

九洲药业 (603456.SH)

与国际大药企 Teva 达成深度合作，公司 CDMO 更上一个台阶

事件。公司公告与 Teva 签署《股权转让协议》，拟以自筹资金收购泰华杭州 100% 的股权，交易价格约为 3400 万美元（约合人民币 2.17 亿元）。同时，双方也就《委托制造协议》达成了一致，1 年内，九洲药业将通过泰华杭州向 Teva 集团供应根据规格要求和 Teva 集团专有技术制造的三个产品（适应症主要为高血压治疗、心血管治疗）。

点评：与国际大药企 Teva 达成深度合作，公司 CDMO 更上一个台阶。

1. 与国际大药企 Teva 达成深度合作，有望后续持续承接来自 Teva 的订单转移。 Teva 集团已成立 120 年，是非专利药和专科药物领域的全球领袖，提供包括几乎所有治疗领域在内的 3500 多种产品，去年营业收入近 167 亿美元。我们认为，公司此次与 Teva 签订的三个产品仅仅是一个开始，在收购泰华杭州之后，公司有望持续承接来自 Teva 的订单转移，为公司长期发展提供有力支撑。

2. 收购又一个国际化高端产能，公司 CDMO 更上一个台阶。泰华杭州占地 115 亩，现有员工 210 名左右，管理团队拥有 10 年以上的行业经验，生产管理严格按照 GMP 标准进行，并多次通过 CDE、美国 FDA 和欧盟 EDQM 审计，具备高效稳定的质量管理体系和世界级的环保安全管理系统。泰华杭州是公司继诺华苏州工厂之后收购的又一个国际化高端产能，有望助力公司进一步在国际上提升影响力，扩大公司产能的同时，推动公司 CDMO 产能水平更上一个台阶。

3. 公司投资逻辑再梳理：九洲药业是 CDMO 板块里面极具估值性价比的高吸引力标的，业绩增速快，确定性高。

1) 高性价比：公司这个位置对应明年 50 倍左右，在 CDMO 板块里面估值相对较低，还有估值上升的空间；

2) 高增速：我们预计公司今年业绩增速 60%+，明年有望实现 35-40% 增速，还有超预期的可能性；

3) 高确定性：诺华三大品种持续放量，并有望承接其他药企新增商业化订单，以及其他临床后期订单有望上市商业化贡献增量，助力公司持续的业绩增长。

盈利预测与估值。预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 6.25 亿元、8.59 亿元、11.31 亿元，对应增速分别为 64.2%、37.5%、31.7%，对应 PE 分别为 71X、52X、39X。维持“买入”评级。

风险提示：原料药价格波动风险；诺华的产品放量不及预期风险；公司新项目推进不及预期风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	2,017	2,647	3,613	4,718	5,984
增长率 yoy (%)	8.3	31.3	36.5	30.6	26.8
归母净利润 (百万元)	238	381	625	859	1,131
增长率 yoy (%)	51.3	60.0	64.2	37.5	31.7
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.29	0.46	0.75	1.03	1.36
净资产收益率 (%)	8.3	12.3	17.5	20.2	21.7
P/E (倍)	187.2	117.0	71.3	51.8	39.4
P/B (倍)	15.6	14.4	12.6	10.5	8.6

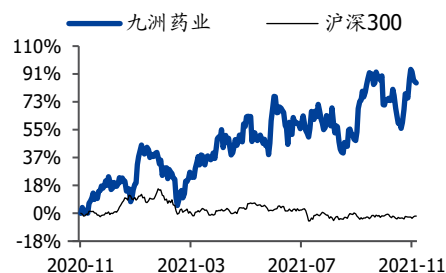
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 11 月 23 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	化学制药
前次评级	买入
11月23日收盘价(元)	53.55
总市值(百万元)	44,585.52
总股本(百万股)	832.60
其中自由流通股(%)	99.72
30日日均成交量(百万股)	8.61

股价走势



作者

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjy@gsczq.com

分析师 应沁心

执业证书编号：S0680521090001

邮箱：yingqinxin@gsczq.com

相关研究

- 《九洲药业 (603456.SH)：公司持续快速增长，已连续 6 个季度实现高增长》2021-10-28
- 《九洲药业 (603456.SH)：业绩高速增长，单季度业绩创新高，CDMO 蓬勃发展的》2021-08-16
- 《九洲药业 (603456.SH)：业绩超预期高速增长，公司发展势头强劲》2021-07-20



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2018	2295	4267	5519	6830
现金	565	325	1760	2299	2916
应收票据及应收账款	517	650	943	1138	1502
其他应收款	10	9	17	16	26
预付账款	17	36	37	58	62
存货	828	1170	1404	1901	2218
其他流动资产	80	106	106	106	106
非流动资产	2652	2706	3396	4116	4886
长期投资	10	13	16	19	22
固定资产	1964	2021	2677	3361	4086
无形资产	276	236	248	257	259
其他非流动资产	401	437	455	479	518
资产总计	4670	5002	7663	9635	11715
流动负债	1192	1633	3809	5094	6214
短期借款	341	788	2498	3729	4342
应付票据及应付账款	349	530	603	852	961
其他流动负债	502	315	708	513	911
非流动负债	620	283	281	279	278
长期借款	491	140	138	137	136
其他非流动负债	129	142	142	142	142
负债合计	1812	1916	4090	5373	6492
少数股东权益	4	3	-0	-4	-8
股本	806	805	831	831	831
资本公积	940	971	971	971	971
留存收益	1115	1335	1532	1786	2213
归属母公司股东权益	2855	3083	3573	4266	5231
负债和股东权益	4670	5002	7663	9635	11715

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	554	400	834	642	1517
净利润	237	380	622	855	1127
折旧摊销	193	253	241	331	432
财务费用	7	92	73	132	171
投资损失	23	-5	-1	-1	-0
营运资金变动	76	-345	-95	-667	-198
其他经营现金流	19	26	-7	-9	-15
投资活动现金流	-662	-211	-923	-1042	-1186
资本支出	320	316	686	717	767
长期投资	-21	-11	-3	-3	-3
其他投资现金流	-362	94	-240	-328	-422
筹资活动现金流	111	-116	-185	-292	-327
短期借款	309	447	1710	1231	613
长期借款	491	-351	-2	-2	-1
普通股增加	-0	-0	26	0	0
资本公积增加	-4	31	0	0	0
其他筹资现金流	-684	-243	-1919	-1521	-939
现金净增加额	-0	22	-274	-692	4

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2017	2647	3613	4718	5984
营业成本	1314	1654	2131	2737	3411
营业税金及附加	22	29	43	54	68
营业费用	43	41	54	66	84
管理费用	256	313	405	491	629
研发费用	95	114	163	212	280
财务费用	7	92	73	132	171
资产减值损失	-9	-22	0	0	0
其他收益	22	39	0	0	0
公允价值变动收益	8	36	7	9	15
投资净收益	-23	5	1	1	0
资产处置收益	-0	-3	0	0	0
营业利润	285	456	751	1035	1357
营业外收入	8	0	2	3	3
营业外支出	6	7	4	5	5
利润总额	287	450	749	1033	1355
所得税	50	70	127	178	227
净利润	237	380	622	855	1127
少数股东损益	-1	-1	-3	-4	-4
归属母公司净利润	238	381	625	859	1131
EBITDA	516	750	1063	1496	1957
EPS (元)	0.29	0.46	0.75	1.03	1.36

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	8.3	31.3	36.5	30.6	26.8
营业利润(%)	47.3	59.8	64.5	37.9	31.1
归属于母公司净利润(%)	51.3	60.0	64.2	37.5	31.7
获利能力					
毛利率(%)	34.8	37.5	41.0	42.0	43.0
净利率(%)	11.8	14.4	17.3	18.2	18.9
ROE(%)	8.3	12.3	17.5	20.2	21.7
ROIC(%)	7.0	10.2	10.8	11.7	12.9
偿债能力					
资产负债率(%)	38.8	38.3	53.4	55.8	55.4
净负债比率(%)	14.4	22.9	28.3	40.2	32.9
流动比率	1.7	1.4	1.1	1.1	1.1
速动比率	0.9	0.6	0.7	0.7	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.5	0.6
应收账款周转率	3.6	4.5	4.5	4.5	4.5
应付账款周转率	4.2	3.8	3.8	3.8	3.8
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.29	0.46	0.75	1.03	1.36
每股经营现金流(最新摊薄)	0.67	0.48	1.00	0.77	1.83
每股净资产(最新摊薄)	3.43	3.71	4.27	5.10	6.26
估值比率					
P/E	187.2	117.0	71.3	51.8	39.4
P/B	15.6	14.4	12.6	10.5	8.6
EV/EBITDA	87.2	60.3	42.8	30.9	23.6

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 11 月 23 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com