

九典制药 (300705) 2020年报点评:

营收逐季提升, 凝胶贴膏剂是主要驱动因素

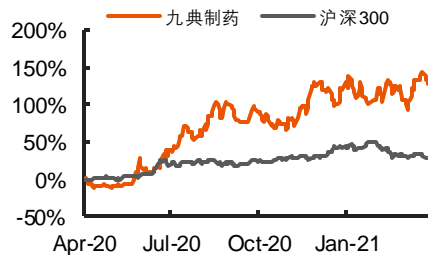
推荐 (维持)

现价: 28.65 元

主要数据

| | |
|---------------|------------------|
| 行业 | 生物医药 |
| 公司网址 | www.hnjudian.com |
| 大股东/持股 | 朱志宏/35.76% |
| 实际控制人 | 朱志宏 |
| 总股本(百万股) | 235 |
| 流通 A 股(百万股) | 133 |
| 流通 B/H 股(百万股) | 0 |
| 总市值 (亿元) | 67.24 |
| 流通 A 股市值(亿元) | 38.19 |
| 每股净资产(元) | 3.56 |
| 资产负债率(%) | 26.1 |

行情走势图



相关研究报告

《九典制药“300705”经皮给药蓝海, 凝胶膏剂龙头》2021-04-05

证券分析师

韩盟盟 投资咨询资格编号
S1060519060002
021-20600641
hanmengmeng005@pingan.com.cn

叶寅

投资咨询资格编号
S1060514100001
021-22662299
yeyin757@pingan.com.cn



投资要点

事项:

公司公布2020年报, 实现收入9.78亿元, 同比增长5.85%; 实现归母净利润8226万元, 同比增长49.38%; 实现扣非后归母净利润6725万元, 同比增长44.94%; EPS为0.35元/股。公司业绩符合预期。

其中2020Q4单季度实现收入3.21亿元, 同比增长21.45%; 实现归母净利润2707万元, 同比增长57.32%。

2020年度利润分配预案为每10股派0.43元。

平安观点:

- **营收逐季提升, 盈利能力改善明显:** 2020年Q1-Q4公司收入分别为1.60亿、2.33亿、2.64亿和3.21亿元, 归母净利润分别为711万、2571万、2236万和2707万元, 呈现逐季提升趋势, 我们认为主要得益于以洛索洛芬钠凝胶贴膏为代表的核心品种持续放量。2020年毛利率为74.85% (+7.37 pp), 主要原因是高毛利的制剂板块占比提升(70.91%至81.25%); 净利率为8.41% (+2.45 pp)。公司销售费用率52.06% (+7.84 pp), 主要来自洛索洛芬钠凝胶贴膏市场推广。
- **制剂收入快速提升, 凝胶贴膏剂是主要驱动因素:** 2020年公司制剂板块收入7.95亿元(+21.29%), 其中洛索洛芬钠凝胶贴膏收入超过4亿元, 较2019年的1.5亿元大幅提升, 是公司业绩增长的主要驱动力。经我们测算, 以洛索洛芬钠凝胶贴膏为代表的镇痛用药外用剂型拥有200亿元以上的潜在规模, 属于蓝海市场。目前公司除洛索洛芬钠凝胶贴膏外, 还有酮洛芬凝胶贴膏、吲哚美辛凝胶贴膏、氟比洛芬凝胶贴膏等多个品种在研, 管线优势明显, 有望成长为国内经皮给药龙头。我们预计到2023年公司凝胶膏剂产品有望贡献15亿元左右收入, 近3亿元净利润。
- **原辅料业务有望触底回升, 集采光脚品种锦上添花:** 2020年原料药和辅料分别收入7460万元(+1.98%)、6680万元(-57.73%), 原辅料收入下降一方面是因为生产基地搬迁导致重新注册、认证; 另一方面则是公司

| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 924 | 978 | 1,610 | 2,255 | 2,822 |
| YoY (%) | 15.3 | 5.9 | 64.6 | 40.1 | 25.1 |
| 净利润(百万元) | 55 | 82 | 136 | 257 | 349 |
| YoY (%) | -23.5 | 49.4 | 65.5 | 88.5 | 36.1 |
| 毛利率 (%) | 67.5 | 74.8 | 73.4 | 76.0 | 77.2 |
| 净利率 (%) | 6.0 | 8.4 | 8.5 | 11.4 | 12.4 |
| ROE (%) | 7.2 | 9.8 | 14.2 | 21.3 | 22.7 |
| EPS(摊薄/元) | 0.23 | 0.35 | 0.58 | 1.09 | 1.49 |
| P/E(倍) | 122.1 | 81.7 | 49.4 | 26.2 | 19.2 |
| P/B(倍) | 8.8 | 8.0 | 7.0 | 5.6 | 4.4 |

主动优化产品结构，降低低毛利品种收入，2020 年辅料毛利率 26.93% (+11.53 pp)。预计公司原辅料业务将触底回升。其他制剂品种方面，主要看光脚品种通过集采放量，如在第四批集采中中标的洛索洛芬钠片和泮托拉唑钠肠溶片，两个品种合计收入有望突破 2 个亿，起到锦上添花的效果。

- **盈利预测与投资评级：**我们维持 2021-2022 年 EPS 分别为 0.58 元、1.09 元的预测，同时预计 2021 年 EPS 为 1.49 元，当前股价对应 2021 年 PE 为 49 倍。我们参考其他特色细分领域龙头估值，给予公司 2022 年 45 倍 PE，对应目标市值为 116 亿元。对标日本贴膏剂龙头久光制药，公司中长期市值有望达到 300-500 亿元区间，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 研发风险：研发具备高投入、高风险特点、存在失败可能；2) 产品放量不及预期风险：因营销能力、竞争格局等因素变化，产品放量存不及预期风险；3) 政策风险：集采政策执行力度超预期。

资产负债表

单位:百万元

| 会计年度 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 504 | 1197 | 1351 | 1851 |
| 现金 | 135 | 448 | 627 | 784 |
| 应收票据及应收账款 | 179 | 359 | 394 | 548 |
| 其他应收款 | 1 | 2 | 2 | 3 |
| 预付账款 | 6 | 8 | 12 | 14 |
| 存货 | 153 | 350 | 286 | 471 |
| 其他流动资产 | 30 | 30 | 30 | 30 |
| 非流动资产 | 627 | 881 | 1137 | 1347 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 508 | 740 | 978 | 1187 |
| 无形资产 | 51 | 52 | 55 | 51 |
| 其他非流动资产 | 68 | 89 | 104 | 109 |
| 资产总计 | 1131 | 2078 | 2488 | 3198 |
| 流动负债 | 181 | 1005 | 1174 | 1553 |
| 短期借款 | 10 | 666 | 910 | 1134 |
| 应付票据及应付账款 | 60 | 165 | 119 | 219 |
| 其他流动负债 | 111 | 174 | 145 | 200 |
| 非流动负债 | 114 | 112 | 109 | 103 |
| 长期借款 | 71 | 68 | 66 | 59 |
| 其他非流动负债 | 44 | 44 | 44 | 44 |
| 负债合计 | 295 | 1117 | 1284 | 1656 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股本 | 235 | 235 | 235 | 235 |
| 资本公积 | 279 | 279 | 279 | 279 |
| 留存收益 | 322 | 437 | 656 | 954 |
| 归属母公司股东权益 | 836 | 962 | 1204 | 1542 |
| 负债和股东权益 | 1131 | 2078 | 2488 | 3198 |

现金流量表

单位:百万元

| 会计年度 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 150 | -17 | 305 | 288 |
| 净利润 | 82 | 136 | 257 | 349 |
| 折旧摊销 | 49 | 48 | 67 | 87 |
| 财务费用 | 5 | 22 | 34 | 43 |
| 投资损失 | 0 | -0 | -0 | -0 |
| 营运资金变动 | 8 | -223 | -52 | -191 |
| 其他经营现金流 | 5 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | -78 | -302 | -322 | -297 |
| 资本支出 | 78 | 254 | 255 | 211 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | 0 | -48 | -67 | -87 |
| 筹资活动现金流 | -66 | -25 | -47 | -57 |
| 短期借款 | -55 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 2 | -2 | -3 | -6 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -13 | -23 | -45 | -50 |
| 现金净增加额 | 6 | -344 | -65 | -66 |

利润表

单位:百万元

| 会计年度 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 978 | 1610 | 2255 | 2822 |
| 营业成本 | 246 | 428 | 541 | 644 |
| 营业税金及附加 | 14 | 16 | 23 | 28 |
| 营业费用 | 509 | 805 | 1105 | 1383 |
| 管理费用 | 38 | 61 | 74 | 85 |
| 研发费用 | 82 | 129 | 203 | 254 |
| 财务费用 | 5 | 22 | 34 | 43 |
| 资产减值损失 | -7 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收益 | 18 | 2 | 10 | 2 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 92 | 151 | 285 | 388 |
| 营业外收入 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 营业外支出 | 2 | 2 | 3 | 3 |
| 利润总额 | 91 | 150 | 283 | 386 |
| 所得税 | 9 | 14 | 27 | 36 |
| 净利润 | 82 | 136 | 257 | 349 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 82 | 136 | 257 | 349 |
| EBITDA | 141 | 212 | 385 | 516 |
| EPS(元) | 0.35 | 0.58 | 1.09 | 1.49 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | - | - | - | - |
| 营业收入(%) | 5.9 | 64.6 | 40.1 | 25.1 |
| 营业利润(%) | 45.8 | 64.9 | 88.5 | 36.0 |
| 归属于母公司净利润(%) | 49.4 | 65.5 | 88.5 | 36.1 |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率(%) | 74.8 | 73.4 | 76.0 | 77.2 |
| 净利率(%) | 8.4 | 8.5 | 11.4 | 12.4 |
| ROE(%) | 9.8 | 14.2 | 21.3 | 22.7 |
| ROIC(%) | 8.6 | 8.5 | 12.8 | 13.8 |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率(%) | 26.1 | 53.7 | 51.6 | 51.8 |
| 净负债比率(%) | -0.4 | 36.2 | 34.3 | 30.9 |
| 流动比率 | 2.8 | 1.2 | 1.2 | 1.2 |
| 速动比率 | 1.7 | 0.8 | 0.9 | 0.9 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.9 | 1.0 | 1.0 | 1.0 |
| 应收账款周转率 | 6.0 | 6.0 | 6.0 | 6.0 |
| 应付账款周转率 | 3.8 | 3.8 | 3.8 | 3.8 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.35 | 0.58 | 1.09 | 1.49 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.52 | -0.07 | 1.30 | 1.23 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 3.56 | 4.10 | 5.13 | 6.57 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 81.7 | 49.4 | 26.2 | 19.2 |
| P/B | 8.0 | 7.0 | 5.6 | 4.4 |
| EV/EBITDA | 47.6 | 33.3 | 18.6 | 14.0 |

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033