

利润端增速符合预期, CDMO 业务持续拓展广度深度

2022 年 10 月 26 日

➤ **事件:** 2022.10.25, 九洲药业发布三季度业绩报告: 公司前三季度实现营业收入 43.73 亿元, 同比增长 45.55%; 实现归母净利润 7.43 亿元, 同比增长 57.09%; 实现扣非归母净利润 7.63 亿元, 同比增长 74.53%。

➤ **Q3 利润端增速符合预期, 收入端增速略有放缓。**

分季度来看, 公司单 Q3 实现营业收入 14.18 亿元, 同比增长 24.83%, 环比略有下降; 实现归母净利润 2.75 亿元, 同比增长 38.77%, 环比增长 5.78%; 实现扣非归母净利润 2.94 亿元, 同比增长 54.11%, 环比增长 7.69%。利润率方面, 公司前三季度毛利率为 34.72%, 相比去年同期上升 2.41pcts, 净利率为 16.99%, 相比上升 1.23pcts, 公司盈利能力进一步提高, 其中销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别-0.06/+1.60/-2.68/+1.14pct。目前, 公司业绩整体仍处于快速增长期, 主要受益于 CDMO 业务的强劲增长, 以及原料药制剂一体化进程加速, 相关业务也保持较快增速。

➤ **CDMO 业务增长确定性高, 助力业绩整体快速攀升。**

公司核心原料药品种对应的下游制剂保持强势增长, 根据诺华财报显示, Entresto 和 Kisqali 前三季度的收入分别为 33.53 亿美元、8.74 亿美元, 同比增长 29%、34%, 同时国内商业化项目也将陆续落地, 公司持续推进“做深”大客户和“做广”新兴客户的战略, 有望持续驱动整体 CDMO 业务收入持续高成长。公司 CDMO 业务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, 截止 2022H1, 已上市项目 23 个, 处于 III 期临床项目 55 个, 处于 I 期和 II 期临床的有 662 个。另外, 今年 9 月, 为进一步提升公司 CDMO 制剂业务承接能力, 公司与山德士 (中国) 签署《股权收购协议》, 拟收购其所属中山制剂工厂 100% 股权并对其增资。公司未来将完全具备世界水准的原料药和制剂从 CMC 研发到商业化生产的一站式承接能力, 并进一步巩固公司作为诺华集团全球供应链中核心战略供应商的地位。

➤ **投资建议:** 公司作为原料药成功转型 CDMO 的优秀典型, 同下游药企关系紧密, 新并购产能有力支撑后备充沛管线持续快速放量, 并推动公司 CDMO 原料药和制剂一站式业务的更好发展, 我们预计 2022-2024 年归母净利润分别是 9.15、12.18 及 15.11 亿元; 2022-2024 年对应当前股价的估值为 33、25 和 20 倍, 维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 医药行业政策变化的风险, CDMO 行业市场竞争加剧的风险, 收购整合风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	4,063	5,285	6,971	9,063
增长率 (%)	53.5	30.1	31.9	30.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	634	915	1,218	1,511
增长率 (%)	66.6	44.3	33.1	24.1
每股收益 (元)	0.76	1.10	1.46	1.81
PE	48	33	25	20
PB	6.7	5.6	4.6	3.7

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2022 年 10 月 25 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

36.49 元



分析师 周超泽

执业证书: S0100521110005

邮箱: zhouchaoze@mszq.com

分析师 许睿

执业证书: S0100521110007

邮箱: xurui@mszq.com

研究助理 孙怡

执业证书: S0100121120052

邮箱: sunyi@mszq.com

相关研究

- 1.九洲药业 (603456.SH) 2022 年前三季度业绩预告点评: CDMO 业务再次腾飞, 原料药制剂一体化加速推进-2022/10/16
- 2.九洲药业 (603456.SH) 事件点评: 收购 Sandoz 制剂工厂, 快速提升原料药制剂一体化能力-2022/09/28
- 3.九洲药业 (603456.SH) 2022 年中报业绩点评: 中报业绩超预期, CDMO 发展动力十足-2022/08/04
- 4.九洲药业 (603456.SH) 事件点评: 中报业绩超预期, CDMO 业务增长动力十足-2022/07/12
- 5.九洲药业 (603456.SH) 2021 年度及 2022 年一季度报告点评: CDMO 业务厚积薄发, 一季度业绩超预期发展-2022/04/20

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	4,063	5,285	6,971	9,063
营业成本	2,709	3,371	4,486	5,873
营业税金及附加	27	63	77	100
销售费用	49	79	98	127
管理费用	337	581	732	997
研发费用	173	238	279	363
EBIT	756	952	1,300	1,604
财务费用	37	18	16	16
资产减值损失	-51	-18	-64	-86
投资收益	61	79	105	136
营业利润	754	1,054	1,401	1,738
营业外收支	-9	-4	-4	-4
利润总额	745	1,049	1,397	1,734
所得税	111	136	182	225
净利润	634	913	1,215	1,508
归属于母公司净利润	634	915	1,218	1,511
EBITDA	1,048	1,326	1,772	2,192

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,121	1,430	2,314	3,255
应收账款及票据	767	1,158	1,528	1,986
预付款项	30	67	90	117
存货	1,682	1,847	2,458	3,218
其他流动资产	172	84	84	84
流动资产合计	3,772	4,587	6,474	8,660
长期股权投资	59	61	62	64
固定资产	2,170	2,293	2,418	2,525
无形资产	412	462	521	589
非流动资产合计	3,269	3,439	3,574	3,682
资产合计	7,040	8,026	10,047	12,342
短期借款	499	425	675	765
应付账款及票据	988	914	1,217	1,593
其他流动负债	598	837	1,110	1,451
流动负债合计	2,085	2,176	3,002	3,808
长期借款	201	201	201	201
其他长期负债	177	177	177	177
非流动负债合计	379	379	379	379
负债合计	2,463	2,555	3,381	4,187
股本	833	834	834	834
少数股东权益	0	-2	-4	-5
股东权益合计	4,577	5,471	6,666	8,155
负债和股东权益合计	7,040	8,026	10,047	12,342

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	53.48	30.08	31.90	30.00
EBIT 增长率	48.18	26.00	36.56	23.40
净利润增长率	66.56	44.30	33.14	24.09
盈利能力 (%)				
毛利率	33.33	36.21	35.65	35.20
净利率	15.61	17.27	17.43	16.64
总资产收益率 ROA	9.00	11.40	12.12	12.25
净资产收益率 ROE	13.85	16.71	18.26	18.52
偿债能力				
流动比率	1.81	2.11	2.16	2.27
速动比率	0.99	1.23	1.31	1.40
现金比率	0.54	0.66	0.77	0.85
资产负债率 (%)	34.99	31.83	33.65	33.93
经营效率				
应收账款周转天数	68.90	80.00	80.00	80.00
存货周转天数	226.61	200.00	200.00	200.00
总资产周转率	0.58	0.66	0.69	0.73
每股指标 (元)				
每股收益	0.76	1.10	1.46	1.81
每股净资产	5.49	6.56	8.00	9.78
每股经营现金流	0.81	1.12	1.53	1.90
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	48	33	25	20
PB	6.7	5.6	4.6	3.7
EV/EBITDA	28.65	22.36	16.37	12.84
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	634	913	1,215	1,508
折旧和摊销	292	374	472	588
营运资金变动	-331	-340	-427	-530
经营活动现金流	678	932	1,276	1,588
资本开支	-572	-570	-681	-793
投资	-70	-2	-1	-3
投资活动现金流	-765	-492	-578	-660
股权募资	1,020	1	0	0
债务募资	-239	-74	250	90
筹资活动现金流	582	-110	206	32
现金净流量	472	310	884	940

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准

	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026