



九州药业 603456.SH

基础数据:

截至 2023 年 8 月 16 日

当前股价	26.82 元
投资评级	买入
评级变动	维持
总股本	8.99 亿股
流通股本	8.97 亿股
总市值	233.96 亿元
流动市值	233.37 亿元

相对市场表现:



分析师:

分析师 胡晨曦

huchenxi@gwgsc.com

执业证书编号: S0200518090001

联系电话: 010-68085205

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

医疗研发外包/医疗服务/医药生物

盈利能力持续提升, CDMO 保持快速增长

事件:

公司发布2023年半年报: 2023年上半年公司实现营收32.55亿元, 同比增长10.16%; 归母净利润6.22亿元, 同比增长32.83%; 扣非归母净利润为6.13亿元, 同比增长30.78%。

事件点评:

◆整体业绩保持增长, 盈利能力持续提升。2023年上半年公司实现营收32.55亿元, 同比增长10.16%。其中公司API及中间体业务销售收入6.93亿元, 同比下滑10.87%; CDMO业务销售收入24.82亿元, 同比增长25.91%, 占营收比重进一步提升至76%, 毛利贡献超过80%, 达到10.17亿元。公司营业收入增长, 主要由CDMO业务快速增长驱动。今年上半年公司毛利率为38.40%, 较2022年底提升3.74Pct, 主要系CDMO业务和原料药业务毛利率均有所提升; 净利率为19.09%, 较2022年底提升2.18%, 期间费用率为13.75%, 较2022年底增加1.12Pct, 销售、管理、财务费用率均有所增长。

◆下游产品商业化持续放量, CDMO 业务保持快速增长。1) 根据诺华公告, 2023H1 Entresto 实现销售收入 29.15 亿美元, 同比增长 31% (按美元计价, 下同), Kisqali 实现销售收入 9.08 亿美元, 同比增长 66%; 单季度看, 2023Q1, Entresto 实现销售收入 13.99 亿美元, 同比增长 28%, Kisqali 实现销售收入 4.15 亿美元, 同比增长 74%, 2023Q2, Entresto 实现销售收入 15.16 亿美元, 同比增长 35%, Kisqali 实现销售收入 4.93 亿美元, 同比增长 60%。Entresto 保持了快速增长态势, Kisqali 的销售表现超预期且未来持续放量可期。2) 公司 CDMO 项目管线日益丰富, 所服务的客户项目中最优项目占比越来越大。今年上半年, 公司成功通过 1 个 NDA 新药项目上市前现场核查; 公司承接的项目中, 已上市项目 29 个, 处于 III 期临床项目 66 个, 处于 I 期和 II 期临床试验的有 839 个, 较 2022 年分别增加 3/5/75 个。



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

8. 中报点评：九洲药业 (603456)
——持续提升核心技术平台，CDMO 商业化项目进入快速增长期_2022. 08. 09

9. 年报点评：九洲药业 (603456)
——CDMO 业务延续强劲增长，产能持续扩张_2023. 05. 05

◆**多肽药物和偶联药物业务进展顺利。**公司已建成多肽药物、偶联药物研发技术平台，核心团队人员具备超过 15 年的多肽研发和管理经验。在多肽药物技术平台方面，公司具备从定制肽到注册申报，以及法规条件下生产多肽药物的一站式服务能力。多肽平台的合成能力包含固相合成、液相合成、固液相相结合等，尤其作用于中长肽、长肽、困难肽序的合成。目前，公司多肽平台已承接并交付多个新药研创公司的定制肽和多肽新药 IND 委托研发业务，已助力客户多个项目的国内外申报；同时，公司承接了多个客户高活性偶联药物的研发和生产。

◆**加快原料药制剂一体化进程。**公司持续拓展及布局目标临床细分领域产品线，快速推进在制剂项目的注册申报。今年上半年，公司磷酸西格列汀原料药获批上市；当前，公司已有 18 个仿制药制剂项目处于不同研发报批阶段，其中 1 个项目已获得 ANDA 批文，3 个项目已视同通过一致性评价，1 个项目处于 FDA 审批中，4 个制剂项目目前分别处于 CDE 审评审批不同阶段。

投资建议：

我们预计公司2023-2025年的归母净利润分别为11.61/15.49/20.53亿元，EPS 分别为 1.29/1.72/2.28 元，当前股价对应 PE 为 21/16/12 倍。考虑 CDMO 业务各阶段项目增长良好，部分商业化大品种受益于终端市场放量、销量持续增长；原料制剂一体化稳步推进；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：

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,445.11	7,033.62	8,959.21	11,504.52
增长率(%)	34.01	29.17	27.38	28.41
归母净利润(百万元)	920.92	1,160.57	1,549.06	2,053.24
增长率(%)	45.28	26.02	33.47	32.55
EPS(元/股)	1.02	1.29	1.72	2.28
市盈率(P/E)	26.20	20.79	15.57	11.75
市净率(P/B)	4.55	3.97	3.47	2.99

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	2022	2023E	2024E	2025E	利润表	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,095.43	1,415.00	1,802.38	2,314.43	营业收入	5,445.11	7,033.62	8,959.21	11,504.52
应收账款	671.11	1,186.59	1,179.69	1,858.84	营业成本	3,557.82	4,548.32	5,732.37	7,291.84
预付账款	47.72	51.47	73.54	85.47	营业税金及附加	35.77	46.20	58.85	75.57
存货	2,021.50	2,712.93	3,253.99	4,336.21	营业费用	57.50	70.34	89.59	115.05
其他	157.53	157.53	157.53	157.53	管理费用	429.15	562.69	716.74	920.36
流动资产合计	3,993.28	5,523.51	6,467.13	8,752.49	财务费用	287.38	386.85	492.76	632.75
长期股权投资	63.46	63.46	63.46	63.46	研发费用	-86.17	-3.52	-4.48	-5.75
固定资产	2,290.71	2,162.98	2,761.71	2,654.60	资产减值损失	-59.33	-59.33	-59.33	-59.33
在建工程	798.29	952.47	501.23	371.86	公允价值变动收益	-35.22	-10.00	5.00	8.00
无形资产	517.02	514.71	510.04	503.00	投资净收益	2.07	5.00	5.00	5.00
其他	250.51	243.42	222.00	216.38	其他	435.60	478.76	554.67	688.66
非流动资产合计	3,920.00	3,937.04	4,058.45	3,809.30	营业利润	1,107.91	1,395.15	1,860.80	2,465.12
资产总计	7,913.28	9,460.55	10,525.57	12,561.79	营业外收入	3.14	3.14	3.14	3.14
短期借款	50.05	382.26	84.68	182.54	营业外支出	7.23	7.23	7.23	7.23
应付账款	1,171.63	1,532.42	1,875.56	2,459.55	利润总额	1,103.82	1,391.07	1,856.71	2,461.03
其他	992.32	1,152.00	1,289.17	1,543.19	所得税	183.27	230.96	308.28	408.61
流动负债合计	2,213.99	3,066.68	3,249.41	4,185.29	净利润	920.55	1,160.10	1,548.43	2,052.41
长期借款	83.99	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	-0.37	-0.47	-0.63	-0.83
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	920.92	1,160.57	1,549.06	2,053.24
其他	243.81	243.81	243.81	243.81	主要财务比率	2022	2023E	2024E	2025E
非流动负债合计	327.80	243.81	243.81	243.81	成长能力				
负债合计	2,541.80	3,310.49	3,493.22	4,429.10	营业收入	34.01%	29.17%	27.38%	28.41%
少数股东权益	74.92	74.45	73.83	73.00	营业利润	47.01%	25.93%	33.38%	32.48%
股本	834.25	899.54	899.54	899.54	归属于母公司净利润	45.28%	26.02%	33.47%	32.55%
资本公积	2,058.45	2,058.45	2,058.45	2,058.45	获利能力				
留存收益	4,573.17	5,176.06	6,058.98	7,160.15	毛利率	34.66%	35.33%	36.02%	36.62%
其他	-2,169.32	-2,058.45	-2,058.45	-2,058.45	净利率	16.91%	16.50%	17.29%	17.85%
股东权益合计	5,371.48	6,150.06	7,032.35	8,132.70	ROE	17.39%	19.10%	22.26%	25.48%
负债和股东权益总计	7,913.28	9,460.55	10,525.57	12,561.79	ROIC	20.98%	25.69%	29.61%	37.78%
现金流量表	2022	2023E	2024E	2025E	偿债能力				
经营活动现金流	1,225.78	809.19	1,907.85	1,578.88	资产负债率	32.12%	34.99%	33.19%	35.26%
资本支出	899.58	374.83	561.23	215.37	流动比率	1.80	1.80	1.99	2.09
长期投资	4.49	0.00	0.00	0.00	速动比率	0.89	0.92	0.99	1.06
其他	-1,642.49	-734.66	-1,122.47	-433.74	营运能力				
投资活动现金流	-738.42	-359.83	-561.23	-218.37	应收账款周转率	7.57	7.57	7.57	7.57
债权融资	340.85	589.07	291.49	389.35	存货周转率	2.94	2.97	3.00	3.03
股权融资	93.25	179.67	4.48	5.75	总资产周转率	0.73	0.81	0.90	1.00
其他	-1,043.06	-898.53	-1,255.20	-1,243.55	每股指标(元)	2022	2023E	2024E	2025E
筹资活动现金流	-608.96	-129.79	-959.24	-848.46	每股收益	1.02	1.29	1.72	2.28
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	1.36	0.90	2.12	1.76
现金净增加额	-121.60	319.57	387.38	512.06	每股净资产	5.89	6.75	7.74	8.96

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。