



买入（维持）

所属行业：医药生物
当前价格(元)：20.90

证券分析师

陈铁林

资格编号：S0120521080001

邮箱：chentl@tebon.com.cn

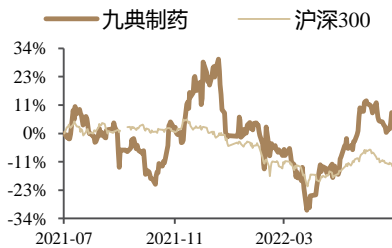
王绍玲

资格编号：S0120521090003

邮箱：wangsl@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-3.95	29.73	44.69
相对涨幅(%)	1.73	26.23	40.86

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《集采中选推动产品快速放量，渠道扩容产品渗透率提升》，2022.3.11
- 《九典制药(300705.SZ)：发布股权激励计划，未来发展信心足》，2022.3.7
- 《九典制药(300705.SZ)稀缺的贴膏制剂标的，预计2022年业绩亮眼》，2021.12.10

九典制药 (300705.SZ) 2022年半年报点评：费用影响下，利润增速低于收入增速，高增长逻辑依然强劲

投资要点

- 事件：**公司近期公布了2022年半年报，H1实现营收10.31亿元(+40.89%)，实现归母净利润1.3亿元(+15.02%)，实现扣非后的归母净利润1.24亿元(+22.11%)。Q2单季度来看，实现营收5.82亿元(+28.28%)，实现归母净利润0.74亿元(+11.20%)，实现扣非后归母净利润0.70亿元(+7.8%)。受到研发费用投入增加及股权激励费用影响，公司利润增速低于收入增速。
- 收入指标保持快速增长，核心产品销售情况依然良好。**分业务来看，公司药品制剂实现销售收入8.48亿元(+38.88%)，其中，洛索洛芬钠凝胶贴膏实现销售收入5.76亿元(+57.90%)，除外用制剂之外的其他产品实现销售收入2.72亿元(+10.65%)。华东地区及华北地区是公司产品销售最重要的市场，Q2上海及北京疫情影响下，其他地区销售良好，一定程度上弥补了上海及北京影响，公司收入保持快速增长，充分表明了洛索洛芬钠凝胶贴膏终端认可度高，产品需求旺盛，增长潜力大。
- 研发费用及股权激励费用影响，利润增速低于收入增速。**公司上半年研发费用8390.92万元，较上年同期增长50.34%，管理费用2559.90万元，较上年同期增长18.23%。H1共投入研发费用8390.92万元，Q2单季度为4961.94万元，较Q1增长44.71%，Q2摊销股权激励费用890.36万元。研发费用及股权激励费用的增加，导致公司利润增速低于收入增速。剔除股权激励费用影响，公司Q2归母净利润增速可达到25%以上。
- 利润增速低于收入增速主要为费用因素影响，核心产品仍在快速放量，后续产品管线丰富，看好公司发展。**公司核心产品洛索洛芬钠凝胶贴膏仍处于快速放量阶段，后续产品管线丰富，大品种酮洛芬巴布膏已经报产，铝镁加咀嚼片、对乙酰氨基酚干混悬剂、枸橼酸托法替布片、盐酸普拉克索缓释片等制剂产品已经报产，获批后均预计为公司贡献业绩增量。我们看好公司中长期的时间维度的发展，利润体量较小阶段，短期费用变动对利润增速的影响较大，建议重视收入指标的快速增长。
- 盈利预测与投资建议：**考虑公司产品和渠道的扩容以及后续产品管线的放量节奏，预计2022-2024年将实现营收22.79/32.07/42.30亿元，同比增长40.0%/40.7%/31.9%，实现归母净利润2.53/4.03/5.38亿元，同比增长23.8%/59.5%/33.5%。考虑到公司产品仍处于快速放量阶段，后续管线丰富，对业绩增量贡献明显，维持“买入”评级。
- 风险提示：**产品放量不及预期；集采价格降幅较大；新产品获批节奏不及预期；竞争加剧。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	328.56		2020	2021	2022E	2023E	2024E
流通 A 股(百万股):	200.05	营业收入(百万元)	978	1,628	2,279	3,207	4,230
52 周内股价区间(元):	13.32-25.05	(+/-)YOY(%)	5.9%	66.4%	40.0%	40.7%	31.9%
总市值(百万元):	6,866.96	净利润(百万元)	82	204	253	403	538
总资产(百万元):	1,805.09	(+/-)YOY(%)	49.4%	148.3%	23.8%	59.5%	33.5%
每股净资产(元):	3.58	全面摊薄 EPS(元)	0.25	0.62	0.77	1.23	1.64
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	74.8%	78.5%	78.3%	78.9%	79.1%
		净资产收益率(%)	9.8%	18.6%	19.6%	23.8%	24.1%

资料来源: 公司年报 (2020-2021), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	0.87	0.77	1.23	1.64
每股净资产	4.68	3.93	5.16	6.79
每股经营现金流	0.81	0.55	0.98	1.36
每股股利	0.26	0.26	0.26	0.26
价值评估(倍)				
P/E	40.39	27.16	17.03	12.76
P/B	7.50	5.32	4.05	3.08
P/S	3.01	3.01	2.14	1.62
EV/EBITDA	28.11	19.53	12.26	8.80
股息率%	0.7%	1.2%	1.2%	1.2%
盈利能力指标(%)				
毛利率	78.5%	78.3%	78.9%	79.1%
净利润率	12.5%	11.1%	12.6%	12.7%
净资产收益率	18.6%	19.6%	23.8%	24.1%
资产回报率	11.7%	12.4%	15.4%	16.4%
投资回报率	14.9%	15.8%	20.0%	21.0%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	66.4%	40.0%	40.7%	31.9%
EBIT 增长率	144.6%	23.4%	61.0%	33.4%
净利润增长率	148.3%	23.8%	59.5%	33.5%
偿债能力指标				
资产负债率	37.0%	36.7%	35.2%	32.1%
流动比率	2.8	2.9	3.0	3.4
速动比率	2.1	2.1	2.3	2.7
现金比率	1.1	1.1	1.3	1.6
经营效率指标				
应收帐款周转天数	45.7	46.0	46.0	46.0
存货周转天数	189.1	190.0	190.0	190.0
总资产周转率	0.9	1.1	1.2	1.3
固定资产周转率	2.8	4.2	6.3	8.8

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	204	253	403	538
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	76	51	53	54
非经营收益	3	-3	-3	-5
营运资金变动	-92	-121	-129	-141
经营活动现金流	191	180	323	448
资产	-126	-19	-29	-39
投资	-106	0	0	0
其他	3	4	6	8
投资活动现金流	-230	-15	-23	-32
债权募资	36	20	30	10
股权募资	270	0	0	0
其他	-22	-63	-3	-4
融资活动现金流	284	-43	27	6
现金净流量	245	122	327	422

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 7 月 29 日
 资料来源：公司年报 (2020-2021)，德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,628	2,279	3,207	4,230
营业成本	350	495	676	884
毛利率%	78.5%	78.3%	78.9%	79.1%
营业税金及附加	21	34	48	63
营业税金率%	1.3%	1.5%	1.5%	1.5%
营业费用	832	1,174	1,636	2,157
营业费用率%	51.1%	51.5%	51.0%	51.0%
管理费用	46	84	96	127
管理费用率%	2.8%	3.7%	3.0%	3.0%
研发费用	146	228	321	423
研发费用率%	9.0%	10.0%	10.0%	10.0%
EBIT	236	291	469	626
财务费用	13	12	20	23
财务费用率%	0.8%	0.5%	0.6%	0.5%
资产减值损失	-16	0	0	0
投资收益	3	4	6	8
营业利润	226	283	455	611
营业外收支	0	1	1	1
利润总额	226	284	456	612
EBITDA	291	343	522	680
所得税	22	31	52	73
有效所得税率%	9.7%	11.0%	11.5%	12.0%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	204	253	403	538

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	398	520	847	1,269
应收账款及应收票据	262	358	515	637
存货	214	308	405	528
其它流动资产	145	158	176	196
流动资产合计	1,020	1,345	1,944	2,630
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	589	549	513	482
在建工程	18	27	40	56
无形资产	77	77	77	77
非流动资产合计	725	694	671	656
资产总计	1,745	2,038	2,615	3,286
短期借款	54	74	104	114
应付票据及应付账款	109	130	196	231
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	208	268	345	433
流动负债合计	370	472	645	778
长期借款	21	21	21	21
其它长期负债	254	254	254	254
非流动负债合计	276	276	276	276
负债总计	646	747	920	1,054
实收资本	235	329	329	329
普通股股东权益	1,099	1,291	1,694	2,233
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	1,745	2,038	2,615	3,286

信息披露

分析师与研究助理简介

陈铁林 德邦证券研究所副所长，医药首席分析师。研究方向：国内医药行业发展趋势和覆盖热点子行业。曾任职于康泰生物、西南证券、国海证券。所在团队获得医药生物行业卖方分析师 2019 年新财富第四名，2018 年新财富第五名、水晶球第二名，2017 年新财富第四名，2016 年新财富第五名，2015 年水晶球第一名。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。