

九洲药业(603456)

报告日期: 2023年08月15日

周转率提升或贯穿全年

——九洲药业 2023 年中报点评

投资要点

□ 2023Q2 收入增长有所放缓但净利率显著提升、固定资产周转率延续上行趋势，我们持续看好公司新合作品种、新增战略客户、更先进的制造能力奠定中长期持续增长的基础。

□ 财务表现: 收入和利润增速符合我们的预期

公司发布 2023 年中报，2023 年上半年收入 32.55 亿元、同比增长 10.2%；归母净利润 6.22 亿元、同比增长 32.8%；销售净利率 19.1%、同比提升 3.25pct。单季度看，2023Q2 收入 15 亿元、同比下降 4.9%；归母净利润 3.4 亿元、同比增长 31%；销售净利率 22.7%、同比提升 6.25pct。我们认为，公司 2023Q2 收入和利润增长符合我们的预期。

□ 成长能力: CDMO 增长稳健，看好增长基本盘

①**CDMO 业务: 战略客户重点项目持续高速增长，看好增长基本盘。**根据公司中报，2023 年上半年公司 CDMO 收入 24.8 亿元、同比增长 25.9%、收入占比 76.3%，占比进一步提升。项目结构看，“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”，与 2022 年年报相比，公司服务的已上市项目增加 3 个、II 期及 I 期临床项目增加 75 个，服务项目个数增多、结构优化，有助于支撑公司 CDMO 收入持续快速增长。**战略客户销售情况看**，根据诺华 2023 年中报，2023Q2 诺欣妥销售额 15.2 亿美元、同比增长 37%，Kisqali 销售额 4.9 亿美元、同比增长 66%，核心产品实现了较好增速，且考虑到诺华 2023Q2 业绩 PPT 中提到 Kisqali “NATALEE results1 have the potential to more than double the number of patients2 who could benefit from treatment with a CDK4/6 inhibitor in the eBC setting”，我们预计诺华核心产品的销售增长有望形成九洲药业 CDMO 业务增长基本盘。

②**原料药及中间体业务: 量价波动影响短期增速，期待新品种增量。**根据公司中报，2023 年上半年公司该业务收入 6.9 亿元、同比下降 10.9%，我们预计可能和订单交付波动和部分产品量价波动有关，考虑到公司降糖类新品种的市场开拓增量，我们预计公司原料药及中间体业务在 2023H2 有望恢复增长。

□ 盈利能力: 毛利率明显提升、费用率基本稳定

毛利率: 预计提升趋势延续。根据 Wind 数据，公司 2023 年上半年毛利率 38.4%、同比提升 3.27pct；分版块看，CDMO 业务毛利率提升 0.9pct、原料药及中间体业务毛利率提升 2.4pct。综合考虑汇兑和上游化工成本变化，我们预计公司毛利率提升来自于运输成本和生产成本下降，CDMO 项目结构优化也可能贡献一部分毛利率提升。展望 2023H2，我们预计公司毛利率提升趋势延续；展望 2024-2025 年，我们综合考虑到产能释放节奏（如台州瑞博等），预计各板块毛利率基本稳定、略有提升，CDMO 收入占比提升带动综合毛利率提升。

净利率: 预计研发费用率略有提升，综合净利率仍上行。根据 Wind 数据，公司 2023 年上半年销售净利率 19.1%、同比提升 3.25pct，经营费用率看，2023 年上半年销售费用率同比提升 0.1pct、管理费用率同比下降 0.7pct、研发费用率同比下降 0.5pct、财务费用率同比提升 0.9pct，费率基本稳定，我们预计公司的经营费用率基本稳定、研发费用率略有提升，综合净利率有所提升。

□ 营运能力: 周转率持续提升，预计 2024 年起进入产能释放期

周转率: 2023 年延续提升趋势，预计 2024-2025 年稳定在较高水平。根据 Wind 计算，公司 2023 年上半年固定资产周转率同比 2022 年中报有所提升（2023 年中报: 1.38；2022 年中报: 1.33）；从产能建设看，2023 年中报显示固定资产/总资产比例同比有所下降（2023 年中报: 占比 21.5%；2022 年中报: 占比 28.8%）、在建工程/总资产比例同比有所提升（2023 年中报: 占比 8.1%；2022 年中报: 占

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	¥ 26.01
总市值(百万元)	23,395.80
总股本(百万股)	899.49

股票走势图



相关报告

- 《高质、高效增长新阶段》
2023.05.07
- 《九洲药业 2022 年三季度报点评: 运营效率提升持续》
2022.10.26
- 《【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

比 5.8%)，根据公司中报，“瑞博台州（一期）生产车间及配套设施完成主体建设，已逐步开始进入设备安装；浙江瑞博喷雾干燥生产车间完成车间改造及设备安装，下半年将投入使用；瑞博苏州中试车间合成反应区主体设备安装完成，正有序开展管道工程施工，下半年将交付使用；药物科技车间完成升级改造并投入使用，多个产品转移验证生产正在进行中；瑞博美国已开展中试车间二期安装设计工作，将显著提升瑞博美国研发项目承接能力”，我们预计 2024-2025 年是产能释放期，根据我们在 2022 年 7 月外发的报告《从产能变化看九洲药业》，我们认为供给能力升级是公司持续增长的主逻辑，我们预计公司 2024-2025 年固定资产周转率有望稳定在较高水平。

现金流：Q2 现金流有所改善。根据 Wind 计算，2023 年中报公司的经营活动产生的现金流量净额同比增长 28.7%，2023Q2 公司经营活动产生的现金流量净额同比增长 48.7%；回款效率角度看，2023 年中报“销售商品提供劳务收到的现金/营业收入”同比有所提升（2023 年中报：85.5%；2022 年中报：82.3%），“经营活动产生的现金流量净额/经营活动净收益”同比略有提升（2023 年中报：101%；2022 年中报：100.7%）

□ 盈利预测与估值

综合考虑公司中报体现的边际变化（收入增速、净利率提升趋势等），我们预计公司 2023-2025 年公司 EPS 分别为 1.48/1.9/2.41 元/股（前值分别为 1.46/1.92/2.43 元/股），2023 年 8 月 15 日收盘价对应 2023 年 17.6 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	6645	8291	10376
(+/-) (%)	34.01%	22.04%	24.76%	25.15%
归母净利润	921	1233	1582	2010
(+/-) (%)	45.28%	33.85%	28.35%	27.07%
每股收益(元)	1.10	1.48	1.90	2.41
P/E	23.56	17.60	13.72	10.79

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	5190	6741	8718
现金	1095	1771	2581	3658
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	671	831	993	1191
其它应收款	6	7	8	10
预付账款	48	63	77	95
存货	2021	2395	2942	3625
其他	151	123	138	138
非流动资产	3920	4303	4911	5653
金融资产类	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	284	327	369
资产总计	7913	9492	11651	14371
流动负债	2214	2503	3065	3766
短期借款	50	100	100	100
应付款项	1245	1470	1807	2226
预收账款	23	66	83	104
其他	896	866	1076	1336
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	2775	3352	4061
少数股东权益	75	75	75	75
归属母公司股东权益	5297	6642	8224	10235
负债和股东权益	7913	9492	11651	14371

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	5445	6645	8291	10376
营业成本	3558	4201	5162	6360
营业税金及附加	36	43	54	67
营业费用	58	80	99	125
管理费用	429	512	630	789
研发费用	287	332	439	581
财务费用	(86)	12	12	12
资产减值损失	54	53	66	83
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	1485	1902	2416
营业外收支	(4)	(6)	(5)	(6)
利润总额	1104	1478	1897	2411
所得税	183	245	315	400
净利润	921	1233	1582	2010
少数股东损益	(0)	0	0	0
归属母公司净利润	921	1233	1582	2010
EBITDA	1423	1598	2037	2564
EPS (最新摊薄)	1.10	1.48	1.90	2.41

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	34.01%	22.04%	24.76%	25.15%
营业利润	27.10%	33.99%	28.14%	27.03%
归属母公司净利润	45.28%	33.85%	28.35%	27.07%
获利能力				
毛利率	34.66%	36.78%	37.74%	38.70%
净利率	16.91%	18.55%	19.08%	19.38%
ROE	18.51%	20.39%	21.07%	21.61%
ROIC	15.82%	17.49%	18.19%	18.52%
偿债能力				
资产负债率	32.12%	29.23%	28.77%	28.26%
净负债比率	13.41%	9.25%	8.28%	7.59%
流动比率	1.80	2.07	2.20	2.32
速动比率	0.89	1.12	1.24	1.35
营运能力				
总资产周转率	0.73	0.76	0.78	0.80
应收账款周转率	7.57	8.66	8.54	8.55
应付账款周转率	4.80	4.65	4.79	4.80
每股指标(元)				
每股收益	1.10	1.48	1.90	2.41
每股经营现金	1.47	1.43	1.86	2.39
每股净资产	6.35	7.96	9.86	12.27
估值比率				
P/E	23.56	17.60	13.72	10.79
P/B	4.10	3.27	2.64	2.12
EV/EBITDA	24.43	12.69	9.57	7.20

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1226	1191	1552	1993
净利润	921	1233	1582	2010
折旧摊销	344	148	178	216
财务费用	(86)	12	12	12
投资损失	(2)	(23)	(29)	(18)
营运资金变动	460	177	300	382
其它	(410)	(357)	(491)	(610)
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)	11	10	20
短期借款	(449)	50	0	0
长期借款	(117)	0	0	0
其他	(43)	(39)	10	20
现金净增加额	(122)	676	810	1077

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>