

九洲药业 (603456.SH)

2020年业绩超预期，2021年业绩爆发式增长有望持续

事件：公司发布2020年业绩预告。2020年公司预计实现归母净利润3.69~4.04亿元，同比增长55%~70%；预计实现扣非净利润3.19~3.53亿元，同比增长40%~55%。

按照业绩预告推算，预计公司2020年Q4单季度实现归母净利润1.30~1.65亿元，同比增长27%~62%；Q4单季度预计实现扣非净利润1.08~1.42亿元，同比增长29%~69%。

观点：业绩超预期，19Q4高基数下，20Q4依然实现高速增长，2021业绩爆发式增长有望持续。汇兑损失可能有所上升，若加回增速更快。

1.业绩超预期，19Q4高基数下，20Q4依然实现高速增长，2021业绩爆发式增长有望持续。按预告中值测算，预计公司2020年实现归母净利润3.87亿元，同比增长62.5%；实现扣非净利润3.36亿元，同比增长47.5%；Q4单季度实现归母净利润1.48亿元，同比增长44.5%；Q4单季度实现扣非净利润1.25亿元，同比增长49.0%。公司全年实现超预期增长，Q4在去年高基数情况下，依然实现高速增长，我们认为，这种业绩爆发式增长的趋势有望在2021年持续表现。

2.汇兑损失可能有所上升，若加回增速更快。我们认为，2020年受汇率影响，公司的汇兑损失可能较往年有所上升，若加回这部分，业绩增速更快。

3.CDMO业务板块快速增长，客户管线逐步丰富。公司业绩增长主要受益于CDMO业务的增长，公司与国内外知名创新药原研公司如Novartis、Roche、贝达药业、华领医药等达成深度嵌入式合作。我们认为，公司的客户管线在逐步丰富，除了诺华之外，未来有望继续深入发展与罗氏等国际大药企以及贝达、华领等国内知名创新药企的合作。项目漏斗型管线逐步形成，预计新增3个新的商业化品种可以上市（贝达的恩沙替尼、艾力斯的伏美替尼、绿叶的抗抑郁药物），未来预计每年能有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。

4.公司投资逻辑再梳理：公司这两年都是业绩爆发式增长，2020年增长可能在60%+，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。公司现在估值仅50几倍（21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。

盈利预测：根据公司业绩预告情况，我们上调了盈利预测。预计公司2020-2022年归母净利润分别为3.87亿元、6.24亿元、8.21亿元，对应增速分别为62.6%，61.3%，31.6%，对应PE分别为84X、52X、40X。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	2,634	3,591	4,545
增长率yoy(%)	8.4	8.3	30.6	36.3	26.6
归母净利润(百万元)	157	238	387	624	821
增长率yoy(%)	6.5	51.3	62.6	61.3	31.6
EPS最新摊薄(元/股)	0.20	0.30	0.48	0.77	1.02
净资产收益率(%)	5.6	8.3	12.5	17.4	19.3
P/E(倍)	206.5	136.5	83.9	52.0	39.5
P/B(倍)	11.7	11.4	10.5	9.1	7.7

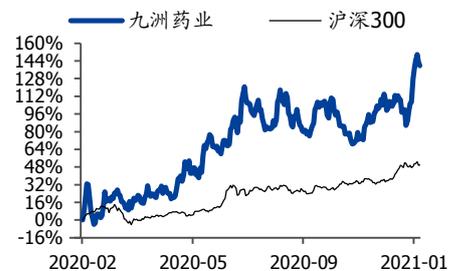
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

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	40.30
总市值(百万元)	32,450.97
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)	8.77

股价走势



作者

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjy@gsczq.com

研究助理 应沁心

邮箱：yingqinxin@gsczq.com

相关研究

- 《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》2021-01-15
- 《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



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	3172	4189	5121
现金	276	565	1301	1773	2245
应收票据及应收账款	600	517	943	1048	1472
其他应收款	24	10	34	27	51
预付账款	24	17	36	37	56
存货	535	828	778	1224	1218
其他流动资产	46	80	80	80	80
非流动资产	1799	2652	3105	3794	4397
长期投资	13	10	8	5	3
固定资产	1386	1964	2382	3021	3584
无形资产	200	276	309	335	362
其他非流动资产	201	401	406	432	449
资产总计	3305	4670	6277	7983	9519
流动负债	459	1192	2659	3963	4920
短期借款	32	341	1927	2746	3843
应付票据及应付账款	282	349	394	533	598
其他流动负债	145	502	339	684	479
非流动负债	68	620	535	459	377
长期借款	0	491	406	329	248
其他非流动负债	68	129	129	129	129
负债合计	527	1812	3195	4421	5297
少数股东权益	5	4	2	-1	-6
股本	806	806	806	806	806
资本公积	944	940	940	940	940
留存收益	1038	1115	1239	1396	1574
归属母公司股东权益	2774	2855	3080	3563	4227
负债和股东权益	3305	4670	6277	7983	9519

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	51	936	711
净利润	156	237	385	620	816
折旧摊销	176	193	206	272	350
财务费用	-13	7	56	108	149
投资损失	20	23	-0	-0	0
营运资金变动	-136	76	-598	-66	-607
其他经营现金流	63	19	2	3	3
投资活动现金流	-280	-662	-661	-963	-957
资本支出	231	320	456	691	606
长期投资	-23	-21	2	3	3
其他投资现金流	-73	-362	-203	-269	-348
筹资活动现金流	-64	111	-240	-319	-380
短期借款	6	309	1586	819	1097
长期借款	0	491	-85	-77	-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	-1741	-1061	-1396
现金净增加额	-65	-0	-850	-346	-626

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1862	2017	2634	3591	4545
营业成本	1242	1314	1548	1930	2355
营业税金及附加	22	22	30	44	53
营业费用	32	43	63	90	114
管理费用	240	256	342	467	607
研发费用	87	95	132	200	273
财务费用	-13	7	56	108	149
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	461	750	991
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	464	750	992
所得税	37	50	79	130	176
净利润	156	237	385	620	816
少数股东损益	-1	-1	-2	-3	-4
归属母公司净利润	157	238	387	624	821
EBITDA	362	516	725	1129	1491
EPS (元)	0.20	0.30	0.48	0.77	1.02

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	30.6	36.3	26.6
营业利润(%)	10.3	47.3	61.5	62.6	32.2
归属于母公司净利润(%)	6.5	51.3	62.6	61.3	31.6
获利能力					
毛利率(%)	33.3	34.8	41.2	46.2	48.2
净利率(%)	8.4	11.8	14.7	17.4	18.1
ROE(%)	5.6	8.3	12.5	17.4	19.3
ROIC(%)	5.3	7.0	7.7	10.4	11.0
偿债能力					
资产负债率(%)	15.9	38.8	50.9	55.4	55.6
净负债比率(%)	-6.7	14.4	40.2	42.5	48.9
流动比率	3.3	1.7	1.2	1.1	1.0
速动比率	2.0	0.9	0.9	0.7	0.8
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	0.77	1.02
每股经营现金流(最新摊薄)	0.33	0.69	0.06	1.16	0.88
每股净资产(最新摊薄)	3.44	3.55	3.83	4.42	5.25
估值比率					
P/E	206.5	136.5	83.9	52.0	39.5
P/B	11.7	11.4	10.5	9.1	7.7
EV/EBITDA	89.1	63.8	46.5	30.1	23.2

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