



东兴证券
DONGXING SECURITIES

全年扣非业绩50%-70%略超预期，产业并购基金助力长期发展

——九洲药业（603456）事件点评

2017 年 01 月 21 日

推荐/维持

九洲药业

事件点评

事件：

公司于 2018 年 1 月 19 日发布 2017 年业绩预增公告：

- ◆ 2017 年归母净利润预计增加 30-50%（归母净利润增加 3344 万元到 5574 万元）
- ◆ 预计 2017 年度实现归属于上市公司股东的股权激励成本摊销前并扣除非经常性损益的净利润与上年同期相比，将增加 50% 到 70%。
- ◆ 扣除非经常性损益事项后，公司 2017 年年度业绩预计增加 2,344 万元到 4,574 万元，同比增加 24.62%到 48.05%

公司于 2018 年 1 月 19 日发布投资设立医药产业并购基金的公告：

拟与中钰资本管理（北京）有限公司、杭州泰格股权投资合伙企业（有限合伙）共同发起设立九洲中钰医药产业并购基金。总规模 20 亿元人民币，投资方向为高端仿制药研发、生产资源整合，以实现持有新药及高端仿制药的国内药品上市许可人（MAH）、药品制剂的国际 ANDA 的目的。

主要观点：

1. 全年超额完成股权激励指标，业绩超预期

公司预告全年业绩增速 30-50%，扣非净利润 50-70%，超额完成激励指标超预期。公司全年归母净利润 1.45-1.67 亿，扣非净利润（扣除摊销成本前）1.43 亿-1.62 亿，高增速超预期。另外公司今年汇兑损益造成了财务费用增加，前三季度增加 1800 万以上，全年我们估计在 2000 万以上，如果除去汇兑损益影响，实际业绩增速更高。在有汇兑损益影响的情况下依然超额完成股权激励考核指标（2017 年扣非业绩增速 50%），我们判断公司经营及业绩向上拐点已现。

我们认为目前市场对公司 CDMO 业务板块认知还不够充分，未来三年公司复合 45%以上增速（确定性较强），2018 年 PE 仅 37X，目前 PEG<1，存在一定的低估。

张金洋

010-66554035

zhangjy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516080001

研究助理：胡倬碧

010-66554041

hurb@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间（元）	14.36-20.39
总市值（亿元）	73.31
流通市值（亿元）	72.54
总股本/流通 A 股（万股）	44785/44315
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.29

52 周股价走势图



资料来源：wind, 东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《九洲药业（603456）：全年扣非业绩 50%-70%拐点已现，长期看好 CDMO 板块发力》2017-12-05
- 2、《九洲药业（603456）2017 三季报点评：业绩高增速，公司拐点已现，CDMO 板块将成为未来重要盈利增长点》2017-10-26
- 3、《九洲药业（603456）：领先的合同定制生产（CMO）企业》2014-09-22

单独拆分 Q4 单季度公司归母净利润 0.31-0.51 亿元，增速 24%-103%，扣非净利润 0.36-0.55 亿元，增速 71-162%。

公司业绩超预期主要驱动因素有以下几点，

- ◆ MAH 政策利好下 CDMO 业务回暖，尤其国内增量项目储备较多。产品结构调整，产品整体毛利率较上年同期大幅提升。
- ◆ 受仿制药一致性评价等一系列医药政策落地，公司 API 业务呈现出产品量价齐升之态，特别是抗感染类、降糖类国内销量大幅增加，同时成本降低，获利能力提升；
- ◆ 公司 FDA 解禁后，海外业务回暖，订单有所增加等。

2. 设立产业基金提前布局创新药及高端仿制药，符合公司战略大方向，协同性好

公司拟与中钰资本管理（北京）有限公司、杭州泰格股权投资合伙企业（有限合伙）共同发起设立九洲中钰医药产业并购基金（有限合伙）。投资基金总规模拟为人民币 20 亿元，分三期完成：I 期为 5 亿元，II 期为 5 亿元，III 期为 10 亿元，其中 I 期 5 亿元由九洲药业认缴出资 1 亿元，泰格投资认缴出资 2000 万元，中钰资本认缴出资 1000 万元，其余部分由三方共同募集。投资方向以创新药及高端仿制药研发、生产（包含但不限于化学药品、生物制品）资源整合为目，主要围绕九洲药业战略发展规划的相关产业（包括但不限于大医疗、大健康产业）开展，通过收购企业、购买知识产权等方式，实现持有新药及高端仿制药的国内药品上市许可人（MAH）、药品制剂的国际 ANDA 的目的。

本次发起的产业基金优势互补，未来将推动九洲药业引入市场化资本和外部资源，获取投资收益。同时该合作模式可利用并购基金的专业优势和风险控制能力，为九洲药业储备并购项目池；且公司对于项目培育的标的享有优先收购权，极大增强了公司的盈利能力，有利于公司积极稳健地并购整合及外延式扩张，实现持续稳健发展。

伴随着欧美 CDMO 向国内转移以及国内创新药的发展，我们认为国内未来 CDMO 行业增速会快于医药行业平均增速。且 CDMO 行业进入门槛高，竞争格局好，龙头有望受益。九洲药业是国内 CDMO 行业龙头企业之一，08 年开始发展 CDMO 业务，2012 年进入快速发展期，未来随着业务结构变迁，CDMO 业务将成为重要盈利增长点。其中国内 MAH 制度下带来的增量已有落地，中间体+API 一体化协同发展。此次发起并购基金提前布局创新药及高端仿制药，符合公司战略大方向，协同性好。同时此次产业基金也标志着公司的 CDMO 业务由中间体到 API 再到制剂一体化的 CDMO 布局进一步向制剂端延伸。在国内创新药即将迎来“大爆发”的重要时间点，国内创新药公司中间体、API、制剂的定制化需求将有明显增长，并购基金将成为制剂 CDMO 战略落地的重要实现路径。

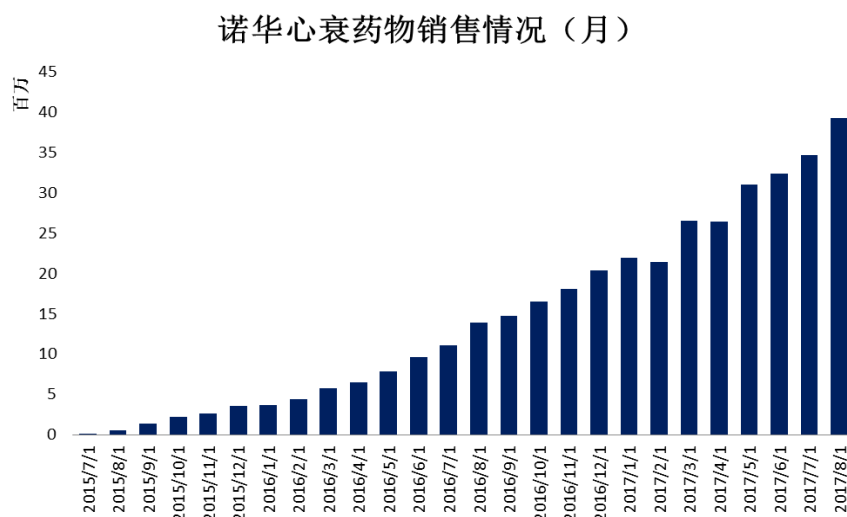
3. 公司未来增长驱动再梳理，长期看好 CDMO 板块持续发力

公司 2017 年进行了限制性股票激励计划，参与对象包括高管、核心高管 205 人。以净利润增长率为公司业绩考核指标，以 2016 年扣非后净利润（0.95 亿）为基础，2017-2019 年增长不低于 50%，100%，200%，即公司 2017-2019 年扣非净利润不低于 1.43 亿、1.9 亿、2.85 亿，年增速为 50%，40.7%，50%，即 45% 超高复合业绩增速，彰显公司对自身业务的信心。公司未来发展战略规划清晰，将从传统制造业转向创新技术驱动型制造业。我们从存量和增量两个方面对公司未来 3 年的增长驱动进行了再梳理。

现有存量业务有望维持高速增长：

- ◆ **特色原料药板块比较稳定，平稳增长。**
- ◆ **现有核心 CDMO 品种之诺华心衰药物订单恢复。**心衰药下游持续放量，翻倍增长，2016 年销售收入 1.33 亿美金左右，2017 年前 10 个月收入已 2.3 亿美金。（图 1）
- ◆ **现有核心 CDMO 品种之 Gilead 索非布韦国内正式上市销售带来增量。**2017 年 11 月 29 日，Gilead 索华迪（通用名：索磷布韦）正式在华上市，用于与其它药物联合，治疗成人泛基因型及 12 岁到 18 岁青少年基因 2 型和 3 型丙型肝炎，一个疗程人民币 6 万元左右，将为公司带来增量订单。另一方面以前 Gilead 国内供应商比较多，现在缩减了国内供应商数量，根据我们草根调研结果，现在九州为 Gilead 索非布韦唯一供应商。
- ◆ **现有核心 CDMO 品种之硕腾动物药稳定增长。**

图 1: Entresto 彭博终端销售，WAC，按月，美金



资料来源：东兴证券研究所

增量业务带来巨大弹性：

- ◆ **FDA 禁令解除**以及新的认证对公司 CDMO 业务是利好，尤其是新订单方面会有促进作用。
- ◆ 在 **MAH 许可人制度**下，公司未来向 CRO/CDMO 一体化方向发展。未来除了国际大客户之外，伴随中国新药研发的浪潮到来，会接一些中小团队的 CDMO 项目，毛利率较高，增速有望超过 50-70%，目前已有 20 余个项目落地。

公司新建的研发多功能中试车间已于 2017 年 7 月正式投入使用，产能扩建为高增速提供保障。目前公司临床阶段订单 200 个，其中 18 个在 III 期临床，未来爆发潜力大。

表 1:公司目前 CMO 订单数量

状态	项目数量	领域
已上市	8	心衰、丙肝、黑色素瘤、肺癌、高血压、抗皮肤炎、中枢神经类
III 期临床	18	丙肝、肿瘤、糖尿病、帕金森综合症、抗生素等治疗药物
I/II 期临床	182	丙肝、乙肝、降血脂、肿瘤、中枢神经类、HIV、降血糖等人用药，及肿瘤、关节炎等动物用药

资料来源：东兴证券研究所

结论：

预计公司 2017-19 年营收分别为 18.41 亿元、20.39 亿元和 23.90 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 1.58 亿元、1.99 亿元和 2.83 亿元，增速分别为 41.74%、26.14%、42.01%，EPS 分别为 0.35 元、0.45 元和 0.63 元，对应 PE 分别为 46X、37X 和 26X。我们认为公司是技术驱动型 CDMO 企业，在 MAH 许可人制度下，公司未来向 CRO/CDMO 一体化方向发展，未来三年将迎来超快速发展期。我们长期看好公司发展，维持公司“推荐”评级。

风险提示：

下游客户产品放量低于预期，环保压力

公司盈利预测表

资产负债表						单位: 百万元		利润表			单位: 百万元	
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
流动资产合计	1542	1161	1505	1914	2429	营业收入	1445	1653	1841	2039	2390	
货币资金	226	259	528	811	1117	营业成本	975	1231	1258	1396	1642	
应收账款	220	334	353	391	458	营业税金及附加	8	15	26	29	33	
其他应收款	17	11	12	14	16	营业费用	23	27	81	82	79	
预付款项	11	12	37	65	97	管理费用	254	257	298	314	335	
存货	573	458	465	516	607	财务费用	-10	-12	0	0	0	
其他流动资产	483	14	28	28	28	资产减值损失	2.21	20.65	15.00	10.00	5.00	
非流动资产合计	1793	1838	1732	1629	1509	公允价值变动收益	-0.57	0.77	0.00	0.00	0.00	
长期股权投资	0	10	10	10	10	投资净收益	24.52	3.66	3.00	3.00	3.00	
固定资产	1413	1431	1340	1263	1203	营业利润	217	119	166	211	300	
无形资产	122	154	139	123	108	营业外收入	26.74	18.09	15.00	15.00	20.00	
其他非流动资产	76	47	47	47	47	营业外支出	12.98	4.65	5.00	5.00	5.00	
资产总计	3335	2999	3237	3543	3938	利润总额	231	133	176	221	315	
流动负债合计	743	398	560	796	1093	所得税	31	21	18	22	31	
短期借款	255	0	0	0	0	净利润	200	111	158	199	283	
应付账款	249	247	224	249	292	少数股东损益	0	0	0	0	0	
预收款项	5	5	189	393	632	归属母公司净利润	200	111	158	199	283	
一年内到期的非	10	13	13	13	13	EBITDA	435	407	272	319	409	
非流动负债合计	76	34	56	56	56	BPS (元)	0.96	0.25	0.35	0.45	0.63	
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
应付债券	0	0	0	0	0							
负债合计	819	432	617	853	1149	成长能力						
少数股东权益	0	7	7	7	7	营业收入增长	12.31%	14.45%	11.35%	10.74%	17.26%	
实收资本 (或股	222	443	448	448	448	营业利润增长	74.52%	-45.06%	39.04%	27.72%	41.63%	
资本公积	1465	1243	1243	1243	1243	归属于母公司净利	50.12%	-44.28%	41.74%	26.14%	42.01%	
未分配利润	695	730	750	776	813	获利能力						
归属母公司股东	2516	2560	2614	2683	2783	毛利率 (%)	32.53%	25.54%	31.65%	31.52%	31.31%	
负债和所有者权	3335	2999	3237	3543	3938	净利率 (%)	13.82%	6.74%	8.58%	9.78%	11.84%	
现金流量表						总资产净利润 (%)	4.77%	6.00%	3.72%	4.88%	5.63%	
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE (%)	7.95%	4.35%	6.05%	7.43%	10.17%	
经营活动现金流	141	137	354	419	492	偿债能力						
净利润	200	111	158	199	283	资产负债率 (%)	25%	14%	19%	24%	29%	
折旧摊销	227	300	0	108	110	流动比率	2.07	2.92	2.69	2.40	2.22	
财务费用	-10	-12	0	0	0	速动比率	1.30	1.77	1.85	1.76	1.67	
应收账款减少	0	0	-19	-38	-67	营运能力						
预收帐款增加	0	0	184	204	239	总资产周转率	0.52	0.52	0.59	0.60	0.64	
投资活动现金流	-651	301	-2	-7	-2	应收账款周转率	6	6	5	5	6	
公允价值变动收	-1	1	0	0	0	应付账款周转率	6.14	6.67	7.81	8.63	8.84	
长期股权投资减	0	0	10	0	0	每股指标 (元)						
投资收益	25	4	3	3	3	每股收益 (最新摊	0.96	0.25	0.35	0.45	0.63	
筹资活动现金流	482	-361	-82	-130	-184	每股净现金流 (最新	-0.13	0.17	0.60	0.63	0.68	
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	11.35	5.78	5.84	5.99	6.21	
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率						
普通股增加	14	222	5	0	0	P/E	17.05	65.48	46.40	36.78	25.90	
资本公积增加	764	-222	0	0	0	P/B	1.44	2.83	2.80	2.73	2.63	
现金净增加额	-29	77	270	282	306	EV/EBITDA	8.44	17.22	25.09	20.46	15.21	

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

张金洋

医药生物行业小组组长，3 年证券行业研究经验，3 年医药行业实业工作经验。2016 年水晶球最佳分析师第一名，2015 年新财富第七名团队核心成员，2015 年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016 年 7 月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。

研究助理简介

胡偌碧

医药生物行业分析师。2016 年水晶球第 1 名团队核心成员。北京大学医学部分子药理学博士，和君商学院六届学子。2016 年 8 月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于化学药、创新产业链、医药国际化等投资机会。拥有博士级逻辑视角+接地气的研究+马不停蹄的勤奋，尤其对化学药、医药国际化有极其深入的研究和独到见解

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。