

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

从 CDMO 增速和结构看发展拐点

——九洲药业 2020 年报及 2021 年一季报点评

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

报告导读

大客户、大项目、大订单是下一个阶段增长的开始，我们看好公司大项目商业化落地、客户&项目结构丰富背后高增长的持续性。

投资要点

□ 业绩表现：高增长，2021Q1 增速超过我们的预期

事件：公司发布 2020 年报及 2021 年一季报，2020 年收入 26.5 亿元（同比增长 31.3%）、归母净利润 3.8 亿元（同比增长 60.1%）、对应净利润率 14.4%；2021Q1 收入 8.6 亿元（同比增长 118.7%）、归母净利润 9440 万元（同比增长 190.9%）、对应净利润率 11.1%。我们认为，公司 2021Q1 净利润增速超出我们的预期。

□ CDMO 业务：发展转折点，看好商业化放量和项目结构改善

公司 2020 年 CDMO 收入 12.9 亿元（同比增长 70.8%）、占收入比例 48.8%、毛利率 41.3%（同比下降 1.27pct）。通过分析公司 2020 年报及 2021 一季报，我们认为公司 CDMO 业务处在发展转折点：

①项目数量：商业化项目与早期项目快速增长。截至 2020 年底，公司商业化项目 16 个（比 2020H1 多 5 个）、三期临床项目 40 个（比 2020H1 多 1 个）、二期及一期项目 438 个（比 2020H1 多 63 个）。

②核心商业化项目兑现高增长：根据公司 2020 年报，公司心血管类收入 6.16 亿元（同比增长 136.8%），我们推测和诺欣妥商业化落地、销售额增长有关。2020 年诺华诺欣妥全球销售额约 25 亿美元，同比增长约 45%；2021Q1 诺欣妥全球销售额约 7.9 亿美元，同比增长 39%（以美元单位计算）；诺华 2020 年抗肿瘤类收入 2.1 亿元（同比增长 152.5%），我们推测和公司 CDMO 业务快速增长有关。Kisqali 全球销售额约 6.7 亿美元，同比增长约 43%；2021Q1 Kisqali 全球销售额约 2 亿美元，同比增长 21%（以美元单位计算）。我们预期 2021-2022 年核心商业化项目持续提升供应量，支撑业绩高增长。

③2021Q1 合同负债明显提升、资本开支略有加速，核心商业化项目之外，项目储备和结构持续丰富：2021Q1 公司合同负债/总资产比例约 0.98%，显著高于 2020 年报的 0.46%和 2020Q1 的 0.16（此处选用“预收账款/总资产”）。资本开支上看，2021Q1 资本开支同比增长 149.8%，我们建议持续关注公司资本开支增长趋势和投资领域。

□ API 及中间体业务：瑞科复产后，预期利润改善

公司 2020 年 API 及中间体业务收入 11.3 亿元（同比增长 11.2%）、占收入比例 42.6%、毛利率 38%（同比增长 3.8pct）。各个业务板块中，抗感染类 API 及中间体收入同比增长 50.6%、毛利率 33.4%（同比增长 10.8pct）；通过分析瑞科复产时间、环评中披露的生产产品构成，我们推测抗感染类 API 及中间体收入和盈利能力明显增长与瑞科复产有关。2020 年江苏瑞科收入 1.8 亿元、净利润-5710 万元，我们预期 2021 年瑞科有望贡献利润，带动抗感染类 API 及中间体持续增长。

此外，我们关注到公司 2020 年报显示公司主要原料药及中间体销售吨数有所下降（如奥卡西平原料药及中间体销售量同比下降 25.7%），我们推测与 2020

评级

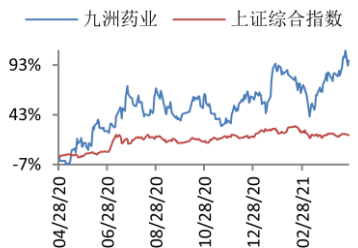
买入

上次评级 买入
当前价格 ¥42.69

单季度业绩

元/股

1Q/2021	0.11
4Q/2020	0.17
3Q/2020	0.14
2Q/2020	0.12



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《九洲药业事件点评：国内新药获批，助力 CDMO 加速》2021.03.04
- 2《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
- 3《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
- 4《九洲药业深度报告：稀缺的、加速迭代的 CDMO 平台》2021.01.14

年全球疫情下发货节奏受影响有关，我们关注 2021 年公司主要原料药品种销售量价变化。

□ 投资展望：大客户、大项目、大订单开启新成长阶段

我们认为，公司大客户、大项目、大订单是下一个阶段增长的开始，随着诺华转移产品逐步落地，公司的项目管理经验、生产管理能力和品牌形象有望进一步提升，进而带动项目和客户结构多元化。综合考虑公司的项目&客户储备、项目转移节奏等因素，我们预期公司 2021-2023 年有望维持净利润高增长。

□ 盈利预测及估值

我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.75、1.08、1.47 元/股，2021 年 4 月 27 日收盘价对应 2021 年 57 倍 PE。综合考虑公司的质地、增长持续性和相对估值水平，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。

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	2647	4016	5260	7141
(+/-)	31.26%	51.70%	30.99%	35.76%
净利润	381	607	871	1183
(+/-)	60.05%	59.54%	43.47%	35.80%
每股收益(元)	0.47	0.75	1.08	1.47
P/E	90.32	56.61	39.46	29.06

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	2295	3190	4281	5736	营业收入	2647	4016	5260	7141
现金	325	529	803	1052	营业成本	1654	2490	3261	4428
交易性金融资产	27	0	0	0	营业税金及附加	29	38	50	68
应收账款	650	932	1228	1659	营业费用	41	60	79	107
其它应收款	9	4	5	7	管理费用	313	442	579	786
预付账款	36	37	49	66	研发费用	114	185	237	321
存货	1170	1618	2120	2878	财务费用	92	33	30	19
其他	78	68	76	74	资产减值损失	25	108	51	76
非流动资产	2706	2818	2881	2914	公允价值变动损益	36	36	36	36
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	5	(13)	(10)	(6)
长期投资	13	13	13	13	其他经营收益	36	38	37	38
固定资产	2021	2118	2191	2245	营业利润	456	721	1036	1404
无形资产	236	235	239	222	营业外收支	(6)	(2)	(4)	(3)
在建工程	287	291	261	241	利润总额	450	719	1032	1401
其他	150	161	177	194	所得税	70	112	161	218
资产总计	5002	6008	7162	8651	净利润	380	607	871	1183
流动负债	1633	2030	2298	2605	少数股东损益	(1)	0	0	0
短期借款	788	1058	958	835	归属母公司净利润	381	607	871	1183
应付款项	530	662	916	1191	EBITDA	733	870	1189	1556
预收账款	0	48	79	129	EPS (最新摊薄)	0.47	0.75	1.08	1.47
其他	315	262	346	450	主要财务比率				
非流动负债	283	253	269	268		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	140	140	140	140	成长能力				
其他	142	113	128	128	营业收入	31.26%	51.70%	30.99%	35.76%
负债合计	1916	2284	2567	2873	营业利润	57.67%	58.17%	43.59%	35.56%
少数股东权益	3	3	3	3	归属母公司净利润	60.05%	59.54%	43.47%	35.80%
归属母公司股东权益	3083	3721	4592	5775	获利能力				
负债和股东权益	5002	6008	7162	8651	毛利率	37.51%	38.00%	38.00%	38.00%
					净利率	14.35%	15.12%	16.56%	16.56%
					ROE	12.80%	17.83%	20.94%	22.81%
					ROIC	10.08%	12.85%	15.69%	17.71%
					偿债能力				
					资产负债率	38.30%	38.02%	35.84%	33.21%
					净负债比率	48.98%	53.18%	43.63%	34.52%
					流动比率	1.41	1.57	1.86	2.20
					速动比率	0.69	0.77	0.94	1.10
					营运能力				
					总资产周转率	0.55	0.73	0.80	0.90
					应收帐款周转率	4.53	4.86	4.54	4.61
					应付帐款周转率	4.84	5.39	5.29	5.38
					每股指标(元)				
					每股收益	0.47	0.75	1.08	1.47
					每股经营现金	0.50	0.18	0.75	0.71
					每股净资产	3.83	4.62	5.70	7.17
					估值比率				
					P/E	90.32	56.61	39.46	29.06
					P/B	11.15	9.24	7.49	5.95
					EV/EBITDA	40.14	40.33	29.18	22.05

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>