

九洲药业 (603456.SH)

三季度业绩高速增长，成长拐点确立

核心观点:

● 公司三季报扣非净利润增长 54%，成长拐点确立

公司公告 15 年前九个月收入为 10.7 亿元，同比+16%，净利润为 1.69 亿元，同比+57%，扣非净利润 1.25 亿元，同比增长 54%。考虑到上半年扣非后净利润为 0.68 亿元，仅增长 7%，我们认为公司三季度业绩符合我们在深度报告中的预期，公司长期成长拐点确立。

● CMO 业务高速增长，心衰和丙肝中间体订单进展良好

①我们认为 CMO 业务今年有望实现 100% 的增长，收入超过 6 亿元，年底毛利占比有望达到 60%，从而成为公司强有力的增长点；②心衰订单进展良好，全年有望超过 1.5 亿元，接近翻倍增长，受益于 Entresto 在美国、欧洲等多个国家陆续注册，心衰药物的市场有望逐渐打开，上游原料药的供应也步入景气周期；③丙肝订单今年收入有望超过 2 亿元，今年极有可能成为国内最大的索非布韦中间体供应商。索非布韦今年欧美销量超过 60%（合计 1 代和 2 代），欧美市场原料药需求量保持高速增长。除了继续为 Gilead 供货以外，公司新开辟了印度等发展中国家市场，与 Hetero 等知名仿制药公司签署订单，同时国内独家完成了 SOF50 的海外批量供应，未来有望大规模会对外出口。④其它订单进展顺利，新增肿瘤药等多个订单处于放量阶段。

● 员工持股完成，长期成长空间广阔

公司员工持股完成，成本价在 45 元附近，为目前股价提供了一定的安全边际。公司 CMO 业务高速发展，并购江苏瑞克保证产能供应，同时在今年开始大力布局 CRO 业务，研发力量得到进一步加强，未来 CRO+CMO 一体化成长前景广阔。

● 盈利预测与投资评级

公司 CMO 业务高速发展，员工持股完成，增发在 10 月份过会。公司股价 61.09 元，我们预计 15-17 年 EPS 为 1.01/1.41/1.86 元，对应 PE 60/43/33 倍，15 年是公司发展的历史拐点，维持“买入”评级。

● 风险提示

新产品订单低于预期的风险；主要产品降价的风险。

盈利预测:

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1,309.58	1,286.21	1,677.00	2,127.00	2,627.00
增长率(%)	14.53%	-1.79%	30.38%	26.83%	23.51%
EBITDA(百万元)	264.07	229.90	329.15	443.28	565.46
净利润(百万元)	166.24	133.28	210.67	293.22	385.58
增长率(%)	22.01%	-19.83%	58.07%	39.18%	31.50%
EPS(元/股)	1.067	0.641	1.014	1.411	1.856
市盈率(P/E)	-	50.89	60.41	43.40	33.01
市净率(P/B)	-	4.31	7.14	6.13	5.17
EV/EBITDA	1.17	29.09	37.60	27.75	21.49

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级

买入

当前价格

61.09 元

前次评级

买入

报告日期

2015-10-28

相对市场表现



分析师：张其立 S0260515030001



0755-82771936



zql5@gf.com.cn

相关研究:

20150731-广发证券-九洲药业 (603456)：扣非后业绩

低于预期，员工持股后续推进

20150713-广发证券-九洲药业 (603456)：CMO 业务开

始爆发，公司发展迎来拐点

20150708-广发证券-九洲药业 (603456)：Entresto 提

前 6 周获批，CMO 迎来拐点

联系人：冯鹏 0755-88285832

fengpeng@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

资产负债表

单位：百万元

至12月31日	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产	702	1164	1070	1341	1731
货币资金	118	214	361	435	587
应收及预付	175	341	277	364	477
存货	363	474	432	542	667
其他流动资产	47	135	0	0	0
非流动资产	849	1045	1188	1324	1451
长期股权投资	26	18	18	18	18
固定资产	647	742	778	807	827
在建工程	105	218	332	445	558
无形资产	68	55	53	47	41
其他长期资产	2	10	7	7	7
资产总计	1551	2208	2258	2666	3182
流动负债	694	579	454	568	698
短期借款	296	32	0	0	0
应付及预收	344	468	454	568	698
其他流动负债	54	79	0	0	0
非流动负债	120	46	10	10	10
长期借款	79	10	10	10	10
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	41	36	0	0	0
负债合计	814	625	464	578	708
股本	156	208	208	208	208
资本公积	0	701	701	701	701
留存收益	566	664	874	1168	1553
归属母公司股东权益	722	1572	1783	2076	2462
少数股东权益	4	2	3	3	4
负债和股东权益	1541	2200	2250	2657	3174

利润表

单位：百万元

至12月31日	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1310	1286	1677	2127	2627
营业成本	908	926	1120	1354	1618
营业税金及附加	9	5	7	9	11
销售费用	22	21	28	35	44
管理费用	166	175	277	383	499
财务费用	25	17	6	7	8
资产减值损失	8	7	4	5	7
公允价值变动收益	11	-15	-5	-2	-2
投资净收益	10	5	10	4	4
营业利润	194	124	241	336	443
营业外收入	10	39	5	5	5
营业外支出	5	6	2	2	2
利润总额	198	158	244	339	446
所得税	32	20	33	46	60
净利润	167	137	211	294	386
少数股东损益	0	4	0	0	1
归属母公司净利润	166	133	211	293	386
EBITDA	264	230	329	443	565
EPS（元）	1.07	0.64	1.01	1.41	1.86

现金流量表

单位：百万元

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	204	10	521	307	390
净利润	167	137	211	294	386
折旧摊销	59	71	83	97	110
营运资金变动	-35	-220	227	-84	-108
其它	14	22	-1	0	2
投资活动现金流	-135	-307	-226	-233	-238
资本支出	-121	-221	-231	-235	-240
投资变动	-16	6	10	4	4
其他	2	-92	-5	-2	-2
筹资活动现金流	-43	355	-147	0	0
银行借款	591	746	-32	0	0
债券融资	-570	-1053	-116	0	0
股权融资	0	771	0	0	0
其他	-64	-109	0	0	0
现金净增加额	27	58	148	74	151
期初现金余额	98	118	214	361	435
期末现金余额	124	175	361	435	587

主要财务比率

至12月31日	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
成长能力(%)					
营业收入增长	14.5	-1.8	30.4	26.8	23.5
营业利润增长	29.1	-35.8	94.0	39.7	31.8
归属母公司净利润增长	22.0	-19.8	58.1	39.2	31.5
获利能力(%)					
毛利率	30.7	28.0	33.2	36.4	38.4
净利率	12.7	10.7	12.6	13.8	14.7
ROE	23.0	8.5	11.8	14.1	15.7
ROIC	17.3	9.5	15.1	18.4	21.2
偿债能力					
资产负债率(%)	52.8	28.4	20.6	21.7	22.3
净负债比率	0.4	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2
流动比率	1.01	2.01	2.36	2.36	2.48
速动比率	0.47	1.12	1.36	1.35	1.46
营运能力					
总资产周转率	0.90	0.68	0.75	0.86	0.90
应收账款周转率	8.62	6.15	7.59	7.31	6.96
存货周转率	2.75	2.21	2.59	2.50	2.42
每股指标(元)					
每股收益	1.07	0.64	1.01	1.41	1.86
每股经营现金流	1.31	0.05	2.51	1.48	1.87
每股净资产	4.64	7.57	8.58	9.99	11.85
估值比率					
P/E	-	50.9	60.4	43.4	33.0
P/B	-	4.3	7.1	6.1	5.2
EV/EBITDA	1.2	29.1	37.6	27.8	21.5

广发医药行业研究小组

- 张其立：首席分析师，清华大学化学工程学硕士，2012 年进入广发证券发展研究中心。
- 吴文华：研究助理，华东师范大学金融硕士，2014 年进入广发证券发展研究中心。
- 冯 鹏：研究助理，北京大学化学生物学硕士，2015 年进入广发证券发展研究中心。
- 马 帅：研究助理，上海交通大学医学硕士，2015 年进入广发证券发展研究中心。
- 蔡 强：联系人，中南大学基础医学硕士，2015 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区金田路 4018 号安联大厦 15 楼 A 座 03-04	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号 震旦大厦 18 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。