

2023年08月22日

收入端受原料药和贸易业务拖累, CDMO 业务延续快速增长趋势

九洲药业 (603456)

事件概述

公司发布 23 年中报: 23 年上半年实现营业收入 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%、实现扣非净利润 6.13 亿元, 同比增长 30.78%。

分析判断:

► 收入端受原料药和贸易业务拖累, CDMO 业务延续快速增长趋势

公司 23 年上半年实现营业收入 32.55 亿元, 同比增长 10.16%, 分业务来看, CDMO 业务实现营业收入 24.82 亿元, 同比增长 25.9%, 延续快速增长趋势; 原料药业务实现收入 6.93 亿元, 同比下降 10.9%, 我们判断主要受竞争格局变差影响; 其他业务实现收入 0.79 亿元, 同比下降 61.4%, 主要受贸易类业务拖累。公司目前服务临床 I/II 期项目 839 个、临床 III 期项目 66 个、商业化项目 29 个, 分别同比增长 26.7%/20.0%/26.1%, 且相对 22 年底的项目数量延续向上增长趋势。**展望未来, 公司持续加大诺华、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的开拓, 叠加产能端陆续投产, 有望在未来 3~5 年继续实现高速增长。**

► 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。考虑到 CDMO 业务确认节奏波动以及原料药业务竞争格局变差影响等影响, 调整前期盈利预测, 即 23-25 年营收从 71.04/92.50/121.04 亿元调整为 62.90/78.49/98.02 亿元, EPS 从 1.38/1.86/2.49 元调整为 1.38/1.74/2.19 元, 对应 2023 年 08 月 21 日 26.34 元/股收盘价, PE 分别为 19/15/12 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。

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	6,290	7,849	9,802
YoY (%)	53.5%	34.0%	15.5%	24.8%	24.9%

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:	26.34
股票代码:	603456
52 周最高价/最低价:	48.16/24.67
总市值(亿)	236.93
自由流通市值(亿)	236.42
自由流通股数(百万)	897.57



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): 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
2023.07.09
- 【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

归母净利润(百万元)	634	921	1,244	1,564	1,973
YoY (%)	66.6%	45.3%	35.1%	25.7%	26.2%
毛利率 (%)	33.3%	34.7%	38.2%	38.4%	38.9%
每股收益 (元)	0.77	1.11	1.38	1.74	2.19
ROE	13.8%	17.4%	14.4%	15.4%	16.2%
市盈率	34.21	23.73	19.05	15.15	12.01

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	6,290	7,849	9,802	净利润	921	1,244	1,563	1,973
YoY (%)	34.0%	15.5%	24.8%	24.9%	折旧和摊销	350	468	439	497
营业成本	3,558	3,885	4,832	5,992	营运资金变动	-73	-700	279	-1,174
营业税金及附加	36	41	51	64	经营活动现金流	1,226	1,027	2,299	1,317
销售费用	58	75	94	118	资本开支	-705	-918	-903	-912
管理费用	429	503	628	784	投资	-27	-25	-15	-20
财务费用	-86	8	-5	20	投资活动现金流	-738	-941	-915	-929
研发费用	287	340	432	539	股权募资	42	2,435	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	3	4	筹资活动现金流	-609	2,216	-13	60
营业利润	1,108	1,476	1,865	2,348	现金净流量	-64	2,302	1,371	449
营业外收支	-4	0	0	0					
利润总额	1,104	1,476	1,865	2,348	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	183	232	301	374	成长能力				
净利润	921	1,244	1,563	1,973	营业收入增长率	34.0%	15.5%	24.8%	24.9%
归属于母公司净利润	921	1,244	1,564	1,973	净利润增长率	45.3%	35.1%	25.7%	26.2%
YoY (%)	45.3%	35.1%	25.7%	26.2%	盈利能力				
每股收益	1.11	1.38	1.74	2.19	毛利率	34.7%	38.2%	38.4%	38.9%
					净利率	16.9%	19.8%	19.9%	20.1%
					总资产收益率 ROA	11.6%	11.0%	11.3%	12.3%
					净资产收益率 ROE	17.4%	14.4%	15.4%	16.2%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	偿债能力				
货币资金	1,095	3,398	4,768	5,217	流动比率	1.80	3.01	2.74	3.10
预付款项	48	47	62	75	速动比率	0.84	2.08	1.79	2.12
存货	2,021	2,045	2,999	3,264	现金比率	0.49	1.48	1.45	1.51
其他流动资产	829	1,443	1,190	2,174	资产负债率	32.1%	23.2%	26.1%	23.6%
流动资产合计	3,993	6,933	9,020	10,729	经营效率				
长期股权投资	63	89	104	124	总资产周转率	0.73	0.65	0.62	0.66
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	1.74	2.19
非流动资产合计	3,920	4,387	4,859	5,285	每股净资产	6.35	9.58	11.32	13.51
资产合计	7,913	11,320	13,879	16,014	每股经营现金流	1.47	1.14	2.56	1.46
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	1,063	1,889	1,720	估值分析				
其他流动负债	919	1,038	1,207	1,463	PE	23.73	19.05	15.15	12.01
流动负债合计	2,214	2,301	3,296	3,459	PB	6.68	2.75	2.33	1.95
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	2,629	3,624	3,787					
股本	834	898	898	898					
少数股东权益	75	75	75	74					
股东权益合计	5,371	8,691	10,254	12,228					
负债和股东权益合计	7,913	11,320	13,879	16,014					

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。