

2021 年中报点评：业绩符合我们预期，CDMO 高速增长驱动公司业务发展

买入（维持）

2021 年 08 月 16 日

证券分析师 朱国广

执业证号：S0600520070004

021-60199793

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 周新明

执业证号：S0600520090002

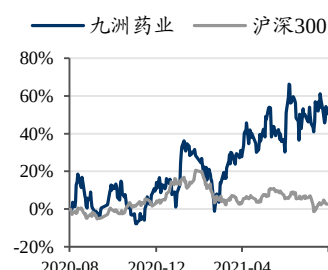
zhouxm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,647	3,526	4,584	5,707
同比（%）	31.3%	33.2%	30.0%	24.5%
归母净利润（百万元）	381	612	813	1,069
同比（%）	60.0%	60.7%	33.0%	31.4%
每股收益（元/股）	0.46	0.73	0.98	1.28
P/E（倍）	101.07	62.88	47.29	36.00

投资要点

- **事件：**2021H1 公司实现营收 18.68 亿元（+85.34%，括号内为同比增速，下同）；归母净利润 2.75 亿元（+112.32%）；实现扣非归母净利润 2.46 亿元（+103.49%）；实现经营性现金流净额 1.38 亿元（+210.62%）。
- **业绩符合我们预期，CDMO 业务保持高速增长驱动公司发展。**根据公司公告，2021Q2 公司实现归母净利润 1.80 亿元，同比增长 86%，业绩符合我们的预期。公司业绩增长的主要原因系 CDMO 业务的持续高增长：分业务看 2021H1 公司 CDMO 业务实现营收 10.24 亿元（+134.8%），特色原料药及中间体业务实现营收 6.57 亿元（+33.0%）。其中 CDMO 业务项目涉及抗心衰、抗抑郁、抗帕金森、抗肺癌、抗丙肝、抗糖尿病、抗呼吸系统感染等治疗领域，驱动公司业务发展。
- **平台化能力不断拓展，CDMO 项目数量持续增加。**公司在手性催化、连续化反应、氟化学、酶催化等技术领域已做到行业领先，小分子合成能力业内一流；客户方面，公司承载全球 500 多家合作伙伴的创新药项目，致力于以 GMP 标准向客户提供创新药临床前 CMC，临床 I、II、III 期，NDA 至上市全产业链的一站式优质服务，服务客户覆盖 Novartis、Roche、Zoetis、GSK、Gilead、第一三共等跨国制药巨头，以及贝达药业、和记黄埔、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；产能方面，公司已经在台州、苏州、杭州、美国建立了多个研发和生产基地；项目结构方面，截至 2021H1，公司承接的 CDMO 项目，已上市项目 18 个，处于 III 期临床的项目 41 个，处于 I 期和 II 期临床的有 471 个，体现了一线 CDMO 企业能力。在质量管理方面，2021H1 公司累计接待并通过国内官方的 GMP 检查 3 次，公司及子公司共接受客户检查 39 次，质量体系得到客户高度认可。
- **盈利预测与投资评级：**由于公司 2021H1 中报符合我们的预期，我们维持此前盈利预测，预计 2021-2023 年公司实现归母净利润 6.12/8.13/10.69 亿元，当前市值对应 2021-2023 年 PE 分别为 63/47/36 倍，公司归母净利润 2020-2023 年复合增速有望超 40%，维持“买入”评级。
- **风险提示：**竞争加剧导致盈利能力下降，汇兑损益风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	46.20
一年最低/最高价	27.34/51.85
市净率(倍)	9.54
流通 A 股市值(百万元)	38321.94

基础数据

每股净资产(元)	5.02
资产负债率(%)	26.64
总股本(百万股)	832.62
流通 A 股(百万股)	829.48

相关研究

- 1、《九洲药业（603456）：2021 年中报业绩预告点评：业绩符合我们预期，CDMO 有望维持全年高增长》2021-07-20
- 2、《九洲药业（603456）：推出股权激励草案，CDMO 有望推动业绩持续高增长》2021-05-18
- 3、《九洲药业（603456）：2020 年年报及 2021 年一季报点评：业绩略超我们预期，CDMO 业务驱动公司业绩高增长》2021-04-28

九洲药业三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2,295	3,852	5,057	5,316	营业收入	2,647	3,526	4,584	5,707
现金	325	1,224	1,775	1,408	减:营业成本	1,654	2,186	2,833	3,481
应收账款	650	1,027	1,171	1,481	营业税金及附加	29	40	50	63
存货	1,170	1,470	1,951	2,253	营业费用	41	49	73	80
其他流动资产	151	131	161	175	管理费用	313	402	541	656
非流动资产	2,706	3,235	3,880	4,434	研发费用	114	152	195	234
长期股权投资	13	14	14	16	财务费用	92	35	9	17
固定资产	2,021	2,580	3,201	3,764	资产减值损失	22	30	38	48
在建工程	300	300	303	308	加:投资净收益	5	-8	-9	-8
无形资产	236	235	239	223	其他收益	39	25	29	31
其他非流动资产	136	106	123	122	资产处置收益	-3	-2	-2	-2
资产总计	5,002	7,086	8,937	9,750	营业利润	456	729	968	1,269
流动负债	1,633	1,276	1,973	1,903	加:营业外净收支	-6	-6	-6	-6
短期借款	788	387	505	560	利润总额	450	723	962	1,263
应付账款	530	513	887	851	减:所得税	70	113	150	197
其他流动负债	315	376	580	492	少数股东损益	-1	-1	-1	-2
非流动负债	283	2,247	2,756	2,738	归属母公司净利润	381	612	813	1,069
长期借款	140	134	128	110	EBIT	497	740	948	1,252
其他非流动负债	142	2,113	2,628	2,628	EBITDA	750	996	1,293	1,696
负债合计	1,916	3,523	4,728	4,642	重要财务与估值指标				
少数股东权益	3	2	0	-2		2020A	2021E	2022E	2023E
归属母公司股东权益	3,083	3,561	4,208	5,110	每股收益(元)	0.46	0.73	0.98	1.28
负债和股东权益	5,002	7,086	8,937	9,750	每股净资产(元)	3.70	4.24	5.02	6.10
					发行在外股份(百万股)	805	833	833	833
					ROIC(%)	11.4%	12.8%	14.3%	15.3%
					ROE(%)	12.3%	17.3%	19.4%	21.0%
					毛利率(%)	37.5%	38.0%	38.2%	39.0%
					销售净利率(%)	14.4%	17.3%	17.7%	18.7%
					资产负债率(%)	38.3%	49.7%	52.9%	47.6%
					收入增长率(%)	31.3%	33.2%	30.0%	24.5%
					净利润增长率(%)	60.3%	60.7%	33.0%	31.4%
					P/E	101.07	62.88	47.29	36.00
					P/B	12.48	10.89	9.20	7.57
					EV/EBITDA	52.20	40.04	30.89	23.79

数据来源: wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>