

九洲药业 (603456)

公司研究/点评报告

符合预期，看好 CDMO 业务中期弹性

—九洲药业 2019 年三季度跟踪点评

点评报告/医药

2019 年 10 月 25 日

一、事件概述

2019.9.25, 公司发布 2019 年三季报, 营业收入、归母净利润和扣非归母净利润同比增速分别为 7.04%、43.21%、18.12%, 经营活动产生的现金流 3.11 亿元, 同比增长 42.04%; 三季度单季分析, 营业收入、归母净利润和扣非后归母净利润同比分别增长 43.25%、453.11%、152.81%。同时, 公司公告 2019 年全年业绩预测, 净利润同比增速 55-80%。

二、分析与判断

➤ API 短期放量致 Q3 在 2018 年同期低基数下实现快速增长, 中期看 CDMO 战略侧重

2019Q3 单季实现收入同比增速 43.25%、环比增速 8.8%, 同时, 我们发现毛利率环比略微降低 4.4 个百分点, 我们估计可能是受前期环保事件的影响, 三季度单季 API 集中发货的导致, 但同比 2018Q3 的毛利率仍有提升, 显示 CDMO 等高毛利业务持续占比提升的影响。

同时, 从费用端分析, 2019Q3 管理费用率 (含研发费用) 明显下降 7.6 个百分点, 我们估计可能是前期瑞科停产的影响得到明显缓解。经营性现金流延续上半年的趋势, 显示较好的增长质量。

➤ 我们认为 CDMO 业务仍旧是未来 3 年重要看点, 建议持续关注该业务的增量布局及业绩弹性体现

2019.9 以来公司相继发布公告拟收购诺华产能及美国相关 CMO 公司, 显示了公司在 CDMO 板块的积极布局, 同时瑞博制药杭州研发基地的建成及美国 BD 团队、欧洲孙公司的建立将促进该业务在国内外的拓展。原料药板块, 降糖、抗 HIV、非甾体抗炎等领域的原料药新品将陆续启动环评、项目申报等工作, 有望在 1~2 年内获批, 带动销售快速提升, 另一方面, 公司依托在酶催化、光化学、微反应器等领域的技术开发, 有望提升现有品种的收率和毛利率。由此, 我们认为: 未来 3 年, CDMO 业务将是公司重要的弹性业务, 仿制药 API 业务基于自身原有竞争优势、工艺优化将提供稳定的现金流, 同时, 我们认为 CDMO 业务持续竞争力的打造需要一定的周期, 也建议投资者持续关注公司在该业务领域后续客户开拓、订单等方面的进展, 跟踪评估该板块对公司整体业务弹性的体现节奏。

三、投资建议

暂不考虑苏州诺华收购的影响, 预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.34、0.46、0.56 元, 按 2019 年 10 月 24 日收盘价对应 PE 为 37、28、23 倍。分业务来看, 估计公司两大业务的 2019 年分拆估值与各自对应的可比公司相仿, 给予“谨慎推荐”评级。

四、风险提示:

CDMO 的不确定性风险, 原料药环保事件不确定风险, 原料药价格波动风险。

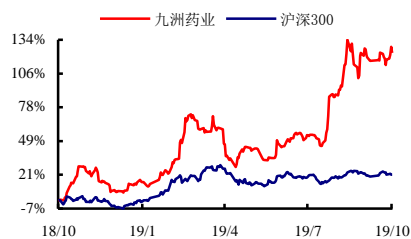
谨慎推荐 维持评级

当前价格: 12.84 元

交易数据 2019-10-24

近 12 个月最高/最低(元)	13.47/5.89
总股本(百万股)	806
流通股本(百万股)	801
流通股比例(%)	99.42
总市值(亿元)	103
流通市值(亿元)	103

该股与沪深 300 走势比较



资料来源: Wind, 民生证券研究院

分析师: 孙建

执业证号: S0100519020002

电话: 021-60876703

邮箱: sunjian@mszq.com

相关研究

1. 九洲药业 (603456): 拟并购苏州诺华, CDMO 业务有望再突破
2. 九洲药业 (603456): 二季度业绩改善, 两大业务有望推动业绩持续

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,862	2,120	2,518	2,917
增长率 (%)	8.4	13.9	18.8	15.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	157	277	367	452
增长率 (%)	6.5	76.4	32.4	23.1
每股收益 (元)	0.20	0.34	0.46	0.56
PE (现价)	64.0	37.2	28.1	22.8
PB	3.7	3.6	3.3	3.0

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1,862	2,120	2,518	2,917
营业成本	1,242	1,360	1,549	1,770
营业税金及附加	22	26	30	35
销售费用	32	38	47	55
管理费用	240	254	322	372
研发费用	87	101	126	152
EBIT	239	341	444	533
财务费用	(13)	1	1	1
资产减值损失	35	19	22	14
投资收益	(20)	(5)	0	0
营业利润	194	316	421	518
营业外收支	(1)	19	15	15
利润总额	193	331	435	533
所得税	37	56	72	85
净利润	156	275	364	448
归属于母公司净利润	157	277	367	452
EBITDA	415	505	611	707
资产负债表 (百万元)				
货币资金	276	267	232	380
应收账款及票据	600	742	957	1167
预付款项	24	29	36	44
存货	535	598	736	817
其他流动资产	46	46	46	46
流动资产合计	1506	1699	2043	2484
长期股权投资	13	8	8	8
固定资产	1386	1356	1406	1466
无形资产	200	194	191	193
非流动资产合计	1799	1761	1684	1595
资产合计	3305	3461	3727	4079
短期借款	32	32	32	32
应付账款及票据	282	306	349	399
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	459	501	565	631
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	68	68	68	68
非流动负债合计	68	68	68	68
负债合计	527	569	633	699
股本	806	806	806	806
少数股东权益	5	2	(1)	(6)
股东权益合计	2778	2892	3094	3380
负债和股东权益合计	3305	3461	3727	4079

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	8.4	13.9	18.8	15.8
EBIT 增长率	17.7	42.9	30.0	20.1
净利润增长率	6.5	76.4	32.4	23.1
盈利能力				
毛利率	33.3	35.9	38.5	39.3
净利润率	8.4	13.1	14.6	15.5
总资产收益率 ROA	4.8	8.0	9.8	11.1
净资产收益率 ROE	5.7	9.6	11.9	13.3
偿债能力				
流动比率	3.3	3.4	3.6	3.9
速动比率	2.1	2.2	2.3	2.6
现金比率	0.6	0.5	0.4	0.6
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	83.6	87.0	92.0	95.0
存货周转天数	156.2	150.0	155.0	158.0
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7
每股指标 (元)				
每股收益	0.2	0.3	0.5	0.6
每股净资产	3.4	3.6	3.8	4.2
每股经营现金流	0.3	0.4	0.3	0.5
每股股利	0.2	0.2	0.2	0.2
估值分析				
PE	64.0	37.2	28.1	22.8
PB	3.7	3.6	3.3	3.0
EV/EBITDA	20.1	16.6	13.7	11.6
股息收益率	1.6	1.6	1.6	1.6
现金流量表 (百万元)				
净利润	156	275	364	448
折旧和摊销	211	183	189	188
营运资金变动	(136)	(164)	(336)	(241)
经营活动现金流	265	286	204	381
资本开支	228	117	75	70
投资	(23)	0	0	0
投资活动现金流	(280)	(117)	(75)	(70)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	6	(16)	0	0
筹资活动现金流	(64)	(179)	(163)	(163)
现金净流量	(79)	(9)	(35)	148

分析师简介

孙建，博士，医药行业首席分析师，毕业于北京大学医学部生药学，6年医药行研从业经验，2019年1月加入民生证券。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。