



中信证券研究部

核心观点



田加强
首席医药分析师
S1010515070002



陈竹
医药分析师
S1010516100003



刘泽序
医药分析师
S1010518060001

公司 2018 年扣非净利润实现高速增长，顺利完成股权激励的解锁条件。其中 CMO 板块较快增长，Entresto 订单规模预计翻倍，在研项目储备丰富。公司原料药板稳健增长，中枢神经类产品量价齐升。

■ 公司扣非净利润高增长，顺利完成股权激励解锁条件。公司实现收入、净利润、扣非净利润 18.62 亿、1.57 亿、1.80 亿元，同比+8.43%、+6.46%、+30.64%，其中 2018Q4 实现收入、净利润、扣非净利润 5.93 亿、0.62 亿、0.58 亿元，同比+22.80%、+85.27%、+90.04%，实现高速增长。公司扣除股权激励摊销成本及非经常性损益后的净利润较 2016 年增长超过 200%，顺利完成了股权激励的解锁条件。

■ Entresto 驱动 CMO 板块快速增长，在研项目储备丰富。公司 CMO 板块实现收入 5.37 亿元，同比+22.87%，预计 Entresto 实现收入接近 2 亿元，较 2017 年翻倍。随着 Entresto 在海外销售额继续增加，预计公司 Entresto 订单将继续高增长。CDMO 研发储备方面，2018 年底公司处于 III 期项目 35 个，处于 I 期和 II 期临床试验的有 270，19 个，分别较 2016 年底增加 6、59 个。CMO 项目丰富储备为公司未来业绩的持续增长奠定了基础。

■ 公司原料药板稳健增长，中枢神经类产品量价齐升。原料药方面，公司抗感染类、中枢神经类、非甾体类、降血糖类产品分别实现收入 4.00 亿、4.45 亿、1.70 亿、1.28 亿元，同比-5.66%、+23.33%、+9.89%、+6.69%，总体增长较为稳健。其中中枢神经类产品的较快增长，主要由于卡马西平等产品提价所致（中枢神经系统毛利率提升 9.34 PCTs）。随着环保压力下中小企业的退出，公司原料药业务有望实现量价齐升。

■ 排污费用拖累业绩，汇兑收益贡献较大。公司销售、管理（含研发）、财务费用率 1.72%、17.57%、-0.72%，较 2017 年同比+0.00、+1.37、-2.20 PCTs，其中管理费用率的提升主要由于排污费的大幅增加（2018、17 年分别为 2787 万、205 万元），财务费用率的下降主要由于汇兑收益的贡献（2018、2017 年收益分别为 1312 万、-2630 万元）。公司 2018 年计提商誉减值 667 万元，减值后商誉规模为 0，2019 年将实现轻装上阵。

■ 风险因素：CDMO 订单波动风险，新客户开拓进展慢于预期

■ 投资建议：随着 Entresto 订单恢复、特色原料药业务量价齐升，公司扣非业绩实现高速增长，结合 2018 年业绩小幅调整公司 2019-2020 年 EPS 预测至 0.34/0.42 元（原预测 0.36/0.46 元），并新增 2021 年 EPS 预测为 0.50 元，参考可比公司估值，给予公司 2019 年 35 倍 PE，对应目标价 11.90 元，维持“增持”评级。

九州药业	603456
评级	增持（维持）
当前价	9.78 元
目标价	11.90 元
总股本	806 百万股
流通股本	801 百万股
52 周最高/最低价	17.94/5.72 元
近 1 月绝对涨幅	38.72%
近 6 月绝对涨幅	50.23%
近 12 月绝对涨幅	-0.46%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1717	1862	2126	2401	2694
营业收入增长率	4	8	14	13	12
净利润(百万元)	148	157	274	337	407
净利润增长率	32	6	74	23	21
每股收益 EPS(基本)(元)	0.18	0.19	0.34	0.42	0.50
毛利率%	31.2	33.3	34.4	35.5	36.5
净资产收益率 ROE%	5.5	5.7	9.2	10.4	11.5
PE	53	50	29	23	19
PE	2	3	3	2	2
EV/EBITDA	6	6	4	3	2

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 3 月 12 日收盘价

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,717	1,862	2,126	2,401	2,694
营业成本	1,182	1,242	1,394	1,547	1,710
毛利率	31.2%	33.3%	34.4%	35.5%	36.5%
营业税金及附加	25	22	26	29	32
销售费用	30	32	36	41	46
营业费用率	1.72%	1.72%	1.70%	1.70%	1.70%
管理费用	278	327	342	387	434
管理费用率	16.20%	17.57%	16.10%	16.10%	16.10%
财务费用	25	-13	-5	-13	-24
财务费用率	1.48%	-0.72%	-0.22%	-0.52%	-0.88%
投资收益	1	-20	2	2	2
营业利润	176	194	333	409	495
营业利润率	9.46%	9.76%	15.67%	17.03%	18.37%
营业外收入	0	1	3	3	3
营业外支出	2	2	0	0	0
利润总额	174	193	336	412	498
所得税	27	37	65	78	95
所得税率	17.0%	20.3%	19.2%	19.0%	19.0%
少数股东损益	-1	-1	-2	-3	-3
归属于母公司股东的净利润	148	157	274	337	407
净利率	8.59%	8.44%	12.88%	14.02%	15.10%
EPS (元) (摊薄)	0.18	0.19	0.34	0.42	0.50

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	148	157	274	337	407
少数股东损益	-1	-1	-2	-3	-3
折旧和摊销	168	176	229	249	269
营运资金变动	-116	-131	261	-50	-66
其他	45	64	-5	-12	-23
经营现金流	244	265	757	521	584
资本支出	-164	-231	-174	-174	-174
投资收益	0	0	2	2	2
资产变卖	30	91	0	0	0
其他	1	-141	-21	-5	-2
投资现金流	-132	-280	-193	-177	-174
发行股票	36	0	0	0	0
负债变化	60	-18	-32	0	0
股息支出	-90	0	-68	-84	-102
其他	-25	-45	5	13	24
融资现金流	-18	-64	-96	-72	-78
现金及现金等价物变动	94	-79	468	273	332

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	404	276	744	1,016	1,348
存货	542	535	487	541	597
应收账款	313	551	424	479	537
其他流动资产	78	143	148	150	166
流动资产	1,337	1,506	1,803	2,186	2,650
固定资产	1,427	1,386	1,363	1,309	1,225
长期股权投资	11	13	18	23	25
无形资产	208	200	196	192	188
其他长期资产	159	201	171	151	141
非流动资产	1,805	1,799	1,747	1,674	1,579
资产总计	3,143	3,305	3,550	3,860	4,228
短期借款	26	32	0	0	0
应付账款	183	195	279	309	342
其他流动负债	199	232	222	252	286
流动负债	408	459	500	561	628
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	54	68	68	68	68
非流动性负债	54	68	68	68	68
负债合计	462	527	569	630	696
股本	448	806	806	806	806
资本公积	1,287	944	944	944	944
归属于母公司所有者权益合计	2,681	2,778	2,981	3,231	3,532
少数股东权益	6	5	2	-1	-4
负债股东权益总计	3,143	3,305	3,550	3,860	4,228

主要财务指标 (%)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	3.89	8.43	14.17	12.92	12.23
营业利润增长率	36.46	11.82	83.34	22.74	21.02
净利润增长率	32.40	6.46	74.32	22.84	20.87
毛利率	31.16	33.32	34.45	35.54	36.52
EBITDA Margin	21.59	22.27	26.20	26.93	27.51
净利率	8.59	8.44	12.88	14.02	15.10
净资产收益率	5.51	5.66	9.19	10.42	11.51
总资产收益率	4.71	4.76	7.72	8.72	9.61
资产负债率	14.69	15.94	16.02	16.31	16.46
所得税率	17.04	20.31	19.20	19.00	19.00
股利支付率	60.68	0.00	25.00	25.00	25.00

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。	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.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；在欧盟由CLSA (UK) 分发；在印度由CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal 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员) 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、35及36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) 071/10/2018。

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。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资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。本研究报告在欧盟由CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条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的内容。

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 2019 版权所有。保留一切权利。