

## 九典制药(300705.SZ)

## 销售费用率改善明显，持续向平台型公司迈进

## 推荐 (维持)

股价:22.2元

## 主要数据

|             |                  |
|-------------|------------------|
| 行业          | 医药               |
| 公司网址        | www.hnjudian.com |
| 大股东/持股      | 朱志宏/33.80%       |
| 实际控制人       | 朱志宏              |
| 总股本(百万股)    | 487              |
| 流通A股(百万股)   | 294              |
| 流通B/H股(百万股) |                  |
| 总市值(亿元)     | 108              |
| 流通A股市值(亿元)  | 65               |
| 每股净资产(元)    | 4.31             |
| 资产负债率(%)    | 29.0             |

## 行情走势图



## 相关研究报告

【平安证券】九典制药(300705.SZ)\*年报点评\*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20240424

【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

## 证券分析师

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

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



## 事项:

公司公告2024年半年报，实现收入13.66亿元(+12.19%)，归母净利润2.84亿元(+43.77%)，扣非后归母净利润2.55亿元(+43.24%)，业绩符合预期。

其中24Q2单季度实现收入7.75亿元(+8.31%)，归母净利润1.58亿元(+31.24%)，归母净利润1.49亿元(+36.52%)。

## 平安观点:

- **销量和利润保持高速增长，收入增速受价格下降拖累。**24H1公司收入13.66亿元(+12.19%)，归母净利润2.84亿元(+43.77%)，利润端保持了高速增长；收入端增速低于利润端的原因主要是国家和省级集采的实施降低了部分产品的价格，尤其是核心品种洛索洛芬钠凝胶贴膏已被陆续纳入各地联盟集采。24H1公司毛利率为73.14%(-4.60 pp)，净利率20.80%(+4.57%)，净利率提升主要归功于销售费用率的下降。24H1销售费用率为39.98%(-8.74 pp)，下降原因是集采执行和公司向半直营销模式转变。
- **增长逻辑由大单品放量型向平台型迈进，外用给药头部地位稳固。**截至24H1，公司已进入注册程序的外用给药品种有利丙双卡因乳膏、利多卡因凝胶贴膏、洛索洛芬钠凝胶贴膏、洛索洛芬钠贴剂、氟比洛芬凝胶贴膏、吲哚美辛凝胶贴膏等，我们预计这些品种有望在1-2年内陆续获批，推动公司有大品种放量逻辑向外用给药平台逻辑迈进，同时提升长期成长空间和抗风险能力。
- **看好公司长期发展，维持“推荐”评级。**我们看好公司经皮给药领域成长空间，伴随着酮洛芬凝胶贴膏放量，以及后续在研品种逐步获批，业绩有望保持持续快速增长。我们维持公司24-26年净利润分别为5.05亿、6.76亿、8.86亿元的预测，当前股价对应2024年PE仅21倍，维持“推荐”评级。

|           | 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  | 21.7  | 24.1  | 25.9  |
| EPS(摊薄/元) | 0.55  | 0.76  | 1.04  | 1.39  | 1.82  |
| P/E(倍)    | 40.0  | 29.3  | 21.4  | 16.0  | 12.2  |
| P/B(倍)    | 7.0   | 5.7   | 4.8   | 4.0   | 3.2   |

- **风险提示。**1) 研发风险：公司在研品种较多，存在研发失败或进度不及预期风险；2) 降价风险：公司核心品种存在持续降价可能；3) 产品放量不及预期风险：公司核心产品销售规模越来越大，存在放量不及预期可能。
-

## 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 | 1,974 | 2,630 | 3,429 |
| 现金               | 425   | 815   | 1,261 | 1,842 |
| 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 | 3,227 | 3,693 | 4,302 |
| <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   | 487   | 487   | 487   |
| 资本公积             | 530   | 389   | 389   | 389   |
| 留存收益             | 1,098 | 1,452 | 1,924 | 2,544 |
| <b>归属母公司股东权益</b> | 1,973 | 2,327 | 2,799 | 3,419 |
| <b>负债和股东权益</b>   | 2,871 | 3,227 | 3,693 | 4,302 |

## 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     | -3    |
| 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    | -330  | -322  | -378  |
| 短期借款           | -20   | -52   | 0     | 0     |
| 长期借款           | 101   | -114  | -115  | -115  |
| 其他筹资现金流        | -8    | -164  | -207  | -263  |
| <b>现金净增加额</b>  | 80    | 390   | 445   | 582   |

## 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     | -3    |
| 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   | 735   | 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   | 551   | 738   | 967   |
| 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)         | 0.76  | 1.04  | 1.39  | 1.82  |

## 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  | 39.2  | 33.9  | 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  | 21.7  | 24.1  | 25.9  |
| ROIC(%)        | 22.6  | 24.7  | 35.1  | 46.3  |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)       | 31.3  | 27.9  | 24.2  | 20.5  |
| 净负债比率(%)       | -2.1  | -25.7 | -41.3 | -54.2 |
| 流动比率           | 3.4   | 3.7   | 4.1   | 4.6   |
| 速动比率           | 2.8   | 3.0   | 3.3   | 3.8   |
| <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)     | 0.76  | 1.04  | 1.39  | 1.82  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)  | 0.89  | 1.48  | 1.58  | 1.97  |
| 每股净资产(最新摊薄)    | 3.88  | 4.61  | 5.58  | 6.85  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |
| P/E            | 29.3  | 21.4  | 16.0  | 12.2  |
| P/B            | 5.7   | 4.8   | 4.0   | 3.2   |
| EV/EBITDA      | 24.1  | 13.8  | 10.6  | 8.0   |

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