

## 九洲药业

603456.SH

审慎增持 (维持)

## CDMO 高速增长，定增募资助力长期产能发展

2022年08月08日

## 市场数据

市场数据日期	2022-08-05
收盘价(元)	44.68
总股本(百万股)	834.30
流通股本(百万股)	830.23
总市值(百万元)	37276.56
流通市值(百万元)	37094.64
净资产(百万元)	4853.80
总资产(百万元)	7928.19
每股净资产(元)	5.82

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 相关报告

《九洲药业(603456.SH)2021年年报及2022年一季报点评: CDMO 高增长, 一季度超预期维持高增长态势》2022-04-20

《九洲药业(603456)2021年三季报点评: 业绩超预期, CDMO 核心品种终端销售持续增长》2021-10-31

《九洲药业(603456)2021年半年报: 业绩符合预期, CDMO 持续高增长》2021-08-17

《九洲药业(603456)2020年年报及2021一季报点评: CDMO 带动高增长, 一季度超预期》2021-04-28

分析师:

孙媛媛  
sunyuanyuan@xyzq.com.cn  
S0190515090001

黄翰漾  
huanghanyang@xyzq.com.cn  
S0190519020002

研究助理:

杨希成  
yangxicheng@xyzq.com.cn

## 主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4063	5766	7461	9593
同比增长	53.5%	41.9%	29.4%	28.6%
归母净利润(百万元)	634	911	1219	1649
同比增长	66.6%	43.7%	33.9%	35.2%
毛利率	33.3%	34.5%	35.2%	35.7%
净利率	15.6%	15.8%	16.3%	17.2%
净资产收益率	13.8%	17.2%	19.7%	22.3%
每股收益(元)	0.76	1.09	1.46	1.98
每股经营现金流(元)	0.81	0.12	1.06	1.34

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 投资要点

- **事件:** 近日, 公司发布 2022 年半年报, 实现营业收入 29.54 亿元, 同比增长 58.15%, 实现归母净利润 4.68 亿元, 同比增长 70.31%, 实现扣非归母净利润 4.68 亿元, 同比增长 90.37%。近日, 公司公告 2022 年非公开发行 A 股股票预案, 拟非公开发行不超过 7000 万股, 募集资金不超过 25 亿元。
- **点评:** 公司半年报业绩超预期维持高增长态势, 公司 CDMO 业务持续高速增长, 占比提升明显, 也带来整体营运能力的提升。管线继续保持较快增长, 从早期-商业化管线均实现了增长, 公司产能扩张顺利, 定增募资助力长期产能增长。
- **盈利预测与估值:** 公司持续深耕 CDMO 业务, 随着重磅产品商业化阶段的放量、各项先进技术平台的升级以及产能的扩增, 公司市场竞争优势将得到进一步释放, CDMO 占比的提升也将带来盈利能力的持续提升, 我们调整盈利预测, 预计 2022-2024 年 EPS 分别为 1.09 元、1.46 元和 1.98 元, 对应 2022 年 08 月 05 日收盘价的市盈率分别为 40.9X、30.6X 和 22.6X, 维持“审慎增持”评级。

**风险提示:** 大客户波动风险; 政策变化风险; 市场竞争风险; 环保安全风险等

**报告正文****事件**

- 近日,公司发布 2022 年半年报,实现营业收入 29.54 亿元,同比增长 58.15%,实现归母净利润 4.68 亿元,同比增长 70.31%,实现扣非归母净利润 4.68 亿元,同比增长 90.37%。
- 近日,公司公告 2022 年非公开发行 A 股股票预案,拟非公开发行不超过 7000 万股,募集资金不超过 25 亿元。

**点评**

- **业绩增长超预期,环比延续增长态势。**公司公布 2022 年半年报,上半年实现营业收入 29.54 亿元,同比增长 58.15%,实现归母净利润 4.68 亿元,同比增长 70.31%,实现扣非归母净利润 4.68 亿元,同比增长 90.37%。Q2 单季度,公司实现营业收入 15.81 亿元,同比增长 56.20%,环比增长 15.08%,实现归母净利润 2.60 亿元,同比增长 44.24%,环比增长 25.24%,实现扣非归母净利润 2.73 亿元,同比增长 82.67%,环比增长 39.59%,延续较快的环比增长态势。
- **CDMO 业务持续发力,形成较好管线梯队。**CDMO 业务实现收入 19.72 亿元,同比增长 92.56%,CDMO 业务占比达 66.73% (21 年全年占比为 56.88%)。项目数方面,商业化项目为 23 个(与 21 年底比+3 个,下同),临床三期项目 55 个(+6 个),I-II 期项目 662 个(+80 个),管线梯队持续增长,商业化项目相关药物销售额依旧呈现较快增长态势。2022 年上半年,诺欣妥(Entresto)实现全球销售额 22.18 亿美元,同比增长 37%(按恒定汇率计,下同),瑞博西利(Kisqali)全球销售额 5.47 亿元,同比增长 36%。
- **产能扩张顺利,定增募资助力长期产能增长。**公司的各项产能建设进展顺利,目前瑞博台州新基地建设工作有序推进中;瑞博苏州已完成中试车间的主体建设,后续将落实设备安装工作;公司于 2022 年上半年收购康川济医药 51% 股权,有望进一步夯实了制剂方面的能力,从而在创新药和仿制药两个维度构建了中间体-原料药-制剂的一体化产业链,深度服务现有客户,并有望借助康川济进一步拓展客户范围。公司公告 2022 年非公开发行 A 股股票预案,拟非公开发行不超过 7000 万股,募集不超过 25 亿元,其中 1) 12 亿元拟用于台州瑞博创新药 CDMO 生产基地一期建设; 2) 5.6 亿元拟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。公司已经形成较为丰富的临床 I/II 期 CDMO 管线布局,随着相关管线逐步转化进入临床 III 期 and 商业化阶段,公司的产能增长有望充分满足管线进展带来的需求,助力公司加速发展。
- **毛利率增长明显,期间费用率部分提升。**2022 年 H1,公司综合毛利率 35.13%

(同比+3.14PP), 销售费用率 1.31% (同比+0.02PP), 管理费用率 8.89% (同比+0.47PP), 研发费用率 5.65% (同比+1.23PP); Q2 单季度, 公司综合毛利率 34.92% (同比+2.30PP), 销售费用率 1.19% (同比+0.11PP), 管理费用率 8.79% (同比+1.89PP), 研发费用率 6.49% (同比+1.84PP)。公司毛利率的提升主要系 CDMO 业务占比提升, CDMO 毛利高于原料药业务毛利所致。

- **盈利预测与评级:** 公司持续深耕 CDMO 业务, 随着重磅产品商业化阶段的放量、各项先进技术平台的升级以及产能的扩增, 公司市场竞争优势将得到进一步释放, CDMO 占比的提升也将带来盈利能力的持续提升, 我们调整盈利预测, 预计 2022-2024 年 EPS 分别为 1.09 元、1.46 元和 1.98 元, 对应 2022 年 08 月 05 日收盘价的市盈率分别为 40.9X、30.6X 和 22.6X, 维持“审慎增持”评级。
- **风险提示:** 大客户波动风险; 政策变化风险; 市场竞争风险; 环保安全风险等

表 1、九洲药业分季度业绩对比 (单位: 百万元、元、%)

主要数据	21-2Q	21-3Q	21-4Q	22-1Q	22-2Q	QOQ	2021-06	2022-06	YOY
营业收入	1012	1136	1059	1374	1581	56.2%	1868	2954	58.2%
营业成本	682	763	675	888	1029	50.9%	1270	1917	50.9%
毛利	330	373	384	486	552	67.2%	598	1038	73.7%
销售费用	11	13	12	20	19	71.7%	24	39	60.3%
管理费用	70	87	93	124	139	99.1%	157	263	67.0%
						-			
财务费用	13	0	21	13	-69	627.2%	16	-56	-443.7%
研发费用	47	40	51	64	103	117.8%	82	167	102.3%
资产减值	-11	-11	-25	-20	-23	-	-15	-44	-
						-			
公允价值	23	-10	5	-3	-24	202.6%	3	-26	-913.9%
投资收益	16	13	16	13	2	-85.0%	31	16	-49.9%
营业利润	216	220	204	254	302	40.0%	329	556	68.8%
利润总额	211	222	201	252	302	43.3%	323	554	71.7%
归母净利润	180	198	161	208	260	44.2%	275	468	70.3%
EPS	0.216	0.238	0.193	0.249	0.312	44.2%	0.329	0.561	70.3%
销售费用率	1.1%	1.1%	1.1%	1.4%	1.2%	0.1%	1.3%	1.3%	0.0%
管理费用率	6.9%	7.6%	8.8%	9.0%	8.8%	1.9%	8.4%	8.9%	0.5%
财务费用率	1.3%	0.0%	1.9%	0.9%	-4.3%	-5.6%	0.9%	-1.9%	-2.8%
研发费用率	4.7%	3.5%	4.8%	4.7%	6.5%	1.8%	4.4%	5.6%	1.2%
所得税率	14.4%	10.5%	19.8%	17.7%	13.7%	-0.8%	14.7%	15.5%	0.7%
毛利率	32.6%	32.8%	36.2%	35.4%	34.9%	2.3%	32.0%	35.1%	3.1%
净利率	17.8%	17.5%	15.2%	15.1%	16.5%	-1.4%	14.7%	15.8%	1.1%

资料来源: 天软投资系统, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 附表

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	3772	4958	6393	8282
货币资金	1121	1093	1496	2096
交易性金融资产	26	26	26	26
应收票据及应收账款	767	1263	1592	2025
预付款项	30	57	72	88
存货	1682	2447	3132	3968
其他	146	73	75	79
<b>非流动资产</b>	3269	3082	2913	2704
长期股权投资	59	59	59	59
固定资产	2170	2172	2011	1781
在建工程	472	236	118	59
无形资产	412	466	573	654
商誉	70	72	71	72
长期待摊费用	1	1	1	2
其他	85	76	79	78
<b>资产总计</b>	7040	8040	9306	10986
<b>流动负债</b>	2085	2528	2934	3436
短期借款	499	595	563	574
应付票据及应付账款	988	1,304.8	1,711.5	2,163.7
其他	598	628	659	699
<b>非流动负债</b>	379	226	196	150
长期借款	201	126	95	50
其他	177	101	101	101
<b>负债合计</b>	2463	2754	3130	3587
股本	833	834	834	834
资本公积	1985	1985	1985	1985
未分配利润	1590	2275	3147	4342
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	4577	5286	6176	7399
<b>负债及权益合计</b>	7040	8040	9306	10986

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	634	911	1219	1649
折旧和摊销	292	274	294	304
资产减值准备	51	21	36	46
资产处置损失	8	0	0	0
公允价值变动损失	1	-13	-12	-10
财务费用	43	14	13	13
投资损失	-61	-28	-35	-37
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	-330	-1001	-628	-844
<b>经营活动产生现金流量</b>	678	102	887	1119
<b>投资活动产生现金流量</b>	-765	-21	-78	-48
<b>融资活动产生现金流量</b>	582	-110	-406	-473
现金净变动	472	-28	404	599
现金的期初余额	255	1121	1093	1496
现金的期末余额	727	1093	1496	2096

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	4063	5766	7461	9593
营业成本	2709	3780	4836	6169
税金及附加	27	35	41	53
销售费用	49	92	149	192
管理费用	337	530	671	815
研发费用	173	259	336	432
财务费用	37	14	13	13
其他收益	30	33	32	33
投资收益	61	28	35	37
公允价值变动收益	-1	13	12	10
信用减值损失	-8	0	0	0
资产减值损失	-51	-51	-51	-51
资产处置收益	-8	0	0	0
<b>营业利润</b>	754	1079	1443	1948
营业外收入	1	0	0	0
营业外支出	10	8	8	8
<b>利润总额</b>	745	1071	1434	1940
所得税	111	161	215	291
<b>净利润</b>	634	911	1219	1649
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	634	911	1219	1649
<b>EPS(元)</b>	0.76	1.09	1.46	1.98

## 主要财务比率

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	53.5%	41.9%	29.4%	28.6%
营业利润增长率	65.2%	43.2%	33.7%	35.0%
归母净利润增长率	66.6%	43.7%	33.9%	35.2%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	33.3%	34.5%	35.2%	35.7%
净利率	15.6%	15.8%	16.3%	17.2%
ROE	13.8%	17.2%	19.7%	22.3%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	35.0%	34.3%	33.6%	32.6%
流动比率	1.81	1.96	2.18	2.41
速动比率	1.00	0.99	1.11	1.26
<b>营运能力</b>				
资产周转率	67.5%	76.5%	86.0%	94.6%
应收帐款周转率	543.8%	538.5%	495.5%	502.8%
存货周转率	185.7%	178.4%	169.0%	169.4%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	0.76	1.09	1.46	1.98
每股经营现金	0.81	0.12	1.06	1.34
每股净资产	5.49	6.34	7.40	8.87
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	58.8	40.9	30.6	22.6
PB	8.1	7.1	6.0	5.0

## 分析师声明

本人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证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn