

2020 年 8 月 28 日

证券研究报告

公司研究

主要数据(截至 8 月 27 日收盘):

当前股价	35.36 元
投资评级	买入
评级变动	维持
总股本	8.03 亿股
流通股本	8.03 亿股

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

胡晨曦

huchenxi@gwgsc.com

执业证书编号: S0200518090001

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

医药生物/化学制药/ 化学原料药

九洲药业 (603456)

——CDMO 订单快速增加, API 业务有望改善,

综合毛利率大幅提升

事件:

公司发布2020年中报,2020年上半年,公司实现营业收入10.08亿元,同比增长17.50%;归属母公司净利润1.29亿元,同比增长26.27%;扣非净利润1.21亿元,同比增长31.60%;综合毛利率较去年同期增加10.25 Pct。

事件点评:

◆公司业绩一季度受到疫情影响,二季度快速恢复。2020 年上半年,公司实现营业收入 10.08 亿元,同比增长 17.50%;归属母公司净利润 1.29 亿元,同比增长 26.27%;扣非净利润 1.21 亿元,同比增长 31.60%。公司一季度受到疫情的影响,实现销售收入 3.92 亿元,同比下滑 1.61%,二季度实现销售收入 6.16 亿元,同比增长 34.02%。

◆CDMO 业务增长潜力大,订单快速增加,瑞博(苏州)整合完成。1) CDMO (医药产业的合同定制研发及生产) 业务增长潜力大,驱动力量强劲。国内 CDMO 业务受到两大因素的驱动,一是近年来中国制药领域的政策环境、质量体系建设、技术和人才储备驱动国内 CDMO 企业向高附加值业务延伸;二是受益于全球 CDMO 业务向亚太地区转移,据产业信息网数据,CDMO 行业中国市场份额由 2011 年 2%提升至 2017 年 7.9%,预计 2028 年亚太地区 CDMO 市场份额将达到 34%,接近北美。2) 公司战略布局全球 CDMO 业务, I 期和 II 期 CDMO 项目快速增加。报告期内,公司的全球业务发展势头良好,客户池迅速扩大,原有客户关系持续深化,先后同国内著名新药研发公司和记黄埔、四川海思科签订战略合作协议。同时,公司长期向国内外客户提供优质的高技术附加值服务,并得到全球客户的充分肯定,先后被中国著名新药研发公司海和生物授予“最有价值战略合作伙伴奖”,被战略合作伙伴诺华集团授予“NTO Valued Partner 2019”。截止报告期末,公司承接的 CDMO 项目,已上市项目 11 个,处于 III 期临床的项目 39 个(报告期内新增 2 个),处于 I 期和 II 期临床试验的有 375 个(报告期内新增 45 个),项目涵盖抗肿瘤类、抗心衰、抗呼吸系统疾病等治疗领域。3) 瑞

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_2019. 2. 13
2. 年报点评: 九洲药业 (603456) —— 业绩符合预期, CDMO 业务快速增长_2019. 03. 14
3. 年报点评: 九洲药业 (603456) —— CDMO 锁定诺华长期订单, API 回升可期_2020. 04. 13

博(苏州)整合完成,收入快速增长。2019年12月,公司以约7.9亿元人民币自筹资金收购诺华投资(诺华集团子公司)所持有的剥离技术与药品开发资产后的苏州诺华制药100%股权,并更名为瑞博(苏州)制药。为实现平稳过渡,瑞博(苏州)制药管理团队成立了专门的工作组,在IT、财务到项目管理等方面进行了深入而细致的工作,今年6月瑞博(苏州)ERP系统整合的完成标志着交接工作已达到重要里程碑。同时,为保持瑞博(苏州)在质量、EHS、生产运营管理等方面的高水平,公司完整的保留了原有团队,在团队的共同努力下,瑞博(苏州)承担的多个战略项目在上半年顺利实施,收入快速增长,并实现扭亏。报告期内瑞博(苏州)实现营业收入1.76亿元,净利润1,625.91万元,而2019年1-7月,其实现营业收入1.60亿元,亏损5215.71万元。

◆API业务技术突破性升级,加强与仿制药客户的深度合作,江苏瑞科复产。1)创新驱动,API(特色原料药)产品实现突破性升级。报告期内,公司利用绿色化学技术成功完成多项糖尿病治疗药物、抗HIV药物和非甾体抗炎药物的原料药项目技术开发,并获得多项专利申请和授权,后续将加快推进安评、环评、项目申报和验证生产,尽快将储备技术进行商业化转化,从而成为公司原料药业务的重要新增长点。在积极拓展新项目类型的同时,公司原有项目的技术改进升级方面也取得了重大突破,大幅度提升了原料药产品的生产效率。公司拥有可提供完整系统解决方案能力的综合性技术平台,报告期内,公司在短时间内解决了某抗病毒类药物的工艺开发及商业化生产难题,在帮助客户提供工艺开发及优化服务的同时,结合公司的供应链保障能力和快速制造响应能力,以高标准、高速度向下游客户顺利交付产品,得到了客户的充分认可。2)加强与仿制药客户的深度合作,引领API新发展。公司全力打造特色原料药新产品线,在降血糖类药物、非甾体抗炎药物和抗HIV药物新项目研发经验的基础上,加强与仿制药客户的深度合作,共同研发特色原料药产品线,在形成产品集群优势的同时增加公司利润。公司与部分核心仿制药客户达成战略合作协议,在若干选定的原料药品种中,就原料药验证生产、注册申报及制剂的研发申报等领域开展深入合作。3)江苏瑞科复产,将减少对公司业绩的拖累。公司全资子公司江苏瑞科自2019年4月停产以来,不间断通过完善安全责任、提升人员素质、优化生产设备、提高自动化操控程度以及建立信息化管理系统等各方面出发,全面提升江苏瑞科的安全管理能力,有效降低安全风险隐患。2020年6月,江苏瑞科获得政府复产批复,逐步开展各项产品的有序复产工作,生产已基本恢复正常。江苏瑞科复产后,将减少对公司业绩的拖累。

◆**制剂业务在研项目稳步推进。**公司利用原料药的优势，业务开始向制剂研发生产端延伸。顺应国家医药政策趋势，公司首先聚焦具有技术壁垒的高端仿制药，同时利用 API 研发实力，进行进口新药抢仿和首仿。公司制剂在立项研发上，立足于临床未被满足的需求，多聚焦于市场前景好、竞争格局好、且有能力做到规模化的产品。截止目前已形成超 10 个项目的在研管线，包括 6 个治疗中枢神经系统疾病项目、3 个治疗内分泌系统疾病项目以及 2 个抗病毒及其他疾病治疗项目。

◆**不断打造全球领先的技术平台，布局全球化研发能力。**1) 公司不断打造全球领先的核心技术平台，经过多年持续的研发和技术积累，掌握了众多具有自主知识产权的前沿绿色制药技术。目前公司已建成包括手性催化技术平台、连续化反应技术应用研究平台、氟化学技术平台、酶催化技术平台在内的多个领先技术平台，并开始持续地输出研究成果。手性催化技术平台 2020 年上半年完成 42 个手性配体和催化剂的定制合成，并实现了多个手性药物临床一期样品的生产、关键起始物料的生产 and 商业化生产；氟化学技术平台依托与中科院氟化学重点实验室的合作，具备强大的技术支撑。在脱氧氟化试剂、二氟卡宾试剂、二氟甲基化试剂的开发中取得突破性进展，2020 年上半年多种氟化学试剂通过瑞博氟化学技术平台进行技术转化，其中 3 个已完成工艺优化并实现中试生产；连续化微反应技术平台在 2020 年上半年完成产品的多步连续化格氏交换小试工艺开发、中试放大，和锂试剂低温反应工艺开发及应用。先进技术的开发和应用，不仅在降低安全风险、节约生产成本、提高生产效率方面成效显著，同时也通过为客户的瓶颈技术难题提供创新解决方案，以此提高客户粘度。2) 布局全球化研发能力。公司凭借全球化的研发能力布局，不断壮大研发团队规模，实现中美研发资源共享，加速全球新药项目的开发进程。2019 年，公司孙公司瑞博（美国）收购美国 PharmAgra Labs Inc. 和 PharmAgra Holding Company, LLC. 100% 股权，PharmAgra 是一家拥有二十余年医药外包服务经验的 CRO 和 CDMO 企业。为了满足客户不同阶段的研发需求，瑞博（美国）通过对研发团队、研发设备的资源整合，快速提升研发服务能力，同时加快推进瑞博（美国）研发中心中试车间的扩建步伐，为持续拓展北美市场提供了有力支撑。

◆**公司发布股权激励计划，业绩考核目标未来 3 年复合增长率达 30%。**8 月 26 日，公司发布了股票激励计划（草案），该股权激励计划拟授予的限制性股票数量为 198.40 万股，约占股权激励草案公告时公司股本总额 80330.80 万股的 0.25%。该激励计划激励对象



总人数为 95 人，包括 4 名公司董事、高级管理人员和 91 名中层管理人员。其业绩考核目标为：以 2019 年净利润为基数，2020 年、2021 年、2022 年净利润增长率分别不低于 30%、70%、120%，即未来 3 年复合增长率达 30%。考核目标充分彰显管理层对公司成长能力的信心。

◆**公司综合毛利大幅提升。**公司综合毛利率较去年同期增加 10.25 Pct，主要系公司 API 业务老产品涨价，CDMO 业务新订单毛利率较高，老订单放量，规模效应显现。

投资建议：

我们预计公司 2020-2022 年的净利润分别为 3.65/5.40/6.31 亿元，EPS 分别为 0.45/0.67/0.78 元，当前股价对应 P/E 分别为 79/53/45 倍。考虑 CDMO 业务增长潜力大，订单快速增加，瑞博（苏州）整合完成；API 业务技术突破性升级，江苏瑞科复产；股权激励考核目标未来 3 年净利润复合增长率达 30%，充分彰显管理层对公司成长能力的信心。我们维持其“买入”评级。

风险提示：

重点 CDMO 订单放量不及预期；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；江苏瑞科复产产能释放不及预期。

表1：主要财务数据及预测

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,016.82	2,711.45	3,699.89	4,205.81
增长率	8.30%	34.44%	36.45%	13.67%
归母净利润（百万元）	237.79	365.28	539.73	630.60
增长率	51.32%	53.61%	47.76%	16.84%
EPS（元）	0.30	0.45	0.67	0.78
毛利率	34.84%	36.32%	37.61%	37.88%
净资产收益率（摊薄）	8.33%	12.05%	16.39%	17.53%

数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所

表 2：盈利预测（单位：百万元）

利润表	2019	2020E	2021E	2022E	资产负债表	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,016.82	2,711.45	3,699.89	4,205.81	货币资金	335.53	570.74	649.59	1,737.92
减:营业成本	1,314.20	1,726.71	2,308.28	2,612.50	应收和预付款项	591.43	871.54	1,123.39	1,144.00
营业税金及附加	21.72	29.20	39.85	45.29	存货	827.89	742.58	1,356.83	1,019.27
营业费用	43.20	58.08	79.25	90.08	其他流动资产	33.87	33.87	33.87	33.87
管理费用	255.87	343.99	469.39	533.58	长期股权投资	10.30	8.30	6.30	4.30
研发费用	94.50	127.17	173.52	197.25	投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	6.67	8.83	1.63	-10.51	固定资产和在建工程	2,237.55	1,770.41	1,303.27	836.13
信用资产减值损失*	6.59	7.00	7.00	7.00	无形资产和开发支出	351.53	317.97	284.41	250.85
资产减值损失*	-8.52	-5.00	-5.00	-5.00	其他非流动资产	45.10	44.86	44.63	44.63
投资收益	-23.01	-2.00	-2.00	-2.00	资产总计	4,433.19	4,360.27	4,802.28	5,070.96
公允价值变动	7.57	8.00	8.00	8.00					
其他经营损益	11.70	12.00	12.00	12.00	短期借款	341.09	0.00	0.00	0.00
营业利润	379.94	567.64	824.49	957.87	应付和预收款项	694.47	795.64	978.30	943.97
其他非经营损益	1.48	2.00	2.00	2.00	长期借款	490.70	490.70	490.70	490.70
利润总额	381.42	569.64	826.49	959.87	其他负债	48.57	40.06	40.06	40.06
所得税	49.96	75.47	112.12	131.22	负债合计	1,574.84	1,326.39	1,509.06	1,474.73
净利润	331.47	494.17	714.37	828.66	股本	805.66	805.66	805.66	805.66
少数股东损益	-0.83	-1.27	-1.88	-2.20	资本公积	930.84	930.84	930.84	930.84
归母净利润	237.79	365.28	539.73	630.60	留存收益	1,118.13	1,294.92	1,556.15	1,861.36
					归母股东权益	2,854.63	3,031.42	3,292.65	3,597.86
现金流量表	2019	2020E	2021E	2022E	少数股东权益	3.73	2.46	0.58	-1.62
经营活动现金流	555.80	760.20	336.33	1380.04	股东权益合计	2,858.36	3,033.88	3,293.22	3,596.24
投资活动现金流	-661.72	1.13	9.65	9.65	负债和股东权益	4,433.19	4,360.27	4,802.28	5,070.96
融资活动现金流	111.22	-536.89	-281.00	-325.45					
现金流量净额	1.45	224.45	64.99	1064.25					

数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所
说明：*损失以“-”号填列

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。