

公司研究

化学原料药/化学制药/医药生物

九洲药业 (603456)

——业绩符合预期，CDMO 业务快速增长

主要数据(截至 3 月 13 日收盘):

当前股价	9.78 元
投资评级	【增持】
评级变动	【维持】
总股本	8.06 亿股
流通股本	8.01 亿股

事件:

公司发布年报, 2018 年公司实现营业收入 18.62 亿元, 同比增长 8.43%; 实现归母净利润 1.57 亿元, 同比增长 6.46%; 实现扣非归母净利润 1.80 亿元, 同比增长 30.64%。

事件点评:

◆业绩符合预期, CDMO 业务增速较快。公司 2018 年实现营收 18.62 亿元 (同比+8.43%), 扣非归母净利润为 1.80 亿元 (同比+30.64%)。公司实现毛利 6.21 亿元, 毛利率为 33.32% (同比+2.16pp)。考虑到 2018 年非经常性损益由去年的净收益变转为净亏损, 公司经营业绩符合我们的预期。业务板块方面 CDMO 业务快速增长且收入比重继续提升: 1) CDMO 业务实现收入 5.37 亿元 (同比+22.87%), 占总收入比例为 28.83% (同比+3.39pp); CDMO 业务实现毛利 2.46 亿元, 占比 39.61%。公司立项的 CDMO 项目从 2018H1 的 292 项增长至 316 项, 其中已上市项目 11 项、临床 3 期 35 项、临床 1 期和 2 期 270 项。丰富的项目储备使得 CDMO 业务有望保持快速增长。2) API 业务实现营收 12.23 亿元 (同比+5.45%), 占总收入比例为 65.68%。特色原料药中占比最高的中枢神经类药物实现收入 4.45 亿元 (同比+23.33%), 销售放量的同时中枢神经药物毛利率亦提升 9.34pp 至 40.67%。

◆诺华抗心衰药物 Entresto 快速放量, 有望成长至 10 亿元级别 CDMO 订单。公司的核心 CDMO 订单为诺华重磅抗心衰药物 Entresto, 根据诺华年报, 2018 年 Entresto 实现了快速放量, 其全球销售额达到 10.28 亿美元 (同比+103%)。公司作为 Entresto 的三家 API 供应商之一, 首先享受到创新药放量的红利。根据我们的测算, 2019-2021 年 Entresto 的全球销售额分别有望达到 17.14 亿美元、28.34 亿美元、45.57 亿美元, Entresto 中间体有望为公司贡献 3.35 亿元、5.54 亿元、8.91 亿元 CDMO 订单收入。(详见深度报告《九洲药业 (603456) ——技术领先型原料药企业, 掘金 CDMO 正当时》)。

长城国瑞证券研究所

分析师:

黄文忠

huangwenzhong@gwgsc.com

执业证书编号: S0200514120002

分析师助理:

霍亮

huoliang@gwgsc.com

执业证书编号: S0200117070016

联系电话: 0592-5169085

地址: 厦门市思明区莲前西路 2 号
莲富大厦 17 楼

长城国瑞证券有限公司



相关报告:

1. 公司研究: 九洲药业 (603456) ——技术领先型原料药企业, 掘金 CDMO 正当时_黄文忠、霍亮_2019. 2. 13

◆CRO 研发中心和 CMO 多功能生产基地有望今年年建成, 加速打造 CDMO 一站式服务。浙江瑞博是公司的 CDMO 事业部的主体, 浙江海泰则用于推进公司的 CRO/CMO 研发中心建设项目。根据公司年报, 浙江海泰的 CRO/CMO 研发中心和浙江瑞博的 CMO 多功能生产基地有望在今年年底之前投入使用。浙江瑞博 CDMO 的研发能力生产能力得以进一步提升, 可承载更大体量的客户原料药合同定制生产业务。海泰医药的 CRO/CMO 研发中心则进一步拓展了公司创新药临床前 CMC 药学研究、预制剂研发能力, 提升了公司新药 CDMO 一站式服务的行业竞争力。

投资建议:

公司中枢神经类药物因产品提价毛利提升 9.34pp, 我们上调了公司 2019-2020 年业绩预测数据, 预计公司 2019-2021 年的归母净利润分别为 2.60 亿元 (前值 2.88 亿元)、4.20 亿元 (前值 3.80 亿元) 和 5.26 亿元, 对应 EPS 分别为 0.32 元、0.52 元和 0.65 元。2019-2021 年, 当前股价对应 P/E 分别为 31 倍、19 倍和 15 倍。考虑到 CDMO 核心订单诺华 Entresto 快速放量兑现且有望维持, CDMO 储备订单丰富, CRO 研发中心和 CMO 多功能生产基地有望今年年建成, API 绿色化学工艺持续深化利好 API 业务, 我们维持公司“增持”评级。

风险提示:

重点 CDMO 订单的专利药放量不及预期; 原料药和中间体价格波动风险; 环保政策风险; 安全生产风险。

主要财务数据及预测

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1862.23	2100.27	2483.93	2979.04
增长率(%)	8.43%	12.78%	18.27%	19.93%
归母净利润 (百万元)	157.15	259.90	420.55	525.93
增长率(%)	6.46%	65.38%	61.81%	25.06%
EPS (元)	0.20	0.32	0.52	0.65
毛利率	33.32%	34.80%	35.48%	36.39%
净资产收益率 (摊薄)	5.67%	9.01%	13.72%	15.97%

数据来源: Wind、长城国瑞证券研究所



表：盈利预测

单位：百万元

利润表	2018A	2019E	2020E	2021E	资产负债表	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1862.23	2100.27	2483.93	2979.04	货币资金	276.11	660.83	756.96	1361.39
减:营业成本	1241.71	1369.41	1602.68	1895.04	应收和预付款项	648.02	509.31	858.89	781.14
营业税金及附加	22.40	25.26	29.88	35.83	存货	534.96	653.23	737.36	906.90
营业费用	32.12	36.22	42.84	51.38	其他流动资产	46.44	46.44	46.44	46.44
管理费用	240.10	270.79	320.26	384.09	长期股权投资	12.80	14.80	16.80	18.80
研发费用	87.15	98.29	116.25	139.42	投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	-13.41	-17.45	-21.52	-23.08	固定资产和在建工程	1504.36	1261.32	1000.63	739.94
资产减值损失	34.69	20.00	20.00	20.00	无形资产和开发支出	200.23	175.72	151.21	126.70
投资收益	-19.66	2.00	2.00	2.00	商誉	81.99	54.78	54.40	54.40
公允价值变动	-16.09	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	3304.91	3376.42	3622.68	4035.72
其他经营损益	12.03	12.03	12.03	12.03	资产总计	276.11	660.83	756.96	1361.39
营业利润	280.90	410.07	503.83	629.80					
其他非经营损益	-1.15	-1.50	-1.50	-1.50	短期借款	32.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	279.75	408.57	502.33	628.30	应付和预收款项	299.20	432.49	451.17	582.13
所得税	36.68	52.41	85.06	106.47	长期借款	0.00	40.00	90.00	150.00
净利润	243.08	356.16	417.27	521.83	其他负债	195.61	16.09	16.09	16.09
少数股东损益	-1.23	-2.03	-3.28	-4.10	负债合计	526.81	488.58	557.26	748.22
归母净利润	157.15	259.90	420.55	525.93	股本	805.89	805.89	805.89	805.89
					资本公积	923.00	923.00	923.00	923.00
现金流量表	2017A	2018E	2019E	2020E	留存收益	1038.21	1156.45	1337.31	1563.49
经营活动现金流	264.78	658.31	277.55	834.36	归母股东权益	2773.58	2885.35	3066.21	3292.38
投资活动现金流	-280.19	-1.25	-1.25	-1.25	少数股东权益	4.52	2.50	-0.78	-4.89
融资活动现金流	-63.52	-134.68	-180.18	-228.67	股东权益合计	2778.10	2887.84	3065.42	3287.50
现金流量净额	-64.90	522.39	96.13	604.44	负债和股东权益	3304.91	3376.42	3622.68	4035.72

数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现 20%以上；

增持：相对强于市场表现 10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现 10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。