

九典制药 (300705.SZ) 快速成长的特色制剂企业

2021年01月07日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

杜佐远 (分析师)

王斌 (分析师)

duzuoyuan@kysec.cn

wangbin@kysec.cn

证书编号: S0790520050003

证书编号: S0790520070005

日期	2021/1/6
当前股价(元)	24.88
一年最高最低(元)	28.29/10.58
总市值(亿元)	58.39
流通市值(亿元)	32.93
总股本(亿股)	2.35
流通股本(亿股)	1.32
近3个月换手率(%)	156.21

● 九典制药: 快速成长的特色制剂企业

九典制药产品包括药品制剂、原料药/辅料等, 随着洛索洛芬钠凝胶膏的快速放量, 公司制剂业务收入占比逐步提升, 中长期来看以洛索洛芬钠凝胶膏为代表的透皮给药制剂将驱动公司业绩快速增长。我们预计 2020-2022 年公司收入分别为 10.89/16.36/22.32 亿元, 同比增长 17.9%/50.2%/36.4%, 归母净利润为 0.80/1.80/2.98 亿元, 同比增长 45.9%/124.7%/65.0%, 当前股价对应 PE 分别为 72.7/32.4/19.6, 首次覆盖给予“买入”评级。

● 非甾体抗炎药物透皮给药剂型具有较大潜力, 公司有望成为业内领军企业

凝胶膏属于透皮给药剂型, 与传统橡胶膏、软膏和黑膏药相比具有无残留、不污染衣物、对皮肤无刺激性等优点。样本医院数据显示近年来我国非甾体抗炎药物透皮给药剂型销售额快速增长, 2012-2019 年复合增速高达 41%, 其中, 凝胶剂型占主导地位。我们通过测算后我们发现, 我国非甾体抗炎药凝胶剂和贴剂销量低于日本, 若再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。除洛索洛芬钠凝胶膏外, 公司目前还有多个透皮给药剂型药物正处于不同阶段, 凭借着丰富的产品线, 有望在透皮给药领域占据龙头地位。

● 多个制剂陆续获批, 有望借助集采快速放量; 原料药、辅料重回增长轨道

公司近年来有洛索洛芬钠片等多个制剂获批, 也有利伐沙班片等多个制剂申报生产, 新产品陆续获批后有望借助集采迅速放量。目前已经有铝碳酸镁、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 20 多个原料药、辅料产品投产, 目前生产场地转移已全部完成, 产能已逐步恢复。随着新产品陆续放量, 预计 2021 年起原料药和辅料业务将重回增长轨道。

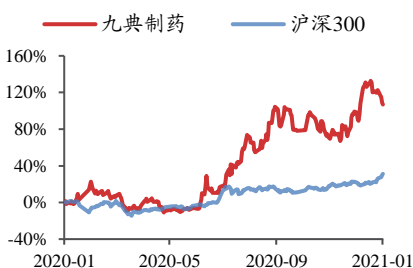
● **风险提示:** 竞品上市速度超预期, 行业竞争加剧; 洛索洛芬钠凝胶膏降价幅度超预期。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	801	924	1,089	1,636	2,232
YOY(%)	49.9	15.3	17.9	50.2	36.4
归母净利润(百万元)	72	55	80	180	298
YOY(%)	5.0	-23.5	45.9	124.7	65.0
毛利率(%)	59.6	67.5	75.4	75.7	76.3
净利率(%)	9.0	6.0	7.4	11.0	13.3
ROE(%)	10.0	7.2	9.6	18.0	23.2
EPS(摊薄/元)	0.31	0.23	0.34	0.77	1.27
P/E(倍)	81.1	106.0	72.7	32.4	19.6
P/B(倍)	8.1	7.7	7.0	5.8	4.5

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

股价走势图



数据来源: 贝格数据

目 录

1、 九典制药：快速成长的特色制剂企业	3
2、 非甾体抗炎药物透皮给药剂型具有较大潜力，公司有望成为业内领军企业	4
3、 多个制剂陆续获批，有望借助集采快速放量	9
4、 盈利预测与投资建议	10
4.1 关键假设	10
4.2 盈利预测和估值	10
5、 风险提示	11
附：财务预测摘要	12

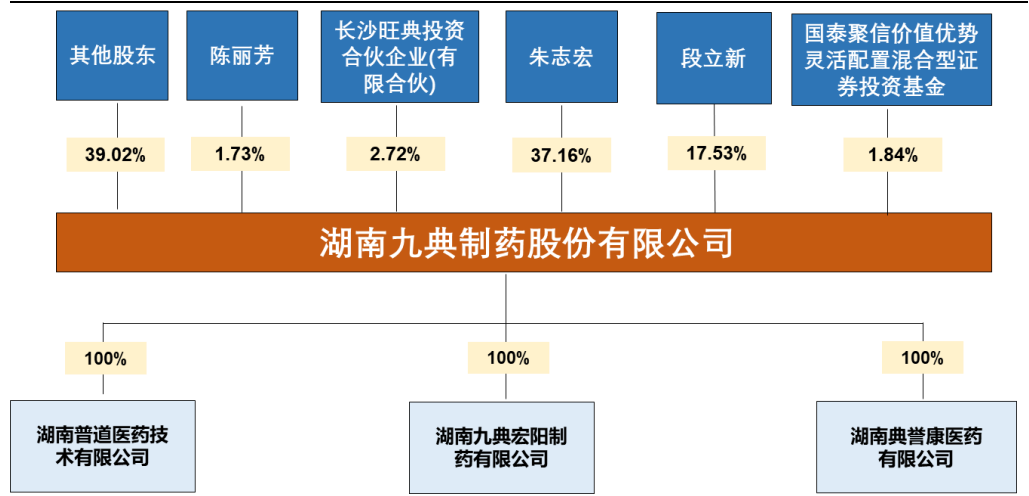
图表目录

图 1： 公司实际控制人为董事长朱志宏先生（持股比例为截至 2020 年 3 季度末）	3
图 2： 近年来公司收入和利润基本保持增长态势	3
图 3： 制剂收入占比逐步提升	3
图 4： 公司整体毛利率稳步提升	4
图 5： 公司销售费用率增加较快，净利率企稳回升	4
图 6： 样本医院凝胶剂和贴剂非甾体抗炎药物销售额快速增长	6
图 7： 凝胶剂型占市场主导地位	6
图 8： 北京泰德氟比洛芬凝胶贴膏占市场主导地位	6
图 9： 样本医院凝胶剂型非甾体抗炎药物销售额快速增长	7
图 10： 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	7
图 11： 洛索洛芬钠凝胶膏样本医院销售额快速增长	8
图 12： 洛索洛芬钠凝胶膏收入和销售快速增长	8
图 13： 公司原料药毛利率较为稳定	9
图 14： 2020 年上半年公司辅料业务毛利率提升	9
表 1： 国内已有多种非甾体抗炎药的凝胶剂和贴剂获批	5
表 2： 凝胶剂销量远高于贴剂	6
表 3： 中国非甾体抗炎药凝胶剂、贴剂销量低于日本	8
表 4： 公司近年来有多个仿制药获批、多个仿制药申报生产	9
表 5： 公司制剂业务在洛索洛芬钠凝胶膏带动下快速增长	10
表 6： 2021 年和 2022 年公司估值低于可比公司平均值，有提升空间	11

1、九典制药：快速成长的特色制剂企业

九典制药成立于2001年，2017年10月在深交所创业板上市，目前公司实际控制人为董事长朱志宏先生。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和湖南典誉康医药有限公司3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技术服务。公司产品包括药品制剂、原料药、药用辅料及植物提取物四大类别，涵盖抗感染药、抗过敏药、消化系统药、呼吸系统药、心脑血管药、妇科药、补益类、外用贴膏剂等领域。

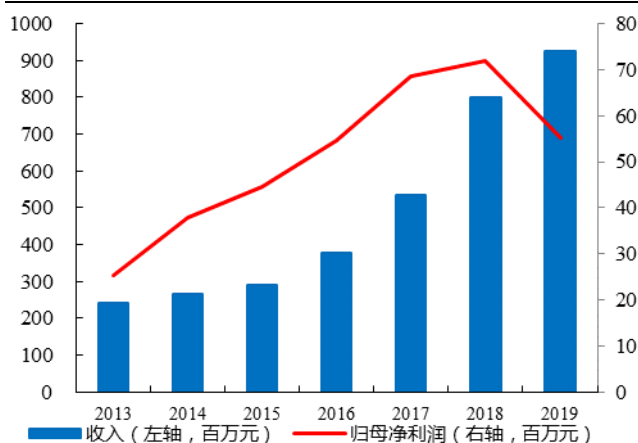
图1：公司实际控制人为董事长朱志宏先生（持股比例为截至2020年3季度末）



资料来源：公司公告、开源证券研究所

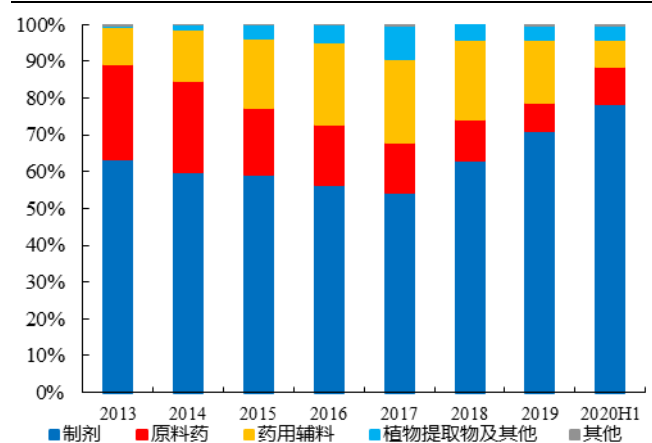
公司近年来收入和利润基本保持增长态势。2019年由于公司销售模式中合作经销模式比例逐步加大，市场推广费用增长较快，且公司为进一步提升核心竞争力，持续加大研发投入，归母净利润有所下滑。2020年前三季度公司实现营业收入6.57亿元（-0.4%），归母净利润5519万元（+45.77%），其中3季度单季实现营业收入2.64亿元（+12.94%），归母净利润2236万元（+139.54%），呈加速增长态势。随着洛索洛芬钠凝胶膏的上市和其他制剂的自然增长，自2017年起公司制剂业务收入占比逐步提升。

图2：近年来公司收入和利润基本保持增长态势



数据来源：公司公告、开源证券研究所

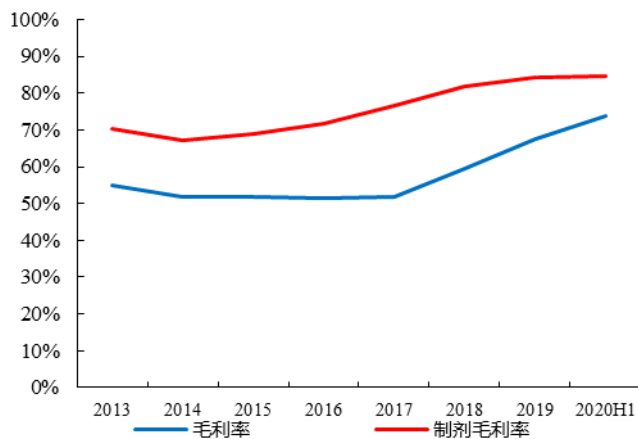
图3：制剂收入占比逐步提升



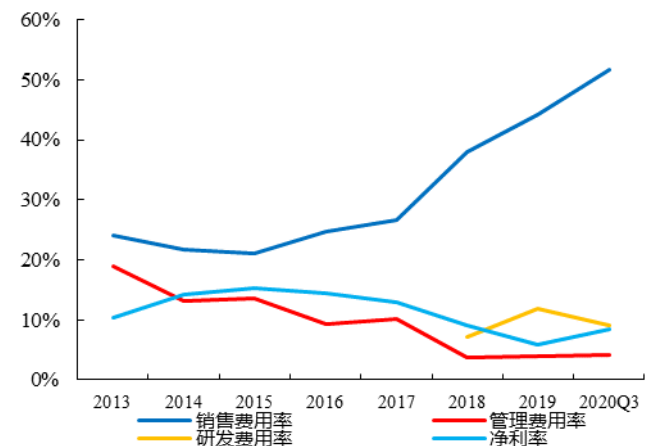
数据来源：公司公告、开源证券研究所

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。公司销售费用率增长较快，主要是由于洛索洛芬纳凝胶膏于 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将得到较大提升，但需更多的承担市场开发及学术推广费、广告宣传等销售推广费用。

由于销售费用的快速增长，公司净利率自 2017 年起呈现下滑态势，但 2020 年前 3 季度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；洛索洛芬纳凝胶膏的销售逐步进入成熟期，预计销售费用率也将逐步稳定，公司净利率仍有一定改善空间。

图4：公司整体毛利率稳步提升


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图5：公司销售费用率增加较快，净利率企稳回升


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、非甾体抗炎药物透皮给药剂型具有较大潜力，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)、阿尔兹海默症治疗药物 (卡巴拉汀) 等。

疼痛是肌肉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，提高的用药安全性，因此被广泛用于肌肉骨骼系统疾病所致的急、慢性疼痛的管理。

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，涂于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、黑膏药相比具有无残留、不污染衣物、对皮肤无刺激性等优点。早期我国曾批准一些有效成分为中成药的凝胶膏剂上市，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。

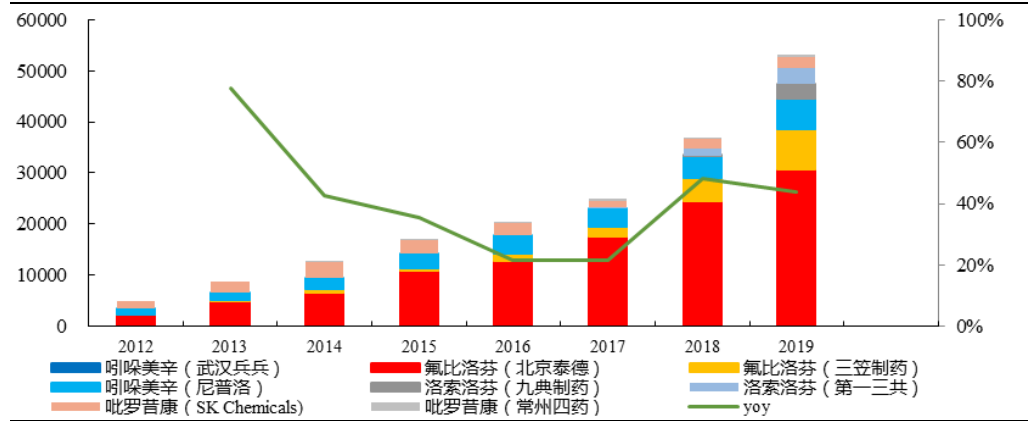
表1: 国内已有多种非甾体抗炎药的凝胶剂和贴剂获批

厂家	药物	用法	适应症	中标价 (元/贴)	日费用 (元)
尼普洛	吲哚美辛	贴用于患处	运动创伤（如扭伤、拉伤、肌腱损伤等）引起的局部软组织疼痛。慢性软组织劳损（如颈部、肩背、腰腿等）所致的局部酸痛。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	13.32	13.32-26.64
武汉兵兵	巴布膏	每日1-2次	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	10.53	10.53-21.06
北京泰德	氟比洛芬	一日2次，贴于患处	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	10.56	21.13
三笠制药	凝胶贴膏			9.65	19.29
九典制药	洛索洛芬钠凝胶膏	一日1次，贴于患处	骨关节炎，肌肉痛，外伤导致肿胀疼痛的消炎和镇痛	26.38	26.38
青州尧王	吲哚美辛凝胶贴膏	每日1-2次	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。	---	---
第一三共	洛索洛芬钠贴剂	1日1次	用于骨关节炎、肌肉痛、外伤导致肿胀疼痛的消炎和镇痛	14.39	14.39
常州四药	吡罗昔康	每次1贴，每日1次	用于缓解骨关节炎、腱鞘炎、肌痛、骨关节痛、外伤后引起的疼痛	3.44	3.44
SK化工株式会社	贴片			14.57	14.57
久光制药	复方水杨酸甲酯薄荷醇贴剂	每天贴用不超过4次，每次贴用不超过8小时。	用于缓解肌肉疲劳、肌肉疼痛、颈肩部、腰痛、跌打扭伤、关节疼痛以及冻疮。	---	---
羚锐制药	吲哚美辛	一日1-2次	用于肌肉痛、肩部僵硬酸痛、腰痛、关节痛、腱鞘炎（手和腕部疼痛）、肘部疼痛（网球肘等）及跌打损伤、扭伤引起的疼痛。	6.80	6.80-13.6
Maeda 制药	贴片				

资料来源：米内网、药智网、开源证券研究所

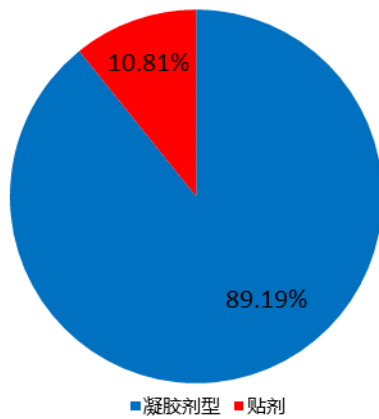
2012-2019年，非甾体抗炎药物透皮给药剂型样本医院销售额快速增长，从4907万元增长至53094万元，年复合增速高达41%。按剂型计算，凝胶剂型占主导地位，2019年样本医院销售额占比为89.19%。按产品计算，北京泰德的氟比洛芬凝胶贴膏占主导地位，2019年样本医院销售额占比为57.61%。值得注意的是公司的洛索洛芬钠凝胶膏市占率也快速提升，上市后短短2年时间就取得了5%的市占率。

图6: 样本医院凝胶剂和贴剂非甾体抗炎药物销售额快速增长



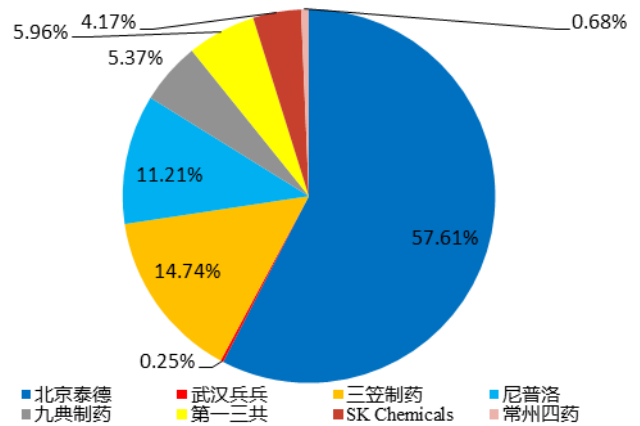
数据来源: PDB、开源证券研究所

图7: 凝胶剂型占市场主导地位



数据来源: PDB、开源证券研究所

图8: 北京泰德氟比洛芬凝胶贴膏占市场主导地位



数据来源: PDB、开源证券研究所

我们首先根据公司披露口径销售额和样本医院销售额测算出放大系数（即实际销售额/样本医院销售额，计算中忽略药品流通环节费用、增值税等），然后根据放大系数测算出我国凝胶剂和贴剂的实际销量，北京泰德的氟比洛芬凝胶贴膏和九典制药的洛索洛芬钠凝胶膏放大系数分别为 3.49 和 5.28，取平均值为 4.38。样本医院数据显示，2019 年非甾体抗炎药物凝胶剂型销量合计 4467.51 万贴，则可推算出 2019 年我国非甾体抗炎药物凝胶剂型销量为 19576 万贴（4467.51 万*3.49）；2019 年非甾体抗炎药物贴剂销量 475.52 万贴，则可推算出 2019 年我国非甾体抗炎药物凝胶剂型销量为 1660 万贴（475.52 万*3.49）。

表2: 凝胶剂销量远高于贴剂

厂家	药物	年销量 (万贴)	样本医院销售额 (万元)	公司口径销售额 (万元)	放大系数
武汉兵兵	吲哚美辛	12.52	132		
尼普洛		505.80	5954		
北京泰德	氟比洛芬	3036.97	30590	106698	3.49
三笠制药		805.45	7828		
九典制药	洛索洛芬	106.77	2854	15055	5.28
凝胶剂合计		4467.51	47357.30		
第一三共	洛索洛芬贴剂	220.62	3165.37		

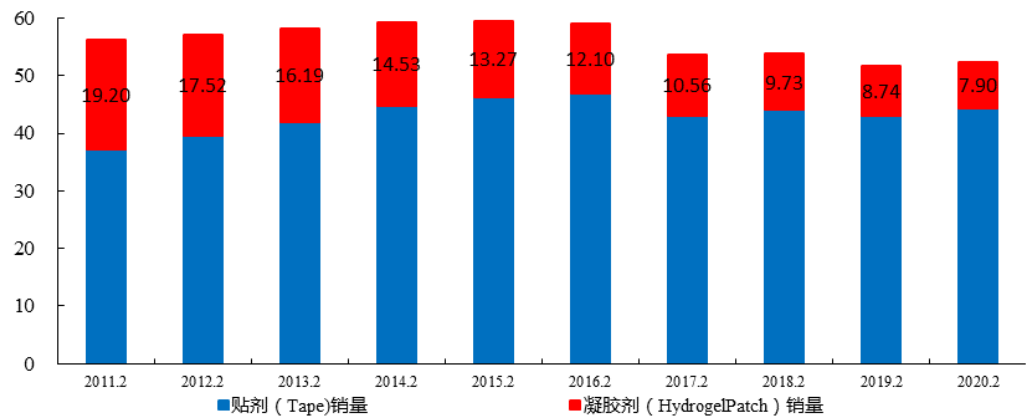
请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

厂家	药物	年销量 (万帖)	样本医院销售额 (万元)	公司口径销售额 (万元)	放大系数
SK Chemicals	吡罗昔康贴片	151.28	2212.97		
常州四药		103.63	358.69		
贴剂合计		475.52	5737.03		

数据来源: PDB、公司公告、开源证券研究所

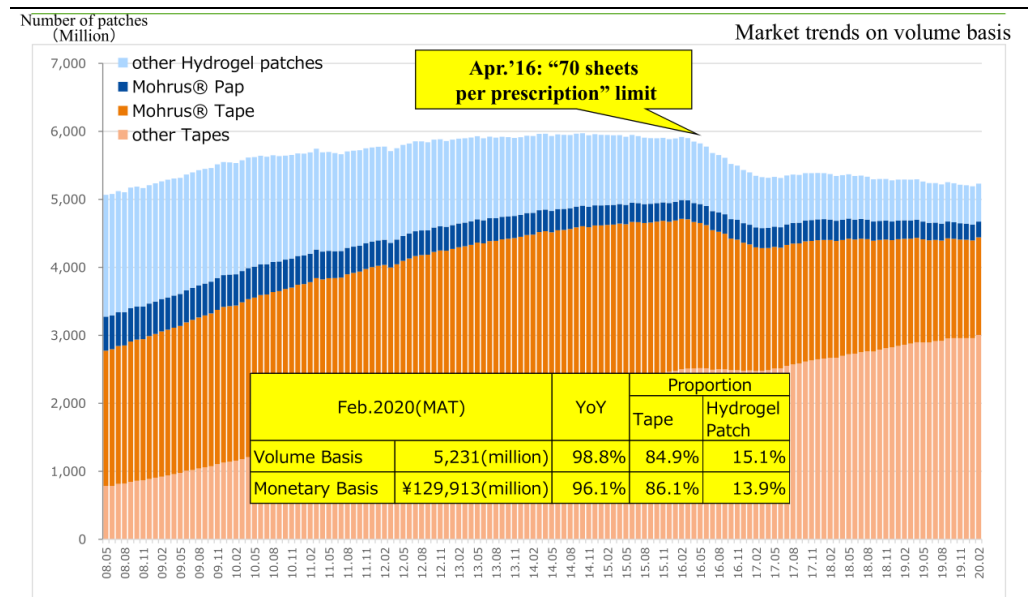
日本久光制药披露的数据显示, 日本非甾体抗炎药物透皮给药剂型近年来销售总量保持在 50-60 亿贴/年之间。2019.2-2020.2 销量为 52.31 亿贴, 其中水凝胶剂型 (Hydrogel Patch) 销量为 7.90 亿贴, 贴剂 (Tape) 销量为 44.41 亿贴。其中久光制药的 Mohrus® Tape(酮洛芬贴剂)和 Mohrus® Pap (酮洛芬水凝胶剂) 市场中占据重要地位。

图9: 样本医院凝胶剂型非甾体抗炎药物销售额快速增长



数据来源: 日本久光制药、开源证券研究所

图10: 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



Copyright ©2020 IQVIA/Calculated by Hisamitsu. based on JPM data(June.2007~Feb.2020)/Reprinted with permission

资料来源: 日本久光制药

通过对比后我们发现，我国非甾体抗炎药凝胶剂和贴剂销量低于日本，若再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。

表3: 中国非甾体抗炎药凝胶剂、贴剂销量低于日本

国家	贴剂销量 (万贴/年)	中国销量/日本销量	凝胶剂销量 (万贴/年)	中国销量/日本销量
中国	1660	0.37%	19576	24.78%
日本	444100		79000	

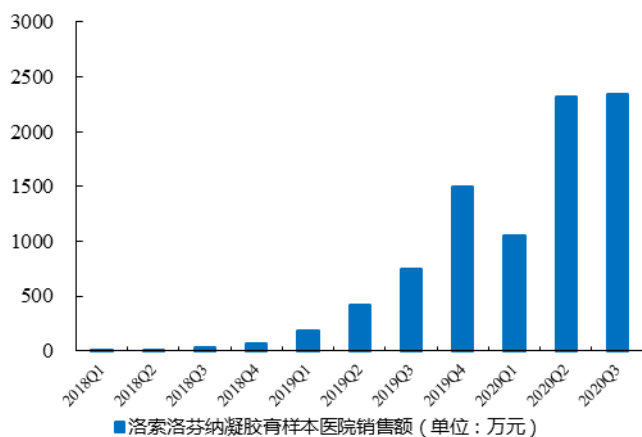
数据来源：日本久光制药、开源证券研究所

根据南方所全国城市公立医院和城市药店统计数据，2018 年外用止痛药物市场规模 142 亿元，同比增长 7.7%，按此增速推算 2019 年我国外用止痛市场规模为 152.9 亿元。目前市面上的外用止痛药主要以中成药为主，根据南方所全国城市公立医院和城市药店统计数据显示 2018 年外用止痛市场中中成药销售额占比 86%。我们认为非甾体抗炎药物透皮给药剂型具有较大潜力，一是由于人口老龄化进程加快，风湿和类风湿等骨骼和肌肉类疼痛患者增多，此外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，二是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，安全性高。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。

洛索洛芬纳凝胶膏是公司制剂板块的核心品种，已经成长为公司制剂销售排名第一的主导产品。2017 年洛索洛芬纳贴剂、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。

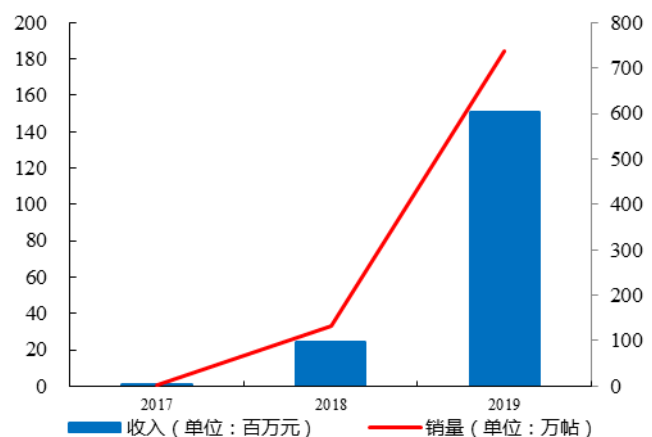
2019 年洛索洛芬纳贴剂/贴膏剂再次纳入新版全国医保，但取消了医保报销限制。样本医院数据显示，洛索洛芬纳凝胶膏快速增长，2020 年 1 季度受疫情影响环比有所下滑，但 2 季度就恢复增长。公司口径数据显示，2019 年洛索洛芬纳凝胶膏销售额为 1.51 亿元 (+525%)，销量为 737 万贴 (+452%)，2020 年上半年销售额就达到 1.4 亿元，销量同比增长达 215.94%。洛索洛芬纳凝胶膏处于快速放量阶段。

图11: 洛索洛芬纳凝胶膏样本医院销售额快速增长



数据来源：PDB、开源证券研究所

图12: 洛索洛芬纳凝胶膏收入和销量快速增长



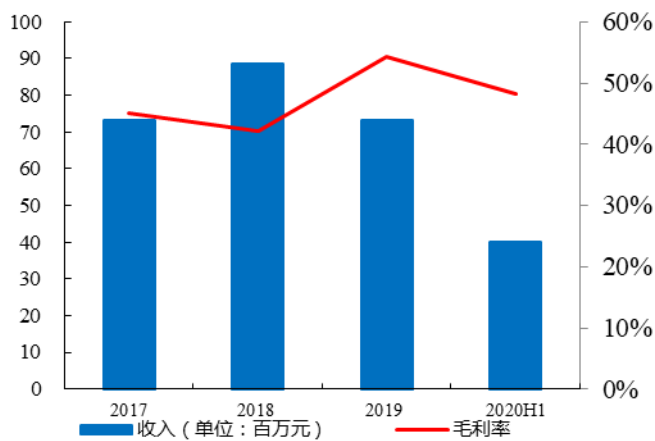
数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司目前还有多个透皮给药剂型药物正处于不同阶段。氟比洛芬凝胶膏已经申报生产，吲哚美辛凝胶贴膏已经进入临床研究阶段，酮洛芬巴布膏处于审评审批之中，后续还有 PDX-02、PDX-03、PDX-04 等多个改良型抗炎药、镇痛药处于在研阶段。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。

3、多个制剂陆续获批，有望借助集采快速放量

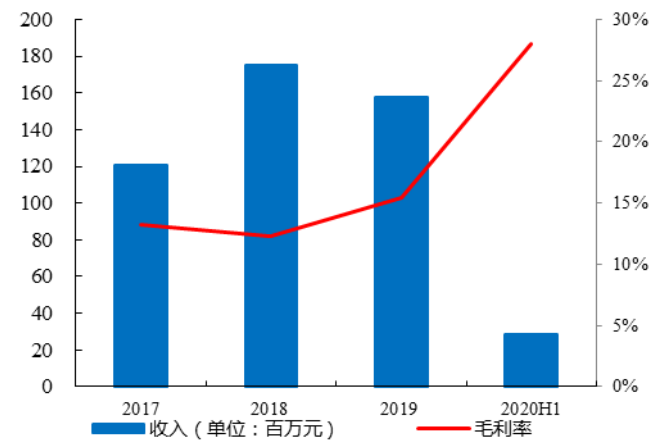
公司已经有铝碳酸镁、铝镁加、多库酯钠、西甲硅油、盐酸阿考替胺、磷酸奥司他韦、氟比洛芬等 20 多个原料药、辅料产品投产。截至 2020 年中，已申报备案登记的 35 个原料药品种中 27 个品种与制剂共同审评审批结果为“A”，53 个药用辅料品种与制剂共同审评审批结果为“A”备案登记。2019 年公司原料药及药用辅料的生 产由九典制药转移到子公司九典宏阳，生产受到一定影响，目前转移已全部完成，产能已逐步恢复，2020 年上半年公司原料药收入约为 4000 万元，同比增长 33%。公司上半年对辅料产品结构进行了优化，调整了产品结构，降低了低毛利辅料产品的销售，因此收入同比有所下降但毛利率却大幅提升，随着新产品陆续放量，预计 2021 年起辅料业务将恢复增长。

图13: 公司原料药毛利率较为稳定



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图14: 2020 年上半年公司辅料业务毛利率提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司近年来有洛索洛芬钠片等多个制剂获批，也有利伐沙班片等多个制剂申报生产，新产品陆续获批后有望借助集采迅速放量。

表4: 公司近年来有多个仿制药获批、多个仿制药申报生产

药物	阶段	时间	市场规模 (万元)
洛索洛芬钠片	获批	2020.12	7979
枸橼酸氢钾钠颗粒	获批	2020.10	3954
琥珀酸亚铁片	获批	2019.9	6047
胶体果胶铋干混悬剂	获批	2018.8	1890
克霉唑阴道片	获批	2018.8	4793
硝咪太尔阴道片	获批	2018.3	630
泮托拉唑肠溶片	过一致性评价	2020.7	13063
厄贝沙坦氢氯噻嗪片	报产	2020.7	20217
利伐沙班片	报产	2020.2	83596
瑞舒伐他汀钙片	报产	2020.1	87883
铝碳酸镁咀嚼片	报产	2019.12	9096

药物	阶段	时间	市场规模（万元）
盐酸阿考替胺片	报产	2019.12	—
铝镁加咀嚼片	报产	2019.4	—
依巴斯汀片	报产	2020.1	11450

资料来源：PDB、开源证券研究所（市场规模数据为 PDB 数据库中该品种 2019 年销售额）

4、盈利预测与投资建议

4.1 关键假设

1.洛索洛芬钠凝胶膏持续放量，酮洛芬巴布膏、氟比洛芬凝胶膏和吡罗昔康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 2020-2022 年收入增速分别为 30%/42%/33%。

2.原料药、辅料业务在完成场地转移后生产恢复正常，产能恢复，预计 2020-2020 年收入增速分别为 30%/100%/55%。

3.植物提取物收入保持小幅增长。

表5：公司制剂业务在洛索洛芬钠凝胶膏带动下快速增长

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
制剂					
收入	505	655	852	1212	1617
yoy		30%	30%	42%	33%
毛利率	81.91%	84.16%	86.60%	88.48%	89.56%
原料药					
收入	88	73	95	190	295
yoy		-17%	30%	100%	55%
毛利率	42.13%	54.20%	50.00%	51.00%	52.00%
药用辅料					
收入	175	158	100	190	276
yoy		-10%	-37%	90%	45%
毛利率	12.33%	15.40%	28.00%	32.00%	34.00%
植物提取物及其他					
收入	33	34	40	42	43
yoy		4%	16%	5%	2%
毛利率	15.78%	17.69%	15.00%	16.00%	17.00%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

4.2 盈利预测和估值

我们预计 2020-2022 年公司收入分别为 10.89/16.36/22.32 亿元，同比增长 17.9%/50.2%/36.4%，归母净利润为 0.80/1.80/2.98 亿元，同比增长 45.9%/124.7%/65.0%，

当前股价对应 PE 分别为 72.7/32.4/19.6。目前洛索洛芬钠凝胶膏处于快速放量期，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，有望成长为国内透皮给药剂型药物龙头企业。

我们选取了奇正藏药、南新制药和兴齐眼药等同属于外用止痛药物生产企业或市值较小但拥有潜力大品种的企业作为可比公司。与可比公司 2021-2022 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，首次覆盖给予“买入”评级。

表6: 2021 年和 2022 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		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
九典制药	300705	24.88	0.34	0.77	1.27	72.7	32.4	19.6
可比公司								
奇正藏药	002287	28.40	0.78	0.91	1.05	36.41	31.21	27.05
南新制药	688189	48.73	0.91	1.29	1.83	53.55	37.78	26.6
兴齐眼药	300573	101.77	0.98	2.03	3.33	103.85	50.13	30.56
平均						64.60	39.71	28.08

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 2021 年 1 月 6 日收盘价)

5、风险提示

竞品上市速度超预期，行业竞争加剧；洛索洛芬钠凝胶膏降价幅度超预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	466	454	590	995	1165
现金	171	132	254	381	520
应收票据及应收账款	154	148	208	327	403
其他应收款	0	1	1	2	2
预付账款	8	3	9	9	16
存货	109	136	83	242	190
其他流动资产	24	34	34	34	34
非流动资产	477	618	654	852	1066
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	351	534	561	735	927
无形资产	53	52	53	54	57
其他非流动资产	74	32	40	63	82
资产总计	943	1072	1244	1847	2231
流动负债	157	201	313	755	863
短期借款	50	65	209	530	675
应付票据及应付账款	55	69	41	123	95
其他流动负债	52	66	63	102	93
非流动负债	68	110	97	90	83
长期借款	30	69	56	49	42
其他非流动负债	38	41	41	41	41
负债合计	225	310	410	844	946
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	235	235	235	235	235
资本公积	279	279	279	279	279
留存收益	205	248	318	470	724
归属母公司股东权益	718	762	834	1002	1285
负债和股东权益	943	1072	1244	1847	2231

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	68	91	82	98	328
净利润	72	55	80	180	298
折旧摊销	23	38	44	54	70
财务费用	-1	4	10	23	30
投资损失	-1	0	-0	-0	-0
营运资金变动	-31	-2	-52	-160	-69
其他经营现金流	6	-4	0	0	0
投资活动现金流	-256	-179	-80	-251	-284
资本支出	257	182	36	197	215
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	1	3	-43	-54	-69
筹资活动现金流	60	45	-24	-41	-49
短期借款	46	15	0	0	0
长期借款	30	39	-13	-7	-7
普通股增加	117	0	0	0	0
资本公积增加	-117	0	0	0	0
其他筹资现金流	-16	-9	-11	-33	-43
现金净增加额	-128	-43	-22	-194	-6

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	801	924	1089	1636	2232
营业成本	324	301	269	398	529
营业税金及附加	10	12	13	20	28
营业费用	305	409	556	756	998
管理费用	29	36	41	62	84
研发费用	57	110	112	177	238
财务费用	-1	4	10	23	30
资产减值损失	2	-2	1	3	2
其他收益	5	14	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	0	0	0	0
资产处置收益	0	-0	0	0	0
营业利润	80	63	88	197	324
营业外收入	1	1	2	2	1
营业外支出	1	5	2	2	3
利润总额	79	59	87	196	323
所得税	7	4	7	15	25
净利润	72	55	80	180	298
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	72	55	80	180	298
EBITDA	102	101	136	265	417
EPS(元)	0.31	0.23	0.34	0.77	1.27

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	49.9	15.3	17.9	50.2	36.4
营业利润(%)	7.2	-21.6	39.4	124.1	65.0
归属于母公司净利润(%)	5.0	-23.5	45.9	124.7	65.0
获利能力					
毛利率(%)	59.6	67.5	75.4	75.7	76.3
净利率(%)	9.0	6.0	7.4	11.0	13.3
ROE(%)	10.0	7.2	9.6	18.0	23.2
ROIC(%)	8.6	6.3	7.3	11.8	15.5
偿债能力					
资产负债率(%)	23.9	28.9	33.0	45.7	42.4
净负债比率(%)	-7.3	6.5	7.9	25.4	19.9
流动比率	3.0	2.3	1.9	1.3	1.3
速动比率	2.1	1.4	1.5	0.9	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	1.1	1.1
应收账款周转率	5.9	6.1	6.1	6.1	6.1
应付账款周转率	7.4	4.8	4.8	4.8	4.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.31	0.23	0.34	0.77	1.27
每股经营现金流(最新摊薄)	0.29	0.39	0.35	0.42	1.40
每股净资产(最新摊薄)	3.06	3.25	3.55	4.27	5.48
估值比率					
P/E	81.1	106.0	72.7	32.4	19.6
P/B	8.1	7.7	7.0	5.8	4.5
EV/EBITDA	56.8	58.1	43.4	23.0	14.6

数据来源：贝格数据、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的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	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	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，属于机密材料，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10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16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