



东兴证券
DONGXING SECURITIES

业绩高增速顺利完成股权激励考核，期待CDMO板块持续发力

——九洲药业（603456）2017 年度报告点评

2018 年 02 月 13 日

推荐/维持

九洲药业

财报点评

张金洋	分析师	执业证书编号：S1480516080001	
	zhangjy@dxzq.net.cn	010-66554035	
胡偌碧	研究助理		
	hurb@dxzq.net.cn	010-66554041	

事件：

九洲药业发布 2017 年年度报告，2017 年全年公司实现营业收入 17.17 亿元，同比增加 3.89%；归属于上市公司股东的净利 1.48 亿元，同比增加 32.40%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利 1.38 亿元，同比增加 44.56%。实现 EPS 为 0.33 元。

公司 2017 年 Q4 实现营业收入 4.83 亿元，同比增加 4.7%；实现归属于上市公司股东的净利 0.34 亿元，同比增加 33.70%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利 0.31 亿元，同比增增加 48.05%。实现 EPS 为 0.08 元。

公司公告 2017 年度利润分配预案：拟向全体股东按每 10 股派送现金 2 元（含税），派发现金红利总额为 8956.92 万元。当年现金分红数额占 2017 年度合并报表中归属于母公司所有者净利润的 60.68%。同时以资本公积向公司全体股东每 10 股转增 8 股。

公司分季度财务指标

指标	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4
营业收入（百万元）	406.41	434.3	461.44	394.55	403.8	435.95	483.15
增长率（%）	11.38%	15.64%	25.72%	12.40%	-0.64%	0.38%	4.7%
毛利率（%）	20.30%	28.89%	24.22%	31.04%	31.63%	33.18%	29.04%
期间费用率（%）	15.27%	16.46%	17.17%	18.46%	19.90%	21.34%	18.00%
营业利润率（%）	0.91%	11.99%	4.54%	11.71%	10.17%	11.20%	8.18%
净利润（百万元）	0.17	48.21	25.12	42.12	30.98	40.31	33.38
增长率（%）	-99.77%	-15.41%	-19.53%	11.19%	18638.58%	-16.40%	32.88%
每股盈利（季度，元）	0.00	0.11	0.06	0.10	0.07	0.09	0.08
资产负债率（%）	16.28%	15.83%	14.41%	16.22%	16.69%	16.34%	14.69%
净资产收益率（%）	0.01%	1.90%	0.98%	1.61%	1.19%	1.53%	1.27%
总资产收益率（%）	0.01%	1.60%	0.84%	1.35%	0.99%	1.28%	1.06%

观点：

1、业绩超高增速顺利完成股权激励考核，业务结构优化毛利率不断提升

公司 2017 全年收入 17.17 亿元，增速 3.89%，净利润 1.48 亿元，增速 32.40%，业绩符合预期。其中公司汇兑损益导致的财务费用增加超过 3500 万，如果去除汇兑损益影响，实际业绩增速接近 65%，超市场预期，扣非增速更高，公司经营及业绩向上拐点已现。

公司收入端增速为个位数，业绩增速远高于收入增速，主要原因还是业务结构不断优化带来的毛利率不断提升，取消一些低毛利业务，叠加高毛利 CDMO 业务高增速。

分版块来看收入端：公司特色原料药版块收入 9.4 亿（+1.72%），毛利率（26%）略有提升；CDMO 版块收入 4.47 亿（-3.63%），毛利率从 31.48%大幅提升至 50.62%；降糖药 1.2 亿（-0.42%），基本平稳，毛利率 25.76%略有下降。

从毛利率的角度：公司综合毛利率 31.16%，较去年全年 25.54%大幅上升 5.62pp，反应产品结构的不断优化，。

从子公司的角度：浙江瑞博收入和净利润大幅增加，江苏瑞科减亏明显。

表 1:九洲药业主要子公司情况

公司名称	主要业务	2017 营业收入 (亿元)	收入增速	2016 净利润 (万 元)	2017 净利润 (万 元)	净利润增 速
浙江瑞博制药有限公司	原料药、医药中间体、化工原料制造；医药产品研发开发、技术咨询服务；货物、技术进出口	8.07	128.09%	5147.13	13482.36	161.94%
江苏瑞科医药科技有限公司	药品、化工原料研发、制造；自营和代理各类商品和技术的进出口业务	2.28	-12.66%	-4355.84	-1758.86	大幅减亏

资料来源：公司年报，东兴证券研究所

财务指标方面，公司销售费用率 1.71%，较去年同期（1.65%）提升 0.06pp，销售费用率略有提升。管理费用率 16.19%，较去年同期（15.53%）上升 0.66pp，管理费用上升较快，主要原因是研发费用、新增折旧以及股权激励费用的摊销，预计公司管理费用还会呈现持续上升的趋势。财务费用方面，公司今年财务费用 2549.11 万，去年同期为-1247.08 万，增加 304.41%，主要是汇兑损益所致。但公司在相对于去年超过 3500 万汇兑损益的情况下仍然实现了利润高增速。

展望 2018，我们预计公司业绩将继续维持高速增长，基于以下几个方面：

- ◆ 存量：特色原料药板块比较稳定，平稳增长。

- ◆ **存量:** 现有核心 CDMO 品种方面, 诺华心衰药物 CDMO 订单 2017 年恢复明显, 心衰药下游持续放量, 翻倍增长(根据统计, 2016 年诺华 Entresto 销售额约为 3958 万, 2017 年约为 9672 万, 增长 144.34%), 我们推测 2018 年心衰药部分的 CDMO 订单有望翻倍。Gilead 的索非布韦虽然终端销售下滑较大, 但对公司影响不大, 仅是略有下滑(以前国内供应商比较多, 现在缩减了国内供应商数量, 根据我们草根调研结果, 现在九洲为 Gilead 索非布韦唯一供应商)。硕腾动物药今年有增长。
- ◆ **存量结构改善:** 江苏瑞科亏损对公司业绩影响较大, 未来这块随着品种调配会持续改善。
- ◆ **增量:** CDMO 板块未来将实现超高速发展, 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。
- ◆ **增量:** 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。
- ◆ **增量:** 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。

2、CDMO 业务将成为未来重要的盈利增长点, 国内 MAH 制度带来的增量巨大

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。

公司核心客户包括诺华、罗氏、吉利德等国际知名药企以及国内明星研发企业, 包括绿叶、华领、再鼎、百济神州等。

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。截至报告期末, 公司 CDMO 已上市项目 11 个, III 期临床 29 个, I+II 期 219 个, 跟中报相比又有了大幅度提高(中报 18 个 III 期, 临床阶段订单 200 个)未来爆发潜力大。

表 2: 公司目前 CMO 订单数量

状态	项目数量	领域
已上市	11	抗心衰、中枢神经类、丙肝、肺癌、动物保健、高血压、抗皮肤炎等治疗药物
III 期临床	29	中枢神经类、降血糖、乳腺癌、帕金森综合症、丙肝等治疗药物
I/II 期临床	219	抗肿瘤、抗 RSV、抗高血压、HIV、降血糖、非酒精性脂肪肝等人用药, 及肿瘤、关节炎等动物用药

资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

3、股权激励高增速考核彰显公司信心，未来发展战略清晰，产业基金助力长期发展

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 1.35 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。

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。现有业务模式为 CDMO+API，未来将升级为 CRO+CDMO+创新药研发一站式服务，还将发展预制剂、制剂、505B2 等高附加值业务。1 月 20 日公告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（包含且不限于化学药品、生物制品）资源整合为目的，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。

结论：

预计公司 2018-20 年营收分别为 19.17 亿元、22.11 亿元和 25.51 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 2.00 亿元、2.84 亿元和 3.84 亿元，增速分别为 35.58%、41.79%、35.33%，EPS 分别为 0.45 元、0.63 元和 0.86 元，对应 PE 分别为 39X、27X 和 20X。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，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				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E				2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	1161	1337	1746	2205	2757	营业收入			1653	1717	1917	2211	2551
货币资金	259	404	751	1065	1444	营业成本			1231	1182	1250	1376	1537
应收账款	334	313	368	424	489	营业税金及附加			15	25	27	31	36
其他应收款	11	10	11	13	15	营业费用			27	30	53	64	64
预付款项	12	16	41	69	100	管理费用			257	278	328	383	439
存货	458	542	462	509	569	财务费用			-12	25	0	0	0
其他流动资产	14	12	28	28	28	资产减值损失			20.65	15.90	20.00	20.00	20.00
非流动资产合计	1838	1805	1695	1586	1461	公允价值变动收益			0.77	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	10	11	11	11	11	投资净收益			3.66	1.13	1.00	1.00	1.00
固定资产	1431	1427	1336	1259	1200	营业利润			119	176	240	339	457
无形资产	154	208	187	166	145	营业外收入			18.09	0.24	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	47	38	38	38	38	营业外支出			4.65	1.64	5.00	5.00	5.00
资产总计	2999	3143	3441	3791	4218	利润总额			133	174	235	334	452
流动负债合计	398	408	604	854	1147	所得税			21	27	35	50	68
短期借款	0	26	0	0	0	净利润			111	147	200	284	384
应付账款	247	183	223	245	274	少数股东损益			0	-1	0	0	0
预收款项	5	9	201	422	677	归属母公司净利润			111	148	200	284	384
一年内到期的非流	13	4	4	4	4	EBITDA			407	568	352	452	572
非流动负债合计	34	54	56	56	56	BPS (元)			0.25	0.33	0.45	0.63	0.86
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率							
应付债券	0	0	0	0	0				2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	432	462	660	910	1203	成长能力							
少数股东权益	7	6	6	6	6	营业收入增长			14.45%	3.89%	11.63%	15.33%	15.39%
实收资本(或股本)	443	448	448	448	448	营业利润增长			-45.06	47.49%	36.90%	40.92%	34.80%
资本公积	1243	1287	1287	1287	1287	归属于母公司净利润			-44.28	32.40%	35.58%	41.79%	35.33%
未分配利润	730	828	854	891	941	获利能力							
归属母公司股东权	2560	2675	2776	2875	3009	毛利率(%)			25.54%	31.16%	34.79%	37.78%	39.75%
负债和所有者权益	2999	3143	3441	3791	4218	净利率(%)			6.74%	8.55%	10.44%	12.83%	15.05%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)			12.90%	3.72%	4.70%	5.82%	7.48%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)			4.35%	5.52%	7.21%	9.87%	12.76%
经营活动现金流	137	244	480	517	648	偿债能力							
净利润	111	147	200	284	384	资产负债率(%)			14%	15%	19%	24%	29%
折旧摊销	300	367	0	113	115	流动比率			2.92	3.28	2.89	2.58	2.40
财务费用	-12	25	0	0	0	速动比率			1.77	1.95	2.13	1.99	1.91
应收账款减少	0	0	-54	-56	-65	营运能力							
预收帐款增加	0	0	192	221	255	总资产周转率			0.52	0.56	0.58	0.61	0.64
投资活动现金流	301	-132	-9	-19	-19	应收账款周转率			6	5	6	6	6
公允价值变动收益	1	0	0	0	0	应付账款周转率			6.67	7.98	9.45	9.46	9.84
长期股权投资减少	0	0	10	0	0	每股指标(元)							
投资收益	4	1	1	1	1	每股收益(最新摊薄)			0.25	0.33	0.45	0.63	0.86
筹资活动现金流	-361	-18	-123	-184	-250	每股净现金流(最新)			0.17	0.21	0.78	0.70	0.85
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)			5.78	5.97	6.20	6.42	6.72
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率							
普通股增加	222	5	0	0	0	P/E			69.08	52.33	38.65	27.26	20.14
资本公积增加	-222	44	0	0	0	P/B			2.99	2.89	2.79	2.69	2.57
现金净增加额	77	94	348	313	379	EV/EBITDA			18.20	12.95	19.87	14.77	11.01

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。