

2024 年 10 月 28 日

业绩承压，大客户业务保持相对稳定

九洲药业(603456)

事件概述

公司公告 2024 年三季报：24 年前三季度实现营业收入 39.65 亿元，同比下降 13.36%、实现归母净利润 6.31 亿元，同比下降 34.74%、实现扣非净利润 6.18 亿元，同比下降 35.04%。

分析判断：

► 业绩承压，大客户业务保持相对稳定

公司 24Q3 实现收入 12.01 亿元，同比下降 9.15%、环比下降 6.79%，大客户业务保持相对稳定，我们判断业绩主要受核心业务 CDMO 业务承压、以及特色原料药竞争加剧等负面因素影响。公司 24Q3 毛利率为 33.68%，同比下降 786 bp，我们判断主要受到竞争加剧等因素导致的毛利率下降。24Q3 实现归母净利润为 1.56 亿元，同比下降 54.8%，除了受收入端和毛利率端压力比较大影响外，还受到汇兑损失、财务费用增加较大影响。展望未来，公司将持续加强与客户合作的广度和深度，进一步提升核心大客户的项目管线渗透率、开拓新客户订单量，保障未来业绩呈现稳健较快增长。

投资建议

考虑到特色原料药及中间体业务和 CDMO 业务均呈现一定压力，调整前期业绩预期，即 24-26 年营收从 53.82/60.63/58.93 亿元调整为 51.93/58.28/59.19 亿元，EPS 从 1.12/1.30/1.27 元调整为 0.92/1.07/1.09 元，对应 2024 年 10 月 25 日 15.84 元/股收盘价，PE 分别为 11/9/10 倍，维持“增持”评级。

风险提示

核心技术骨干及管理层流失风险、竞争加剧的风险、核心技术人才流失风险、汇率波动风险、产品研发进展低于预期及失败的风险

盈利预测与估值

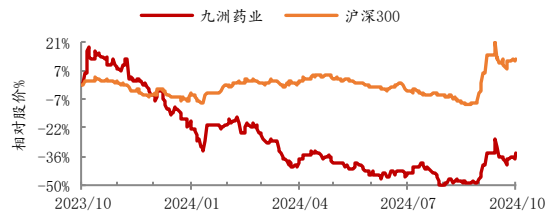
财务摘要	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,445	5,523	5,193	5,828	5,919
YoY (%)	34.0%	1.4%	-6.0%	12.2%	1.6%
归母净利润(百万元)	921	1,033	823	960	976
YoY (%)	45.3%	12.2%	-20.3%	16.7%	1.7%
毛利率 (%)	34.7%	37.7%	35.7%	35.6%	35.8%
每股收益 (元)	1.11	1.16	0.92	1.07	1.09
ROE	17.4%	12.2%	8.9%	9.4%	8.7%
市盈率	14.27	13.66	17.31	14.84	14.59

资料来源：Wind，华西证券研究所

评级及分析师信息

评级：增持
上次评级：增持
目标价格：
最新收盘价：15.84

股票代码：603456
52 周最高价/最低价：30.79/11.83
总市值(亿) 142.47
自由流通市值(亿) 142.26
自由流通股数(百万) 898.11



分析师：崔文亮

邮箱：cuiwl@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519110002
联系电话：

分析师：徐顺利

邮箱：xusl1@hx168.com.cn
SAC NO：S1120522020001
联系电话：010-59775376

相关研究

- 【华西医药】九洲药业（603456）：业绩承压，CDMO 业务管线情况延续向上增长趋势
2024.08.30
- 【华西医药】九洲药业（603456）：业绩呈现稳健增长，原料药业务承压
2024.04.08
- 【华西医药】九洲药业（603456.SH）：收入端继续受原料药和贸易业务拖累，整体盈利能力呈现稳中有升
2023.10.27

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	5,523	5,193	5,828	5,919	净利润	1,031	822	959	975
YoY(%)	1.4%	-6.0%	12.2%	1.6%	折旧和摊销	384	399	433	452
营业成本	3,443	3,340	3,756	3,800	营运资金变动	-206	285	-256	44
营业税金及附加	49	40	49	48	经营活动现金流	1,360	1,595	1,213	1,546
销售费用	82	104	117	118	资本开支	-925	-918	-952	-941
管理费用	446	441	484	497	投资	-155	2	5	3
财务费用	-76	-64	-80	-85	投资活动现金流	-1,057	-938	-962	-950
研发费用	331	338	364	377	股权募资	2,491	5	0	0
资产减值损失	-78	-44	-45	-44	债务募资	63	126	0	0
投资收益	-19	-8	-15	-12	筹资活动现金流	2,102	140	0	0
营业利润	1,176	963	1,110	1,136	现金净流量	2,413	791	251	596
营业外收支	5	0	0	0	主要财务指标				
利润总额	1,181	963	1,110	1,136	成长能力				
所得税	149	141	151	160	营业收入增长率	1.4%	-6.0%	12.2%	1.6%
净利润	1,031	822	959	975	净利润增长率	12.2%	-20.3%	16.7%	1.7%
归属于母公司净利润	1,033	823	960	976	盈利能力				
YoY(%)	12.2%	-20.3%	16.7%	1.7%	毛利率	37.7%	35.7%	35.6%	35.8%
每股收益	1.16	0.92	1.07	1.09	净利率	18.7%	15.9%	16.5%	16.5%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	9.5%	6.9%	7.4%	7.0%
货币资金	3,206	3,997	4,248	4,844	净资产收益率 ROE	12.2%	8.9%	9.4%	8.7%
预付款项	31	37	38	41	偿债能力				
存货	1,959	1,854	2,046	2,026	流动比率	3.81	3.74	3.77	3.93
其他流动资产	1,118	938	1,085	1,056	速动比率	2.54	2.64	2.65	2.86
流动资产合计	6,314	6,827	7,417	7,967	现金比率	1.94	2.19	2.16	2.39
长期股权投资	56	54	49	46	资产负债率	21.4%	21.4%	20.7%	19.6%
固定资产	2,506	2,596	2,688	2,744	经营效率				
无形资产	505	551	599	647	总资产周转率	0.59	0.46	0.47	0.44
非流动资产合计	4,538	5,065	5,576	6,059	每股指标 (元)				
资产合计	10,852	11,892	12,994	14,026	每股收益	1.16	0.92	1.07	1.09
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	9.41	10.32	11.38	12.47
应付账款及票据	1,198	1,165	1,308	1,325	每股经营现金流	1.51	1.77	1.35	1.72
其他流动负债	459	660	661	701	每股股利	0.50	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,657	1,826	1,969	2,026	估值分析				
长期借款	389	389	389	389	PE	13.66	17.31	14.84	14.59
其他长期负债	273	327	327	327	PB	2.57	1.54	1.39	1.27
非流动负债合计	662	716	716	716					
负债合计	2,319	2,542	2,685	2,742					
股本	899	899	899	899					
少数股东权益	72	71	70	69					
股东权益合计	8,533	9,350	10,309	11,284					
负债和股东权益合计	10,852	11,892	12,994	14,026					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。