

2021年08月17日

九洲药业（603456.SH）

公司快报

CDMO 业务持续高增速，漏斗效应显著

投资要点

- ◆ **事件：**公司公布 2021 半年报，上半年实现营收 18.68 亿元，同比增长 85.34%；归母净利润 2.75 亿元，同比增长 112.32%；扣非归母净利润 2.46 亿元，同比增长 103.49%；经营性现金流净额 1.38 亿元，同比增加 210.62%。
- ◆ **业绩延续 Q1 高增速，盈利水平持续提升。**剔除去年新冠疫情影响后，公司上半年营收和净利润对比 2019 上半年年复合增长率分别为 47.57%和 63.73%，上半年业绩符合预期。**分季度看，**公司 Q2 实现营收 10.12 亿元，同比增长 64.17%，环比增加 18.21%；归母净利润 1.80 亿元，同比增加 86.02%，环比增加 91.13%。**盈利能力方面，**公司上半年毛利率为 31.99%，同比出现下降。期间费用率方面，公司上半年期间费用率合计降低 10.4pct 至 15.0%，费用率持续优化；其中管理费用率下降 9.0pct 至 8.4%，主要因为江苏瑞科复产导致停产相关费用减少。综合来看，公司上半年净利率为 14.73%，同比增加 1.91%，保持优秀的盈利水平。
- ◆ **CDMO 漏斗效应逐渐显现，承接项目量明显增加。**受益于公司对全球市场的早期战略布局，现有客户的新项目逐步放量，公司上半年承接的 CDMO 项目中，已上市项目 18 个，III期项目 41 个，I/II期项目 471 个；项目包含抗病毒、抗肿瘤等多治疗领域。公司依托良好的质量和口碑，储备大量早期项目，为后续的大品种订单打好基础，形成漏斗效应。
- ◆ **发布股权激励计划，增强员工积极性。**公司公布股权激励计划，拟授予限制性股票 132.60 万股至 182 名公司中层管理人员及核心技术骨干，激励计划占公司总股本的 0.16%，授予价格为 21.6 元/股。本次激励的考核目标为以 2019 年扣非净利润为基数，2021-2023 年扣非净利润增速分别不低于 70%、120%、185%，对应年复合增长率为 30%。激励计划一方面展示出公司对未来业务的信心，一方面将加强技术人员的积极性。
- ◆ **投资建议：**我们预测公司 2021 年至 2023 年归母净利润分别为 5.96 亿元、7.70 亿元和 9.69 亿元，同比增长 56.7%、29.2%、25.7%；对应 PE 分别为 65 倍、50 倍、40 倍。基于公司向 CDMO 业务转型的显著成效，各业务管线稳步推进，维持公司“增持-A”评级。
- ◆ **风险提示：**市场竞争加剧，订单不及预期，CDMO 业务合作不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,017	2,647	3,614	4,585	5,707
YoY(%)	8.3	31.3	36.5	26.9	24.5

医药 | 化学制剂 III

投资评级

增持-A(维持)

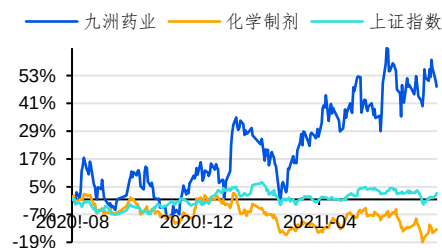
股价(2021-08-16)

46.20 元

交易数据

总市值（百万元）	38,217.26
流通市值（百万元）	38,073.09
总股本（百万股）	832.62
流通股本（百万股）	829.48
12 个月价格区间	27.34/51.85 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.56	7.61	44.66
绝对收益	1.29	8.74	49.71

分析师

 魏赞
 SAC 执业证书编号：S0910521040001
 weiyun@huajinsc.cn
 02120377191

报告联系人

 徐梓煜
 xuziyu@huajinsc.cn
 02120377063

相关报告

九洲药业：CDMO+API 双线发展，业绩符合预期 2020-10-22

九洲药业：事件影响消退，等待业绩拐点 2017-01-20

九洲药业：公司 2015 年半年报业绩点评 2015-07-31

净利润(百万元)	238	381	596	770	969
YoY(%)	51.3	60.0	56.7	29.2	25.7
毛利率(%)	34.8	37.5	34.0	34.7	34.5
EPS(摊薄/元)	0.29	0.46	0.72	0.93	1.16
ROE(%)	8.3	12.3	22.9	25.8	28.1
P/E(倍)	161.8	101.1	64.5	49.9	39.7
P/B(倍)	13.5	12.5	14.8	12.9	11.2
净利率(%)	11.8	14.4	16.5	16.8	17.0

数据来源: Wind, 华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2018	2295	2658	3692	4435	营业收入	2010	2317	3154	4103	5341
现金	565	325	-	367	457	营业成本	1432	1643	2209	2864	3716
应收票据及应收账款	528	659	1,208	1,189	1,620	营业税金及附加	8	12	16	11	21
预付账款	17	36	40	55	64	营业费用	103	110	136	156	203
存货	828	1,170	1,304	1,973	2,188	管理费用	40	41	47	62	80
其他流动资产	80	78	79	79	79	研发费用	118	173	221	287	374
非流动资产	2,652	2,706	2,456	2,207	1,961	财务费用	-2	1	-17	-24	-36
长期投资	10	13	13	13	13	资产减值损失	-16	-40	-19	-41	-37
固定资产	1964	2021	1786	1551	1315	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	276	236	223	211	198	投资净收益	32	13	15	15	15
其他非流动资产	52	61	56	56	58	营业利润	382	352	637	863	1095
资产总计	4670	5002	5114	5898	6396	营业外收入	5	0	0	0	0
流动负债	1192	1633	2377	2778	2817	营业外支出	1	1	1	1	1
短期借款	341	788	1168	1357	1050	利润总额	386	351	636	863	1095
应付票据及应付账款	349	530	621	871	1014	所得税	48	39	79	103	129
其他流动负债	108	198	153	153	168	税后利润	338	313	558	760	966
非流动负债	620	283	136	136	138	少数股东损益	13	16	20	32	42
长期借款	491	140	0	0	0	归属母公司净利润	325	296	538	728	923
其他非流动负债	129	142	136	136	138	EBITDA	419	408	682	920	1159
负债合计	1812	1916	2513	2914	2955	主要财务比率					
少数股东权益	4	3	0	-2	-5	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
股本	806	805	833	833	833	成长能力					
资本公积	940	971	169	167	168	营业收入(%)	37.5	15.2	36.2	30.1	30.2
留存收益	1115	1335	1599	1987	2446	营业利润(%)	-24.8	-8.0	81.1	35.6	26.8
归属母公司股东权益	2855	3083	2601	2987	3446	归属于母公司净利润(%)	-24.8	-9.0	81.5	35.4	26.9
负债和股东权益	4670	5002	5114	5898	6396	获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	28.8	29.1	30.0	30.2	30.4
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率(%)	16.2	12.8	17.0	17.7	17.3
经营活动现金流	554	400	549	608	959	ROE(%)	14.2	11.7	17.3	19.5	20.1
净利润	237	380	596	770	969	ROIC(%)	14.3	11.0	16.9	19.2	19.7
折旧摊销	193	253	248	248	248	偿债能力					
财务费用	7	92	51	61	56	资产负债率(%)	20.7	30.1	19.1	23.1	18.1
投资损失	23	-5	-12	-8	-10	流动比率	4.3	3.0	4.8	3.9	5.0
营运资金变动	134	-249	-331	-460	-301	速动比率	2.0	1.9	2.7	2.9	3.2
其他经营现金流	-39	-70	-3	-2	-3	营运能力					
投资活动现金流	-662	-211	9	11	10	总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.9	0.9
筹资活动现金流	111	-116	-882	-252	-879	应收账款周转率	3.3	2.3	3.0	3.0	3.6
						应付账款周转率	4.2	3.2	4.0	3.6	4.0
每股指标(元)						估值比率					
每股收益(最新摊薄)	0.29	0.46	0.72	0.93	1.16	P/E	96.1	105.5	58.1	43.0	33.8
每股经营现金流(最新摊薄)	0.67	0.48	0.66	0.73	1.15	P/B	13.6	12.2	10.1	8.4	6.8
每股净资产(最新摊薄)	3.43	3.70	3.12	3.59	4.14	EV/EBITDA	74.0	75.0	44.7	32.6	25.4

资料来源: Wind, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

魏贇声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn