

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

# 国内新药获批，助力 CDMO 加速

## ——艾力斯创新药上市，对九洲药业影响如何？

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

### 报告导读

持续看好公司通过大客户、重磅新药、规范市场 CDMO 项目切入全球供应链、分享国内 CDMO 市场红利；公司上市品种增多、客户结构优化、业绩持续兑现，有望逐步打消市场对于公司质地的预期差。

### 投资要点

#### □ 边际变化：国内客户产品上市，独家 API 供应商放量在即

2021年3月3日，艾力斯甲磺酸伏美替尼片取得药品批准文号。根据艾力斯招股说明书，公司“目前仅委托浙江瑞博一家 CMO 进行甲磺酸伏美替尼原料药的生产，并与其签署相关委托生产协议和质量协议”。而瑞博作为九洲药业子公司和独家供应商，第一年商业化供应必然给公司带来新的增长，同时更重要的是，我们认为该订单的执行落地也验证了公司在国内创新药企的选择方面得到充分的认可，为之后持续的订单落地奠定基础。

#### □ 弹性测算：从甲磺酸伏美替尼片销售预期看公司业绩弹性

根据艾力斯招股书，公司预计伏美替尼占据第三代 EGFR-TKI 中 20-25% 市场份额，对应终端销售额峰值达到 18.3-27.4 亿元。假设 API 占终端销售额的 5% 且考虑出厂价与终端价的差异（增值税&流通成本），对应理论订单量值约 0.8-1.2 亿元。

我们认为，考虑到①2020年底奥希替尼降价64%进入医保、第三代 EGFR-TKI 同类药物阿美替尼已于2020年3月获批上市，伏美替尼片销售额及达峰时间或存在一定变化；②公司前期已为艾力斯提供部分临床期药品服务；③新药销售额爬坡时间。综合看，我们认为九洲药业2021-2022年伏美替尼订单随着三代 EGFR-TKI 几个品类的市场教育、市场放量速度或存在超预期空间，作为第二个国产获批三代 EGFR 二线用药，我们认为存在快速放量的预期，进而给公司 CDMO 业务带来明显增量。

#### □ 中长期：国内 CDMO 项目逐年兑现，持续修复公司质地认知差

分歧：诺华项目以外，公司还有多少客户、多少项目能支撑高速增长？

我们认为，增量来自于：国内创新药 CDMO 容量增长+公司早期项目（375+个）逐步商业化落地，核心反映公司 D 端储备，及 M 端竞争力有望超预期。我们看好国内项目陆续上市、放量支撑公司客户、订单结构多元化。

#### □ 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。

#### □ 盈利预测及估值

我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.47、0.68、0.96 元/股，2021 年 3 月 3 日收盘价对应 2020 年 78 倍 PE、2021 年 54 倍 PE，低于可比公司平均值。我们认为，九洲药业通过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

### 评级

### 买入

上次评级 买入  
当前价格 ¥36.58

### 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 2020 年业绩预告点评：符合预期，看好 CDMO 全年高增长趋势》2021.01.27
- 2《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
- 3《九洲药业深度报告：稀缺的、加速迭代的 CDMO 平台》2021.01.14

确定性相对更强，维持“买入”评级。

### 财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	2017	2721	3528	4747
(+/-)	8.30%	34.91%	29.66%	34.56%
净利润	238	380	544	777
(+/-)	51.32%	59.73%	43.24%	42.87%
每股收益(元)	0.30	0.47	0.68	0.96
P/E	123.94	77.59	54.17	37.91

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	2018	2120	2694	3570	<b>营业收入</b>	2017	2721	3528	4747
现金	565	544	706	949	营业成本	1314	1673	2088	2759
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	22	26	34	45
应收账款	517	665	852	1134	营业费用	43	54	71	95
其它应收款	10	3	4	5	管理费用	256	337	441	593
预付账款	17	25	31	41	研发费用	95	125	169	228
存货	828	836	1044	1379	财务费用	7	38	56	66
其他	80	46	58	61	资产减值损失	2	23	22	31
<b>非流动资产</b>	2652	3309	3886	4441	公允价值变动损益	8	8	8	8
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	-23	-14	-19	-19
长期投资	10	10	10	10	其他经营收益	22	21	22	21
固定资产	1964	2560	3113	3625	<b>营业利润</b>	285	460	658	941
无形资产	276	309	337	379	营业外收支	1	0	1	0
在建工程	254	269	246	231	<b>利润总额</b>	287	460	659	941
其他	147	160	180	196	所得税	50	80	115	164
<b>资产总计</b>	4670	5429	6580	8011	<b>净利润</b>	237	380	544	777
<b>流动负债</b>	1192	1607	2204	2849	少数股东损益	-1	0	0	0
短期借款	341	941	1325	1708	<b>归属母公司净利润</b>	238	380	544	777
应付款项	349	445	587	742	<b>EBITDA</b>	503	623	873	1198
预收账款	20	33	53	85	<b>EPS (最新摊薄)</b>	0.30	0.47	0.68	0.96
其他	482	188	239	313	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	620	574	584	593		2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	491	491	491	491	<b>成长能力</b>				
其他	129	84	94	102	营业收入	8.30%	34.91%	29.66%	34.56%
<b>负债合计</b>	1812	2181	2788	3442	营业利润	47.33%	61.07%	43.11%	42.97%
少数股东权益	4	4	4	4	归属母公司净利润	51.32%	59.73%	43.24%	42.87%
归属母公司股东权益	2855	3244	3788	4565	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	4670	5429	6580	8011	毛利率	34.84%	38.53%	40.82%	41.89%
					净利率	11.75%	13.96%	15.42%	16.37%
					ROE	8.44%	12.44%	15.46%	18.59%
					ROIC	6.86%	8.75%	10.47%	12.23%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	38.80%	40.18%	42.37%	42.97%
					净负债比率	48.12%	66.30%	65.77%	64.59%
					流动比率	1.69	1.32	1.22	1.25
					速动比率	1.00	0.80	0.75	0.77
					<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	0.47	0.68	0.96
					每股经营现金	0.69	0.29	0.72	0.85
					每股净资产	3.54	4.03	4.70	5.67
					<b>估值比率</b>				
					P/E	123.94	77.59	54.17	37.91
					P/B	10.32	9.09	7.78	6.46
					EV/EBITDA	22.96	48.78	35.08	25.67

  

<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	233	579	688
净利润	237	380	544	777
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	546	335	322
短期借款	309	600	384	383
长期借款	491	0	0	0
其他	(689)	(54)	(49)	(61)
<b>现金净增加额</b>	4	(21)	161	244

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>