

九洲药业(603456)

点评报告

行业公司研究——化学制药行业

证券研究报告

业绩复合预期，CDMO 业务持续高增长

——九洲药业年报点评

✍️：陈亚天 执业证书编号：S1230518070002  
☎️：021-80108128  
✉️：chenyatian@stocke.com.cn

报告导读

**事件：**公司发布 2018 年度报告，报告期内公司实现营业收入 18.62 亿元；实现归属于上市公司股东的净利润 1.57 亿元，同比增长 6.46%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 1.79 亿元，同比增长 30.64%。

投资要点

□ 业绩承诺完成，瑞博制药高增长

报告期内公司 CDMO 业务实现销售收入 5.37 亿元，同比增长 22.87%，主要系公司大品种业务订单持续增长。公司核心子公司瑞博制药报告期内实现营业收入 9.51 亿，同比增长 17.71%，实现净利润 1.94 亿，同比增长 44.77%，业绩大幅增长主要系公司 CDMO 业务持续高增长。子公司江苏瑞科，报告期内实现净利润-5967 万元，亏损同比扩大主要系子公司 2018 年受到环保处罚，后续投入环保废物处理费用所致，属于一次性投入，2019 年有望扭亏。报告期内公司非经常性损益较大，主要系公司汇兑损益、商誉减值影响以及股权激励费用摊销影响公司表现业绩。公司四季度实现营业收入 5.93 亿，同比增长 22.77%，实现归属母公司净利润 6240 万，同比增长 85.27%。四季度业绩增长主要系公司三季度订单延迟确认，确认后增厚四季度业绩。报告期内公司销售及管理费用相对稳定，财务费用大幅减少主要系汇兑损益所致。

□ Entresto 销量冲击 10 亿美金，CDMO 板块持续高成长可期

根据诺华 2018 财报显示，Entresto 产品 2018 年实现全球销售额 10.28 亿美元，同比翻倍增长，从趋势看呈现逐季度环比增长的态势，目前 Entresto 处于放量期，2019 年有望持续保持高增长。公司作为为其提供 CDMO 业务的企业相关订单量有望持续保持上升趋势。目前公司 CDMO 业务中，商业化项目 11 个，处于 III 期临床的项目 35 个，处于 I 期和 II 期临床试验的有 270 个，总项目数同比 2017 年实现大幅增长。2018 年公司 CDMO 业务向上下游拓展，拓宽 CDMO 业务订单来源，另外公司在继续保持核心品种订单的基础上逐步做横向和纵向的拓展，凭借着国际化的 CDMO 技术团队和 BD 团队，逐步改变原先仅依靠单一品种支持业务的局面。2018 年公司早期 CDMO 项目数相比 2017 年有望实现翻倍以上增长。凭借 Entresto 订单的高增长以及公司各阶段 CDMO 项目数不断增加，有望令公司完成 2019 年的业绩承诺。此外，受益于 MAH 制度，公司国内客户拓展取得一定突破，目前已经和华领、绿叶等制药企业建立 CDMO 业务合作关系，合作项目领域涉及肿瘤、糖尿病等重大领域，其中不少产品正处于冲击商业化的阶段，未来将为公司 CDMO 板块提供成长性。

□ 多元化战略合作布局，API 业务品类拓展持续推进

API 板块公司现有品种已经处于全球龙头地位，同时积极拓展新品类，后续有望在糖尿病领域做进一步拓展，糖尿病是目前慢性病领域药物市场成长性最好的领域，后续糖尿病领域产品上市有望提升公司 API 业务成长性。公司未来将以创新药及高端仿制药研发、生产资源整合为方向，围绕公司战略发展规划的相关产业，开展医药领域多元布局。目前公司业务是 CDMO 和 API 两大块，

评级

买入

|      |        |
|------|--------|
| 上次评级 | 买入     |
| 当前价格 | ¥ 8.87 |

单季度业绩

元/股

|         |      |
|---------|------|
| 4Q/2018 | 0.08 |
| 3Q/2018 | 0.01 |
| 2Q/2018 | 0.05 |
| 1Q/2018 | 0.11 |



公司简介

九洲药业股份有限公司是一家从事化学原料药及医药中间体的研发、生产与销售的企业，其主要产品治疗领域涉及中枢神经类药物、非甾体抗炎药物、抗感染类药物和降糖类药物等。公司具有强大的技术实力和丰富的海外合作经验，与多家国内外一流大学建立了良好的合作关系，每年研发项目达 60 余项，并参与了多个国家、省部级重大项目的研发，先后获得国家科技进步奖二等奖等奖项。

相关报告

- 1 《九洲药业三季报点评》2018.10.26
- 2 《九洲药业 2018 半年报点评》2018.08.21
- 3 《九洲药业点评》2018.07.06
- 4 《九洲药业点评报告》2018.06.21
- 5 《九洲药业一季报点评》2018.04.26

报告撰写人：陈亚天

数据支持人：陈亚天

未来将升级为，“CRO+CDMO 创新研发服务”与“API+制剂一体化产品服务”两大综合性业务板块，希望通过收购企业、购买知识产权等方式，实现持有高端仿制药的国内药品上市许可人(MAH)、药品制剂的国际 ANDA 的目的。2017 年公司实施限制性股票激励计划，参与对象包括高管、核心高管 205 人。考核指标以 2016 年扣非后净利润 (0.95 亿) 为基础，公司 2017-2019 年扣非净利润不低于 1.35 亿、1.9 亿、2.85 亿，年复合增速达 45%。公司目前主要位于医药产业上游的原料端，未来拓展下游制剂将逐步实现产业链一体化。

#### □ 盈利预测及估值

预计公司 2019-2021 年实现营业收入 21.25 亿元、24.36 亿元、28.88 亿元，增速分别为 14.13%、14.62%、18.56%。归属母公司净利润 2.86 亿、3.51 亿、4.33 亿元，增速分别为 82.40%、22.44%、23.45%。预计 2019-2021 年公司 EPS 为 0.36、0.44、0.54/股，对应 PE 为 26.01、21.24、17.21。

#### □ 风险提示

1. CDMO 业务项目数量增长不及预期
2. 产品研发进度不及预期

#### 财务摘要

| (百万元)    | 2018A   | 2019E   | 2020E   | 2021E   |
|----------|---------|---------|---------|---------|
| 主营收入     | 1862.23 | 2125.36 | 2436.13 | 2888.26 |
| (+/-)    | 8.43%   | 14.13%  | 14.62%  | 18.56%  |
| 净利润      | 157.15  | 286.63  | 350.94  | 433.25  |
| (+/-)    | 6.46%   | 82.40%  | 22.44%  | 23.45%  |
| 每股收益 (元) | 0.19    | 0.36    | 0.44    | 0.54    |
| P/E      | 47.44   | 26.01   | 21.24   | 17.21   |

**表附录：三大报表预测值**

| <b>资产负债表</b>   |         |         |         |         |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| 单位: 百万元        | 2018    | 2019E   | 2020E   | 2021E   |
| <b>流动资产</b>    | 1505.53 | 1876.85 | 2383.52 | 2984.92 |
| 现金             | 276.11  | 733.30  | 1090.99 | 1457.23 |
| 应收账款           | 600.40  | 503.66  | 543.61  | 656.31  |
| 其它应收款          | 23.91   | 18.14   | 22.22   | 29.36   |
| 预付账款           | 23.71   | 19.34   | 24.18   | 29.55   |
| 存货             | 534.96  | 578.07  | 674.85  | 779.64  |
| 其他             | 46.44   | 24.34   | 27.68   | 32.82   |
| <b>非流动资产</b>   | 1799.38 | 1730.62 | 1641.39 | 1558.42 |
| 长期投资           | 12.80   | 11.40   | 11.82   | 12.01   |
| 固定资产           | 1385.77 | 1312.22 | 1222.26 | 1125.17 |
| 无形资产           | 200.23  | 218.73  | 234.85  | 241.28  |
| 其他             | 72.39   | 88.00   | 100.96  | 118.05  |
| <b>资产总计</b>    | 3304.91 | 3607.47 | 4024.91 | 4543.33 |
| <b>流动负债</b>    | 458.60  | 471.72  | 534.97  | 622.12  |
| 短期借款           | 32.00   | 19.41   | 25.85   | 25.75   |
| 应付账款           | 281.64  | 322.17  | 351.27  | 416.74  |
| 其他             | 127.40  | 117.41  | 140.91  | 158.09  |
| <b>非流动负债</b>   | 68.21   | 52.04   | 58.02   | 59.42   |
| 长期借款           | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 其他             | 68.21   | 52.04   | 58.02   | 59.42   |
| <b>负债合计</b>    | 526.81  | 523.75  | 592.99  | 681.54  |
| 少数股东权益         | 4.52    | 2.29    | -0.45   | -3.83   |
| 归属母公司股东权益      | 2773.58 | 3081.43 | 3432.37 | 3865.62 |
| <b>负债和股东权益</b> | 3304.91 | 3607.47 | 4024.91 | 4543.33 |
| <b>现金流量表</b>   |         |         |         |         |
| 单位: 百万元        | 2018    | 2019E   | 2020E   | 2021E   |
| <b>经营活动现金流</b> | 264.78  | 482.70  | 359.35  | 365.20  |
| 净利润            | 155.92  | 284.40  | 348.20  | 429.87  |
| 折旧摊销           | 175.93  | 94.91   | 95.65   | 95.58   |
| 财务费用           | -13.41  | -7.07   | -7.70   | -20.39  |
| 投资损失           | 19.66   | 4.96    | 7.83    | 10.82   |
| 营运资金变动         | -266.18 | 105.55  | -39.50  | -105.58 |
| 其它             | 192.86  | -0.03   | -45.14  | -45.09  |
| <b>投资活动现金流</b> | -280.19 | -35.96  | -15.15  | -21.44  |
| 资本支出           | 4.52    | -1.58   | 16.72   | 3.18    |
| 长期投资           | -1.53   | 1.40    | -0.42   | -0.18   |
| 其他             | -283.18 | -35.78  | -31.45  | -24.43  |
| <b>筹资活动现金流</b> | -63.52  | 10.45   | 13.49   | 22.48   |
| 短期借款           | 5.86    | -12.59  | 6.44    | -0.10   |
| 长期借款           | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 其他             | -69.38  | 23.04   | 7.05    | 22.57   |
| <b>现金净增加额</b>  | -78.93  | 457.19  | 357.68  | 366.25  |

| <b>利润表</b>      |         |         |         |         |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|
| 单位: 百万元         | 2018    | 2019E   | 2020E   | 2021E   |
| <b>营业收入</b>     | 1862.23 | 2125.36 | 2436.13 | 2888.26 |
| 营业成本            | 1241.71 | 1374.44 | 1545.20 | 1815.73 |
| 营业税金及附加         | 22.40   | 25.12   | 31.02   | 35.22   |
| 营业费用            | 32.12   | 36.15   | 41.78   | 49.49   |
| 管理费用            | 240.10  | 212.54  | 243.61  | 288.83  |
| 研发费用            | 87.15   | 99.47   | 114.01  | 135.17  |
| 财务费用            | -13.41  | -7.07   | -7.70   | -20.39  |
| 资产减值损失          | 34.69   | 28.61   | 33.57   | 44.16   |
| 公允价值变动收益        | -16.09  | -16.09  | -16.09  | -16.09  |
| 投资净收益           | -19.66  | -4.96   | -7.83   | -10.82  |
| <b>营业利润</b>     | 12.02   | 8.38    | 11.18   | 10.53   |
| 营业外收入           | 193.74  | 343.46  | 421.88  | 523.68  |
| 营业外支出           | -1.15   | -1.15   | -1.15   | -1.15   |
| <b>利润总额</b>     | 192.60  | 342.31  | 420.74  | 522.53  |
| 所得税             | 36.67   | 57.92   | 72.53   | 92.66   |
| <b>净利润</b>      | 155.92  | 284.40  | 348.20  | 429.87  |
| 少数股东损益          | -1.23   | -2.24   | -2.74   | -3.38   |
| <b>归属母公司净利润</b> | 157.15  | 286.63  | 350.94  | 433.25  |
| EBITDA          | 365.98  | 430.93  | 503.84  | 600.29  |
| EPS (元)         | 0.19    | 0.36    | 0.44    | 0.54    |
| <b>主要财务比率</b>   |         |         |         |         |
|                 | 2018    | 2019E   | 2020E   | 2021E   |
| <b>成长能力</b>     |         |         |         |         |
| 营业收入            | 8.43%   | 14.13%  | 14.62%  | 18.56%  |
| 营业利润            | 10.31%  | 77.28%  | 22.83%  | 24.13%  |
| 归属母公司净利润        | 6.46%   | 82.40%  | 22.44%  | 23.45%  |
| <b>获利能力</b>     |         |         |         |         |
| 毛利率             | 33.32%  | 35.33%  | 36.57%  | 37.13%  |
| 净利率             | 8.37%   | 13.38%  | 14.29%  | 14.88%  |
| ROE             | 5.76%   | 9.78%   | 10.77%  | 11.88%  |
| ROIC            | 5.45%   | 8.97%   | 9.74%   | 10.63%  |
| <b>偿债能力</b>     |         |         |         |         |
| 资产负债率           | 15.94%  | 14.52%  | 14.73%  | 15.00%  |
| 净负债比率           | 6.07%   | 4.75%   | 4.87%   | 4.19%   |
| 流动比率            | 3.28    | 3.98    | 4.46    | 4.80    |
| 速动比率            | 2.12    | 2.75    | 3.19    | 3.54    |
| <b>营运能力</b>     |         |         |         |         |
| 总资产周转率          | 0.58    | 0.61    | 0.64    | 0.67    |
| 应收帐款周转率         | 4.31    | 4.11    | 4.62    | 4.44    |
| 应付帐款周转率         | 6.57    | 6.40    | 6.39    | 6.67    |
| <b>每股指标(元)</b>  |         |         |         |         |
| 每股收益            | 0.19    | 0.36    | 0.44    | 0.54    |
| 每股经营现金          | 0.33    | 0.60    | 0.45    | 0.45    |
| 每股净资产           | 3.44    | 3.82    | 4.26    | 4.80    |
| <b>估值比率</b>     |         |         |         |         |
| P/E             | 47.44   | 26.01   | 21.24   | 17.21   |
| P/B             | 2.69    | 2.42    | 2.17    | 1.93    |
| EV/EBITDA       | 13.39   | 15.67   | 12.70   | 10.05   |

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。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。

本公司的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、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海市浦东南路 1111 号新世纪办公中心 16 层

邮政编码：200120

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>