

增持 (维持)

九洲药业 (603456.SH)

持续高增长，逐步完善一体化多功能产能布局

2023年05月01日

## 市场数据

日期	2023-04-28
收盘价(元)	32.06
总股本(百万股)	899.55
流通股本(百万股)	831.24
净资产(百万元)	8,060.89
总资产(百万元)	10954.90
每股净资产(元)	8.96

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 相关报告

《九洲药业(603456.SH)2022年三季报点评:业绩持续高增长,并购优质资产版图逐渐完善》2022-10-26

《九洲药业(603456.SH)2022年半年报点评:CDMO高速增长,定增募资助力长期产能发展》2022-08-08

《九洲药业(603456.SH)2021年年报及2022年一季报点评:CDMO高增长,一季度超预期维持高增长态势》2022-04-20

《九洲药业(603456)2021年三季报点评:业绩超预期,CDMO核心品种终端销售持续增长》2021-10-31

《九洲药业(603456)2021年半年报:业绩符合预期,CDMO持续高增长》2021-08-17

## 分析师:

孙媛媛

sunyuanyuan@xyzq.com.cn

S0190515090001

黄翰漾

huanghanyang@xyzq.com.cn

S0190519020002

杨希成

yangxicheng@xyzq.com.cn

S0190522090002

## 投资要点

- **事件:** 公司发布2022年年报,2022年全年,公司实现销售收入54.45亿元(同比+34.01%),实现归母净利润9.21亿元(同比+45.28%),实现扣非归母净利润9.27亿元(同比+61.70%)。公司发布2023年一季报,2023年一季度,公司实现销售收入17.51亿元(同比+27.49%,环比+63.30%),实现归母净利润2.81亿元(同比+35.07%,环比+57.97%),实现扣非归母净利润2.74亿元(同比+40.19%,环比+66.93%)。
- **点评:** 公司业绩符合此前公告区间,整体保持较快增长态势,CDMO业务持续保持高增速,管线稳健增长,大订单市场空间扩张可期,产能扩张顺利,公司深化一体化多功能产能布局,静待释放,毛利率稳中有升,各项期间费用率保持稳定。
- **盈利预测与估值:** 公司持续深耕CDMO业务,随着重磅产品商业化阶段的放量、各项先进技术平台的升级以及产能的扩增,公司市场竞争优势将得到进一步释放,CDMO占比的提升也将带来盈利能力的持续提升,我们调整盈利预测,预计2023-2025年EPS分别为1.35元、1.80元和2.39元,对应2023年04月28日收盘价的市盈率分别为23.7X、17.8X和13.4X,维持“增持”评级。
- **风险提示:** 客户波动风险;政策变化风险;市场竞争风险;环保安全风险等

## 主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5445	6993	9248	12022
同比增长(%)	34.0%	28.4%	32.2%	30.0%
归母净利润(百万元)	921	1217	1620	2147
同比增长(%)	45.3%	32.2%	33.0%	32.6%
毛利率	34.7%	36.5%	36.9%	37.3%
ROE	17.4%	19.7%	21.9%	24.0%
每股收益(元)	1.02	1.35	1.80	2.39
市盈率	31.3	23.7	17.8	13.4

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

**报告正文****事件**

- 公司发布 2022 年年报，2022 年全年，公司实现销售收入 54.45 亿元（同比+34.01%），实现归母净利润 9.21 亿元（同比+45.28%），实现扣非归母净利润 9.27 亿元（同比+61.70%）。
- 公司发布 2023 年一季报，2023 年一季度，公司实现销售收入 17.51 亿元（同比+27.49%，环比+63.30%），实现归母净利润 2.81 亿元（同比+35.07%，环比+57.97%），实现扣非归母净利润 2.74 亿元（同比+40.19%，环比+66.93%）。

**点评**

- **业绩符合公告区间，保持较快增长态势。**公司发布 2022 年年报和 2023 年一季报，2022 年，公司实现销售收入 54.45 亿元（同比+34.01%），实现归母净利润 9.21 亿元（同比+45.28%），实现扣非归母净利润 9.27 亿元（同比+61.70%）。Q4 单季度，公司实现销售收入 10.72 亿元（同比+1.27%），实现归母净利润 1.78 亿元（同比+10.52%），实现扣非归母净利润 1.64 亿元（同比+20.54%）。Q1 单季度，公司实现销售收入 17.51 亿元（同比+27.49%，环比+63.30%），实现归母净利润 2.81 亿元（同比+35.07%，环比+57.97%），实现扣非归母净利润 2.74 亿元（同比+40.19%，环比+66.93%），2022 年全年和 2023 年一季度业绩符合前期公告区间。在大环境具有压力的情况下，公司业绩持续保持快速增长态势，展现出公司各项业务的核心竞争力。
- **CDMO 业务快速增长，管线稳健大品种放量可期。**2022 年，公司 CDMO 业务收入达 34.17 亿元（同比+47.84%），占总收入 63%（2021 年占比为 57%），毛利率 39.69%（同比+1.11PP），商业化项目为 26 个（同比+30%），临床三期项目 61 个（同比+24%），I-II 期项目 582 个（同比+31%）。公司服务客户包括 Novartis、Roche、Zoetis、Gilead、第一三共等国际知名制药企业，以及贝达药业、和记黄埔、艾力斯、海和生物、绿叶制药、华领医药等国内知名研创药企。公司合作的核心品种展现出较好的商业化前景，2022 年诺欣妥实现销售收入 46.44 亿美元，同比增长 37%（按恒定汇率计，下同），瑞博西利实现销售收入 12.31 亿美元，同比增长 38%，2023 年一季度，诺欣妥实现销售收入 13.99 亿美元，同比增长 32%，瑞博西利实现销售收入 4.15 亿美元，同比增长 81%，瑞博西利辅助治疗三期取得积极数据，有望进一步打开收入空间。
- **产能扩张顺利，一体化多功能布局雏形初现。**截至 2022 年底，公司在建工程为 8.39 亿元，与 2021 年底比增加 77.99%。目前瑞博台州（一期）近 1,700 立

方新基地建设有序推进中,有望 2024 年投入使用;瑞博苏州已完成中试车间的主体建设,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;公司也持续加强了偶联药物平台的投入。在并购方面,公司于 2022 年上半年收购康川济医药 51% 股权,同时康川济医药完成了 2,600 平方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,公司也于 2022 年下半年收购瑞华中山 100% 股权,目前项目已完成交割,两项并购有望产生制剂研发+生产的协同效应,在创新药和仿制药两个维度促进公司一体化业务的发展。通过丰富的产能布局,公司有望深化一体化全流程 CDMO 服务能力,同时通过新技术相关能力布局,提升服务广度和综合竞争力。

- **毛利率稳中有升,各项费用率保持稳定:** 报告期内,2022 年全年,公司综合毛利率 34.66% (同比+1.33PP),销售费用率 1.06% (同比-0.15PP),管理费用率 7.88% (同比-0.42PP),研发费用率 5.28% (同比+1.01PP),财务费用-8616.80 万元 (2021 年 3719.47 万元); 2023 年 Q1,公司综合毛利率 36.90% (同比+1.54PP),销售费用率 1.31% (同比-0.13PP),管理费用率 7.34% (同比-1.66PP),研发费用率 4.50% (同比-0.17PP)。财务费用 788.37 万元 (2022 年 Q1 为 1251.81 万元)。在公司 CDMO 业务占比逐渐提升以及较好的供应链管理的基础上,公司毛利率稳中有升,各项费用率保持稳定。财务费用的变化主要来源于汇兑收益
- **盈利预测与评级:** 公司持续深耕 CDMO 业务,随着重磅产品商业化阶段的放量、各项先进技术平台的升级以及产能的扩增,公司市场竞争优势将得到进一步释放,CDMO 占比的提升也将带来盈利能力的持续提升,我们调整盈利预测,预计 2023-2025 年 EPS 分别为 1.35 元、1.80 元和 2.39 元,对应 2023 年 04 月 28 日收盘价的市盈率分别为 23.7X、17.8X 和 13.4X,维持“增持”评级。
- **风险提示:** 客户波动风险;政策变化风险;市场竞争风险;环保安全风险等

表 1、九洲药业分季度业绩对比(单位:百万元、元、%)

主要数据	22-1Q	22-2Q	22-3Q	22-4Q	23-1Q	QOQ	2021-12	2022-12	YOY
营业收入	1374	1581	1418	1072	1751	27.5%	4063	5445	34.0%
营业成本	888	1029	938	703	1105	24.5%	2709	3558	31.3%
毛利	486	552	480	369	646	33.0%	1354	1887	39.4%
销售费用	20	19	13	6	23	15.7%	49	58	17.4%
管理费用	124	139	113	54	128	4.0%	337	429	27.2%
财务费用	13	-69	-37	7	8	-37.0%	37	-86	-331.7%
研发费用	64	103	61	60	79	22.7%	173	287	65.8%
资产减值	-20	-23	-1	-15	-37	-	-51	-59	-
公允价值	-3	-24	-33	25	7	-	-1	-35	-
投资收益	13	2	5	-18	-7	148.9%	61	2	-96.6%
营业利润	254	302	318	234	349	37.8%	754	1108	47.0%
利润总额	252	302	318	232	349	38.8%	745	1104	48.2%
归母净利润	208	260	275	178	281	35.1%	634	921	45.3%
EPS	0.231	0.289	0.306	0.198	0.312	35.1%	0.705	1.024	45.3%
销售费用率	1.4%	1.2%	0.9%	0.6%	1.3%	-0.1pcts	1.2%	1.1%	-0.1pcts
管理费用率	9.0%	8.8%	8.0%	5.0%	7.3%	-1.7pcts	8.3%	7.9%	-0.4pcts
财务费用率	0.9%	-4.3%	-2.6%	0.6%	0.5%	-0.5pcts	0.9%	-1.6%	-2.5pcts
研发费用率	4.7%	6.5%	4.3%	5.6%	4.5%	-0.2pcts	4.3%	5.3%	1.0pcts
所得税率	17.7%	13.7%	13.9%	22.9%	20.0%	2.4pcts	14.8%	16.6%	1.8pcts
毛利率	35.4%	34.9%	33.9%	34.4%	36.9%	1.5pcts	33.3%	34.7%	1.3pcts
净利率	15.1%	16.5%	19.4%	16.6%	16.0%	0.9pcts	15.6%	16.9%	1.3pcts

资料来源:天软投资系统,兴业证券经济与金融研究院整理

## 附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	3993	5478	7362	9820
货币资金	1095	1334	2130	3124
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	671	1197	1478	1894
预付款项	48	62	78	102
存货	2021	2736	3521	4541
其他	158	149	155	160
<b>非流动资产</b>	3920	3699	3427	3146
长期股权投资	63	63	63	63
固定资产	2291	2420	2302	2062
在建工程	839	420	210	105
无形资产	454	537	584	649
商誉	111	98	102	101
长期待摊费用	6	8	10	12
其他	155	154	155	154
<b>资产总计</b>	7913	9177	10789	12967
<b>流动负债</b>	2214	2665	3163	3834
短期借款	50	200	150	166
应付票据及应付账款	1245	1,584.0	2,065.1	2,677.0
其他	919	881	948	991
<b>非流动负债</b>	328	243	171	103
长期借款	84	26	-52	-123
其他	244	217	223	226
<b>负债合计</b>	2542	2907	3334	3937
股本	834	900	900	900
资本公积	2058	1985	1985	1985
未分配利润	2283	3145	4307	5840
少数股东权益	75	75	75	75
<b>股东权益合计</b>	5371	6270	7455	9030
<b>负债及权益合计</b>	7913	9177	10789	12967

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	921	1217	1620	2147
折旧和摊销	344	318	357	374
资产减值准备	59	0	0	0
资产处置损失	5	0	0	0
公允价值变动损失	35	12	18	19
财务费用	-75	-2	-5	-15
投资损失	-2	-22	-22	-19
少数股东损益	-0	0	0	0
营运资金的变动	-108	-889	-562	-804
<b>经营活动产生现金流量</b>	1226	608	1411	1705
<b>投资活动产生现金流量</b>	-738	-85	-78	-92
<b>融资活动产生现金流量</b>	-609	-283	-538	-620
现金净变动	-64	239	796	993
现金的期初余额	727	1095	1334	2130
现金的期末余额	663	1334	2130	3124

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	5445	6993	9248	12022
营业成本	3558	4439	5831	7542
税金及附加	36	42	51	66
销售费用	58	112	185	240
管理费用	429	559	740	962
研发费用	287	371	490	637
财务费用	-86	-2	-5	-15
其他收益	36	34	35	35
投资收益	2	22	22	19
公允价值变动收益	-35	-12	-18	-19
信用减值损失	5	0	0	0
资产减值损失	-59	-59	-59	-59
资产处置收益	-5	0	0	0
<b>营业利润</b>	1108	1457	1936	2564
营业外收入	3	0	0	0
营业外支出	7	8	8	8
<b>利润总额</b>	1104	1449	1928	2556
所得税	183	232	309	409
净利润	921	1217	1620	2147
少数股东损益	-0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	921	1217	1620	2147
<b>EPS(元)</b>	1.02	1.35	1.80	2.39

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	34.0%	28.4%	32.2%	30.0%
营业利润增长率	47.0%	31.5%	32.9%	32.4%
归母净利润增长率	45.3%	32.2%	33.0%	32.6%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	34.7%	36.5%	36.9%	37.3%
归母净利率	16.9%	17.4%	17.5%	17.9%
ROE	17.4%	19.7%	21.9%	24.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	32.1%	31.7%	30.9%	30.4%
流动比率	1.80	2.06	2.33	2.56
速动比率	0.89	1.03	1.21	1.38
<b>营运能力</b>				
资产周转率	72.8%	81.8%	92.6%	101.2%
应收帐款周转率	735.7%	748.7%	691.4%	713.1%
存货周转率	189.9%	186.6%	186.4%	187.1%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	1.02	1.35	1.80	2.39
每股经营现金	1.36	0.68	1.57	1.90
每股净资产	5.89	6.89	8.20	9.96
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	31.3	23.7	17.8	13.4
PB	5.4	4.7	3.9	3.2

## 分析师声明

本人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证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	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的12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。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为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或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信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn