

九洲药业(603456)

报告日期: 2021年1月27日

# 符合预期, 看好 CDMO 全年高增长趋势

——九洲药业 2020 年报预告点评

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

## 报告导读

年报业绩符合我们的预期, 我们看好公司通过大客户、重磅新药、规范市场 CDMO 项目切入全球 CDMO 市场, 2021 年步入业绩兑现年、CDMO 拐点年。

## 投资要点

### □ 2020 年: 符合预期, 全年较高增长

年报预告: 2020 年公司归母净利润 3.7-4 亿元 (同比 55-70%), 扣非归母净利润 3.2-3.5 亿元 (同比 40-55%); 公司 2020Q4 归母净利润 1.3-1.6 亿元 (同比 27-62%), 扣非归母净利润 1.1-1.4 亿元 (同比 28-68%), 符合我们的预期。2020 年后半年人民币升值环境下, 全年非经常损益 5000 万左右, 我们预计主要由政府补贴及远期汇兑收益构成; 2019 年税后政府补贴约 1900 万元, 我们估算 2020 年汇兑仍对利润造成拖累。

### □ 看未来: CDMO 业绩跨入兑现年、拐点年

大品种、大项目转移陆续完成, 我们看好持续业绩增长, 而非短期一次性爆发, 未来三年看归母净利润 CAGR 达到 40-50% 增速。

① **大客户、大品种持续放量, 奠定 CDMO 业务增长的基本盘。** 根据诺华年报, 2020 年诺华诺欣妥销售额 25 亿美元 (同比 45%), 综合考虑新适应症、中国市场诺欣妥放量趋势, 我们预期 2021-2022 年诺欣妥有望保持 30% 以上的增速, 考虑公司在诺欣妥优势供应商地位及苏州诺华的质量体系优势, 我们估计受该大品种的持续增长影响, 奠定了公司 CDMO 业务增长的基本盘。

② **产能转移逐步释放业绩弹性:** 我们认为, 2020 年中旬核心 CDMO 品种转移完成后, 未来 1-2 年内产能利用率爬坡; 结合 CDMO 商业模式和公司产能节奏, 我们预期 2021 年是公司 CDMO 业务拐点年、业绩兑现年。

### □ 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 27 日收盘价对应 2020 年 88 倍 PE、2021 年 60 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 ¥40.30

## 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生产的业务。

## 相关报告

1 《九洲药业事件点评: 资本支出加速下, 看好瑞博台州 CDMO 整合》  
2021.01.27

**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	136.54	88.41	59.89	41.90

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	2018	2120	2694	3570
现金	565	544	706	949
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	517	665	852	1134
其它应收款	10	3	4	5
预付账款	17	25	31	41
存货	828	836	1044	1379
其他	80	46	58	61
<b>非流动资产</b>	2652	3309	3886	4441
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	10	10	10	10
固定资产	1964	2560	3113	3625
无形资产	276	309	337	379
在建工程	254	269	246	231
其他	147	160	180	196
<b>资产总计</b>	4670	5429	6580	8011
<b>流动负债</b>	1192	1619	2218	2866
短期借款	341	953	1339	1725
应付款项	349	445	587	742
预收账款	20	33	53	85
其他	482	188	239	313
<b>非流动负债</b>	620	574	584	593
长期借款	491	491	491	491
其他	129	84	94	102
<b>负债合计</b>	1812	2194	2802	3459
少数股东权益	4	4	4	4
归属母公司股东权	2855	3231	3773	4548
<b>负债和股东权益</b>	4670	5429	6580	8011

  

<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	554	220	577	687
净利润	237	367	542	775
折旧摊销	193	125	158	191
财务费用	7	38	56	66
投资损失	23	14	19	19
营运资金变动	508	(321)	(7)	(55)
其它	(413)	(3)	(191)	(309)
<b>投资活动现金流</b>	(662)	(799)	(752)	(767)
资本支出	(716)	(744)	(696)	(696)
长期投资	12	0	0	0
其他	42	(55)	(56)	(71)
<b>筹资活动现金流</b>	111	558	336	324
短期借款	309	612	386	386
长期借款	491	0	0	0
其他	(689)	(54)	(50)	(62)
<b>现金净增加额</b>	4	(21)	161	244

<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	2017	2721	3528	4747
营业成本	1314	1673	2088	2759
营业税金及附加	22	27	35	47
营业费用	43	54	71	95
管理费用	256	346	441	593
研发费用	95	131	169	228
财务费用	7	38	56	66
资产减值损失	2	23	22	31
公允价值变动损益	8	8	8	8
投资净收益	-23	-14	-19	-19
其他经营收益	22	21	22	21
<b>营业利润</b>	285	445	656	938
营业外收支	1	0	1	0
<b>利润总额</b>	287	445	656	938
所得税	50	77	114	163
<b>净利润</b>	237	367	542	775
少数股东损益	-1	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	238	367	542	775
<b>EBITDA</b>	503	608	871	1196
<b>EPS (最新摊薄)</b>	0.30	0.46	0.67	0.96

  

<b>主要财务比率</b>				
	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入	8.30%	34.91%	29.66%	34.56%
营业利润	47.33%	55.73%	47.49%	43.02%
归属母公司净利润	<b>51.32%</b>	<b>54.45%</b>	<b>47.62%</b>	<b>42.91%</b>
<b>获利能力</b>				
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%
<b>偿债能力</b>				
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
<b>营运能力</b>				
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
<b>每股指标(元)</b>				
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
<b>估值比率</b>				
P/E	136.54	88.41	59.89	41.90
P/B	11.37	10.05	8.60	7.14
EV/EBITDA	22.96	54.93	38.61	28.25

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“本公司”）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>