

CDMO 新签及 NDA 项目快速增长，长期发展韧性十足

2024 年 08 月 27 日

► **事件:** 2024 年 8 月 26 日, 九洲药业发布 2024 年半年报。公司上半年实现营业收入 27.64 亿元, 同比下降 15.1%; 归母净利润 4.75 亿元, 同比下降 23.6%; 扣非净利润 4.68 亿元, 同比下降 23.7%。单季度看, Q2 收入 12.89 亿元, 同比下降 14.3%; 归母净利润 2.38 亿元, 同比下降 30.2%; 扣非净利润 2.34 亿元, 同比下降 30.9%。

► **CDMO 新签项目及 NDA 项目快速增长, 诺欣妥等产品持续放量。** 上半年, 公司 CDMO 业务收入达 19.71 亿元, 同比下降 20.6%; 截至 2024H1 商业化项目 34 个、III 期 81 个、早期临床 988 个, 新增项目数同比增长 14%, 已递交 NDA 的新药项目数快速增加。诺华 Entresto 延续强劲增长态势, 上半年销售额 37.77 亿美元, 同比增长 30%, Q2 销售额 18.98 亿美元, 同比增长 28%, 其中美国和非美国收入增速分别为 25%、30%; Kisqali 上半年销售额 13.44 亿美元, 同比增长 48%, 在 mBC 新增处方中占比 47%, 早期乳腺癌 eBC 适应症预计 Q3 末在美国获批。制剂 CDMO 方面公司引入近 20 家新客户, 项目数同比增长 32%、收入增长超过 50%, 新承接多个研发、生产、注册一站式订单。在产能建设上, 九洲药业(台州)一期部分项目已投入使用, 还在日本、德国建设研发服务平台, 未来国内外业务将形成较好的导流效应。

► **原料药板块稳健发展, 加速布局多肽及小核酸等新兴业务。** 原料药及中间体业务上半年收入 7.32 亿元, 同比增长 5.6%, 毛利率为 21.2%, 比去年同期下降 10.9%, 主要系部分产品价格压力。公司加速布局几大新兴业务: 1) 成立 TIDES 事业部、完成多肽全球团队组建, 新承接含降糖类药物在内的多个多肽订单, 快速提升 GMP 产能; 小核酸领域已经承接多项定制业务, 上半年完成美国和中国小核酸药物研发平台建设, 正在加速推进小核酸 GMP 中试生产平台和 GMP 商业化车间建设。2) 原料药制剂一体化发展, 目前仿制制剂管线有 22 个项目, 其中西格列汀二甲双胍片(II)、奥卡西平片等 4 个产品已获批, 6 个项目已递交上市申请。上半年公司进一步拓宽特色原料药产品线, 深耕抗炎、抗感染和心血管药物领域, 加强自动化、酶催化、连续流等技术的应用, 制剂工厂也顺利通过多次官方和客户审计。

► **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 60.04/66.86/74.93 亿元, 同比增长 8.7%/11.4%/12.1%, 归母净利润分别为 11.47/13.09/15.03 亿元, 对应 PE 为 10/8/7 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	6,004	6,686	7,493
增长率(%)	1.4	8.7	11.4	12.1
归属母公司股东净利润(百万元)	1,033	1,147	1,309	1,503
增长率(%)	12.2	11.0	14.2	14.7
每股收益(元)	1.15	1.28	1.46	1.67
PE	11	10	8	7
PB	1.3	1.2	1.1	1.0

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 8 月 27 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

12.26 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) 2024 年一季报点评: 诺欣妥 Q1 加速放量, 季度间波动不改长期成长韧性-2024/04/25

2.九洲药业(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

3.九洲药业(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

4.九洲药业(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

5.九洲药业(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

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	6,004	6,686	7,493
营业成本	3,443	3,782	4,189	4,677
营业税金及附加	49	66	74	82
销售费用	82	90	100	112
管理费用	446	402	448	487
研发费用	331	324	361	397
EBIT	1,123	1,362	1,538	1,765
财务费用	-76	-50	-56	-61
资产减值损失	-78	-96	-106	-119
投资收益	-19	-6	0	0
营业利润	1,176	1,304	1,488	1,707
营业外收支	5	1	1	1
利润总额	1,181	1,305	1,488	1,707
所得税	149	157	179	205
净利润	1,031	1,148	1,309	1,503
归属于母公司净利润	1,033	1,147	1,309	1,503
EBITDA	1,507	1,808	2,059	2,369

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,206	3,806	4,368	4,963
应收账款及票据	962	1,370	1,436	1,610
预付款项	31	49	54	61
存货	1,959	1,821	2,017	2,252
其他流动资产	155	204	219	236
流动资产合计	6,314	7,250	8,094	9,122
长期股权投资	56	50	50	50
固定资产	2,506	2,626	2,691	2,759
无形资产	505	569	604	636
非流动资产合计	4,538	4,954	5,131	5,299
资产合计	10,852	12,204	13,225	14,421
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1,198	1,295	1,435	1,602
其他流动负债	459	924	959	1,017
流动负债合计	1,657	2,220	2,393	2,619
长期借款	389	439	469	499
其他长期负债	273	307	309	311
非流动负债合计	662	746	778	810
负债合计	2,319	2,966	3,172	3,429
股本	899	899	899	899
少数股东权益	72	73	73	73
股东权益合计	8,533	9,238	10,053	10,992
负债和股东权益合计	10,852	12,204	13,225	14,421

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	8.70	11.36	12.07
EBIT 增长率	5.90	21.29	12.91	14.72
净利润增长率	12.17	11.00	14.17	14.74
盈利能力 (%)				
毛利率	37.66	37.01	37.34	37.59
净利润率	18.71	19.10	19.58	20.05
总资产收益率 ROA	9.52	9.40	9.90	10.42
净资产收益率 ROE	12.21	12.51	13.12	13.76
偿债能力				
流动比率	3.81	3.27	3.38	3.48
速动比率	2.54	2.37	2.46	2.55
现金比率	1.94	1.71	1.82	1.89
资产负债率 (%)	21.37	24.30	23.98	23.78
经营效率				
应收账款周转天数	63.59	85.00	80.00	80.00
存货周转天数	207.69	185.00	185.00	185.00
总资产周转率	0.59	0.52	0.53	0.54
每股指标 (元)				
每股收益	1.15	1.28	1.46	1.67
每股净资产	9.41	10.19	11.10	12.14
每股经营现金流	1.51	2.07	1.95	2.14
每股股利	0.50	0.55	0.63	0.72
估值分析				
PE	11	10	8	7
PB	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	5.65	4.71	4.14	3.59
股息收益率 (%)	4.08	4.48	5.12	5.87

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1,031	1,148	1,309	1,503
折旧和摊销	384	445	521	604
营运资金变动	-206	101	-228	-358
经营活动现金流	1,360	1,864	1,758	1,922
资本开支	-925	-853	-689	-764
投资	-155	0	0	0
投资活动现金流	-1,057	-867	-689	-764
股权募资	2,491	0	0	0
债务募资	63	68	14	30
筹资活动现金流	2,102	-398	-507	-562
现金净流量	2,413	599	562	595

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