

九洲药业 (603456)

2022 年中报业绩点评：业绩符合预期，CDMO 业务持续快速放量

买入 (维持)

2022 年 08 月 04 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	5,506	7,206	9,232
同比	53%	36%	31%	28%
归属母公司净利润 (百万元)	634	968	1,258	1,644
同比	67%	53%	30%	31%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.76	1.16	1.51	1.97
P/E (现价&最新股本摊薄)	61.69	40.41	31.08	23.79

投资要点

- **事件**: 公司发布 2022 半年报, 2022 上半年实现营收 29.54 亿元 (+58.2%, 括号内为同比增速, 下同); 归母净利润 4.68 亿元 (+70.3%); 扣非归母净利润 4.68 亿元 (+90.4%); 经营性现金流 5.58 亿元 (+306.0%)。
- **Q2 业绩再加速, CDMO 订单饱满**: 公司 2022Q2 分别实现营收和归母净利润 15.81 和 2.60 亿元, 同比增速分别为 56.2% 和 44.2%, 环比增速分别为 15.1% 和 25.2%, 业绩对比 2022Q1 再加速, 主要因为 CDMO 业务的持续放量。公司 CDMO 订单充沛, 截至 2022 年 6 月底, 公司承接 CDMO 项目 740 个 (+39.6%), 项目涵盖抗肿瘤、抗心衰、抗病毒、中枢神经和心脑血管等治疗领域; 其中 III 期和上市项目分别为 55 个 (+34.1%) 和 23 个 (+27.8%), 已递交 NDA 的新药项目数明显增加, 且漏斗效应初现。
- **产能是 CDMO 企业的核心之一, 公司产能释放节奏优秀**: 2022 上半年公司通过自建+并购的模式, 加速产能建设: 1) 新建台州瑞博新基地有序推进; 2) 苏州瑞博完成中试车间主体建设; 3) 部分现有厂区改造, 增加 CDMO 产能; 4) 收购康川济医药 51% 股权, 提升制剂 CDMO 研发能力; 5) 募投的制剂产能四维医药基本完成建设, 产能投产在即。
- **拟募集 25 亿元, 加速 CDMO 产能释放**: 公司拟非公开发行 7000 万股, 募集不超过 25 亿元, 其中 1) 12 亿元用于苏州瑞博创新药 CDMO 生产基地一期建设; 2) 5.6 亿元用于苏州瑞博原料药 CDMO 项目建设; 3) 7.4 亿元补充流动资金。本次非公开发行将进一步加快公司 CDMO 产能建设, 匹配快速增加的订单, 支撑业绩长期高速增长。
- **新一轮股权激励计划, 加强团队凝聚力**: 公司 3 月发布新一轮股权激励计划草案, 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 184.5 万股 (约占总股本的 0.22%, 授予价格 23.82 元)。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。
- **盈利预测与投资评级**: 考虑到公司 CDMO 业绩持续释放, 且受益于与诺华、Teva 等大药企的深入合作, 我们将 2022-2024 年归母净利润预测 9.1/12.0/15.6 亿元调整为 9.7/12.6/16.4 亿元, 2022-2024 年同比增速分别为 43%、36%、31%, 2022-2024 年对应 PE 估值分别为 40X、31X、24X; 维持“买入”评级。
- **风险提示**: 产能扩张不及预期, 产品导入不及预期, 汇兑损益风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	46.87
一年最低/最高价	39.60/61.41
市净率(倍)	8.06
流通 A 股市值(百万元)	38,934.61
总市值(百万元)	39,103.68

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.82
资产负债率(% ,LF)	37.77
总股本(百万股)	834.30
流通 A 股(百万股)	830.69

相关研究

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)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3,772	5,275	7,187	9,715	营业总收入	4,063	5,506	7,206	9,232
货币资金及交易性金融资产	1,147	1,404	2,213	3,541	营业成本(含金融类)	2,709	3,607	4,662	5,955
经营性应收款项	880	1,432	1,805	2,236	税金及附加	27	52	65	77
存货	1,682	2,354	3,078	3,838	销售费用	49	70	101	120
合同资产	0	0	0	0	管理费用	337	442	630	812
其他流动资产	63	86	91	100	研发费用	173	237	340	452
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	61	80	91
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	45	71
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	-14
长期待摊费用	1	2	3	4	营业利润	754	1,154	1,493	1,948
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	8,514	10,330	12,763	利润总额	745	1,149	1,487	1,942
流动负债	2,085	2,542	3,071	3,881	减:所得税	111	183	230	299
短期借款及一年内到期的非流动负债	500	500	500	500	净利润	634	966	1,257	1,642
经营性应付款项	988	1,162	1,566	2,030	减:少数股东损益	0	-2	-1	-1
合同负债	50	39	66	86	归属母公司净利润	634	968	1,258	1,644
其他流动负债	547	842	939	1,266	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.76	1.16	1.51	1.97
非流动负债	379	429	459	439	EBIT	756	1,098	1,407	1,816
长期借款	201	251	281	261	EBITDA	1,048	1,631	1,984	2,436
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	33.33	34.50	35.30	35.50
租赁负债	3	3	3	3	归母净利率(%)	15.60	17.57	17.46	17.80
其他非流动负债	174	174	174	174	收入增长率(%)	53.48	35.52	30.86	28.12
负债合计	2,463	2,971	3,530	4,320	归母净利润增长率(%)	66.56	52.64	30.03	30.64
归属母公司股东权益	4,577	5,545	6,803	8,447					
少数股东权益	0	-2	-3	-4					
所有者权益合计	4,577	5,543	6,800	8,443					
负债和股东权益	7,040	8,514	10,330	12,763					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	678	731	1,274	1,861	每股净资产(元)	5.50	6.66	8.17	10.14
投资活动现金流	-765	-503	-472	-489	最新发行在外股份(百万股)	834	834	834	834
筹资活动现金流	582	24	2	-49	ROIC(%)	13.83	15.95	17.14	18.30
现金净增加额	472	252	803	1,324	ROE-摊薄(%)	13.85	17.45	18.50	19.46
折旧和摊销	292	532	577	620	资产负债率(%)	34.99	34.89	34.17	33.85
资本开支	-572	-497	-501	-544	P/E(现价&最新股本摊薄)	61.69	40.41	31.08	23.79
营运资本变动	-330	-1,061	-666	-707	P/B(现价)	8.53	7.04	5.74	4.62

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>

