

2020年10月21日

九洲药业 (603456.SH)

动态分析

CDMO+API 双线发展，业绩符合预期

投资要点

- ◆ **事件：**公司公布 2020 年三季报，前三季度公司实现营业收入 17.46 亿元，同比增长 28.53%；归母净利润 2.39 亿元，同比增长 76.42%；扣非归母净利润 2.11 亿元，同比增长 47.39%；经营性现金流净额 3.69 亿元，同比增长 18.52%。公司前三季度业绩符合市场预期。
- ◆ **Q3 保持高速增长，盈利能力持续增强。**分季度看，公司 Q3 实现营收 7.38 亿元，同比增长 47.46%，环比增长 19.70%；归母净利润 1.10 亿元，同比增长 231.41%，环比增长 13.32%。公司 Q3 延续 Q2 的高恢复速度。**盈利能力方面，**依托于 API 涨价和连续生产等技术优势，公司 API 和 CDMO 业务毛利率均保持上升趋势；2019 前三季度公司毛利率为 37.32%，同比提升 5.84pcts。公司前三季度销售费用率保持稳定，管理费用率和财务费用率有所增加，主要因为苏州瑞博并表。依托毛利的边际修复，公司前三季度净利率为 13.69%，同比提升 3.75%，盈利能提升明显。
- ◆ **公司重点布局 CDMO 领域，有望进入 CDMO 第一梯队。**公司积极与诺华、吉利德、罗氏等海外巨头和贝达、绿叶的国内一线研发公司达成战略合作，提供从临床前 CMC 到 NDA 的全流程 CDMO 服务。截止年中，公司承接 11 个已上市项目，39 个 III 期项目，375 个 I/II 期项目，项目量增速快，包含抗肿瘤、抗心衰、高血压等多各领域。**技术优势方面：**1) 公司拥有国内一流的手性专家；2) 公司拥有国内顶级氯化水平；3) 连续性生产方面，公司的博瑞工厂拥有诺华的 150 吨级装置，台州工厂拥有美国康宁设备，液液反应产能可达 6000 吨，同时公司拥有丰富管理经验。**CDMO 团队方面，**公司 2020 年前研发团队人数将达 500 人以上，虽然较合全、凯莱英等龙头有一定差距；目前公司正在加快招聘节奏，保持每年 30% 以上的研发人员增速。
- ◆ **CDMO 和原料药业务两头抓，业绩储备丰富。****CDMO 方面，**目前公司主要 CDMO 业务背靠巨头诺华，与诺华深度合作 5 个项目，其中诺欣妥有望成为终端销售 50 亿美元以上重磅品种。目前苏州瑞博实现 C8、CDK46 中间体和诺欣妥验证批原料药生产，从 7 月开始执行原料药工艺；诺欣妥原料药正常批已经开始试生产工作。未来公司在加深与诺华的合作外，也将开拓新客户，目前已和上药、罗氏等多家药企展开进一步合作。**原料药方面，**由于老品种的涨价和新特色原料药落地，公司前三季度原料药业务保持稳定增长。江苏瑞科在 2020 年 6 月正式复工，下半年开始减亏；因为瑞科停产而暂停的品种也将在今明两年落地。随着公司糖尿病治疗、抗 HIV、非甾体抗炎原料药加快申报验证，加速进入商业化，为公司带来稳定业绩增长。
- ◆ **公司向原料药制剂一体化方向更进一步，CDMO 产能将提升。**公司在 9 月 8 日发布非公开发行预案，公司将向 35 名特定投资者增发不超过 4500 万股，占增发前总股本的 5.6%，募集资金预计不超过 10 亿元。公司募集资金主要用于博瑞苏州和杭州研发中心项目、浙江四维医药 CDMO 制剂项目和制剂工程项目，以及补充流

医药 | 化学制剂 III

投资评级

增持-A(上调)

股价(2020-10-21)

34.91 元

交易数据

总市值(百万元)	28,110.75
流通市值(百万元)	28,043.48
总股本(百万股)	805.23
流通股本(百万股)	803.31
12 个月价格区间	11.88/38.36 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	15.3	-0.21	167.88
绝对收益	14.91	0.11	181.04

分析师

王睿

SAC 执业证书编号：S0910519080003

wangrui@huajinsec.cn

021-20377036

报告联系人

徐梓煜

xuziyou@huajinsec.cn

02120377063

相关报告

九洲药业：事件影响消退，等待业绩拐点
2017-01-20

九洲药业：公司 2015 年半年报业绩点评
2015-07-31

动资金。增发完成后将进一步加强公司在 CDMO 领域的研发能力和产能，并向下制剂领域延伸，借助公司在特色原料药的工艺优势，形成原料药制剂一体化优势。

◆ **投资建议：**我们公司预测 2020 年至 2022 年归母净利润分别为 3.57、5.44、6.51 亿元，同比增长分别为 50.0%、52.5%、19.7%；对应 EPS 分别为 0.44、0.68、0.81 元，对应 PE 分别为 79、51、43 倍；考虑到公司并表苏州瑞博后 CDMO 业务进入高速增长期，支撑公司未来 3 年业绩高增速，首次覆盖，给予“买入-A”评级。

◆ **风险提示：**原料药价格波动风险，公司 CDMO 订单获取不及预期，诺华产品销售不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,862	2,017	2,616	3,511	4,212
YoY(%)	8.4	8.3	29.7	34.2	20.0
净利润(百万元)	157	238	357	544	651
YoY(%)	6.5	51.3	50.0	52.5	19.7
毛利率(%)	33.3	34.8	37.2	40.3	40.6
EPS(摊薄/元)	0.20	0.30	0.44	0.68	0.81
ROE(%)	5.6	8.3	11.6	15.7	16.4
P/E(倍)	178.1	117.7	78.5	51.4	43.0
P/B(倍)	10.1	9.8	9.2	8.1	7.1
净利率(%)	8.4	11.8	13.6	15.5	15.5

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1506	2018	3251	4187	4873	营业收入	1862	2017	2616	3511	4212
现金	276	565	1292	1734	2080	营业成本	1242	1314	1644	2097	2502
应收票据及应收账款	600	517	932	1013	1321	营业税金及附加	22	22	30	43	49
预付账款	24	17	36	35	50	营业费用	32	43	51	69	72
存货	535	828	876	1299	1296	管理费用	240	256	301	418	473
其他流动资产	70	91	114	106	126	研发费用	87	95	84	110	166
非流动资产	1799	2652	3088	3722	4100	财务费用	-13	7	70	103	145
长期投资	13	10	8	5	3	资产减值损失	35	-9	0	0	0
固定资产	1386	1964	2366	2955	3311	公允价值变动收益	-16	8	-2	-3	-3
无形资产	200	276	309	335	362	投资净收益	-20	-23	-9	-13	-16
其他非流动资产	201	401	405	426	425	营业利润	194	285	425	654	786
资产总计	3305	4670	6339	7909	8973	营业外收入	1	8	7	4	5
流动负债	459	1192	2752	4000	4663	营业外支出	2	6	4	3	4
短期借款	32	341	1945	2727	3531	利润总额	193	287	428	655	787
应付票据及应付账款	282	349	440	567	634	所得税	37	50	73	113	139
其他流动负债	145	502	367	705	499	税后利润	156	237	355	541	648
非流动负债	68	620	535	456	365	少数股东损益	-1	-1	-2	-3	-3
长期借款	0	491	406	327	236	归属母公司净利润	157	238	357	544	651
其他非流动负债	68	129	129	129	129	EBITDA	362	516	689	1031	1263
负债合计	527	1812	3287	4456	5029	主要财务比率					
少数股东权益	5	4	2	-1	-4	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	806	806	806	806	806	成长能力					
资本公积	944	940	940	940	940	营业收入(%)	8.4	8.3	29.7	34.2	20.0
留存收益	1038	1115	1230	1367	1508	营业利润(%)	10.3	47.3	48.9	53.9	20.2
归属母公司股东权益	2774	2855	3050	3453	3948	归属于母公司净利润(%)	6.5	51.3	50.0	52.5	19.7
负债和股东权益	3305	4670	6339	7909	8973	获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	33.3	34.8	37.2	40.3	40.6
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率(%)	8.4	11.8	13.6	15.5	15.5
经营活动现金流	265	554	30	894	663	ROE(%)	5.6	8.3	11.6	15.7	16.4
净利润	156	237	355	541	648	ROIC(%)	5.3	7.0	7.2	9.4	9.6
折旧摊销	176	193	205	268	334	偿债能力					
财务费用	-13	7	70	103	145	资产负债率(%)	15.9	38.8	51.8	56.3	56.0
投资损失	20	23	9	13	16	流动比率	3.3	1.7	1.2	1.0	1.0
营运资金变动	-136	76	-611	-34	-484	速动比率	2.0	0.9	0.8	0.7	0.7
其他经营现金流	63	19	2	3	3	营运能力					
投资活动现金流	-280	-662	-653	-917	-732	总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
筹资活动现金流	-64	111	-255	-317	-388	应收账款周转率	3.9	3.6	3.6	3.6	3.6
每股指标 (元)						应付账款周转率	4.6	4.2	4.2	4.2	4.2
每股收益(最新摊薄)	0.20	0.30	0.44	0.68	0.81	估值比率					
每股经营现金流(最新摊薄)	0.33	0.69	0.04	1.11	0.82	P/E	178.1	117.7	78.5	51.4	43.0
每股净资产(最新摊薄)	3.44	3.55	3.79	4.29	4.90	P/B	10.1	9.8	9.2	8.1	7.1
						EV/EBITDA	76.8	55.1	42.5	28.7	23.7

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王睿声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn