



九洲药业 (603456)

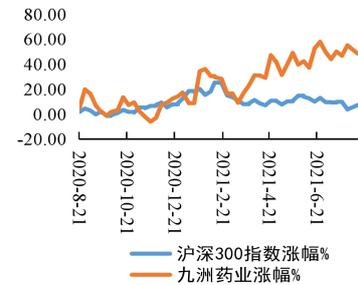
CDMO 驱动业绩高速增长，API 持续良性发展

基础数据:

截至 2021 年 8 月 17 日

当前股价	46.00 元
投资评级	买入
评级变动	维持
总股本	8.33 亿股
流通股本	8.29 亿股
总市值	383.18 亿元
流动市值	381.34 亿元

相对市场表现:



分析师:

分析师 胡晨曦

huchenxi@gwgsc.com

执业证书编号: S0200518090001

联系电话: 010-68080680

公司地址: 北京市丰台区凤凰嘴街2号院1号楼中国长城资产大厦12层

事件: 公司发布2021年中报。2021年上半年, 公司实现营业收入18.68亿元, 同比增长85.34%; 归属母公司净利润2.75亿元, 同比增长112.32%。

事件点评:

◆**CDMO 业务驱动公司业绩高速增长。**2021年上半年, 公司实现营业收入18.68亿元, 其中公司API及中间体业务销售收入6.57亿元, 同比增长33.04%; CDMO业务销售收入10.24亿元, 同比增长134.77%; 其他业务收入1.02亿元, 同比增长567.73%。公司营业收入高速增长, 主要由CDMO业务高速增长驱动。

◆**CDMO 业务提升全球领先的核心技术平台, 赋能新药研发, 深化管线合作。**1) 公司经过多年持续的研发和技术积累, 掌握了众多具有自主知识产权的前沿绿色制药技术。目前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、酶催化技术研究平台在内的多个领先技术平台, 并在报告期内初步完成多肽技术平台建设, 同时布局寡核苷酸等新技术平台。2) 报告期内, 公司与国际制药巨头Novartis、Roche、Zoetis、GSK、Gilead、第一三共等形成深度嵌入式合作关系, 业务订单稳定增长, 项目储备逐年增多, 并呈现漏斗形平稳转化。截止报告期末, 公司承接的CDMO项目, 已上市项目18个(新增2个), 处于III期临床的项目41个(新增1个), 处于I期和II期临床试验的有471个(新增33个), 项目涵盖抗肿瘤类、抗心衰类、中枢神经类、心脑血管类、抗病毒类等治疗领域。早期研发项目数量大幅增加体现公司在业界的品牌与口碑, 丰富的早期项目储备为后续获得大品种订单提供更多的空间。3) 报告期内, 子公司瑞博苏州在完整地保持跨国制药公司先进的质量体系、安全管理体系、运营管理体系的同时, 不断提升运营效率, 成果显著。其供应Novartis的诺欣妥、Kisqali(瑞博西林)、尼洛替尼等三个大品种原料药或中间体已上市项目, 终端销售额保持快速放量趋势。根据Novartis中报, 2021年上半年, 诺



相关报告：

1. 公司研究：九洲药业（603456）——技术领先型原料药企业，掘金 CDMO 正当时_2019. 2. 13
2. 年报点评：九洲药业（603456）——业绩符合预期，CDMO 业务快速增长_2019. 03. 14
3. 年报点评：九洲药业（603456）——CDMO 锁定诺华长期订单，API 回升可期_2020. 04. 13
4. 中报点评：九洲药业（603456）——CDMO 订单快速增加，API 业务有望改善，综合毛利率大幅提升_ _2020. 08. 28
5. 年报点评：九洲药业（603456）——API 业绩拖累因素消除，CDMO 业务项目数快速增长_ _2021. 04. 30

欣妥销售额为 16.75 亿美元，同比增长 46%。国家药品监督管理局于今年 6 月 1 日批准诺欣妥用于治疗原发性高血压，进一步打开其在中国市场的空间；尼洛替尼销售额为 10.38 亿美元，同比增长 7%。Kisqali 销售额为 4.20 亿美元，同比增长 31%；报告期内，瑞博苏州实现销售收入 5.42 亿元，同比增长 208.95%，净利润 3,196.16 万元，同比增长 96.58%。

◆**API 业务持续良性发展，子公司江苏瑞科大幅盈利。**1) 公司始终坚持创新驱动，持续推进生产工艺与技术创新，丰富产品维度，确保原料药产品的竞争优势。报告期内，公司在研产品除增加现有治疗领域内产品品种外，新产品布局降血压、抗 HIV 及内分泌系统等领域；为持续提升原料药的市场竞争力，公司进一步完善了全流程的研发管理制度，针对每个项目实施更精细的项目节点管理，以达到全面强化研发项目管理的目标；完成多个产品技改工作，分别在产能释放、降低成本、绿色环保方面取得了不同程度的进步，提升了公司原料药的竞争力。同时，公司持续推进精益化管理，提升管理水平，优化资源配置，降本增效。公司面对国际公共卫生紧急事件和近年来多地化工安全事件，积极采取措施稳定原辅料供应紧张局面，保证公司主打产品的全球市场供应；积极整合内外部资源，优化产能布局；持续推进精益化管理，提升管理水平；加大技术革新力度，对多个产品进行了不同程度的优化，进一步降本增效；主导产品需求旺盛，价格有一定提升；同时积极利用内部资源，提升产能利用率。2) 子公司江苏瑞科大幅盈利。2020 年 6 月子公司江苏瑞科成功复产后，今年上半年实现销售收入 2.89 亿元（包含部分 CDMO 业务收入），净利润 5,821.36 万元，江苏瑞科 2015 年被公司控股以来，首次实现盈利，对公司业绩产生积极的正向贡献。

◆**原料制剂一体化稳步推进。**1) 公司战略构建仿制原料药制剂一体化模式，聚焦特色仿制药剂型，截止报告期末，公司已有 12 个仿制药剂项目处于不同研发阶段，多个产品已完成 BE 阶段工作。报告期内，公司向 FDA 递交的制剂产品 AED-02 缓释片的 ANDA，目前尚处于审批中。



2) 子公司四维医药制剂基地的各项工作稳步开展, 高效推进, 于 2021 年 7 月份向浙江省药品监督管理局递交了《药品生产许可证》申请并接受了现场检查, 为公司制剂产品的生产提供了坚实的后盾; 子公司九洲生物完成了多家供应商的现场审计, 建立了完善的供应商档案库, 全面保障公司后续制剂业务的发展。

投资建议:

我们预计公司 2021-2023 年的净利润分别为 6.30/8.04/9.60 亿元, EPS 分别为 0.78/1.00/1.19 元, 当前股价对应 P/E 分别为 59/46/39 倍。考虑 CDMO 业务客户拓展广度和合作深度上成绩斐然, 项目数量快速增长, 漏斗形项目管线持续向后端转化, 部分商业化大品种受益于终端市场放量, 销量持续增长; API 业务持续良性发展, 江苏瑞科开始贡献业绩; 原料制剂一体化稳步推进; 我们维持其“买入”评级。

风险提示:

重点 CDMO 订单放量不及预期; 原料药和中间体价格波动风险; 环保政策风险; 安全生产风险。

主要财务数据及预测:

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,647.28	3,623.82	4,568.26	5,400.47
增长率(%)	31.26	36.89	26.06	18.22
净利润(百万元)	380.58	629.68	803.53	960.39
增长率(%)	60.05	65.45	27.61	19.52
EPS(元/股)	0.46	0.78	1.00	1.19
市盈率(P/E)	100.64	58.97	46.00	38.66
市净率(P/B)	12.42	11.49	10.84	10.21

资料来源: Wind, 长城国瑞证券研究所



表：盈利预测（单位：百万元）

资产负债表	2020	2021E	2022E	2023E	利润表	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	324.57	616.05	776.60	918.08	营业收入	2,647.28	3,623.82	4,568.26	5,400.47
应收账款	658.78	963.69	1,079.10	1,332.83	营业成本	1,654.39	2,135.61	2,682.78	3,166.11
预付账款	36.21	32.68	53.86	48.27	营业税金及附加	29.07	39.80	50.17	59.31
存货	1,169.90	1,409.00	1,830.64	1,992.65	营业费用	40.95	54.36	66.24	75.61
其他	105.92	105.92	105.92	105.92	管理费用	313.44	420.36	520.78	604.85
流动资产合计	2,295.39	3,127.34	3,846.12	4,397.76	研发费用	114.23	156.37	197.12	233.03
长期股权投资	12.77	12.77	12.77	12.77	财务费用	91.66	108.71	137.05	162.01
固定资产	2,021.35	2,046.47	2,024.42	1,972.96	资产减值损失	-22.17	-15.00	-15.00	-15.00
在建工程	286.69	193.01	136.81	103.08	公允价值变动收益	35.97	10.00	10.00	10.00
无形资产	235.78	256.48	275.33	292.33	投资净收益	4.99	10.00	10.00	10.00
其他	149.82	144.24	141.03	139.10	其他	42.84	109.37	150.12	186.03
非流动资产合计	2,706.41	2,652.97	2,590.36	2,520.25	营业利润	456.15	750.61	956.13	1,141.56
资产总计	5,001.79	5,780.32	6,436.48	6,918.01	营业外收入	0.27	0.27	0.27	0.27
短期借款	788.02	1,115.56	1,582.86	1,462.80	营业外支出	6.52	6.52	6.52	6.52
应付账款	517.96	922.49	887.02	1,248.50	利润总额	449.90	744.36	949.88	1,135.31
其他	327.06	375.63	405.53	439.03	所得税	70.01	115.84	147.82	176.68
流动负债合计	1,633.04	2,413.68	2,875.41	3,150.32	净利润	379.89	628.52	802.06	958.63
长期借款	140.19	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	-0.70	-1.15	-1.47	-1.76
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	380.58	629.68	803.53	960.39
其他	142.44	142.44	142.44	142.44	主要财务比率	2020	2021E	2022E	2023E
非流动负债合计	282.64	142.44	142.44	142.44	成长能力				
负债合计	1,915.68	2,556.13	3,017.85	3,292.76	营业收入增速	31.26%	36.89%	26.06%	18.22%
少数股东权益	2.91	1.75	0.28	-1.48	营业利润增速	59.81%	64.55%	27.38%	19.39%
股本	805.23	805.23	805.23	805.23	归属于母公司净利润增速	60.05%	65.45%	27.61%	19.52%
资本公积	971.34	971.34	971.34	971.34	获利能力				
留存收益	2,306.09	2,417.20	2,613.11	2,821.49	毛利率	37.51%	41.07%	41.27%	41.37%
其他	-999.46	-971.34	-971.34	-971.34	净利率	14.38%	17.38%	17.59%	17.78%
股东权益合计	3,086.12	3,224.19	3,418.63	3,625.24	ROE	12.34%	19.54%	23.51%	26.48%
负债和股东权益总计	5,001.79	5,780.32	6,436.48	6,918.01	ROIC	14.86%	20.09%	25.28%	26.50%
					偿债能力				
现金流量表	2020	2021E	2022E	2023E	资产负债率	38.30%	44.22%	46.89%	47.60%
经营活动现金流	400.39	766.61	507.93	1,245.57	流动比率	1.41	1.30	1.34	1.40
资本支出	284.74	70.00	70.00	70.00	速动比率	0.69	0.71	0.70	0.76
长期投资	2.47	0.00	0.00	0.00	营运能力				
其他	-497.74	-140.00	-140.00	-140.00	应收账款周转率	4.46	4.47	4.47	4.48
投资活动现金流	-210.53	-70.00	-70.00	-70.00	存货周转率	2.65	2.81	2.82	2.83
债权融资	938.22	1,132.25	1,599.54	1,479.48	总资产周转率	0.55	0.67	0.75	0.81
股权融资	-83.00	-80.59	-137.05	-162.01					
其他	-971.34	-1,456.79	-1,739.87	-2,351.56	每股指标（元）	2020	2021E	2022E	2023E
筹资活动现金流	-116.12	-405.13	-277.37	-1,034.09	每股收益	0.46	0.78	1.00	1.19
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	0.48	0.92	0.61	1.50
现金净增加额	73.74	291.48	160.56	141.48	每股净资产	3.71	4.00	4.25	4.50

数据来源：Wind，长城国瑞证券研究所

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入：相对强于市场表现 20%以上；
- 增持：相对强于市场表现 10%~20%；
- 中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；
- 减持：相对弱于市场表现 10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好：行业超越整体市场表现；
- 中性：行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。