

公司研究

主要数据(截至 4 月 29 日收盘):

当前股价	42.50 元
投资评级	买入
评级变动	维持
总股本	8.31 亿股
流通股本	8.03 亿股

医药生物/化学制药/化学原料药

九洲药业 (603456)

——API 业绩拖累因素消除, CDMO 业务项目数快速增长

事件:

公司发布2020年年报及2021年一季报。2020年,公司实现营业收入26.47亿元,同比增长31.26%;归属母公司净利润3.81亿元,同比增长60.05%。2021年一季度,公司实现营业收入8.56亿元,同比增长118.66%;归属母公司净利润0.94亿元,同比增长190.92%。

事件点评:

◆公司业绩快速增长, CDMO业务已成为公司第一大收入来源。公司业绩快速增长, 主要系两个驱动因素, 一是公司API板块江苏瑞科复产, 收入较去年同期增长5,961.95万元; 二是公司CDMO业务高速增长。2020年, 公司实现营业收入26.47亿元, 其中公司API及中间体业务销售收入11.26亿元, 同比增长11.21%; CDMO业务销售收入12.93亿元, 同比增长70.82%; 贸易类及其他业务收入6,642.21万元, 同比下滑24.70%。公司API及中间体业务占比42.56%, CDMO业务占比48.86%。CDMO业务已成为公司第一大收入来源, 且仍处于快速增长期。

◆子公司江苏瑞科复产, API 业务恢复增长。1) 公司原料药及中间体产品主要聚焦抗感染类、中枢神经类、非甾体类、降血糖类等品类, 凭借多年的软硬实力和良好的业界口碑, 与全球大型制药公司建立了深度合作关系, 是全球原料药的主要生产商, 主导产品卡马西平、酮洛芬、格列齐特、柳氮磺胺吡啶在国际市场占有率位居前列。同时, 公司战略构建仿制药制剂一体化模式, 聚焦特色仿制药剂型, 截止 2020 年末, 公司已有 12 个仿制药制剂项目处于不同研发阶段, 并向 FDA 提交制剂产品 AED-02 缓释片的 ANDA, 并获取受理通知书文件。2) 2020 年在特色原料药及中间体业务方面, 面对国际公共卫生紧急事件和近年来多地化工安全事件, 公司积极采取措施稳定原辅料供应紧张局面, 保证公司主打产品的全球市场供应; 快速积极响应, 开展抗病毒产品的研发并实现商业化生产和销售, 为原研公司提供稳定的原料支持。3) 2019 年, 公司 API 业务下滑主要因子公司江苏瑞科 2019 年 4 月 18 日停产, 江苏瑞科 2019 年营业收入为 11,786.87 万元, 净利润为-7,392.06 万元。2020 年 6 月江苏瑞科成功复产, 2020 年实现营业收入为 17,748.82 万元, 净利润为-5,710.42 万元, 带动公司 API 业务恢

长城国瑞证券研究所

分析师:

胡晨曦

huchenxi@gwgsc.com

执业证书编号: S0200518090001

联系电话: 0592-5162118

地址:厦门市思明区莲前西路 2 号

莲富大厦 17 楼

长城国瑞证券有限公司

相关报告:

1. 公司研究: 九洲药业 (603456) ——技术领先型原料药企业, 掘金 CDMO 正当时_2019. 2. 13

2. 年报点评: 九洲药业 (603456) ——业绩符合预期, CDMO 业务快速增长_2019. 03. 14

3. 年报点评: 九洲药业 (603456) ——CDMO 锁定诺华长期订单, API 回升可期_2020. 04. 13

4. 中报点评: 九洲药业 (603456) ——CDMO 订单快速增加, API 业务有望改善, 综合毛利率大幅提升_2020. 08. 28

复增长。今年江苏瑞科完全恢复正常经营, 有望扭亏, 对公司业绩产生正向贡献。

◆**CDMO业务与客户合作深度加深, 项目数量快速增长, 漏斗形项目管线驱动公司销量持续增长。**1) 公司与客户合作深度进一步加深。2020年, 公司与国际制药巨头诺华、罗氏、吉利德、硕腾形成深度嵌入式合作关系, 公司先后同国内头部新药研发公司和记黄埔、四川海思科签订战略合作协议; 同华领医药签订战略供应合作协议; 被贝达药业、海和生物授予“最有价值战略合作伙伴奖”。2) 公司持续加大CDMO业务板块布局, 始终坚持以客户为导向, 深度拓展客户管线和产品管线, 稳步提升公司研发能力和产品交付能力。截止2020年末, 公司承接的CDMO项目, 已上市项目16个(2020年新增5个), 处于III期临床的项目39个(2020年新增3个), 处于I期和II期临床的有375个(2020年新增108个), 项目涵盖抗肿瘤类、抗心衰类、中枢神经类、心脑血管类、抗病毒类等治疗领域。其中, 子公司瑞博(苏州)公司供应诺华集团的诺欣妥、Kisqali(瑞博西林)、尼洛替尼等三个大品种原料药或中间体已上市项目, 终端销售额保持快速放量趋势。根据诺华集团年报, 2020年, 诺欣妥销售额为24.97亿美元, 同比增长45%; Kisqali销售额为19.58亿美元, 同比增长4%; 尼洛替尼销售额为6.87亿美元, 同比增长43%。受益诺华集团订单的增长, 子公司瑞博(苏州)2020年实现营业收入5.38亿元, 净利润7,545.44万元。公司CDMO项目数量快速增长, 漏斗形项目管线持续向后端转化, 部分商业化大品种受益于终端市场放量, 销量持续增长。特别关注的是, 早期研发项目数量大幅增加体现公司在业界的品牌与口碑, 丰富的早期项目储备为后续获得大品种订单提供更多的空间。

◆**拓展全球创新药商务合作广度, 深化管线合作。**客户管线层面, 公司在客户拓展广度和合作深度上成绩斐然。2020年, 公司客户池迅速扩大, 国内外客户池全年新增400余家。一方面, 公司扩充了覆盖欧洲、北美和亚太地区的全球商务团队, 在2020年国际公共卫生紧急事件的严重冲击下, 迎难而上, 深耕细作各细分区域, 精心服务战略大客户争取新项目, 积极拓展开发新客户发掘新机会; 另一方面, 公司积极开展品牌推广活动, 2020年举办了学术论坛19场, 国内线上直播7场, 线下沙龙3场, 海外线上研讨会7场。

◆**持续提升全球领先的核心技术平台, 赋能新药研发。**公司全年完成149个手性配体和催化剂的合成, 开发的手性催化剂已成功的应用于多个手性药物临床样品的生产和原料药的商业化生产。2020年, 公司在脱氧氟化试剂、二氟卡宾试剂、二氟甲基化试剂和SulfoxFluor(二氟甲基苯基砷)等新型氟化试剂的开发中取得

突破性进展。SulfoxFluor（二氟甲基苯基砒）是一种温和、高效且廉价的新型脱氧氟化试剂，具有很高的产业化应用价值。通过瑞博氟化学技术平台转化应用，公司完成了多个含氟化中间体工艺开发并实现中试放大生产。此外，公司自主开发的三氟甲基化梅本试剂已经实现商业化生产，并应用于临床原料药的样品生产。2020年，公司成功地应用康宁 G4 连续化设备实现多个新药关键中间体项目吨级生产。公司已成熟地在实验室、中试和商业化各个阶段运用连续化反应技术为客户项目提供服务，显著提高工艺安全性，经济性和可扩展性，实现项目快速交付。2020 末，已为数十个早期临床项目开发了连续化生产工艺并完成公斤级和中试阶段生产，并实现多个产品的商业化应用。

◆**全面扩充先进产能，保障全球化服务能力。**1) 公司已建成并投产了多条高活性 API 生产线及研发设施，建立了完善的高活性药物生产管理程序，具备高活性药物的研发及生产承接能力。2020，公司承接了多个 OEB4、OEB5 级项目，持续的软硬件投入和广阔的市场空间为瑞博未来在这一领域业务的快速拓展提供了有力保障。公司开展了现有生产基地车间的自动化升级改造，持续推进 DCS 系统的应用，实现了温度控制、惰性气体保护、物料传输等操作模块的自控化，同时为危险工艺配置了 SIS 系统，实现稳定、安全的智能化制造。2) 2020 年，瑞博苏州在完整地保持跨国制药公司先进的质量体系、安全管理体系、运营管理体系的同时，引领瑞博 CDMO 运营业务提升，成为 CDMO 业务承接的重要支柱力量，同时启动瑞博苏州中试车间建设，扩充瑞博苏州承接能力。为扩大未来新业务承接能力，公司积极储备新产能。与杭州钱塘新区管理委员会签署 CDMO 研发及制剂基地项目，在台州临海购买近三百亩土地建设新生产基地，为全球客户提供专业的服务。3) 江苏瑞科于 2020 年 6 月恢复生产，恢复了原料药生产产能，对公司原料药及中间体业务的未来发展贡献增量。2020 年 8 月份，江苏瑞科全流程自动化通过验收，完成五位一体自动化建设项目。4) 中贝化工、外沙分公司和岩头分公司分别完成了自动化、智能化的改造升级，提升了现场管理水平，提高了生产本质安全，同时各原料药生产基地从提升产能、降低成本、绿色制造等方面进行生产工艺的持续优化。

◆**一季度高增长因业务增长及基数因素。**2021 年一季度，公司实现营业收入 8.56 亿元，同比增长 118.66%；归属母公司净利润 0.94 亿元，同比增长 190.92%。公司一季度高增长主要系 CDMO 业务增长及江苏瑞科复产所致。



投资建议：

我们预计公司 2021-2023 年的净利润分别为 6.30/8.04/9.60 亿元，EPS 分别为 0.78/1.00/1.19 元，当前股价对应 P/E 分别为 54/43/36 倍。考虑公司研发能力和生产能力双提升；CDMO 业务客户拓展广度和合作深度上成绩斐然，项目数量快速增长，漏斗形项目管线持续向后端转化，部分商业化大品种受益于终端市场放量，销量持续增长；API 业务技术突破性升级，江苏瑞科复产。我们维持其“买入”评级。

风险提示：

重点 CDMO 订单放量不及预期；原料药和中间体价格波动风险；环保政策风险；安全生产风险；江苏瑞科复产后产能释放不及预期。

主要财务数据及预测

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,647.28	3,623.82	4,568.26	5,400.47
增长率(%)	31.26	36.89	26.06	18.22
净利润(百万元)	380.58	629.68	803.53	960.39
增长率(%)	60.05	65.45	27.61	19.52
EPS(元/股)	0.46	0.78	1.00	1.19
市盈率(P/E)	92.84	54.35	42.59	35.63
市净率(P/B)	11.46	10.62	10.01	9.44

数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所

表：盈利预测（单位：百万元）

资产负债表	2020	2021E	2022E	2023E	利润表	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	324.57	616.05	776.60	918.08	营业收入	2,647.28	3,623.82	4,568.26	5,400.47
应收账款	658.78	963.69	1,079.10	1,332.83	营业成本	1,654.39	2,135.61	2,682.78	3,166.11
预付账款	36.21	32.68	53.86	48.27	营业税金及附加	29.07	39.80	50.17	59.31
存货	1,169.90	1,409.00	1,830.64	1,992.65	营业费用	40.95	54.36	66.24	75.61
其他	105.92	105.92	105.92	105.92	管理费用	313.44	420.36	520.78	604.85
流动资产合计	2,295.39	3,127.34	3,846.12	4,397.76	财务费用	91.66	108.71	137.05	162.01
长期股权投资	12.77	12.77	12.77	12.77	资产减值损失	-22.17	-15.00	-15.00	-15.00
固定资产	2,021.35	2,046.47	2,024.42	1,972.96	公允价值变动收益	35.97	10.00	10.00	10.00
在建工程	286.69	193.01	136.81	103.08	投资净收益	4.99	10.00	10.00	10.00
无形资产	235.78	256.48	275.33	292.33	其他	42.84	109.37	150.12	186.03
其他	149.82	144.24	141.03	139.10	营业利润	456.15	750.61	956.13	1,141.56
非流动资产合计	2,706.41	2,652.97	2,590.36	2,520.25	营业外收入	0.27	0.27	0.27	0.27
资产总计	5,001.79	5,780.32	6,436.48	6,918.01	营业外支出	6.52	6.52	6.52	6.52
短期借款	788.02	1,115.56	1,582.86	1,462.80	利润总额	449.90	744.36	949.88	1,135.31
应付账款	517.96	922.49	887.02	1,248.50	所得税	70.01	115.84	147.82	176.68
其他	327.06	375.63	405.53	439.03	净利润	379.89	628.52	802.06	958.63
流动负债合计	1,633.04	2,413.68	2,875.41	3,150.32	少数股东损益	-0.70	-1.15	-1.47	-1.76
长期借款	140.19	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	380.58	629.68	803.53	960.39
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他	142.44	142.44	142.44	142.44	主要财务比率	2020	2021E	2022E	2023E
非流动负债合计	282.64	142.44	142.44	142.44	成长能力				
负债合计	1,915.68	2,556.13	3,017.85	3,292.76	营业收入	31.26%	36.89%	26.06%	18.22%
少数股东权益	2.91	1.75	0.28	-1.48	营业利润	59.81%	64.55%	27.38%	19.39%
股本	805.23	805.23	805.23	805.23	归属于母公司净利润	60.05%	65.45%	27.61%	19.52%
资本公积	971.34	971.34	971.34	971.34	获利能力				
留存收益	2,306.09	2,417.20	2,613.11	2,821.49	毛利率	37.51%	41.07%	41.27%	41.37%
其他	-999.46	-971.34	-971.34	-971.34	净利率	14.38%	17.38%	17.59%	17.78%
股东权益合计	3,086.12	3,224.19	3,418.63	3,625.24	ROE	12.34%	19.54%	23.51%	26.48%
负债和股东权益总计	5,001.79	5,780.32	6,436.48	6,918.01	ROIC	14.86%	20.09%	25.28%	26.50%
					偿债能力				
现金流量表	2020	2021E	2022E	2023E	资产负债率	38.30%	44.22%	46.89%	47.60%
经营活动现金流	400.39	766.61	507.93	1,245.57	流动比率	1.41	1.30	1.34	1.40
资本支出	284.74	70.00	70.00	70.00	速动比率	0.69	0.71	0.70	0.76
长期投资	2.47	0.00	0.00	0.00	营运能力				
其他	-497.74	-140.00	-140.00	-140.00	应收账款周转率	4.46	4.47	4.47	4.48
投资活动现金流	-210.53	-70.00	-70.00	-70.00	存货周转率	2.65	2.81	2.82	2.83
债权融资	938.22	1,132.25	1,599.54	1,479.48	总资产周转率	0.55	0.67	0.75	0.81
股权融资	-83.00	-80.59	-137.05	-162.01					
其他	-971.34	-1,456.79	-1,739.87	-2,351.56	每股指标（元）	2020	2021E	2022E	2023E
筹资活动现金流	-116.12	-405.13	-277.37	-1,034.09	每股收益	0.46	0.78	1.00	1.19
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	0.48	0.92	0.61	1.50
现金净增加额	73.74	291.48	160.56	141.48	每股净资产	3.71	4.00	4.25	4.50

数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现 20%以上；

增持：相对强于市场表现 10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现 10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。