

2022 年 10 月 25 日

业绩继续呈现高速增长，维持买入评级

九洲药业 (603456)

事件概述

公司发布 2022 年三季报：公司前三季度实现营业收入 43.7 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%、实现扣非净利润 7.63 亿元，同比增长 74.53%。

分析判断：

► 业绩继续呈现高速增长，维持买入评级

公司 2022 年前三季度实现营业收入 43.7 亿元，同比增长 45.55%，其中 22Q3 单季度实现营业收入 14.18 亿元，同比增长 24.83%，我们判断受益于 CDMO 业务的持续兑现以及原料药业务呈现稳健增长。截止 2022 年中报，公司已形成漏斗型的项目结构，即临床 I/II 期项目 662 个、临床 III 期项目 55 个、商业化项目 23 个，分别同比增长 40.6%/34.1%/27.8%，均呈现高速增长的趋势、需求端继续呈现高强度需求；另外叠加通过持续加强杭州、临海、美国等研发中心能力建设，以及通过收购杭州 Teva 工厂、南京康川济医药等公司，持续强化公司在“原料药+制剂”CDMO 一体化平台能力建设、提升公司供给端能力提升。

展望未来，公司持续加大诺华、罗氏、吉利德、硕腾、第一三共等大客户及一系列国内外小客户的开拓，叠加自建和收购 Teva 杭州工厂，有望在未来 3~5 年继续实现高速增长。

► 盈利能力逐渐提升，研发费用率持续保持高强度

公司 2022 年前三季度毛利率和净利率分别为 34.72%和 16.96%，分别同比提升 2.41 pct 和 1.20 pct，我们判断主要受益于规模效应、以及高毛利率业务 CDMO 业务占比提升等因素影响。公司 2022 年前三季度研发投入为 2.27 亿元，同比增长 86.24%，占收入比重达到 5.20%，我们预计研发支出主要用于储备 CDMO 业务上的能力平台建设以及开发仿制药制剂品种，为公司未来业绩增长增添动力。

► 业绩预测及投资建议

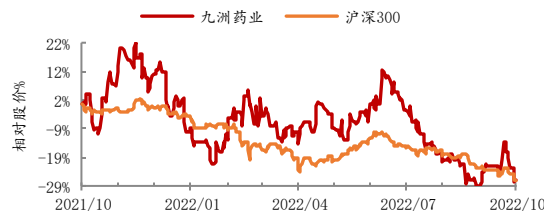
公司作为战略转型中的准一线 CDMO 企业，加速打造瑞博 CDMO 品牌、筑巢引凤中，另外特色原料药业务在国内环保政策趋严的大背景下保持稳健增长。维持营收预期不变、上调 EPS 预期，即 22-24 年营收分别为 57.49/77.40/101.40 亿元，EPS 分别由 1.08/1.54/2.11 元上调为 1.12/1.55/2.14 元，对应 2022 年 10 月 25 日 36.49 元/股收盘价，PE 分别为 32.71/23.59/17.03 倍，维持“买入”评级。

风险提示

核心技术骨干及管理层流失风险、竞争加剧的风险、核心技术人员流失风险、汇率波动风险、定增具有不确定性。

评级及分析师信息

| | |
|--------------|-----------|
| 评级： | 买入 |
| 上次评级： | 买入 |
| 目标价格： | |
| 最新收盘价： | 36.49 |
| 股票代码： | 603456 |
| 52 周最高价/最低价： | 63.0/35.0 |
| 总市值(亿) | 304.42 |
| 自由流通市值(亿) | 303.12 |
| 自由流通股数(百万) | 830.69 |



分析师：崔文亮

邮箱：cuiwl@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519110002

联系电话：

分析师：徐顺利

邮箱：xusl1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120522020001

联系电话：010-59775376

相关研究

1. 【华西医药】九洲药业 (603456.SH)：业绩增长符合市场预期，CDMO 业务继续贡献核心业绩增量
2022.10.17
2. 【华西医药】九洲药业 (603456.SH)：拟收购山德士中山制剂工厂，加速推进“原料药+制剂”一体化 CDMO 平台战略
2022.09.27
3. 【华西医药】九洲药业 (603456.SH)：CDMO 业务继续贡献业绩弹性，拟定增加产能建设
2022.08.05

盈利预测与估值

| 财务摘要 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 营业收入(百万元) | 2,647 | 4,063 | 5,749 | 7,740 | 10,140 |
| YoY (%) | 31.3% | 53.5% | 41.5% | 34.7% | 31.0% |
| 归母净利润(百万元) | 381 | 634 | 931 | 1,290 | 1,788 |
| YoY (%) | 60.0% | 66.6% | 46.8% | 38.7% | 38.6% |
| 毛利率 (%) | 37.5% | 33.3% | 35.0% | 35.9% | 36.5% |
| 每股收益 (元) | 0.47 | 0.77 | 1.12 | 1.55 | 2.14 |
| ROE | 12.3% | 13.8% | 17.6% | 19.6% | 21.4% |
| 市盈率 | 77.64 | 47.39 | 32.71 | 23.59 | 17.03 |

资料来源：Wind，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

| 利润表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 营业总收入 | 4,063 | 5,749 | 7,740 | 10,140 | 净利润 | 634 | 930 | 1,290 | 1,787 |
| YoY (%) | 53.5% | 41.5% | 34.7% | 31.0% | 折旧和摊销 | 292 | 403 | 508 | 505 |
| 营业成本 | 2,709 | 3,735 | 4,961 | 6,437 | 营运资金变动 | -331 | -1,446 | 695 | -2,203 |
| 营业税金及附加 | 27 | 50 | 59 | 83 | 经营活动现金流 | 678 | -114 | 2,457 | 40 |
| 销售费用 | 49 | 79 | 100 | 135 | 资本开支 | -572 | -605 | -786 | -701 |
| 管理费用 | 337 | 546 | 774 | 989 | 投资 | -70 | -24 | -35 | -30 |
| 财务费用 | 37 | 5 | 26 | -17 | 投资活动现金流 | -765 | -580 | -731 | -628 |
| 研发费用 | 173 | 310 | 426 | 558 | 股权募资 | 1,020 | -18 | 0 | 0 |
| 资产减值损失 | -51 | -5 | -9 | -7 | 债务募资 | -239 | 79 | -105 | -13 |
| 投资收益 | 61 | 49 | 91 | 102 | 筹资活动现金流 | 582 | -181 | -137 | -42 |
| 营业利润 | 754 | 1,097 | 1,518 | 2,105 | 现金净流量 | 472 | -875 | 1,589 | -631 |
| 营业外收支 | -9 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 利润总额 | 745 | 1,097 | 1,518 | 2,105 | 主要财务指标 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 所得税 | 111 | 167 | 228 | 318 | 成长能力 | | | | |
| 净利润 | 634 | 930 | 1,290 | 1,787 | 营业收入增长率 | 53.5% | 41.5% | 34.7% | 31.0% |
| 归属于母公司净利润 | 634 | 931 | 1,290 | 1,788 | 净利润增长率 | 66.6% | 46.8% | 38.7% | 38.6% |
| YoY (%) | 66.6% | 46.8% | 38.7% | 38.6% | 盈利能力 | | | | |
| 每股收益 | 0.77 | 1.12 | 1.55 | 2.14 | 毛利率 | 33.3% | 35.0% | 35.9% | 36.5% |
| | | | | | 净利率 | 15.6% | 16.2% | 16.7% | 17.6% |
| | | | | | 总资产收益率 ROA | 9.0% | 11.6% | 12.7% | 14.5% |
| 资产负债表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 净资产收益率 ROE | 13.8% | 17.6% | 19.6% | 21.4% |
| 货币资金 | 1,121 | 246 | 1,835 | 1,204 | 偿债能力 | | | | |
| 预付款项 | 30 | 61 | 68 | 97 | 流动比率 | 1.81 | 1.91 | 1.99 | 2.31 |
| 存货 | 1,682 | 2,540 | 2,875 | 4,274 | 速动比率 | 0.96 | 0.80 | 1.06 | 1.09 |
| 其他流动资产 | 939 | 1,715 | 1,617 | 2,825 | 现金比率 | 0.54 | 0.10 | 0.57 | 0.33 |
| 流动资产合计 | 3,772 | 4,562 | 6,395 | 8,400 | 资产负债率 | 35.0% | 34.3% | 35.4% | 32.5% |
| 长期股权投资 | 59 | 83 | 119 | 148 | 经营效率 | | | | |
| 固定资产 | 2,170 | 2,190 | 2,189 | 2,149 | 总资产周转率 | 0.67 | 0.76 | 0.85 | 0.90 |
| 无形资产 | 412 | 480 | 603 | 698 | 每股指标 (元) | | | | |
| 非流动资产合计 | 3,269 | 3,480 | 3,771 | 3,973 | 每股收益 | 0.77 | 1.12 | 1.55 | 2.14 |
| 资产合计 | 7,040 | 8,042 | 10,165 | 12,373 | 每股净资产 | 5.50 | 6.33 | 7.88 | 10.02 |
| 短期借款 | 499 | 578 | 473 | 459 | 每股经营现金流 | 0.81 | -0.14 | 2.95 | 0.05 |
| 应付账款及票据 | 988 | 1,052 | 1,693 | 1,845 | 每股股利 | 0.25 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他流动负债 | 598 | 753 | 1,050 | 1,333 | 估值分析 | | | | |
| 流动负债合计 | 2,085 | 2,383 | 3,216 | 3,637 | PE | 47.39 | 32.71 | 23.59 | 17.03 |
| 长期借款 | 201 | 201 | 201 | 201 | PB | 10.23 | 5.76 | 4.63 | 3.64 |
| 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 | 2,761 | 3,595 | 4,015 | | | | | |
| 股本 | 833 | 832 | 832 | 832 | | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | -1 | -1 | -2 | | | | | |
| 股东权益合计 | 4,577 | 5,280 | 6,570 | 8,358 | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 7,040 | 8,042 | 10,165 | 12,373 | | | | | |

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

崔文亮：10年证券从业经验，2015-2017年新财富分别获得第五名、第三名、第六名，并获得金牛奖、水晶球、最受保险机构欢迎分析师等奖项。先后就职于大成基金、中信建投证券、安信证券等，2019年10月加入华西证券，任医药行业首席分析师、副所长，北京大学光华管理学院金融学硕士、北京大学化学与分子工程学院理学学士。

徐顺利：北京大学硕士，曾就职于南华基金，2020年1月加入华西证券，负责CXO、科研试剂及部分原料药领域。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|--------------------------------|------|--------------------------------|
| 以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15% |
| | 增持 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间 |
| | 中性 | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间 |
| | 减持 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间 |
| | 卖出 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15% |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10% |
| | 中性 | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
| | 回避 | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10% |

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。