

九典制药 (300705.SZ) 快速成长的特色制剂企业

2023年06月14日

——公司深度报告

投资评级：买入（维持）

日期	2023/6/13
当前股价(元)	27.30
一年最高最低(元)	31.05/17.00
总市值(亿元)	94.04
流通市值(亿元)	58.53
总股本(亿股)	3.44
流通股本(亿股)	2.14
近3个月换手率(%)	87.2

蔡明子（分析师）

 caimingzi@kysec.cn
 证书编号：S0790520070001

吴明华（联系人）

 wuminghua@kysec.cn
 证书编号：S0790122020010

● 九典制药：快速成长的凝胶贴膏特色制剂企业

九典制药是一家集药品研发、生产、销售于一体的上市医药企业，2001年注册成立，2017年创业板上市。九典制药主营业务及主要产品包括药品制剂、原料药及药用辅料、CXO业务等。随着洛索洛芬钠凝胶贴膏的快速放量，公司制剂业务收入占比逐步提高，中长期来看以洛索洛芬钠凝胶贴膏和近期获批上市的酮洛芬贴膏为代表的透皮给药制剂将驱动公司业绩快速增长。考虑到酮洛芬凝胶贴膏前期推广费用较大，我们下调2023年的归母净利润预测为3.53亿元（原值为3.82亿元）；新增2024-2025年公司归母净利润为4.60/5.84亿元，2023-2025年的EPS为1.02/1.34/1.69元，当前股价对应PE分别为26.7/20.4/16.1倍，考虑到公司贴膏/贴剂产品管线丰富，后续众多产品有望逐步落地，维持“买入”评级。

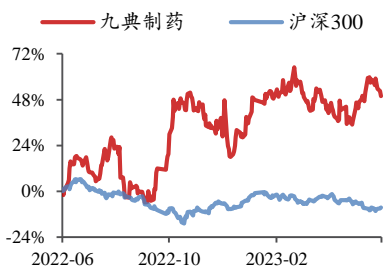
● 非甾体抗炎药物透皮给药凝胶贴膏发展潜力大，公司有望成为业内领军企业

凝胶贴膏属于透皮给药剂型，与传统橡胶膏、软膏、黑药膏相比具有无残留、透气性好、皮肤刺激性小、无渗漏不污染衣物等优点。目前已获批上市的透皮贴剂适应症主要集中在精神神经、抗炎镇痛等领域。2018-2021年，外用非甾体抗炎镇痛药的用药占比从8.1%上升至9.4%，2022年上半年，外用非甾体抗炎镇痛药的同比增长为20.4%。除洛索洛芬钠凝胶贴膏外，2023年3月21日，公司外用镇痛新星酮洛芬凝胶贴膏重磅上市，有望成为镇痛新星。

● 原料药及药用辅料增长迅速，多个制剂陆续获批，有望借助集采快速放量

原料药方面，公司持续在已有品种的质量、成本、市占率等优势，积极拓展新品种磷酸奥司他韦、帕拉米韦、泮托拉唑钠、铝碳酸镁、西甲硅油等市场，药用辅料方面，公司积极调整产品结构，减少低毛利药用辅料的销售，重点钻研高技术难度辅料。

● 风险提示：竞品上市速度超预期，行业竞争加剧，酮洛芬凝胶贴膏产品拓展市场不及预期，在研产品临床进度不及预期。

股价走势图


数据来源：聚源

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,628	2,326	3,014	3,867	4,872
YOY(%)	66.4	42.9	29.6	28.3	26.0
归母净利润(百万元)	204	270	353	460	584
YOY(%)	148.3	32.0	30.8	30.5	26.8
毛利率(%)	78.5	77.8	77.5	77.6	77.7
净利率(%)	12.5	11.6	11.7	11.9	12.0
ROE(%)	18.6	17.4	19.3	20.6	21.1
EPS(摊薄/元)	0.59	0.78	1.02	1.34	1.69
P/E(倍)	46.0	34.9	26.7	20.4	16.1
P/B(倍)	9.1	6.1	5.2	4.2	3.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 九典制药：快速成长的凝胶贴膏特色制剂企业.....	3
2、 非甾体抗炎药物透皮给药凝胶贴膏发展潜力大，公司有望成为业内领军企业.....	6
3、 原料药及药用辅料增长迅速，多个制剂陆续获批，有望借助集采快速放量.....	12
4、 盈利预测与投资建议.....	13
4.1、 关键假设.....	13
4.2、 盈利预测与估值.....	14
5、 风险提示.....	15
附：财务预测摘要.....	16

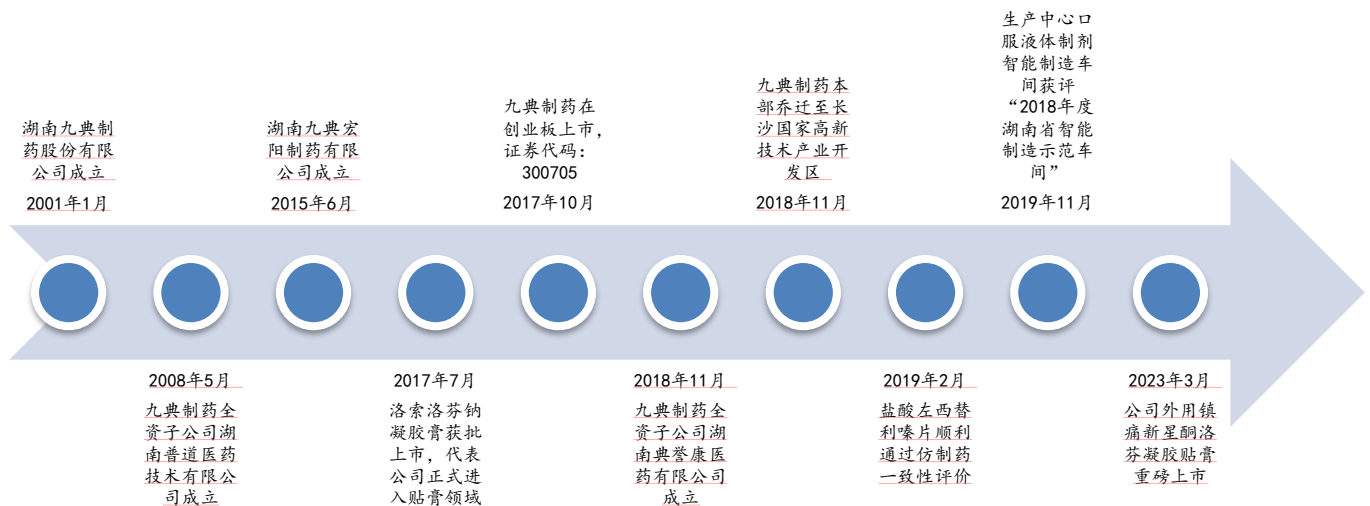
图表目录

图 1： 九典制药近年来发展迅速.....	3
图 2： 公司实际控制人为董事长朱志宏先生（持股比例截至 2022 年末）.....	4
图 3： 近年来公司收入和利润持续增长.....	5
图 4： 制剂收入占比逐步提升.....	5
图 5： 公司整体毛利率稳步提升.....	6
图 6： 公司销售费用率趋于稳定.....	6
图 7： 2016-2021 年透皮贴膏/贴剂市场规模持续增长.....	8
图 8： 久光制药的酮洛芬贴剂和凝胶剂在日本市场占据重要地位.....	10
图 9： 洛索洛芬钠凝胶贴膏销售额快速增长.....	11
图 10： 2022 年原料药营收大幅度增长.....	12
图 11： 2020 年以来药业辅料业务营收持续提升.....	12
表 1： 公司主导产品在中国城市公立、县级公立医院 2021 年和 2022 年上半年市场占有率较高.....	4
表 2： 凝胶膏剂常用基质种类丰富.....	6
表 3： 国内已经有多种非甾体抗炎药的凝胶剂和贴剂获批.....	7
表 4： 凝胶贴膏种类丰富.....	9
表 5： 广东联盟洛索洛芬凝胶贴膏降价幅度温和.....	11
表 6： 公司在研管线丰富.....	11
表 7： 公司近年来仿制药获批数量众多.....	13
表 8： 公司制剂业务在洛索洛芬钠凝胶贴膏带动下快速增长.....	14
表 9： 预计 2023、2024、2025 年公司估值低于可比公司平均值，有提升空间.....	14

1、九典制药：快速成长的凝胶贴膏特色制剂企业

九典制药成立于2001年，总部位于湖南长沙；2015年设立子公司九典宏阳制药有限公司，进入到原料药和药用辅料领域；2017年7月洛索洛芬钠凝胶贴膏上市，标志着公司进入到凝胶贴膏领域；2017年10月在深交所创业板上市；2023年3月，酮洛芬凝胶贴膏获批上市，公司贴膏领域再添重磅品种。

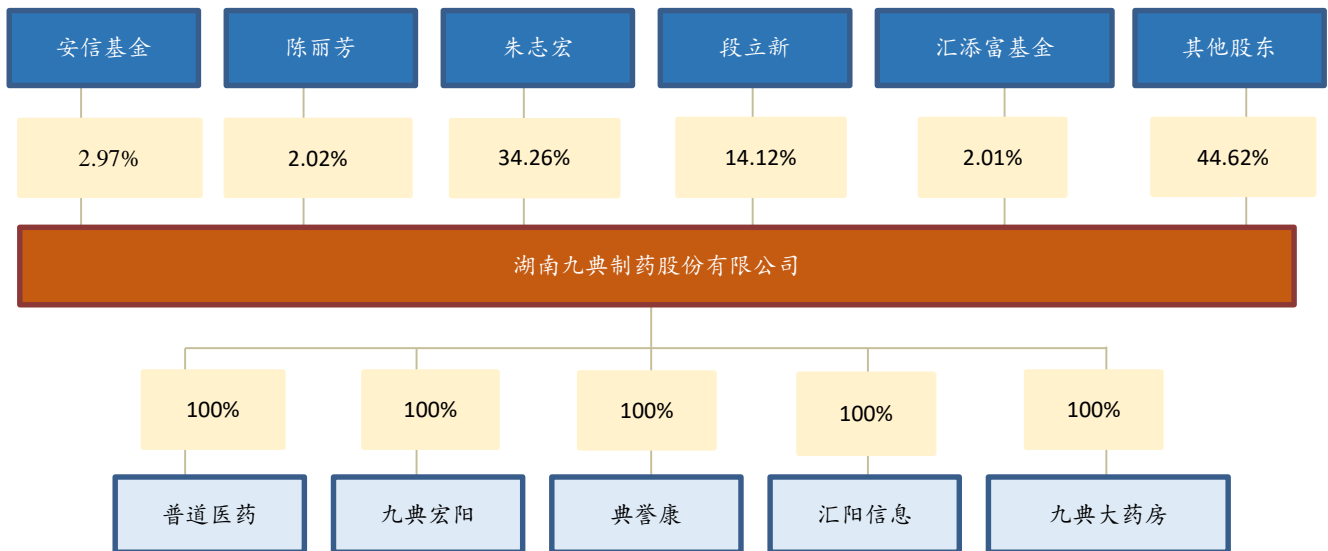
图1：九典制药近年来发展迅速



资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

公司实际控制人为朱志宏先生，截至2022年末，持股比例为34.26%。朱志宏先生1989年至1996年任职于湖南医药工业研究所；1997年至2000年任职于长沙维神医药科技开发有限公司；2001年至今任职于公司，现任公司董事长。

公司主要从事医药产品研发、生产和销售，产品主要包括药品制剂、原料药、药用辅料及植物提取物四大类别，涵盖抗炎镇痛、抗感染药、抗过敏药、消化系统药、心脑血管药、妇科药、补益类等领域。公司拥有湖南普道医药技术有限公司、湖南九典宏阳制药有限公司、湖南典誉康医药有限公司、湖南汇阳信息科技有限公司、湖南九典大药房有限责任公司5家全资子公司。其中九典宏阳制药主要从事原料药、辅料的生产和销售，典誉康医药主要从事医药销售，普道医药主要从事医药研发服务。湖南汇阳信息科技有限公司主要从事软件开发、电子商务平台开发建设、数据处理与存储等服务。湖南九典大药房主要从事器械销售、健康咨询、食品销售、保健品销售、日用品销售等服务。

图2： 公司实际控制人为董事长朱志宏先生（持股比例截至 2022 年末）


资料来源：公司年报、开源证券研究所

公司在消炎镇痛、消化系统、抗感染等治疗领域形成了丰富的产品储备，其中消炎镇痛领域有洛索洛芬钠凝胶贴膏、酮洛芬凝胶贴膏、洛索洛芬钠片等；消化系统领域有泮托拉唑钠肠溶片、参苓口服液、胶体果胶铋干混悬剂、铝碳酸镁咀嚼片等；抗感染领域有奥硝唑分散片、地红霉素肠溶片等。近年来，公司药品制剂每年新立项 15-20 个，成功申报 10 个左右。

表1：公司主导产品在中国城市公立、县级公立医院 2021 年和 2022 年上半年市场占有率较高

序号	产品名称	2021 年排名	市场份额占有率	2022 年 1-6 月排名	市场份额占有率
1	洛索洛芬钠凝胶贴膏	1	100%	1	100%
2	泮托拉唑钠肠溶片	2	18.86%	2	24.10%
3	奥硝唑分散片	1	85.29%	1	86.09%
4	枸橼酸氢钾钠颗粒	4	4.35%	2	36.07%
5	洛索洛芬钠片	3	13.06%	2	34.15%
6	肝复乐胶囊	2	30.29%	2	13.77%
7	盐酸左西替利嗪片	3	13.53%	4	12.09%
8	盐酸左西替利嗪胶囊	1	100%	1	100%

资料来源：公司年报、开源证券研究所

2016 年以来，公司收入和归母净利润都保持快速增长。营收从 2016 年的 3.76 亿元增长到 2022 年的 23.26 亿元，年复合增长率 35.47%，归母净利润从 2016 年

的 0.55 亿增长到 2022 的 2.70 亿元，年复合增长率为 30.53%。随着洛索洛芬钠凝胶贴膏的持续增长，酮洛芬凝胶贴膏后续放量，原料药、药用辅料、植物提取物的增长，我们预计未来几年公司将维持营收和净利润的增长态势。从 2017 年开始，洛索洛芬钠上市后持续快速放量，公司制剂业务占比持续提高。

图3：近年来公司收入和利润持续增长

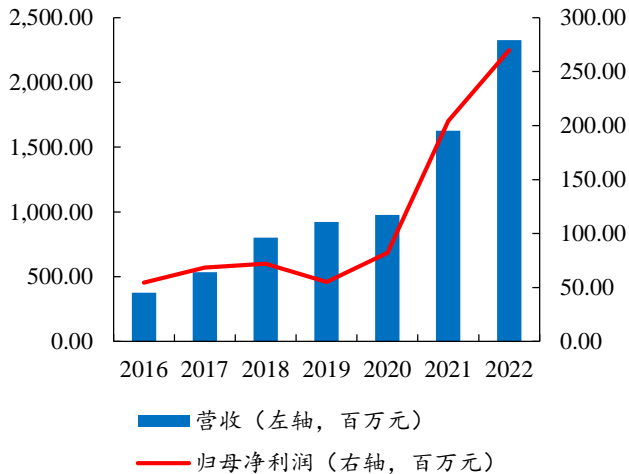
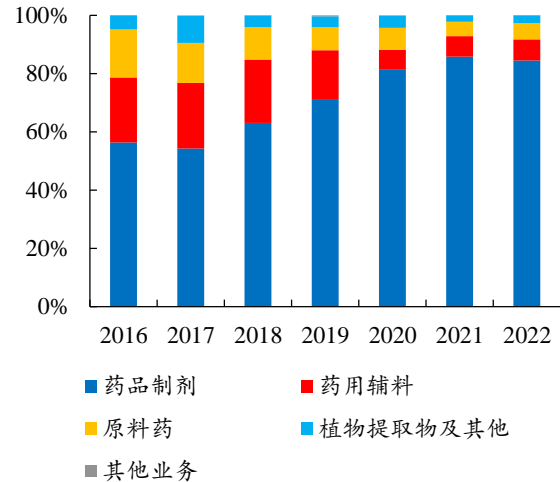


图4：制剂收入占比逐步提升

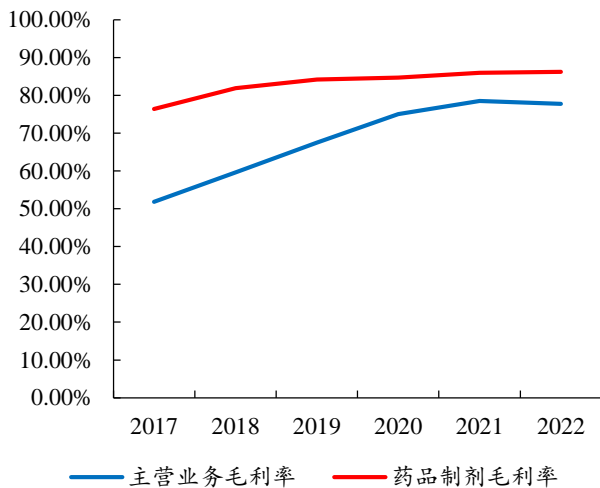
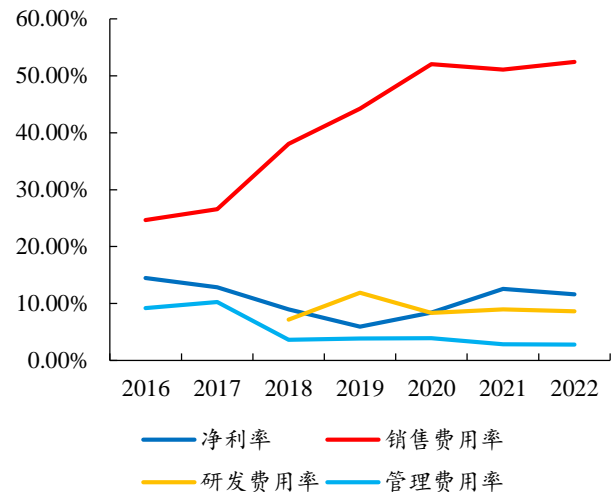


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

近年来，公司整体毛利率稳步提升，主要是由于高毛利制剂业务收入占比提升。2016-2020 年公司销售费用率增长较快，主要是由于洛索洛芬钠凝胶贴膏于 2017 年上市后，公司加大了产品销售推广力度，同时“两票制”政策实施后，公司调整销售模式，提升合作经销模式占比。相较于招商代理模式，在合作经销模式下公司销售收入及产品毛利率有所提升，但市场开发、学术推广费用、广告宣传等销售推广费用有所增加。

由于销售费用率的快速增长，公司净利率自 2017 年起呈现下滑态势，2020 年公司净利率已经企稳回升。我们认为由于制剂不断持续放量，收入占比增加后公司整体毛利率仍有提升空间；洛索洛芬钠凝胶贴膏的销售逐步进入成熟期，酮洛芬凝胶贴膏上市放量，后续还有利多卡因、氟比洛芬等其他制剂产品上市。我们预计公司长期随着特色制剂产品营收持续扩容，销售费用率趋于稳定，公司净利率有望进一步提升。

图5： 公司整体毛利率稳步提升

图6： 公司销售费用率趋于稳定


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

2、非甾体抗炎药物透皮给药凝胶贴膏发展潜力大，公司有望成为业内领军企业

透皮给药系统（Transdermal Delivery Drug System, TDDS）是指通过皮肤表面给药，以达到局部或全身治疗作用的一种给药途径，通过 TDDS 给药可以控制给药速度、维持血药浓度、避免药物在肝脏的首过效应，为不适宜口服或注射的药物提供了新的全身给药方式。常用的透皮给药剂型包括凝胶膏、贴剂、涂剂和气雾剂等，用于透皮给药系统的药物包括非甾体抗炎药物（nonsteroidal anti-inflammatory drugs, NSAIDs）、肿瘤镇痛药物（芬太尼等）、阿尔茨海默症治疗药物（卡巴拉汀）等。

表2：凝胶膏剂常用基质种类丰富

材料	种类	用量
水	-	30%~60%
骨架材料	明胶、阿拉伯胶、海藻酸钠、卡波姆、聚丙烯酸钠、聚乙烯醇等	3%~10%
交联剂	乳酸、柠檬酸、高价金属盐、氯化铝、甘羟铝	适量
保湿剂	甘油、聚乙二醇、山梨醇、丙二醇	30%~50%
填充剂	白陶土、微粉硅胶、碳酸钙、皂土、二氧化钛、氧化锌、高岭土	~20%
透皮促渗剂	丙二醇、氮酮、薄荷油、冰片、桉叶油	~6%
其他附加剂	抑菌剂、表面活性剂、精制油、蓖麻油、pH 调节剂	适量

数据来源：《亲水性凝胶膏剂研究进展》、开源证券研究所

疼痛是机头骨骼系统疾病最主要的症状，NSAIDs 其治疗中占据重要地位，但长

期口服 NSAIDs 的胃肠道安全性和耐受性均存在一定问题。外用 NSAIDs 通过改变用药途径，在不降低镇痛效果的同时，可显著减少药物系统暴露量，提高用药安全性，因此被广泛用于肌肉骨骼系统疾病所致的急、慢性疼痛管理。

透皮贴剂是经皮给药的一种剂型，用于完整皮肤表面，将药物透过皮肤屏障递送进入血液循环系统而起到全身作用。与口服或注射剂型相比，经皮给药是一种非侵略性的给药形式，具有可以避免肝脏首过效应、避免胃肠道代谢、延长有效作用时间及稳定血药浓度的优势。同时，可改善患者顺应性，尤其是改善一些自主行为不受控制的患者采用传统给药方式困难大、风险高的情况。透皮贴剂通过扩散而起作用，药物从活性层/储库中扩散而直接进入人皮肤和血液循环，若有黏合层/控释膜则通过上述两层进入皮肤和血液循环。目前已获批上市的透皮贴剂适应症主要集中在精神神经、抗炎镇痛等领域。

凝胶膏又名巴布膏，是化学药物、提取物等与适宜的亲水性基质混匀后，涂成背衬材料上制成的贴膏剂。凝胶膏剂于上世纪 70 年代在日本首先被成功开发，具有给药剂量准确、血药浓度稳定、过敏刺激性小、使用方便舒适等特点，与传统橡胶膏、软膏、黑药膏相比具有无残留、不污染衣物、对皮肤无刺激性等优点。近年来我国批准上市的凝胶膏有效成分主要以非甾体抗炎药为主，活性成分包括吲哚美辛、氟比洛芬、洛索洛芬钠等。业内主要企业包括国内的九典制药、北京泰德、武汉兵兵和国外的尼普洛和三笠制药。除了凝胶膏剂型外，也有其他非甾体抗炎药透皮给药剂型获批，如洛索洛芬钠贴剂、吲哚美辛贴片等。

表3：国内已经有多种非甾体抗炎药的凝胶剂和贴剂获批

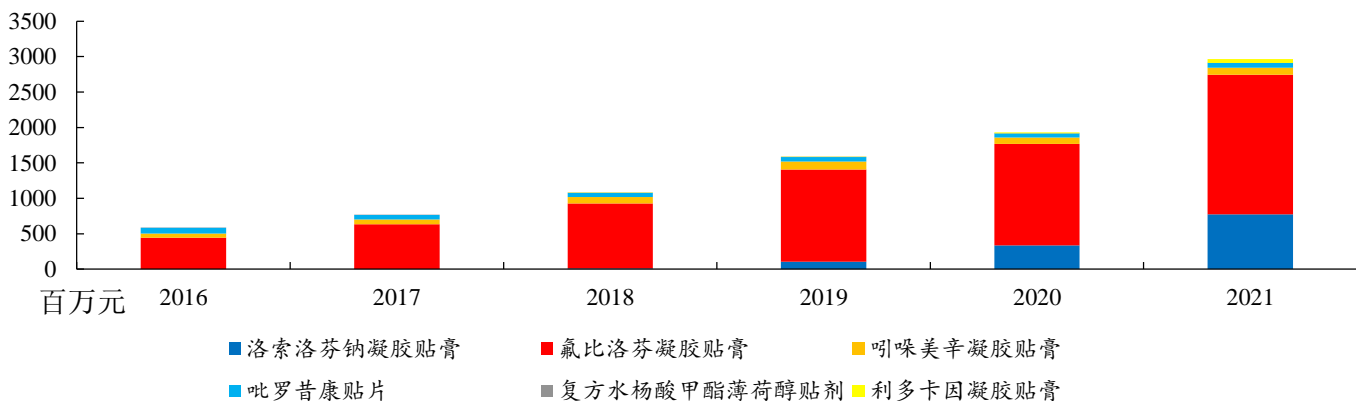
药物	厂家	用法	适应症	中标价(元/贴)	日费用(元)
吲哚美辛凝胶贴膏	尼普洛株式会社	一日 1-2 次，贴于患处或疼痛部位	适应症为用于缓解局部软组织疼痛，如（1）运动创伤（如扭伤、拉伤、肌腱损伤等）引起的局部软组织疼痛。（2）慢性软组织劳损（如颈部、肩背、腰腿等）所致的局部酸痛。（3）骨关节疾病（如颈椎病、类风湿性关节炎、风湿性关节炎、肩周炎等）的局部对症止痛治疗。	11.34	11.34-22.68
	湖北兵兵药业（集团）有限公司	一日 1-2 次，贴于患处或疼痛部位		27.5	27.5-55
氟比洛芬凝胶贴膏	三笠制药株式会社	一日 2 次，贴于患处	适用于治疗骨关节炎、肩周炎、肌腱及腱鞘炎、腱鞘周围炎、肱骨外上髁炎（网球肘）、肌肉痛，以及外伤所致肿胀、疼痛等。	9.24	18.48
	北京泰德制药股份有限公司	一日 2 次，贴于患处		10.72	21.44
洛索洛芬钠凝胶贴膏	湖南九典制药股份有限公司	一日 1 次，贴于患处	适用于骨关节炎，肌肉痛，外伤导致肿胀疼痛症状的消炎、镇痛。	24.25	24.25
洛索洛芬钠贴剂	理德化工有限公司	一日 1 次，贴于患处	适用于骨关节炎，肌肉痛，外伤导致肿胀疼痛的消炎和镇痛	23.98	23.98
	上海朝晖药业有限公司	一日 1 次，贴于患处		14.11	14.11

吡罗昔康贴片	常州四药制药有限公司	一日1次，贴于患处	适用于骨关节炎、腱鞘炎、肌痛、骨关节痛、外伤后及骨折愈合后引起的疼痛缓解。	3.44	3.44
	Sk Chemicals	2日一贴，贴于患处		14.57	7.29
复方水杨酸甲酯薄荷醇贴剂	久光制药株式会社	每天贴用不超过4次，每次贴用不超过8小时	适用于肌肉疲劳、肌肉疼痛、颈肩痛、腰痛、跌打扭伤、关节疼痛以及冻疮的缓解。	1.97	1.97-7.88
吲哚美辛贴片	兴和株式会社	一日1-2次，贴于患处	适用于缓解局部疼痛，如肌肉痛、关节痛以及拉伤、扭伤和运动损伤引起的疼痛和肿胀，也可用于类风湿性关节炎、风湿性关节炎、肩周炎的对症治疗。	47.61	47.61-95.22
	武汉兵兵药业有限公司	-		-	10.77

资料来源：insight 数据库、开源证券研究所

国际疼痛协会（International Association for the Study of Pain, IASP）定义慢性疼痛为超过正常组织愈合时间至少3个月的疼痛，据统计19%的欧洲人口和12%~25%的美国人口患有慢性疼痛，我国慢性疼痛患病率则达到35.9%。《中国疼痛医学发展报告（2020）》显示，我国慢性疼痛患者超过3亿人，且正以每年1000万至2000万的速度增长，构成了一定的疾病负担。疼痛已成为继心脑血管疾病、肿瘤之后的第三大健康问题。

图7：2016-2021年透皮贴膏/贴剂市场规模持续增长



数据来源：药智网、开源证券研究所（注：市场规模数据包含洛索洛芬钠凝胶贴膏、氟比洛芬凝胶贴膏、吲哚美辛巴布膏、吡罗昔康贴片、复方水杨酸甲酯薄荷醇贴剂、利多卡因凝胶贴膏）

根据《中国骨质疏松白皮书》数据显示，我国骨科疾病的发病率不断攀升，在60岁以上的人群中，约有55%的人患有骨关节炎，在70岁以上人群中，发病率达到

了 70%。2021 中国卫生健康统计年鉴指出，2017-2021 年中国骨科医院数量正处于缓慢增长中，2021 年中国骨科医院的数量为 662 个，相比 2017 年增加了 45 个，2021 年中国骨病医院的卫生人员数 7.29 万人，同比增长了 3.58%；从骨科疾病病人的年龄结构来看，15-44 岁的患者占比在 5%-35%之间；关节、痛风、脊椎、椎间盘、骨密度和骨结构疾病的患者 75%以上为 45 岁及以上人群；65 岁以上人群中 90%女性和 80%男性患有骨关节炎。2021 年中国骨科医院治疗人次数为 0.18 亿人次，同比增长 14.08%，比 2017 年的 0.14 亿人次增加了 400 万人次，中国骨科医院的服务需求规模呈不断扩大趋势。随着老龄化加速，未来 10 年患者人数和诊疗人数将持续扩容。大部分凝胶贴膏都可以用于缓解骨痛和骨关节炎。凝胶贴膏种类丰富，患者有很大的选择空间。

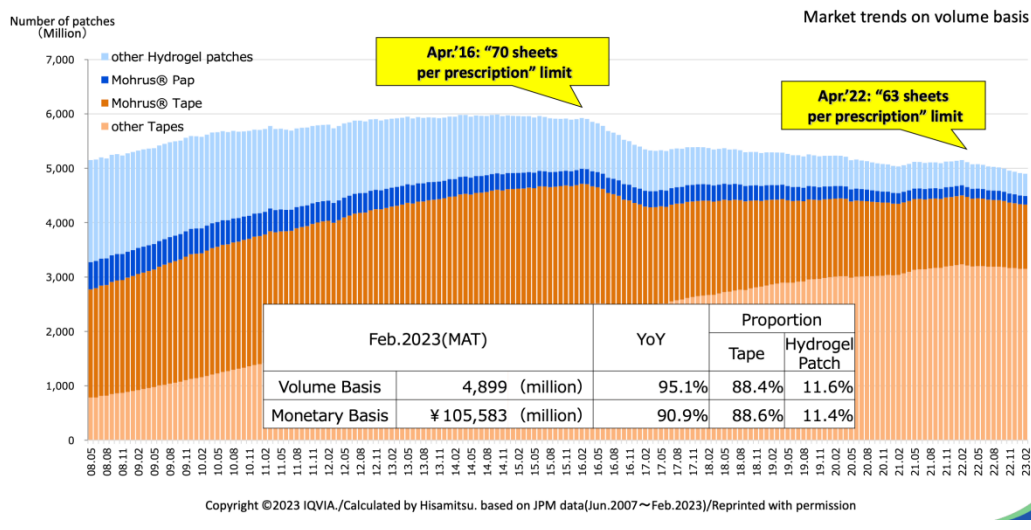
表4：凝胶贴膏种类丰富

名称	药物成分	作用
吲哚美辛凝胶贴膏	吲哚美辛	缓解局部疼痛
利多卡因凝胶贴膏	利多卡因	缓解带状疱疹后遗神经痛
复方紫荆消伤巴布膏	紫荆皮、黄荆子、大黄等	活血化瘀
关节镇痛巴布膏	桂枝、肉桂、草乌、樟脑	祛风除湿、活血止痛
氟比洛芬凝胶贴膏	氟比洛芬	治疗骨关节炎、疼痛
洛索洛芬钠凝胶贴膏	洛索洛芬钠	抗炎解热
麝香壮骨凝胶贴膏	人工麝香、川乌、草乌等	活血止痛
骨友灵巴布膏	红花、延胡索、川乌等	活血化瘀、消肿止痛
蟾酥镇痛凝胶贴膏	蟾酥、生马钱子、姜黄等	消肿散结、消肿止痛
少林风湿跌打凝胶贴膏	生川乌、生草乌、白及等	散瘀活血、祛风散寒

资料来源：《凝胶贴膏剂的基质及体内外评价研究进展》、开源证券研究所

日本久光制药披露的数据显示，日本非甾体抗炎药物透皮给药剂型近年来销售总量保持在 40-60 亿贴/年之间。其中久光制药的 Mohrus®Tape（酮洛芬贴剂）和 Mohrus®Pap（酮洛芬水凝胶）市场中占据重要地位。

图8：久光制药的酮洛芬贴剂和凝胶剂在日本市场占据重要地位



资料来源：日本久光制药官网

我国非甾体抗炎凝胶剂和贴剂销量低于日本，若在考虑到两国人口数量的差异，我国非甾体抗炎药凝胶剂和贴剂人均销量远低于日本，未来非甾体抗炎药透皮给药剂型具有较大潜力。我们认为非甾体抗炎药物透皮给药具有较大潜力，长期伏案工作的上班族、运动员及喜好体育运动的年轻人也容易出现腰肩背痛，急、慢性扭伤拉伤，骨关节炎等症状，外用止痛药市场仍是增量市场。由于非甾体类抗炎药透皮给药剂型成分明确，疗效更佳，特别是凝胶贴膏作为局部外用贴膏剂，载药量大，渗透性好，起效速度快，贴敷舒适、皮肤相容性好，安全性好。与传统膏药相比，具有透气性良好、强力渗透、透皮吸收快速、可反复使用并无膏体在皮肤残留、不易沾染衣物、不良反应少、安全性高等明显优势，未来有望替代部分非品牌中成药贴剂的市场份额。

洛索洛芬钠凝胶贴膏是公司制药板块的核心品种，已经成长为公司制剂销售排名第一的主导产品。2017年洛索洛芬钠贴剂、贴膏剂首次纳入全国医保目录，但参保人员住院使用时由基本医疗保险统筹基金按规定支付，门诊使用时由职工基本医疗保险个人账户支付，医保报销范围有一定限制。

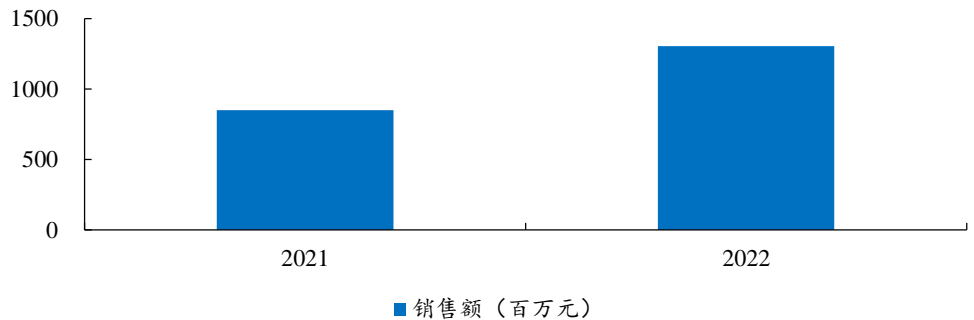
根据广东省药品交易中心2022年3月10日发布的《关于公示广东联盟双氯芬酸等药品集中带量采购(第一批)拟中选/备选结果的通知》显示，公司产品洛索洛芬钠凝胶贴膏拟中选该次集中带量采购。拟中选价格(元/盒):2贴/盒36.38,3贴/盒54.56,4贴/盒72.75;拟中选数量:首年:联盟地区本企业采购期首年预采购量100%(1,445,851贴)且获得增量的使用;第二年:重新报量,原则上不少于首年协议采购量(具体数量待各联盟地区待分配量分配后确定)。拟供应省份:广东、山西、江西、河南、广西、海南、贵州、青海、宁夏、新疆、新疆生产建设兵团。

表5：广东联盟洛索洛芬凝胶贴膏降价幅度温和

生产企业	产品名称	剂型	规格	包装规格	价格单位	结果	拟中选价格（元）
九典制药	洛索洛芬钠凝胶贴膏	贴膏剂	每贴(14cm×10cm)含膏体 10g;含洛索洛芬钠 100mg(以 C15H17NaO3 计)	3 贴/盒	贴	拟中选	18.1875
			每贴(14cm×10cm)含膏体 10g;含洛索洛芬钠 100mg(以 C15H17NaO3 计)	2 贴/盒	贴	拟中选	18.1875
			每贴(14cm×10cm)含膏体 10g;含洛索洛芬钠 100mg (以 C15H17NaO3 计)	4 贴/盒	贴	拟中选	18.1875

数据来源：广东药品交易中心、开源证券研究所

洛索洛芬钠凝胶贴膏 2021 年销售额 8.49 亿元，2022 年销售额 13.03 亿元，同比增速达到 53.5%，考虑到国内日益增长的需求，公司产品良好的性能，以及供给端较好的竞争格局，我们预计未来几年，公司的洛索洛芬钠依然有望维持增长。

图9：洛索洛芬钠凝胶贴膏销售额快速增长


数据来源：公司年报、开源证券研究所

公司目前还有多个透皮给药剂型药物正处于不同阶段。酮洛芬凝胶贴膏重磅上市，有望成为镇痛新星。利多卡因凝胶贴膏 2023 年上半年已经报产，后续吲哚美辛、椒七麝、氟比洛芬凝胶贴剂也将陆续报产。同时还有 PDX-02、PDX-03、PDX-04 等多个改良型抗炎药、镇痛药处于研究阶段。凭借着丰富的产品线，公司在透皮给药领域有望占据龙头地位。

表6：公司在研管线丰富

国家	进展	适应症
利多卡因凝胶贴膏	申报生产	带状疱疹后遗神经痛，疼痛，局部麻醉，麻醉，术后疼痛，中毒，室性心动过速，室性心律失常，室性早搏，心律失常，心肌梗死、糖尿病周围神经痛、神经痛、糖尿病周围神经病变，三叉神经痛
吲哚美辛凝胶贴膏	开展临床	适用于类风湿关节炎、风湿性关节炎、肩周炎以及其它炎症性疼痛
椒七麝凝胶贴膏	开展临床	膝骨关节炎
PDX-02	开展临床	疼痛,炎症

PDX-03	开展临床	疼痛,炎症、骨关节炎,肩周炎,肌腱炎,腹膜炎, 肱骨外上髁炎, 肌肉骨骼疼痛
酮洛芬贴剂	已获批临床	适用于治疗下列疾病引起的症状: 风湿性关节炎及类风湿性关节炎, 肩周炎(关节僵硬, 疼痛), 腱鞘炎, 肌腱炎, 肌肉痛, 外伤引起的疼痛, 肿胀(挫伤, 扭伤等)
氟比洛芬贴剂	已获批临床	下列疾病及症状的镇痛、消炎: 骨关节炎、肩周炎、肌腱及腱鞘炎、腱鞘周围炎、肱骨外上髁炎(网球肘)、肌肉痛、外伤所致肿胀、疼痛
PDX-04	临床前	骨关节炎,类风湿关节炎,下背痛

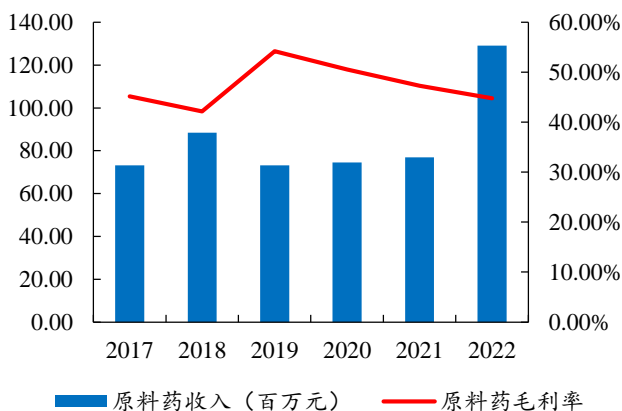
资料来源: 公司年报、insight 数据库、开源证券研究所

3、原料药及药用辅料增长迅速，多个制剂陆续获批，有望借助集采快速放量

公司已经有铝碳酸镁、铝镁加、多库酯钠、西甲硅油、盐酸阿考替胺、磷酸奥司他韦、氟比洛芬等多个原料药、辅料产品投产。截至 2022 年末，公司及子公司共完成了 70 个原料药的备案登记，其中已转 A 品种 37 个。报告期内新增备案登记 20 个，与制剂共同审评审批结果转为 A 的品种 5 个。截至 2022 年末，九典宏阳完成了 77 个药用辅料注册批件的备案登记，其中已转 A 品种 53 个。报告期内新增备案登记 16 个。

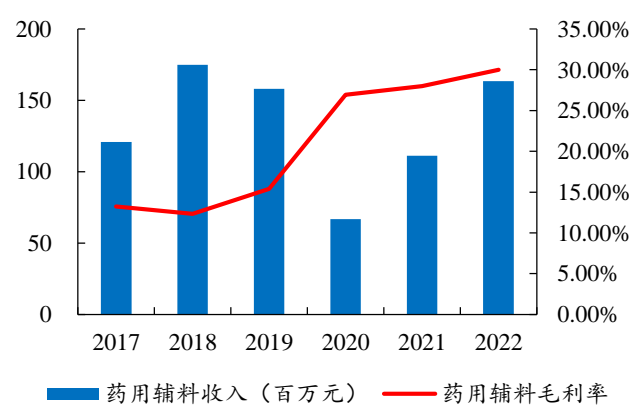
2019 年公司原料药及药用辅料的生产由九典制药转移到子公司九典宏阳，生产受到一定影响，目前转移已全部完成，生产已逐步恢复，2022 年公司原料药收入 129.08 百万元；同比增长 66.77%。2020 年公司对辅料产品结构进行了优化，调整了产品结构，降低了低毛利辅料产品的销售，因此收入同比有所下降但毛利率却大幅提升，随着新产品的陆续放量 2021 年起辅料业务恢复增长。

图10: 2022 年原料药营收大幅度增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: 2020 年以来药业辅料业务营收持续提升



数据来源: Wind、开源证券研究所

公司近来有洛索洛芬钠片、乙酰半胱氨酸颗粒、铝碳酸镁咀嚼片、胶体果胶铋

干混悬剂等多个制剂获批，新产品陆续获批后有望借助集采迅速放量。

表7：公司近年来仿制药获批数量众多

药物	官方批准日期	审评结论
硝呋太尔阴道片	2018/3/14	批准生产
胶体果胶铋干混悬剂	2018/8/7	批准生产
克霉唑阴道片	2018/8/7	批准生产
琥珀酸亚铁片	2019/9/3	批准生产
洛索洛芬钠片	2020/10/29	批准生产
铝碳酸镁咀嚼片	2021/1/5	批准生产
利伐沙班片	2021/5/24	批准生产
依巴斯汀片	2021/7/1	批准生产
瑞舒伐他汀钙片	2021/7/23	批准生产
厄贝沙坦氢氯噻嗪片	2021/9/28	批准生产
奥硝唑片	2021/12/24	批准补充
乙酰半胱氨酸颗粒	2022/10/11	批准生产

资料来源：insight 数据库、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设

1. 洛索洛芬钠凝胶贴膏可通过广东联盟集采持续快速放量，酮洛芬巴布膏获批上市后快速增长、氟比洛芬凝胶贴膏和吲哚美辛凝胶贴膏有望陆续获批上市，公司将形成完备的非甾体抗炎药透皮给药药剂产品群。公司近年来也有多个制剂新品种获批、通过一致性评价、申报生产，未来有望借助集采实现弯道超车。预计制剂业务2023-2025年收入增速分别为29%/29%/27%。
2. 我们认为原料药产品可以维持持续每年一定的立项和申报数量，逐步发展为覆盖胃肠道疾病、心血管系统、解热镇痛类、抗感染系列用药等多领域。药用辅料业务持续开发新产品，带动生产供能。
3. 植物提取物与其他业务收入保持小幅度增长。

表8：公司制剂业务在洛索洛芬钠凝胶贴膏带动下快速增长

项目	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
制剂						
收入（百万元）	795	1359	1930	2491	3212	4086
yoy	21%	71%	42%	29%	29%	27%
毛利率	84.74%	88.31%	89.51%	90.28%	90.76%	91.01%
原料药						
收入（百万元）	380	510	627	752	888	1030
yoy	-10%	34%	25%	20%	18%	16%
毛利率	75.71%	80%	81%	82%	82%	82%
药用辅料						
收入（百万元）	67	111	164	221	287	359
yoy	-58%	66%	47%	35%	30%	25%
毛利率	27%	28%	30%	32%	33%	34%
植物提取物及其他						
收入（百万元）	40	35	60	72	83	96
yoy	15%	-11%	71%	20%	15%	15%
毛利率	8%	16%	17%	18%	19%	19%

数据来源：Wind、公司年报、开源证券研究所

4.2、盈利预测与估值

由于公司洛索洛芬钠凝胶贴膏等核心产品快速增长，我们上调 2023 年营收预测为 30.14 亿元（原值为 29.27 亿元）。新增 2024-2025 年公司收入分别为 38.67/48.72 亿元，考虑到酮洛芬凝胶贴膏前期推广费用较大，我们下调 2023 年的归母净利润预测为 3.53 亿元（原值为 3.82 亿元）；新增 2024-2025 年公司归母净利润为 4.60/5.84 亿元，2023-2025 年的 EPS 为 1.02/1.34/1.69 元，当前股价对应 PE 分别为 26.7/20.4/16.1 倍。目前洛索洛芬钠凝胶贴膏处于快速放量期，酮洛芬巴布膏获批上市，此外多个药物正处于不同研发阶段，公司制剂产品线持续丰富，有望成为国内透皮给药剂型药物龙头企业。

我们选取了奇正藏药、恩华药业和兴齐眼药等同属于外用、镇痛药物生产企业作为可比公司。与可比公司 2023-2025 年平均估值相比，目前公司估值低于平均水平，随着公司业绩逐步兑现，预计估值中枢有望提升，维持“买入”评级。

表9：预计 2023、2024、2025 年公司估值低于可比公司平均值，有提升空间

公司	代码	股价（元）	EPS（元）				PE			
			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
九典制药	300705	27.30	0.78	1.02	1.34	1.69	36.4	26.7	20.4	16.1
可比公司										
奇正藏药	002287	23.43	0.89	1.03	1.24	1.42	25.65	22.71	18.92	16.48
恩华药业	688189	29.49	0.89	1.10	1.35	1.69	27.46	26.88	21.83	17.41
兴齐眼药	300573	193.00	2.39	3.70	6.11	8.62	52.33	52.07	31.59	22.40
平均			1.39	1.94	2.90	3.91	35.15	33.89	24.11	18.76

数据来源：Wind、开源证券研究所（除九典制药外，其余公司盈利预测为 Wind 一致预期，股价为 6 月 13 日收盘价）

5、风险提示

- (1) 竞品上市速度超预期；
- (2) 行业竞争加剧；
- (3) 洛索洛芬钠凝胶贴膏降价幅度超预期；
- (4) 酮洛芬市场推广不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1020	1206	1082	1198	1424
现金	398	346	590	640	724
应收票据及应收账款	262	480	0	0	0
其他应收款	2	3	4	5	6
预付账款	7	20	14	30	26
存货	214	241	357	407	551
其他流动资产	136	117	117	117	117
非流动资产	725	1093	1381	1718	2078
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	589	584	900	1254	1614
无形资产	77	100	102	105	110
其他非流动资产	59	409	379	359	354
资产总计	1745	2300	2463	2917	3501
流动负债	370	444	344	391	461
短期借款	54	72	72	72	120
应付票据及应付账款	109	144	0	0	0
其他流动负债	208	229	272	319	340
非流动负债	276	303	295	291	281
长期借款	224	231	224	219	210
其他非流动负债	51	71	71	71	71
负债合计	646	747	639	682	742
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	235	343	343	343	343
资本公积	279	485	485	485	485
留存收益	516	725	1000	1352	1782
归属母公司股东权益	1099	1553	1824	2235	2760
负债和股东权益	1745	2300	2463	2917	3501

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	191	269	639	514	568
净利润	204	270	353	460	584
折旧摊销	55	61	58	84	114
财务费用	13	14	5	3	8
投资损失	-3	-2	-1	-1	-2
营运资金变动	-92	-118	234	-18	-117
其他经营现金流	13	44	-9	-14	-18
投资活动现金流	-230	-431	-345	-420	-471
资本支出	126	413	346	421	473
长期投资	-100	-20	0	0	0
其他投资现金流	-4	2	1	1	2
筹资活动现金流	284	121	-50	-45	-61
短期借款	43	18	0	0	49
长期借款	154	7	-7	-5	-10
普通股增加	0	108	0	0	0
资本公积增加	0	206	0	0	0
其他筹资现金流	86	-218	-43	-40	-100
现金净增加额	245	-41	244	50	36

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1628	2326	3014	3867	4872
营业成本	350	517	678	866	1086
营业税金及附加	21	27	39	50	61
营业费用	832	1220	1583	2030	2558
管理费用	46	65	101	125	149
研发费用	146	201	261	335	426
财务费用	13	14	5	3	8
资产减值损失	-16	-6	0	0	0
其他收益	25	25	21	22	23
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	3	2	1	1	2
资产处置收益	0	0	-0	-0	-0
营业利润	226	291	379	496	628
营业外收入	3	1	3	2	2
营业外支出	2	2	3	2	2
利润总额	226	290	379	495	628
所得税	22	21	27	35	44
净利润	204	270	353	460	584
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	204	270	353	460	584
EBITDA	287	360	436	574	735
EPS(元)	0.59	0.78	1.02	1.34	1.69

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	66.4	42.9	29.6	28.3	26.0
营业利润(%)	146.2	29.0	30.3	30.6	26.8
归属于母公司净利润(%)	148.3	32.0	30.8	30.5	26.8
获利能力					
毛利率(%)	78.5	77.8	77.5	77.6	77.7
净利率(%)	12.5	11.6	11.7	11.9	12.0
ROE(%)	18.6	17.4	19.3	20.6	21.1
ROIC(%)	14.2	14.4	15.7	17.1	17.8
偿债能力					
资产负债率(%)	37.0	32.5	25.9	23.4	21.2
净负债比率(%)	-1.7	2.3	-9.5	-9.6	-8.9
流动比率	2.8	2.7	3.1	3.1	3.1
速动比率	2.1	2.1	2.1	1.9	1.8
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.2	1.3	1.4	1.5
应收账款周转率	7.9	6.6	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	5.1	5.4	12.7	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.59	0.78	1.02	1.34	1.69
每股经营现金流(最新摊薄)	0.55	0.78	1.85	1.49	1.65
每股净资产(最新摊薄)	2.99	4.51	5.30	6.49	8.01
估值比率					
P/E	46.0	34.9	26.7	20.4	16.1
P/B	9.1	6.1	5.2	4.2	3.4
EV/EBITDA	32.2	25.8	20.9	15.8	12.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn