

2024年09月21日

买入 (维持)

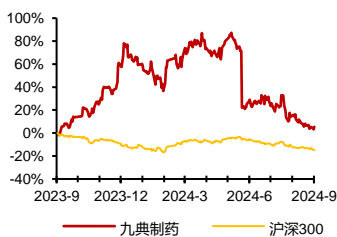
证券分析师

刘闯

S1350524030002

liuchuang@huayuanstock.com

市场表现:



相关研究

股价数据: 2024年09月19日

收盘价 (元)	18.40
年内最高/最低 (元)	38.90/18.40
总市值 (亿元)	90

九典制药 (300705.SZ)

——业绩保持快速增长，持续打造外用贴膏产品矩阵

投资要点:

- **事件:** 公司发布 2024 年中报, 2024 上半年实现营业收入 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%。二季度单季实现收入 7.75 亿元, 同比增长 8.31%, 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 业绩增长强劲, 盈利能力显著提升。** 分业务看, 上半年, 1) 药品制剂板块实现销售 10.86 亿元 (同比+7.52%), 其中洛索洛芬钠凝胶贴膏实现销售 6.86 亿元 (收入同比下降 1.85%、销量同比增长 40.81%), 酮洛芬凝胶贴膏实现销售 2168 万元, 其他制剂实现销售 3.78 亿元 (同比+21.60%); 2) 原辅料板块整体收入 2.56 亿元 (同比+36.08%)。24H1 归母净利润增速快于收入增速, 主因核心产品洛索集采后快速放量和销售费用下降所致。24H1 公司期间费用率下降明显, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 39.98% (同比-8.74pct)、2.99% (同比-0.61pct)、8.34% (同比+0.87pct)、0.56% (同比+0.56pct)。
- **洛索洛芬 OTC 渠道迅速起量, 酮洛芬首年销售协同放量。** 1) 洛索洛芬钠凝胶贴膏 23 年收入 15.5 亿元, 预计销售将持续增长, 基于: i) 各地逐步执行集采, 推动产品进院加速, 截至 2024M7, 洛索已开发三级医院 1300 多家、二级医院 1800 多家、一级医院 5000 多家以及民营医院 2000 多家; ii) OTC 市场增长强劲, 24H1 院外市场实现销售 1.06 亿元 (同比+330%)。截至 2024M6, OTC 事业部已成功开发目标连锁至 350 家, 共计覆盖门店近 8 万家; iii) 当前竞争格局良好, 盈利能力将仍有提升空间; 2) 酮洛芬凝胶贴膏: 国内独家品种、后续在研企业较少, 2023 年纳入医保, 24H1 收入超过 2000 万元, 预计随着医院覆盖增加, 将与洛索形成协同销售快速放量。
- **打造外用贴膏产品矩阵, 多个新品上市在即。** 公司持续加大凝胶贴膏领域布局, 24H1 研发投入达 1.17 亿元 (同比+23.54%), 目前有超 20 个在研外用制剂产品, 其中氟比洛芬凝胶贴膏、吲哚美辛凝胶贴膏以及利多卡因贴膏等产品已报产, 预计 2024-2025 年有望陆续获批上市, 为公司贡献新的增长点。同时, 中药贴膏方面, 消炎解痛巴布膏药品上市许可持有人已变更为九典, 预计将于 24H2 开始贡献收入, 弥补椒七麝凝胶贴膏推迟上市的空档。
- **盈利预测与估值。** 预计 24/25/26 年归母净利润分别为 5.06、6.70、8.44 亿元, 同比增长 37%、33%、26%, 当前股价对应 PE 分别为 18X、13X、11X。考虑到公司国内领先的平台型贴膏龙头企业, 核心产品洛索洛芬钠凝胶贴膏增长空间充足, 酮洛芬凝胶贴膏新品快速放量, 后续贴膏管线丰富, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 院外渠道拓展不及预期; 竞争格局恶化风险; 在研产品上市进展不及预期。

盈利预测与估值

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	2,326	2,693	3,249	3,839	4,454
同比增长率 (%)	42.92%	15.75%	20.68%	18.16%	16.01%
毛利率 (%)	77.8%	77.2%	71.6%	72.0%	72.4%
归母净利润 (百万元)	270	368	506	670	844
同比增长率 (%)	32.0%	36.5%	37.4%	32.5%	25.9%
每股收益 (元/股)	0.82	1.07	1.04	1.38	1.73
ROE (%)	17.4%	18.7%	21.4%	23.7%	24.7%
市盈率	33	24	18	13	11

损益表 (人民币百万元)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,628	2,326	2,693	3,249	3,839	4,454
%增长率	66.4%	42.9%	15.7%	20.7%	18.2%	16.0%
营业成本	350	517	615	924	1,074	1,229
%销售收入	21.5%	22.2%	22.8%	28.4%	28.0%	27.6%
毛利	1,278	1,809	2,077	2,326	2,766	3,225
%销售收入	78.5%	77.8%	77.2%	71.6%	72.0%	72.4%
税金及附加	21	27	34	42	50	58
%销售收入	1.3%	1.1%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
销售费用	832	1,220	1,307	1,358	1,574	1,791
%销售收入	51.1%	52.4%	48.6%	41.8%	41.0%	40.2%
管理费用	46	65	98	104	115	134
%销售收入	2.8%	2.8%	3.6%	3.2%	3.0%	3.0%
研发费用	146	201	254	266	309	352
%销售收入	9.0%	8.7%	9.4%	8.2%	8.1%	7.9%
财务费用	13	14	6	2	-12	-28
%销售收入	0.8%	0.6%	0.2%	0.0%	-0.3%	-0.6%
息税前利润 (EBIT)	236	303	398	554	720	894
%销售收入	14.5%	13.0%	14.8%	17.1%	18.8%	20.1%
其他收益	25	25	29	0	0	0
投资收益	3	2	2	3	3	4
净敞口套期收益	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
信用减值损失	-5	-13	-8	0	0	0
资产减值损失	-16	-6	-7	-3	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0	0
营业利润	226	291	394	553	733	922
%增长率	146.2%	29.0%	35.4%	40.2%	32.5%	25.9%
营业外收支	0	-1	8	0	0	0
利润总额	226	290	402	553	733	922
%增长率	149.00%	28.3%	38.6%	37.5%	32.5%	25.9%
所得税	22	21	34	47	62	78
所得税率	9.7%	7.1%	8.4%	8.5%	8.5%	8.5%
合并报表的净利润	204	270	368	506	670	844
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	204	270	368	506	670	844
净利率	12.5%	11.6%	13.7%	15.6%	17.5%	18.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	204	270	368	506	670	844
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	76	79	87	124	121	122
非经营收益	3	9	-13	27	11	10
营运资金变动	-92	-89	-11	-70	-64	-59
经营活动现金净流	191	269	431	587	738	916
资本开支	-126	-413	-427	-4	-1	-1
投资	-106	-20	0	-2	-2	-2
其他	3	2	2	5	2	3
投资活动现金净流	-230	-431	-425	-1	-1	0
股权融资	270	0	381	31	0	0
债权融资	36	190	-206	5	0	0
其他	-22	-69	-101	-166	-216	-268
筹资活动现金净流	284	121	74	-130	-216	-268
现金净流量	245	-41	80	456	521	648
期初现金	132	376	335	415	871	1,392
期末现金	376	335	415	871	1,392	2,040

来源: Wind, 华源证券研究预测

资产负债表 (人民币百万元)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	398	346	425	881	1,402	2,050
应收票据	14	21	32	38	44	49
应收账款	249	458	546	632	725	817
其他应收款	2	3	4	5	5	6
存货	214	241	266	382	429	475
其他流动资产	143	137	158	157	169	181
流动资产	1,020	1,206	1,430	2,094	2,775	3,579
长期股权投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	589	584	1,071	976	869	761
在建工程	18	308	69	49	39	29
无形资产	77	92	89	85	82	79
商誉	0	0	0	0	0	0
其他非流动资产	41	110	212	197	198	199
非流动资产	725	1,093	1,441	1,307	1,188	1,069
资产总计	1,745	2,300	2,871	3,401	3,963	4,647
短期借款	54	72	52	57	62	67
应付票据	23	37	24	33	42	51
应付账款	86	106	136	203	239	277
其他应付款	33	63	60	88	107	123
其他流动负债	175	166	145	184	214	245
流动负债	370	444	416	565	663	763
长期借款	21	231	59	54	49	44
应付债券	203	0	274	274	274	274
长期应付款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	51	71	150	150	150	150
负债	646	747	898	1,043	1,136	1,230
股本	235	343	345	487	487	487
资本公积	279	485	530	420	420	420
其他综合收益	0	0	0	3	3	3
归属所有者权益	1,099	1,553	1,973	2,359	2,827	3,417
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
所有者权益合计	1,099	1,553	1,973	2,359	2,827	3,417
负债股东权益合计	1,745	2,300	2,871	3,401	3,963	4,647

比率分析

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力						
净资产收益率	18.6%	17.4%	18.7%	21.4%	23.7%	24.7%
总资产收益率	11.7%	11.7%	12.8%	14.9%	16.9%	18.2%
投入资本收益率	14.9%	15.1%	15.4%	18.4%	20.5%	21.5%
成长能力						
营业总收入增长率	66.4%	42.9%	15.7%	20.7%	18.2%	16.0%
EBIT增长率	144.6%	28.4%	31.3%	39.2%	29.9%	24.1%
归母净利润增长率	148.3%	32.0%	36.5%	37.4%	32.5%	25.9%
总资产增长率	54.3%	31.8%	24.9%	18.5%	16.5%	17.3%
资产管理能力						
应收账款周转天数	46	55	67	65	64	62
存货周转天数	189	159	148	126	136	132
应付账款周转天数	70	67	71	66	74	75
总资产周转天数	318	313	346	347	345	348
偿债能力						
资产负债率	37.0%	32.5%	31.3%	30.7%	28.7%	26.5%
流动比率	2.8	2.7	3.4	3.7	4.2	4.7
速动比率	2.1	2.1	2.8	3.0	3.5	4.0
EBIT利息保障倍数	14.8	16.5	36.0	38.7	50.8	63.7

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 liruixue@huayuanstock.com
华北区销售代表 王梓乔 wangziquiao@huayuanstock.com
华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数