

业绩符合预期, CDMO 业务加速发展

九洲药业 (603456.SH)

核心观点

公司作为领先的 CDMO 企业, 坚持推进“做深”大客户和“做广”新兴客户的战略, 在 2022 年全年及 2023 年 Q1 实现业绩的稳健增长。同时公司通过“内建+外延”方式持续加大研发及产能建设, 提高从 CMC 研发到商业化阶段的 CDMO 一站式服务能力, 进一步促进 CDMO 板块高质量快速发展。

事件

2023 年 4 月 28 日, 公司发布 2022 年年度报告及 2023 年 1 季度报告。2022 年, 公司实现营业收入 54.45 亿元, 同比增长 34.01%; 归母净利润 9.21 亿元, 同比增长 45.28%; 扣非归母净利润 9.27 亿元, 同比增长 61.70%; 经营活动净现金 12.26 亿元, 同比增长 81%。其中, 2022 年 Q4 单季度实现营业收入 10.72 亿元, 同比增长 1.27%; 归母净利润 1.78 亿元, 同比增长 10.52%; 扣非归母净利润 1.64 亿元, 同比增长 20.54%。

2023 年 Q1, 公司实现营业收入 17.51 亿元, 同比增长 27.49%; 归母净利润 2.81 亿元, 同比增长 35.07%; 扣非归母净利润 2.74 亿元, 同比增长 40.19%; 经营活动净现金 4.57 亿元, 同比增长 19%。

简评

业绩符合预期, CDMO 板块占比持续提高

公司预计 2022 年度营业收入同比增长 33%-38%, 归母净利润同比增长 43%-48%, 扣非归母净利润同比增长 58%-63%; 2023 年

重要财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,063.18	5,445.11	7,176.13	9,205.25	11,530.27
YoY(%)	53.48	34.01	31.79	28.28	25.26
净利润(百万元)	633.90	920.92	1,281.15	1,689.65	2,137.11
YoY(%)	66.56	45.28	39.12	31.88	26.48
毛利率(%)	33.33	34.66	35.48	36.00	36.30
净利率(%)	15.60	16.91	17.85	18.36	18.53
ROE(%)	13.85	17.39	20.50	22.50	23.48
EPS(摊薄/元)	0.70	1.02	1.42	1.88	2.38
P/E(倍)	45.50	31.32	22.51	17.07	13.49
P/B(倍)	6.30	5.44	4.61	3.84	3.17

资料来源: iFinD, 中信建投证券

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-86451162

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

袁清慧

yuanqinghui@csc.com.cn

010-85130634

SAC 编号:s1440520030001

SFC 编号:BPW879

发布日期: 2023 年 04 月 29 日

当前股价: 31.85 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-13.66/-14.28	-30.81/-31.45	-28.99/-42.82
12 月最高/最低价 (元)		56.51/30.05
总股本 (万股)		89,954.57
流通 A 股 (万股)		83,123.92
总市值 (亿元)		286.51
流通市值 (亿元)		264.75
近 3 月日均成交量 (万)		647.22
主要股东		
浙江中贝九洲集团有限公司		31.52%

股价表现



相关研究报告

2022-10-26

【中信建投制药及生物科技】九洲药业 (603456):CDMO 提质增量,收购山德士制剂工厂加速一体化建设

【中信建投医药生物】九洲药业

Q1 营业收入同比增长 25%-30%，归母净利润同比增长 33%-38%。公司业绩符合预告预期。

分板块来看，2022 年特色原料药及中间体业务收入 16.4 亿元，同比增长 24.9%，占营收比重 30.1%。其中抗感染类药物 5.91 亿元，同比增长 31.0%，中枢神经类药物 5.61 亿元，同比增长 45.1%，非甾体类药物 2.88 亿元，同比增长 35.7%，降血糖类药物 1.97 亿元，同比减少 24.4%；CDMO 业务收入 34.2 亿元，同比增长 47.8%，占营收比重达到 62.7%，公司近年来持续加码 CDMO 业务，CDMO 板块提质增速发展，营收占比逐年提高。

持续加大研发投入，积极布局新领域

近年来，公司研发投入持续增加，2022 年研发费用达 3.35 亿元，同比增长 65.8%。截止 2022 年末，公司研发人员达到 993 人，占公司总人数比例 21.6%。已获得国际国内专利 213 项，2022 年获批 24 项。公司持续跟踪前沿科学技术，践行绿色制药的理念，目前已建成包括手性催化技术、连续化技术、氟化学技术、酶催化技术、制剂技术在内的多个技术平台。同时公司积极布局新领域，报告期内已建成多肽药物、偶联药物研发技术平台，团队核心成员具备超过 15 年的多肽研发和管理经验。目前，公司多肽平台已承接并交付多个多肽类新药 IND 委托研发业务，同时也开始承接客户高活性偶联药物的研发和生产。

坚持客户开发战略，项目管线持续优化

公司秉承“客户至上”理念，坚持推进“做深”大客户和“做广”新兴客户的战略，在与大客户进一步深化合作的同时也积极加强 BD，扩展新兴客户。目前公司与国际知名药企诺华、罗氏、硕腾、吉利德、第一三共等形成深度合作，业务订单实现快速增长。同时积极拓展同贝达药业、和记黄埔、艾力斯、海和生物、绿叶制药、华领医药等国内医药企业的合作机会，扩大中国客户池。

基于公司广泛的客户池，公司 CDMO 项目管线量质齐升，形成了可持续的漏斗形项目结构。报告期内，公司成功通过 1 个 NDA 新药项目 NMPA 原料药上市前现场核查，同时成功助推我国首个治疗抑郁类的自研 1 类新药上市。截止 2022 年末，公司 CDMO 板块共有 851 个项目，同比增加 30.7%。其中商业化项目 26 个，III 期临床项目 61 个，I/II 期临床项目 764 个，涵盖抗肿瘤、抗心衰、抗病毒、中枢神经和心脑血管等治疗领域。

“内部新建+外部并购”结合，推进 CDMO 产能建设

公司通过“内部新建+外部并购”结合的方式，加快 CDMO 产能建设，以保障公司持续发展。瑞博台州预计新增 3200 m³ 产能，一期项目近 1,700 m³ 产能建设工作在有序推进；瑞博苏州已完成中试车间的主体建设，后续将落实设备安装工作，多肽 GMP 生产线已建成；瑞博美国已建成 GMP 多功能中试车间；药物科技完成一期扩建工作；四维医药制剂基地已建成的一期口服固体制剂车间也已正式投入使用，已承接多个客户的制剂委托生产服务。

公司于 2022 年上半年收购康川济医药 51% 股份，2022 年康川济医药还完成了 2,600m² 的研发场地扩建工作，持续提升公司 CDMO 制剂研发的承接能力；2022 年下半年，公司收购山德士（中国）制药有限公司所属中山制剂工厂 100% 股权并对其增资，目前项目已完成交割，收购完成后，公司将充分具备小分子原料药和制剂从 CMC 研发到商业化生产的一站式承接能力，推动公司 CDMO 原料药和制剂一站式业务的发展。

定增募资再加码，CDMO 持续扩产增能

2022 年 8 月，公司公布定增方案，11 月非公开发行股票事项获得中国证监会审核通过。2023 年 1 月 13 日，公司已收到扣除保荐承销费后非公开发行股票募集资金 24.9 亿元。募资将用于台州和苏州 CDMO 基地项目，预计将为公司提供较为可观的产能增量。

图表 1：公司定增项目情况（亿元）

	投资总额	募集资金	预计收入	预计净利	投资回收期	税后内部收益率
瑞博（台州）制药有限公司创新药 CDMO 生产基地建设项目（一期工程）	13	12	13.8	2.82	8.75	14.25%
瑞博（苏州）制药有限公司原料药 CDMO 建设项目	6.5	5.6	7.0	1.33	8.30	15.15%
补充流动资金		7.4				

资料来源：公司公告、中信建投

财务分析：研发投入增加，销售、管理、财务费用率逐步降低

得益于公司持续推行卓越运营，持续优化以项目运营为导向的矩阵式管理体系，项目交付效率快速提升，公司费用率不断改善。2022 年，公司销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 1.06%、7.88%、5.28%以及-1.58%，同比变化-0.15ppt、-0.42ppt、+1.01ppt 以及-2.5ppt，销售、管理及财务费用率有所下降，财务费用主要由于汇兑收益增加所致，研发费用率增长明显；2023Q1，公司销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 1.31%、7.34%、4.50%以及 0.45%，同比变化-0.13ppt、-1.66ppt、-0.17ppt 以及-0.46ppt，我们认为公司运营效率持续提高带来期间费用率的降低。其中 23 年 Q1 研发费用 7877 万，同比增长 23%，研发费用率同比略有降低。

投资建议：

公司作为领先的 CDMO 企业，坚持推进“做深”大客户和“做广”新兴客户的战略，实现 CDMO 管线量质齐升。同时通过“内建+外延”方式持续加大研发及产能建设，促进 CDMO 板块高质量快速发展。我们看好公司未来在 CDMO 领域持续发展，我们预计 2023-2025 年公司的营业收入分别为 71.76 亿元、92.05 亿元、115.30 亿元，同比增长 31.8%、28.3%、25.3%，归母净利润分别为 12.81 亿元、16.90 亿元、21.37 亿元，同比增长 39.1%、31.9%、26.5%，对应 PE 分别为 23 倍、17 倍、13 倍，维持“买入”评级。

风险提示： 大客户依赖风险：公司对单一客户需求依赖较高，客户需求下降或者产品销售不及预期可能对公司带来风险；订单不及预期风险：公司服务的主要为专利药销售阶段的创新药医药原料药与中间体等产品，创新药上市后由于市场推广、医患用药习惯等各种因素导致销售量不及预期，或者专利即将到期需要面对仿制药竞争等都可能影响公司未来订单；市场竞争加剧风险：国内 CDMO 产业发展迅速，市场规模迅速扩大，公司可能面临市场竞争加剧风险；政策变化风险：国内药政监管政策变化较大，近年来先后实施上市许可人制度(MAH)、仿制药一致性评价、带量采购、原辅包与药品制剂关联审评审批等对原料药生产造成深刻变革，公司需要适时根据政策调整发展战略，存在因无法快速适应政策变化对企业经营造成影响的风险；汇率波动风险：公司海外业务占比较高，美元和欧元为主要结算货币，面临较大的汇率波动风险。

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

袁清慧

中信建投证券制药及生物科技组首席分析师，中山大学本科，佐治亚州立大学硕士。曾从事阿尔茨海默、肿瘤相关新药研发。2018 年加入中信建投证券研究发展部，负责制药及生物科技产业研究，擅长创新药及其产业链分析，深度跟踪全球及中国新药研发、商业化趋势。

研究助理

王云鹏

wangyunpeng@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
 座 12 层
 电话：(8610) 8513-0588
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南
 塔 2103 室
 电话：(8621) 6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交
 汇处广电金融中心 35 楼
 电话：(86755) 8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：(852) 3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk