

诺欣妥专利诉讼不影响业绩兑现，多元化业务快速发展

2023 年 07 月 12 日

► **Entresto 专利组合被判无效，诺华将继续上诉。**7 月 7 日，诺华公司发布公告，美国特拉华州地方法院裁定 Entresto (sacubitril/valsartan) 组合专利 No.8101659 无效，该专利将于 2025 年 7 月 15 日到期。诺华公司坚信该专利组合是有效的，并且将向美国联邦巡回法院上诉以推翻地方法院的判决。

► **Entresto 作为诺华的重磅药物，全球销售额快速增长。**Entresto (诺欣妥) 是全球首个血管紧张素受体脑啡肽酶抑制剂 (ARNI)，由高血压药物缬沙坦和一种脑啡肽酶抑制剂 sacubitril 组成，是一种同时抑制 RAAS 和增强利钠肽系统的多途径降压的创新型药物。诺欣妥于 2015 年在美国和欧洲上市、2017 年在中国上市，用于治疗射血分数降低的慢性心力衰竭成人患者，可有效降低心血管死亡和心力衰竭住院风险；2021 年 6 月在中国获批用于治疗原发性高血压。由于持续的临床需求和优异的临床表现，近年来诺欣妥在全球的销售额强劲增长，2022 年销售额 46.44 亿美元 (同比增长 31%)，2023 年 Q1 销售额 13.99 亿美元 (同比增长 32%)，成为诺华公司的“重磅炸弹”产品。

► **诺华围绕诺欣妥打造了坚实的专利壁垒，专利诉讼不影响全球销售放量。**近年来诺欣妥面临着激烈的仿制药专利挑战，诺华在美国围绕诺欣妥布局多项专利保护，核心专利将在 2023 年至 2036 年之间到期，包括：No.8101659 组合专利 (2025 年 7 月 15 日到期)、No.11096918 无定形专利 (2026 年 11 月 8 日到期)、No.9388134 晶型专利 (2027 年 5 月 8 日到期)、No.8877938 晶型专利 (2027 年 11 月 27 日到期)、No.11058667 剂量方案专利 (2036 年 5 月 9 日到期)。目前还没有 Entresto 仿制药获得 FDA 初步或最终批准，专利挑战的难度较大，诺华将针对本次地方法院判决向美国联邦巡回法院上诉，中短期内诺欣妥在全球销售快速放量的趋势不会受到影响。

► **九洲药业多业务协同发展，业绩持续高速增长。**2019 年九洲药业收购苏州诺华 100% 股权，同时签订《制造和供应协议》，诺华合作不断深化、管线不断丰富。近年来公司与欧美大型制药公司的管线渗透率进一步提升，CDMO 订单和项目稳步增长，同时公司原料药业务整体保持稳健增长，制剂、多肽等新业务持续快速发展，业绩有望持续保持高增长。

► **投资建议：**我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 12.02/16.01/20.88 亿元，对应 PE 分别为 19/14/11 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**需求下降风险、技术创新风险、核心技术人员流失风险、行业竞争加剧风险、宏观环境风险、政策变化风险、汇率风险等。

推荐
维持评级
当前价格：
25.53 元

分析师 王班

执业证书：S0100523050002

邮箱：wangban@mszq.com

相关研究

- 1.九洲药业 (603456.SH) 2022 年三季报点评：利润端增速符合预期，CDMO 业务持续拓展广度深度-2022/10/26
- 2.九洲药业 (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
- 3.九洲药业 (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
- 4.九洲药业 (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
- 5.九洲药业 (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

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	5445	7124	9128	11413
增长率 (%)	34.0	30.8	28.1	25.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	921	1202	1601	2088
增长率 (%)	45.3	30.5	33.3	30.4
每股收益 (元)	1.02	1.34	1.78	2.32
PE	25	19	14	11
PB	4.3	2.6	2.3	2.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 7 月 12 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5445	7124	9128	11413
营业成本	3558	4583	5770	7083
营业税金及附加	36	50	64	80
销售费用	58	78	100	137
管理费用	429	559	717	913
研发费用	287	378	484	605
EBIT	1061	1492	2012	2615
财务费用	-86	1	-25	-25
资产减值损失	-59	-50	-55	-60
投资收益	2	-4	5	9
营业利润	1108	1436	1985	2588
营业外收支	-4	-7	-10	-12
利润总额	1104	1429	1976	2575
所得税	183	229	375	489
净利润	921	1201	1600	2086
归属于母公司净利润	921	1202	1601	2088
EBITDA	1411	1887	2466	3139

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1095	4306	4903	5882
应收账款及票据	671	976	1250	1563
预付款项	48	60	75	92
存货	2021	2260	2687	3202
其他流动资产	158	205	251	303
流动资产合计	3993	7807	9168	11042
长期股权投资	63	60	64	74
固定资产	2291	2325	2356	2387
无形资产	454	570	655	727
非流动资产合计	3920	4222	4502	4803
资产合计	7913	12029	13670	15846
短期借款	50	420	570	670
应付账款及票据	1245	1356	1628	1941
其他流动负债	919	1043	990	1154
流动负债合计	2214	2819	3188	3764
长期借款	84	164	224	274
其他长期负债	244	259	260	261
非流动负债合计	328	423	484	535
负债合计	2542	3242	3673	4300
股本	834	900	900	900
少数股东权益	75	74	73	71
股东权益合计	5371	8787	9998	11546
负债和股东权益合计	7913	12029	13670	15846

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	34.01	30.84	28.13	25.03
EBIT 增长率	40.37	40.68	34.82	29.98
净利润增长率	45.28	30.48	33.28	30.39
盈利能力 (%)				
毛利率	34.66	35.67	36.79	37.94
净利率	16.91	16.87	17.54	18.30
总资产收益率 ROA	11.64	9.99	11.71	13.18
净资产收益率 ROE	17.39	13.79	16.14	18.20
偿债能力				
流动比率	1.80	2.77	2.88	2.93
速动比率	0.84	1.92	1.99	2.04
现金比率	0.49	1.53	1.54	1.56
资产负债率 (%)	32.12	26.95	26.87	27.13
经营效率				
应收账款周转天数	44.99	50.00	50.00	50.00
存货周转天数	207.39	180.00	170.00	165.00
总资产周转率	0.73	0.71	0.71	0.77
每股指标 (元)				
每股收益	1.02	1.34	1.78	2.32
每股净资产	5.89	9.69	11.03	12.76
每股经营现金流	1.36	1.47	2.03	2.57
每股股利	0.40	0.52	0.69	0.90
估值分析				
PE	25	19	14	11
PB	4.3	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA	13.97	10.45	7.99	6.28
股息收益率 (%)	1.57	2.04	2.72	3.54

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	921	1201	1600	2086
折旧和摊销	350	395	455	524
营运资金变动	-73	-362	-344	-420
经营活动现金流	1226	1320	1822	2315
资本开支	-705	-651	-700	-783
投资	-27	-30	-35	-40
投资活动现金流	-738	-695	-735	-823
股权募资	42	2500	0	0
债务募资	-362	457	10	150
筹资活动现金流	-609	2586	-490	-512
现金净流量	-64	3211	597	979

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。	公司评级	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
	行业评级	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