

九典制药 (300705.SZ) / 化学  
制药

证券研究报告/公司点评

2024 年 08 月 25 日

评级: 买入 (维持)

市场价格: 22.20

分析师: 祝嘉琦

执业证书编号: S0740519040001

电话: 021-20315150

Email: zhujq@zts.com.cn

分析师: 孙宇瑶

执业证书编号: S0740522060002

电话: 021-20315895

Email: sunyy03@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	2326.22	2692.51	3248.63	3907.67	4689.96
增长率 yoy%	42.92%	15.75%	20.65%	20.29%	20.02%
净利润 (百万元)	269.70	368.26	534.02	708.77	919.72
增长率 yoy%	32.05%	36.54%	45.01%	32.72%	29.76%
每股收益 (元)	0.56	0.76	1.11	1.47	1.90
每股现金流量	0.56	0.89	1.21	1.40	2.01
净资产收益率	17.37%	18.66%	22.61%	24.40%	25.36%
P/E	39.77	29.13	20.09	15.13	11.66
PEG	1.24	0.80	0.45	0.46	0.39
P/B	6.91	5.44	4.54	3.69	2.96

备注: 数据截至 2024.08.23

基本状况

总股本(百万股)	487
流通股本(百万股)	294
市价(元)	22.20
市值(亿元)	108
流通市值(亿元)	65

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 九典制药(300705.SZ)-深度研究报告: 快速成长的贴膏制剂龙头, 发展新阶段开启-20230310
- 2 九典制药(300705.SZ)-2022 年报点评: 收入利润保持快速增长, 新产品酮洛芬放量可期-20230415
- 3 九典制药(300705.SZ)-2023 中报点评: 核心产品保持快速增长, 关注新产品放量-20230815
- 4 九典制药(300705.SZ)-2023 三季报点评: 业绩超预期, 核心产品延续亮眼表现-20231023

投资要点

- 事件: 公司发布 2024 年半年报, 报告期内实现营业收入 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%, 扣非净利润 2.55 亿元, 同比增长 43.24%。
- Q2 归母增速 30%+, 高基数下表现超预期。单二季度, 公司实现营收 7.75 亿元、同比+8.31%; 实现归母净利润 1.58 亿元、同比+31.24%; 实现扣非净利润 1.49 亿元、同比+36.52%; 在去年同期高基数的背景下, 二季度仍然实现高增长, 主要得益于凝胶贴膏的稳定放量、以及费用优化下利润率的提升。
- 制剂板块保持优势, 原料药业务增速亮眼。分业务: (1) 制剂: 上半年实现营收 1.086 亿元, 同比+7.5%; 毛利率 82.55%、同比下滑 4.09pp, 我们预计主要与洛索洛芬钠凝胶贴膏入选多地省级集采有关。在外用贴剂领域, 公司两大重磅品种洛索洛芬钠与酮洛芬凝胶贴膏均处于快速放量阶段, 此外, 利多卡因、吲哚美辛、氟比洛芬凝胶贴膏顺利推进, 有望陆续获批, 持续丰富经皮给药管线。(2) 原料药+药用辅料: 原料药 24H1 实现销售收入 1.14 亿元, 同比+86.7%, 增速亮眼; 药用辅料上半年实现营收 9156 万元, 同比下滑 1.7%, 系产品结构调整所致。截止报告期末, 公司已完成了 85 个原料药品种的备案登记, 92 个药用辅料品种的备案登记, 形成“药品制剂+原料药+药用辅料”的一体化发展布局。
- 控费效果显著, 净利率持续提升。上半年公司销售/管理/财务费用率分别为 39.98%、2.99%、0.56%, 分别同比-8.74pp、-0.61pp、+0.56pp, 销售费用率的大幅优化主要得益于两点: 1) 为进一步强化公司对终端渠道的掌控能力, 公司组建了全国商务团队, 强化对销售费用的管控; 2) OTC 渠道的快速拓展也有利于销售费用率的进一步优化, 报告期内公司已成功开发目标连锁至 350 家, 共计覆盖门店近 8 万家。费用端的优化带动了净利率的明显提升, 上半年公司实现净利率 20.80%, 同比+4.57pp。
- 盈利预测与投资建议: 综合考虑集采影响及公司费用率的优化, 我们对毛利率和净利率的预测作出微调, 预计公司 2024-2026 年收入 32.49、39.08、46.90 亿元, 同比增长 21%、20%、20%; 归母净利润 5.34、7.09、9.20 亿元 (预测前值为 5.08、6.84、9.11 亿元), 同比增长 45%、33%、30%。考虑公司凝胶贴膏制剂持续放量, 原辅料业务增长稳健, 公司业绩有望保持快速增长, 维持“买入”评级。
- 风险提示事件: 新产品和新工艺开发风险; 产品市场拓展不及预期风险; 公开资料信息滞后或更新不及时风险。

图表 1: 九典制药财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	1430	1819	2402	3359	<b>营业收入</b>	2693	3249	3908	4690
现金	425	860	1301	2161	营业成本	615	790	950	1153
应收账款	546	501	567	548	营业税金及附加	34	41	50	60
其他应收款	4	4	5	6	营业费用	1307	1397	1626	1895
预付账款	13	24	24	32	管理费用	98	107	117	141
存货	266	354	418	512	财务费用	6	11	8	1
其他流动资产	177	77	88	101	资产减值损失	-7	-8	-7	-7
<b>非流动资产</b>	1441	1293	1230	1138	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	0	0	0
固定资产	1071	998	923	847	<b>营业利润</b>	394	586	777	1008
无形资产	89	90	87	85	营业外收入	10	0	0	0
其他非流动资产	281	205	220	206	营业外支出	3	3	3	3
<b>资产总计</b>	2871	3112	3632	4498	<b>利润总额</b>	402	584	775	1005
<b>流动负债</b>	416	469	435	477	所得税	34	50	66	85
短期借款	52	62	0	0	<b>净利润</b>	368	534	709	920
应付账款	136	177	206	254	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	228	229	229	223	<b>归属母公司净利润</b>	368	534	709	920
<b>非流动负债</b>	482	281	293	394	EBITDA	473	683	872	1096
长期借款	59	193	193	283	EPS (元)	0.76	1.11	1.47	1.90
其他非流动负债	424	87	100	111					
<b>负债合计</b>	898	750	728	871	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	0	0	0	0	<b>会计年度</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
股本	345	487	487	487	<b>成长能力</b>				
资本公积	530	392	392	392	营业收入	15.7%	20.7%	20.3%	20.0%
留存收益	1012	1435	1983	2690	营业利润	35.4%	48.7%	32.6%	29.7%
归属母公司股东权益	1973	2362	2904	3626	归属于母公司净利润	36.5%	45.0%	32.7%	29.8%
<b>负债和股东权益</b>	2871	3112	3632	4498	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	77.2%	75.7%	75.7%	75.4%
					净利率(%)	13.7%	16.4%	18.1%	19.6%
					ROE(%)	18.7%	22.6%	24.4%	25.4%
					ROIC(%)	20.2%	31.4%	40.6%	53.0%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	31.3%	24.1%	20.0%	19.4%
					净负债比率(%)	13.00%	38.26%	30.85%	36.09%
					流动比率	3.44	3.88	5.52	7.04
					速动比率	2.74	3.05	4.47	5.86
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.04	1.09	1.16	1.15
					应收账款周转率	5	6	7	8
					应付账款周转率	5.08	5.05	4.96	5.01
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.76	1.11	1.47	1.90
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.89	1.21	1.40	2.01
					每股净资产(最新摊薄)	4.08	4.89	6.01	7.50
					<b>估值比率</b>				
					P/E	29.13	20.09	15.13	11.66
					P/B	5.44	4.54	3.69	2.96
					EV/EBITDA	22	15	12	10

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。