



买入 (维持)

所属行业: 医药生物  
当前价格(元): 25.95

证券分析师

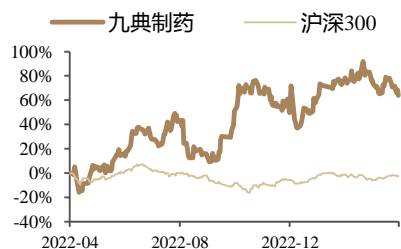
陈铁林

资格编号: S0120521080001

邮箱: chentl@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-8.95	-8.04	2.21
相对涨幅(%)	-11.64	-6.76	1.77

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 《九典制药(300705.SZ)重磅产品酮洛芬凝胶贴膏获批, 贴膏产品矩阵将持续助力公司业绩增长》, 2023.3.3
- 《——九典制药22年三季报点评-九典制药(300705.SZ)稀缺贴膏制剂标的, 业绩持续高增长》, 2022.10.29
- 《-九典制药(300705.SZ)2022年半年报点评: 费用影响下, 利润增速低于收入增速, 高增长逻辑依然强劲》, 2022.7.31

# 九典制药(300705.SZ): 近6年业绩CAGR超30%, 22年表现依旧亮眼

投资要点

- 事件:** 公司近期发布了2022年年度报告, 全年实现营收23.3亿元, 同比增长42.9%, 实现归母净利润2.7亿元, 同比增长32.1%, 实现扣非后归母净利润2.5亿元, 同比增长37.8%。
- 22年业绩增长符合预期, 洛索洛芬贡献主要增量。** 公司全年实现23.3亿元, 同比增长42.9%, 其中, **1) 药物制剂:** 实现营收19.3亿元, 占营业收入比重为83%, 同比增长42.1%, 毛利率为86.3% (+0.25pct), 其中主要增量预计来源于洛索洛芬钠凝胶贴膏的快速放量; **2) 原料药:** 实现营收1.3亿元, 占营业收入比重为5.6%, 同比增长67.8%; **3) 药用辅料:** 实现营收1.6亿元, 占营业收入比重为7%, 同比增长47.2%。
- 洛索洛芬带动公司近6年收入、利润端复合增速均超30%:** 公司明星产品洛索洛芬钠凝胶贴膏于2017年获批, 2019年被纳入乙类医保, 产品快速放量带动公司业绩高速增长, 2017年公司收入5.3亿, 归母净利润0.7亿元, 2022年公司收入为23.3亿元(17-22年CAGR为34.5%), 归母净利润为2.7亿元(17-22年CAGR为31%)。洛索洛芬钠凝胶贴膏目前二、三级医院渗透率仍有较大提升空间, 且公司正在开拓OTC渠道, 预计未来将持续贡献突出业绩。
- 重磅产品酮洛芬凝胶贴膏获批, 预计23年放量贡献业绩, 贴膏产品矩阵蓄势待发:** 公司酮洛芬凝胶贴膏于2月28日获批, 若下半年顺利进入医保目录, 参考洛索洛芬钠进入医保后的放量节奏以及国内目前化药凝胶贴膏市场仍有较大增量, 预计公司酮洛芬凝胶贴膏将接力洛索助力公司业绩持续增长。同时公司在研品种氟比洛芬凝胶贴膏、咪唑美辛凝胶贴膏正在稳步推进, 打造贴膏产品矩阵, 助力公司长期发展。
- 盈利预测与投资建议:** 综合分析公司各项业务的发展情况, 我们预计2023-2024年, 公司将实现归母净利润3.6/4.8亿元, 同比增长34%/33%。对应当前股价, 23-24年PE分别为25/19倍, 维持“买入”评级。

- 风险提示:** 竞争加剧风险; 集采价格降幅超预期; 产品销量增长不及预期;

股票数据

总股本(百万股):	342.94
流通A股(百万股):	213.41
52周内股价区间(元):	13.32-30.35
总市值(百万元):	8,899.20
总资产(百万元):	2,299.67
每股净资产(元):	4.53

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,628	2,326	3,071	4,102	5,340
(+/-)YOY(%)	66.4%	42.9%	32.0%	33.6%	30.2%
净利润(百万元)	204	270	361	478	624
(+/-)YOY(%)	148.3%	32.0%	33.8%	32.5%	30.5%
全面摊薄EPS(元)	0.62	0.82	1.05	1.39	1.82
毛利率(%)	78.5%	77.8%	77.7%	77.5%	77.5%
净资产收益率(%)	18.6%	17.4%	18.9%	20.0%	20.7%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.82	1.05	1.39	1.82
每股净资产	4.53	5.58	6.97	8.79
每股经营现金流	0.78	1.19	1.27	1.62
每股股利	0.24	0.24	0.24	0.24
价值评估(倍)				
P/E	29.63	24.66	18.61	14.26
P/B	5.37	4.65	3.72	2.95
P/S	3.83	2.90	2.17	1.67
EV/EBITDA	22.81	19.12	14.38	10.90
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	77.8%	77.7%	77.5%	77.5%
净利润率	11.6%	11.8%	11.7%	11.7%
净资产收益率	17.4%	18.9%	20.0%	20.7%
资产回报率	11.7%	13.3%	14.2%	15.0%
投资回报率	15.1%	16.1%	17.3%	18.0%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	42.9%	32.0%	33.6%	30.2%
EBIT 增长率	28.4%	24.3%	31.6%	28.0%
净利润增长率	32.0%	33.8%	32.5%	30.5%
偿债能力指标				
资产负债率	32.5%	29.6%	28.9%	27.3%
流动比率	2.7	2.9	3.2	3.5
速动比率	2.1	2.1	2.3	2.6
现金比率	0.8	0.9	1.1	1.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	71.9	55.0	55.0	55.0
存货周转天数	170.2	225.0	225.0	225.0
总资产周转率	1.0	1.1	1.2	1.3
固定资产周转率	4.0	4.4	5.3	6.7

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	270	361	478	624
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	79	105	116	124
非经营收益	9	21	20	19
营运资金变动	-89	-80	-177	-211
经营活动现金流	269	408	437	557
资产	-413	-243	-110	-104
投资	-20	-1	-1	-1
其他	2	4	4	4
投资活动现金流	-431	-239	-106	-101
债权募资	190	-51	9	-20
股权募资	0	0	0	0
其他	-69	-26	-25	-25
融资活动现金流	121	-77	-16	-45
现金净流量	-41	92	315	412

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 14 日  
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,326	3,071	4,102	5,340
营业成本	517	684	922	1,200
毛利率%	77.8%	77.7%	77.5%	77.5%
营业税金及附加	27	35	47	61
营业税金率%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	1,220	1,603	2,137	2,777
营业费用率%	52.4%	52.2%	52.1%	52.0%
管理费用	65	86	115	155
管理费用率%	2.8%	2.8%	2.8%	2.9%
研发费用	201	286	386	513
研发费用率%	8.7%	9.3%	9.4%	9.6%
EBIT	303	377	496	635
财务费用	14	17	26	28
财务费用率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.5%
资产减值损失	-6	-20	-20	-20
投资收益	2	4	4	4
营业利润	291	387	514	671
营业外收支	-1	1	1	1
利润总额	290	388	515	672
EBITDA	364	456	586	733
所得税	21	27	36	47
有效所得税率%	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	270	361	478	624

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	346	437	752	1,164
应收账款及应收票据	480	482	646	843
存货	241	422	568	740
其它流动资产	140	140	156	175
流动资产合计	1,206	1,481	2,122	2,921
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	584	697	767	799
在建工程	308	326	242	183
无形资产	92	107	124	141
非流动资产合计	1,093	1,238	1,240	1,228
资产总计	2,300	2,720	3,362	4,149
短期借款	72	21	30	10
应付票据及应付账款	144	190	256	334
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	229	292	382	487
流动负债合计	444	503	668	830
长期借款	231	231	231	231
其它长期负债	71	71	71	71
非流动负债合计	303	303	303	303
负债总计	747	806	971	1,133
实收资本	343	343	343	343
普通股股东权益	1,553	1,914	2,392	3,016
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	2,300	2,720	3,362	4,149

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

陈铁林 德邦证券研究所副所长，医药首席分析师。研究方向：国内医药行业发展趋势和覆盖热点子行业。曾任职于康泰生物、西南证券、国海证券。所在团队获得医药生物行业卖方分析师 2019 年新财富第四名，2018 年新财富第五名、水晶球第二名，2017 年新财富第四名，2016 年新财富第五名，2015 年水晶球第一名。

## 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 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 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	<b>股票投资评级</b>	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	<b>行业投资评级</b>	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

。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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。