

九洲药业(603456)

点评报告

公司研究
— 化学制药行业 —

证券研究报告

资本支出加速下，看好瑞博台州 CDMO 整合

——九洲药业事件点评

✍️：孙建 执业证书编号：S1230520080006
☎️：联系人：毛雅婷
✉️：sunjian@stocke.com.cn

报告导读

看好大客户、重磅新药、规范市场的医药 CDMO 公司拓展能力，资本开支加速奠定中长期成长空间。

投资要点

□ 事件：成立瑞博台州子公司，进一步整合 CDMO 资产和平台

2021年1月26日，公司公告设立瑞博（台州）全资子公司，扩大研发、生产规模，进一步提升公司 CDMO 业务一站式综合服务能力。

□ 中期维度：看好新厂区、新项目的积极拓展

瑞博台州加强土地和产能储备，看好中期业绩支撑。2020年12月公司竞拍取得浙江头门港某区域土地使用权，我们看好瑞博台州子公司成立后统筹瑞博台州厂区小分子 CDMO 的立项、生产及建设。从瑞博台州厂区环评中，我们关注到公司项目构成多元、梯队日益成熟，我们看好瑞博台州新土地、新厂区后续投产对 CDMO 业务的支撑。

□ 长期维度：看好资本开支加速下 CDMO 业务景气成长

CDMO 资本开支加速，验证高景气增长趋势。我们关注到公司“在建工程”中公司加大了“研发大楼实验室项目”的投资力度，此外2020年11月公司公告在杭州投资新建小分子及大分子创新药 CDMO 基地和制剂研发生产中心。相比于2020年前，2020年后公司 CDMO 相关资本开支明显提速，我们认为短期产能建设奠定中期增长空间，部分打消关于“产能受限制约项目增长”的担忧，我们看好公司在高景气赛道中前瞻、审慎的资本开支和产能建设。

□ 盈利预测及估值

我们预计公司2020-2022年EPS分别为0.46、0.67、0.96元/股，2021年1月26日收盘价对应2020年90倍PE、2021年61倍PE，低于可比公司平均值。我们认为，九洲药业通过大客户、大品种、大项目切入跨国公司供应链，丰富了产品储备、积累了重磅品种管理经验、树立了国际化品牌形象，在国产创新药陆续上市、突破的关键节点，有助于打开 CDMO 收入的成长空间。相对于可比公司，公司合作品种增长确定性相对较强，维持“买入”评级。

□ 风险提示

生产安全事故风险；环保事件导致停产风险；CDMO 业务订单波动性风险；新药上市审评进度不及预期风险；重大客户流失风险等。

评级

买入

上次评级 买入
当前价格 ¥40.82

单季度业绩

元/股

单季度业绩	元/股
3Q/2020	0.14
2Q/2020	0.12
1Q/2020	0.04
4Q/2019	0.13



公司简介

九洲药业致力于为国内外创新药公司及新药研发机构提供创新药在研发、生产方面的 CDMO 一站式服务；同时为全球化学原料药及医药中间体提供工艺技术创新和商业化的业务。

相关报告

1《九洲药业深度报告：稀缺的、加速迭代的 CDMO 平台》2021.01.14

财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	2016.82	2720.81	3527.75	4747.10
(+/-)	8.30%	34.91%	29.66%	34.56%
净利润	237.79	367.27	542.18	774.85
(+/-)	51.32%	54.45%	47.62%	42.91%
每股收益(元)	0.30	0.46	0.67	0.96
P/E	138.30	89.55	60.66	42.44

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2018.34	2119.65	2694.05	3569.86	营业收入	2016.82	2720.81	3527.75	4747.10
现金	565.15	544.16	705.55	949.42	营业成本	1314.20	1672.50	2087.77	2758.71
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金及附加	21.72	27.21	35.28	47.47
应收账款	517.49	665.13	852.12	1133.58	营业费用	43.20	54.42	70.56	94.94
其它应收款	10.46	2.72	3.53	4.75	管理费用	255.87	345.54	440.97	593.39
预付账款	17.16	25.09	31.32	41.38	研发费用	94.50	130.60	169.33	227.86
存货	827.89	836.25	1043.89	1379.35	财务费用	6.67	38.01	56.14	66.31
其他	80.20	46.30	57.65	61.38	资产减值损失	1.93	22.64	22.31	30.94
非流动资产	2651.94	3308.95	3885.58	4441.11	公允价值变动损益	7.57	7.57	7.57	7.57
金额资产类	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	(23.01)	(13.85)	(18.84)	(18.56)
长期投资	10.30	10.30	10.30	10.30	其他经营收益	22.15	20.91	21.53	21.22
固定资产	1963.76	2560.45	3112.71	3624.86	营业利润	285.44	444.52	655.65	937.70
无形资产	276.46	308.76	336.76	379.20	营业外收支	1.48	0.17	0.83	0.50
在建工程	254.07	269.38	246.25	230.84	利润总额	286.92	444.69	656.48	938.20
其他	147.34	160.06	179.55	195.91	所得税	49.96	77.43	114.30	163.35
资产总计	4670.28	5428.59	6579.62	8010.97	净利润	236.96	367.27	542.18	774.85
流动负债	1192.02	1619.14	2218.02	2866.02	少数股东损益	-0.83	0.00	0.00	0.00
短期借款	341.09	953.41	1339.22	1725.09	归属母公司净利润	237.79	367.27	542.18	774.85
应付款项	349.32	444.89	586.66	742.09	EBITDA	502.95	607.93	870.95	1195.62
预收账款	20.06	32.65	52.92	85.45	EPS (最新摊薄)	0.30	0.46	0.67	0.96
其他	481.55	188.20	239.21	313.39	主要财务比率				
非流动负债	619.90	574.44	584.42	592.92		2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	490.70	490.70	490.70	490.70	成长能力				
其他	129.20	83.74	93.72	102.22	营业收入	8.30%	34.91%	29.66%	34.56%
负债合计	1811.92	2193.58	2802.44	3458.94	营业利润	47.33%	55.73%	47.49%	43.02%
少数股东权益	3.73	3.73	3.73	3.73	归属母公司净利润	51.32%	54.45%	47.62%	42.91%
归属母公司股东权益	2854.63	3231.28	3773.46	4548.30	获利能力				
负债和股东权益	4670.28	5428.59	6579.62	8010.97	毛利率	34.84%	38.53%	40.82%	41.89%
					净利率	11.75%	13.50%	15.37%	16.32%
					ROE	8.44%	12.05%	15.46%	18.61%
					ROIC	6.86%	8.49%	10.45%	12.20%
					偿债能力				
					资产负债率	38.80%	40.41%	42.59%	43.18%
					净负债比率	48.12%	66.50%	65.95%	64.76%
					流动比率	1.69	1.31	1.21	1.25
					速动比率	1.00	0.79	0.74	0.76
					营运能力				
					总资产周转率	0.51	0.54	0.59	0.65
					应收帐款周转率	3.77	4.54	4.52	4.59
					应付帐款周转率	5.62	5.42	5.18	5.32
					每股指标(元)				
					每股收益	0.30	0.46	0.67	0.96
					每股经营现金	0.69	0.27	0.72	0.85
					每股净资产	3.54	4.01	4.68	5.65
					估值比率				
					P/E	138.30	89.55	60.66	42.44
					P/B	11.52	10.18	8.72	7.23
					EV/EBITDA	22.96	55.62	39.09	28.60

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>