

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

九典制药(300705)

投资评级

上次评级

唐爱金 医药行业首席分析师

执业编号: S1500523080002

联系电话: 19328759065

邮箱: tangaijin@cindasc.com

章钟涛 医药行业研究助理

执业编号: S1500123090001

联系电话: 15013009426

邮箱: zhangzhongtao@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

核心大单品持续放量，研发管线渐入收获期

2023 年 10 月 24 日

事件：公司发布 2023 年三季报，公司 2023 年前三季度实现营业收入 18.93 亿元 (yoy+18%)，归母净利润 3.1 亿元 (yoy+49%)，扣非归母净利润 2.89 亿元 (yoy+43%)。其中，2023Q3 单季度实现营业收入 6.75 亿元 (yoy+19%)，归母净利润为 1.12 亿元 (yoy+43%)，扣非归母净利润 1.1 亿元 (yoy+43%)。

点评：

- **凝胶贴膏核心大品种持续放量，利润增速表现亮眼：**①**从营收维度看，**2023Q3 医药行业迎来医疗反腐整顿，而 2023Q3 单季度公司营收同比增长 19%，营收增长动力强劲。公司强劲增长动力主要来源于重磅品种洛索洛芬钠凝胶贴膏（23H1 该品种实现营收 6.99 亿元，占公司总营收比例为 57%），由于产品具备透气性好、皮肤刺激性小、疗效突出等优点，目前市场渗透率仍存提升空间。在院内渠道方面，目前公司在上海、湖南、北京、广东等开发进展较好，但医院覆盖率仍存在提升空间。在院外渠道方面（主要指连锁药店+电商），23H1 连锁药店端已成功开发连锁药店至 200 多家，覆盖门店 3 万多家；而电商端公司主要是在京东大药房、阿里健康和公司小程序上销售，目前连锁药店+电商两大渠道均实现较好增长。②**从利润维度看，**2023Q1-3 公司归母净利润增速大幅超过营收增速，主要系公司销售费用率下降带来公司净利率提升。2023Q1-3 公司销售费用率同比下降 4.56 个百分点（达 46.58%），而公司净利率提升 3.35 个百分点（达 16.38%）。公司销售费用率下降主要系：1) 2023Q3 医药行业学术推广等活动停滞，导致销售费用有所节省；2) 2023 年广东联盟集采（洛索洛芬钠凝胶贴膏入选）推行，公司产品开拓新医院所需的销售费用下降。
- **研发管线渐入收获期，酮洛芬凝胶贴膏正处于医保谈判审评阶段：**①**重磅产品酮洛芬凝胶贴膏正处于医保谈判审核阶段。**2023 年 3 月公司酮洛芬凝胶贴膏获批上市，该产品是公司继洛索洛芬凝胶贴膏后的又一潜力大品种。目前该产品正处于医保谈判审评阶段，后续公司将对酮洛芬凝胶贴膏在全国范围内推行半自营的销售模式。我们认为，若 2023 年该品种顺利进入医保目录，2024 年起公司有望迎来第二增长曲线。②**多个凝胶贴膏项目铸造经皮给药平台护城河。**目前公司的利多卡因凝胶贴膏、利丙双卡因乳膏、洛索洛芬钠凝胶贴膏已申报生产。而吲哚美辛凝胶贴膏、椒七麝凝胶贴膏、氟比洛芬凝胶贴膏、PDX-02、PDX-03、氟比洛芬贴剂、酮洛芬贴剂正在开展临床。
- **盈利预测：**我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 27.69 亿元、34.59 亿元、42.34 亿元，同比增速分别为 19%、25%、22%，归母净利润为 3.85 亿元、4.86 亿元、6.13 亿元，同比分别增长 43%、26%、26%，对应 2023/10/23 股价的 PE 分别为 22 倍、17 倍、14 倍。

➤ **风险因素：**产品销售不及预期，产品医保谈判进展不及预期，凝胶贴膏竞品陆续上市导致竞争加剧，产品研发进展不及预期。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	1,628	2,326	2,769	3,459	4,234
增长率 YoY %	66.4%	42.9%	19.0%	24.9%	22.4%
归属母公司净利润 (百万元)	204	270	385	486	613
增长率 YoY%	148.3%	32.0%	42.7%	26.4%	26.1%
毛利率%	78.5%	77.8%	77.8%	77.8%	77.6%
净资产收益率ROE%	18.6%	17.4%	19.4%	19.7%	19.9%
EPS(摊薄)(元)	0.59	0.78	1.11	1.41	1.78
市盈率 P/E(倍)	41.16	31.17	21.85	17.29	13.71
市净率 P/B(倍)	7.65	5.42	4.24	3.41	2.73

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为2023年10月23日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,020	1,206	1,807	2,403	3,149
货币资金	398	346	842	1,234	1,743
应收票据	14	21	24	30	37
应收账款	249	458	469	580	705
预付账款	7	20	17	21	26
存货	214	241	325	400	490
其他	138	120	129	138	148
非流动资产	725	1,093	1,403	1,440	1,472
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	589	584	801	793	781
无形资产	77	92	106	121	135
其他	59	418	495	526	556
资产总计	1,745	2,300	3,209	3,843	4,621
流动负债	370	444	538	656	790
短期借款	54	72	82	92	102
应付票据	23	37	43	53	66
应付账款	86	106	135	169	208
其他	208	229	279	342	415
非流动负债	276	303	689	719	749
长期借款	21	231	291	341	391
其他	254	71	398	378	358
负债合计	646	747	1,227	1,375	1,539
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	1,099	1,553	1,982	2,468	3,081
负债和股东权益	1,745	2,300	3,209	3,843	4,621

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,628	2,326	2,769	3,459	4,234
同比(%)	66.4%	42.9%	19.0%	24.9%	22.4%
归属母公司净利润	204	270	385	486	613
同比	148.3%	32.0%	42.7%	26.4%	26.1%
毛利率(%)	78.5%	77.8%	77.8%	77.8%	77.6%
ROE%	18.6%	17.4%	19.4%	19.7%	19.9%
EPS(摊薄)(元)	0.59	0.78	1.11	1.41	1.78
P/E	41.16	31.17	21.85	17.29	13.71
P/B	7.65	5.42	4.24	3.41	2.73
EV/EBITDA	28.11	22.81	15.59	12.37	9.48

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,628	2,326	2,769	3,459	4,234
营业成本	350	517	615	768	948
营业税金及附加	21	27	36	45	55
销售费用	832	1,220	1,362	1,695	2,054
管理费用	46	65	91	111	131
研发费用	146	201	241	301	367
财务费用	13	14	17	18	19
减值损失合计	-16	-6	-8	-8	-8
投资净收益	3	2	2	2	2
其他	20	12	17	17	17
营业利润	226	291	417	533	672
营业外收支	0	-1	5	0	0
利润总额	226	290	422	533	672
所得税	22	21	37	47	59
净利润	204	270	385	486	613
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	204	270	385	486	613
EBITDA	291	364	527	636	781
EPS(当年)(元)	0.62	0.82	1.11	1.41	1.78

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	191	269	467	498	619
净利润	204	270	385	486	613
折旧摊销	55	61	88	86	90
财务费用	16	19	20	25	30
投资损失	-3	-2	-2	-2	-2
营运资金变	-92	-89	-35	-113	-128
其它	11	10	10	16	16
投资活动现金流	-230	-431	-391	-121	-121
资本支出	-126	-413	-355	-120	-120
长期投资	-106	-20	-3	-3	-3
其他	3	2	-33	2	2
筹资活动现金流	284	121	421	15	10
吸收投资	270	0	39	0	0
借款	54	315	70	60	60
支付利息或股息	-15	-69	-101	-25	-30
现金流净增加额	245	-41	497	392	509

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师。浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超9年。

史慧颖，医药研究员，上海交通大学药学硕士，曾在PPC佳生和Parexel从事临床CRO工作，2021年加入信达证券，负责CXO行业研究。

王桥天，医药研究员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021年12月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

阮帅，医药研究员，暨南大学经济学硕士，2年证券从业经验。曾在明亚基金从事研究工作，2022年加入信达证券，负责医药消费、原料药行业研究。

吴欣，医药研究员，上海交通大学生物医学工程本科及硕士，曾在长城证券研究所医药团队工作，2022年4月加入信达证券，负责医疗器械和中药板块行业研究。

赵晓翔，医药研究员，上海交通大学生物技术专业学士，卡耐基梅隆大学信息管理专业硕士，2年证券从业经验，2022年加入信达证券，负责医疗器械、医疗设备、AI医疗、数字医疗等行业研究。

曹佳琳，团队成员，中山大学岭南学院数量经济学硕士，2年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL等领域的研究工作。

宋丹，团队成员，中山大学中山医学院基础医学硕士，2年证券从业经验，2年创新药研发产业工作经验，曾任职于方正证券研究所、强生研发部。2023年加入信达证券，负责创新药板块行业研究。

章钟涛，团队成员，暨南大学国际投融资硕士，1年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。