

**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)	25.95
一年内最高/最低价 (元)	31.05/12.95
市盈率 (当前)	33.00
市净率 (当前)	5.73
总股本 (亿股)	3.43
总市值 (亿元)	88.99

资料来源: 聚源数据

**相关研究**

- 九典制药 (300705.SZ) 点评: 酮洛芬凝胶贴膏获批, 研发实力得到验证
- 九典制药 (300705.SZ) 2022 年中报点评: 洛索洛芬钠凝胶贴膏快速增长, 费用增加影响表现业绩
- 九典制药 (300705.SZ) 2021 年报暨 2022 年 1 季报点评: 业绩符合预期, 洛索洛芬钠凝胶贴膏高速放量

**核心观点**

- **事件:** 公司发布 2022 年报, 实现营业收入 23.26 亿元 (+42.92%), 归母净利润 2.70 亿元 (+32.05%), 扣非归母净利润 2.48 亿元 (+37.80%)。
- **洛索洛芬钠凝胶贴膏快速增长, 普通制剂、原料药等业务持续发力。** 2022 年洛索洛芬钠凝胶贴膏实现收入 13.03 亿元 (+53.54%), 我们认为通过新增覆盖医院、渠道下沉和 OTC 市场拓展等措施, 该产品有望继续保持快速增长态势。其他制剂实现营业收入 6.27 亿元 (+23.01%), 2022 年公司盐酸普拉克索缓释片、非洛地平片等制剂品种获批, 目前有雷贝拉唑钠肠溶片、依巴斯汀口服溶液和磷酸西格列汀片等多个品种已经申报生产, 产品线的持续丰富有助于普通制剂业务保持稳健增长。原料药实现营业收入 1.29 亿元 (+67.77%), 2022 年共完成了 70 个原料药的备案登记, 其中已转 A 品种 37 个, 新增备案登记 20 个, 与制剂共同审评审批结果转为 A 的品种 5 个。随着与制剂关联品种数量增加, 我们认为原料药业务收入将保持较快增长。辅料实现营业收入 1.64 亿元 (+47.21%), 2022 年完成了 77 个药用辅料注册批件的备案登记, 其中已转 A 品种 53 个, 新增备案登记 16 个, 随着品种增加和客户开拓, 我们认为辅料业务也将保持较快增长。
- **研发稳步推进, 经皮给药制剂即将迎来收获期。** 公司持续加强经皮给药制剂研发力度。酮洛芬凝胶贴膏已经于 2023 年 3 月获批, 利丙双卡因乳膏、酮洛芬凝胶已经申报生产, 吡啶美辛凝胶膏、氟比洛芬凝胶贴膏、椒七麝凝胶贴膏、PDX-02 和 PDX-03 正在开展临床研究。公司经皮给药制剂产品储备丰富, 业绩增长的持续性和抗政策风险的能力持续增强。
- **盈利预测和估值。** 我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 30.01、38.19 和 46.52 亿元, 同比增速分别为 29.0%、27.3% 和 21.8%; 归母净利润分别为 3.62、4.82 和 6.18 亿元, 同比增速分别为 34.2%、33.2% 和 28.3%, 以 4 月 14 日收盘价计算, 对应 PE 分别为 24.6、18.5 和 14.4 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 研发进度低于预期; 核心品种被纳入地方集采, 降价幅度超预期。

**盈利预测**

	2022A	2023E	2024E	2025E
营收 (亿元)	23.26	30.01	38.19	46.52
营收增速 (%)	9.0%	29.0%	27.3%	21.8%
净利润 (亿元)	2.7	3.62	4.82	6.18
净利润增速 (%)	8.1%	34.2%	33.2%	28.3%
EPS (元/股)	0.79	1.06	1.41	1.80
PE	33.0	24.6	18.5	14.4

资料来源: Wind, 首創證券

## 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)				
	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,206	1,764	2,384	2,977	经营活动现金流	269	390	411	137
现金	346	692	1,056	976	净利润	270	362	482	618
应收账款	458	480	611	1,190	折旧摊销	61	60	66	69
其它应收款	0	0	0	0	财务费用	19	7	7	7
预付账款	20	9	13	14	投资损失	-2	-2	-2	-2
存货	241	244	306	334	营运资金变动	-69	-104	-172	-699
其他	120	290	338	388	其它	-9	68	31	144
非流动资产	1,094	848	908	1,111	投资活动现金流	-431	-236	-151	-300
长期投资	0	0	0	0	资本支出	-359	128	-120	-270
固定资产	584	675	716	753	长期投资	0	0	0	0
无形资产	92	63	56	51	其他	-75	-72	-364	-31
其他	106	48	54	55	筹资活动现金流	121	192	103	84
资产总计	2,300	2,612	3,292	4,088	短期借款	-12	302	0	0
流动负债	444	364	627	871	长期借款	173	0	0	0
短期借款	72	52	52	52	其他	202	-7	238	183
应付账款	106	136	171	217	现金净增加额	-41	346	363	-79
其他	63	63	63	63					
非流动负债	303	608	612	614	<b>主要财务比率</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
长期借款	231	231	231	231	成长能力				
其他	72	55	59	61	营业收入	9.0%	29.0%	27.3%	21.8%
负债合计	747	972	1,239	1,485	营业利润	29.0%	36.9%	33.1%	28.2%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	8.1%	34.2%	33.2%	28.3%
归属母公司股东权益	1,553	1,640	2,053	2,603	获利能力				
负债和股东权益	2,300	2,612	3,292	4,088	毛利率	77.8%	79.2%	79.5%	79.1%
					净利率	11.6%	12.1%	12.6%	13.3%
					ROE	17.4%	22.1%	23.5%	23.8%
					ROIC	16.3%	19.6%	20.5%	20.8%
<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	偿债能力				
营业收入	2,326	3,001	3,819	4,652	资产负债率	32.5%	43.2%	37.4%	33.1%
营业成本	517	623	782	974	净负债比率	25.0%	41.0%	33.0%	26.1%
营业税金及附加	27	39	49	58	流动比率	2.7	4.8	3.8	3.4
营业费用	1,220	1,624	2,055	2,452	速动比率	2.2	4.2	3.3	3.0
研发费用	201	240	306	372	营运能力				
管理费用	65	87	107	126	总资产周转率	1.0	1.1	1.2	1.1
财务费用	14	7	7	7	应收账款周转率	6.6	6.4	7.0	5.2
资产减值损失	-6	0	0	0	应付账款周转率	5.4	5.1	5.1	5.0
公允价值变动收益	0	0	0	0	每股指标(元)				
投资净收益	2	2	2	2	每股收益	0.79	1.06	1.41	1.80
营业利润	291	399	531	681	每股经营现金	0.75	1.14	1.20	0.40
营业外收入	1	1	1	0	每股净资产	4.53	4.78	5.99	7.59
营业外支出	2	2	2	2	估值比率				
利润总额	290	398	530	679	P/E	33.00	24.59	18.47	14.39
所得税	20	36	48	61	P/B	5.73	5.43	4.33	3.42
净利润	270	362	482	618					
少数股东损益	0	0	0	0					
归属母公司净利润	270	362	482	618					
EBITDA	304	464	602	755					
EPS (元)	0.79	1.06	1.41	1.80					

## 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
<b>1. 投资建议的比较标准</b>		
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	<b>股票投资评级</b>	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
<b>2. 投资建议的评级标准</b>		
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	<b>行业投资评级</b>	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