

发布新一轮股权激励，打下业绩高增长基础 买入（维持）

2022年03月03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

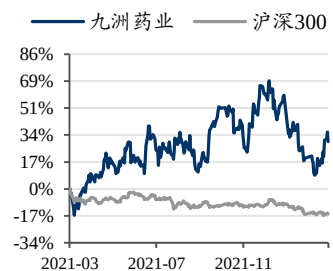
执业证号：S0600520090002

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,647	3,606	4,702	5,910
同比（%）	31.3%	36.2%	30.4%	25.7%
归母净利润（百万元）	381	650	870	1,154
同比（%）	60.0%	70.7%	33.9%	32.7%
每股收益（元/股）	0.46	0.78	1.04	1.39
P/E（倍）	103.69	60.76	45.38	34.19

投资要点

- **事件：**3月2日公司发布股票激励计划（草案），拟向297名员工授予184.5万股，约占总股本的0.22%，授予价格为23.82元/股。
- **捆绑核心团队，增加团队凝聚力。**本次股票激励计划拟授予梅义将、王斌、李原强、杨农纲等6名高管和291名中层管理人员和核心技术骨干，均为公司重要成员。充分的激励机制可以有效提升团队凝聚力，长期留住优秀人才，提升公司行业竞争力。费用方面，公司预计需摊销4351万元激励费用，2022-2025年分别摊销1885/1668/653/145万元。
- **设定高考核标准，业绩持续稳定释放。**本次激励计划设定考核期为2022-2024年，以2020年净利润为基数，要求2022-2024年净利润增速分别不低于115%、180%、260%，2022-2024年对应净利润分别为8.18、10.66、13.70亿元，以公司2021年业绩预告中位数计算，2022-2024年净利润同比增速分别为26.5%、30.2%、28.6%。公司设定高增速目标，一方面证明公司对经营和业绩放量的信心，另一方面进一步绑定公司核心团队，打下业绩高速增长的坚实基础。
- **CDMO订单饱满，产能匹配快速增长的订单。**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。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：**基于公司向CDMO业务转型的显著成效，各业务管线稳步推进，我们将公司2021-2023年归母净利润预测从6.54/8.35/10.80亿元上调至6.50/8.70/11.54亿元，同比增速分别为70.7%、33.9%、32.7%；当前市值对应2021-2023年PE分别为61/45/34倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**竞争加剧导致盈利能力下降，诺欣妥放量不及预期，汇兑损益风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	47.40
一年最低/最高价	29.92/63.00
市净率(倍)	8.98
流通A股市值(百万元)	39352.86

基础数据

每股净资产(元)	5.28
资产负债率(%)	31.86
总股本(百万股)	832.59
流通A股(百万股)	830.23

相关研究

- 1、《九洲药业（603456）：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》2021-10-29
- 2、《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
- 3、《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

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
流动资产	2,295	3,877	5,085	5,426	营业收入	2,647	3,606	4,702	5,910
现金	325	1,106	1,752	1,282	减:营业成本	1,654	2,272	2,943	3,635
应收账款	650	1,064	1,190	1,557	营业税金及附加	29	39	51	64
存货	1,170	1,573	1,981	2,408	营业费用	41	50	66	83
其他流动资产	151	133	162	179	管理费用	313	368	522	656
非流动资产	2,706	3,304	3,975	4,592	研发费用	114	144	179	201
长期股权投资	13	14	14	16	财务费用	92	26	-7	-3
固定资产	2,021	2,644	3,290	3,912	资产减值损失	22	30	39	49
在建工程	300	305	309	318	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
资产总计	5,002	7,180	9,060	10,018	营业利润	456	774	1,034	1,371
流动负债	1,633	1,329	1,999	1,986	加:营业外净收支	-6	-6	-6	-6
短期借款	788	387	505	560	利润总额	450	768	1,028	1,364
应付账款	530	553	901	913	减:所得税	70	119	160	212
其他流动负债	315	389	592	513	少数股东损益	-1	-1	-2	-2
非流动负债	283	2,250	2,759	2,743	归属母公司净利润	381	650	870	1,154
长期借款	140	137	131	115	EBIT	497	787	1,017	1,355
其他非流动负债	142	2,113	2,628	2,628	EBITDA	750	1,046	1,371	1,813
负债合计	1,916	3,580	4,758	4,730	重要财务与估值指标				
少数股东权益	3	2	0	-2		2020A	2021E	2022E	2023E
归属母公司股东权益	3,083	3,599	4,302	5,290	每股收益(元)	0.46	0.78	1.04	1.39
负债和股东权益	5,002	7,180	9,060	10,018	每股净资产(元)	3.70	4.29	5.13	6.32
					发行在外股份(百万股)	805	833	833	833
					ROIC(%)	11.4%	13.2%	15.0%	15.9%
					ROE(%)	12.3%	18.1%	20.3%	21.9%
					毛利率(%)	37.5%	37.0%	37.4%	38.5%
					销售净利率(%)	14.4%	18.0%	18.5%	19.5%
					资产负债率(%)	38.3%	49.9%	52.5%	47.2%
					收入增长率(%)	31.3%	36.2%	30.4%	25.7%
					净利润增长率(%)	60.3%	70.7%	33.9%	32.7%
					P/E	103.69	60.76	45.38	34.19
					P/B	12.80	11.05	9.23	7.50
					EV/EBITDA	53.53	39.20	29.89	22.88
现金流量表 (百万元)									
	2020A	2021E	2022E	2023E					
经营活动现金流	400	154	1,188	714					
投资活动现金流	-211	-826	-1,011	-1,063					
筹资活动现金流	-116	1,453	468	-121					
现金净增加额	22	782	646	-470					
折旧和摊销	253	259	354	458					
资本开支	316	624	664	610					
营运资本变动	-345	-745	-15	-880					

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>