

CDMO 项目和订单稳健增长，产能建设快速推进

2023 年 08 月 15 日

➤ **事件：**2023 年 8 月 14 日，九洲药业发布 2023 年中报业绩。上半年公司实现营业收入 32.55 亿元，同比增长 10.16%；归母净利润 6.22 亿元，同比增长 32.83%；扣非归母净利润 6.13 亿元，同比增长 30.78%。单季度看，公司 Q2 实现营业收入 15.03 亿元，同比下降 4.90%；归母净利润 3.41 亿元，同比增长 31.04%；扣非归母净利润 3.39 亿元，同比增长 24.04%。

➤ **CDMO 项目和订单稳健增长，客户产品快速放量带动商业化收入增长。**分板块，上半年 CDMO 收入 24.82 亿元，同比增长 25.91%，毛利率 40.95% (+0.95pct)；原料药业务收入 6.93 亿元，同比下降 10.87%，毛利率 32.12% (+2.42pct)。公司 CDMO 管线漏斗持续丰富，截至 2023 年上半年累计承接 934 个项目，其中已上市项目 29 个 (+26.1%)、三期临床项目 66 个 (+20.0%)，二期及一期项目 839 个 (+26.7%)。客户已上市项目持续稳定放量，商业化阶段项目收入稳步提升。诺华作为公司第一大客户，上半年诺欣妥全球销售额 29.15 亿美元，同比增长 35%，全年销售有望超 60 亿美元；瑞博西尼全球销售额 9.08 亿美元，同比增长 73%，市场份额快速上升，随着未来早期乳腺癌适应症的申报和获批，瑞博西尼销售有望获得新增长点。

➤ **提供一站式多肽药物服务，技术平台保持领先。**公司具备从定制肽、注册申报到生产的一站式能力，固相合成、液相合成、固液相结合等多种能力可用于中长肽、长肽、困难肽序的合成，核心团队拥有超过 15 年多肽研发和管理经验。公司多肽平台已承接并交付多个定制肽和多肽新药 IND 委托研发业务，助力客户多个项目的国内外申报。今年 4 月瑞博苏州首批多肽中间体顺利出料，多肽年产能可达到约 100kg。

➤ **持续推进产能建设，CDMO、制剂及原料药产能全面提升。**（1）2023 年上半年瑞博台州一期完成主体建设，进入设备安装阶段；（2）浙江瑞博喷雾干燥生产车间完成车间改造及设备安装，下半年将投入使用；（3）瑞博苏州中试研发楼的合成反应区主体设备安装完成，下半年将交付使用；（4）药物科技车间完成升级改造并投用，正推进多个产品转移验证生产；（5）瑞博美国已开展中试车间二期安装设计工作。此外公司收购山德士中山制剂工厂并完成交割，成功整合管理体系和人才团队，正在着手构建软胶囊、口服液、高活性固体制剂等生产线建设。

➤ **投资建议：**我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 12.03/16.02/20.91 亿元，对应 PE 为 19/15/11 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**药物研发失败风险、药物研发周期较长的风险、经营规模扩大带来的管理风险、行业监管政策风险、安全生产风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	5445	7007	9001	11362
增长率 (%)	34.0	28.7	28.5	26.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	921	1203	1602	2091
增长率 (%)	45.3	30.6	33.1	30.6
每股收益 (元)	1.02	1.34	1.78	2.32
PE	25	19	15	11
PB	4.4	2.7	2.4	2.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 8 月 15 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

26.01 元


分析师 王班

执业证书：S0100523050002

邮箱：wangban@mszq.com

相关研究

- 1.九洲药业 (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
- 2.九洲药业 (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
- 3.九洲药业 (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
- 4.九洲药业 (603456.SH) 事件点评：收购 Sandoz 制剂工厂，快速提升原料药制剂一体化能力-2022/09/28
- 5.九洲药业 (603456.SH) 2022 年中报业绩点评：中报业绩超预期，CDMO 发展动力十足-2022/08/04

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5445	7007	9001	11362
营业成本	3558	4394	5569	6950
营业税金及附加	36	49	63	80
销售费用	58	91	117	148
管理费用	429	568	729	915
研发费用	287	392	508	636
EBIT	1061	1528	2037	2654
财务费用	-86	1	-26	-26
资产减值损失	-59	-51	-55	-60
投资收益	2	-2	3	5
营业利润	1108	1473	2010	2624
营业外收支	-4	-7	-10	-12
利润总额	1104	1466	2000	2611
所得税	183	264	400	522
净利润	921	1202	1600	2089
归属于母公司净利润	921	1203	1602	2091
EBITDA	1411	1922	2492	3178

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1095	4409	5002	5968
应收账款及票据	671	960	1233	1556
预付款项	48	57	72	90
存货	2021	2167	2594	3142
其他流动资产	158	203	249	302
流动资产合计	3993	7796	9150	11058
长期股权投资	63	61	64	69
固定资产	2291	2325	2356	2387
无形资产	454	570	655	727
非流动资产合计	3920	4217	4496	4792
资产合计	7913	12014	13646	15850
短期借款	50	420	570	670
应付账款及票据	1245	1300	1572	1904
其他流动负债	919	1037	977	1146
流动负债合计	2214	2757	3119	3720
长期借款	84	164	224	274
其他长期负债	244	296	297	298
非流动负债合计	328	460	521	572
负债合计	2542	3217	3640	4292
股本	834	899	899	899
少数股东权益	75	74	73	71
股东权益合计	5371	8796	10006	11558
负债和股东权益合计	7913	12014	13646	15850

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	34.01	28.68	28.46	26.24
EBIT 增长率	40.37	44.04	33.35	30.28
净利润增长率	45.28	30.65	33.12	30.57
盈利能力 (%)				
毛利率	34.66	37.29	38.13	38.84
净利率	16.91	17.17	17.79	18.40
总资产收益率 ROA	11.64	10.01	11.74	13.19
净资产收益率 ROE	17.39	13.79	16.12	18.21
偿债能力				
流动比率	1.80	2.83	2.93	2.97
速动比率	0.84	2.00	2.06	2.08
现金比率	0.49	1.60	1.60	1.60
资产负债率 (%)	32.12	26.78	26.67	27.08
经营效率				
应收账款周转天数	44.99	50.00	50.00	50.00
存货周转天数	207.39	180.00	170.00	165.00
总资产周转率	0.73	0.70	0.70	0.77
每股指标 (元)				
每股收益	1.02	1.34	1.78	2.32
每股净资产	5.89	9.70	11.04	12.77
每股经营现金流	1.36	1.54	2.03	2.56
每股股利	0.40	0.52	0.69	0.91
估值分析				
PE	25	19	15	11
PB	4.4	2.7	2.4	2.0
EV/EBITDA	14.37	10.55	8.14	6.38
股息收益率 (%)	1.54	2.00	2.67	3.48

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	921	1202	1600	2089
折旧和摊销	350	395	455	524
营运资金变动	-73	-316	-343	-440
经营活动现金流	1226	1390	1825	2302
资本开支	-705	-651	-700	-783
投资	-27	-30	-35	-40
投资活动现金流	-738	-694	-735	-823
股权募资	42	2500	0	0
债务募资	-362	469	3	150
筹资活动现金流	-609	2618	-497	-512
现金净流量	-64	3314	593	966

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。	公司评级	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