

2021年07月19日

业绩超市场预期，CDMO 业务继续呈现超高速增长

九洲药业(603456)

事件概述

公司发布 2021 年中报业绩预告：公司上半年实现归母净利润为 2.65~2.85 亿元，同比增长 105%~120%；实现扣非净利润为 2.36~2.54 亿元，同比增长 95%~110%。

分析判断：

► 业绩超市场预期，CDMO 业务继续呈现超高速增长

公司 2021 年上半年扣非净利润同比增长为 95%~110%、其中 Q2 单季度扣非净利润同比增长为 55%~75%，延续高速增长、业绩继续超市场预期，我们判断主要原因有（1）CDMO 业务在并购苏州诺华后在管线数量和客户数量上持续呈现大幅增长，且收入端继续维持超高速增长的势头；（2）江苏瑞科自 2020 年下半年复产后，逐渐转亏为盈，即从 2020 年上半年亏损 7247 万元，到 2021 年上半年实现盈利。

► 战略转型中的准一线 CDMO 企业，为公司带来确定性高速增长

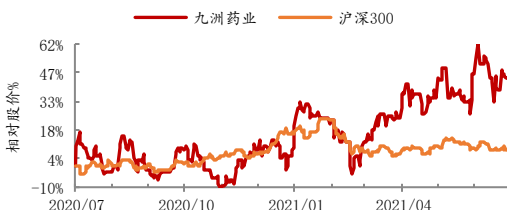
公司自 2008 年以来持续深耕小分子 CDMO 市场、多举措强化公司核心竞争力，并于 2019 年并购苏州诺华工厂深度绑定诺华大客户、以及通过并购美国 CMC 公司 PharmAgra Labs，以及 2020 年定增 10 亿元建设苏州、杭州研发中心，以及浙江 CDMO 产能等，强化公司研发能力和产能建设。2019 年并购苏州诺华工厂，深度绑定诺华大客户，为公司带来多个商业化品种中间体和 API 订单（诺欣妥、Kisqali、尼洛替尼等）以及潜在多个诺华在研管线订单，为公司业绩增长确定性保驾护航。另外公司已建成包括手性催化技术平台、连续化反应技术应用研究平台、氟化学技术研究平台、酶催化技术研究平台在内的多个领先技术平台，持续为国内外客户赋能。展望未来，公司将继续深耕大客户（诺华、吉利德、罗氏等），同时强化服务海外 Biotech 企业，以及加速赋能国内创新药企（贝达药业、绿叶制药、海和生物等），成为战略转型的双主业“特色原料药+CDMO”的全球核心供应商。

投资建议

公司通过并购苏州诺华工厂，实现 CDMO 业务的跨越式发展，成为战略转型的双主业“特色原料药+CDMO”的全球核心供应

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	增持
目标价格：	
最新收盘价：	44.87
股票代码：	603456
52 周最高价/最低价：	51.85/27.34
总市值(亿)	373.04
自由流通市值(亿)	360.44
自由流通股数(百万)	803.31



分析师：崔文亮
邮箱：cuiwl@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519110002

助理研究员：徐顺利
邮箱：xusl1@hx168.com.cn

相关研究

1. 【华西医药】CDMO 行业深度：基于工程师红利和高固定资产产出比，中长期战略性看好国内 CDMO 行业

2021.02.28

商。我们预测 2021-2023 年营业收入分别为 39.73/51.12/65.63 亿元（2021-2022 年原营业收入分别为 35.74/43.40 亿元），同比增长分别为 50.1%/28.7%/28.4%；归母净利润分别为 6.52/8.85/11.43 亿元（2021-2022 年原归母净利润分别为 5.82/7.46 亿元），同比增长分别为 71.2%/35.8%/29.2%，对应 2021~2022 年 PE 估值分别为 57/42 倍，维持“增持”评级。

风险提示

核心技术骨干及管理层流失风险、竞争加剧的风险、增长策略及业务扩展有失败的风险、核心客户丢失风险、汇率波动风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,017	2,647	3,973	5,112	6,563
YoY (%)	8.3%	31.3%	50.1%	28.7%	28.4%
归母净利润(百万元)	238	381	652	885	1,143
YoY (%)	51.3%	60.0%	71.2%	35.8%	29.2%
毛利率 (%)	34.8%	37.5%	37.7%	38.3%	38.8%
每股收益 (元)	0.29	0.46	0.78	1.06	1.38
ROE	8.3%	12.3%	13.8%	15.7%	16.9%
市盈率	156.88	98.02	57.25	42.17	32.63

资料来源：Wind，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,647	3,973	5,112	6,563	净利润	380	650	883	1,140
YoY (%)	31.3%	50.1%	28.7%	28.4%	折旧和摊销	253	901	550	726
营业成本	1,654	2,477	3,155	4,017	营运资金变动	-345	-299	-514	-429
营业税金及附加	29	43	56	72	经营活动现金流	400	1,243	913	1,436
销售费用	41	73	87	116	资本开支	-273	-1,325	-787	-1,057
管理费用	313	487	616	798	投资	-11	0	0	0
财务费用	92	0	0	0	投资活动现金流	-211	-1,310	-774	-1,049
资产减值损失	-22	-4	-1	-3	股权募资	31	26	0	0
投资收益	5	-8	-8	-11	债务募资	1,833	-788	0	0
营业利润	456	774	1,051	1,358	筹资活动现金流	-116	212	0	0
营业外收支	-6	0	0	0	现金净流量	22	145	139	387
利润总额	450	774	1,051	1,358	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	70	124	168	217	成长能力				
净利润	380	650	883	1,140	营业收入增长率	31.3%	50.1%	28.7%	28.4%
归属于母公司净利润	381	652	885	1,143	净利润增长率	60.0%	71.2%	35.8%	29.2%
YoY (%)	60.0%	71.2%	35.8%	29.2%	盈利能力				
每股收益	0.46	0.78	1.06	1.38	毛利率	37.5%	37.7%	38.3%	38.8%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率	14.4%	16.4%	17.3%	17.4%
货币资金	325	470	608	995	总资产收益率 ROA	7.6%	10.2%	11.7%	12.4%
预付款项	36	43	62	75	净资产收益率 ROE	12.3%	13.8%	15.7%	16.9%
存货	1,170	1,656	2,170	2,724	偿债能力				
其他流动资产	765	1,120	1,394	1,771	流动比率	1.41	2.36	2.51	2.53
流动资产合计	2,295	3,289	4,235	5,565	速动比率	0.67	1.14	1.19	1.26
长期股权投资	13	13	13	13	现金比率	0.20	0.34	0.36	0.45
固定资产	2,021	2,339	2,527	2,780	资产负债率	38.3%	26.1%	26.0%	26.9%
无形资产	236	254	242	245	经营效率				
非流动资产合计	2,706	3,124	3,354	3,678	总资产周转率	0.53	0.62	0.67	0.71
资产合计	5,002	6,413	7,589	9,243	每股指标 (元)				
短期借款	788	0	0	0	每股收益	0.46	0.78	1.06	1.38
应付账款及票据	530	726	968	1,205	每股净资产	3.71	5.70	6.76	8.13
其他流动负债	315	668	720	996	每股经营现金流	0.48	1.50	1.10	1.73
流动负债合计	1,633	1,394	1,688	2,201	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	140	140	140	140	估值分析				
其他长期负债	142	142	142	142	PE	98.02	57.25	42.17	32.63
非流动负债合计	283	283	283	283	PB	9.65	7.88	6.64	5.52
负债合计	1,916	1,677	1,970	2,484					
股本	805	831	831	831					
少数股东权益	3	1	-1	-4					
股东权益合计	3,086	4,736	5,619	6,759					
负债和股东权益合计	5,002	6,413	7,589	9,243					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

崔文亮：10年证券从业经验，2015-2017年新财富分别获得第五名、第三名、第六名，并获得金牛奖、水晶球、最受保险机构欢迎分析师等奖项。先后就职于大成基金、中信建投证券、安信证券等，2019年10月加入华西证券，任医药行业首席分析师、副所长，北京大学光华管理学院金融学硕士、北京大学化学与分子工程学院理学学士。

徐顺利：北京大学硕士，曾就职于南华基金，2020年1月加入华西证券，负责CXO、医疗服务及部分药品领域。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。