

# 九典制药 (300705.SZ)

## 业绩超预期，贴膏赛道壁垒坚固，长期成长动力充沛

买入 (维持评级)

### 投资要点:

#### 公司发布 2024 年三季度报告

**2024Q1-3:** 收入 21.5 亿，同比增长 13.4%，归母净利润 4.5 亿，同比增长 45.1%，扣非归母净利润 4.2 亿，同比增长 44.8%；

**2024Q3:** 收入 7.8 亿，同比增长 15.5%，归母净利润 1.7 亿，同比增长 47.4%，扣非归母净利润 1.6 亿，同比增长 47.4%。

#### 控费效果显著，销售费用率下降明显

**2024Q1-3:** 毛利率为 73.8%，同比下降 4.2pct，销售费用率为 39.9%，同比下降 6.7pct，管理费用率为 2.9%，同比下降 0.7pct，研发费用率为 7.8%，同比下降 0.5pct，财务费用率为 0.5%，同比提升 0.4pct。

**2024Q3:** 毛利率为 74.9%，同比下降 3.6pct，销售费用率为 39.6%，同比下降 3.1pct，管理费用率为 2.6%，同比下降 0.7pct，研发费用率为 6.9%，同比下降 3pct，财务费用率为 0.5%，同比提升 0.2pct。

**公司持续加强对终端渠道掌控能力，持续降低销售费用率。** 23Q4-24Q3 公司销售费用率分别为 53.2%/40.5%/39.6%/39.6%，公司控费效果显著。

#### 公司在研管线丰富，长期增长动力充沛

据公司半年度报告披露，公司已上市重点外用制剂品种包括洛索洛芬钠凝胶贴膏和酮洛芬凝胶贴膏，在研外用制剂产品超 20 个，其中申报生产 7 个，重点在研品种包括：利多卡因凝胶贴膏、洛索洛芬钠贴剂、氟比洛芬凝胶贴膏、吲哚美辛凝胶贴膏、椒七麝凝胶贴膏（中药 1 类）等，公司在外用制剂布局丰富，在研产品众多，长期增长动力充沛。

#### 盈利预测与投资建议

我们预计 24-26 年归母净利润分别为 5.2/6.8/8.9 亿元（维持前次预测值），对应 PE 分别为 22.4/17.1/13 倍，公司业绩亮眼，且产品矩阵成型，长期成长动力充沛，维持“买入”评级。

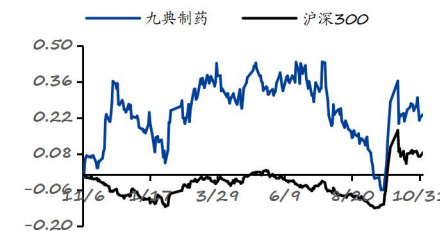
#### 风险提示

产品销售和推广不及预期风险；行业竞争加剧风险；政策波动风险；产品研发不及预期。

### 基本数据

日期	2024-11-04
收盘价:	23.70 元
总股本/流通股本(百万股)	489.63/360.19
流通 A 股市值(百万元)	8,536.45
每股净资产(元)	4.72
资产负债率(%)	26.47
一年内最高/最低价(元)	39.70/17.77

### 一年内股价相对走势



### 团队成员

分析师: 陈铁林(S0210524080007)  
 cti30598@hfzq.com.cn

### 相关报告

- 1、业绩超预期，在研管线丰富，长期成长动力充沛——2024.08.25
- 2、23 年报&24Q1 业绩点评：业绩表现亮眼，贴膏管线丰富，增长动力充沛——2024.04.27
- 3、【华福医药】九典制药 (300705.SZ)：立足洛索明星产品，透皮贴膏矩阵即将多点兑现——2023.12.25

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	2,326	2,693	3,275	3,957	4,882
增长率	43%	16%	22%	21%	23%
净利润 (百万元)	270	368	517	677	889
增长率	32%	37%	40%	31%	31%
EPS (元/股)	0.55	0.75	1.06	1.38	1.82
市盈率 (P/E)	43.0	31.5	22.4	17.1	13.0
市净率 (P/B)	7.5	5.9	4.8	4.0	3.2

数据来源：公司公告、华福证券研究所



图表 1: 财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	425	517	625	771
应收票据及账款	578	626	765	983
预付账款	13	24	29	37
存货	266	497	350	581
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	149	178	185	203
流动资产合计	1,430	1,842	1,953	2,575
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,071	1,435	1,400	1,372
在建工程	69	-21	29	44
无形资产	89	98	101	101
商誉	0	0	0	0
其他非流动资产	212	212	213	213
非流动资产合计	1,441	1,724	1,742	1,731
<b>资产合计</b>	<b>2,871</b>	<b>3,566</b>	<b>3,696</b>	<b>4,305</b>
短期借款	52	279	287	249
应付票据及账款	159	241	289	340
预收款项	0	0	0	0
合同负债	37	101	110	126
其他应付款	60	60	60	60
其他流动负债	108	136	153	173
流动负债合计	416	816	899	949
长期借款	59	-114	-286	-459
应付债券	274	300	0	0
其他非流动负债	150	150	150	150
非流动负债合计	482	336	-137	-309
<b>负债合计</b>	<b>898</b>	<b>1,152</b>	<b>762</b>	<b>640</b>
归属母公司所有者权益	1,973	2,414	2,934	3,666
少数股东权益	0	0	0	0
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,973</b>	<b>2,414</b>	<b>2,934</b>	<b>3,666</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,871</b>	<b>3,566</b>	<b>3,696</b>	<b>4,305</b>

现金流量表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>431</b>	<b>464</b>	<b>863</b>	<b>600</b>
现金收益	447	613	794	989
存货影响	-24	-232	148	-231
经营性应收影响	-85	-53	-138	-221
经营性应付影响	12	82	48	51
其他影响	81	55	11	11
<b>投资活动现金流</b>	<b>-425</b>	<b>-377</b>	<b>-142</b>	<b>-111</b>
资本支出	-319	-378	-144	-112
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-106	1	2	1
<b>融资活动现金流</b>	<b>74</b>	<b>5</b>	<b>-613</b>	<b>-343</b>
借款增加	74	81	-465	-210
股利及利息支付	-95	-119	-110	-100
股东融资	381	34	0	0
其他影响	-286	9	-38	-33

利润表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,693	3,275	3,957	4,882
营业成本	615	934	1,106	1,331
税金及附加	34	42	49	60
销售费用	1,307	1,370	1,630	2,002
管理费用	98	105	125	146
研发费用	254	275	332	410
财务费用	6	0	-9	-24
信用减值损失	-8	-5	-5	-5
资产减值损失	-7	-6	-6	-6
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	2	2	2	1
其他收益	29	25	25	25
<b>营业利润</b>	<b>394</b>	<b>565</b>	<b>740</b>	<b>972</b>
营业外收入	11	0	0	0
营业外支出	3	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>402</b>	<b>565</b>	<b>740</b>	<b>972</b>
所得税	34	48	63	83
<b>净利润</b>	<b>368</b>	<b>517</b>	<b>677</b>	<b>889</b>
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>368</b>	<b>517</b>	<b>677</b>	<b>889</b>
EPS (按最新股本摊薄)	0.75	1.06	1.38	1.82

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	15.7%	21.6%	20.9%	23.4%
EBIT 增长率	34.2%	38.3%	29.4%	29.8%
归母公司净利润增长率	36.5%	40.4%	30.9%	31.4%
<b>获利能力</b>				
毛利率	77.2%	71.5%	72.0%	72.7%
净利率	13.7%	15.8%	17.1%	18.2%
ROE	18.7%	21.4%	23.1%	24.3%
ROIC	18.1%	20.6%	26.2%	28.6%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	31.3%	32.3%	20.6%	14.9%
流动比率	3.4	2.3	2.2	2.7
速动比率	2.8	1.6	1.8	2.1
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.9	0.9	1.1	1.1
应收账款周转天数	67	62	60	61
存货周转天数	148	147	138	126
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.75	1.06	1.38	1.82
每股经营现金流	0.88	0.95	1.76	1.23
每股净资产	4.03	4.93	5.99	7.49
<b>估值比率</b>				
P/E	32	22	17	13
P/B	6	5	4	3
EV/EBITDA	3	3	2	2

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



## 分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

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；香港市场以恒生指数为基准，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）

## 联系方式

### 华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn