

## 2021 年三季报点评：业绩符合我们预期，CDMO 业务具有强长期驱动力 买入（维持）

2021 年 10 月 29 日

证券分析师 朱国广  
执业证号：S0600520070004

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	3,606	4,687	5,835
同比（%）	31.3%	36.2%	30.0%	24.5%
归母净利润（百万元）	381	654	835	1,080
同比（%）	60.0%	71.9%	27.6%	29.3%
每股收益（元/股）	0.46	0.79	1.00	1.30
P/E（倍）	110.15	64.07	50.22	38.83

### 投资要点

- **事件：**2021Q1-Q3 公司实现营收 30.04 亿元（+72.08%，括号内为同比增速，下同）；归母净利润 4.73 亿元（+97.65%）；实现扣非归母净利润 4.37 亿元（+106.87%）；实现经营性现金流净额 4.24 亿元（+15.03%）。
- **2021Q3 业绩符合我们预期，CDMO 业务驱动业绩高增长。**单季度来看，2021Q3 公司实现营收 11.36 亿元（+53.97%），归母净利润 1.98 亿元（+80.39%），扣非归母净利润 1.91 亿元（+111.40%），业绩符合我们预期。公司主要业绩驱动力来自 CDMO 业务的高增长，公司持续加大 CDMO 业务板块的布局，快速推动新业务发展，拓展客户与产品管线。
- **项目数量持续增加，客户结构不断优化，公司 CDMO 业务具有较强增长动力。**九洲药业具有 API+CDMO 双布局的业务特点，其中 CDMO 业务的依托公司强大的技术平台能力、充沛的大客户服务经验以及不断扩张的 GMP 产能实现跨越式成长。截至 2021H1，公司承接的 CDMO 项目中，已上市项目 18 个，处于 III 期临床的项目 41 个，处于 I 期和 II 期临床试验的有 471 个，体现了公司 CDMO 业务实力。技术方面，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。客户结构方面，公司服务 Novartis、Roche、Zoetis、GSK、Gilead、第一三共等跨国制药巨头，以及国内众多创新药企，尤其是在大客户结构方面，公司通过与客户的深入合作不断拓展产品管线，不断优化客户结构。在产能方面，公司具备从实验室放大到商业化生产的能力，能实现克级到公斤级再到吨级生产。公司在高活性 API 生产线方面，拥有多条 OEB4、OEB5 级生产线及研发设施，已承接多个高活性药物的研发及生产服务。全方位的先进产能布局为公司在 CDMO 领域的拓展提供了充足保障。
- **盈利预测与投资评级：**公司 2021 年三季报符合我们的预期，由于 CDMO 业务的持续高增长，我们将此前 2021-2023 年归母净利润预测 6.12/8.13/10.69 亿元，上调至 6.54/8.35/10.80 亿元，当前市值对应 2021-2023 年 PE 分别为 64/50/39 倍，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)	50.35
一年最低/最高价	27.34/58.40
市净率(倍)	9.94
流通 A 股市值(百万元)	41764.27

### 基础数据

每股净资产(元)	5.04
资产负债率(%)	32.08
总股本(百万股)	832.60
流通 A 股(百万股)	829.48

### 相关研究

- 1、《九洲药业 (603456)：2021 年中报点评：业绩符合我们预期，CDMO 高增长驱动公司业务发展》2021-08-17
- 2、《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
- 3、《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

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
<b>流动资产</b>	<b>2,295</b>	<b>3,882</b>	<b>5,074</b>	<b>5,362</b>	<b>营业收入</b>	<b>2,647</b>	<b>3,606</b>	<b>4,687</b>	<b>5,835</b>
现金	325	1,111	1,737	1,280	减:营业成本	1,654	2,272	2,953	3,618
应收账款	650	1,064	1,183	1,529	营业税金及附加	29	41	52	65
存货	1,170	1,573	1,993	2,376	营业费用	41	50	75	82
其他流动资产	151	133	161	178	管理费用	313	368	525	654
<b>非流动资产</b>	<b>2,706</b>	<b>3,304</b>	<b>3,962</b>	<b>4,529</b>	研发费用	114	137	178	210
长期股权投资	13	14	14	16	财务费用	92	26	-2	20
固定资产	2,021	2,644	3,278	3,854	资产减值损失	22	30	39	49
在建工程	300	305	308	314	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
<b>资产总计</b>	<b>5,002</b>	<b>7,185</b>	<b>9,036</b>	<b>9,891</b>	<b>营业利润</b>	<b>456</b>	<b>780</b>	<b>993</b>	<b>1,283</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,633</b>	<b>1,329</b>	<b>2,005</b>	<b>1,967</b>	加:营业外净收支	-6	-6	-6	-6
短期借款	788	387	505	560	<b>利润总额</b>	<b>450</b>	<b>773</b>	<b>987</b>	<b>1,276</b>
应付账款	530	553	906	900	减:所得税	70	120	154	199
其他流动负债	315	389	594	507	少数股东损益	-1	-1	-2	-2
<b>非流动负债</b>	<b>283</b>	<b>2,250</b>	<b>2,759</b>	<b>2,741</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>381</b>	<b>654</b>	<b>835</b>	<b>1,080</b>
长期借款	140	137	130	113	EBIT	497	792	975	1,267
其他非流动负债	142	2,113	2,628	2,628	EBITDA	750	1,051	1,329	1,722
<b>负债合计</b>	<b>1,916</b>	<b>3,580</b>	<b>4,764</b>	<b>4,708</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	3	2	0	-2	每股收益(元)	0.46	0.79	1.00	1.30
归属母公司股东权益	3,083	3,604	4,272	5,185	每股净资产(元)	3.70	4.30	5.10	6.19
<b>负债和股东权益</b>	<b>5,002</b>	<b>7,185</b>	<b>9,036</b>	<b>9,891</b>	发行在外股份(百万股)	805	833	833	833
					ROIC(%)	11.4%	13.3%	14.4%	15.1%
					ROE(%)	12.3%	18.3%	19.6%	20.9%
					毛利率(%)	37.5%	37.0%	37.0%	38.0%
					销售净利率(%)	14.4%	18.1%	17.8%	18.5%
					资产负债率(%)	38.3%	49.8%	52.7%	47.6%
					收入增长率(%)	31.3%	36.2%	30.0%	24.5%
					净利润增长率(%)	60.3%	71.9%	27.6%	29.3%
					P/E	110.15	64.07	50.22	38.83
					P/B	13.60	11.72	9.88	8.13
					EV/EBITDA	56.81	41.32	32.69	25.52

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>