

九洲药业 (603456)

公司研究/点评报告

考虑产能释放，2019 年或是 ROE 相对低点

—2019 年年报点评

点评报告/医药

2020 年 04 月 09 日

一、事件概述

2020 年 4 月 9 日，公司发布 2019 年年报，营业收入、归母净利润和扣非后归母净利润同比分别增长 8.3%、51.3%、26.6%，经营活动产生的现金流净额 5.54 亿元（远高于净利润 2.38 亿元），同比增长 109%。

二、分析与判断

➤ 略低于预告，CDMO 是业绩重要拉动力，期待 2020 年产品、产能的释放

略低于前次业绩预告：公司前次业绩预告归母净利润 2.44-2.82 亿元（实际 2.37 亿元），未达到股权激励计划设定的目标，我们估计可能是因为瑞科复产节奏及 CDMO 订单的波动性导致，2019 年年报显示瑞科医药净利润-7392 万元，亏损额持续扩大，同时披露江苏瑞科已递交复产申请，我们也将持续关注该复产进度；

CDMO 业务成为 2019 年业绩重要拉动力。1) 诺欣妥项目毛利占比接近 50%，仍然是 CDMO 业务盈利增长的重要基础。CDMO 业务收入 7.57 亿元，同比增长 41%，远高于公司整体增速，毛利率降低 3.16 个百分点至 42.61%，同时我们发现公司“心血管类”产品销售收入 2.6 亿元，同比增长 69%，毛利率提升 0.82 个百分点至 58.08%，我们估计心血管类产品主要是公司 CDMO 业务中的诺欣妥项目，由此分析，我们发现公司 CDMO 业务中毛利占比接近 50%，仍然是 CDMO 业务盈利快速增长的重要支撑，我们乐于看到 2020 年随着项目的持续丰富及结构的调整，公司 CDMO 业务仍有望保持快速增长的趋势（结合 CDMO 业务销量下滑分析，我们估计诺欣妥之外的项目在升级优化或产能利用率提升的过程中，规模效应逐步提升；2) 项目和客户结构持续丰富：已上市项目 11 个，III 期临床 37 个、临床早期 330 个，客户也包括贝达药业、艾力斯等创新药企业；3) CDMO 业务并购拓展：我们关注到 2019 年年报中公司大篇幅介绍公司 CDMO 业务的变化（收购苏州诺华 100% 股权，收购美国 PharmAgra 100% 股权、瑞博临海战略布局高活性创新药的承接能力），我们甚至罕见的看到这种定位“诺华苏州……是中国为数不多的具备承接专利期内重磅炸弹级创新药原料药委托加工的企业”，整体，我们认为公司的 CDMO 业务正处于能力搭建及产品、产能释放的关键窗口期，我们也将持续关注 2020 年开始随着诺华产能、产品转移，公司 CDMO 业务弹性持续体现。

量价因素影响，原料药业务收入基本保持稳定。根据 2019 年年报披露公司奥卡西平、磺胺类抗菌素等产品销量下滑、但同时抗感染类、非甾体类、降血糖等产品毛利率明显提升，显示了瑞科等停产及上游原料药涨价过程中的成本转移带来的盈利能力提升，考虑公司相关 API 产品的全球竞争力，我们认为随着瑞科的复产，API 业务有望保持稳定增长。

➤ 固定资产大幅增加导致 ROE 处于相对低点

2019 年 ROE 达到 8%，相比一般的 API 公司略低（普洛药业 15.56%、天宇股份 12%、美诺华 8.3%，奥翔药业 9.1%），核心的原因是净利率明显提升的同时，资产周转率明显下降，这主要又是因为 2019 年瑞博（苏州）的并表，固定资产明显增加 41.7%，但并没有收入并表体现，因此资产周转率相对较低，但 2019 年 ROE 已经是过去四年的最高值，这也体现了过去几年公司业务结构的调整导致的盈利能力的提升，我们估计随着产品、产能转移的逐步落地，我们判断 2019 年有望是公司未来几年的相对低点（提示：收购考虑，短期借款增加 3.1 亿元，导致负债率 2019 年略高，因此未来几年随着负债率的降低、资产周转率的提升，我们预计 ROE 可能呈现逐步提升的趋势）。

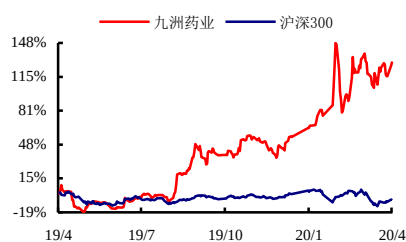
谨慎推荐 维持评级

当前价格： 20.85 元

交易数据 2020-4-8

近 12 个月最高/最低(元)	22.51/7.53
总股本(百万股)	806
流通股本(百万股)	803
流通股比例(%)	99.71
总市值(亿元)	168
流通市值(亿元)	167

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：郭双喜

执业证号：S0100119100011

电话：010-85127728

邮箱：guoshuangxi@mszq.com

相关研究

1. 九洲药业(603456): 符合预期，看好 CDMO 业务中期弹性
2. 九洲药业(603456): 拟并购苏州诺华，CDMO 业务有望再突破

三、投资建议

考虑诺华苏州产能、产品释放节奏，我们预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.42、0.67、0.87 元，按 2020 年 4 月 8 日收盘价对应 2020 年 PE 为 49 倍（2021 年 31 倍）。未来三年利润复合增速 43%，同时考虑 CDMO 业务放量的节奏具备一定程度的不确定性，我们维持“谨慎推荐”评级。

四、风险提示：

CDMO 的不确定性风险，原料药环保事件不确定风险，原料药价格波动风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,017	2,610	3,403	4,202
增长率（%）	8.3	29.4	30.4	23.5
归属母公司股东净利润（百万元）	238	340	544	698
增长率（%）	51.3	42.9	59.9	28.4
每股收益（元）	0.30	0.42	0.67	0.87
PE（现价）	69.5	49.4	30.9	24.1
PB	5.9	5.3	4.5	3.8

资料来源：wind、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2,017	2,610	3,403	4,202
营业成本	1,314	1,618	2,046	2,488
营业税金及附加	22	28	37	45
销售费用	43	56	73	90
管理费用	256	321	408	504
研发费用	95	122	159	197
EBIT	287	464	679	878
财务费用	7	27	17	11
资产减值损失	(9)	25	5	24
投资收益	(23)	(23)	(23)	(23)
营业利润	285	410	654	841
营业外收支	1	19	15	15
利润总额	287	410	655	841
所得税	50	71	114	147
净利润	237	338	541	695
归属于母公司净利润	238	340	544	698
EBITDA	480	697	913	1,113
资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	565	397	484	1471
应收账款及票据	517	670	873	1078
预付款项	17	21	27	32
存货	833	715	1338	1104
其他流动资产	80	80	80	80
流动资产合计	2018	1915	2817	3810
长期股权投资	10	(13)	(36)	(59)
固定资产	1964	1984	2004	2024
无形资产	276	271	266	282
非流动资产合计	2652	2523	2406	2297
资产合计	4670	4429	5214	6098
短期借款	341	41	61	81
应付账款及票据	349	430	544	661
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	1192	712	1056	1345
长期借款	491	391	291	191
其他长期负债	129	129	129	129
非流动负债合计	620	520	420	320
负债合计	1812	1232	1476	1665
股本	806	806	806	806
少数股东权益	4	2	0	(3)
股东权益合计	2858	3197	3738	4433
负债和股东权益合计	4670	4429	5214	6098

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	8.3	29.4	30.4	23.5
EBIT 增长率	20.3	61.6	46.2	29.3
净利润增长率	51.3	42.9	59.9	28.4
盈利能力				
毛利率	34.8	38.0	39.9	40.8
净利润率	11.8	13.0	16.0	16.6
总资产收益率 ROA	5.1	7.7	10.4	11.4
净资产收益率 ROE	8.3	10.6	14.5	15.7
偿债能力				
流动比率	1.7	2.7	2.7	2.8
速动比率	1.0	1.7	1.4	2.0
现金比率	0.5	0.6	0.5	1.1
资产负债率	0.4	0.3	0.3	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	95.4	100.0	100.0	100.0
存货周转天数	187.3	171.8	179.6	175.7
总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.7
每股指标 (元)				
每股收益	0.3	0.4	0.7	0.9
每股净资产	3.5	4.0	4.6	5.5
每股经营现金流	0.7	0.5	0.4	1.5
每股股利	0.2	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	69.5	49.4	30.9	24.1
PB	5.9	5.3	4.5	3.8
EV/EBITDA	29.8	20.6	15.6	11.9
股息收益率	1.0	0.0	0.0	0.0

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	237	338	541	695
折旧和摊销	201	258	239	259
营运资金变动	76	(261)	(497)	240
经营活动现金流	561	386	324	1,232
资本开支	313	117	139	149
投资	(86)	0	0	0
投资活动现金流	(662)	(117)	(139)	(149)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	282	(109)	(100)	(100)
筹资活动现金流	111	(437)	(99)	(95)
现金净流量	10	(168)	86	988

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，研究院院长助理，医药行业首席分析师，毕业于北京大学医学部生药学专业，7年医药行行业研究从业经验，2019年1月加入民生证券。

郭双喜，博士，研究助理，毕业于清华大学生命科学学院，曾在清华大学药学院从事博士后研究，2019年7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。