



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

收购康川济医药，提升 CDMO 制剂研发能力

—九洲药业(603456)公司点评报告

2022 年 01 月 03 日

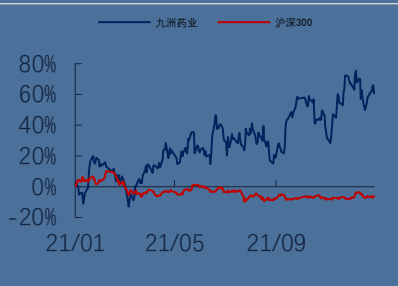
周平
S1500521040001
15310622991
zhouping@cindasc.com

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

九洲药业(603456)



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	56.26
52 周内股价波动区间(元)	63.00-29.92
最近一月涨跌幅(%)	-3.78
总股本(亿股)	8.33
流通 A 股比例(%)	99.72
总市值(亿元)	468.42

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

收购康川济医药，提升 CDMO 制剂研发能力

2022 年 01 月 03 日

本期内容提要：

事件：2022 年 1 月 3 日，公司发布对南京康川济医药科技有限公司的股权收购公告，拟以自有资金 4,000 万元收购康川济医药 25.76%股权，同时出资 8,000 万元对康川济医药进行增资。本次交易完成后，康川济医药将成为公司的控股子公司，公司合计持有康川济医药 51%的股权。

点评：

- **康川济医药-实力强劲的药物制剂研发公司。**康川济医药成立于 2013 年，主营业务为创新药制剂 CMC 研究、改良型药物新剂型研发及一致性评价服务，公司在药物制剂领域研发实力雄厚，拥有先进的缓控释、软胶囊、口腔速溶、外用制剂、注射剂等制剂技术平台，具有创新药 I、II 期临床试验样品的交付能力。公司有 60 余研发人员，核心团队由中国药科大学数位资深教授组成，具有超过 20 年丰富研发经验。目前，公司拥有项目经验及在研项目约 70 个，已实现 30 余项高端仿制药技术转让，已完成 10 余个项目申报，已取得 6 项药品注册批件。
- **收购频频，加快推进原料药+制剂 CDMO 一体化布局，巩固和提升国内领先地位。**九洲药业的传统优势业务为原料药 CMO 业务，经过十余年的发展，逐渐形成 CDMO 业务、API 及中间体业务两大板块，近几年，围绕这两大业务，公司进行了多项收并购：如 2019 年 9 月收购苏州诺华工厂，大大提升原料药产能；同月收购 PharmAgra Labs, Inc. 和 PharmAgra Holding Company, LLC., 提升研发能力；2020 年 8 月与上海医药成立合资子公司，布局原料药制剂一体化业务；2021 年 11 月收购 Teva 杭州工厂，增强原料药产能。本次收购将提升公司 CDMO 制剂研发能力，完善公司在小分子原料药及制剂方面从 CMC 研发到商业化生产的一体化布局，增强客户粘性，进一步巩固公司在中国 CDMO 行业的领先地位，实现公司长期可持续快速发展。
- **盈利预测：**预计 2021-2023 年公司营业收入为 38.14、49.84 和 62.24 亿元，同比增长 44.1%、30.7%、24.9%；归母净利润分别为 6.55、8.88 和 11.14 亿元，同比增长 72.2%、35.5%、25.5%，对应 2021-2023 年 PE 分别为 71/53/42 倍。
- **风险因素：**行业竞争加剧风险，政策影响风险，国际政策变动风险、核心技术人员流失的风险等。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	2,017	2,647	3,814	4,984	6,224
增长率 YoY%	8.3%	31.3%	44.1%	30.7%	24.9%
归属母公司净利润(百万元)	238	381	655	888	1,114
增长率 YoY%	51.3%	60.0%	72.2%	35.5%	25.5%
毛利率%	34.8%	37.5%	38.0%	38.7%	38.7%
净资产收益率 ROE%	8.3%	12.3%	17.4%	19.1%	19.3%
EPS(摊薄)(元)	0.29	0.46	0.79	1.07	1.34
市盈率 P/E(倍)	48.81	78.32	71.46	52.75	42.03
市净率 P/B(倍)	4.07	9.67	12.44	10.06	8.12

资料来源：万得，信达证券研发中心预测，股价为 2021 年 12 月 31 日收盘价

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 2

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2,018	2,295	2,176	3,187	4,448
货币资金	565	325	813	1,513	2,449
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	517	650	930	1,209	1,501
预付账款	17	36	52	67	84
存货	828	1,170	250	250	250
其他	91	114	131	148	165
非流动资产	2,652	2,706	2,873	3,040	3,206
长期股权投资	10	13	15	17	19
固定资产(合计)	1,964	2,021	2,121	2,221	2,321
无形资产	276	236	281	326	371
其他	401	437	456	476	496
资产总计	4,670	5,002	5,049	6,226	7,655
流动负债	1,192	1,633	999	1,290	1,606
短期借款	341	788	0	0	0
应付票据	77	119	0	0	0
应付账款	273	411	583	754	940
其他	502	315	416	536	666
非流动负债	620	283	283	283	283
长期借款	491	140	140	140	140
其他	129	142	142	142	142
负债合计	1,812	1,916	1,282	1,572	1,888
少数股东权益	4	3	2	0	-2
归属母公司股东权益	2,855	3,083	3,766	4,654	5,768
负债和股东权益	4,670	5,002	5,049	6,226	7,655

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,017	2,647	3,814	4,984	6,224
同比 (%)	8.3%	31.3%	44.1%	30.7%	24.9%
归属母公司净利润	238	381	655	888	1,114
同比 (%)	51.3%	60.0%	72.2%	35.5%	25.5%
毛利率 (%)	34.8%	37.5%	38.0%	38.7%	38.7%
ROE%	8.3%	12.3%	17.4%	19.1%	19.3%
EPS(摊薄)(元)	0.29	0.46	0.79	1.07	1.34
P/E	48.81	78.32	71.46	52.75	42.03
P/B	4.07	9.67	12.44	10.06	8.12
EV/EBITDA	24.04	39.36	52.50	40.04	32.15

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,017	2,647	3,814	4,984	6,224
营业成本	1,314	1,654	2,363	3,056	3,812
营业税金及附加	22	29	42	55	69
销售费用	43	41	68	88	108
管理费用	256	313	452	590	737
研发费用	95	114	164	215	268
财务费用	7	92	0	0	0
减值损失合计	-9	-22	0	0	0
投资净收益	-23	5	7	5	6
其他	36	70	47	65	82
营业利润	285	456	779	1,051	1,318
营业外收支	1	-6	-5	-1	-1
利润总额	287	450	775	1,050	1,317
所得税	50	70	121	163	205
净利润	237	380	654	886	1,112
少数股东损益	-1	-1	-1	-2	-2
归属母公司净利润	238	381	655	888	1,114
EBITDA	480	748	880	1,136	1,385
EPS(当年)(元)	0.29	0.46	0.79	1.07	1.34

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金	554	400	1,578	1,027	1,263
净利润	237	380	654	886	1,112
折旧摊销	193	253	155	155	155
财务费用	10	94	0	0	0
投资损失	23	-5	-7	-5	-6
营运资金变动	76	-345	771	-10	0
其它	15	23	5	1	1
投资活动现金流	-662	-211	-329	-328	-326
资本支出	-313	-273	-325	-321	-321
长期投资	-86	-11	-12	-12	-12
其他	-263	73	8	5	7
筹资活动现金流	111	-116	-761	0	0
吸收投资	0	31	27	0	0
借款	282	65	-788	0	0
支付利息或股息	-170	-203	0	0	0
现金流净增加额	0	22	488	700	936

研究团队简介

周平，医药行业首席分析师。北京大学本科、清华大学硕士，5年证券从业经验。曾入职西南证券、华西证券，2021年4月加入信达证券担任医药首席分析师。作为团队核心成员获得2015/2016/2017年新财富医药行业最佳分析师第六名/五名/四名。

李雨辰，团队成员，北京协和医学院医学博士。具有5年医药行业实业工作经验。曾就职于生物梅里埃、贝克曼库尔特（丹纳赫集团），具有丰富的实业经验。2021年7月加入信达证券，负责医疗器械板块研究工作。

史慧颖，团队成员，上海交通大学大学药学硕士，曾在PPC佳生和Parexel从事临床CRO工作，2021年加入信达证券，负责CXO行业研究。

史玉琢，团队成员，香港理工大学生物医学工程硕士，曾在万联证券研究所医药团队工作，2021年加入信达证券，负责疫苗、血制品、医药消费行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售副总监（主持工作）	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监（主持工作）	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。