

CDMO 板块稳健增长，原料药业务阶段性承压

投资要点

- **事件:** 公司发布 2023 年年报, 2023 年公司实现营业收入 55.2 亿元, 同比增长 1.4%; 归母净利润 10.3 亿元, 同比增长 12.2%; 扣非净利润 10.2 亿元, 同比增长 10.5%。单 Q4 公司实现营业收入 9.5 亿元, 同比下降 11.7%; 归母净利润 6649 万元, 同比下降 62.6%; 扣非净利润 7268 万元, 同比下降 55.7%。
- **业绩符合预期, CDMO 板块实现稳健增长。** 公司 CDMO 板块 2023 年实现收入 40.8 亿元(+19.4%), 实现稳健增长。其中: 1) 心血管类: 2023 年实现收入 20.5 亿元(+5.7%), 毛利率达 41.5%(+4.4pp), 下游 Entresto 需求持续高增, 2023 年实现全球销售额 60.4 亿美元(+30%, 恒定汇率下+31%), 成为诺华销售额第一产品; 2) 抗肿瘤类: 2023 年实现收入 10.4 亿元(+59.7%), 毛利率达 37.3%(+6.5pp), 其中下游 Kisqali 患者生存期获益渐获认可, 2023 年实现全球销售额 20.8 亿美元(+69%, 恒定汇率下+75%)。公司已形成可持续的临床前/临床 I、II、III 期漏斗项目结构, 丰富 CDMO 项目数持续推动公司成长。公司承接项目中已上市项目 32 个(较 23H1 新增 3 个), III 期临床项目 74 个(较 23H1 新增 8 个), 处于 I 期和 II 期临床项目 902 个(较 23H1 新增 63 个), 项目涵盖抗肿瘤、抗心衰、抗病毒、中枢神经和心脑血管等治疗领域。
- **原料药板块增长阶段性承压。** 2023 年公司特色原料药及中间体业务实现收入 12.6 亿元(-23%), 毛利率为 32.9%; 其中抗感染类实现收入 3.3 亿元(-43.7%), 中枢神经类药物实现收入 4.6 亿元(-17.3%)、非甾体类药物实现收入 3 亿元(+5.5%), 降血糖类药物实现收入 1.6 亿元(-18.6%), 板块增速阶段性承压。
- **多肽及偶联药物、制剂平台等新业务能力建设初见成效。** 1) 多肽: 多肽 GMP 产线于 2023Q1 投入使用, 2023 年多肽团队完成数十条多肽的合成及交付工作, 成功交付千万级多肽 IND 项目; 2) 偶联药物: 2023 年公司完成多个偶联药物化合物制备交付工作, 拥有 OEB4 级、OEB5 级的高活实验室和 GMP 高活车间, 可为客户提供订单从毫克级到数百克的单批次生产服务; 3) 制剂: 截至 2023 年, 瑞博台州(一期)已进入设备安装阶段, 部分产线预计 2024Q2 投入使用; 原料药喷雾干燥生产车间投入使用; 瑞博苏州中试车间陆续投入使用; 瑞博美国已开展中试车间二期安装设计工作, 将进一步提升研发项目承接能力。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2024-2026 年 EPS 分别为 1.35 元、1.57 元、1.75 元, 对应 PE 分别为 12 倍、10 倍、9 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原料药价格下跌风险, CDMO 业务或不及预期, 行业竞争加剧风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5523.42	6309.61	7251.21	8070.04
增长率	1.44%	14.23%	14.92%	11.29%
归属母公司净利润(百万元)	1033.26	1216.55	1412.33	1577.65
增长率	12.20%	17.74%	16.09%	11.71%
每股收益 EPS(元)	1.15	1.35	1.57	1.75
净资产收益率 ROE	12.09%	13.47%	14.13%	14.29%
PE	14	12	10	9
PB	1.73	1.58	1.43	1.29

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	8.99
流通 A 股(亿股)	8.98
52 周内股价区间(元)	15.87-36.17
总市值(亿元)	147.79
总资产(亿元)	108.52
每股净资产(元)	9.41

相关研究

1. 九洲药业(603456): CDMO 业务稳健增长, 盈利能力持续提升 (2023-08-23)

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：特色原料药及中间体板块主要包括抗感染类、中枢神经类、非甾体抗炎类、降糖类药物，预计原料药行业短期仍处于震荡调整中，公司原料药业务仍有承压，预计 2024-2026 年抗感染类收入增速分别为 -30%/-20%/-20%，中枢神经类收入增速分别为 -15%/-12%/-10%，非甾体抗炎类收入增速分别为 3%/2%/1%，降糖类收入增速分别为 -18%/-15%/-12%。随着公司特色原料药业务话语权逐步增强、工艺不断改进，预计未来毛利率有望持续提升，预计 2024-2026 年毛利率分别为 34.3%/35%/35.7%。

假设 2：公司向诺华供应 Entresto、Kisqali、尼洛替尼中间体和原料药有望为公司 CDMO 业务带来较大业绩弹性，同时公司不断开拓新客户，国内收入也在不断增长，CDMO 业务有望实现稳健增长，预计 2024-2026 年公司 CDMO 服务业务收入增长 24.8%/20.9%/14.7%，毛利率分别为 39.8%/39.4%/39%。

表 1：九洲药业营业收入拆分（亿元）

		2023A	2024E	2025E	2026E
特色原料药及中间体	收入	12.6	10.7	9.6	8.8
	增速	-22.9%	-15.0%	-10.0%	-8.5%
	毛利率	32.9%	34.3%	35.0%	35.7%
专利原料药及中间体	收入	40.8	50.9	61.6	70.6
	增速	19.4%	24.8%	20.9%	14.7%
	毛利率	40.3%	39.8%	39.4%	39.0%
其他业务	收入	1.8	1.5	1.3	1.3
	增速	-53.3%	-20.0%	-10.0%	-5.0%
	毛利率	10.6%	10.0%	10.0%	10.0%
合计	营业收入	55.2	63.1	72.5	80.7
	增速	1.4%	14.2%	14.9%	11.3%
	毛利率	37.7%	38.2%	38.3%	38.2%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 63.1 亿元、72.5 亿元和 80.7 亿元，归母净利润分别为 12.2 亿元、14.1 亿元和 15.8 亿元，EPS 分别为 1.35 元、1.57 元、1.75 元，对应 PE 分别为 12 倍、10 倍、9 倍，维持“买入”评级。

我们选取了行业中与九洲药业业务最为相近的康龙化成、药明康德、博腾股份和凯莱英四家公司，2024 年四家公司的平均 PE 为 17X。公司是我国 CDMO 行业优秀企业，战略转型持续推进，业绩未来有望持续保持稳健增长，长期发展值得期待，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
300759.SZ	康龙化成	19.38	0.90	1.04	1.25	22	19	16
603259.SH	药明康德	43.80	3.24	3.55	4.15	14	12	11
603456.SH	博腾股份	17.44	0.98	0.98	1.29	18	18	14
002821.SZ	凯莱英	79.44	6.14	4.43	5.62	13	18	14
平均值						17	17	14

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	5523.42	6309.61	7251.21	8070.04	净利润	1031.37	1261.98	1463.55	1634.87
营业成本	3443.49	3898.79	4472.35	4986.19	折旧与摊销	377.92	642.58	722.22	784.14
营业税金及附加	49.20	56.79	65.26	72.63	财务费用	-75.63	-92.08	-102.99	-110.44
销售费用	82.02	94.64	108.77	121.05	资产减值损失	-78.20	-60.00	-60.00	-60.00
管理费用	445.93	946.44	1073.18	1170.16	经营营运资本变动	-486.01	-146.35	-246.70	-243.20
财务费用	-75.63	-92.08	-102.99	-110.44	其他	590.89	107.96	85.14	86.71
资产减值损失	-78.20	-60.00	-60.00	-60.00	经营活动现金流净额	1360.32	1714.08	1861.23	2092.08
投资收益	-19.36	-20.00	-20.00	-20.00	资本支出	-616.88	-500.00	-480.00	-450.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-439.93	-20.00	-20.00	-20.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1056.80	-520.00	-500.00	-470.00
营业利润	1175.77	1445.03	1674.64	1870.45	短期借款	-50.05	-40.00	-30.00	-20.00
其他非经营损益	4.87	-0.41	0.74	1.04	长期借款	305.06	300.00	200.00	100.00
利润总额	1180.64	1444.62	1675.37	1871.49	股权融资	2506.20	0.00	0.00	0.00
所得税	149.27	182.65	211.82	236.62	支付股利	-358.65	-423.05	-474.58	-550.33
净利润	1031.37	1261.98	1463.55	1634.87	其他	-300.37	72.89	102.99	110.44
少数股东损益	-1.88	45.43	51.22	57.22	筹资活动现金流净额	2102.19	-90.16	-201.59	-359.89
归属母公司股东净利润	1033.26	1216.55	1412.33	1577.65	现金流量净额	2413.31	1103.92	1159.64	1262.18
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3206.43	4310.35	5469.99	6732.17	成长能力				
应收和预付款项	1001.64	1057.13	1203.92	1365.35	销售收入增长率	1.44%	14.23%	14.92%	11.29%
存货	1959.41	2191.42	2521.44	2816.51	营业利润增长率	6.13%	22.90%	15.89%	11.69%
其他流动资产	146.91	127.38	146.39	162.92	净利润增长率	12.04%	22.36%	15.97%	11.71%
长期股权投资	55.70	55.70	55.70	55.70	EBITDA 增长率	8.19%	35.01%	14.95%	10.91%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	3621.21	3492.78	3264.70	2944.71	毛利率	37.66%	38.21%	38.32%	38.21%
无形资产和开发支出	682.05	668.50	654.96	641.41	三费率	8.19%	15.04%	14.88%	14.63%
其他非流动资产	178.64	178.04	177.44	176.83	净利率	18.67%	20.00%	20.18%	20.26%
资产总计	10851.99	12081.30	13494.54	14895.62	ROE	12.09%	13.47%	14.13%	14.29%
短期借款	0.00	-40.00	-70.00	-90.00	ROA	9.50%	10.45%	10.85%	10.98%
应付和预收款项	1482.81	1696.72	1937.01	2161.04	ROIC	17.44%	19.43%	22.30%	24.81%
长期借款	389.05	689.05	889.05	989.05	EBITDA/销售收入	26.76%	31.63%	31.63%	31.53%
其他负债	447.06	368.19	382.15	394.67	营运能力				
负债合计	2318.92	2713.95	3138.22	3454.75	总资产周转率	0.59	0.55	0.57	0.57
股本	899.49	899.49	899.49	899.49	固定资产周转率	2.30	2.36	2.55	2.93
资本公积	4499.42	4499.42	4499.42	4499.42	应收账款周转率	6.40	6.06	6.36	6.23
留存收益	3189.58	3983.08	4920.83	5948.15	存货周转率	1.70	1.87	1.88	1.85
归属母公司股东权益	8461.13	9249.98	10187.73	11215.05	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	85.96%	—	—	—
少数股东权益	71.94	117.37	168.59	225.81	资本结构				
股东权益合计	8533.07	9367.35	10356.32	11440.86	资产负债率	21.37%	22.46%	23.26%	23.19%
负债和股东权益合计	10851.99	12081.30	13494.54	14895.62	带息债务/总负债	16.78%	23.92%	26.10%	26.02%
					流动比率	3.81	4.39	4.73	5.05
					速动比率	2.63	3.14	3.45	3.77
					股利支付率	34.71%	34.77%	33.60%	34.88%
					每股指标				
					每股收益	1.15	1.35	1.57	1.75
					每股净资产	9.49	10.41	11.51	12.72
					每股经营现金	1.51	1.91	2.07	2.33
					每股股利	0.40	0.47	0.53	0.61
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	1478.05	1995.53	2293.87	2544.14					
PE	14.30	12.15	10.46	9.37					
PB	1.73	1.58	1.43	1.29					
PS	2.68	2.34	2.04	1.83					
EV/EBITDA	7.99	5.48	4.34	3.45					
股息率	2.43%	2.86%	3.21%	3.72%					

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
