

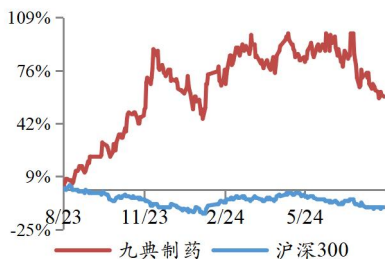
利润端持续高增长，洛索院外市场快速发展

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-08-26

收盘价（元）	22.06
近12个月最高/最低（元）	39.70/21.33
总股本（百万股）	487
流通股本（百万股）	294
流通股比例（%）	60.47
总市值（亿元）	107
流通市值（亿元）	65

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

- 【华安医药】公司点评九典制药：椒七麝三期临床结果出炉，疗效显著安全性较好 2023-12-05
- 【华安医药】公司点评九典制药：三季度收入维持高速增长，盈利能力持续提升 2023-10-24

主要观点：

事件

2024年8月24日，九典制药发布2024年半年度报告。2024年上半年，公司实现营业收入13.66亿元，同比增长12.19%；归母净利润2.84亿元，同比增长43.77%；扣非归母净利润2.55亿元，同比增长43.24%；经营性现金流量净额4.18亿元，同比增长111.71%。

事件点评

● 利润端维持高速增长

24Q2公司营业收入为7.75亿元，同比增长5.00%，归母净利润1.58亿元，同比增长31.24%，扣非归母净利润1.49亿元，同比增长36.52%。24H1公司利润端增速超预期，Q2维持稳定增长。

● 24H1销售费用率逐步优化，净利率稳步提升

24H1公司销售毛利率为73.14%，同比下降4.60个百分点；销售净利率为20.80%，同比增长4.57个百分点。销售费用率39.98%，同比下降8.74个百分点，销售费用率持续优化主要是由于1)洛索集采陆续执标，销售费用有所降低；2)营销模式持续转型；3)院外市场占比逐步提升，预计未来随着销售效率提升，销售费用率有望持续优化；管理费用率2.99%，同比下降0.61个百分点；研发费用率8.34%，同比增长0.87个百分点；财务费用率0.56%，同比+0.56个百分点，费用率持续优化。

● 洛索稳步放量，院内市场集采陆续执标，院外市场高速发展

洛索洛芬钠凝胶贴膏，24年上半年实现销售6.86亿元，收入同比下降1.85%，整体（院内+院外）销售数量同比增长40.81%，洛索整体收入下降主要受集采执标范围逐步扩大的影响，截至24年7月，洛索共执标19个省份。

洛索院内：多次参加集采，价格逐步趋于稳定，该产品在广东联盟地区、京津冀“3+N”联盟地区、甘肃省集采的中标价格是18.19元/贴，浙江省、云南省集采的中标价格是17.37元/贴。

洛索院外：公司持续加大建设，院外市场维持高速发展，24年上半年，洛索院外收入达到1.06亿元，同比增长330%。公司未来将继续加大在零售端的投入力度。随着新品的陆续推出，将构建起产品矩阵，并通过共享渠道进行推广，持续增强新品在零售市场的销售优势。

● 新产品预计持续推出，逐步扩大局部镇痛贴膏剂领域布局

23年3月酮洛芬凝胶贴膏上市，24-25年预计镇痛化学贴膏剂领域产品陆续落地，逐步形成产品群。24年10月份预计消炎解痛巴布膏有望在连锁药房和诊所端开始销售，同时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。

● **投资建议：维持“买入”评级**

公司核心产品洛索洛芬钠凝胶贴膏持续放量，院外市场快速发展，我们看好公司未来发展。我们调整了此前盈利预测，收入端，公司持续推进营销转型，洛索集采执标范围逐步扩大，以价换量，公司收入逐步稳定，我们下调了收入预期，并新增 26 年预测，预计公司 24-26 年，收入分别为 31.06/36.15/42.43 亿元（24-25 年前预测值为 34.03/41.72 亿元），分别同比增长 15%/16%/17%，利润端，公司净利率稳步提升，销售费用率持续优化，利润端维持增长，我们维持此前利润预期，并新增 26 年预测，预计公司 24-26 年归母净利润分别为 4.86/6.42/8.66 亿元，分别同比增长 32%/32%/35%，对应估值为 22X/17X/12X。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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2693	3106	3615	4243
收入同比 (%)	15.7%	15.4%	16.4%	17.4%
归属母公司净利润	368	486	642	866
净利润同比 (%)	36.5%	31.9%	32.0%	34.9%
毛利率 (%)	77.2%	74.3%	74.8%	75.6%
ROE (%)	18.7%	19.7%	20.7%	21.8%
每股收益 (元)	1.07	1.00	1.32	1.78
P/E	43.90	22.09	16.73	12.40
P/B	8.19	4.36	3.46	2.70
EV/EBITDA	25.06	13.24	10.44	7.50

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	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1430	1825	2222	2858	营业收入	2693	3106	3615	4243
现金	425	680	921	1374	营业成本	615	798	910	1034
应收账款	546	598	711	833	营业税金及附加	34	38	44	52
其他应收款	4	4	5	6	销售费用	1307	1340	1489	1655
预付账款	13	21	24	27	管理费用	98	118	141	170
存货	266	378	417	474	财务费用	6	-17	-41	-69
其他流动资产	177	145	145	145	资产减值损失	-7	0	0	0
非流动资产	1441	1768	2069	2372	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	3	4
固定资产	1071	1412	1744	2104	营业利润	394	529	699	944
无形资产	89	105	115	124	营业外收入	10	0	0	0
其他非流动资产	281	251	211	143	营业外支出	3	0	0	0
资产总计	2871	3593	4291	5230	利润总额	402	529	699	944
流动负债	416	511	566	638	所得税	34	43	56	77
短期借款	52	0	0	0	净利润	368	486	642	867
应付账款	136	176	198	226	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	228	335	368	412	归属母公司净利润	368	486	642	867
非流动负债	482	482	482	482	EBITDA	456	564	691	903
长期借款	59	59	59	59	EPS (元)	1.07	1.00	1.32	1.78
其他非流动负债	424	424	424	424					
负债合计	898	993	1049	1121					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	345	487	487	487					
资本公积	530	530	530	530					
留存收益	1098	1584	2226	3093					
归属母公司股东权益	1973	2601	3243	4109					
负债和股东权益	2871	3593	4291	5230					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	431	588	624	841	成长能力				
净利润	368	486	642	867	营业收入	15.7%	15.4%	16.4%	17.4%
折旧摊销	73	90	77	80	营业利润	35.4%	34.2%	32.0%	35.1%
财务费用	11	9	8	8	归属于母公司净利	36.5%	31.9%	32.2%	35.0%
投资损失	-2	-3	-3	-4	获利能力				
营运资金变动	-11	6	-100	-110	毛利率 (%)	77.2%	74.3%	74.8%	75.6%
其他经营现金流	371	480	742	977	净利率 (%)	13.7%	15.6%	17.8%	20.4%
投资活动现金流	-425	-414	-375	-379	ROE (%)	18.7%	18.7%	19.8%	21.1%
资本支出	-427	-417	-378	-383	ROIC (%)	14.9%	14.8%	15.8%	17.0%
长期投资	0	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	2	3	3	4	资产负债率 (%)	31.3%	27.6%	24.4%	21.4%
筹资活动现金流	74	81	-8	-8	净负债比率 (%)	45.5%	38.2%	32.3%	27.3%
短期借款	-20	-52	0	0	流动比率	3.44	3.58	3.92	4.48
长期借款	-173	0	0	0	速动比率	2.77	2.79	3.14	3.69
普通股增加	2	141	0	0	营运能力				
资本公积增加	45	0	0	0	总资产周转率	0.94	0.86	0.84	0.81
其他筹资现金流	219	-9	-8	-8	应收账款周转率	4.94	5.20	5.09	5.10
现金净增加额	80	255	241	453	应付账款周转率	4.53	4.54	4.59	4.57

每股指标 (元)				
每股收益	1.07	1.00	1.32	1.78
每股经营现金流(薄)	0.89	1.21	1.28	1.73
每股净资产	4.06	5.35	6.67	8.45

估值比率				
P/E	43.90	22.09	16.71	12.38
P/B	8.19	4.13	3.31	2.61
EV/EBITDA	25.06	18.44	14.68	10.74

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。