

股权激励绑定愈加紧密，助力 CDMO 持续高增长

2022 年 03 月 02 日

事件概述

2022 年 3 月 2 日，九洲药业发布第四次限制性股票激励计划（草案），计划授予 297 名公司董事、中高层管理人员及核心骨干共计 184.50 万股，占公司总股本的 0.2216%，授予价格为 23.82 元/股。

以 2020 年公司扣非净利润 3.22 亿元为基准，公司考核目标值为：2022-2024 年公司扣非净利润相较于 2020 年增长不低于 115%/180%/260%，即 2022-2024 年公司扣非净利润不低于 6.92 亿元/9.02 亿元/11.59 亿元。

本次激励计划预计造成限制性股票摊销成本于 2022-2025 年分别为 1885.22 万元、1667.70 万元、652.58 万元以及 145.02 万元。

进一步绑定核心人才，驱动 CDMO 持续高增。公司新一轮股权激励落地，有利于吸引和留住优秀 CDMO 人才，进一步加深与核心人员的利益绑定，提升公司的市场竞争能力与可持续发展能力，并将进一步推动公司 CDMO 业务的高速发展。近年来，公司 CDMO 业务跨越式成长，驱动公司业绩持续高增。2021H1，公司实现营业收入 18.68 亿元，同比增长 85.34%，其中 CDMO 业务实现营业收入 10.24 亿元，同比增长 134.77%，占总收入 54.8%，CDMO 板块近三年营收 CAGR 高达 76.89%。

客户结构多元化，充足产能+产业链完善促进业绩长期快速释放。继收购诺华苏州工厂后，公司 2021 年下半年又相继收购 Teva 杭州工厂以及南京康川济医药，充沛产能将进一步打开 CDMO 业务“天花板”并建立起从中间体到原料药到制剂的一体化平台。在客户结构方面，公司也积极拓展 CDMO 客户，与罗氏、第一三共、硕腾、吉利德、贝达、艾力斯等国内外优秀药企达成深度合作。未来公司 CDMO 业务在诺华三个核心产品的基础上，将会有更多优秀项目注入，有望在较长周期内实现持续的高速成长，公司未来竞争力和发展空间都将获得长足提升。

投资建议：诺华三个核心药品全球市场空间广阔，带动公司 CDMO 收入持续高增长，且公司客户结构日趋多元化，未来会有更丰富的前端项目注入，我们预计 2021-2023 年公司收入分别为 39.36 亿元、52.85 亿元和 69.71 亿元，同比增长 48.7%、34.3%、31.9%；归母净利润分别为 6.5 亿元、8.91 亿元、11.87 亿元，同比增长 70.7%、37.2%、33.1%；2021-2023 年对应当前股价的估值为 59、43 和 32 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：原料药价格波动风险；诺华的产品放量不及预期风险；公司新项目推进不及预期风险

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,647	3,936	5,285	6,971
增长率（%）	31.3	48.7	34.3	31.9
归属母公司股东净利润（百万元）	381	650	891	1,187
增长率（%）	60.0	70.7	37.2	33.1
每股收益（元）	0.47	0.81	1.11	1.47
PE	101	59	43	32
PB	9.3	10.2	8.2	6.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 3 月 2 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

47.4 元



分析师：周超泽

执业证号：S0100521110005

邮箱：zhouchaoze@mszq.com

分析师：许睿

执业证号：S0100521110007

邮箱：xurui@mszq.com

研究助理：孙怡

执业证号：S0100121120052

邮箱：sunyi@mszq.com

相关研究

- 1.九洲药业 (603456.SH) 深度报告：全产业链布局完成，CDMO 再度进化升级
- 2.九洲药业(603456.SH)公司事件点评：一体化 CDMO 布局完成，并购产能加速业绩释放
- 3.九洲药业 (603456) 2021 年半年度业绩预告点评：盈利延续高增长，CDMO 业务发展迅速
- 4.九洲药业(603456):考虑产能释放，2019 年或是 ROE 相对低点

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,647	3,936	5,285	6,971
营业成本	1,654	2,495	3,371	4,486
营业税金及附加	29	47	58	77
销售费用	41	39	74	98
管理费用	313	344	462	627
研发费用	114	207	243	268
EBIT	470	804	1,076	1,415
财务费用	92	101	113	133
资产减值损失	-22	0	0	0
投资收益	5	4	5	7
营业利润	456	750	1,027	1,366
营业外收支	-6	-4	-4	-4
利润总额	450	745	1,023	1,361
所得税	70	97	133	177
净利润	380	649	890	1,184
归属于母公司净利润	381	650	891	1,187
EBITDA	723	1,143	1,508	1,957

资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	325	159	133	84
应收账款及票据	650	863	1,158	1,528
预付款项	36	50	67	90
存货	1,170	1,367	1,847	2,458
其他流动资产	114	65	65	65
流动资产合计	2,295	2,504	3,271	4,225
长期股权投资	13	15	16	18
固定资产	2,021	2,192	2,372	2,542
无形资产	236	286	345	413
非流动资产合计	2,706	2,929	3,169	3,409
资产合计	5,002	5,433	6,440	7,634
短期借款	788	739	659	406
应付账款及票据	530	677	914	1,217
其他流动负债	315	13	13	13
流动负债合计	1,633	1,428	1,586	1,636
长期借款	140	100	60	20
其他长期负债	142	142	142	142
非流动负债合计	283	243	203	163
负债合计	1,916	1,671	1,788	1,798
股本	805	833	833	833
少数股东权益	3	2	-0	-1
股东权益合计	3,086	3,762	4,652	5,836
负债和股东权益合计	5,002	5,433	6,440	7,634

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	31.26	48.70	34.27	31.90
EBIT 增长率	52.08	71.06	33.87	31.49
净利润增长率	60.05	70.74	37.19	33.13
盈利能力 (%)				
毛利率	37.51	36.62	36.21	35.65
净利率	14.35	16.47	16.83	16.99
总资产收益率 ROA	7.61	11.96	13.84	15.55
净资产收益率 ROE	12.34	17.28	19.16	20.33
偿债能力				
流动比率	1.41	1.75	2.06	2.58
速动比率	0.67	0.76	0.86	1.03
现金比率	0.20	0.11	0.08	0.05
资产负债率 (%)	38.30	30.76	27.77	23.55
经营效率				
应收账款周转天数	89.66	80.00	80.00	80.00
存货周转天数	258.11	200.00	200.00	200.00
总资产周转率	0.53	0.72	0.82	0.91
每股指标 (元)				
每股收益	0.47	0.81	1.11	1.47
每股净资产	3.83	4.67	5.78	7.25
每股经营现金流	0.50	0.57	0.96	1.28
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	101	59	43	32
PB	9.3	10.2	8.2	6.5
EV/EBITDA	40.73	34.00	25.71	19.68
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	380	649	890	1,184
折旧和摊销	253	339	432	542
营运资金变动	-345	-530	-556	-700
经营活动现金流	400	462	770	1,030
资本开支	-273	-568	-680	-791
投资	-11	-2	-1	-3
投资活动现金流	-211	-566	-675	-787
股权募资	31	27	-0	0
债务募资	65	-89	-120	-293
筹资活动现金流	-116	-62	-120	-293
现金净流量	22	-166	-26	-49

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001