

浙商证券股份有限公司孙建,毛雅婷近期对九洲药业进行研究并发布了研究报告《九洲药业2022年中报点评：投资支撑，增长兑现》，本报告对九洲药业给出买入评级，当前股价为46.87元。

九洲药业(603456)

财务表现：CDMO业务高增长持续兑现

2022年上半年看：收入29.5亿元（同比增长58.2%）、归母净利润4.7亿元（同比增长70.3%）、扣非归母净利润4.7亿元（同比增长90.4%）。

2022年二季度看：收入15.8亿元（同比增长56.2%）、归母净利润2.6亿元（同比增长44.2%）、扣非归母净利润2.7亿元（同比增长82.7%）。分业务看，2022年上半年API及中间体收入7.8亿元，占比26.3%，同比增长18.4%；CDMO收入19.7亿元，占比66.7%，同比增长92.6%。我们认为，公司CDMO业务收入增速超出我们前次预期，高增长持续兑现。

非公开发行A股预案：台州、苏州CDMO高端产能建设加速

募集金额：不超过25亿元；

募投项目：瑞博台州项目拟募集12亿元、瑞博苏州项目拟募集5.6亿元、补充流动资金7.4亿元。

③根据公司公告估算，募投项目经济效益分析：

瑞博台州：项目投产稳定后，预计实现年收入13.8亿元、净利润2.8亿元。

瑞博苏州：项目投产稳定后，预计实现年收入7亿元、净利润1.3亿元。

观点：供给能力升级、高增长持续

我们认为，公司2022年上半年CDMO业务的高增长来自于产能释放下大客户战略持续推进，供给能力升级是公司CDMO业务的边际变化，新增项目个数、资本开支的快速增长等是跟踪和侧面验证的指标，我们持续看好公司较高速增长持续性。

从CDMO项目结构变化看，根据公司2022年半年报“截止报告期末，公司承接的项目中，已上市项目23个，处于III期临床项目55个，处于I期和II期临床的有662个”，产品梯队逐渐丰富。

从产能投资看：我们认为，从环评和在建工程看，台州瑞博厂区商业化项目多、结构优化，预计2023年完成建设、2024年投入使用后，支撑持续增长。综合考虑台州瑞博、苏州瑞博的资本开支，我们预计2021-2025年4年公司CDMO收入的CAGR在25-30%；再考虑浙江瑞博技改、杭州瑞博的潜在投资，我们预计增长潜力更大，定增融资支持下，我们持续看好公司在资产扩张、营运能力提升（2022年中报的固定资产周转率为2014年以来同期中报的最高值）下的稳健增长（具体针对公司环评产能的分析可参考我们在2022年7月26日外发报告《从产能变化看九洲药业》）

我们认为，公司正处在战略客户（如诺华、罗氏、硕腾等）项目持续增长、国内外新增客户/项目结构优化的阶段，大客户、大项目管理经验是公司下一个阶段的基础；我们看好公司供给能力的边际变化（创新药研发中心等产能投入倾斜、新工艺&前沿技术产能投资增加，CDMO规划项目中诺华新项目增加、其他跨国药企合作增加、国内创新药进入商业化放量期等），以及公司在新领域（多肽类、核酸类等）、新业务（制剂类CDMO等）的拓展，将驱动公司持续发展。

盈利预测与估值

我们预计公司2022-2024年EPS分别为1.06、1.47、1.96元/股，2022年8月4日收盘价对应2022年44倍PE、2023年32倍PE。我们看好公司供给能力的边际变化，及新领域、新业务的拓展。综合考虑到公司在收入结构切换窗口期内CDMO业务增长弹性&持续性的预期差，维持“买入”评级

风险提示

生产安全事故风险；环保事件导致停产风险；CDMO业务订单波动性风险；新药上市审评进度不及预期风险；重大客户流失风险等。

证券之星数据中心根据近三年发布的研报数据计算，中金公司张璘研究员团队对该股研究较为深入，近三年预测准确度均值高达98.41%，其预测2022年度归属净利润为盈利8.64亿，根据现价换算的预测PE为45.07。

最新盈利预测明细如下：