



九洲药业 603456.SH

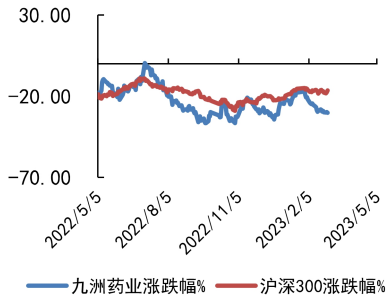
CDMO 业务延续强劲增长，产能持续扩张

基础数据：

截至 2023 年 5 月 4 日

当前股价	31.85 元
投资评级	买入
评级变动	维持
总股本	9 亿股
流通股本	8.31 亿股
总市值	286.51 亿元
流动市值	264.75 亿元

相对市场表现：



事件：

公司发布2022年年报和2023年一季报：2022年公司实现营收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%；扣非归母净利润为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%；归母净利润2.81亿元，同比增长35.07%；扣非归母净利润为2.74亿元，同比增长40.19%。

事件点评：

◆业绩持续保持快速增长，盈利能力提升。2022年公司实现营业收入54.45亿元，同比增长34.01%。其中公司API及中间体业务销售收入16.37亿元，同比增长24.91%；CDMO业务销售收入34.17亿元，同比增长47.84%，占营收比重提升至63%。公司营业收入快速增长，主要由CDMO业务高速增长驱动。2022年公司毛利率为34.66%，较2021年提升1.33Pct，净利率为16.91%，较2021年提升1.3%，期间费用率为12.63%，较2021年下降2.06Pct，主要系汇兑损益引起的财务费用率下降。

◆受益于下游产品商业化不断放量及管线优化，CDMO 业务持续高速增长。1) 根据诺华公告，2022 年 Entresto 实现销售收入 46.44 亿美元，同比增长 31%（按美元计价，下同），Kisqali 实现销售收入 12.31 亿美元，同比增长 31%，2023 年 Q1，Entresto 实现销售收入 13.99 亿美元，同比增长 28%，Kisqali 实现销售收入 4.15 亿美元，同比增长 74%，同时，Kisqali 辅助治疗三期取得积极数据，未来有望进一步拓展市场空间。2) 公司 CDMO 项目管线日益丰富，已经形成了可持续的临床前/临床 I、II、III 期的漏斗型项目结构。2022 年，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；公司承接的项目中，已上市项目 26 个，处于 III 期临床项目 61 个，处于 I 期和 II 期临床试验的有 764 个，较 2021 年分别增加 6/12/182 个，项目涵盖抗肿瘤、抗心衰、抗病毒、中

分析师：

分析师 胡晨曦

huchenxi@gwgsc.com

执业证书编号：S0200518090001

联系电话：010-68085205

公司地址：北京市丰台区凤凰嘴街 2 号院 1 号楼中国长城资产大厦 12 层



相关报告:

1. 公司研究:九洲药业(603456)
——技术领先型原料药企业,掘金 CDMO 正当时_2019.2.13
2. 年报点评:九洲药业(603456)
——业绩符合预期,CDMO 业务快速增长_2019.03.14
3. 年报点评:九洲药业(603456)
——CDMO 锁定诺华长期订单,API 回升可期_2020.04.13
4. 中报点评:九洲药业(603456)
——CDMO 订单快速增加,API 业务有望改善,综合毛利率大幅提升_2020.08.28
5. 年报点评:九洲药业(603456)
——API 业绩拖累因素消除,CDMO 业务项目数快速增长_2021.04.30
6. 中报点评:九洲药业(603456)
——CDMO 驱动业绩高速增长,API 持续良性发展_2021.08.19
7. 年报点评:九洲药业(603456)
——CDMO 业务保持快速增长,今年一季度业绩超预期_2022.04.21
8. 中报点评:九洲药业(603456)
——持续提升核心技术平台,CDMO 商业化项目进入快速增长期_2022.08.09

枢神经和心脑血管等治疗领域。已递交 NDA 的新药项目数明显增加,将持续助推公司业务快速增长。

◆**自建收购并举,产能持续扩张。**公司通过“内部新建,外部并购”结合的方式,加快 CDMO 产能建设,进一步提升 CDMO 业务的承接能力、加强原料药和制剂一站式服务的协同效应。1) 内部建设:目前瑞博台州(一期)近 1,700 立方新基地建设工作顺利推进中;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正式投入使用,取得了《药品生产许可证》C 证,已承接多个客户的制剂委托生产服务。2) 外部并购:公司于 2022 年上半年收购康川济医药 51% 股权,同年,康川济医药完成了 2,600 平方的研发场地扩建工作;2022 年下半年收购瑞华中山 100% 股权,目前项目已完成交割。截至 2022 年底,公司在建工程为 8.39 亿元,同比增长 77.99%。

◆**API 及中间体业务发展稳健,毛利率略有下降。**2022 年,公司 API 及中间体业务实现销售收入 16.37 亿元,同比增长 24.91%,毛利率为 30.49%,较 2021 年下降 2.02Pct。其中,抗感染类药物、中枢神经类药物、非甾体类药物、降血糖类药物销售收入分别为 5.91/5.61/2.88/1.97 亿元,同比增速分别为 31.03%/45.06%/35.70%/-24.43%。

◆**2023 年一季度业绩延续高增长。**2023 年一季度公司实现营收 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%;扣非归母净利润为 2.74 亿元,同比增长 40.19%。主要系公司持续推进“做深”大客户和“做广”新兴客户的战略,完善以项目运营为导向的矩阵式管理模式,深度拓展客户管线及产品管线,快速提升研发能力及产品交付能力,CDMO 业务强劲增长带动公司整体业绩延续高增长。

投资建议:

我们预计公司 2023-2025 年的归母净利润分别为 11.61/15.49/20.53 亿元, EPS 分别为 1.29/1.72/2.28 元,当前股价对应 PE 为 25/19/14 倍。考虑 CDMO 业务项目管线日益丰富,部分商业化大品种受益于终端市场放量、销量



持续增长；API业务稳健发展；原料制剂一体化稳步推进；我们维持其“买入”评级。

风险提示：

重点CDMO订单放量不及预期；原料药和中间体价格波动风险；环保政策风险；安全生产风险。

主要财务数据及预测：

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,445.11	7,033.62	8,959.21	11,504.52
增长率(%)	34.01	29.17	27.38	28.41
归母净利润(百万元)	920.92	1,160.57	1,549.06	2,053.24
增长率(%)	45.28	26.02	33.47	32.55
EPS(元/股)	1.02	1.29	1.72	2.28
市盈率(P/E)	31.11	24.69	18.50	13.95
市净率(P/B)	5.41	4.72	4.12	3.55

资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所



盈利预测 (单位: 百万元)

资产负债表	2022	2023E	2024E	2025E	利润表	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,095.43	1,415.00	1,802.38	2,314.43	营业收入	5,445.11	7,033.62	8,959.21	11,504.52
应收账款	671.11	1,186.59	1,179.69	1,858.84	营业成本	3,557.82	4,548.32	5,732.37	7,291.84
预付账款	47.72	51.47	73.54	85.47	营业税金及附加	35.77	46.20	58.85	75.57
存货	2,021.50	2,712.93	3,253.99	4,336.21	营业费用	57.50	70.34	89.59	115.05
其他	157.53	157.53	157.53	157.53	管理费用	429.15	562.69	716.74	920.36
流动资产合计	3,993.28	5,523.51	6,467.13	8,752.49	财务费用	287.38	386.85	492.76	632.75
长期股权投资	63.46	63.46	63.46	63.46	研发费用	-86.17	-3.52	-4.48	-5.75
固定资产	2,290.71	2,162.98	2,761.71	2,654.60	资产减值损失	-59.33	-59.33	-59.33	-59.33
在建工程	798.29	952.47	501.23	371.86	公允价值变动收益	-35.22	-10.00	5.00	8.00
无形资产	517.02	514.71	510.04	503.00	投资净收益	2.07	5.00	5.00	5.00
其他	250.51	243.42	222.00	216.38	其他	435.60	478.76	554.67	688.66
非流动资产合计	3,920.00	3,937.04	4,058.45	3,809.30	营业利润	1,107.91	1,395.15	1,860.80	2,465.12
资产总计	7,913.28	9,460.55	10,525.57	12,561.79	营业外收入	3.14	3.14	3.14	3.14
短期借款	50.05	382.26	84.68	182.54	营业外支出	7.23	7.23	7.23	7.23
应付账款	1,171.63	1,532.42	1,875.56	2,459.55	利润总额	1,103.82	1,391.07	1,856.71	2,461.03
其他	992.32	1,152.00	1,289.17	1,543.19	所得税	183.27	230.96	308.28	408.61
流动负债合计	2,213.99	3,066.68	3,249.41	4,185.29	净利润	920.55	1,160.10	1,548.43	2,052.41
长期借款	83.99	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	-0.37	-0.47	-0.63	-0.83
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	920.92	1,160.57	1,549.06	2,053.24
其他	243.81	243.81	243.81	243.81	主要财务比率	2022	2023E	2024E	2025E
非流动负债合计	327.80	243.81	243.81	243.81	成长能力				
负债合计	2,541.80	3,310.49	3,493.22	4,429.10	营业收入	34.01%	29.17%	27.38%	28.41%
少数股东权益	74.92	74.45	73.83	73.00	营业利润	47.01%	25.93%	33.38%	32.48%
股本	834.25	899.54	899.54	899.54	归属于母公司净利润	45.28%	26.02%	33.47%	32.55%
资本公积	2,058.45	2,058.45	2,058.45	2,058.45	获利能力				
留存收益	4,573.17	5,176.06	6,058.98	7,160.15	毛利率	34.66%	35.33%	36.02%	36.62%
其他	-2,169.32	-2,058.45	-2,058.45	-2,058.45	净利率	16.91%	16.50%	17.29%	17.85%
股东权益合计	5,371.48	6,150.06	7,032.35	8,132.70	ROE	17.39%	19.10%	22.26%	25.48%
负债和股东权益总计	7,913.28	9,460.55	10,525.57	12,561.79	ROIC	20.98%	25.69%	29.61%	37.78%
现金流量表	2022	2023E	2024E	2025E	偿债能力				
经营活动现金流	1,225.78	809.19	1,907.85	1,578.88	资产负债率	32.12%	34.99%	33.19%	35.26%
资本支出	899.58	374.83	561.23	215.37	流动比率	1.80	1.80	1.99	2.09
长期投资	4.49	0.00	0.00	0.00	速动比率	0.89	0.92	0.99	1.06
其他	-1,642.49	-734.66	-1,122.47	-433.74	营运能力				
投资活动现金流	-738.42	-359.83	-561.23	-218.37	应收账款周转率	7.57	7.57	7.57	7.57
债权融资	340.85	589.07	291.49	389.35	存货周转率	2.94	2.97	3.00	3.03
股权融资	93.25	179.67	4.48	5.75	总资产周转率	0.73	0.81	0.90	1.00
其他	-1,043.06	-898.53	-1,255.20	-1,243.55	每股指标 (元)	2022	2023E	2024E	2025E
筹资活动现金流	-608.96	-129.79	-959.24	-848.46	每股收益	1.02	1.29	1.72	2.28
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	1.36	0.90	2.12	1.76
现金净增加额	-121.60	319.57	387.38	512.06	每股净资产	5.89	6.75	7.74	8.96

资料来源: Wind, 长城国瑞证券研究所



股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入：相对强于市场表现 20%以上；
- 增持：相对强于市场表现 10%~20%；
- 中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；
- 减持：相对弱于市场表现 10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好：行业超越整体市场表现；
- 中性：行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。