



2023年10月31日

买入（维持）

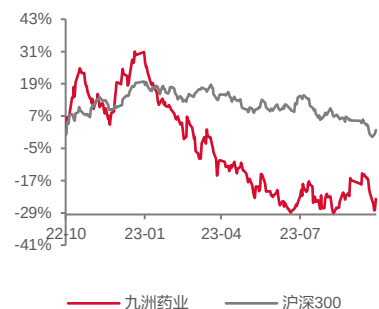
报告原因：业绩点评

证券分析师

杜永宏 S0630522040001

dyh@longone.com.cn

数据日期	2023/10/31
收盘价	29.73
总股本(万股)	89,949
流通A股/B股(万股)	89,811/0
资产负债率(%)	24.99%
市净率(倍)	3.16
净资产收益率(加权)	12.37
12个月内最高/最低价	48.16/24.28



相关研究

《九洲药业(603456):CDMO业务快速增长,原料药业务短期放缓——公司简评报告》2023.08.16

九洲药业（603456）：Q3业绩短期放缓，加速CDMO业务拓展

——公司简评报告

投资要点

- **Q3单季业绩小幅波动，利润端增长明显。**2023年前三季度，公司实现营业收入45.77亿元，同比增长4.66%；归母净利润9.67亿元，同比增长30.08%；扣非后归母净利润9.52亿元，同比增长24.75%；经营性现金流净额11.45亿元，同比下降7.37%。其中Q3单季实现营业收入13.22亿元，同比下降6.79%；归母净利润3.45亿元，同比增长25.39%；扣非后归母净利润3.39亿元，同比增长15.16%。前三季度业绩增长主要受益于CDMO业务的增长，深度拓展客户管线及产品管线；受医药行业政策和海外业务竞争的影响，Q3单季业绩短期下滑。
- **CDMO业务全球化布局，原料药产品结构丰富。****CDMO业务：**公司CDMO业务板块保持稳健增长，占比进一步提升。公司持续强化海外销售队伍建设，加强技术BD力量。报告期内，公司投资设立新加坡全资子公司，促进与国际市场的交流与合作，进一步推进CDMO业务全球化布局。**原料药业务：**原料药行业受外围影响较大，公司特色原料药板块受个别品种影响，营收下滑，但相比二季度下滑幅度收窄。报告期内，公司磷酸西格列汀的获上市申请批准，磷酸西格列汀属于降血糖类药物，主要用于2型糖尿病的治疗。
- **盈利能力稳步提升，控费能力持续向好。**2023年前三季度，公司销售毛利率为39.31%，同比提升4.59pct；销售净利率为21.07%，同比提升4.12pct；其中Q3单季公司销售毛利率为41.54%，同比提升7.67pct；销售净利率为25.95%，同比提升6.68pct；公司毛利率、净利率保持稳步提升。2023年前三季度，公司销售费用率、管理费用率、财务费用率和研发费用率分别为1.42%、7.96%、-1.24%、5.24%，同比分别0.25pct、-0.63pct、0.89pct、0.04pct。公司整体费用率稳定，控费能力持续向好。
- **投资建议：**我们预计公司2023-2025年的营收分别为66.82/83.36/101.78亿元，归母净利润分别为12.12/15.29/18.90亿元，对应EPS分别为1.35/1.70/2.10元，对应PE分别为22.1/17.5/14.2倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**汇率波动风险；原料药价格下降风险；市场竞争风险等。

盈利预测与估值简表

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	2,647.28	4,063.18	5,445.11	6,682.26	8,335.60	10,178.04
增长率（%）	31.26%	53.48%	34.01%	22.72%	24.74%	22.10%
归母净利润（百万元）	380.58	633.90	920.92	1,212.28	1,529.46	1,889.61
增长率（%）	60.05%	66.56%	45.28%	31.64%	26.16%	23.55%
EPS（元/股）	0.47	0.77	1.11	1.35	1.70	2.10
市盈率（P/E）	76.17	73.06	38.23	22.06	17.48	14.15
市净率（P/B）	9.35	10.23	6.68	3.08	2.62	2.21

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止至2023年10月31日收盘）

附录：三大报表预测值

利润表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5,445	6,682	8,336	10,178
%同比增速	34%	23%	25%	22%
营业成本	3,558	4,314	5,379	6,578
毛利	1,887	2,369	2,957	3,600
%营业收入	35%	35%	35%	35%
税金及附加	36	43	54	66
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	58	74	90	107
%营业收入	1%	1%	1%	1%
管理费用	429	515	634	753
%营业收入	8%	8%	8%	7%
研发费用	287	334	408	478
%营业收入	5%	5%	5%	5%
财务费用	-86	6	1	4
%营业收入	-2%	0%	0%	0%
资产减值损失	-59	0	0	0
信用减值损失	5	5	6	6
其他收益	36	41	49	58
投资收益	2	1	1	1
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	-35	0	0	0
资产处置收益	-5	-5	-5	-5
营业利润	1,108	1,441	1,821	2,251
%营业收入	20%	22%	22%	22%
营业外收支	-4	-5	-5	-4
利润总额	1,104	1,436	1,816	2,247
%营业收入	20%	21%	22%	22%
所得税费用	183	224	286	357
净利润	921	1,212	1,530	1,890
%营业收入	17%	18%	18%	19%
归属于母公司的净利润	921	1,212	1,529	1,890
%同比增速	45%	32%	26%	24%
少数股东损益	0	0	0	1
EPS（元/股）	1.11	1.35	1.70	2.10

基本指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	1.11	1.35	1.70	2.10
BVPS	6.35	9.66	11.36	13.46
PE	38.23	22.06	17.48	14.15
PEG	0.84	0.70	0.67	0.60
PB	6.68	3.08	2.62	2.21
EV/EBITDA	24.57	12.54	9.82	7.63
ROE	17%	14%	15%	16%
ROIC	15%	13%	14%	15%

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止至 2023 年 10 月 31 日收盘）

资产负债表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,095	4,091	5,234	6,813
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	671	841	1,007	1,176
存货	2,021	2,398	2,973	3,604
预付账款	48	63	83	110
其他流动资产	158	175	201	224
流动资产合计	3,993	7,567	9,499	11,927
长期股权投资	63	68	73	78
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	2,291	2,576	2,777	2,927
无形资产	454	498	545	593
商誉	111	111	111	111
递延所得税资产	24	31	31	31
其他非流动资产	977	912	907	979
资产总计	7,913	11,763	13,944	16,646
短期借款	50	162	298	456
应付票据及应付账款	1,245	1,482	1,814	2,195
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	177	211	251	298
应交税费	106	128	156	186
其他流动负债	637	607	705	885
流动负债合计	2,214	2,589	3,224	4,020
长期借款	84	105	118	130
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	106	133	133	133
其他非流动负债	138	176	180	184
负债合计	2,542	3,003	3,654	4,466
归属于母公司的所有者权益	5,297	8,686	10,215	12,105
少数股东权益	75	75	75	75
股东权益	5,371	8,760	10,290	12,180
负债及股东权益	7,913	11,763	13,944	16,646

现金流量表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流净额	1,226	1,438	1,693	2,166
投资	-27	-5	-5	-5
资本性支出	-705	-650	-676	-729
其他	-6	-20	-3	-3
投资活动现金流净额	-738	-675	-684	-737
债权融资	-362	53	150	173
股权融资	42	2,501	0	0
支付股利及利息	-235	-368	-16	-23
其他	-54	24	0	0
筹资活动现金流净额	-609	2,210	135	150
现金净流量	-64	2,995	1,144	1,578

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

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，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221959689
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089