开源证券

九典制药（300705.SZ）

2021 年 08 月 10 日

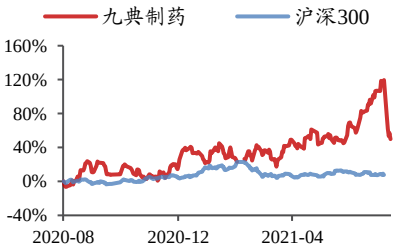
半年度业绩符合预期，凝胶贴膏龙头前景广阔

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2021/8/9
当前股价(元)	29.83
一年最高最低(元)	44.86/23.37
总市值(亿元)	70.05
流通市值(亿元)	42.24
总股本(亿股)	2.35
流通股本(亿股)	1.33
近 3 个月换手率(%)	154.51

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-1 季度业绩超预期，奠定全年高增长态势》-2021.4.29

《公司信息更新报告-业绩符合预期，持续受益于透皮给药贴剂市场扩容》-2021.4.18

《公司首次覆盖报告-快速成长的特色制剂企业》-2021.1.7

蔡明子（分析师）
caimingzi@kysec.cn
证书编号：S0790520070001

王斌（分析师）
wangbin@kysec.cn
证书编号：S0790520070005

● 业绩符合预期，公司业绩有望持续快速增长

公司发布 2021 年半年报，实现营业收入 7.32 亿元（+86.05%），归母净利润 1.13 亿元（+243.72%），扣非后归母净利润 1.02 亿元(+272.51%)。考虑到洛索洛芬钠凝胶贴膏快速放量，我们上调 2021 年盈利预测，维持 2022-2023 年盈利预测不变，预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 2.09（+0.29）亿元、2.98 亿元和 3.82 亿元，EPS 分别为 0.89（+0.12）元、1.27 元和 1.63 元，当前股价对应 PE 为 33.5 倍/23.5 倍/18.3 倍，维持“买入”评级。

● 洛索洛芬钠凝胶膏放量迅速，持续受益于透皮给药贴剂市场扩容

公司上半年业绩高速增长，其中药品制剂收入为 6.10 亿元（+97.98%），主要由于：（1）洛索洛芬钠凝胶贴膏快速放量，我们预计上半年该产品销售额同比增速仍保持较高水平，各季度间环比继续保持增长，预计全年洛索洛芬钠凝胶贴膏同比和环比均将保持增长态势；（2）泮托拉唑钠肠溶片于 2021 年 2 月在全国集采中中标，收入显著增长。目前氟比洛芬凝胶贴膏和酮洛芬巴布膏已经申报生产，吲哚美辛凝胶贴膏进入临床研究，透皮贴剂产品线持续丰富。随着我国老龄化趋势加速，骨关节炎等老年性疾病患病人数增加，消炎镇痛用药需求将持续增长，公司作为国内透皮给药贴剂龙头持续受益。

● 公司整体毛利率持续提升，辅料快速增长，原料药品种储备不断丰富

上半年公司整体毛利率为 21.24%，与 2020 年同期相比增加 5.06 个百分点，主要是由于高毛利的洛索洛芬钠凝胶贴膏收入占比增加。公司原料药收入为 3603 万元（-9.98%），毛利率为 46.91%，基本稳定，CDE 原辅包平台的信息显示，2021 年至今已有他达拉非、枸橼酸托法替布、帕拉米韦等 8 个新产品进行登记，随着原料药品种日益丰富，中长期来看原料药业务有较大潜力。在进行产品结构调整后，上半年公司辅料业务收入为 4513 万元（+59.84%），毛利率继续保持在较高水平（28.05%）。

● 风险提示： 竞品上市速度超预期；主力品种被纳入全国集采或地方带量采购

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	924	978	1,661	2,307	2,927
YOY(%)	15.3	5.9	69.8	38.9	26.9
归母净利润(百万元)	55	82	209	298	382
YOY(%)	-23.5	49.4	154.4	42.6	27.9
毛利率(%)	67.5	74.8	79.2	80.4	81.6
净利率(%)	6.0	8.4	12.6	12.9	13.0
ROE(%)	7.2	9.8	20.2	22.6	22.6
EPS(摊薄/元)	0.23	0.35	0.89	1.27	1.63
P/E(倍)	127.1	85.1	33.5	23.5	18.3
P/B(倍)	9.2	8.4	6.8	5.3	4.1

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	454	504	1131	1358	1800
现金	132	135	462	641	814
应收票据及应收账款	148	179	376	394	583
其他应收款	1	1	2	2	4
预付账款	3	6	9	12	14
存货	136	153	253	279	355
其他流动资产	34	30	30	30	30
非流动资产	618	627	904	1159	1394
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	534	508	761	999	1231
无形资产	52	51	52	55	51
其他非流动资产	32	68	91	105	112
资产总计	1072	1131	2035	2517	3194
流动负债	201	181	888	1088	1400
短期借款	65	10	608	828	1051
应付票据及应付账款	69	60	121	116	167
其他流动负债	66	111	158	144	182
非流动负债	110	114	113	110	105
长期借款	69	71	69	66	61
其他非流动负债	41	44	44	44	44
负债合计	310	295	1001	1198	1505
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	235	235	235	235	235
资本公积	279	279	279	279	279
留存收益	248	322	498	753	1079
归属母公司股东权益	762	836	1035	1319	1689
负债和股东权益	1072	1131	2035	2517	3194

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	91	150	76	330	332
净利润	55	82	209	298	382
折旧摊销	38	49	49	69	89
财务费用	4	5	20	34	45
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-2	8	-202	-71	-184
其他经营现金流	-4	5	0	0	0
投资活动现金流	-179	-78	-326	-323	-325
资本支出	182	78	277	254	236
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	3	0	-49	-69	-89
筹资活动现金流	45	-66	-21	-47	-57
短期借款	15	-55	0	0	0
长期借款	39	2	-1	-3	-5
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-9	-13	-20	-44	-52
现金净增加额	-43	6	-271	-41	-50

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	924	978	1661	2307	2927
营业成本	301	246	345	452	539
营业税金及附加	12	14	21	30	39
营业费用	409	509	823	1167	1509
管理费用	36	38	65	90	114
研发费用	110	82	158	211	271
财务费用	4	5	20	34	45
资产减值损失	-2	-7	-1	-4	-9
其他收益	14	18	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	-0	0	0	0	0
营业利润	63	92	229	328	419
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	5	2	2	3	3
利润总额	59	91	229	326	418
所得税	4	9	19	28	36
净利润	55	82	209	298	382
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	55	82	209	298	382
EBITDA	101	141	289	424	544
EPS(元)	0.23	0.35	0.89	1.27	1.63

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	15.3	5.9	69.8	38.9	26.9
营业利润(%)	-21.6	45.8	150.2	42.7	28.1
归属于母公司净利润(%)	-23.5	49.4	154.4	42.6	27.9
获利能力					
毛利率(%)	67.5	74.8	79.2	80.4	81.6
净利率(%)	6.0	8.4	12.6	12.9	13.0
ROE(%)	7.2	9.8	20.2	22.6	22.6
ROIC(%)	6.3	8.6	12.4	14.3	14.5
偿债能力					
资产负债率(%)	28.9	26.1	49.2	47.6	47.1
净负债比率(%)	6.5	-0.4	26.7	24.1	21.7
流动比率	2.3	2.8	1.3	1.2	1.3
速动比率	1.4	1.7	0.9	1.0	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0
应收账款周转率	6.1	6.0	6.0	6.0	6.0
应付账款周转率	4.8	3.8	3.8	3.8	3.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.23	0.35	0.89	1.27	1.63
每股经营现金流(最新摊薄)	0.39	0.64	0.32	1.41	1.41
每股净资产(最新摊薄)	3.25	3.56	4.41	5.62	7.20
估值比率					
P/E	127.1	85.1	33.5	23.5	18.3
P/B	9.2	8.4	6.8	5.3	4.1
EV/EBITDA	69.6	49.6	25.2	17.3	13.5

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上;
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%;
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动;
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现;
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平;
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn