A 股一年内最高价/最低价(元)	46.52/24.75
上证指数	3,178.43
总股本/实际流通 A 股(万股)	89,949/89,757
流通 A 股市值(亿元)	253

相对沪深 300 表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究

- **投资建议：**公司作为原料药成功转型 CDMO 的优秀典型企业，同下游药企关系紧密，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。我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 11.90/15.50/19.90 亿元，同比增长 29.23%/30.24%/28.42%，对应 PE 分别为 21/16/13 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**业绩不及预期的风险、新业务投资风险、固定资产投资风险。

表1：主要财务指标预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5445.11	6857.69	9075.53	11287.44
收入增长率%	34.01	25.94	32.34	24.37
净利润(百万元)	920.92	1190.10	1549.95	1990.47
利润增速%	45.28	29.23	30.24	28.42
毛利率%	34.66	36.63	36.16	36.72
摊薄 EPS(元)	1.02	1.32	1.72	2.21
PE	27.50	21.28	16.34	12.73
PB	4.78	2.93	2.48	2.08
PS	4.31	3.69	2.79	2.24

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

公司财务预测表

资产负债表 (百万元) 2022A				2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)							
2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E			
流动资产				3993.28	7477.45	9493.06	11919.25	营业收入	5445.11	6857.69	9075.53	11287.44		
现金	1095.43	3847.67	4698.47	6019.96	营业收入	3557.82	4345.55	5793.87	7143.04	营业成本	3557.82			
应收账款	671.11	857.21	1134.44	1410.93	营业税金及附加	35.77	68.58	63.53	79.01	营业费用	57.50			
其它应收款	6.46	9.52	12.60	15.68	管理费用	429.15	582.90	726.04	846.56	财务费用	-86.17			
预付账款	47.72	60.84	81.11	100.00	资产减值损失	-59.33	-2.00	-2.00	-2.00	公允价值变动收益	-35.22			
存货	2021.50	2534.90	3379.76	4166.78	投资净收益	2.07	3.43	4.54	5.64	营业利润	1107.91			
其他	151.07	167.31	186.66	205.90	营业外收入	3.14	3.50	3.50	3.50	营业外支出	7.23			
非流动资产	3920.00	4382.50	4819.79	5238.32	利润总额	1103.82	1416.22	1844.44	2368.66	所得税	183.27			
长期投资	63.46	68.46	73.46	78.46	净利润	920.55	1189.62	1549.33	1989.68	少数股东损益	-0.37			
固定资产	2290.71	2345.75	2382.03	2399.57	归属母公司净利润	920.92	1190.10	1549.95	1990.47	EBITDA	1410.52			
无形资产	454.03	494.03	534.03	574.03	EPS (元)	1.02	1.32	1.72	2.21	主要财务比率				
其他	1111.79	1474.26	1830.26	2186.26	营业收入	34.01%	25.94%	32.34%	24.37%	营业收入	47.01%			
资产总计	7913.28	11859.95	14312.85	17157.57	营业利润	45.28%	29.23%	30.24%	28.42%	归属母公司净利润	45.28%			
流动负债	2213.99	2838.70	3833.77	4780.32	毛利率	34.66%	36.63%	36.16%	36.72%	净利率	16.91%			
短期借款	50.05	250.05	450.05	650.05	净利率	16.91%	17.35%	17.08%	17.63%	ROE	17.39%			
应付账款	842.24	1026.03	1368.00	1686.55	ROE	17.39%	13.75%	15.19%	16.32%	ROIC	15.45%			
其他	1321.71	1562.62	2015.72	2443.72	资产负债率	32.12%	26.38%	28.17%	28.49%	资产负债率	32.12%			
非流动负债	327.80	290.10	198.60	107.10	净负债比率	47.32%	35.83%	39.22%	39.83%	净负债比率	47.32%			
长期借款	83.99	-16.01	-116.01	-216.01	流动比率	1.80	2.63	2.48	2.49	流动比率	1.80			
其他	243.81	306.11	314.61	323.11	速动比率	0.84	1.70	1.56	1.59	速动比率	0.84			
负债合计	2541.80	3128.80	4032.37	4887.42	总资产周转率	0.73	0.69	0.69	0.72	总资产周转率	0.73			
少数股东权益	74.92	74.44	73.82	73.03	应收帐款周转率	7.57	8.97	9.11	8.87	应收帐款周转率	7.57			
归属母公司股东权益	5296.56	8656.70	10206.65	12197.12	应付帐款周转率	4.80	4.65	4.84	4.68	应付帐款周转率	4.80			
负债和股东权益	7913.28	11859.95	14312.85	17157.57	每股收益	1.02	1.32	1.72	2.21	每股收益	1.02			
现金流量表 (百万元) 2022A				2023E	2024E	2025E	每股经营现金	1.36	1.38	1.72	2.24	每股经营现金	1.36	
经营活动现金流				1225.78	1241.15	1543.64	2015.46	每股净资产	5.89	9.62	11.35	13.56	每股净资产	5.89
净利润	920.55	1189.62	1549.33	1989.68	营运资金变动	-73.13	-336.28	-398.74	-387.15	P/E	27.50	21.28	16.34	12.73
折旧摊销	349.96	363.97	382.72	401.47	其它	105.52	26.83	14.17	16.16	P/B	4.78	2.93	2.48	2.08
财务费用	-75.05	0.45	0.70	0.96	投资活动现金流	-738.42	-810.56	-809.63	-810.51	EV/EBITDA	24.57	12.07	8.96	6.66
投资损失	-2.07	-3.43	-4.54	-5.64	资本支出	-705.24	-809.88	-823.17	-825.16	PS	4.31	3.69	2.79	2.24
营运资金变动	-73.13	-336.28	-398.74	-387.15	长期投资	-27.33	15.00	15.00	15.00					
其它	105.52	26.83	14.17	16.16	其他	-5.85	-15.68	-1.46	-0.36					
筹资活动现金流	-608.96	2300.87	116.80	116.54	筹资活动现金流	-608.96	2300.87	116.80	116.54					
短期借款	-448.79	200.00	200.00	200.00	短期借款	-448.79	200.00	200.00	200.00					
长期借款	-117.49	-100.00	-100.00	-100.00	长期借款	-117.49	-100.00	-100.00	-100.00					
其他	-42.68	2200.87	16.80	16.54	其他	-42.68	2200.87	16.80	16.54					
现金净增加额	-63.99	2752.24	850.81	1321.49	现金净增加额	-63.99	2752.24	850.81	1321.49					

数据来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

程培，银河证券医药首席分析师，上海交通大学生物化学与分子生物学硕士，7年医学检验行业+6年医药行业研究经验，公司研究深入细致，对医药行业政策和市场营销实务非常熟悉。此前作为团队核心成员，获得新财富最佳分析师医药行业 2022 年第 4 名、2021 年第 5 名、2020 年入围，2021 年上海证券报最佳分析师第 2 名，2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名，2018 年第一财经最佳分析师医药行业第 1 名等荣誉。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的具体投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：	程曦	0755-83471683	chengxi_yj@chinastock.com.cn
	苏一耘	0755-83479312	suyiyun_yj@chinastock.com.cn
上海地区：	陆韵如	021-60387901	luyunru_yj@chinastock.com.cn
	李洋洋	021-20252671	liyongyang_yj@chinastock.com.cn
北京地区：	田薇	010-80927721	tianwei@chinastock.com.cn
	唐嫚玲	010-80927722	tangmanling_bj@chinastock.com.cn