

公司研究

Q2 符合预期，拟募资加速 CDMO 高端产能建设

——九洲药业 (603456.SH) 2022 年中报点评

要点

事件：公司发布 2022 年中报，实现营收 29.54 亿元 (+58.15% YOY)，归母净利润 4.68 亿元 (+70.31% YOY)，扣非归母净利润 4.68 亿元 (+90.37% YOY)，处于业绩预告中位。

2022Q2 业绩符合预期，CDMO 业务高增长。 2022Q2，公司实现营收 15.81 亿元 (+56.20% YOY)，归母净利润 2.60 亿元 (+44.24% YOY)，扣非归母净利润 2.73 亿元 (+82.67% YOY)，符合市场预期，高增长主要受益于 CDMO 业务的快速增长。分业务来看，2022H1 公司 CDMO 业务收入为 19.72 亿元 (+92.56% YOY)，毛利率为 40.01% (+3.57pp YOY)；公司 API 业务收入为 7.78 亿元 (+18.35% YOY)，毛利率为 29.69% (-1.59pp YOY)。

CDMO 战略客户合作持续升级，项目结构持续优化。 战略大客户方面，公司已与诺华、Roche、Zoetis、Gilead、第一三共等形式形成深度嵌入式合作关系，2022H1 公司对战略大客户项目管线的渗透率进一步提升，订单和项目稳步增长。新兴客户方面，公司国内客户新药 NDA 项目数持续增加，国内业务进入快速增长期。项目结构方面，截至 2022 年 6 月底，公司已上市、III 期以及 I 期和 II 期的项目分别为 23/55/662 个，相较 21 年底共计新增 89 个项目，漏斗形订单结构持续强化。

拟募资不超过 25 亿元，加速台州、苏州 CDMO 高端产能建设。 2022 年 8 月 4 日，公司发布非公开发行 A 股预案，拟募集资金不超过 25 亿元，用于台州、苏州 CDMO 高端产能建设，以及补充流动资金 (7.4 亿元)。具体来看，1) 瑞博台州，拟募资 12 亿元用于瑞博 (台州) 创新药 CDMO 生产基地建设项目 (一期工程)，公司预计该项目达产后年收入及净利润分别为 13.8/2.8 亿元，所得税后内部收益率为 14.25%；2) 瑞博苏州，拟募资 5.6 亿元用于瑞博 (苏州) 原料药 CDMO 建设项目，公司预计该项目达产后年收入及净利润分别为 7.0/1.3 亿元，所得税后内部收益率为 15.15%。

综上，公司采取“产能拓展与业务订单匹配”的原则，CDMO 业务短期受益于战略大客户合作升级，中长期客户储备以及项目结构优化保障发展动力足。

盈利预测、估值与评级：考虑到公司 22Q2 业绩符合预期，CDMO 业务持续高增长、API 业务稳健增长，我们维持公司 22-24 年归母净利润为 8.93/12.45/16.99 亿元，分别同比增长 41%/39%/36%，按照最新股本测算 EPS 分别为 1.07/1.49/2.04 元，现价对应 PE 分别为 44/31/23 倍，维持“买入”评级。

风险提示：汇率波动的负面影响，原料药价格下滑，CDMO 业务放量不及预期，新冠疫情影响国内外业务拓展。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	2,647	4,063	5,502	7,319	9,729
营业收入增长率	31.26%	53.48%	35.41%	33.02%	32.93%
净利润 (百万元)	381	634	893	1,245	1,699
净利润增长率	60.05%	66.56%	40.90%	39.35%	36.46%
EPS (元)	0.47	0.76	1.07	1.49	2.04
ROE (归属母公司) (摊薄)	12.34%	13.85%	16.92%	20.21%	23.08%
P/E	99	62	44	31	23
P/B	12.2	8.5	7.4	6.3	5.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-08-04；2020-2022 年股本数分别为 8.05/8.33/8.34 亿股

买入 (维持)

当前价：46.87 元

作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

021-52523871

linxiaowei@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	8.34
总市值(亿元)	391.04
一年最低/最高(元)	38.56/62.71
近 3 月换手率	50.33%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-8.42	-1.00	11.84
绝对	-16.67	1.75	-4.83

资料来源：Wind

相关研报

Q1 超预期，CDMO 新项目拓展加速——九洲药业 (603456.SH) 2021 年报及 2022 年一季报点评 (2022-04-20)

Q4 符合预期，全年实现高增长——九洲药业 (603456.SH) 2021 年业绩预告点评 (2022-01-19)

Q3 超预期，CDMO 客户合作广度和深度不断升级——九洲药业 (603456.SH) 2021 年三季报点评 (2021-10-29)

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,647	4,063	5,502	7,319	9,729
营业成本	1,654	2,709	3,622	4,722	6,239
折旧和摊销	252	291	352	370	388
税金及附加	29	27	52	69	92
销售费用	41	49	90	119	159
管理费用	313	337	446	582	764
研发费用	114	173	262	363	488
财务费用	92	37	6	4	3
投资收益	5	61	1	0	0
营业利润	456	754	1,057	1,470	2,004
利润总额	450	745	1,057	1,470	2,004
所得税	70	111	164	225	305
净利润	380	634	893	1,245	1,699
少数股东损益	-1	0	0	0	0
归属母公司净利润	381	634	893	1,245	1,699
EPS(元)	0.47	0.76	1.07	1.49	2.04

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	400	678	673	1,081	1,309
净利润	381	634	893	1,245	1,699
折旧摊销	252	291	352	370	388
净营运资金增加	600	252	892	955	1,322
其他	-833	-500	-1,463	-1,489	-2,099
投资活动产生现金流	-211	-765	-376	-350	-286
净资本支出	-273	-572	-405	-340	-276
长期投资变化	13	59	-10	-10	-10
其他资产变化	49	-253	39	0	0
融资活动现金流	-116	582	-174	-320	-478
股本变化	0	27	2	0	0
债务净变化	66	-237	-5	11	-24
无息负债变化	37	785	380	594	781
净现金流	22	472	124	411	545

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	37.5%	33.3%	34.2%	35.5%	35.9%
EBITDA 率	30.6%	28.1%	25.5%	25.9%	25.2%
EBIT 率	21.0%	20.9%	19.1%	20.8%	21.2%
税前净利润率	17.0%	18.3%	19.2%	20.1%	20.6%
归母净利润率	14.4%	15.6%	16.2%	17.0%	17.5%
ROA	7.6%	9.0%	11.0%	13.0%	14.7%
ROE (摊薄)	12.3%	13.8%	16.9%	20.2%	23.1%
经营性 ROIC	11.1%	14.6%	15.1%	19.1%	22.1%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	38%	35%	35%	36%	36%
流动比率	1.41	1.81	1.97	2.11	2.26
速动比率	0.69	1.00	1.04	1.11	1.19
归母权益/有息债务	3.29	6.53	7.58	8.71	10.77
有形资产/有息债务	4.99	9.31	10.94	12.85	16.15

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	5,002	7,040	8,117	9,603	11,560
货币资金	325	1,121	1,245	1,656	2,201
交易性金融资产	27	26	26	26	26
应收账款	650	767	1,040	1,383	1,838
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	9	6	8	11	15
存货	1,170	1,682	2,295	2,993	3,961
其他流动资产	78	141	170	207	276
流动资产合计	2,295	3,772	4,827	6,333	8,391
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	13	59	69	79	89
固定资产	2,021	2,170	2,121	2,042	1,925
在建工程	287	451	548	579	569
无形资产	236	412	424	435	446
商誉	75	70	70	70	70
其他非流动资产	37	16	20	20	20
非流动资产合计	2,706	3,269	3,290	3,270	3,170
总负债	1,916	2,463	2,839	3,443	4,200
短期借款	788	499	495	506	482
应付账款	411	640	836	1,127	1,467
应付票据	119	348	466	607	802
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	3	3	4	4	5
流动负债合计	1,633	2,085	2,445	3,006	3,718
长期借款	140	201	201	201	201
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	92	101	129	166	214
非流动负债合计	283	379	394	437	482
股东权益	3,086	4,577	5,279	6,160	7,360
股本	805	833	834	834	834
公积金	1,176	2,198	2,286	2,401	2,401
未分配利润	1,130	1,590	2,185	2,958	4,158
归属母公司权益	3,083	4,577	5,278	6,159	7,359
少数股东权益	3	0	0	1	1

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	1.55%	1.21%	1.63%	1.63%	1.63%
管理费用率	11.84%	8.30%	8.10%	7.95%	7.85%
财务费用率	3.46%	0.92%	0.10%	0.05%	0.03%
研发费用率	4.31%	4.27%	4.77%	4.97%	5.02%
所得税率	16%	15%	16%	15%	15%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.20	0.25	0.43	0.60	0.81
每股经营现金流	0.50	0.81	0.81	1.30	1.57
每股净资产	3.83	5.50	6.33	7.38	8.82
每股销售收入	3.29	4.88	6.59	8.77	11.66

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	99	62	44	31	23
PB	12.2	8.5	7.4	6.3	5.3
EV/EBITDA	48.1	34.6	28.3	21.0	16.2
股息率	0.4%	0.5%	0.9%	1.3%	1.7%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE