开源证券

九洲药业（603456.SH） 收入端阶段性承压，盈利能力逐步增强

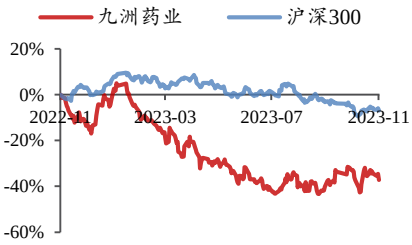
2023 年 11 月 16 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2023/11/16
当前股价(元)	27.38
一年最高最低(元)	48.16/24.28
总市值(亿元)	246.28
流通市值(亿元)	245.90
总股本(亿股)	8.99
流通股本(亿股)	8.98
近 3 个月换手率(%)	60.91

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《CDMO 业务稳健发展，利润端持续改善—公司信息更新报告》-2023.8.17

《转型小分子 CDMO，老牌原料药企业再起航—公司首次覆盖报告》-2023.5.30

余汝意（分析师）
yuruyi@kysec.cn
证书编号：S0790523070002

汪晋（联系人）
wangjin3@kysec.cn
证书编号：S0790123050021

● **收入端阶段性承压，CDMO 业务稳健发展，盈利能力持续增强**

2023 年前三季度，公司实现营收 45.77 亿元（+4.66%），归母净利润 9.67 亿元，（+30.08%），扣非归母净利润 9.52 亿元(+24.75%)；毛利率达 39.31%(+4.59 pct)，净利率达 21.07%（+4.11 pct）。单看 Q3，实现营收 13.22 亿元（-6.80%），归母净利润 3.45 亿元（+25.39%）；扣非归母净利润 3.39 亿元（+15.16%）；毛利率达 41.54%，同比增加 7.68 pct，环比增加 1.38 pct；净利率达 25.95%，同比增加 6.68pct，环比增加 3.21 pct。受海外原料药市场竞争加剧影响，公司收入端阶段性承压；CDMO 业务稳健发展，盈利能力持续增强。考虑原料药行业竞争加剧，我们下调公司 2023-2025 年盈利预测，预计归母净利润为 12.14/15.16/18.64 亿元（原预计 12.37/16.54/21.47 亿元），EPS 为 1.35/1.69/2.07 元，当前股价对应 PE 为 20.3/16.2/13.2 倍，鉴于公司 CDMO 业务持续发展，维持“买入”评级。

● **CDMO 项目管线日益丰富，持续推进原料药-制剂 CDMO 一站式服务能力**

2023H1 CDMO 业务实现营收 24.82 亿元，同比增长 25.91%；毛利率达 40.96%，同比提升 0.95pct。公司成功通过 1 个 NDA 新药项目上市前现场核查；承接项目中，已上市项目 29 个，III 期临床项目 66 个，I/II 期临床项目 839 个；子公司康川济医药完成仿制药申报 3 项，助力客户获得仿制药批件 4 项。公司在收购瑞华中山后，进一步整合制剂产能，持续推进原料药-制剂 CDMO 一站式服务能力。

● **持续拓宽特色原料药产品线，制剂业务快速发展有望带来新增量**

2023H1 原料药中间体业务实现营收 6.93 亿元，同比下降 10.87%；毛利率达 32.12%，同比提升 2.43 pct。公司不断拓宽特色原料药产品线，积极布局抗炎类、抗感染类等领域的产品，治疗 II 型糖尿病的磷酸西格列汀原料药获批上市。同时，公司快速推进在研制剂项目的注册申报，2023H1 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，有望为公司未来业绩的增长带来新增量。

● **风险提示：**药物生产外包服务市场需求下降，核心成员流失等

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,063	5,445	5,909	7,085	8,610
YOY(%)	53.5	34.0	8.5	19.9	21.5
归母净利润(百万元)	634	921	1,214	1,516	1,864
YOY(%)	66.6	45.3	31.8	25.0	22.9
毛利率(%)	33.3	34.7	38.8	39.2	39.6
净利率(%)	15.6	16.9	20.5	21.4	21.6
ROE(%)	13.9	17.1	19.4	20.1	20.3
EPS(摊薄/元)	0.70	1.02	1.35	1.69	2.07
P/E(倍)	38.9	26.7	20.3	16.2	13.2
P/B(倍)	5.4	4.6	4.0	3.3	2.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3772	3993	3251	4387	4954
现金	1121	1095	1314	1425	2057
应收票据及应收账款	767	671	0	0	0
其他应收款	6	6	7	9	10
预付账款	30	48	36	64	58
存货	1682	2021	1743	2737	2678
其他流动资产	167	151	151	151	151
非流动资产	3269	3920	4083	4757	5514
长期投资	59	63	68	72	77
固定资产	2170	2291	2534	3176	3862
无形资产	428	517	554	602	646
其他非流动资产	612	1049	927	907	928
资产总计	7040	7913	7335	9144	10468
流动负债	2085	2214	766	1256	944
短期借款	499	50	50	393	50
应付票据及应付账款	988	1245	0	0	0
其他流动负债	598	919	716	864	894
非流动负债	379	328	319	342	347
长期借款	201	84	75	98	103
其他非流动负债	177	244	244	244	244
负债合计	2463	2542	1085	1599	1291
少数股东权益	0	75	73	72	71
股本	833	834	834	834	834
资本公积	1985	2058	2058	2058	2058
留存收益	1802	2515	3184	4107	5258
归属母公司股东权益	4577	5297	6176	7474	9106
负债和股东权益	7040	7913	7335	9144	10468

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	678	1226	1150	917	2351
净利润	634	921	1212	1515	1863
折旧摊销	292	344	283	361	467
财务费用	37	-86	-43	-72	-74
投资损失	-61	-2	0	0	0
营运资金变动	-330	-108	-300	-887	87
其他经营现金流	106	157	-2	-0	9
投资活动现金流	-765	-738	-445	-1035	-1232
资本支出	580	714	442	1031	1219
长期投资	-70	4	-4	-4	-4
其他投资现金流	-116	-29	2	0	-9
筹资活动现金流	582	-609	-487	-113	-145
短期借款	-289	-449	0	343	-343
长期借款	61	-117	-9	23	5
普通股增加	27	2	0	0	0
资本公积增加	1014	73	0	0	0
其他筹资现金流	-231	-118	-478	-479	193
现金净增加额	472	-64	219	-231	974

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4063	5445	5909	7085	8610
营业成本	2709	3558	3617	4304	5203
营业税金及附加	27	36	39	46	56
营业费用	49	58	83	96	112
管理费用	337	429	473	560	672
研发费用	173	287	307	361	431
财务费用	37	-86	-43	-72	-74
资产减值损失	-51	-59	7	7	9
其他收益	30	36	0	0	0
公允价值变动收益	-1	-35	2	0	-9
投资净收益	61	2	0	0	0
资产处置收益	-8	-5	0	0	0
营业利润	754	1108	1443	1796	2211
营业外收入	1	3	2	3	2
营业外支出	10	7	0	0	0
利润总额	745	1104	1445	1799	2214
所得税	111	183	233	284	351
净利润	634	921	1212	1515	1863
少数股东损益	0	-0	-2	-1	-1
归属母公司净利润	634	921	1214	1516	1864
EBITDA	1046	1424	1699	2136	2646
EPS(元)	0.70	1.02	1.35	1.69	2.07

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	53.5	34.0	8.5	19.9	21.5
营业利润(%)	65.2	47.0	30.2	24.5	23.1
归属于母公司净利润(%)	66.6	45.3	31.8	25.0	22.9
获利能力					
毛利率(%)	33.3	34.7	38.8	39.2	39.6
净利率(%)	15.6	16.9	20.5	21.4	21.6
ROE(%)	13.9	17.1	19.4	20.1	20.3
ROIC(%)	15.4	19.6	23.5	22.6	25.2
偿债能力					
资产负债率(%)	35.0	32.1	14.8	17.5	12.3
净负债比率(%)	-7.0	-11.7	-16.7	-10.3	-18.9
流动比率	1.8	1.8	4.2	3.5	5.2
速动比率	1.0	0.8	1.9	1.2	2.3
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	5.7	7.6	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	5.2	4.8	8.6	0.0	0.0
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.70	1.02	1.35	1.69	2.07
每股经营现金流(最新摊薄)	0.75	1.36	1.28	1.02	2.61
每股净资产(最新摊薄)	5.09	5.89	6.87	8.31	10.12
估值比率					
P/E	38.9	26.7	20.3	16.2	13.2
P/B	5.4	4.6	4.0	3.3	2.7
EV/EBITDA	21.5	15.7	12.9	10.4	8.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn