

## 九洲药业 (603456) \ 医药生物

### 产能持续建设, CDMO 业务快速发展

投资评级:

行业:

投资建议:

当前价格:

目标价格:

化学制药

买入 (维持评级)

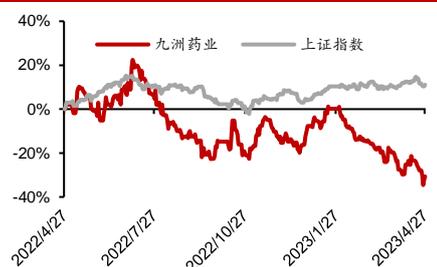
31.85 元

38.29 元

#### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	900/831
流通 A 股市值 (百万元)	26,475
每股净资产 (元)	8.96
资产负债率 (%)	25.74
一年内最高/最低 (元)	58.83/29.82

#### 股价相对走势



分析师: 郑薇

执业证书编号: S0590521070002

邮箱: zhengwei@glsc.com.cn

联系人 陈馨悦

邮箱: chxy@glsc.com.cn

#### 事件:

公司发布2022年年报及2023年一季报: 2022年公司实现营收54.45亿元, 同比增长34.01%; 实现归母净利润9.21亿元, 同比增长45.28%; 实现扣非后归母净利润9.27亿元, 同比增长61.70%。2023年一季度公司实现营收17.51亿元, 同比增长27.49%; 实现归母净利润2.81亿元, 同比增长35.07%; 实现扣非后归母净利润2.74亿元, 同步增长40.19%。

#### ➤ 营收快速增长, CDMO业务可持续性加强

2022年公司营收保持快速增长, 其中合同定制类业务实现收入34.17亿元, 同比增长47.84%, 表现亮眼; 特色原料药类业务实现收入16.37亿元, 同比增长24.91%。公司CDMO项目漏斗型结构日益显现, 2022年承接已上市项目26个, III期临床项目61个, I期和II期临床试验项目764个, 项目涵盖抗肿瘤、抗心衰、抗病毒、中枢神经等治疗领域, 管线布局全面。

#### ➤ 加快产能建设, 保障CDMO业务发展

公司通过“内部建设+外部并购”相结合的方式加快CDMO产能建设, 有效保障CDMO业务的稳健发展。内部建设方面, 2022年瑞博苏州完成中试车间主体建设和多肽GMP生产线, 瑞博美国完成GMP多功能中试车间建设, 药物科技完成一期扩建工作, 瑞博台州正在建设1700立方新基地; 外部并购方面, 公司于2022年收购康川济医药51%股权和瑞华中山100%股权。

#### ➤ 加大研发投入, 赋能新药研发

公司持续加大创新研发力度, 2022年研发支出为3.35亿元, 同比增长77.85%; 研发人员增加至993人, 同比增长26.01%。公司主要开展研发项目29项, 其中CDMO项目11项、API项目14项、制剂项目4项。得益于新技术、新装备的运用, 公司自研产品周期缩短10%, 不断提升客户服务能力。

#### ➤ 盈利预测、估值与评级

我们预计公司2023-2025年收入分别为72.23/94.34/121.60亿元, 对应增速分别为32.66%/30.61%/28.89%, 归母净利润分别为12.76/16.87/22.69亿元, 对应增速分别为38.52%/32.22%/34.50%, EPS分别为1.42/1.87/2.52元, 3年CAGR为35.05%, 对应PE分别为22/17/13倍。鉴于公司CDMO业务快速扩张, 参照可比公司估值, 我们给予公司2023年27倍PE, 对应目标价38.29元, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 原材料价格上涨; 客户新药研发失败; 汇率波动; 环保趋严。

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	4063	5445	7223	9434	12160
增长率 (%)	53.48%	34.01%	32.66%	30.61%	28.89%
EBITDA (百万元)	1074	1368	1982	2550	3303
归母净利润 (百万元)	634	921	1276	1687	2269
增长率 (%)	66.56%	45.28%	38.52%	32.22%	34.50%
EPS (元/股)	0.70	1.02	1.42	1.87	2.52
市盈率 (P/E)	45	31	22	17	13
市净率 (P/B)	6.3	5.4	3.3	2.9	2.5
EV/EBITDA	43.5	25.6	12.7	9.5	6.9

数据来源: 公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为2023年4月27日收盘价

#### 相关报告

- 《九洲药业 (603456) \ 医药生物行业营运能力提升, CDMO 业务强劲增长》2022.10.26
- 《九洲药业 (603456) \ 医药生物行业业绩持续高速增长, 拟定增用以扩充 CDMO 产能》
- 《九洲药业 (603456) \ 医药生物行业一季度业绩增长超预期, CDMO 持续加速》2022.04.20

**财务预测摘要**
**资产负债表**

单位:百万元	2021	2022	2023	2024	2025
货币资金	1121	1095	4233	5476	7253
应收账款+票据	850	767	989	1241	1499
预付账款	30	48	72	94	121
存货	1682	2021	2608	3268	4041
其他	89	62	107	139	179
<b>流动资产合计</b>	<b>3772</b>	<b>3993</b>	<b>8008</b>	<b>10218</b>	<b>13094</b>
长期股权投资	59	63	105	146	187
固定资产	2174	2305	2188	2153	2048
在建工程	472	839	849	709	570
无形资产	412	454	387	318	248
其他非流动资产	152	258	245	231	221
<b>非流动资产合计</b>	<b>3269</b>	<b>3920</b>	<b>3774</b>	<b>3558</b>	<b>3274</b>
<b>资产总计</b>	<b>7040</b>	<b>7913</b>	<b>11782</b>	<b>13776</b>	<b>16368</b>
短期借款	499	50	0	0	0
应付账款+票据	988	1245	1592	2045	2594
其他	598	919	1069	1384	1769
<b>流动负债合计</b>	<b>2085</b>	<b>2214</b>	<b>2661</b>	<b>3429</b>	<b>4363</b>
长期带息负债	205	95	67	37	7
长期应付款	0	0	0	0	0
其他	174	233	233	233	233
<b>非流动负债合计</b>	<b>379</b>	<b>328</b>	<b>300</b>	<b>271</b>	<b>241</b>
<b>负债合计</b>	<b>2463</b>	<b>2542</b>	<b>2962</b>	<b>3700</b>	<b>4604</b>
少数股东权益	0	75	74	73	72
股本	833	834	900	900	900
资本公积	1985	2058	4493	4493	4493
留存收益	1759	2404	3354	4610	6299
<b>股东权益合计</b>	<b>4577</b>	<b>5371</b>	<b>8821</b>	<b>10076</b>	<b>11764</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>7040</b>	<b>7913</b>	<b>11782</b>	<b>13776</b>	<b>16368</b>

**现金流量表**

单位:百万元	2021	2022	2023	2024	2025
净利润	634	921	1275	1686	2267
折旧摊销	292	350	487	558	625
财务费用	37	-86	-4	-14	-21
存货减少	-512	-340	-586	-660	-773
营运资金变动	-330	-108	-380	-198	-165
其它	556	489	576	650	763
<b>经营活动现金流</b>	<b>678</b>	<b>1226</b>	<b>1367</b>	<b>2021</b>	<b>2696</b>
资本支出	-548	-654	-300	-300	-300
长期投资	-70	-27	-40	-40	-40
其他	-147	-57	9	9	9
<b>投资活动现金流</b>	<b>-765</b>	<b>-738</b>	<b>-331</b>	<b>-331</b>	<b>-331</b>
债权融资	-225	-559	-78	-29	-30
股权融资	27	2	65	0	0
其他	780	-52	2113	-416	-558
<b>筹资活动现金流</b>	<b>582</b>	<b>-609</b>	<b>2101</b>	<b>-445</b>	<b>-588</b>
<b>现金净增加额</b>	<b>472</b>	<b>-64</b>	<b>3137</b>	<b>1244</b>	<b>1777</b>

**利润表**

单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>4063</b>	<b>5445</b>	<b>7223</b>	<b>9434</b>	<b>12160</b>
营业成本	2709	3558	4643	5964	7565
税金及附加	27	36	68	89	115
营业费用	49	58	72	104	134
管理费用	511	717	910	1226	1581
财务费用	37	-86	-4	-14	-21
资产减值损失	-51	-59	-76	-99	-127
公允价值变动收益	-1	-35	0	0	0
投资净收益	61	2	23	23	23
其他	14	37	25	24	22
<b>营业利润</b>	<b>754</b>	<b>1108</b>	<b>1506</b>	<b>2013</b>	<b>2705</b>
营业外净收益	-9	-4	-6	-6	-6
<b>利润总额</b>	<b>745</b>	<b>1104</b>	<b>1500</b>	<b>2007</b>	<b>2699</b>
所得税	111	183	225	321	432
<b>净利润</b>	<b>634</b>	<b>921</b>	<b>1275</b>	<b>1686</b>	<b>2267</b>
少数股东损益	0	0	-1	-1	-1
<b>归属于母公司净利</b>	<b>634</b>	<b>921</b>	<b>1276</b>	<b>1687</b>	<b>2269</b>

**财务比率**

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	53.48	34.01	32.66	30.61	28.89
EBIT	44.38	30.15	46.95	33.21	34.42
EBITDA	35.24	27.31	44.96	28.62	29.54
归母净利润	66.56	45.28	38.52	32.22	34.50
<b>获利能力</b>					
毛利率	33.33	34.66	35.72	36.78	37.79
净利率	15.61	16.91	17.65	17.87	18.64
ROE	13.85	17.39	14.58	16.86	19.40
ROIC	17.50	19.85	26.03	31.55	40.79
<b>偿债能力</b>					
资产负债	34.99	32.12	25.14	26.86	28.13
流动比率	1.8	1.8	3.0	3.0	3.0
速动比率	1.0	0.8	2.0	2.0	2.0
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	4.8	7.1	7.3	7.6	8.1
存货周转率	1.6	1.8	1.8	1.8	1.9
总资产周转率	0.6	0.7	0.6	0.7	0.7
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.7	1.0	1.4	1.9	2.5
每股经营现金流	0.8	1.4	1.5	2.2	3.0
每股净资产	5.1	5.9	9.7	11.1	13.0
<b>估值比率</b>					
市盈率	45.2	31.1	22.5	17.0	12.6
市净率	6.3	5.4	3.3	2.9	2.5
EV/EBITDA	43.5	25.6	12.7	9.5	6.9
EV/EBIT	59.8	34.4	16.9	12.1	8.5

数据来源: 公司公告, iFinD, 国联证券研究所预测, 股价取 2023 年 4 月 27 日收盘价

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

**无锡：**江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

**北京：**北京市东城区安定门内大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

**上海：**上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695