

九洲药业(603456)

点评报告

公司研究——化学制药行业

证券研究报告

# 资本开支加速, CDMO 向好

## ——九洲药业 2021 年三季度点评

✍️ : 孙建 执业证书编号: S1230520080006  
☎️ : 联系人: 毛雅婷  
✉️ : maoyating@stocke.com.cn

### 报告导读

2021Q3 公司归母净利润达到 2013 年以来单季度最高值, 我们关注到资本开支提升、CDMO 业务收入占比可能提升, 持续看好公司 CDMO 业务发展趋势、能力验证和天花板拓展。

### 投资要点

#### □ 财务表现: 单季度利润最高值, 平均盈利能力提升

公司发布 2021 年三季度报, 2021 年 1-9 月收入同比增长 72.1%、归母净利润同比增长 97.7%、归母净利润率 15.7%。单季度看, 2021Q3 收入同比增长 54%、归母净利润同比增长 80.4%、归母净利润率 17.5% (环比 2021Q2 下降 0.4pct)。我们认为, 公司 Q3 业绩表现好于我们的预期。

#### □ 边际变化: 资本开支提升、CDMO 业务占比提升

① **单季度资本开支最高值。**根据 2021 年三季度报, 公司在 Q3 的资本开支达到 2016 年以来的最高值。根据公司 2021 年中报, 我们关注到“在建工程”中“川南原料药生产基地”项目预算金额增加、完工进度大于 80%; 根据 8 月 19 日公司的投资者关系活动记录表, “有两个商业化车间已经立项, 预计明年开工建设; 浙江瑞博方面, 今年通过自动化改造持续提升运营效率, 释放产能潜力, 还有少部分仿制药原料药产能已在外移, 车间改造后产能可用于 CDMO; 此外, 在浙江头门港国家级医化园区已购买 287 亩土地, 计划今年 10 月份开工新建 CDMO 生产基地”。我们预期苏州瑞博、台州瑞博、杭州瑞博产能扩充、利用率提升后, 资本开支有望转化为营业利润。

② **成本上升背景下净利润率保持较高水平。**我们关注到 2021 年以来, 上游化工涨价对医药制造业公司的成本带来很大压力, 公司在 8 月 19 日的交流中也提到了“部分原材料价格波动较大”可能带来了上半年的毛利率波动。2021 年三季度以来化工成本持续上涨的背景下, 我们关注到公司毛利率、净利率维持在环比相对稳定的水平, 我们认为可能和 CDMO 收入占比进一步提升有关(我们估算公司 CDMO 业务的毛利率 > API 业务的毛利率), 也可能和 API 品种的成本&存货控制有关, 我们看好公司 CDMO 高速增长背景下盈利能力整体提升, 多肽类、核酸类领域的拓展可能带来新增量。

#### □ 盈利预测及估值

我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.75、1.03、1.45 元/股, 2021 年 10 月 28 日收盘价对应 2021 年 67 倍 PE (2022 年 49 倍 PE)。大客户、大项目管理经验是公司下一个阶段的基础, 我们看好公司供给能力的边际变化, 及新领域(多肽类、核酸类等)、新业务(制剂类 CDMO 等)的拓展。综合考虑到公司在收入结构切换窗口期内 CDMO 业务增长弹性&持续性的预期差, 维持“买入”评级。

### 评级

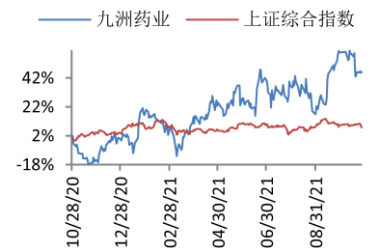
### 买入

上次评级 买入  
当前价格 ¥ 50.35

### 单季度业绩

### 元/股

3Q/2021	0.24
2Q/2021	0.22
1Q/2021	0.11
4Q/2020	0.17



### 公司简介

九洲药业致力于为国内外创新药公司及新药研发机构提供创新药在研发、生产方面的 CDMO 一站式服务; 同时为全球化学原料药及医药中间体提供工艺技术创新和商业化的业务。

### 相关报告

- 1 《九洲药业 2021 年中报点评: 客户储备拐点期、供给能力升级期》2021.08.17
- 2 《九洲药业 2021 年中报预告点评: 看好 CDMO 业务增长的持续性》2021.07.19
- 3 《九洲药业 2020 年报及 2021 年一季报点评: 从 CDMO 增速和结构看发展拐点》2021.04.28
- 4 《九洲药业 2020 年业绩预告点评: 符合预期, 看好 CDMO 全年高增长趋势》2021.01.27

**□ 风险提示**

生产安全事故风险；环保事件导致停产风险；CDMO 业务订单波动性风险；新药上市审评进度不及预期风险；重大客户流失风险等。

**财务摘要**

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	2647	4016	5483	7444
(+/-)	31.26%	51.70%	36.54%	35.76%
归母净利润	381	603	833	1166
(+/-)	60.05%	58.50%	38.04%	39.99%
每股收益(元)	0.47	0.75	1.03	1.45
P/E	106.53	67.21	48.69	34.78

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	2295	3293	4483	6042	<b>营业收入</b>	2647	4016	5483	7444
现金	325	529	744	992	营业成本	1654	2490	3383	4578
交易性金融资产	27	0	0	0	营业税金及附加	29	60	82	112
应收账款	650	1035	1409	1924	营业费用	41	60	82	112
其它应收款	9	4	5	7	管理费用	313	502	685	931
预付账款	36	37	51	69	研发费用	114	181	247	335
存货	1170	1618	2199	2976	财务费用	92	63	47	50
其他	78	68	76	74	资产减值损失	25	5	29	11
<b>非流动资产</b>	2706	3066	3421	3738	公允价值变动损益	36	36	36	36
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	5	(13)	(10)	(6)
长期投资	13	13	13	13	其他经营收益	36	38	37	38
固定资产	2021	2200	2420	2662	<b>营业利润</b>	456	717	990	1384
无形资产	236	235	239	222	营业外收支	(6)	(2)	(4)	(3)
在建工程	287	458	572	648	<b>利润总额</b>	450	714	986	1380
其他	150	161	177	194	所得税	70	111	153	215
<b>资产总计</b>	5002	6359	7904	9781	<b>净利润</b>	380	603	833	1166
<b>流动负债</b>	1633	2385	3083	3794	少数股东损益	(1)	0	0	0
短期借款	788	1267	1517	1746	<b>归属母公司净利润</b>	381	603	833	1166
应付款项	530	662	951	1232	<b>EBITDA</b>	733	871	1168	1583
预收账款	0	40	55	74	<b>EPS (最新摊薄)</b>	0.47	0.75	1.03	1.45
其他	315	415	561	742					
<b>非流动负债</b>	283	253	269	268	<b>主要财务比率</b>				
长期借款	140	140	140	140		<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
其他	142	113	128	128	<b>成长能力</b>				
<b>负债合计</b>	1916	2639	3352	4062	营业收入	31.26%	51.70%	36.54%	35.76%
少数股东权益	3	3	3	3	营业利润	57.67%	57.14%	38.18%	39.72%
归属母公司股东权益	3083	3717	4550	5715	归属母公司净利润	60.05%	58.50%	38.04%	39.99%
<b>负债和股东权益</b>	5002	6359	7904	9781	<b>获利能力</b>				
					毛利率	37.51%	38.00%	38.30%	38.50%
					净利率	14.35%	15.02%	15.19%	15.66%
					ROE	12.80%	17.73%	20.13%	22.70%
					ROIC	10.08%	12.33%	13.99%	15.85%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	38.30%	41.50%	42.40%	41.53%
					净负债比率	48.98%	53.98%	50.10%	46.83%
					流动比率	1.41	1.38	1.45	1.59
					速动比率	0.69	0.70	0.74	0.81
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.55	0.71	0.77	0.84
					应收帐款周转率	4.53	4.86	4.62	4.61
					应付帐款周转率	4.84	5.39	5.37	5.37
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.47	0.75	1.03	1.45
					每股经营现金	0.50	0.26	0.63	0.68
					每股净资产	3.83	4.62	5.65	7.10
					<b>估值比率</b>				
					P/E	106.53	67.21	48.69	34.78
					P/B	13.15	10.91	8.91	7.09
					EV/EBITDA	40.14	47.58	35.53	26.19

<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	400	212	509	551
净利润	380	603	833	1166
折旧摊销	253	119	135	152
财务费用	92	63	47	50
投资损失	(5)	13	10	6
营运资金变动	(128)	(89)	66	(23)
其它	(191)	(496)	(581)	(800)
<b>投资活动现金流</b>	(211)	(470)	(500)	(474)
资本支出	(84)	(474)	(474)	(473)
长期投资	(2)	0	0	0
其他	(124)	5	(26)	(1)
<b>筹资活动现金流</b>	(116)	462	206	172
短期借款	447	479	250	229
长期借款	(351)	0	0	0
其他	(213)	(17)	(44)	(57)
<b>现金净增加额</b>	74	205	214	248

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>