

九洲药业 (603456)

公司研究/点评报告

低基数叠加 CDMO 弹性，2019 年有望呈现高增长

—九洲药业 2018 年年度报告点评

点评报告/医药

2019 年 03 月 13 日

一、2018 年业绩稳定增长，归母净利润 1.6 亿元，四季度环比提升

3 月 11 日，公司发布 2018 年年报：营收、归母净利润、扣非净利润分别为 18.6 亿、1.6 亿、1.8 亿，同比增长 8.43%、6.46%、30.64%，EPS 为 0.2 元。四季度营收、归母净利润分别为 6.0 亿、0.6 亿，同比增长 22.80%、85.27%，环比亦大幅提升。

二、分析与判断

➤ CDMO 推动 Q4 业绩快速增长，C8 等重点品种保持高增速，原料药稳定增长

公司四季度业绩快速增长，我们预计主要受益于 CDMO 业务的推动。2018 年 CDMO 业务实现收入 5.37 亿元，同比增长 22.87%，我们认为一方面因为诺华 Entresto 放量，诺华年报显示其全年销售额 10.28 亿美元，同比增长 103%，带动公司 C8 销量增长，C8 全年销售额达 1.54 亿元；另一方面，公司在国内市场开拓进展显著。分治疗领域来看，抗肿瘤类增速达 151.6%，抗感染、中枢神经等均保持 30% 以上增长。

API 业务收入 12.23 亿元，同比增长 5.45%，其中中枢神经类收入 4.45 亿元，同比增长 23.33%，主因卡马西平销量提升 21.94%。

➤ 销售、管理费用率基本稳定，预计卡马西平小幅提价带动核心业务毛利率提升

2018 年公司销售、管理、费用分别为 0.3 亿、2.4 亿，费用率分别为 1.72%、12.89%，销售费用率与前一年相当，管理费用率提升 1.65pct。API 和中间体业务毛利率 35.35%，较前一年提升 1.88pct，主因中枢神经类药物毛利率增加 9.34pct，我们预计来自卡马西平小幅提价；CDMO 毛利率 45.77%，较前一年减少 4.85pct，主因抗感染类和抗肿瘤类毛利率下降，预计与部分替尼类药物等品种规模扩大有关。

➤ 两大业务产品储备助力业绩持续性

我们认为公司的未来业绩具有持续性。Entresto 已突破 10 亿美元销售额，有望维持增长趋势带动 C8 放量；公司现拥有 11 个已上市项目、35 个 III 期临床和 270 个 II 期及 I 期临床，在海泰医药和瑞博制药募投项目加速建设的基础上成为未来业绩延续性的基础。我们在近期发布的报告《关注原料药业绩模型，挖掘量价和梯队秘密》中提及，高壁垒原料药产品梯队将是原料药业务维持业绩的主要原因之一。目前公司有 1 个非甾体抗炎药和 2 个 2 型糖尿病药物处于工艺验证、注册申报阶段，有望在 1~2 年内获批，销售额跨越性提升。

三、投资建议

预计公司 2019~2021 年 EPS 分别为 0.34、0.46、0.58 元，对应 PE 为 27、20、16 倍。公司 19 年估值低于可比公司，首次覆盖，给予“推荐”评级。

四、风险提示：

客户订单数量不及预期；环保监管风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,862	2,169	2,540	3,024
增长率（%）	8.4%	16.5%	17.1%	19.0%
归属母公司股东净利润（百万元）	157	278	372	468
增长率（%）	6.5%	76.8%	34.0%	25.7%
每股收益（元）	0.20	0.34	0.46	0.58
PE（现价）	49.8	28.9	21.6	17.1
PB	2.9	2.8	2.6	2.4

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

首次评级

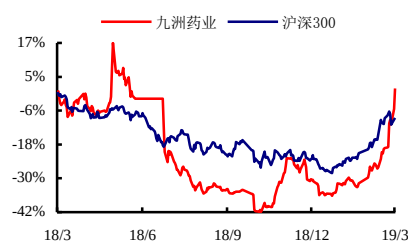
当前价格： 9.95 元

交易数据

2019-3-12

近 12 个月最高/最低(元)	17.94/5.72
总股本（百万股）	806
流通股本（百万股）	801
流通股比例（%）	99.39
总市值（亿元）	80
流通市值（亿元）	80

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：孙建

执业证号： S0100519020002

电话： 021-60876703

邮箱： sunjian@mszq.com

研究助理：袁中平

执业证号： S0100117120030

电话： 021-60876703

邮箱： yuanzhongping@mszq.com

相关研究

1、《原料药行业专题研究：关注原料药业绩模型，挖掘量价和梯队秘密》
20190311

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1,862	2,169	2,540	3,024
营业成本	1,242	1,388	1,593	1,863
营业税金及附加	22	26	31	36
销售费用	32	37	41	48
管理费用	240	274	323	387
EBIT	239	339	428	538
财务费用	(13)	(1)	(5)	(8)
资产减值损失	35	18	8	10
投资收益	(20)	2	3	4
营业利润	194	326	434	546
营业外收支	(1)	0	0	0
利润总额	193	326	434	546
所得税	37	50	65	82
净利润	156	275	369	464
归属于母公司净利润	157	278	372	468
EBITDA	415	513	600	708

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	276	726	983	1295
应收账款及票据	600	596	716	874
预付款项	24	31	40	50
存货	535	609	707	842
其他流动资产	46	46	46	46
流动资产合计	1506	2006	2487	3097
长期股权投资	13	13	13	13
固定资产	1386	1351	1318	1288
无形资产	200	190	183	175
非流动资产合计	1799	1618	1425	1230
资产合计	3305	3624	3913	4327
短期借款	32	32	32	32
应付账款及票据	282	294	334	393
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	459	664	744	856
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	68	68	68	68
非流动负债合计	68	68	68	68
负债合计	527	732	812	925
股本	806	806	806	806
少数股东权益	5	2	(1)	(5)
股东权益合计	2778	2892	3100	3403
负债和股东权益合计	3305	3624	3913	4327

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	8.4%	16.5%	17.1%	19.0%
EBIT 增长率	17.7%	42.1%	26.2%	25.5%
净利润增长率	6.5%	76.8%	34.0%	25.7%
盈利能力				
毛利率	33.3%	36.0%	37.3%	38.4%
净利润率	8.4%	12.8%	14.6%	15.5%
总资产收益率 ROA	4.8%	7.7%	9.5%	10.8%
净资产收益率 ROE	5.7%	9.6%	12.0%	13.7%
偿债能力				
流动比率	3.3	3.0	3.3	3.6
速动比率	2.1	2.1	2.4	2.6
现金比率	0.6	1.1	1.3	1.5
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	84.7	88.0	90.0	92.0
存货周转天数	158.3	160.0	162.0	165.0
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7
每股指标 (元)				
每股收益	0.2	0.3	0.5	0.6
每股净资产	3.4	3.6	3.8	4.2
每股经营现金流	0.3	0.5	0.5	0.5
每股股利	0.2	0.2	0.2	0.2
估值分析				
PE	49.8	28.9	21.6	17.1
PB	2.9	2.8	2.6	2.4
EV/EBITDA	15.5	11.9	9.8	7.9
股息收益率	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	156	275	369	464
折旧和摊销	211	192	180	180
营运资金变动	(136)	(26)	(151)	(196)
经营活动现金流	265	440	392	439
资本开支	228	(8)	(21)	(25)
投资	(23)	0	0	0
投资活动现金流	(280)	12	29	36
股权募资	0	0	0	0
债务募资	6	0	0	0
筹资活动现金流	(64)	(2)	(163)	(163)
现金净流量	(79)	450	258	312

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

孙建，博士，医药行业首席分析师，北京大学医学部生药学博士，2019年1月加入民生证券。

袁中平，研究助理，香港理工大学化学学士，新加坡国立大学化学硕士，新加坡管理大学金融硕士，2017年11月加入民生证券。

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 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。