

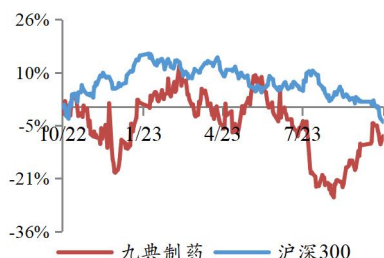
三季度收入维持高速增长，盈利能力持续提升

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-10-23

收盘价（元）	24.36
近 12 个月最高/最低（元）	30.07/19.58
总股本（百万股）	345
流通股本（百万股）	215
流通股比例（%）	62.29
总市值（亿元）	84
流通市值（亿元）	52

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

分析师：李昌幸

执业证书号：S0010522070002

邮箱：licx@hazq.com

相关报告

1.【华安医药】深度报告九典制药：经皮给药制剂为矛，“原料药+辅料+制剂”战略为盾 2023-10-16

主要观点：

➤ 事件

2023 年 10 月 23 日，九典制药发布 2023 年三季度报告。2023 年前三季度，公司实现营业收入 18.93 亿元，同比增长 18.37%；归母净利润 3.10 亿元，同比增长 48.76%；经营性现金流量净额 3.87 亿元，同比增长 132.53%。

➤ 事件点评

● 23Q3 公司收入维持高速增长

23Q3 公司营业收入为 6.75 亿元，同比增长 18.83%，归母净利润 1.12 亿元，同比增长 42.91%，公司三季度收入和利润规模维持上半年高速增长趋势。

● 销售费用率逐步优化，23Q3 净利率较去年同期提升明显

公司销售毛利率前三季度为 77.99%，较 22 年同期下降 0.3 个百分点，Q3 为 78.45%，较 22 年同期下降 0.28 个百分点；销售净利率前三季度为 16.38%，较 22 年同期增长 3.35 个百分点，Q3 为 16.64%，较 22 年同期增长 2.8 个百分点。销售费用率前三季度为 46.58%，较 22 年同期下降 4.56 个百分点，Q3 为 42.71%，较 22 年同期下降 8.37 个百分点；管理费用率前三季度为 3.51%，较 22 年同期增长 0.74 个百分点；研发费用率前三季度为 8.31%，较 22 年同期增长 0.27 个百分点；财务费用率前三季度为 0.10%，较 22 年同期下降 0.63 个百分点。随着公司产品逐步形成规模，洛索被纳入多个集采，公司销售费用率逐步优化，盈利能力持续提升。

● 洛索多次纳入集采，价格降幅可控，以价换量加速产品院内销售

2022 年 3 月洛索洛芬钠凝胶贴膏首次被纳入集采，单贴价格由 2021 年约 20.7 元/贴降至 18.1 元/贴。2023 年浙江省和京津冀“3+N”联盟将洛索洛芬钠凝胶贴膏纳入集中采购名单。未来预计多次集采后，洛索洛芬钠凝胶贴膏的价格将维持稳定，以价换量预计能加速洛索拓展医院，持续放量。

● 管线产品预计持续推出，扩大局部镇痛贴膏剂领域布局

23 年 3 月酮洛芬凝胶贴膏成功上市，24-25 年预计 4 款产品落地，逐步形成局部镇痛化学贴膏剂领域产品群。24 年预计利多卡因凝胶贴膏获批上市；25 年预计吲哚美辛凝胶贴膏和氟比洛芬凝胶贴膏获批上市，同时中药创新药椒七麝凝胶贴膏预计也将于 25 年获批上市。局部镇痛凝胶贴膏剂产品群逐步形成，市场影响力持续增长。

● 投资建议：维持“买入”评级

我们维持此前预测，公司 2023~2025 年收入分别 27.82/34.03/41.72 亿元，分别同比增长 20%/22%/23%，归母净利润分别为 3.74/4.86/6.42 亿元，分别同比增长 39%/30%/32%，对应估值为 22X/17X/13X。维持“买入”投资评级。

● 风险提示

政策变化风险；产品质量控制风险；研发风险

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2326	2782	3403	4172
收入同比 (%)	42.9%	19.6%	22.3%	22.6%
归属母公司净利润	270	374	486	642
净利润同比 (%)	32.0%	38.6%	30.0%	32.1%
毛利率 (%)	77.8%	77.1%	77.3%	77.4%
ROE (%)	17.4%	19.4%	20.1%	21.0%
每股收益 (元)	0.82	1.08	1.41	1.86
P/E	31.10	22.49	17.30	13.09
P/B	5.40	4.36	3.48	2.75
EV/EBITDA	23.25	19.65	16.19	12.42

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1206	1328	1651	2134	营业收入	2326	2782	3403	4172
现金	346	349	485	730	营业成本	517	638	774	942
应收账款	458	494	612	759	营业税金及附加	27	35	41	51
其他应收款	3	3	4	5	销售费用	1220	1377	1650	1982
预付账款	20	19	24	30	管理费用	65	106	133	167
存货	241	345	409	492	财务费用	14	-18	-41	-69
其他流动资产	139	117	117	117	资产减值损失	-6	0	0	0
非流动资产	1093	1368	1624	1894	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	2	3	4	4
固定资产	584	693	759	828	营业利润	291	408	529	698
无形资产	92	116	137	159	营业外收入	1	0	0	0
其他非流动资产	418	559	727	907	营业外支出	2	0	0	0
资产总计	2300	2695	3275	4028	利润总额	290	408	529	698
流动负债	444	464	558	668	所得税	21	34	43	56
短期借款	72	0	0	0	净利润	270	374	486	642
应付账款	106	140	170	205	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	266	324	388	464	归属母公司净利润	270	374	486	642
非流动负债	303	303	303	303	EBITDA	357	422	504	638
长期借款	231	231	231	231	EPS (元)	0.82	1.08	1.41	1.86
其他非流动负债	71	71	71	71	主要财务比率				
负债合计	747	767	860	971	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	343	345	345	345	营业收入	42.9%	19.6%	22.3%	22.6%
资本公积	485	485	485	485	营业利润	29.0%	40.0%	29.7%	32.0%
留存收益	725	1099	1585	2227	归属于母公司净利	32.0%	38.6%	30.0%	32.1%
归属母公司股东权	1553	1929	2415	3057	获利能力				
负债和股东权益	2300	2695	3275	4028	毛利率 (%)	77.8%	77.1%	77.3%	77.4%
现金流量表					净利率 (%)	11.6%	13.4%	14.3%	15.4%
单位:百万元					ROE (%)	17.4%	19.4%	20.1%	21.0%
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	ROIC (%)	14.7%	14.7%	15.2%	15.9%
经营活动现金流	269	425	458	583	偿债能力				
净利润	270	374	486	642	资产负债率 (%)	32.5%	28.4%	26.3%	24.1%
折旧摊销	61	74	64	66	净负债比率 (%)	48.1%	39.8%	35.6%	31.8%
财务费用	19	6	6	6	流动比率	2.72	2.86	2.96	3.19
投资损失	-2	-3	-4	-4	速动比率	2.13	2.08	2.19	2.41
营运资金变动	-89	-26	-94	-127	营运能力				
其他经营现金流	369	400	580	769	总资产周转率	1.01	1.03	1.04	1.04
投资活动现金流	-431	-346	-316	-332	应收账款周转率	5.08	5.64	5.56	5.50
资本支出	-413	-348	-320	-336	应付账款周转率	4.86	4.56	4.56	4.60
长期投资	-20	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	2	3	4	4	每股收益	0.82	1.08	1.41	1.86
筹资活动现金流	121	-76	-6	-6	每股经营现金流薄)	0.78	1.23	1.33	1.69
短期借款	18	-72	0	0	每股净资产	4.50	5.59	7.00	8.86
长期借款	210	0	0	0	估值比率				
普通股增加	108	2	0	0	P/E	31.10	22.49	17.30	13.09
资本公积增加	206	0	0	0	P/B	5.40	4.36	3.48	2.75
其他筹资现金流	-421	-6	-6	-6	EV/EBITDA	23.25	19.65	16.19	12.42
现金净增加额	-41	3	136	245					

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药行业首席分析师，医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生医疗（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

分析师：李昌幸，医药分析师，主要负责消费医疗（药店+品牌中药+OTC）、生命科学上游、智慧医疗领域行业研究。山东大学药学本科、中南财经政法大学金融硕士，曾任职于华西证券研究所。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。