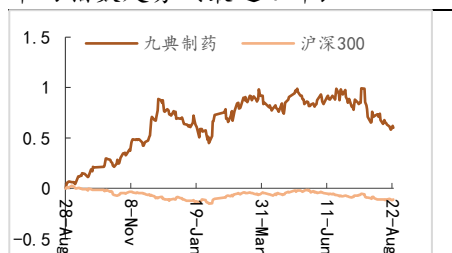


评级： 买入

王斌
首席分析师
SAC 执证编号: S0110522030002
wangbin3@sczq.com.cn
电话: 86-10-81152644

市场指数走势 (最近 1 年)



资料来源: 聚源数据

公司基本数据

最新收盘价 (元)	22.20
一年内最高/最低价 (元)	28.13/13.63
市盈率 (当前)	23.75
市净率 (当前)	5.16
总股本 (亿股)	4.87
总市值 (亿元)	108.01

资料来源: 聚源数据

相关研究

- 九典制药: 外用制剂快速增长, 盈利能力稳健提升
- 九典制药 (300705.SZ) 点评: 业绩符合预期, 经皮给药制剂产品线持续丰富
- 九典制药 (300705.SZ) 点评: 业绩符合预期, 经皮给药制剂产品线持续丰富

核心观点

- 事件:** 公司发布 2024 年半年报, 实现营业收入为 13.66 亿元 (+12.19%), 归属于上市公司股东的净利润为 2.84 亿元 (+43.77%), 扣非后归属于上市公司股东的净利润为 2.55 亿元 (+43.24%)。
- 盈利能力持续提升, 洛索洛芬钠凝胶贴膏有望继续保持平稳增长。** 2024 年上半年公司收入增速慢于利润增速, 我们认为主要是由于各省集采结果陆续执行, 洛索洛芬钠凝胶贴膏单价有所下降。公司经营效率持续优化, 盈利能力持续提升, 2024 年上半年公司销售费用率为 39.98%, 同比下降 8.74pct, 主要由于集采推进和半自营模式的推广, 我们认为洛索洛芬钠凝胶贴膏的品牌和渠道建设已经较为成熟, 销售费用率仍有下降空间; 管理费用率为 2.99%, 同比下降 0.61pct; 净利率为 20.80%, 同比增加 4.57pct。展望未来, 我们认为未来洛索洛芬钠凝胶贴膏在院内市场的销量依然有望继续保持稳健增长; 2024 年上半年, 公司已成功开发目标连锁至 350 家, 共计覆盖门店近 8 万家, 预计院外市场有望继续保持较快增长; 总体来看, 预计洛索洛芬钠凝胶贴膏总体收入和利润有望保持平稳增长。
- 酮洛芬有望保持较快增长, 产品梯队日益完善。** 酮洛芬凝胶贴膏通过谈判纳入《国家医保目录 (2023 年)》, 主要用于骨关节炎的症状缓解, 与洛索洛芬凝胶贴膏在适应症和价格等方面形成差异化定位, 我们认为借助现有的品牌和渠道优势, 酮洛芬凝胶贴膏有望保持较快增长。目前公司还有利多卡因凝胶贴膏、洛索洛芬钠贴剂、氟比洛芬凝胶贴膏和咪唑美辛凝胶贴膏等多个外用制剂处于申报生产阶段, 未来获批后公司将在外用经皮给药制剂领域形成完备的产品梯队, 确保业绩持续稳健增长。
- 盈利预测和估值。** 根据 2024 年上半年经营情况, 我们对盈利预测进行调整, 预计 2024 年至 2026 年公司营业收入分别为 31.16 亿元、38.86 亿元和 47.71 亿元, 同比增速分别为 15.7%、24.7%和 22.8%; 归母净利润分别为 5.08 亿元、6.57 亿元和 8.05 亿元, 同比增速分别为 37.9%、29.3%和 22.5%, 以 8 月 26 日收盘价计算, 对应 PE 分别为 21.1 倍、16.3 倍和 13.3 倍, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 核心产品集采降价超预期, 竞争格局快速恶化; 新产品放量/获批进度低于预期。

盈利预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营收 (亿元)	26.93	31.16	38.86	47.71
营收增速 (%)	15.7%	15.7%	24.7%	22.8%
归母净利润 (亿元)	3.68	5.08	6.57	8.05
归母净利润增速 (%)	36.5%	37.9%	29.3%	22.5%
EPS (元/股)	1.07	1.04	1.35	1.65
PE	20.7	21.1	16.3	13.3

资料来源: Wind, 首创证券

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,430	2,232	2,971	3,891	经营活动现金流	431	299	584	621
现金	425	805	1,287	1,836	净利润	368	508	657	805
应收账款	546	884	1,068	1,269	折旧摊销	73	96	102	107
其它应收款	0	0	0	0	财务费用	11	13	14	15
预付账款	13	21	27	34	投资损失	-2	-2	-2	-2
存货	266	321	356	479	营运资金变动	-2	-379	-205	-330
其他	148	167	194	222	其它	-17	64	19	26
非流动资产	1,441	1,475	1,679	1,856	投资活动现金流	-425	-160	-110	-110
长期投资	0	0	0	0	资本支出	-322	-151	-301	-281
固定资产	1,071	1,155	1,232	1,333	长期投资	0	0	0	0
无形资产	89	80	72	65	其他	-68	-103	-9	191
其他	208	187	192	195	筹资活动现金流	74	240	8	39
资产总计	2,871	3,707	4,650	5,747	短期借款	254	0	0	0
流动负债	416	533	625	710	长期借款	-180	0	0	0
短期借款	52	52	52	52	其他	-286	409	197	285
应付账款	136	181	218	246	现金净增加额	80	380	482	550
其他	60	60	60	60	主要财务比率	2023	2024E	2025E	2026E
非流动负债	482	500	521	542	成长能力				
长期借款	59	59	59	59	营业收入	15.7%	15.7%	24.7%	22.8%
其他	149	167	188	209	营业利润	35.4%	46.0%	29.4%	22.6%
负债合计	898	1,033	1,146	1,252	归属母公司净利润	36.5%	37.9%	29.3%	22.5%
少数股东权益	0	0	0	0	获利能力				
归属母公司股东权益	1,973	2,674	3,504	4,495	毛利率	77.2%	73.7%	73.3%	74.2%
负债和股东权益	2,871	3,707	4,650	5,747	净利率	13.7%	16.3%	16.9%	16.9%
利润表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E	ROE	18.7%	19.0%	18.7%	17.9%
营业收入	2,693	3,116	3,886	4,771	ROIC	16.9%	18.8%	19.0%	18.5%
营业成本	615	821	1,039	1,231	偿债能力				
营业税金及附加	34	34	43	55	资产负债率	31.3%	27.9%	24.6%	21.8%
营业费用	1,307	1,278	1,554	1,956	净负债比率	27.4%	20.9%	16.5%	13.3%
研发费用	254	293	365	449	流动比率	3.4	4.2	4.8	5.5
管理费用	98	112	136	162	速动比率	2.8	3.6	4.2	4.8
财务费用	6	13	14	15	营运能力				
资产减值损失	-7	-5	-5	-5	总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.8
公允价值变动收益	0	0	0	0	应收账款周转率	5.4	4.4	4.0	4.1
投资净收益	2	2	2	2	应付账款周转率	5.1	5.2	5.2	5.3
营业利润	394	576	745	913	每股指标(元)				
营业外收入	11	10	10	11	每股收益	1.1	1.0	1.4	1.7
营业外支出	3	9	9	9	每股经营现金	0.9	0.6	1.2	1.3
利润总额	402	577	746	915	每股净资产	4.1	5.5	7.2	9.2
所得税	34	69	89	110	估值比率				
净利润	368	508	657	805	P/E	20.68	21.13	16.34	13.34
少数股东损益	0	0	0	0	P/B	3.86	4.01	3.06	2.39
归属母公司净利润	368	508	657	805					
EBITDA	481	686	862	1,037					
EPS (元)	1.07	1.04	1.35	1.65					

分析师简介

王斌，医药行业首席分析师，北京大学药物化学专业博士，曾就职于太平洋证券研究院、开源证券研究所等，具有多年卖方从业经历，对医药行业多个细分领域有跟踪和研究经验。作为团队核心成员，于 2019 年获得“卖方分析师水晶球奖”总榜单第 5 名，公募榜单第 4 名；于 2020 年获得“卖方分析师水晶球奖”总榜单第 3 名，公募榜单第 2 名。

分析师声明

本报告清晰准确地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，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。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财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准		
投资评级分为股票评级和行业评级		
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	股票投资评级	买入 相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上 增持 相对沪深 300 指数涨幅 5%-15% 之间 中性 相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5% 之间 减持 相对沪深 300 指数跌幅 5% 以上
2. 投资建议的评级标准		
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现 中性 行业与整体市场表现基本持平 看淡 行业弱于整体市场表现