

九洲药业 (603456.SH)

业绩超预期高速增长，公司发展势头强劲

事件。公司公告 2021 年半年度业绩预告。公司预计 2021 年半年度实现归母净利润 2.65 亿元-2.85 亿元，同比增长 105%-120%；预计实现扣非净利润 2.36 亿元-2.54 亿元，同比增长 95%-110%。

按照业绩预告推算，预计公司 2021 年 Q2 单季度实现归母净利润 1.71-1.91 亿元，同比增长 76%-97%；Q2 单季度预计实现扣非净利润 1.39-1.57 亿元，同比增长 54%-74%。

点评：业绩超预期高速增长，公司发展势头强劲。

1.业绩超预期高速增长：按照预告中值估算，2021 年半年度实现归母净利润 2.75 亿元，同比增长 112.5%；实现扣非净利润 2.45 亿元，同比增长 102.5%。公司在 2021H1 实现业绩超预期高速增长，并且已经连续 5 个季度实现业绩高增长，证明了自身强劲的发展势头。

2.业绩高增长主要来自于 CDMO 业务，瑞科工厂已实现盈利：我们认为，公司业绩的高增长主要来自于 CDMO 业务的高速发展拉动。参考 2020 年报披露数据以及 2021 半年度业绩预告情况，我们认为，大概率 2021 上半年 CDMO 业务收入占比总收入已经达到一半以上，未来 CDMO 业务占比将会迅速增大。瑞科工厂自去年 6 月复产以来，已于去年 Q4 实现盈利，预计今年上半年也为公司带来一定业绩贡献。

3.与泰格医药达成战略合作，共建创新药产业发展联盟和产业赋能生态圈：7 月 15 日，公司与泰格医药达成战略合作，推动“CRO+CDMO”的协同发展和服务平台深度融合，共建产业发展生态圈，推动产业链资源和国际化拓展合作、人才资源共享，有助于公司加速拓展客户、开拓新订单，助力公司长期快速发展。

4.公司投资逻辑再梳理：公司这两年都是业绩爆发式增长，在 CXO 赛道整体景气度较高的情况下，二线标的业绩大爆发带来的股价弹性可能更大。公司现在估值仅 60 几倍（21 年业绩保守预计 6 亿以上，有很大超预期可能），是非常有性价比且极具吸引力的 CDMO 标的，未来业绩+估值均有很大提升空间。此外，公司管线及客户结构正在逐步走向成熟期，发展势头强劲。

盈利预测与估值。预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 6.18 亿元、8.15 亿元、10.61 亿元，对应增速分别为 62.4%、31.9%、30.2%，对应 PE 分别为 60X、46X、35X。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	3,533	4,477	5,629
增长率 yoy (%)	8.3	31.3	33.5	26.7	25.7
归母净利润(百万元)	238	381	618	815	1,061
增长率 yoy (%)	51.3	60.0	62.4	31.9	30.2
EPS 最新摊薄(元/股)	0.29	0.46	0.74	0.98	1.28
净资产收益率(%)	8.3	12.3	17.4	19.4	20.8
P/E(倍)	156.9	98.0	60.4	45.8	35.1
P/B(倍)	13.1	12.1	10.5	8.9	7.3

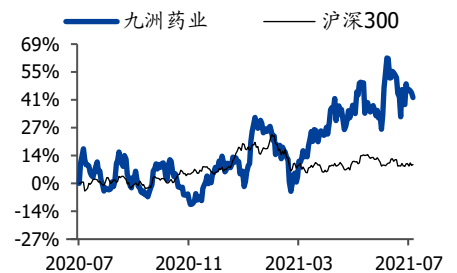
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 7 月 19 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	化学制药
前次评级	买入
7月19日收盘价(元)	44.87
总市值(百万元)	37,304.30
总股本(百万股)	831.39
其中自由流通股(%)	96.62
30日日均成交量(百万股)	8.51

股价走势



作者

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjy@gszq.com

研究助理 应沁心

邮箱：yingqinxin@gszq.com

相关研究

- 《九洲药业 (603456.SH)：进一步健全公司长效激励约束机制，大概率将持续超预期高速增长》 2021-05-19
- 《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》 2021-04-28
- 《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



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2018	2295	4092	5201	6379
现金	565	325	1721	2181	2743
应收票据及应收账款	517	650	908	1067	1417
其他应收款	10	9	17	15	25
预付账款	17	36	35	55	58
存货	828	1170	1304	1777	2030
其他流动资产	80	106	106	106	106
非流动资产	2652	2706	3324	3908	4596
长期投资	10	13	16	19	22
固定资产	1964	2021	2612	3170	3820
无形资产	276	236	248	257	259
其他非流动资产	401	437	449	462	494
资产总计	4670	5002	7416	9109	10974
流动负债	1192	1633	3572	4626	5603
短期借款	341	788	2328	3346	3860
应付票据及应付账款	349	530	559	797	879
其他流动负债	502	315	685	483	865
非流动负债	620	283	278	271	268
长期借款	491	140	136	128	125
其他非流动负债	129	142	142	142	142
负债合计	1812	1916	3850	4897	5871
少数股东权益	4	3	0	-4	-7
股本	806	805	831	831	831
资本公积	940	971	971	971	971
留存收益	1115	1335	1530	1771	2171
归属母公司股东权益	2855	3083	3566	4215	5110
负债和股东权益	4670	5002	7416	9109	10974

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	554	400	890	618	1437
净利润	237	380	615	812	1058
折旧摊销	193	253	238	318	408
财务费用	7	92	68	118	149
投资损失	23	-5	-1	-1	-0
营运资金变动	76	-345	-24	-620	-162
其他经营现金流	19	26	-7	-9	-15
投资活动现金流	-662	-211	-849	-892	-1081
资本支出	320	316	615	580	685
长期投资	-21	-11	-3	-3	-3
其他投资现金流	-362	94	-237	-315	-398
筹资活动现金流	111	-116	-184	-285	-308
短期借款	309	447	1540	1019	513
长期借款	491	-351	-5	-7	-3
普通股增加	-0	-0	26	0	0
资本公积增加	-4	31	0	0	0
其他筹资现金流	-684	-243	-1745	-1296	-819
现金净增加额	-0	22	-143	-559	48

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2017	2647	3533	4477	5629
营业成本	1314	1654	2049	2552	3152
营业税金及附加	22	29	43	51	64
营业费用	43	41	57	67	84
管理费用	256	313	423	514	659
研发费用	95	114	159	201	263
财务费用	7	92	68	118	149
资产减值损失	-9	-22	0	0	0
其他收益	22	39	0	0	0
公允价值变动收益	8	36	7	9	15
投资净收益	-23	5	1	1	0
资产处置收益	-0	-3	0	0	0
营业利润	285	456	742	983	1273
营业外收入	8	0	2	3	3
营业外支出	6	7	4	5	5
利润总额	287	450	741	981	1271
所得税	50	70	125	169	213
净利润	237	380	615	812	1058
少数股东损益	-1	-1	-3	-4	-4
归属母公司净利润	238	381	618	815	1061
EBITDA	516	750	1047	1416	1827
EPS (元)	0.29	0.46	0.74	0.98	1.28

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	8.3	31.3	33.5	26.7	25.7
营业利润(%)	47.3	59.8	62.8	32.3	29.6
归属于母公司净利润(%)	51.3	60.0	62.4	31.9	30.2
获利能力					
毛利率(%)	34.8	37.5	42.0	43.0	44.0
净利率(%)	11.8	14.4	17.5	18.2	18.9
ROE(%)	8.3	12.3	17.4	19.4	20.8
ROIC(%)	7.0	10.2	11.0	11.7	12.8
偿债能力					
资产负债率(%)	38.8	38.3	51.9	53.8	53.5
净负债比率(%)	14.4	22.9	24.5	34.1	27.3
流动比率	1.7	1.4	1.1	1.1	1.1
速动比率	0.9	0.6	0.7	0.7	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.5	0.6
应收账款周转率	3.6	4.5	4.5	4.5	4.5
应付账款周转率	4.2	3.8	3.8	3.8	3.8
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.29	0.46	0.74	0.98	1.28
每股经营现金流(最新摊薄)	0.67	0.48	1.07	0.74	1.73
每股净资产(最新摊薄)	3.43	3.71	4.26	5.04	6.12
估值比率					
P/E	156.9	98.0	60.4	45.8	35.1
P/B	13.1	12.1	10.5	8.9	7.3
EV/EBITDA	73.2	50.7	36.4	27.3	21.2

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 注: 股价为2021年7月19日收盘价

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：021-38124100

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