

九洲药业 603456.SH

医疗研发外包/医疗服务/医药生物

持续提升核心技术平台

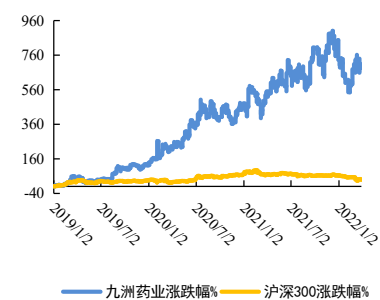
CDMO 商业化项目进入快速增长期

基础数据：

截至 2022 年 8 月 8 日

当前股价	44.71 元
投资评级	买入
评级变动	维持
总股本	8.34 亿股
流通股本	8.30 亿股
总市值	373 亿元
流动市值	371 亿元

相对市场表现：



事件：公司发布2022年中报：2022年上半年公司实现营收29.54亿元，同比增长58.15%；归母净利润4.68亿元，同比增长70.31%；扣非归母净利润为4.68亿元，同比增长90.37%

事件点评：

◆**CDMO业务持续驱动公司收入高速增长。**2022年上半年公司实现营业收入29.54亿元，其中公司特色原料药及中间体业务销售收入7.78亿元，同比增长18.35%，保持稳健增长水平；CDMO业务（分部业务项下专利原料药及中间体）销售收入19.72亿元，同比增长92.56%，占营收比重进一步提升，高达66.73%。公司营业收入高速增长，继续主要由CDMO业务高速增长驱动。

◆**CDMO业务持续提升核心技术平台，管线商业化项目进入快速增长期。**

分析师：

分析师 黄文忠

Huangwenzhong@gwgsc.com

执业证书编号：S0200514120002

联系电话：010-68085205

1) **持续提升全球领先的核心技术平台，赋能新药研发。**报告期内，公司持续以加强研发能力为战略重点，凭借多年的新药研发和技术积累，掌握了众多具有自主知识产权的前沿绿色制药技术。目前公司已建成包括手性催化技术、连续化技术应用研究平台、氟化学技术、酶催化技术、光催化技术、电化学技术、结晶技术、多肽技术研究平台等多个领先的技术平台，通过大量的项目实践和成功的技术转化，高效解决客户面临的工艺难题与技术挑战，为客户项目提供行业领先的技术解决方案。其中，多肽平台已承接多个新药研创公司的定制肽和多肽新药 IND 委托研发业务。

2) **在全球外包逐步转入国内的趋势下，公司持续推进“做深”大客户和“做广”新兴客户的战略。**报告期内，公司与欧美大型制药公司的项目管线渗透率进一步提升，合作不断深入，订单和项目稳步增长；随着公司同国内客户的合作广度和深度持续加强，客户新药 NDA 项目数

公司地址：北京市丰台区凤凰嘴街2号院1号楼中国长城资产大厦12层



相关报告：

1.公司研究：九洲药业（603456）
——技术领先型原料药企业，掘金 CDMO 正当时_2019.2.13

2.年报点评：九洲药业（603456）
——业绩符合预期，CDMO 业务快速增长_2019.03.14

3.年报点评：九洲药业（603456）
——CDMO 锁定诺华长期订单，API 回升可期_2020.04.13

4.中报点评：九洲药业（603456）
——CDMO 订单快速增加，API 业务有望改善，综合毛利率大幅提升_2020.08.28

5.年报点评：九洲药业（603456）
——API 业绩拖累因素消除，CDMO 业务项目数快速增长_2021.04.30

6.中报点评：九洲药业（603456）
——CDMO 驱动业绩高速增长，API 持续良性发展_2021.08.19

7.年报点评：九洲药业（603456）
——CDMO 业务保持快速增长，今年一季度业绩超预期_2022.04.21

持续增加，国内业务进入快速增长期。基于多年对全球市场战略开发布局，CDMO 项目管线日益丰富，已经形成了可持续的临床前/临床 I、II、III 期的漏斗型项目结构，同时所服务的客户项目中最优项目占比越来越大。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，较去年末分别新增 3/6/80 个项目，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。

3) 客户已上市项目持续稳定放量，商业化阶段项目收入稳步提升。根据 Novartis 2022 二季度财报，2022 上半年，诺欣妥销售额为 22.18 亿美元，同比增长 37%；Kisqali 销售额为 5.47 亿美元，同比增长 36%；

◆公司通过“内部新建，外部并购”结合的方式，加快 CDMO 产能建设。公司发布非公开发行预案公告，拟募资 26.94 亿元，其中投资 13 亿元建设瑞博台州创新药 CDMO 基地一期工程，进一步“做广”新兴客户；投资 6.52 亿元新建瑞博苏州 CDMO 商业化车间，进一步“做深”大客户。目前瑞博台州新基地建设有序推进中；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；同时，公司内部积极开展对各厂区车间的升级改造，加大引进国际先进的生产设备和特殊反应容器，进一步提升 CDMO 业务的承接能力；另一方面，公司于 2022 年上半年收购康川济医药 51% 股权，本次收购将快速提升公司 CDMO 制剂研发的承接能力，推动公司 CDMO 原料药和制剂一站式业务的发展。本次收购完成后，公司将充分具备小分子原料药和制剂从 CMC 研发到商业化生产的一站式承接能力。在制剂业务产能建设方面，报告期内，募投项目之一“浙江四维医药科技有限公司百亿片制剂工程项目（一期）”已完成募集资金的投入工作，目前四维医药制剂基地的各项工作稳步开展，高效推进。

◆连续 3 年推出股权激励计划，持续长效激励。高效的企业文化、清晰的战略蓝图，推动着优秀的人才在公司长期可持续发展，为提升企业核心竞争力发挥至关重要的作用。报告期内，继 2020、2021 年之后，公司于 2022 年 3 月推出了新一期限制性股票激励计划，覆盖核心员工 286 人，业务考核目标为：以 2020 年净利润为基数，2022 年、2023 年、2024



年净利润增长率分别不低于115%、180%、260%，三期股权激励累计覆盖533人次。

◆持续提升精益管理，盈利能力提升，期间费用率下降。公司对内部运营管理体系持续优化，完善以项目运营为导向的矩阵式管理模式，持续提升精益管理，盈利能力得到进一步的提升。本报告期，公司毛利率35.13%，同比提升3.14Pct；期间费用率13.94%，同比减少1.06Pct。

投资建议：

我们预计公司2022-2024年的归母净利润分别为9.02/12.40/16.79亿元，EPS分别为1.08/1.49/2.01元。考虑持续提升全球领先的核心技术平台，赋能新药研发；CDMO业务客户拓展广度和合作深度上成绩斐然，项目数量快速增长，商业化项目数量进入快速增长期，已上市项目持续稳定放量；通过“内部新建，外部并购”结合的方式，加快CDMO产能建设。我们维持其“买入”评级。

风险提示：

重点CDMO订单放量不及预期；原料药和中间体价格波动风险；环保政策风险；安全生产风险。

主要财务数据及预测：

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,063.18	5,544.63	7,195.00	8,963.63
增长率(%)	53.48	36.46	29.77	24.58
归母净利润(百万元)	633.90	901.54	1,240.10	1,678.50
增长率(%)	66.56	42.22	37.55	35.35
EPS(元/股)	0.76	1.08	1.49	2.01
市盈率(P/E)	58.83	41.38	30.08	22.22
市净率(P/B)	8.15	7.50	6.80	6.12

资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所



盈利预测 (单位: 百万元)

资产负债表	2021	2022E	2023E	2024E	利润表	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,120.80	1,529.45	1,984.69	2,472.56	营业收入	4,063.18	5,544.63	7,195.00	8,963.63
应收账款	772.75	1,717.67	1,279.67	2,359.76	营业成本	2,709.05	3,633.70	4,629.51	5,671.75
预付账款	29.87	76.41	56.14	99.40	营业税金及附加	26.52	36.04	46.77	58.26
存货	1,681.90	2,311.87	2,872.19	3,312.99	营业费用	48.97	67.09	87.06	108.46
其他	166.57	101.24	65.83	78.75	管理费用	337.34	471.29	611.58	761.91
流动资产合计	3,771.88	5,736.65	6,258.52	8,323.45	财务费用	37.19	49.90	64.76	80.67
长期股权投资	58.97	58.97	58.97	58.97	研发费用	114.23	173.36	238.42	309.39
固定资产	2,169.50	2,007.05	1,933.12	1,794.41	资产减值损失	-50.81	-35.00	-35.00	-35.00
在建工程	450.90	440.72	324.43	254.66	公允价值变动收益	-1.39	10.00	10.00	10.00
无形资产	427.61	409.04	390.43	371.78	投资净收益	61.07	20.00	20.00	20.00
其他	161.56	387.46	280.41	226.29	其他	141.60	223.42	294.39	370.44
非流动资产合计	3,268.54	3,303.24	2,987.37	2,706.10	营业利润	753.64	1,068.19	1,465.95	1,917.14
资产总计	7,040.42	9,039.89	9,245.88	11,029.56	营业外收入	0.73	1.00	1.00	1.00
短期借款	498.84	1,786.61	1,356.02	2,413.58	营业外支出	9.63	10.00	10.00	10.00
应付账款	943.55	1,287.53	1,533.36	1,799.39	利润总额	744.74	1,059.19	1,456.95	1,908.14
其他	642.32	309.05	690.37	538.33	所得税	110.59	157.29	216.36	228.98
流动负债合计	2,084.70	3,383.19	3,579.74	4,751.31	净利润	634.15	901.90	1,240.59	1,679.16
长期借款	201.49	504.43	0.00	0.00	少数股东损益	0.25	0.36	0.49	0.66
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	633.90	901.54	1,240.10	1,678.50
其他	177.11	177.11	177.11	177.11	主要财务比率	2021	2022E	2023E	2024E
非流动负债合计	378.59	681.54	177.11	177.11	成长能力				
负债合计	2,463.29	4,064.73	3,756.85	4,928.42	营业收入	53.48%	36.46%	29.77%	24.58%
少数股东权益	0.00	0.36	0.84	1.51	营业利润	65.22%	41.74%	37.24%	30.78%
股本	832.60	834.30	834.30	834.30	归属于母公司净利润	66.56%	42.22%	37.55%	35.35%
资本公积	1,985.11	1,985.11	1,985.11	1,985.11	获利能力				
留存收益	3,787.48	4,140.51	4,653.89	5,265.33	毛利率	33.33%	34.46%	35.66%	36.72%
其他	-2,028.05	-1,985.11	-1,985.11	-1,985.11	净利率	15.60%	16.26%	17.24%	18.73%
股东权益合计	4,577.13	4,975.16	5,489.03	6,101.14	ROE	13.85%	18.12%	22.60%	27.52%
负债和股东权益总计	7,040.42	9,039.89	9,245.88	11,029.56	ROIC	18.65%	23.44%	24.02%	37.80%
现金流量表	2021	2022E	2023E	2024E	偿债能力				
经营活动现金流	677.52	-553.32	2,272.75	669.02	资产负债率	34.99%	44.96%	40.63%	44.68%
资本支出	809.60	101.00	101.00	101.00	流动比率	1.81	1.70	1.75	1.75
长期投资	46.20	0.00	0.00	0.00	速动比率	1.00	1.01	0.95	1.05
其他	-1,621.23	-192.00	-192.00	-192.00	营运能力				
投资活动现金流	-765.44	-91.00	-91.00	-91.00	应收账款周转率	5.68	4.45	4.80	4.93
债权融资	701.33	2,308.07	1,373.04	2,430.61	存货周转率	2.85	2.78	2.78	2.90
股权融资	989.10	-5.25	-64.76	-80.67	总资产周转率	0.67	0.69	0.79	0.88
其他	-1,108.00	-1,249.85	-3,034.79	-2,440.10	每股指标 (元)	2021	2022E	2023E	2024E
筹资活动现金流	582.43	1,052.97	-1,726.50	-90.16	每股收益	0.76	1.08	1.49	2.01
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	0.81	-0.66	2.72	0.80
现金净增加额	494.51	408.65	455.25	487.86	每股净资产	5.49	5.96	6.58	7.31

资料来源: Wind, 长城国瑞证券研究所

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入：相对强于市场表现 20%以上；
- 增持：相对强于市场表现 10%~20%；
- 中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；
- 减持：相对弱于市场表现 10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好：行业超越整体市场表现；
- 中性：行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡：行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。