

九洲药业 (603456.SH)

非公开发行过会，看极具吸引力的优质 CDMO 快速成长

事件：1月14日，公司公告非公开发行股票申请获得证监会核准批复。核准公司非公开发行不超过4,500万股新股。公司此次定增募集资金总额不超过10亿元（含10亿元），锁定期为6个月，主要用于瑞博（苏州）制药有限公司研发中心项目、瑞博（杭州）医药科技有限公司研发中心项目、浙江四维医药科技有限公司 CDMO 制剂项目、浙江四维医药科技有限公司百亿片制剂工程项目（一期）以及补充流动资金。

前期市场有部分误解定增是股价压制因素，目前担忧解除。公司这两年都是业绩爆发式增长，2020年预计业绩增速50%以上，2021一季报预计是爆发式增长（诺华三大产品放量+瑞科工厂复产都是巨大增量）。在CXO赛道整体景气度较高的情况下，二线标的业绩大爆发带来的股价弹性可能更大。公司现价对应2021年估值仅40几倍（2021年业绩保守预计6亿以上，有很大超预期可能），是非常有性价比且极具吸引力的CDMO标的，未来业绩+估值均有很大提升空间（业绩预测详见前期深度报告）。

我们认为2020年下半年开始，诺华三大品种开始商业化放量，并且有持续转移品种订单逻辑，同时公司合作的国内外知名企业增多，漏斗型管线逐步形成，未来三年CDMO板块高增长确定性高，向成熟CDMO公司迈进。

1. 诺华提供业绩保障，存在持续提供品种转移订单逻辑：公司与诺华签订的三大品种终端销售额合计有望达百亿美金，签约时效至少5-10年，为公司提供业绩保障。诺欣妥/Kisqali/尼洛替尼保持快速放量趋势。同时，考虑到公司已收购苏州诺华工厂，并与诺华建立绑定合作关系，未来有望持续承接诺华品种转移订单。

2. CDMO 板块高速增长，国际大客户+国内知名企业双通道发展，逐步走向成熟期：2020中报CDMO板块增速高达136%，2020Q3业绩高速增长主要也是由CDMO板块拉动。除诺华外，公司已与吉列德、罗氏、Zoetis等多家国际大药企建立紧密合作，与国内绿叶、海和、贝达、和记黄埔、海思科等知名新药研创公司达成战略合作，项目漏斗型管线逐步形成，我们预计未来每年能有1-2个品种进入商业化，成为公司长期业绩增长的驱动力，稳步向成熟期CDMO企业迈进。

3. 公司看点多：定增打开CDMO产能空间，贯通上下游产业链；与上药达成制剂业务合作，拟建制剂产能，原料药-制剂一体化布局成型；股权激励落地，绑定核心人才，保底30%年化增长，大概率超预期；2021年业绩高确定性高增长，未来三年有望持续高增长趋势。

盈利预测与估值。我们认为2020-2021年公司CDMO业务高速发展，特色原料药业务稳定贡献现金流。预计2020-2022年归母净利润分别为3.85亿元、6.07亿元、7.93亿元，对应增速分别为61.9%、57.6%、30.7%，对应PE分别为67X、42X、32X。维持“买入”评级。

风险提示：原料药价格波动风险；诺华的产品放量不及预期风险；公司新项目推进不及预期风险。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,862	2,017	2,749	3,774	4,765
增长率 yoy (%)	8.4	8.3	36.3	37.3	26.3
归母净利润（百万元）	157	238	385	607	793
增长率 yoy (%)	6.5	51.3	61.9	57.6	30.7
EPS 最新摊薄（元/股）	0.20	0.30	0.48	0.75	0.98
净资产收益率 (%)	5.6	8.3	12.4	17.0	18.9
P/E（倍）	163.7	108.2	66.8	42.4	32.4
P/B（倍）	9.3	9.0	8.4	7.3	6.2

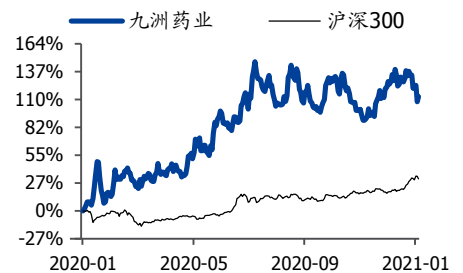
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（维持）

股票信息

行业	化学制药
前次评级	买入
最新收盘价	31.94
总市值(百万元)	25,719.20
总股本(百万股)	805.23
其中自由流通股(%)	99.76
30日日均成交量(百万股)	6.64

股价走势



作者

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjy@gscq.com

研究助理 应沁心

邮箱：yingqinxin@gscq.com

相关研究

- 《九洲药业（603456.SH）：新建产能打开盈利空间，公司正式进军大分子创新药 CDMO》2020-11-06
- 《九洲药业（603456.SH）：业绩符合预期，收入端提速明显，利润端高速增长》2020-10-21
- 《九洲药业（603456.SH）：延伸布局制剂业务，向原料药-制剂研发生产一站式综合服务商升级》2020-09-08



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1506	2018	3478	4455	5569
现金	276	565	1358	1864	2353
应收票据及应收账款	600	517	1006	1085	1556
其他应收款	24	10	36	28	53
预付账款	24	17	39	38	59
存货	535	828	959	1360	1468
其他流动资产	46	80	80	80	80
非流动资产	1799	2652	3213	3956	4578
长期投资	13	10	8	5	3
固定资产	1386	1964	2481	3170	3752
无形资产	200	276	309	335	362
其他非流动资产	201	401	416	445	461
资产总计	3305	4670	6692	8411	10147
流动负债	459	1192	3073	4405	5591
短期借款	32	341	2203	3084	4324
应付票据及应付账款	282	349	478	596	714
其他流动负债	145	502	392	725	553
非流动负债	68	620	539	463	381
长期借款	0	491	409	334	251
其他非流动负债	68	129	129	129	129
负债合计	527	1812	3611	4868	5971
少数股东权益	5	4	2	-1	-5
股本	806	806	806	806	806
资本公积	944	940	940	940	940
留存收益	1038	1115	1239	1391	1564
归属母公司股东权益	2774	2855	3078	3544	4181
负债和股东权益	3305	4670	6692	8411	10147

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	265	554	-52	986	644
净利润	156	237	383	603	789
折旧摊销	176	193	210	283	365
财务费用	-13	7	63	124	171
投资损失	20	23	-0	-0	0
营运资金变动	-136	76	-711	-27	-685
其他经营现金流	63	19	2	3	3
投资活动现金流	-280	-662	-773	-1028	-991
资本支出	231	320	564	745	625
长期投资	-23	-21	2	3	3
其他投资现金流	-73	-362	-207	-280	-364
筹资活动现金流	-64	111	-243	-334	-402
短期借款	6	309	0	0	0
长期借款	0	491	-81	-76	-82
普通股增加	358	-0	0	0	0
资本公积增加	-343	-4	0	0	0
其他筹资现金流	-84	-684	-162	-258	-320
现金净增加额	-65	-0	-1069	-376	-750

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1862	2017	2749	3774	4765
营业成本	1242	1314	1723	2236	2727
营业税金及附加	22	22	32	46	55
营业费用	32	43	41	57	74
管理费用	240	256	313	421	562
研发费用	87	95	116	159	214
财务费用	-13	7	63	124	171
资产减值损失	35	-9	0	0	0
其他收益	15	22	0	0	0
公允价值变动收益	-16	8	-2	-3	-3
投资净收益	-20	-23	0	0	-0
资产处置收益	-3	-0	0	0	0
营业利润	194	285	459	729	957
营业外收入	1	8	7	4	5
营业外支出	2	6	4	3	4
利润总额	193	287	462	730	958
所得税	37	50	79	126	170
净利润	156	237	383	603	789
少数股东损益	-1	-1	-2	-3	-4
归属母公司净利润	157	238	385	607	793
EBITDA	362	516	735	1137	1495
EPS (元)	0.20	0.30	0.48	0.75	0.98

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	8.4	8.3	36.3	37.3	26.3
营业利润(%)	10.3	47.3	60.8	58.9	31.3
归属于母公司净利润(%)	6.5	51.3	61.9	57.6	30.7
获利能力					
毛利率(%)	33.3	34.8	37.3	40.7	42.8
净利率(%)	8.4	11.8	14.0	16.1	16.6
ROE(%)	5.6	8.3	12.4	17.0	18.9
ROIC(%)	5.3	7.0	7.4	9.8	10.4
偿债能力					
资产负债率(%)	15.9	38.8	54.0	57.9	58.8
净负债比率(%)	-6.7	14.4	47.5	49.9	58.5
流动比率	3.3	1.7	1.1	1.0	1.0
速动比率	2.0	0.9	0.8	0.7	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	3.9	3.6	3.6	3.6	3.6
应付账款周转率	4.6	4.2	4.2	4.2	4.2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.20	0.30	0.48	0.75	0.98
每股经营现金流(最新摊薄)	0.33	0.69	-0.06	1.23	0.80
每股净资产(最新摊薄)	3.44	3.55	3.82	4.40	5.19
估值比率					
P/E	163.7	108.2	66.8	42.4	32.4
P/B	9.3	9.0	8.4	7.3	6.2
EV/EBITDA	70.5	50.7	37.0	24.2	18.8

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见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，对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com