

九洲药业(603456)

报告日期: 2022年08月04日

## 投资支撑, 增长兑现

### ——九洲药业 2022 年中报点评

#### 报告导读

2022 年上半年 CDMO 收入同比增长 90%+, 原料药业务在新品种商业化进程下同比增长 18%, 公司整体固定资产周转率达到 2014 年以来半年度同比最高水平, 在定增融资扩产、资产营运能力提升的背景下, 我们持续看好公司能力升级下业绩增长的持续性。

#### 投资要点

##### □ 财务表现: CDMO 业务高增长持续兑现

2022 年上半年看: 收入 29.5 亿元 (同比增长 58.2%)、归母净利润 4.7 亿元 (同比增长 70.3%)、扣非归母净利润 4.7 亿元 (同比增长 90.4%)。

2022 年二季度看: 收入 15.8 亿元 (同比增长 56.2%)、归母净利润 2.6 亿元 (同比增长 44.2%)、扣非归母净利润 2.7 亿元 (同比增长 82.7%)。

分业务看, 2022 年上半年 API 及中间体收入 7.8 亿元, 占比 26.3%, 同比增长 18.4%; CDMO 收入 19.7 亿元, 占比 66.7%, 同比增长 92.6%。我们认为, 公司 CDMO 业务收入增速超出我们前次预期, 高增长持续兑现。

##### □ 非公开发行 A 股预案: 台州、苏州 CDMO 高端产能建设加速

募集金额: 不超过 25 亿元;

募投项目: 瑞博台州项目拟募集 12 亿元、瑞博苏州项目拟募集 5.6 亿元、补充流动资金 7.4 亿元。

③根据公司公告估算, 募投项目经济效益分析:

瑞博台州: 项目投产稳定后, 预计实现年收入 13.8 亿元、净利润 2.8 亿元。

瑞博苏州: 项目投产稳定后, 预计实现年收入 7 亿元、净利润 1.3 亿元。

##### □ 观点: 供给能力升级、高增长持续

我们认为, 公司 2022 年上半年 CDMO 业务的高增长来自于产能释放大客户战略持续推进, 供给能力升级是公司 CDMO 业务的边际变化, 新增项目个数、资本开支的快速增长等是跟踪和侧面验证的指标, 我们持续看好公司较高速增长持续性。

从 CDMO 项目结构变化看, 根据公司 2022 年半年报“截止报告期末, 公司承接的项目中, 已上市项目 23 个, 处于 III 期临床项目 55 个, 处于 I 期和 II 期临床试验的有 662 个”, 产品梯队逐渐丰富。

从产能投资看: 我们认为, 从环评和在建工程看, 台州瑞博厂区商业化项目多、结构优化, 预计 2023 年完成建设、2024 年投入使用后, 支撑持续增长。综合考虑台州瑞博、苏州瑞博的资本开支, 我们预计 2021-2025 年 4 年公司 CDMO 收入的 CAGR 在 25-30%; 再考虑浙江瑞博技改、杭州瑞博的潜在投资, 我们预计增长潜力更大, 定增融资支持下, 我们持续看好公司在资产扩张、营运能力提升 (2022 年中报的固定资产周转率为 2014 年以来同期中报的最高值) 下的稳健增长 (具体针对公司环评产能的分析可参考我们在 2022 年 7 月 26 日外发报告《从产能变化看九洲药业》)。

我们认为, 公司正处在战略客户 (如诺华、罗氏、硕腾等) 项目持续增长、国内外新增客户/项目结构优化的阶段, 大客户、大项目管理经验是公司下一个阶段的基础; 我们看好公司供给能力的边际变化 (创新药研发中心等产能投入倾斜、新工艺&前沿技术产能投资增加, CDMO 规划项目中诺华新项目增加、其他跨国药企合作增加、国内创新药进入商业化放量期等), 以及公司在新领域 (多肽

#### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 孙建

执业证书号: S1230520080006  
02180105933

sunjian@stocke.com.cn

研究助理: 毛雅婷

maoyating@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥46.87
总市值(百万元)	39,103.68
总股本(百万股)	834.30

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 1 《【浙商医药】九洲药业 2022H1 业绩预告点评: 较高速增长持续兑现》 2022.07.12
- 2 《九洲药业 2021 年报及 2022Q1 季报点评: 营运能力升级, 高增长持续》 2022.04.21
- 3 《九洲药业 2022 年限制性股票激励草案点评: 看好团队激励、能力升级》 2022.03.03

类、核酸类等)、新业务(制剂类 CDMO 等)的拓展,将驱动公司持续发展。

#### □ 盈利预测与估值

我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 1.06、1.47、1.96 元/股,2022 年 8 月 4 日收盘价对应 2022 年 44 倍 PE、2023 年 32 倍 PE。我们看好公司供给能力的边际变化,及新领域、新业务的拓展。综合考虑到公司在收入结构切换窗口期内 CDMO 业务增长弹性&持续性的预期差,维持“买入”评级

#### □ 风险提示

生产安全事故风险;环保事件导致停产风险;CDMO 业务订单波动性风险;新药上市审评进度不及预期风险;重大客户流失风险等。

## 财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	4063	5697	7884	10087
(+/-) (%)	53.48%	40.21%	38.39%	27.94%
归母净利润	634	884	1227	1632
(+/-) (%)	60.05%	39.50%	38.77%	32.98%
每股收益(元)	0.76	1.06	1.47	1.96
P/E	61.56	44.13	31.80	23.91

资料来源:浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	3772	4111	5621	7216
现金	1121	397	609	855
交易性金融资产	26	26	26	26
应收账款	767	1119	1506	1921
其它应收款	6	6	8	10
预付账款	30	56	76	97
存货	1682	2408	3290	4192
其他	141	100	106	115
<b>非流动资产</b>	3269	3707	4591	5573
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	59	59	59	59
固定资产	2170	2435	2997	3703
无形资产	412	471	526	617
在建工程	451	567	812	974
其他	177	176	198	219
<b>资产总计</b>	7040	7819	10212	12789
<b>流动负债</b>	2085	1962	3121	4061
短期借款	499	342	839	1231
应付款项	988	985	1422	1735
预收账款	23	57	79	101
其他	575	577	782	994
<b>非流动负债</b>	379	351	358	363
长期借款	201	201	201	201
其他	177	150	156	161
<b>负债合计</b>	2463	2313	3479	4424
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	4577	5506	6733	8365
<b>负债和股东权益</b>	7040	7819	10212	12789

### 现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	678	(35)	778	1037
净利润	634	884	1227	1632
折旧摊销	292	131	158	196
财务费用	37	31	41	42
投资损失	(61)	(14)	(27)	(34)
营运资金变动	585	(341)	204	76
其它	(809)	(726)	(825)	(874)
<b>投资活动现金流</b>	(765)	(565)	(1012)	(1143)
资本支出	(320)	(518)	(967)	(1069)
长期投资	(46)	0	0	0
其他	(400)	(47)	(44)	(74)
<b>筹资活动现金流</b>	582	(124)	446	350
短期借款	(289)	(157)	496	393
长期借款	61	0	0	0
其他	810	33	(50)	(42)
<b>现金净增加额</b>	495	(724)	212	245

### 利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	4063	5697	7884	10087
营业成本	2709	3705	5061	6448
营业税金及附加	27	57	79	101
营业费用	49	94	142	182
管理费用	337	555	796	1009
研发费用	173	228	315	414
财务费用	37	31	41	42
资产减值损失	59	19	49	24
公允价值变动损益	(1)	(1)	(1)	(1)
投资净收益	61	14	27	34
其他经营收益	22	25	23	24
<b>营业利润</b>	754	1046	1449	1924
营业外收支	(9)	(8)	(8)	(8)
<b>利润总额</b>	745	1039	1441	1916
所得税	111	154	214	285
<b>净利润</b>	634	884	1227	1632
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	634	884	1227	1632
EBITDA	1018	1161	1620	2145
EPS (最新摊薄)	0.76	1.06	1.47	1.96

### 主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入	53.48%	40.21%	38.39%	27.94%
营业利润	49.03%	38.80%	38.56%	32.77%
归属母公司净利润	60.05%	39.50%	38.77%	32.98%
<b>获利能力</b>				
毛利率	33.33%	34.97%	35.80%	36.07%
净利率	15.61%	15.52%	15.56%	16.18%
ROE	16.54%	17.54%	20.05%	21.62%
ROIC	11.71%	14.43%	15.99%	16.92%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	34.99%	29.58%	34.07%	34.59%
净负债比率	28.47%	24.25%	30.16%	32.60%
流动比率	1.81	2.10	1.80	1.78
速动比率	1.00	0.87	0.75	0.74
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.67	0.77	0.87	0.88
应收账款周转率	5.73	5.98	5.81	5.61
应付账款周转率	5.15	5.28	5.38	5.23
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.76	1.06	1.47	1.96
每股经营现金	0.81	-0.04	0.93	1.25
每股净资产	5.50	6.61	8.09	10.05
<b>估值比率</b>				
P/E	61.56	44.13	31.80	23.91
P/B	8.53	7.09	5.80	4.67
EV/EBITDA	45.57	33.75	24.35	18.46

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>