

九洲药业 (603456.SH)

2020年业绩符合预期, 2021Q1业绩大超预期超高速增长

事件。公司发布2020年年报。2020年公司实现营业收入26.47亿元,同比增长31.26%;归母净利润3.81亿元,同比增长60.05%;扣非净利润3.22亿元,同比增长41.55%。

公司2020年Q4实现营业收入9.01亿元,同比增长37%;归母净利润1.41亿元,同比增长38%;扣非净利润1.11亿元,同比增长32%。

公司发布2021年一季报。公司2021年Q1实现营业收入8.56亿元,同比增长118.66%;归母净利润0.94亿元,同比增长190.92%;扣非净利润0.97亿元,同比增长211.31%。

观点: 2020年业绩符合预期, 2021Q1业绩大超预期超高速增长。

公司2020年业绩符合预期, 2021年一季度业绩大超预期超高速增长。公司2020年业绩位于预告中值左右,符合预期。2021年Q1业绩实现爆发式增长,收入增速119%,归母增速191%,扣非增速211%,超市场预期。

我们认为,2021年是公司业绩高速增长的一年,全年看点多,值得期待。

分单季度数据来看:公司2020年Q1-Q4收入分别为3.92亿、6.16亿、7.38亿、9.01亿,增速分别为-2%、34%、47%、37%。归母净利润分别为0.32亿、0.97亿、1.10亿、1.41亿,增速分别为-25%、64%、231%、38%。

季度间净利润季度波动较大,与CDMO业务属性有关。一般一季度普遍低(春节),四季度普遍高(年末海外客户圣诞节前集中结算)。

分板块来看:API业务受瑞科停产影响,CDMO板块同比增长71%,CDMO项目快速增加。

特色原料药及中间体业务(API业务)收入11.27亿元,同比增长11%,占比总收入43%。CDMO业务收入12.93亿元,同比增长71%,占比总收入49%。CDMO业务增速较快,占比总收入比例也有较大幅度提升(2019年占比38%)。公司CDMO项目数量也在快速增加,目前公司有16个项目已实现商业化;40个项目处于临床III期,这些项目有望在近两年成为商业化项目的增量;438个项目处于临床II期及I期,早期临床项目快速增加。

财务指标方面,公司销售毛利率39.75%,与去年(34.84%)相比提升4.91pct,我们认为是公司收入结构改善所致。公司销售费用率为1.55%,比去年2.14%下降0.59pct,销售效率提升;管理费用率为11.84%,比去年12.69%下降0.85pct,管理效率提升;公司研发费用率4.31%,比去年4.69%下降0.38pct,同比增长20.87%,公司持续投入研发。公司财务费用率为3.46%,较去年0.33%提高3.13pct,主要是由于利息费用和汇兑损失增加所致。整体报表财务指标稳健。

盈利预测与估值。预计公司2021-2023年归母净利润分别为6.21亿元、8.15亿元、10.66亿元,对应增速分别为63.1%、31.3%、30.8%,对应PE分别为57X、44X、33X。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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,017	2,647	3,561	4,540	5,790
增长率 yoy (%)	8.3	31.3	34.5	27.5	27.5
归母净利润(百万元)	238	381	621	815	1,066
增长率 yoy (%)	51.3	60.0	63.1	31.3	30.8
EPS 最新摊薄(元/股)	0.29	0.46	0.75	0.98	1.28
净资产收益率(%)	8.3	12.3	16.7	18.5	19.9
P/E(倍)	149.3	93.3	57.2	43.5	33.3
P/B(倍)	12.4	11.5	9.6	8.1	6.6

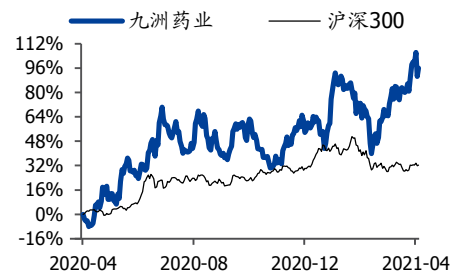
资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 注: 股价为2021年04月27日收盘价

买入(维持)

股票信息

行业	化学制药
前次评级	买入
04月27日收盘价	42.69
总市值(百万元)	35,492.73
总股本(百万股)	831.41
其中自由流通股(%)	96.62
30日日均成交量(百万股)	5.47

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): 2020年业绩超预期, 2021年业绩爆发式增长有望持续》2021-01-27
- 《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



内容目录

事件.....	4
观点：2020 年业绩符合预期，2021Q1 业绩超预期爆发式增长.....	4
公司投资逻辑再梳理.....	6
盈利预测与估值.....	6
风险提示.....	6

图表目录

图表 1: 各业务板块收入 (亿元).....	5
图表 2: API 业务各板块收入 (亿元).....	5
图表 3: 公司 CDMO 业务各阶段项目数量 (个).....	5

事件

公司发布**2020年年报**。2020年公司实现营业收入26.47亿元，同比增长31.26%；归母净利润3.81亿元，同比增长60.05%；扣非净利润3.22亿元，同比增长41.55%。

公司2020年Q4实现营业收入9.01亿元，同比增长37%；归母净利润1.41亿元，同比增长38%；扣非净利润1.11亿元，同比增长32%。

公司发布**2021年一季报**。公司2021年Q1实现营业收入8.56亿元，同比增长118.66%；归母净利润0.94亿元，同比增长190.92%；扣非净利润0.97亿元，同比增长211.31%。

观点：2020年业绩符合预期，2021Q1业绩超预期爆发式增长

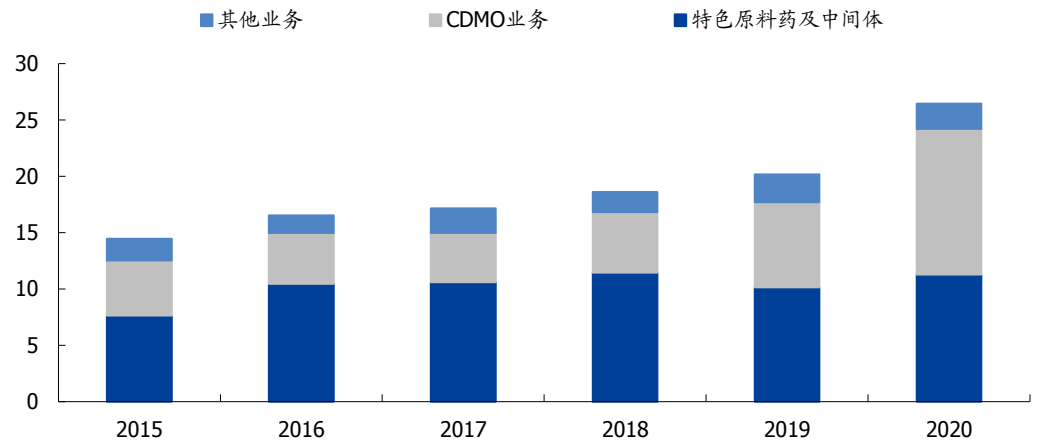
公司**2020年业绩符合预期，2021年一季度业绩超预期爆发式增长**。公司2020年业绩位于预告中值左右，符合市场预期。2021年Q1业绩实现爆发式增长，收入增速119%，归母增速191%，扣非增速211%，超市场预期。我们认为，2021年是公司业绩高速增长的一年，全年看点多，值得期待。

分单季度数据来看：公司2020年Q1-Q4收入分别为3.92亿、6.16亿、7.38亿、9.01亿，增速分别为-2%、34%、47%、37%。归母净利润分别为0.32亿、0.97亿、1.10亿、1.41亿，增速分别为-25%、64%、231%、38%。季度间净利润季度波动较大，与CDMO业务属性有关。一般一季度普遍低（春节），四季度普遍高（年末海外客户圣诞节前集中结算）。

分板块来看：API业务受瑞科停产影响，CDMO板块同比增长71%，CDMO项目快速增加。

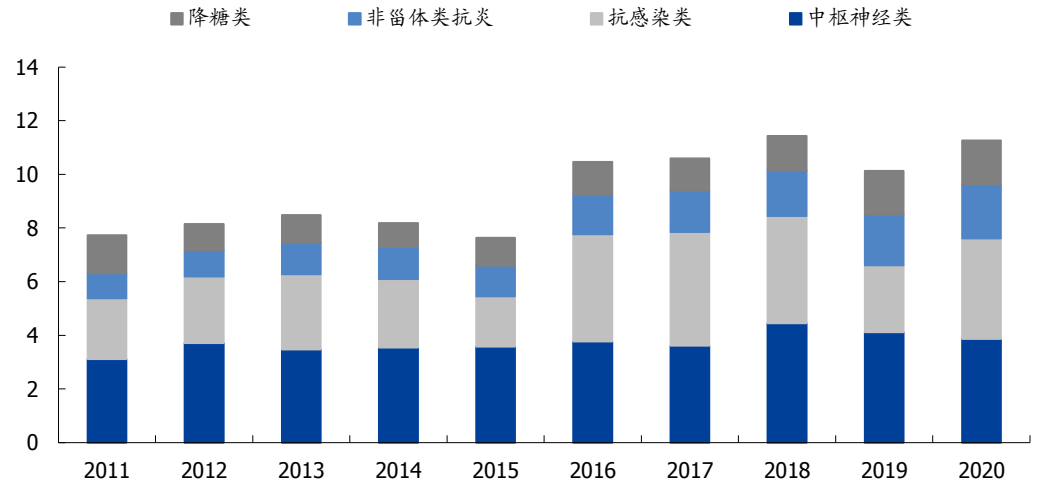
- **特色原料药及中间体业务（API业务）：**收入11.27亿元，同比增长11%，占比总收入43%。
 - ◇ **中枢神经类：**收入3.86亿元，同比下降6.33%，占比API业务收入38%；
 - ◇ **抗感染类：**收入3.75亿元，同比增长50.55%，占比API业务收入37%；
 - ◇ **非甾体类抗炎药物：**收入2.01亿元，同比增长5.44%，占比API业务收入20%；
 - ◇ **降糖类：**收入1.65亿元，同比增长2.05%，占比API业务收入16%。
- **CDMO业务：**收入12.93亿元，同比增长71%，占比总收入49%。CDMO业务增速较快，占比总收入比例也有较大幅度提升（2019年占比38%）。
公司**CDMO项目数量也在快速增加**，目前公司有**16个项目**已实现商业化；**40个项目**处于临床III期，这些项目有望在近两年成为商业化项目的增量；**438个项目**处于临床II期及I期，早期临床项目快速增加。

图表 1: 各业务板块收入 (亿元)



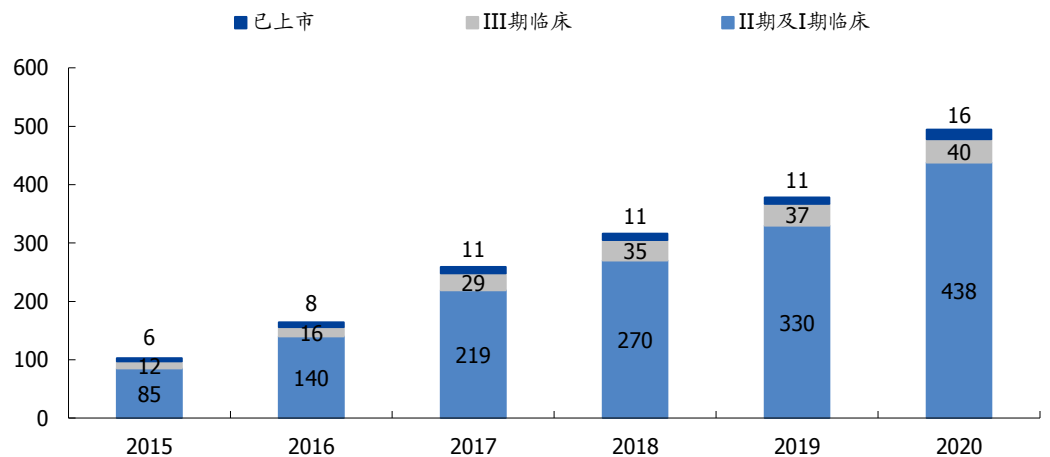
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 2: API 业务各板块收入 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 3: 公司 CDMO 业务各阶段项目数量 (个)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

财务指标方面，公司销售毛利率 39.75%，与去年（34.84%）相比提升 4.91pct，我们认为公司收入结构改善所致。公司销售费用率为 1.55%，比去年 2.14%下降 0.59pct，销售效率提升；管理费用率为 11.84%，比去年 12.69%下降 0.85pct，管理效率提升；公司研发费用率 4.31%，比去年 4.69%下降 0.38pct，同比增长 20.87%，公司持续投入研发。公司财务费用率为 3.46%，较去年 0.33%提高 3.13pct，主要是由于利息费用和汇兑损失增加所致。整体报表财务指标稳健。

公司投资逻辑再梳理

1.诺华提供业绩保障，存在持续提供品种转移订单逻辑：公司与诺华签订的三大品种终端销售额合计有望超 100 亿美金，签约时效至少 5-10 年，为公司提供业绩保障。同时，考虑到公司已收购苏州诺华工厂，并与诺华建立绑定合作关系，未来有望持续承接诺华品种转移订单。

2.CDMO 板块高速增长，国际大客户+国内知名企业双通道发展，逐步走向成熟期：2020 年 CDMO 板块增速高达 71%。公司 2020 年客户池迅速扩大，国内外客户池新增 400 多家。除诺华外，公司已与诺华、罗氏、吉利德、硕腾等多家国际大药企建立紧密合作，与国内贝达药业、艾力斯、海和生物、绿叶制药、华领医药等知名新药研创公司达成战略合作，项目漏斗型管线逐步形成，今年新增 5 个商业化品种，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。

3.定增打开 CDMO 产能空间，贯通上下游产业链：定增项目进一步扩充苏州瑞博产能，同时上游提升研发能力+下游布局制剂 CDMO 业务，公司向原料药-制剂研发生产一站式综合服务商升级。

4.2021 年业绩高确定性高增长，未来三年有望持续高增长趋势：2021 年诺华三大品种开始商业化放量，并且有持续转移品种订单逻辑，未来三年 CDMO 板块高增长确定性高；我们预计，2021 年江苏瑞科有望实现盈利，贡献至少大几千万利润弹性。

盈利预测与估值

预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 6.21 亿元、8.15 亿元、10.66 亿元，对应增速分别为 63.1%、31.3%、30.8%，对应 PE 分别为 57X、44X、33X。维持“买入”评级。

风险提示

1.原料药价格波动风险。原料药价格受供需格局变化、上下游价格影响、政策影响等因素扰动，存在价格波动的风险，对公司的业绩造成影响。

2.诺华的产品放量不及预期风险。公司 CDMO 业务承接订单收入主要来自诺华的三个产品，若下游制剂放量不及预期，可能会造成对 API 需求减少，影响公司业绩。

3.公司新项目推进不及预期风险。公司目前有较多处于临床早期的项目，若临床失败则会缩短产品项目合作时间，导致潜在商业化项目流失。

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