

## 诺欣妥 Q1 加速放量，季度间波动不改长期成长韧性

2024 年 04 月 25 日

► **事件:** 2024 年 4 月 24 日，九洲药业发布 2024 年一季报。公司 Q1 实现营业收入 14.76 亿元，同比下降 15.73%；归母净利润 2.37 亿元，同比下降 15.65%；扣非净利润 2.34 亿元，同比下降 14.68%。

► **诺欣妥一季度全球销售提速增长，CDMO 订单稳健提升。** CDMO 业务在 2023 年保持 19.40% 的收入增长，项目管线日益丰富，截至 2023 年末已承接 32 个商业化项目、74 个 III 期项目和 902 个 I/II 期项目，服务客户覆盖 Novartis、Roche、第一三共、和记黄埔等国内外知名公司。2024 年一季度 Entresto 超预期放量，全球销售额达到 18.79 亿美元，同比增长 36%，其中美国区收入增速 35%、非美国地区收入增速 38%，将进一步提高诺欣妥在中国、日本高血压疾病的渗透率，诺华预计 Entresto 销售峰值为 70 亿美元；Kisqali 销售额达到 6.27 亿美元，同比增长 54%，销售峰值为 40 亿美元。公司通过和诺华深度合作实现综合能力提升，24Q1 项目数同比增长 10-15%，其中处于 NDA 阶段项目增长较快，我们认为一季度业绩波动主要系订单交付节奏的季度间递延，未来成长确定性仍然较强。产能方面，瑞博苏州产能利用率在 80% 以上、浙江瑞博在 60%-70%，瑞博台州一期项目预计 24 年 6 月底投入使用，确保客户的订单生产需求。

► **多肽、小核酸等新兴业务快速成长，战略布局海外 CRO 平台提高客户粘性。**  
1) 多肽与偶联药物 CDMO 方面，公司已完成数十条多肽合成及交付工作，成功交付千万级多肽 IND 项目，预计 2024 年多肽业务将实现 30% 以上增长，同时新建 600-800 公斤/年的多肽商业化产能，满足客户快速增长的业务需求。2) 小核酸方面，公司已经组建中国和美国小核酸团队，目前已承接多个化合物筛选及药学研究阶段项目，未来将加快推进中试平台和商业化车间建设。3) 制剂 CDMO 方面，公司依托瑞华中山、四维医药和康川济医药实现制剂研发、生产、注册一体化服务体系，2023 年服务 40 多家客户的 70 余个项目，引入新客户超过 20 家。4) 在日本设立全资孙公司建设 CRO 平台，缩短与海外客户服务半径，欧美日等多地 CRO 平台将更好发挥业务协作和引流作用。

► **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 62.82/72.44/83.31 亿元，同比增长 13.7%/15.3%/15.0%，归母净利润分别为 11.81/13.71/15.82 亿元，对应 PE 为 11/10/8 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。

### 推荐

### 维持评级

### 当前价格:

### 14.72 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 年年报点评: CDMO 商业化收入稳定提升，持续建设全球先进产能-2024/04/10
- 2.九洲药业 (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
- 3.九洲药业 (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
- 4.九洲药业 (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
- 5.九洲药业 (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

### 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	6,282	7,244	8,331
增长率 (%)	1.4	13.7	15.3	15.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,033	1,181	1,371	1,582
增长率 (%)	12.2	14.3	16.1	15.4
每股收益 (元)	1.15	1.31	1.52	1.76
PE	13	11	10	8
PB	1.6	1.4	1.3	1.2

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 4 月 24 日收盘价)

## 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	6,282	7,244	8,331
营业成本	3,443	3,956	4,542	5,209
营业税金及附加	49	63	72	83
销售费用	82	88	101	117
管理费用	446	471	543	625
研发费用	331	283	326	371
EBIT	1,123	1,451	1,690	1,963
财务费用	-76	-52	-47	-41
资产减值损失	-78	-109	-124	-143
投资收益	-19	0	0	0
营业利润	1,176	1,388	1,613	1,862
营业外收支	5	0	0	0
利润总额	1,181	1,388	1,613	1,862
所得税	149	208	242	279
净利润	1,031	1,180	1,371	1,582
归属于母公司净利润	1,033	1,181	1,371	1,582
EBITDA	1,507	1,907	2,241	2,614

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,206	4,496	5,021	5,589
应收账款及票据	962	1,181	1,264	1,454
预付款项	31	40	45	52
存货	1,959	2,059	2,365	2,712
其他流动资产	155	194	211	230
流动资产合计	6,314	7,970	8,907	10,036
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	5,214	5,486
资产合计	10,852	12,906	14,121	15,522
短期借款	0	1,000	1,000	1,000
应付账款及票据	1,198	1,355	1,556	1,784
其他流动负债	459	496	546	619
流动负债合计	1,657	2,851	3,102	3,403
长期借款	389	439	489	539
其他长期负债	273	301	303	305
非流动负债合计	662	740	792	844
负债合计	2,319	3,591	3,894	4,247
股本	899	899	899	899
少数股东权益	72	71	71	71
股东权益合计	8,533	9,316	10,227	11,275
负债和股东权益合计	10,852	12,906	14,121	15,522

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
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	1.44	13.73	15.31	15.00
EBIT 增长率	5.90	29.20	16.50	16.14
净利润增长率	12.17	14.30	16.08	15.42
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	37.66	37.03	37.29	37.47
净利润率	18.71	18.80	18.93	18.99
总资产收益率 ROA	9.52	9.15	9.71	10.19
净资产收益率 ROE	12.21	12.78	13.50	14.12
<b>偿债能力</b>				
流动比率	3.81	2.80	2.87	2.95
速动比率	2.54	2.02	2.05	2.10
现金比率	1.94	1.58	1.62	1.64
资产负债率 (%)	21.37	27.82	27.58	27.36
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	63.59	70.00	65.00	65.00
存货周转天数	207.69	200.00	200.00	200.00
总资产周转率	0.59	0.53	0.54	0.56
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.15	1.31	1.52	1.76
每股净资产	9.41	10.28	11.29	12.46
每股经营现金流	1.51	1.69	2.04	2.26
每股股利	0.50	0.51	0.59	0.68
<b>估值分析</b>				
PE	13	11	10	8
PB	1.6	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	7.23	5.71	4.86	4.17
股息收益率 (%)	3.40	3.47	4.03	4.65

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1,031	1,180	1,371	1,582
折旧和摊销	384	456	550	651
营运资金变动	-206	-304	-296	-434
经营活动现金流	1,360	1,522	1,832	2,031
资本开支	-925	-854	-820	-914
投资	-155	0	0	0
投资活动现金流	-1,057	-853	-820	-914
股权募资	2,491	0	0	0
债务募资	63	1,056	36	50
筹资活动现金流	2,102	621	-487	-549
现金净流量	2,413	1,290	525	567

## 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