

## 九典制药(300705.SZ)

## 销售费用率改善趋势明显，酮洛芬凝胶贴膏迎放量元年

## 推荐 (维持)

股价:34.1元

## 主要数据

行业	医药
公司网址	www.hnjudian.com
大股东/持股	朱志宏/34.04%
实际控制人	朱志宏
总股本(百万股)	345
流通A股(百万股)	209
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	118
流通A股市值(亿元)	71
每股净资产(元)	5.86
资产负债率(%)	28.8

## 行情走势图



## 相关研究报告

【平安证券】九典制药(300705.SZ)\*季报点评\*三季报利润增长超预期，酮洛芬凝胶贴膏即将医保放量\*推荐20231024

【平安证券】九典制药(300705.SZ)\*半年报点评\*凝胶贴膏增速回升，Q2单季利润超预期\*推荐20230816

【平安证券】九典制药(300705.SZ)\*季报点评\*2023Q1洛索短期承压，预期Q2开始增速明显回升\*推荐20230427

## 证券分析师

韩盟盟 投资咨询资格编号  
S1060519060002  
hanmengmeng005@pingan.com.cn

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



## 事项:

公司公布2023年报，实现收入26.93亿元(+15.75%)，归母净利润3.68亿元(+36.54%)，扣非后归母净利润3.40亿元(+36.91%)，EPS为1.07元/股。公司业绩符合预期。

同时公布2024年一季度报告，实现收入5.91亿元(+17.74%)，归母净利润1.26亿元(+63.44%)，扣非后归母净利润1.06亿元(+53.90%)。

2023年度利润分配预案为：每10股派3.21元(含税)转4股。

## 平安观点:

- 24Q1业绩表现亮眼，销售费用率持续改善。**24Q1公司归母净利润1.26亿元(+63%)，表现远超此前对于2024年全年预期水平，我们认为主要原因是销售费用率改善明显。2022年、2023Q1、2023年、2024Q1销售费用率分别为52.43%、46.15%、48.56%、40.50%，呈明显下降趋势。我们认为公司销售费用率改善主要得益于半直营模式开展，以及OTC渠道占比的持续提升，预计2024年全年销售费用率仍有改善空间。2023年公司毛利率和净利润分别为77.15%(-0.63pp)、13.68%(+2.09pp)。
- 洛索洛芬钠凝胶贴膏持续放量，酮洛芬凝胶贴膏迎放量元年。**2023年核心品种洛索洛芬钠凝胶贴膏收入15.47亿元(+18.7%)，考虑到该产品纳入多地省级集采，价格有一定下降，因此销量端表现更好。2023年底公司潜力品种酮洛芬凝胶贴膏顺利进入国家医保目录，2024年迎来放量元年，助力经皮给药管线保持快速增长。其他口服制剂收入6.89亿元(+9.9%)，维持稳定增长。原辅料主体公司九典宏阳收入4.78亿元(+15.2%)，2023年公司13个原辅料成功转A，13个原料药及9个药用辅料完成登记备案；且国际化方面迎来突破，成功通过德国拜耳、阿斯利康、韩国大熊等头部药企和伊朗官方审计。
- 经皮给药管线大扩容，龙头地位稳固。**2023年公司研发投入2.69亿元，

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,326	2,693	3,186	3,791	4,449
YOY(%)	42.9	15.7	18.3	19.0	17.4
净利润(百万元)	270	368	505	676	886
YOY(%)	32.0	36.5	37.2	33.8	31.1
毛利率(%)	77.8	77.2	77.0	76.5	76.7
净利率(%)	11.6	13.7	15.9	17.8	19.9
ROE(%)	17.4	18.7	21.2	23.2	24.4
EPS(摊薄/元)	0.78	1.07	1.46	1.96	2.57
P/E(倍)	43.6	32.0	23.3	17.4	13.3
P/B(倍)	7.6	6.2	5.1	4.2	3.3

占收入10%。公司以经皮给药产品研发为核心，目前除已上市的两款独家凝胶贴膏品种外，在研外用制剂产品超15个，其中已经申报生产7个。目前处于CDE审评中的经皮给药品种有吲哚美辛凝胶贴膏、椒七摄凝胶贴膏、氟比洛芬凝胶贴膏、洛索洛芬钠贴剂、利多卡因凝胶贴膏、利丙双卡因乳膏、酮洛芬凝胶等。我们认为伴随着公司经皮给药管线大扩容，单个品种集采等因素对公司整体业绩影响将逐步弱化，抗风险能力和持续成长性进一步增强。

- **看好经皮给药龙头长期发展，当前估值性价比仍然突出，维持“推荐”评级。**考虑到2024Q1公司业绩超出此前预期，我们上调2024-2025年净利润预测至5.05亿、6.76亿元（原预测为4.72亿、6.26亿元），同时预计2026年净利润为8.86亿元，未来3年公司净利润CAGR仍有望保持在30%以上，当前股价对应2024年PE仅23倍，性价比突出，维持“推荐”评级。
- **风险提示。**1) 研发风险：核心品种研发失败或不及预期风险。2) 政策风险：集采执行力度超预期。3) 产品放量不及预期风险：公司核心产品基数较大，存在放量不及预期风险。

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	1,430	2,024	2,749	3,637
现金	425	866	1,379	2,050
应收票据及应收账款	626	663	788	925
其他应收款	4	4	5	6
预付账款	13	19	22	26
存货	266	370	449	522
其他流动资产	97	103	105	108
<b>非流动资产</b>	1,441	1,253	1,063	873
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1,072	914	754	592
无形资产	89	77	65	52
其他非流动资产	281	263	245	229
<b>资产总计</b>	2,871	3,278	3,812	4,510
<b>流动负债</b>	416	532	641	745
短期借款	52	0	0	0
应付票据及应付账款	159	208	252	293
其他流动负债	204	325	389	452
<b>非流动负债</b>	482	368	253	138
长期借款	333	218	103	-12
其他非流动负债	150	150	150	150
<b>负债合计</b>	898	900	894	883
少数股东权益	0	0	0	0
股本	345	345	345	345
资本公积	530	530	530	530
留存收益	1,098	1,502	2,043	2,752
<b>归属母公司股东权益</b>	1,973	2,377	2,918	3,627
<b>负债和股东权益</b>	2,871	3,278	3,812	4,510

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	431	721	767	960
净利润	368	505	676	886
折旧摊销	73	188	190	191
财务费用	6	12	4	-4
投资损失	-2	-2	-2	-2
营运资金变动	-38	15	-103	-114
其他经营现金流	24	3	3	3
<b>投资活动现金流</b>	-425	-0	-0	-0
资本支出	348	0	-0	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-773	-0	-0	-0
<b>筹资活动现金流</b>	74	-279	-254	-288
短期借款	-20	-52	0	0
长期借款	101	-114	-115	-115
其他筹资现金流	-8	-113	-139	-173
<b>现金净增加额</b>	80	441	513	671

利润表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	2,693	3,186	3,791	4,449
营业成本	615	734	891	1,036
税金及附加	34	39	47	55
营业费用	1,307	1,418	1,630	1,869
管理费用	98	116	138	162
研发费用	254	319	341	356
财务费用	6	12	4	-4
资产减值损失	-7	-15	-18	-21
信用减值损失	-8	-13	-15	-17
其他收益	29	26	26	26
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	2	2	2	2
资产处置收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	394	549	736	965
营业外收入	10	5	5	5
营业外支出	3	2	2	2
<b>利润总额</b>	402	552	738	968
所得税	34	46	62	81
<b>净利润</b>	368	505	676	886
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	368	505	676	886
EBITDA	481	752	932	1,154
EPS (元)	1.07	1.46	1.96	2.57

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	15.7	18.3	19.0	17.4
营业利润(%)	35.4	39.3	34.0	31.2
归属于母公司净利润(%)	36.5	37.2	33.8	31.1
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	77.2	77.0	76.5	76.7
净利率(%)	13.7	15.9	17.8	19.9
ROE(%)	18.7	21.2	23.2	24.4
ROIC(%)	22.6	24.7	35.1	46.3
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	31.3	27.5	23.4	19.6
净负债比率(%)	-2.1	-27.3	-43.7	-56.9
流动比率	3.4	3.8	4.3	4.9
速动比率	2.8	3.0	3.5	4.1
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.9	1.0	1.0	1.0
应收账款周转率	4.5	5.0	5.0	5.0
应付账款周转率	4.5	4.5	4.5	4.5
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	1.07	1.46	1.96	2.57
每股经营现金流(最新摊薄)	1.25	2.09	2.22	2.78
每股净资产(最新摊薄)	5.47	6.64	8.21	10.26
<b>估值比率</b>				
P/E	32.0	23.3	17.4	13.3
P/B	6.2	5.1	4.2	3.3
EV/EBITDA	24.1	15.1	11.5	8.7

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，股价表现强于市场表现20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

### 行业投资评级:

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现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2024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层

#### 上海

上海市陆家嘴环路1333号平安金融大厦26楼

#### 北京

北京市丰台区金泽西路4号院1号楼丽泽平安金融中心B座25层