

九典制药(300705.SZ)

广东联盟集采落地好于预期，公司产品有望加快放量

推荐（维持）

现价：25.28元

主要数据

行业	医药生物
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)	142
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	59
流通A股市值(亿元)	36
每股净资产(元)	4.00
资产负债率(%)	35.9

行情走势图



相关研究报告

《九典制药*半年报点评*公司业绩略超预期，凝胶贴膏剂高速放量》2021-08-09

证券分析师

韩盟盟 投资咨询资格编号
S1060519060002
HANMENGMEENG005@pingan.com.cn

叶寅 投资咨询资格编号
S1060514100001
BOT335
YEYIN757@pingan.com.cn



事项：

9月30日广东省药品交易中心发布《广东联盟双氯芬酸等153个药品集团带量采购文件（征求意见稿）》，九典制药洛索洛芬钠凝胶贴膏被纳入。

平安观点：

- **洛索洛芬钠凝胶贴膏集采落地，竞争格局好于预期。**此前因集采预期公司股价大幅调整，主要是市场担忧洛索洛芬和氟比洛芬不同品种贴膏剂一起集采，可能会大幅降价。而本次征求意见稿确定两者将分开集采。洛索洛芬本次集采共有1组，包括凝胶贴膏剂（九典）和贴剂（第一三共）两个品种，竞争格局温和。根据规则上述两个品种均将被纳入A采购单。A采购单须同时按照2个梯队（P1>P2）分别报价，中标规则如下：P1≤最高有效申报价和联盟地区最低价即中标；P2单位可比价或日均治疗费用由低到高前50%或“单位可比价”≤0.2元即中标。
- **预计洛索洛芬贴膏剂集采降价温和，九典有望迎快速放量。**P1中标后过评企业获得本企业首年预采购量70%，未过评企业获得不高于本企业首年预采购量70%（待确认）；P2中标获得本企业首年预采购量100%。P2中标还将获得部分待分配量——仅P1中标过评企业首年预采购量的30%和仅P1中标未过评企业首年预采购量的100%。考虑P1中标难度小，我们认为两家均会选择P1中标。对于原研来说，只要P1中标即可保证自身70%的采购量，性价比高；而对于九典来说，预计会争取P2中标（二选一），届时将获得100%自身预采购量+30%第一三共预采购量。
- **集采后将移除医院开方限制，OTC端开拓有望超预期。**目前洛索洛芬钠凝胶贴膏凭借优秀的临床效果在各地快速放量，部分放量过快医院考虑到药占比会进行一定程度限方，而本次集采后我们预计限方将解除，单个医院天花板提升。另外集采后将加快公司产品进院。此前判断公司酮洛芬是凝胶贴膏上市后，洛索洛芬钠凝胶贴膏将陆续开始OTC端拓展（目前价格高OTC推广困难），我们认为本次集采后，公司将加快自营团队建设，OTC布局将加快。

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	924	978	1,632	2,482	3,212
YOY(%)	15.3	5.9	66.9	52.1	29.4
净利润(百万元)	55	82	210	313	484
YOY(%)	-23.5	49.4	155.9	48.8	54.6
毛利率(%)	67.5	74.8	77.3	76.1	77.8
净利率(%)	6.0	8.4	12.9	12.6	15.1
ROE(%)	7.2	9.8	20.7	24.4	28.5
EPS(摊薄/元)	0.23	0.35	0.90	1.33	2.06
P/E(倍)	107.7	72.1	28.2	18.9	12.3
P/B(倍)	7.8	7.1	5.8	4.6	3.5

- **集采落地好于预期，维持“推荐”评级：**从广东联盟集采落地情况来看，我们预计洛索洛芬钠凝胶贴膏降价较为温和，且公司凭借以价换量快速进院，好于之前市场预期，同时 OTC 端开拓有望加快对传统中成药橡胶膏的替代，存超预期可能。公司各项研发项目进展顺利，重磅产品酮洛芬凝胶贴膏预计 21 年底或 22 年初获批。我们暂维持公司 2021-2023 年盈利预测不变，预计归母净利润分别为 2.10 亿、3.13 亿、4.84 亿元，对应 EPS 分别为 0.90 元、1.33 元、2.06 元，当前股价对应 2022 年 PE 仅 19 倍左右，考虑到未来两年公司业绩有望维持 50% 左右复合增速，当前处于低估位置，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 研发风险：公司在研品种较多，受多种因素影响存在研发失败或进度不及预期的可能；2) 产品放量不及预期：因营销能力、竞争格局变化等因素，公司产品放量存在不及预期可能；3) 政策风险：集采政策执行力度存超预期或公司广东联盟集采未 P2 中标。

单位: 百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	504	764	1,213	1,764
现金	135	234	393	729
应收票据及应收账款	189	297	452	585
其他应收款	1	1	2	3
预付账款	6	10	15	20
存货	153	174	279	335
其他流动资产	19	47	71	92
非流动资产	627	536	445	354
长期投资	0	0	0	0
固定资产	508	432	355	278
无形资产	51	43	34	26
其他非流动资产	68	62	56	51
资产总计	1,131	1,301	1,658	2,119
流动负债	181	193	305	373
短期借款	10	0	0	0
应付票据及应付账款	60	79	127	153
其他流动负债	111	114	178	221
非流动负债	114	91	69	46
长期借款	71	48	25	2
其他非流动负债	44	44	44	44
负债合计	295	285	374	419
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	503	771	1,186
归属母公司股东权益	836	1,016	1,284	1,699
负债和股东权益	1,131	1,301	1,658	2,119

单位: 百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	150	165	227	427
净利润	82	210	313	484
折旧摊销	49	91	91	91
财务费用	5	2	1	-1
投资损失	0	-0	-0	-0
营运资金变动	8	-139	-178	-147
其他经营现金流	5	1	1	1
投资活动现金流	-78	-1	-1	-1
资本支出	76	0	0	-0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-154	-1	-1	-1
筹资活动现金流	-66	-66	-68	-91
短期借款	-55	-10	0	0
长期借款	2	-23	-23	-23
其他筹资现金流	-13	-33	-45	-68
现金净增加额	6	99	159	336

单位: 百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	978	1,632	2,482	3,212
营业成本	246	370	593	712
税金及附加	14	22	33	43
营业费用	509	816	1,216	1,542
管理费用	38	62	94	122
研发费用	82	131	199	257
财务费用	5	2	1	-1
资产减值损失	-7	-7	-10	-13
信用减值损失	-3	-3	-5	-7
其他收益	18	13	13	13
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	232	344	531
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	2	3	3	3
利润总额	91	230	342	529
所得税	9	19	29	45
净利润	82	210	313	484
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	82	210	313	484
EBITDA	145	323	434	618
EPS (元)	0.35	0.90	1.33	2.06

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入(%)	5.9	66.9	52.1	29.4
营业利润(%)	45.8	152.7	48.4	54.3
归属于母公司净利润(%)	49.4	155.9	48.8	54.6
获利能力				
毛利率(%)	74.8	77.3	76.1	77.8
净利率(%)	8.4	12.9	12.6	15.1
ROE(%)	9.8	20.7	24.4	28.5
ROIC(%)	10.2	24.4	31.8	41.6
偿债能力				
资产负债率(%)	26.1	21.9	22.5	19.8
净负债比率(%)	-6.5	-18.3	-28.6	-42.7
流动比率	2.8	4.0	4.0	4.7
速动比率	1.8	2.8	2.8	3.5
营运能力				
总资产周转率	0.9	1.3	1.5	1.5
应收账款周转率	5.6	6.5	6.5	6.5
应付账款周转率	4.9	5.1	5.1	5.1
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.35	0.90	1.33	2.06
每股经营现金流(最新摊薄)	0.64	0.70	0.97	1.82
每股净资产(最新摊薄)	3.56	4.33	5.47	7.24
估值比率				
P/E	72.1	28.2	18.9	12.3
P/B	7.1	5.8	4.6	3.5
EV/EBITDA	43.7	18.3	13.4	8.9

资料来源: 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

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。

免责条款：

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

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融
中心 B 座 25 楼
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 16 层
邮编：100033