

九洲药业 (603456)

公司研究/点评报告

盈利延续高增长，CDMO 业务发展迅速

—九洲药业 (603456) 2021 年半年度业绩预告点评

点评报告/医药

2021 年 07 月 21 日

一、事件概述

公司于 2021 年 7 月 20 日发布 2021 年中报业绩预告，预计上半年实现归母净利润 2.65-2.85 亿元，同比增长 105%-120%；预计实现扣非归母净利润 2.36-2.54 亿元，同比增长 95%-110%。

二、分析与判断

业绩持续加速，CDMO 业务贡献不断提升

2021 年 Q2 公司实现归母净利润 1.71-1.90 亿元，环比增长 81%-101%，延续 Q1 高增长态势，我们认为公司 2021 上半年业绩保持较高增长的主要原因是 (1) 公司原料药平台江苏瑞科 2020H1 亏损 7247 万元，自下半年逐步恢复生产，同时公司对产线进行自动化、智能化改造升级，实现降本增效，江苏瑞科在 2020Q4 开始盈利，预计 2021H1 贡献正收益；(2) 公司自 2019 年深度绑定诺华，凭借诺华重磅药物诺欣妥、瑞博西尼等产品的持续放量，推动公司 CDMO 业务快速发展，2020 年 CDMO 业务营收同比增长 70%，营收占比 49%，毛利贡献占比近 54%。同时，公司注重客户多样化开发，与罗氏、硕腾、吉利德等跨国药企以及国内贝达药业、艾力斯、华领医药、海和生物、海思科、和记黄埔医药、绿叶等知名研创药企持续拓展业务合作，2020 年公司客户池新增 400 余家，预计 2021H1 公司 CDMO 业务保持较快增速，毛利贡献占比进一步提升。

产能陆续投放中，持续布局新业务

(1) **CDMO 和制剂产能逐步落地。** 依托订单快速增长，产能建设有条不紊展开，目前公司苏州工厂已启动中试车间建设，预计 2022 年下半年完成投入使用，有望承接诺华中国区创新药孵化之后的放大生产，同时公司计划 2022 年初启动商业化车间建设。此外，公司台州制剂车间募投项目基本建设完成，进一步补齐制剂板块拼图。

(2) **与泰格医药战略合作推动“CRO+CDMO”协同发展和融合。** 2021 年 7 月 15 日，公司与临床 CRO 龙头泰格医药签订战略合作协议，有助于公司进一步打造创新药研发生态圈，夯实和延展公司 CDMO 业务的服务深度和半径。

(3) **布局多肽和小核酸创新药 CDMO 业务。** 公司已组建多肽类新药研发服务团队，目前进行设备安装工作，预计年底可承接多肽项目；此外，公司在积极推进核酸类研发服务团队建设，预计进入慢性病治疗领域。基于新业务方向的延伸，有望拓展 CDMO 业务的覆盖面和强化业务收入韧性。

三、投资建议

公司 CDMO 业务平台化建设稳步推进中，未来业绩有望保持稳定增长，预测公司 2021/2022/2023 年 EPS 分别为 0.74/0.98/1.25 元，对应 PE 分别为 62X、47X、37X。公司近三年平均 PE (TTM) 为 67X，目前 PE (TTM) 为 86X，公司估值低于 CXO 可比公司 2021 年 PE 约 96X (Wind 一致预期，算数平均法) 的水平。考虑 CXO 行业较高的景气度以及公司稳定快速增长的势头，首次覆盖，给与“推荐”评级。

四、风险提示：

CDMO 业务订单和收入增长低于预期；研发进度不及预期；毛利率和净利润率不能持续提升等。

推荐

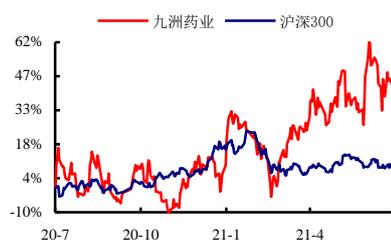
首次覆盖

当前价格： 45.93 元

交易数据 2021-7-20

近 12 个月最高/最低(元)	51.03/28.29
总股本 (百万股)	831
流通股本 (百万股)	803
流通股比例 (%)	96.62
总市值 (亿元)	382
流通市值 (亿元)	369

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：王芳

执业证号： S0100519090004

电话： 021-60876730

邮箱： wangfang@mszq.com

研究助理：李斯特

执业证号： S0100121050053

电话：

邮箱： lisite@mszq.com

相关研究

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	2,647	3,523	4,408	5,562
增长率 (%)	31.3%	33.1%	25.1%	26.2%
归属母公司股东净利润 (百万元)	381	614	816	1,040
增长率 (%)	60.0%	61.3%	32.9%	27.5%
每股收益 (元)	0.46	0.74	0.98	1.25
PE (现价)	100.33	62.22	46.81	36.72
PB	9.65	8.13	6.93	5.83

资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,647	3,523	4,408	5,562
营业成本	1,654	2,184	2,728	3,436
营业税金及附加	29	39	48	61
销售费用	41	53	66	83
管理费用	313	398	485	612
研发费用	114	151	187	239
EBIT	495	697	893	1,130
财务费用	92	14	-16	-30
资产减值损失	-22	-4	-1	-3
投资收益	5	4	4	6
营业利润	456	726	964	1,229
营业外收支	-6	0	0	0
利润总额	450	726	964	1,229
所得税	70	113	150	191
净利润	380	613	814	1,038
归属于母公司净利润	381	614	816	1,040
EBITDA	748	1,610	1,448	1,860

资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	325	1,436	2,189	3,105
应收账款及票据	650	937	1,129	1,423
预付款项	36	39	48	66
存货	1,170	1,287	1,752	2,221
其他流动资产	114	131	129	135
流动资产合计	2,295	3,830	5,247	6,950
长期股权投资	13	13	13	13
固定资产	2,021	1,373	1,078	607
无形资产	236	314	352	378
非流动资产合计	2,706	2,219	2,016	1,638
资产合计	5,002	6,049	7,263	8,588
短期借款	788	0	0	0
应付账款及票据	530	592	780	1,005
其他流动负债	315	476	687	749
流动负债合计	1,633	1,068	1,467	1,754
长期借款	140	140	140	140
其他长期负债	142	142	142	142
非流动负债合计	283	283	283	283
负债合计	1,916	1,351	1,750	2,037
股本	805	831	831	831
少数股东权益	3	2	0	-2
股东权益合计	3,086	4,699	5,513	6,551
负债和股东权益合计	5,002	6,049	7,263	8,588

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	31.3%	33.1%	25.1%	26.2%
EBIT 增长率	72.3%	40.8%	28.0%	26.5%
净利润增长率	60.0%	61.3%	32.9%	27.5%
盈利能力				
毛利率	37.5%	38.0%	38.1%	38.2%
净利率	14.4%	17.4%	18.5%	18.7%
总资产收益率 ROA	7.6%	10.1%	11.2%	12.1%
净资产收益率 ROE	12.3%	13.1%	14.8%	15.9%
偿债能力				
流动比率	1.41	3.59	3.58	3.96
速动比率	0.67	2.34	2.35	2.66
现金比率	0.20	1.34	1.49	1.77
资产负债率	38.3%	22.3%	24.1%	23.7%
经营效率				
应收账款周转天数	89.66	97.11	93.47	93.41
存货周转天数	258.11	215.10	234.38	235.86
总资产周转率	0.53	0.58	0.61	0.65
每股指标 (元)				
每股收益	0.46	0.74	0.98	1.25
每股净资产	3.71	5.65	6.63	7.88
每股经营现金流	0.48	1.62	1.33	1.53
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	100.33	62.22	46.81	36.72
PB	9.65	8.13	6.93	5.83
EV/EBITDA	39.36	22.92	24.96	18.94
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	380	613	814	1,038
折旧和摊销	253	912	555	731
营运资金变动	-345	-201	-264	-500
经营活动现金流	400	1,345	1,110	1,273
资本开支	-273	-429	-353	-355
投资	-11	0	0	0
投资活动现金流	-211	-426	-349	-350
股权募资	31	26	0	0
债务募资	1,833	-788	0	0
筹资活动现金流	-116	192	-7	-7
现金净流量	22	1,111	753	916

分析师与研究助理简介

王芳，电子行业首席，曾供职于东方证券股份有限公司、一级市场私募股权投资有限公司，获得中国科学技术大学理学学士，上海交通大学上海高级金融学院硕士。

李斯特，医药行业助理分析师，约翰霍普金斯大学商业分析与风险管理硕士，2021年入职民生证券。

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 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。