

中信证券研究部



陈竹
首席医疗健康产业
分析师
S1010516100003



联系人：韩世通

核心观点

公司 Q3 季度业绩略超预期，收入和净利润同比加速增长。从短期来看，公司特色原料药业务预计将持续受益于供需关系的改变，预计江苏瑞科复产后产能利用率的逐渐提升，将带来 Q4 毛利率水平的恢复，以及今明两年业绩的明显增量；从中长期来看，公司 CDMO 业务高速增长的可持续性强，随着瑞博苏州和诺华合作商业化项目的落地和放量，以及公司丰富的客户研发项目管线储备持续推进，将进一步打开公司 CDMO 业务的成长空间。

■ **公司 Q3 业绩略超预期，收入和净利润同比加速增长。**公司 2020 年前三季度实现营业收入 17.46 亿元，同比增长 28.53%；归母净利润和扣非归母净利润 2.39/2.11 亿元，分别同比增长 76.42%/47.39%。从单季度看，公司 2020Q3 实现营业收入 7.38 亿元，同比增长 47.46%，归母净利润和扣非归母净利润 1.10/0.90 亿元，分别同比增长 231.42%/75.58%。报告期内，随着疫情影响消除，公司经营全面恢复，Q3 单季度营收、净利润同比都呈现加速增长态势。

■ **整体毛利率、净利率维持较高水平，Q3 单季度毛利率有所下降，预计和瑞科复工的阶段性影响有关。**公司 2020 年前三季度毛利率为 37.32%，相比去年同期大幅提升 5.84pcts；Q3 单季度毛利率为 30.63%，与去年 Q3 基本持平。我们判断主要原因系：2020 年 6 月江苏瑞科正式复工复产，预计 Q3 仍然处于逐步恢复开工的过程中，复工后阶段性摊销成本较高而产能利用率相对不足。但我们认为，受益国内供给侧改革，以及因为欧美地区和印度疫情持续升温而导致的全球原料药需求阶段性向中国转移加速，API 量价齐升趋势不改。此外，公司 2020 年前三季度销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 1.70%/13.11%/4.37%/3.14%，相比去年同期分别变化-0.27/0.62/-0.44/3.48pcts，其中财务费用率上升幅度较大主要系汇兑损益及借款增加所致（2019 年 3 季度末短期借款 3.53 亿元→2020 年 3 季度末短期借款 6.24 亿元；2019 年 3 季度末长期借款 0 元→2020 年 3 季度末长期借款 4.11 亿元）。毛利率的提升带动公司净利率明显提升，公司 2020 前三季度净利率 13.69%，相比去年同期提升 3.75 pcts；考虑到汇兑损益波动的影响，公司净利率水平仍有一定空间。

■ **强劲需求推动下，我们预估公司 CDMO 业务 Q3 持续超高速增长。**公司经过多年发展，CDMO（专利原料药和中间体）业务结构不断优化，2020 年上半年 CDMO 业务实现收入同比增长 135.68%。公司上半年完成对瑞博（苏州）的整合，我们预计已经有和诺华合作的商业化阶段项目验证批次 API 发货产生收入；根据诺华最新披露的二季度财报（Entresto 2020H1 销售额 11.49 亿美元，同比增长 50%；Kisqali 销售额 3.20 亿美元，同比增长 64%），公司和诺华合作重磅品种的快速放量，我们预计 CDMO 业务在 Q3 持续超高速增长；随着公司工艺研发能力持续增强，公司的 CDMO 产品管线也不断丰富。此外，公司 2020 年前三季度末存货约 10.56 亿元，相比期初增加 27.60%，相比去年同期增长 66.68%，继续维持了较高水平（和 Q2 末基本持平），侧面反映了公司目前强劲订单需求的持续性，和未来 1-2 个季度内收入高增长的高确定性。

九洲药业	603456
评级	买入（维持）
当前价	34.91 元
总股本	805 百万股
流通股本	803 百万股
52 周最高/最低价	34.91/12.24 元
近 1 月绝对涨幅	0.81%
近 12 月绝对涨幅	91.38%

■ **风险因素。**并购、整合情况低于预期，订单数量增长不及预期，竞争加剧导致订单价格下降，政策风险，汇率波动风险。

■ **投资建议。**公司 Q3 季度业绩略超预期，收入和净利润同比加速增长。从短期来看，预计公司特色原料药业务将持续受益于供需关系的改变，江苏瑞科复产后产能利用率的逐渐提升有望带来 Q4 毛利率水平的恢复，以及今明两年业绩的明显增量；从中长期来看，公司 CDMO 业务高速增长的可持续性较强，随着瑞博苏州和诺华合作商业化项目的落地和放量，以及公司丰富的客户研发项目管线储备持续进展，将进一步打开公司 CDMO 业务的成长空间。综上考虑，我们维持公司 2020-2022 年 EPS 预测为 0.49/0.77/0.99 元，现价对应 PE 分别为 71x、45x、35x。维持“买入”评级。

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,862	2,017	2,646	3,429	4,122
营业收入增长率	8.4%	8.3%	31.2%	29.6%	20.2%
净利润(百万元)	157	238	399	620	799
净利润增长率	6.5%	51.3%	67.6%	55.7%	28.8%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.20	0.30	0.49	0.77	0.99
毛利率%	33.3%	34.8%	41.3%	44.2%	45.0%
净资产收益率 ROE%	5.67%	8.33%	12.89%	17.86%	20.49%
每股净资产（元）	3.44	3.54	3.84	4.31	4.84
PE	175	116	71	45	35
PB	10.1	9.9	9.1	8.1	7.2

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 10 月 21 日收盘价

利润表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,862	2,017	2,646	3,429	4,122
营业成本	1,242	1,314	1,552	1,915	2,265
毛利率	33.32%	34.84%	41.34%	44.16%	45.05%
营业税金及附加	22	22	28	37	44
销售费用	32	43	44	56	67
营业费用率	1.72%	2.14%	1.65%	1.64%	1.62%
管理费用	240	256	402	514	606
管理费用率	12.89%	12.69%	15.20%	15.00%	14.70%
财务费用	(13)	7	27	23	15
财务费用率	-0.72%	0.33%	1.01%	0.66%	0.35%
投资收益	(20)	(23)	(9)	(7)	(4)
营业利润	194	285	478	745	961
营业利润率	10.40%	14.15%	18.08%	21.74%	23.32%
营业外收入	1	8	8	8	8
营业外支出	2	6	6	6	6
利润总额	193	287	480	747	963
所得税	37	50	84	130	168
所得税率	19.04%	17.41%	17.41%	17.41%	17.41%
少数股东损益	(1)	(1)	(2)	(3)	(4)
归属于母公司股东的净利润	157	238	399	620	799
净利率	8.44%	11.79%	15.06%	18.09%	19.39%

现金流量表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	193	287	480	747	963
所得税支出	-37	-50	-84	-130	-168
折旧和摊销	176	193	243	263	283
营运资金的变化	-136	76	-248	-200	-193
其他经营现金流	69	49	69	45	33
经营现金流合计	265	554	460	725	919
资本支出	-231	-320	-190	-210	-230
投资收益	-20	-23	-9	-7	-4
其他投资现金流	-30	-318	16	2	2
投资现金流合计	-280	-662	-183	-215	-232
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	1,628	3,146	7	-53	-127
股息支出	-90	-161	-161	-239	-372
其他融资现金流	-1,602	-2,873	-27	-23	-15
融资现金流合计	-64	111	-181	-315	-514
现金及现金等价物净增加额	-79	4	96	196	173

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

资产负债表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	276	565	662	857	1,030
存货	535	828	912	1,050	1,153
应收账款	551	517	618	769	925
其他流动资产	143	108	195	230	285
流动资产	1,506	2,018	2,386	2,907	3,393
固定资产	1,386	1,964	1,937	1,882	1,807
长期股权投资	13	10	8	5	3
无形资产	200	276	277	278	279
其他长期资产	201	401	365	366	387
非流动资产	1,799	2,652	2,587	2,531	2,476
资产总计	3,305	4,670	4,973	5,438	5,868
短期借款	32	341	348	295	167
应付账款	195	273	269	343	423
其他流动负债	232	578	633	699	754
流动负债	459	1,192	1,250	1,337	1,344
长期借款	0	491	491	491	491
其他长期负债	68	129	139	139	139
非流动性负债	68	620	630	630	630
负债合计	527	1,812	1,879	1,967	1,974
股本	806	806	806	806	806
资本公积	944	940	940	940	940
归属于母公司所有者权益合计	2,774	2,855	3,092	3,473	3,900
少数股东权益	5	4	1	-2	-6
股东权益合计	2,778	2,858	3,094	3,471	3,894
负债股东权益总计	3,305	4,670	4,973	5,438	5,868

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	8.43%	8.30%	31.20%	29.60%	20.20%
营业利润增长率	10.31%	47.33%	67.60%	55.83%	28.96%
净利润增长率	6.46%	51.32%	67.60%	55.66%	28.80%
毛利率	33.32%	34.84%	41.34%	44.16%	45.05%
EBITDA Margin	19.70%	24.02%	28.40%	30.21%	30.67%
净利率	8.44%	11.79%	15.06%	18.09%	19.39%
净资产收益率	5.67%	8.33%	12.89%	17.86%	20.49%
总资产收益率	4.75%	5.09%	8.01%	11.41%	13.62%
资产负债率	15.94%	38.80%	37.79%	36.17%	33.64%
所得税率	19.04%	17.41%	17.41%	17.41%	17.41%
股利支付率	102.56%	67.76%	60.00%	60.00%	60.00%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（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。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（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）(商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159) 受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券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有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。