

公司研究

21Q1 业绩超预期，CDMO 业务保持快速增长

——九洲药业（603456.SH）2020 年年报和 2021 年一季报点评

要点

事件：（1）公司发布 2020 年年报，实现营业收入 26.47 亿元（+31.26% YOY），实现归母净利润 3.81 亿元（+60.05% YOY），实现扣非归母净利润 3.22 亿元（+41.55% YOY），业绩符合市场预期。（2）公司发布 2021 年一季报，实现营业收入 8.56 亿元（+118.66% YOY），实现归母净利润 0.94 亿元（+190.92% YOY），实现扣非归母净利润 0.97 亿元（+211.31% YOY），业绩超出市场预期。

21Q1 业绩略超预期，盈利能力持续改善。公司业绩实现快速增长，主要得益于 CDMO 业务的快速放量以及瑞科复产。2020 年，公司的毛利率、净利率分别为 37.51%（+2.67pp YOY）和 14.35%（+2.60pp YOY），盈利能力持续改善。

CDMO：主要产品仍在迅速放量，项目数量快速增长。2020 年，公司 CDMO 业务收入为 12.93 亿元（+70.83% YOY），实现快速增长。公司 CDMO 业务覆盖诺华、罗氏、吉利德、硕腾等跨国制药巨头，以及贝达药业、艾力斯、海和生物、绿叶制药、华领医药等国内知名创新药公司。与诺华合作品种正处在快速放量阶段，诺华 2021 年一季报显示，沙库巴曲缬沙坦（Entresto）实现销售 7.89 亿美元（+39% YOY），尼洛替尼（Tasigna）实现销售 19.58 亿美元（+6% YOY），瑞博西林（Kisqali）实现销售 6.87 亿美元（+21% YOY），下游制剂的放量带动上游原料药和中间体需求的增长。公司 CDMO 项目数量快速增长，截止 2020 年底，已上市项目为 16 个（+45% YOY），临床 III 期项目数量 40 个（+8% YOY）。我们认为项目数量的不断增长有望带动公司 CDMO 业务继续保持迅速增长。

原料药：瑞科复产贡献增量，制剂业务持续拓展。2020 年，公司原料药业务收入为 11.27 亿元（+11.21% YOY）。瑞科于 2020 年 6 月复产，我们认为公司原料药业务有望在 2021 年继续恢复性增长。截至 2020 年年报，公司已有 12 个仿制药制剂项目，公司努力打造特色制剂技术平台，深耕中枢神经系统及内分泌系统治疗领域，聚焦具有技术壁垒的特色仿制药，致力于为患者提供性价比高，依从性好的高品质特色制剂；同时利用公司 API 的研发优势，进行目标治疗领域进口新药的抢仿和首仿。另外，公司高度注重创新，密切关注及加大对改良型创新药及生物类新药的投入。

盈利预测、估值与评级：考虑到公司 21Q1 业绩超出市场预期，CDMO 业务继续保持快速增长，我们略上调公司 21-22 年净利润至 6.02 亿元（上调 5.62%）/7.70 亿元（上调 0.26%），新增 23 年净利润为 9.63 亿元，分别同比增长 58%/28%/25%，对应 21-23 年 EPS 为 0.72/0.93/1.16 元，现价对应 21-22 年 PE 为 60/47/37 倍，维持“买入”评级。

风险提示：瑞科复产不及预期，原料药价格下滑，CDMO 业务放量不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,017	2,647	3,542	4,434	5,356
营业收入增长率	8.30%	31.26%	33.82%	25.17%	20.79%
净利润（百万元）	238	381	602	770	963
净利润增长率	51.32%	60.05%	58.18%	27.91%	25.08%
EPS（元）	0.30	0.47	0.72	0.93	1.16
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.33%	12.34%	17.03%	18.95%	20.43%
P/E	147	92	60	47	37
P/B	12.2	11.3	10.2	8.9	7.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-30；

注：2019 年末总股本为 8.06 亿股，2021 年 4 月末因增发、股权激励和回购等总股本调整至 8.31 亿股。

买入（维持）

当前价：43.26 元

作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

021-52523871

linxiaowei@ebsecn.com

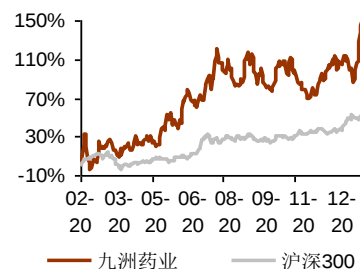
联系人：刘锡源

liuxiyuan@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	8.31
总市值(亿元)	359.67
一年最低/最高(元)	19.86/47.50
近 3 月换手率	59.57%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	11.22	6.62	106.56
绝对	12.13	7.53	107.47

资料来源：Wind

相关研报

2020 年业绩超预期，CDMO 继续放量——九洲药业（603456.SH）2020 年业绩预增公告点评（2021-01-28）

20Q1~3 业绩超预期，CDMO 进入放量阶段——九洲药业（603456.SH）2020 年三季报点评（2020-10-21）

20H1 业绩符合预期，盈利能力显著提升——九洲药业（603456.SH）2020 年中报点评（2020-08-26）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,017	2,647	3,542	4,434	5,356
营业成本	1,314	1,654	2,151	2,654	3,185
折旧和摊销	191	252	307	318	329
税金及附加	22	29	39	49	59
销售费用	43	41	71	84	97
管理费用	256	313	423	516	613
研发费用	95	114	174	220	269
财务费用	7	92	32	32	26
投资收益	-23	5	10	10	10
营业利润	285	456	706	925	1,154
利润总额	287	450	728	925	1,154
所得税	50	70	126	155	191
净利润	237	380	602	770	963
少数股东损益	-1	-1	0	0	0
归属母公司净利润	238	381	602	770	963
EPS(按最新股本计)	0.30	0.47	0.72	0.93	1.16

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	554	400	450	671	788
净利润	238	381	602	770	963
折旧摊销	191	252	307	318	329
净营运资金增加	-140	573	632	611	687
其他	265	-806	-1,091	-1,028	-1,191
投资活动产生现金流	-662	-211	-248	-220	-220
净资本支出	-313	-273	-220	-220	-220
长期投资变化	10	13	-10	-10	-10
其他资产变化	-359	49	-18	10	10
融资活动现金流	111	-116	124	-287	-399
股本变化	0	0	26	0	0
债务净变化	840	66	217	-103	-153
无息负债变化	445	37	192	378	277
净现金流	0	22	326	164	169

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	34.8%	37.5%	39.3%	40.1%	40.5%
EBITDA 率	25.3%	30.6%	28.9%	28.9%	28.7%
EBIT 率	15.8%	21.0%	20.2%	21.8%	22.5%
税前净利润率	14.2%	17.0%	20.6%	20.9%	21.6%
归母净利润率	11.8%	14.4%	17.0%	17.4%	18.0%
ROA	5.1%	7.6%	10.3%	11.6%	12.9%
ROE (摊薄)	8.3%	12.3%	17.0%	18.9%	20.4%
经营性 ROIC	7.5%	11.4%	12.8%	15.9%	18.1%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	39%	38%	40%	39%	37%
流动比率	1.69	1.41	1.63	1.91	2.28
速动比率	1.00	0.69	0.98	1.11	1.33
归母权益/有息债务	3.27	3.29	3.06	3.86	5.25
有形资产/有息债务	4.94	4.99	4.78	6.00	7.87

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	4,670	5,002	5,862	6,666	7,442
货币资金	565	325	651	815	984
交易性金融资产	0	27	27	27	27
应收帐款	517	650	942	1,135	1,370
应收票据	0	0	31	13	21
其他应收款 (合计)	10	9	25	23	28
存货	828	1,170	1,276	1,715	2,076
其他流动资产	80	78	213	322	405
流动资产合计	2,018	2,295	3,204	4,097	4,972
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	10	13	23	33	43
固定资产	1,964	2,021	1,882	1,740	1,593
在建工程	254	287	320	345	364
无形资产	276	236	251	266	280
商誉	75	75	75	75	75
其他非流动资产	35	37	81	81	81
非流动资产合计	2,652	2,706	2,658	2,569	2,469
总负债	1,812	1,916	2,324	2,599	2,723
短期借款	341	788	1,015	912	759
应付账款	273	411	440	584	715
应付票据	77	119	143	174	217
预收账款	20	0	23	24	21
其他流动负债	0	3	6	10	14
流动负债合计	1,192	1,633	1,965	2,145	2,180
长期借款	491	140	140	140	140
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	105	92	182	271	363
非流动负债合计	620	283	359	455	544
股东权益	2,858	3,086	3,537	4,067	4,718
股本	806	805	831	831	831
公积金	1,134	1,176	1,210	1,287	1,361
未分配利润	921	1,130	1,510	1,963	2,544
归属母公司权益	2,855	3,083	3,534	4,064	4,715
少数股东权益	4	3	3	3	3

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	2.14%	1.55%	2.00%	1.90%	1.82%
管理费用率	12.69%	11.84%	11.94%	11.64%	11.44%
财务费用率	0.33%	3.46%	0.91%	0.73%	0.48%
研发费用率	4.69%	4.31%	4.91%	4.96%	5.01%
所得税率	17%	16%	17%	17%	17%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.20	0.20	0.29	0.37	0.46
每股经营现金流	0.69	0.50	0.54	0.81	0.95
每股净资产	3.54	3.83	4.25	4.89	5.67
每股销售收入	2.50	3.29	4.26	5.33	6.44

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	147	92	60	47	37
PB	12.2	11.3	10.2	8.9	7.6
EV/EBITDA	69.8	44.4	36.2	28.8	24.0
股息率	0.5%	0.5%	0.7%	0.9%	1.1%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE