

CDMO 商业化收入稳定提升, 持续建设全球先进产能

2024 年 04 月 09 日

► **事件:** 2024 年 4 月 8 日, 九洲药业发布 2023 年年报。公司全年实现营业收入 55.23 亿元, 同比增长 1.44%; 归母净利润 10.33 亿元, 同比增长 12.17%; 扣非净利润 10.24 亿元, 同比增长 10.46%。单季度看, Q4 公司实现收入 9.47 亿元, 同比下降 11.71%; 归母净利润 0.66 亿元, 同比下降 62.58%; 扣非净利润 0.73 亿元, 同比下降 55.75%。

► **原料药、制剂 CDMO 业务快速拓展, 商业化阶段项目收入稳步提升。** 2023 年 CDMO 实现收入 40.79 亿元, 同比增长 19.40%, 毛利率 40.34% (+0.65pts); 特色原料药及中间体收入 12.61 亿元, 同比下降 22.95%, 主要受个别品种价格波动影响。公司 CDMO 项目数量稳健增长, 截至 2023 年底已承接商业化项目 32 个 (+6 个)、III 期临床项目 74 个 (+13 个), I/II 期临床试验项目 902 个 (+138 个), 已递交 NDA 的新药项目数快速增加。依托瑞华中山工厂、四维医药和康川济医药, 公司构建了研发、生产、注册一体的制剂 CDMO 服务体系, 为 40 余家客户的 70 余个制剂项目提供服务, 引入新客户超过 20 家, 制剂业务实现快速发展。此外公司加速布局原料药与制剂一体化产业链, 截至 2023 年底已有 17 个制剂管线项目, 其中 3 个项目已获批、6 个项目递交上市申请。

► **布局多肽与偶联药物、小核酸特色平台, 成功完成多个项目交付工作。** 公司建立定制肽、注册申报和法规条件生产多肽的一站式能力, 多肽 GMP 生产线于 2023 年 Q1 投入使用, 已成功交付千万级多肽 IND 项目; 偶联药物平台方面, 公司具有 ADC、PDC、SMDC 等多种偶联药物的研发和生产能力, OEB4 级、OEB5 级高活实验室和 GMP 高活车间可为客户提供从毫克级到数百克的单批次生产服务。小核酸团队可承接小核酸定制、药学研究及毒理批生产, 加速建设小核酸中试平台和 GMP 商业化车间。

► **全面提升原料药、CDMO、多肽和制剂先进产能, 持续强化全球化业务承接能力。** (1) 瑞博台州 (一期) 生产车间进入设备安装阶段, 部分生产线预计 2024 年 Q2 投入使用; (2) 瑞博苏州中试车间陆续投用, 可承接原料药和多肽项目; (3) 新建抗肿瘤制剂、软胶囊生产能力, 提高原料药+制剂一站式 CDMO 能力; (4) 投资建设日本 CRO 服务平台, 瑞博美国开展中试车间二期安装设计工作, 设立瑞博新加坡作为海外管理总部, 提高全球化项目承接能力。

► **投资建议:** 九洲药业是全球领先的 CDMO 企业, 持续提升核心技术平台。我们预计 2024-2026 年公司收入分别为 63.23/72.92/84.68 亿元, 同比增长 14.5%/15.3%/16.1%, 归母净利润分别为 11.96/13.86/16.16 亿元, 对应 PE 为 13/11/9 倍, 维持“推荐”评级。

► **风险提示:** 研发失败风险、管理风险、行业政策风险、安全生产风险、汇率风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	5,523	6,323	7,292	8,468
增长率 (%)	1.4	14.5	15.3	16.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,033	1,196	1,386	1,616
增长率 (%)	12.2	15.8	15.9	16.6
每股收益 (元)	1.15	1.33	1.54	1.80
PE	14	13	11	9
PB	1.8	1.6	1.5	1.3

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 4 月 9 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

16.64 元



分析师 王班

执业证书: S0100523050002

邮箱: wangban@mszq.com

研究助理 乔波耀

执业证书: S0100123070005

邮箱: qiaoboyao@mszq.com

相关研究

1. 九洲药业 (603456.SH) 2023 年半年报点评: CDMO 项目和订单稳健增长, 产能建设快速推进-2023/08/15

2. 九洲药业 (603456.SH) 事件点评: 诺欣妥专利诉讼不影响业绩兑现, 多元化业务快速发展-2023/07/12

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

4. 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

5. 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

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	5,523	6,323	7,292	8,468
营业成本	3,443	3,948	4,532	5,245
营业税金及附加	49	51	58	68
销售费用	82	89	102	119
管理费用	446	506	583	677
研发费用	331	379	438	508
EBIT	1,123	1,383	1,612	1,889
财务费用	-76	-80	-83	-86
资产减值损失	-78	-108	-124	-144
投资收益	-19	0	0	0
营业利润	1,176	1,355	1,571	1,832
营业外收支	5	3	4	5
利润总额	1,181	1,358	1,575	1,837
所得税	149	163	189	220
净利润	1,031	1,195	1,386	1,616
归属于母公司净利润	1,033	1,196	1,386	1,616
EBITDA	1,507	1,839	2,163	2,540

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,206	3,630	4,089	4,676
应收账款及票据	962	1,069	1,233	1,432
预付款项	31	39	45	52
存货	1,959	2,055	2,359	2,730
其他流动资产	155	164	177	192
流动资产合计	6,314	6,958	7,904	9,084
长期股权投资	56	56	56	56
固定资产	2,506	2,765	2,912	3,062
无形资产	505	569	624	676
非流动资产合计	4,538	4,937	5,215	5,486
资产合计	10,852	11,895	13,119	14,570
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1,198	1,352	1,552	1,796
其他流动负债	459	504	555	633
流动负债合计	1,657	1,856	2,107	2,430
长期借款	389	439	489	539
其他长期负债	273	275	277	279
非流动负债合计	662	714	766	818
负债合计	2,319	2,570	2,873	3,248
股本	899	899	899	899
少数股东权益	72	71	71	71
股东权益合计	8,533	9,326	10,246	11,323
负债和股东权益合计	10,852	11,895	13,119	14,570

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	1.44	14.47	15.33	16.12
EBIT 增长率	5.90	23.12	16.59	17.17
净利润增长率	12.17	15.76	15.89	16.61
盈利能力 (%)				
毛利率	37.66	37.57	37.86	38.06
净利润率	18.71	18.92	19.01	19.09
总资产收益率 ROA	9.52	10.05	10.57	11.09
净资产收益率 ROE	12.21	12.92	13.62	14.36
偿债能力				
流动比率	3.81	3.75	3.75	3.74
速动比率	2.54	2.56	2.55	2.54
现金比率	1.94	1.96	1.94	1.92
资产负债率 (%)	21.37	21.60	21.90	22.29
经营效率				
应收账款周转天数	63.59	63.00	63.00	63.00
存货周转天数	207.69	200.00	200.00	200.00
总资产周转率	0.59	0.56	0.58	0.61
每股指标 (元)				
每股收益	1.15	1.33	1.54	1.80
每股净资产	9.41	10.29	11.31	12.51
每股经营现金流	1.51	1.83	1.93	2.24
每股股利	0.50	0.52	0.60	0.70
估值分析				
PE	14	13	11	9
PB	1.8	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA	8.08	6.62	5.63	4.79
股息收益率 (%)	3.00	3.11	3.61	4.20

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1,031	1,195	1,386	1,616
折旧和摊销	384	456	550	651
营运资金变动	-206	-151	-371	-443
经营活动现金流	1,360	1,645	1,732	2,015
资本开支	-925	-845	-816	-909
投资	-155	0	0	0
投资活动现金流	-1,057	-845	-816	-909
股权募资	2,491	0	0	0
债务募资	63	50	35	50
筹资活动现金流	2,102	-377	-457	-519
现金净流量	2,413	424	459	588

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
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