

九洲药业（603456）

业绩符合预期，产能扩张和 MPP 有望带动业绩持续高增长

买入（维持）

2022 年 04 月 20 日

证券分析师 朱国广

执业证书：S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 周新明

执业证书：S0600520090002

Zhouxm@dwzq.com.cn

研究助理 徐梓煜

执业证书：S0600122010013

xuzy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	4,063	5,303	6,844	8,768
同比	53%	31%	29%	28%
归属母公司净利润（百万元）	634	907	1,197	1,563
同比	67%	43%	32%	31%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.76	1.09	1.44	1.88
P/E（现价&最新股本摊薄）	61.00	42.61	32.30	24.74

投资要点

■ **事件：**公司发布 2021 年年报，2021 全年实现营收 40.63 亿元（+53.48%，括号内为同比增速，下同）；归母净利润 6.34 亿元（+66.56%）；扣非归母净利润 5.73 亿元（+77.86%）；经营性现金流 6.78 亿元（+69.21%）。公司同时公布 2022 年一季报，2022Q1 实现收入 13.74 亿元（+60.46%），归母净利润 2.08 亿元（+120.13%）。

■ **CDMO 业务保持强劲动能，业务结构持续优化：**分业务看，2021 年公司 CDMO 业务实现收入 23.11 亿元（+78.7%），业绩动能强劲且订单饱满。公司 2021 年承接 CDMO 项目 582 个（+32.9%），其中 III 期和上市项目分别为 49 个（+22.5%）和 20 个（+25.0%），项目结构持续优化，且漏斗效应初现，导流效应明显；公司 2021 年助推客户的 1 个 NDA 新药项目通过 NMPA 原料药现场核查，1 个 NDA 项目获批上市。原料药业务收入 13.10 亿元（+16.27%），保持稳定增长。

■ **产能是现阶段 CDMO 企业的核心之一，公司产能释放节奏优秀：**2021 年公司通过内建+并购的模式，加速产能建设：1）新建台州博瑞新基地；2）改造苏州博瑞车间；3）收购 Teva 杭州工厂，扩充产能的同时深度绑定优质客户。募投的制剂产能四维医药基本完成建设，产能投产在即。

■ **重视研发能力建设，加快制剂等新能力推进：**公司 2021 年研发投入 1.88 亿元（+65.01%），其中 CDMO 和制剂研发投入分别为 1.01 亿（+37.74%）和 0.36 亿，持续加强连续化、酶催化、氟化学、制剂等公司平台的能力。制剂是公司重点研发领域，公司 2021 年收购杭州珠联 100%股权和南京康川济 51%股权，提升小分子创新药能力，加强全流程一站式服务能力。凭借已有的制剂研发平台，截至年报公司已有 17 个仿制药项目，其中新研发糖尿病产品关联客户欧盟上市；制剂产品 AED-02 缓释片报批 ANDA 且向 NMPA 提交申请；制剂产品 T2DM-02 获 NMPA 批准上市。2022 年公司也将持续推动多肽等新领域的能力建设和项目获取。

■ **盈利预测与投资评级：**公司受益于与 Teva 的深入合作和辉瑞 MPP 带来的增量空间，我们将 2022-2023 年归母净利润预测 8.70/11.54 亿元上调至 9.07/11.97 亿元，预计 2024 年归母净利润为 15.63 亿元，2022-2024 年同比增速分别为 43%、32%、31%，2022-2024 年对应 PE 估值分别为 43X、32X、25X。考虑到公司 CDMO 业务不断突破，业绩增长空间大，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)	46.44
一年最低/最高价	39.60/61.41
市净率(倍)	8.09
流通 A 股市值(百万元)	38,555.84
总市值(百万元)	38,665.39

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.74
资产负债率(% ,LF)	36.38
总股本(百万股)	832.59
流通 A 股(百万股)	830.23

相关研究

《九洲药业(603456)：发布新一轮股权激励，打下业绩高增长基础》

2022-03-03

《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

资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3,772	5,140	6,933	9,339	营业总收入	4,063	5,303	6,844	8,768
货币资金及交易性金融资产	1,147	1,409	2,210	3,476	营业成本(含金融类)	2,709	3,474	4,420	5,647
经营性应收款项	880	1,379	1,714	2,124	税金及附加	27	50	61	73
存货	1,682	2,267	2,918	3,640	销售费用	49	76	99	119
合同资产	0	0	0	0	管理费用	337	446	599	772
其他流动资产	63	85	91	99	研发费用	173	229	323	430
非流动资产	3,269	3,239	3,143	3,047	财务费用	37	15	15	7
长期股权投资	59	69	79	89	加:其他收益	30	59	76	87
固定资产及使用权资产	2,174	2,217	2,146	2,004	投资净收益	61	10	43	68
在建工程	472	316	212	142	公允价值变动	-1	0	0	0
无形资产	412	483	552	658	减值损失	59	5	15	10
商誉	70	70	70	70	资产处置收益	-8	-6	-10	-13
长期待摊费用	1	2	3	4	营业利润	754	1,082	1,421	1,853
其他非流动资产	81	81	81	81	营业外净收支	-9	-5	-7	-7
资产总计	7,040	8,378	10,076	12,386	利润总额	745	1,078	1,414	1,846
流动负债	2,085	2,467	2,938	3,707	减:所得税	111	172	219	285
短期借款及一年内到期的非流动负债	500	500	500	500	净利润	634	906	1,196	1,561
经营性应付款项	988	1,119	1,484	1,925	减:少数股东损益	0	-1	-1	-1
合同负债	50	37	63	81	归属母公司净利润	634	907	1,197	1,563
其他流动负债	547	811	891	1,201	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.76	1.09	1.44	1.88
非流动负债	379	429	459	439	EBIT	768	1,029	1,341	1,728
长期借款	201	251	281	261	EBITDA	1,060	1,562	1,918	2,348
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	33.33	34.50	35.41	35.60
租赁负债	3	3	3	3	归母净利率(%)	15.60	17.11	17.49	17.82
其他非流动负债	174	174	174	174	收入增长率(%)	53.48	30.52	29.05	28.12
负债合计	2,463	2,895	3,397	4,146	归母净利润增长率(%)	66.56	43.14	31.92	30.54
归属母公司股东权益	4,577	5,484	6,681	8,244					
少数股东权益	0	-1	-3	-4					
所有者权益合计	4,577	5,483	6,679	8,240					
负债和股东权益	7,040	8,378	10,076	12,386					

现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	678	736	1,268	1,802	每股净资产(元)	5.50	6.59	8.02	9.90
投资活动现金流	-765	-503	-474	-491	最新发行在外股份(百万股)	833	833	833	833
筹资活动现金流	582	24	2	-49	ROIC(%)	14.05	15.02	16.55	17.75
现金净增加额	472	257	796	1,262	ROE-摊薄(%)	13.85	16.54	17.92	18.95
折旧和摊销	292	532	577	620	资产负债率(%)	34.99	34.56	33.71	33.47
资本开支	-572	-496	-501	-543	P/E(现价&最新股本摊薄)	61.00	42.61	32.30	24.74
营运资本变动	-330	-966	-595	-672	P/B(现价)	8.45	7.05	5.79	4.69

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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>