

九典制药 (300705) 首次覆盖报告： 经皮给药蓝海，凝胶膏剂龙头

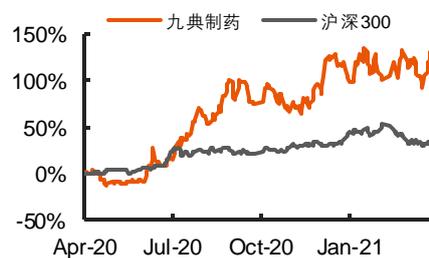
推荐 (首次)

现价：28.08 元

主要数据

行业	生物医药
公司网址	www.hnjudian.com
大股东/持股	朱志宏/37.16%
实际控制人	朱志宏
总股本(百万股)	235
流通 A 股(百万股)	132
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	65.90
流通 A 股市值(亿元)	37.16
每股净资产(元)	3.45
资产负债率(%)	23.4

行情走势图



证券分析师

韩盟盟 投资咨询资格编号
S1060519060002
021-20600641
hanmengmeng005@pingan.com.cn

叶寅 投资咨询资格编号
S1060514100001
021-22662299
yeyin757@pingan.com.cn



平安观点：

- **战略聚焦经皮给药蓝海，凝胶贴膏剂存 10 倍以上成长空间：** 公司将以凝胶贴膏剂为代表的经皮给药市场作为未来主要战略聚焦方向。目前主流凝胶贴膏剂品种均属于 NSAIDs，是骨骼肌肉系统消炎镇痛一线用药。其主要成长逻辑有二，一是替代传统中成药贴膏剂，二是 NSAIDs 外用比例提升。据我们测算，我国凝胶贴膏剂市场潜力超 200 亿元，存 10 倍以上成长空间。董事长兼实控人朱志宏先生是科班出身，注重研发。2019 年公司研发费用率 11.88%，过亿元，持续为公司开拓经皮给药市场提供弹药。
- **公司具备龙头潜质，凝胶贴膏剂管线优势明显。** 凝胶贴膏剂竞争格局好，目前国产企业仅九典制药和泰德制药具备一定市场份额，进口企业以三笠制药为主。从在研管线来看，九典制药优势明显。其中洛索洛芬钠凝胶贴膏（已上市）、酮洛芬凝胶贴膏（2021）、吲哚美辛（2022）均为首仿品种，此外公司还储备了多个 2 类改良型新药。我们预计 2023 年公司凝胶贴膏剂收入将突破 15 亿元，贡献接近 3 亿元净利润。
- **强化制剂+原辅料一体化发展战略，集采有望贡献增量。** 我们认为 2020 年或是公司原辅料业务低点，2021 年开始将迎来持续复苏。原因一，公司原料药和药用辅料批文转移已基本完成；原因二，国内疫情控制良好；原因三，公司申报了多个原料药和药用辅料高毛利新品种。而类似于泮托拉唑肠溶片、洛索洛芬钠片等仿制药“光脚品种”，则有望通过集采贡献可观增量。根据测算，两个品种合计收入有望达到 2 亿元。
- **首次覆盖，给予“推荐”评级。** 我们预计 2020-2022 年公司收入分别为 9.80 亿、16.10 亿和 22.55 亿元，归母净利润分别为 0.80 亿、1.36 亿和 2.57 亿元。参考其它特色细分领域龙头估值水平，我们给予 2022 年 45 倍 PE，对应目标市值 116 亿元。对标日本贴膏剂龙头久光制药，公司中长期市值有望达到 300-500 亿元区间。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：** 1) 研发风险：研发具备高投入、高风险特点、存在失败可能；2) 产品放量不及预期风险：因营销能力、竞争格局等因素变化，产品放量存不及预期风险；3) 政策风险：集采政策执行力度超预期。

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	801	924	980	1,610	2,255
YoY(%)	49.9	15.3	6.1	64.3	40.1
净利润(百万元)	72	55	80	136	257
YoY(%)	5.0	-23.5	45.4	70.1	88.6
毛利率(%)	59.6	67.5	74.2	73.4	76.0
净利率(%)	9.0	6.0	8.17	8.45	11.39
ROE(%)	10.0	7.2	9.6	14.2	21.4
EPS(摊薄/元)	0.31	0.23	0.34	0.58	1.09
P/E(倍)	91.5	119.7	82.3	48.4	25.7
P/B(倍)	9.2	8.6	7.9	6.9	5.5

正文目录

前言	5
一、 实控人科班出身，研发投入持续增加	6
1.1 实控人研发背景出身	6
1.2 公司经营稳健，研发投入持续增加	7
1.3 公司以制剂业务为主，收入占比持续提升	8
二、 战略聚焦经皮给药蓝海，凝胶贴膏剂 10 倍以上空间	10
2.1 战略聚焦经皮给药市场，凝胶贴膏剂收入规模跨越式增长	10
2.2 经皮给药系统是制剂创新热门方向	11
2.3 凝胶贴膏剂技术壁垒高，国内处于快速成长期	14
2.4 两条逻辑支撑凝胶贴膏剂 200 亿以上潜力空间	15
三、 公司凝胶贴膏剂管线齐全，具备龙头潜质	19
3.1 凝胶贴膏剂品种布局齐全	19
3.2 短期无需担忧集采，中长期看好基层和 OTC 端放量	22
3.3 凝胶贴膏剂放量助推业绩高增长	24
四、 强化制剂+原辅料一体化发展，集采有望贡献增量	26
4.1 新品种助推原辅料业务否极泰来	26
4.2 仿制药品种有望通过集采贡献增量	28
五、 盈利预测与投资评级	31
六、 风险提示	32

图表目录

图表 1	公司发展历程	6
图表 2	公司股权结构（截至 2020 年三季度末）	6
图表 3	公司营业收入及增速	7
图表 4	公司归母净利润及增速	7
图表 5	公司毛利率和净利润变化情况	7
图表 6	公司期间费用率变化情况	8
图表 7	公司研发费用及其增速	8
图表 8	公司主要产品及用途	8
图表 9	公司收入结构变化	9
图表 10	公司毛利占比变化	10
图表 11	公司各业务板块毛利率比较	10
图表 12	公司凝胶贴膏剂产品销售规模及其预测	11
图表 13	适合经皮给药的物质性质	11
图表 14	全球经皮给药市场空间预测（亿美元）	12
图表 15	化合物新药、新型制剂及仿制药研发情况对比	12
图表 16	FDA 批准的经皮给药制剂品种	13
图表 17	FDA 批准的经皮给药制剂	13
图表 18	目前凝胶贴膏剂常用基质	14
图表 19	我国经皮给药市场格局	15
图表 20	样本医院非中成药贴膏剂销售规模及增速	15
图表 21	我国慢性疼痛镇痛市场测算	16
图表 22	样本医院贴膏剂治疗领域销售额分布	16
图表 23	传统橡胶膏剂与新型凝胶贴膏剂比较	16
图表 24	NSAIDs 分类及主要品种	17
图表 25	样本医院骨骼与肌肉用药销售规模及增速	17
图表 26	样本医院骨骼与肌肉用药外用药物占比持续提升	18
图表 27	NSAIDs 主要凝胶贴膏剂和口服剂型日用药金额对比	18
图表 28	NSAIDs 外用剂型市场潜力预测	19
图表 29	九典制药凝胶贴膏剂管线储备	19
图表 30	样本医院氟比洛芬销售额及增速	20
图表 31	样本医院氟比洛芬凝胶贴膏剂销售额及增速	20
图表 32	泰德制药氟比洛芬凝胶贴膏剂销售额及增速	20
图表 33	样本医院吲哚美辛销售额及增速	21
图表 34	样本医院吲哚美辛凝胶贴膏剂销售额及增速	21
图表 35	样本医院洛索洛芬销售额及增速	21
图表 36	九典制药洛索洛芬钠凝胶贴膏剂销售额及增速	21

图表 37	2015-2019 年日本酮洛芬贴膏剂销售规模及增速.....	22
图表 38	NSAIDs 主要品种外用剂型批文汇总及预测	22
图表 39	中国公立医疗机构终端中成药贴膏剂销售终端格局.....	23
图表 40	2019 年公立医疗机构终端中成药贴膏剂 Top10 品种.....	23
图表 41	中国零售终端中成药贴膏剂销售规模及增速.....	24
图表 42	合作经销模式和招商代理模式比较.....	24
图表 43	公司制剂产品不同销售模式占比	25
图表 44	公司凝胶贴膏剂品种收入、利润预测.....	25
图表 45	公司原料药和药用辅料销售规模及增速	27
图表 46	公司原料药 CDE 登记情况	27
图表 47	公司原料药、药用辅料收入预测	28
图表 48	主要仿制药研发项目	28
图表 49	主要一致性评价研发项目	29
图表 50	公立医疗机构洋托拉唑口服剂型销售额及增速	29
图表 51	公立医院终端洋托拉唑口服剂型竞争格局.....	29
图表 52	九典制药洋托拉唑肠溶片集采后规模测算.....	30
图表 53	公立医疗机构洛索洛芬钠口服剂型销售额及增速.....	30
图表 54	公立医院终端洛索洛芬钠口服剂型竞争格局.....	30
图表 55	九典制药洛索洛芬钠片集采后规模测算	31
图表 56	公司制剂板块收入预测.....	31
图表 57	公司收入及毛利率预测.....	32
图表 58	各细分领域龙头 2020-2022 年估值比较（可比公司估值来自 Wind 一致预测）.32	

前言

九典制药战略聚焦经皮给药蓝海市场，凝胶贴膏剂管线储备优势明显，有望迎来持续高速放量。市场对于该优质细分领域尚未有充分认识。目前日本经皮给药龙头久光制药市值约 375 亿元人民币，上市以来巅峰市值曾超过 600 亿元人民币。九典制药当前市值仅 60 亿元左右，具备巨大成长空间。

同时，我们认为市场对九典制药解读还存在诸多不充分之处，因此本报告将围绕以下问题进行解答。

1) 市场认为凝胶贴膏剂壁垒不高，新进入者容易打破目前良好的竞争格局。

我们的观点：凝胶贴膏剂技术壁垒很难被攻克，短期内难有新竞争者出现。凝胶贴膏剂是一个完整的释药体系，透皮吸收技术是关键，涉及新型、高性能药用辅料的开发以及皮肤科学研究。同时在制备过程中不仅要考虑基质原料各组分的加入顺序、添加方式、搅拌强度等，还要充分考虑基质与药物的相容性、药物的形状及添加比例对成型工艺的影响等等。九典制药从 2003 年开展研发凝胶贴膏剂，第一个品种洛索洛芬钠凝胶贴膏于 2017 年才获批上市。考虑到技术壁垒攻克和临床研究、审评审批等所需要的时间，我们认为短期内难有新竞争者进入。

2) 市场认为目前市场主要凝胶贴膏剂品种均是仿制药，易受带量采购影响。

我们的观点：无需过于担心集采影响。且因集采的品间替代作用，口服剂型的集采在一定程度上会促进凝胶贴膏剂的放量。主要有以下 4 个原因：1) 通过一致性评价企业 ≥ 3 家的条件难以满足。凝胶贴膏剂中目前只有吲哚美辛具备 3 个及以上的批文数（但九典制药 70mg 是独家规格），氟比洛芬预计到 2022 年，而洛索洛芬和酮洛芬预计 2023 年都满足不了 3 家；2) 目前贴膏剂一致性评价细则尚未公布，一致性评价需要时间，且贴膏剂审评审批标准日益提高，此前获得批文的企业不一定能通过一致性评价；3) 九典制药研发管线丰富，个别品种集采对公司整体影响有限；4) 目前凝胶贴膏剂主要在公立医院销售，集采后 OTC 端仍具备广阔增长空间。

3) 市场认为公司在研凝胶贴膏剂品种均是同类产品，具备明显的互相替代作用。

我们的观点：NSAIDs 外用市场潜力超 200 亿，足够容纳多个 10 亿元以上的大品种。目前市场主流凝胶贴膏剂品种均属于 NSAIDs，主要两条成长逻辑。逻辑一是对传统中成药贴膏剂的替代，逻辑二是 NSAIDs 外用比例的提升。根据我们的测算，NSAIDs 外用市场空间超过 200 亿元，足够支撑多个 10 亿元以上品种。同时，产品管线的价值在于提升单个医院的销售天花板，是公司的核心竞争力之一。

一、实控人科班出身，研发投入持续增加

1.1 实控人研发背景出身

九典制药前身湖南维康制药有限公司成立于 2001 年，2003 年改名为九典制药。2017 年公司在创业板 IPO，2018 年本部迁至长沙高新区。

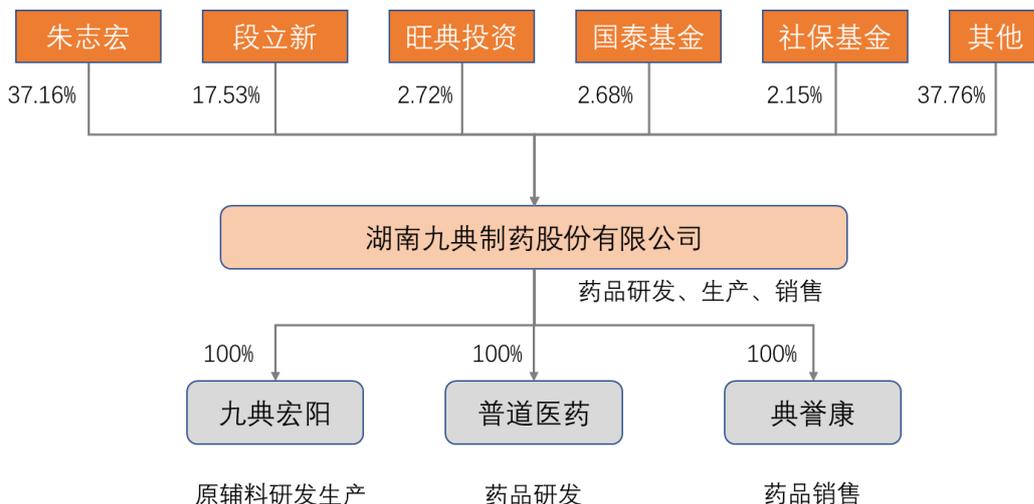
图表1 公司发展历程



资料来源：公司官网、平安证券研究所

朱志宏先生为公司实际控制人，医药研发背景出身。朱志宏先生为公司控股股东、实际控制人，截至 2020 年三季度末持有公司 37.16% 的股份。朱志宏先生 1984 年毕业于湖南师范大学化学系，1989 年于兰州大学化学系研究生毕业，长期从事药品的研发和生产工作，2001 年创办公司以来一直担任董事长职务。董事长注重研发，自公司成立即为研发带头人。

图表2 公司股权机构（截至 2020 年三季度末）



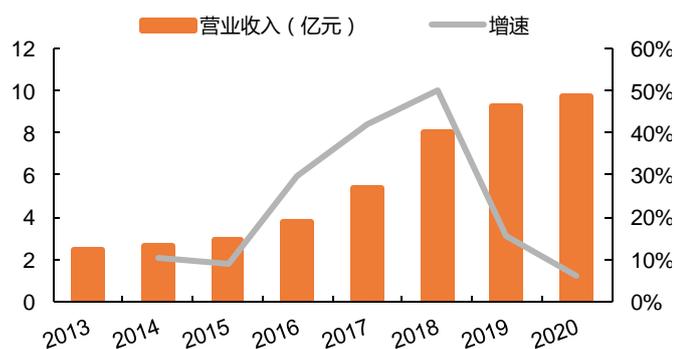
资料来源：公司公告、平安证券研究所

公司拥有三家全资子公司，产业布局完善。其中九典宏阳为公司原辅料生产基地，位于望城经开区；普道医药主要负责药品研发，典誉康负责药品销售，均位于公司总部长沙高新区。此外，公司制剂和中药的生产基地在浏阳经开区。

1.2 公司经营稳健，研发投入持续增加

公司经营业绩持续稳健增长。2013-2020年公司业绩持续稳健增长，其中收入 CAGR 为 22%，归母净利润 CAGR 为 18%。2020 年公司实现收入 9.78 亿元，同比增长 6%；实现归母净利润 8023 万元，同比增长 46%。净利润增速大幅高于收入增速，主要原因是公司整体毛利率提升明显，导致净利率较 2019 年有显著改善。

图表3 公司营业收入及增速



资料来源：公司公告、平安证券研究所

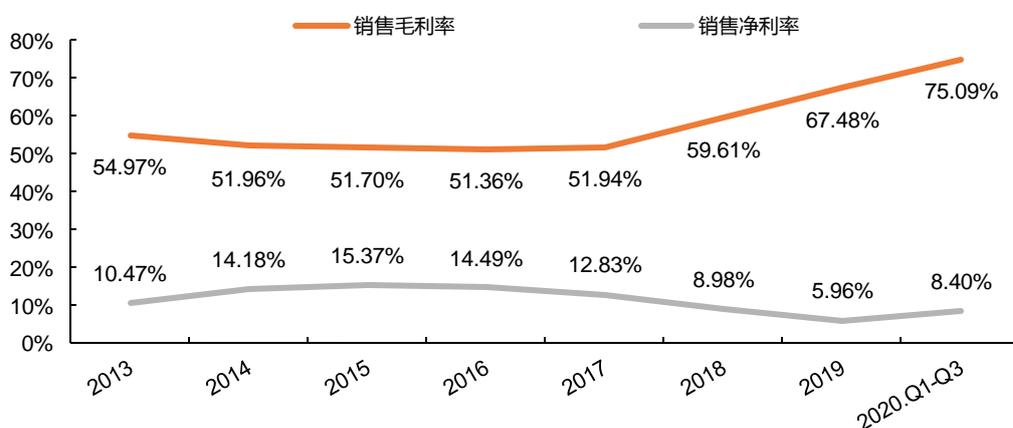
图表4 公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告、平安证券研究所

公司盈利能力逐步回升。2017年以后公司毛利率持续快速提升，我们认为主要跟高毛利的制剂品种销售占比增加以及制剂、原料药板块本身毛利率持续提升有关。而由于毛利率的改善幅度大于销售费用率的增加幅度，公司净利率 2019 年触底后也逐步回升。

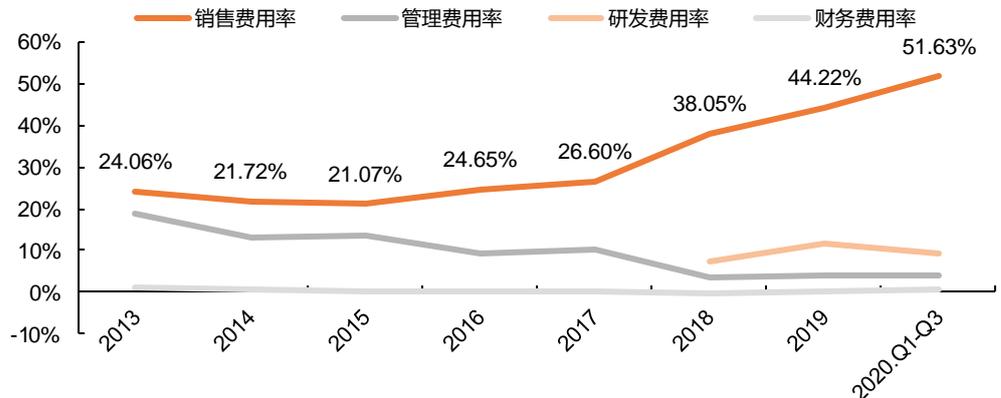
图表5 公司毛利率和净利润变化情况



资料来源：公司公告、平安证券研究所

2018年后公司销售费用率大幅增加，主要来自学术推广费增加。2017年公司新产品洛索洛芬钠凝胶贴膏上市后，公司加大学术推广力度，销售费用率开始大幅增加。2020年前三季度公司销售费用率达到 51.63%。2017年到 2019 年，公司销售费用分别为 1.42 亿、3.05 亿和 4.09 亿元，其中学术推广费用分别为 0.92 亿、2.53 亿和 3.55 亿元，销售费用增加主要来自于学术推广费用的增加。

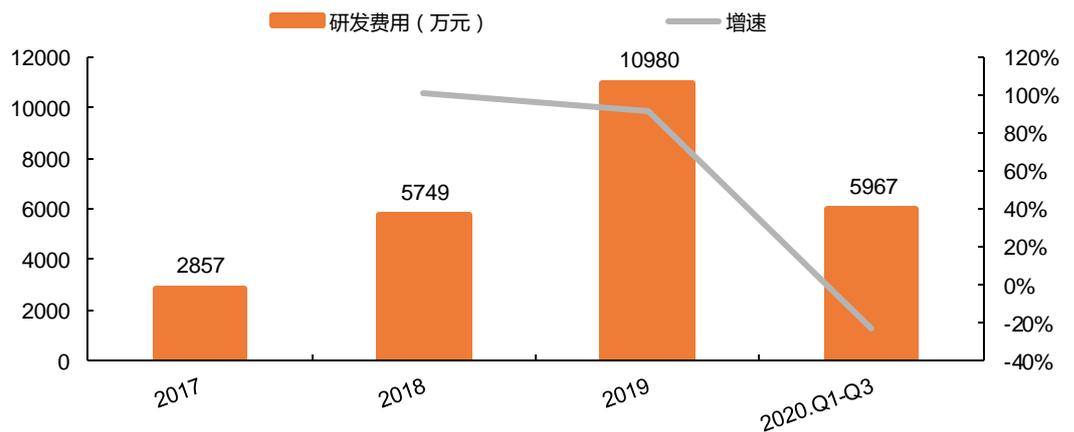
图表6 公司期间费用率变化情况



资料来源：公司公告、平安证券研究所

研发费用率同样提升明显。研发费用金额由 2017 年的 2857 万元快速提升至 2019 年的 1.10 亿元。研发费用率由 2017 年的 5.34% 提升至 2019 年的 11.88%。

图表7 公司研发费用及其增速



资料来源：公司公告、平安证券研究所

1.3 公司以制剂业务为主，收入占比持续提升

公司产品主要包括药用制剂（包括化药和中药）、原料药、药用辅料及植物提取物四大类别。公司产品系列丰富，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，主导产品洛索洛芬钠凝胶贴膏、盐酸左西替利嗪、奥硝唑、地红霉素等原料药及口服制剂市场份额位居行业前列。公司生产的原料药、药用辅料、植物提取物一方面用于公司药品制剂生产，保证了公司制剂产品的质量和成本优势，另一方面销售给其他国内外医药生产企业。

图表8 公司主要产品及用途

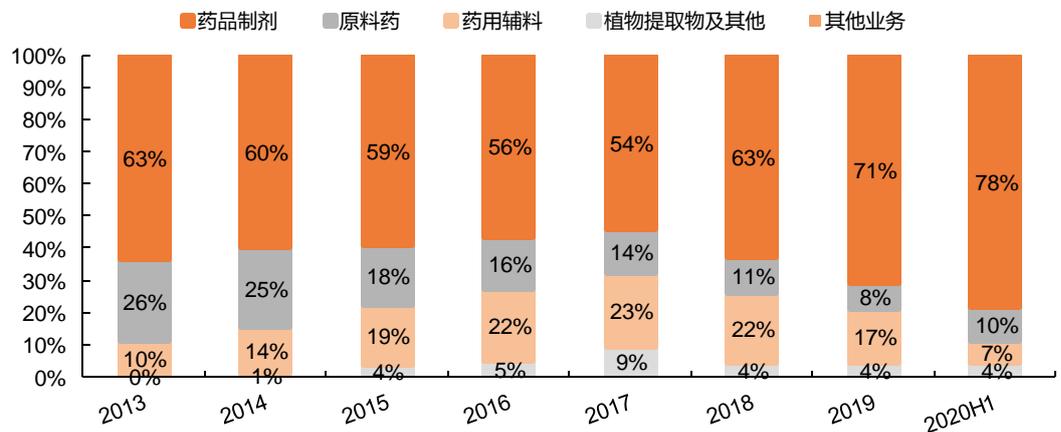
序号	产品名称	功能主治/用途
1	洛索洛芬钠凝胶贴膏	骨关节炎、肌肉痛等消炎、镇痛
2	奥硝唑原料药及制剂	用于治疗由厌氧菌感染引起的多种疾病

3	盐酸左西替利嗪	用于荨麻疹、过敏性鼻炎、湿疹、皮炎、皮肤瘙痒症等
4	泮托拉唑钠肠溶片	活动性消化性溃疡、反流性食管炎和卓-艾氏综合征
5	地红霉素原料药及制剂	呼吸道感染、皮肤感染等
6	肝复乐胶囊	健脾理气，化痰软坚，清热解毒。适用于肝郁脾虚为主证的原发性肝癌
7	克林霉素磷酸酯片	适用于由链球菌属、葡萄球菌属及厌氧菌属等敏感菌株所致的中耳炎、鼻窦炎等；皮肤软组织感染
8	苹果酸氯波必利片	用于因胃排空延缓、胃食管返流、胃炎、食道炎所引起的上腹饱胀等症，糖尿病性胃轻瘫和恶心呕吐时的对症治疗
9	四物膏	调经养血。用于血虚所致的月经量少，色淡，头晕乏力
10	参苓口服液	理脾和胃，消食化滞。适用于小儿脾胃不和，食滞难消的厌食，消化不良
11	协日嘎四味汤胶囊	利尿，泻湿热。用于急性下尿路感染属膀胱热证者，症见尿急、尿频、尿道灼热刺痛等
12	琥珀酸亚铁片	用于缺铁性贫血的预防和治疗
13	胶体果胶铋干混悬剂	本品适用于治疗消化性溃疡，特别是幽门螺杆菌相关性溃疡，亦可用于慢性浅表性和萎缩性胃炎。

资料来源：公司公告、平安证券研究所

药品制剂是主要收入来源，占比 78%。2020H1 公司药品制剂收入占比达到 78%，2017 年以来持续提升，主要得益于洛索洛芬钠凝胶贴膏等新品种的快速放量。而原料药、药用辅料及植物提取物占比自 2017 年开始持续下降，2020H1 分别占比 10%、7%和 4%。

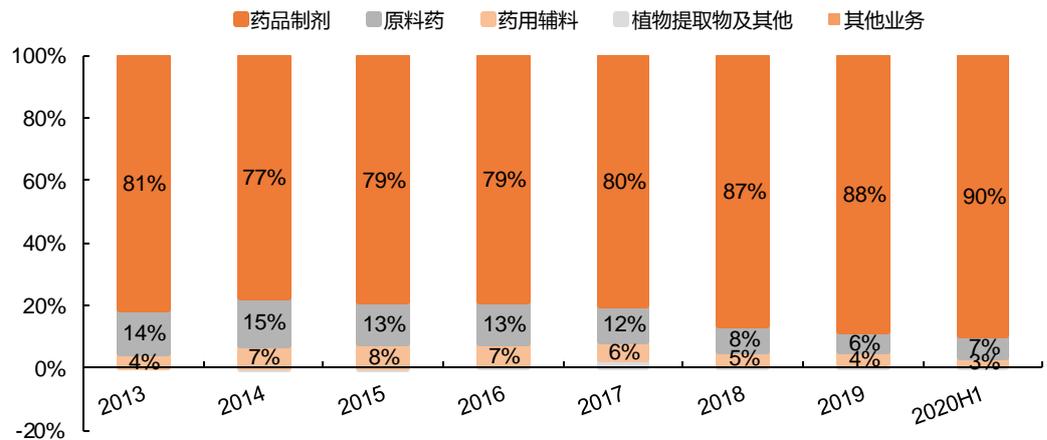
图表9 公司收入结构变化



资料来源：公司公告、平安证券研究所

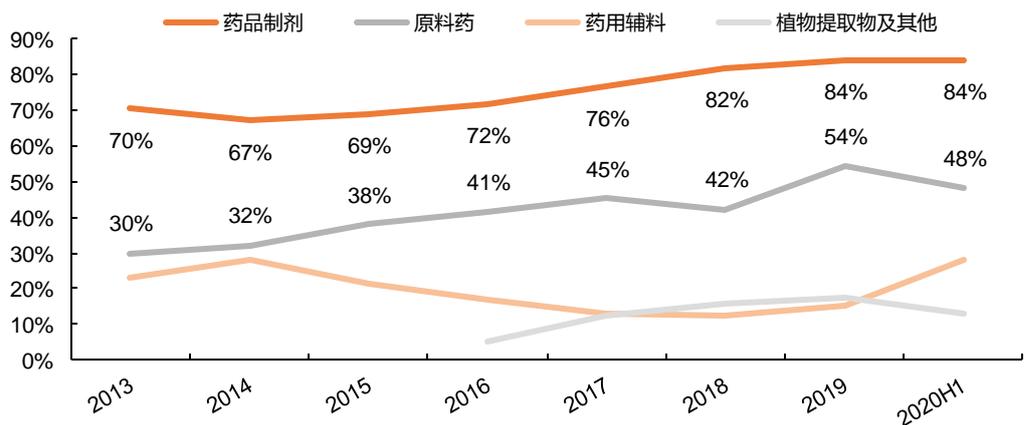
药品制剂毛利占比高达 90%。2020H1 药品制剂毛利占比高达 90%，呈持续上升趋势。一方面是由于药品制剂收入占比提升，另一方面是因为药品制剂毛利率高于其他板块，达 84%。原料药、药用辅料和植物提取物毛利占比分别为 7%、3%和 1%，毛利率分别为 48%、28%和 13%。

图表10 公司毛利占比变化



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表11 公司各业务板块毛利率比较



资料来源：公司公告、平安证券研究所

二、 战略聚焦经皮给药蓝海，凝胶贴膏剂 10 倍以上空间

2.1 战略聚焦经皮给药市场，凝胶贴膏剂收入规模跨越式增长

公司是一家在制剂、原料药、药用辅料、中药等领域布局的研发驱动型医药企业，未来发展战略主要包括三个方面：一是强化制剂、原料药和辅料的一体化发展；二是在仿制药为主的基础上，仿创结合，开展改良型新药和创新药的研发；三是发展以贴膏剂、缓控释为重点的高端制剂，特别是发挥凝胶贴膏自主研发和长期积累形成的技术优势，形成局部给药的产品集群。公司第一个凝胶贴膏剂产品洛索洛芬钠凝胶贴膏于 2017 年获批上市，2020 年上半年公司凝胶贴膏剂产品销售规模达到 1.41 亿元。考虑到上半年市场推广受疫情影响，我们预计全年销售额有望达到 4 亿元左右。公司凝胶贴膏剂收入规模正实现跨越式发展。

图表12 公司凝胶贴膏剂产品销售规模及其预测



资料来源：公司公告、平安证券研究所

2.2 经皮给药系统是制剂创新热门方向

经皮给药系统 (Transdermal drug delivery systems, TDDS) 又称透皮给药系统或透皮治疗系统, 系指药物由皮肤吸收进入全身血液循环并达到有效血药浓度, 实现经临床批准的疾病治疗或预防目的。与口服和注射给药相比, 经皮给药具有如下优势: 1) 避免了口服给药可能发生的肝脏首过效应及胃肠灭活, 提高了治疗效果; 2) 维持相对恒定的血药浓度或药理效应, 增强治疗效果, 减少副作用; 3) 延长作用时间, 减少用药次数, 增加患者的顺应性; 4) 患者可以自主用药, 相对减少个体差异。但经皮给药也存在一定的局限性。皮肤是限制药物吸收程度和速度的主要屏障, 经皮给药起效慢, 且对大多数药物来说难以达到有效治疗剂量, 一些对皮肤有刺激性或过敏性的药物不适合设计成 TDDS。

经皮吸收技术是经皮给药系统的主要壁垒。皮肤由外到内分别为表皮层、真皮层和皮下层, 还包括一些附属物, 如毛囊、汗腺和皮脂腺。表皮层和真皮层对药物经皮吸收影响较为关键。其中最外层的角质层承担着皮肤的主要屏障作用, 是药物经皮吸收的主要障碍。如何使药物突破角质层进行透皮吸收, 是经皮给药系统研究的重点。影响药物经皮吸收的因素主要分为生理因素、药物性质和给药系统三个方面。透皮给药技术历经了三代发展, 其中第一代是选用小剂量、亲脂、低分子量的药物; 第二代是采用超声、离子导入和化学增强剂给药; 第三代是使用微针、电穿孔、热消融、微晶磨皮等技术。

图表13 适合经皮给药的药物性质

参数	指标
剂量	< 200 mg/d
半衰期	≤ 10 h
相对分子质量	< 400
分配系数	$1 \leq \log p \leq 4$
皮肤渗透系数	$> 0.5 \cdot 10^{-3} \text{ cm/h}$
亲脂性	$10 < K_{ow} < 1000$
口服生物利用度	低
治疗指数	低
熔点	< 200 °C

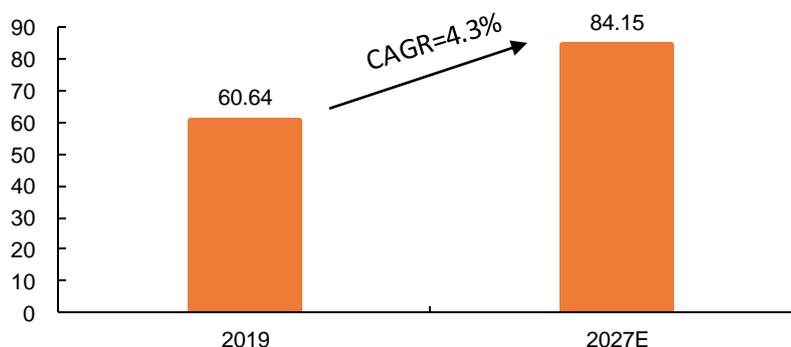
PH

5 ~ 9

资料来源:《Asian J Pharm》、平安证券研究所

伴随着经皮给药技术的突破, TDDS 领域潜力巨大。根据 Research and Markets 数据, 2019 年全球 TDDS 市场规模约 60.64 亿美元, 并预计到 2027 年达到 84.15 亿美元, CAGR 为 4.3%。TDDS 凭借高安全性、恒定的药效释放速度、高患者依从性等优势在多个治疗领域均有丰富需求。上世纪 70 年代开始, 新型经皮给药制剂率先在美国、日本等地发展起来。目前行业主要参与者包括诺华、强生 (ALZA)、Mylan、4P Therapeutics、Transdermal Corporation、Echo Therapeutics、久光制药、小林制药等。

图表 14 全球经皮给药市场空间预测 (亿美元)



资料来源: Research and Markets, 平安证券研究所

经皮给药属于改良型新药热门方向。通常来说剂型创新比分子创新性价比高。一个新化合物新药研发通常需要 10 年以上时间, 且花费数 5-10 亿美元。而以 505(b)(2)方式申报的以 TDDS 为代表的新型制剂通常只需要 5 年左右时间, 平均只需要 0.2-0.5 亿美元花费。从市场效益来看, 化合物新药通常有 5 年市场监测期, 而 505(b)(2)同样具有 3-5 年市场独占期。

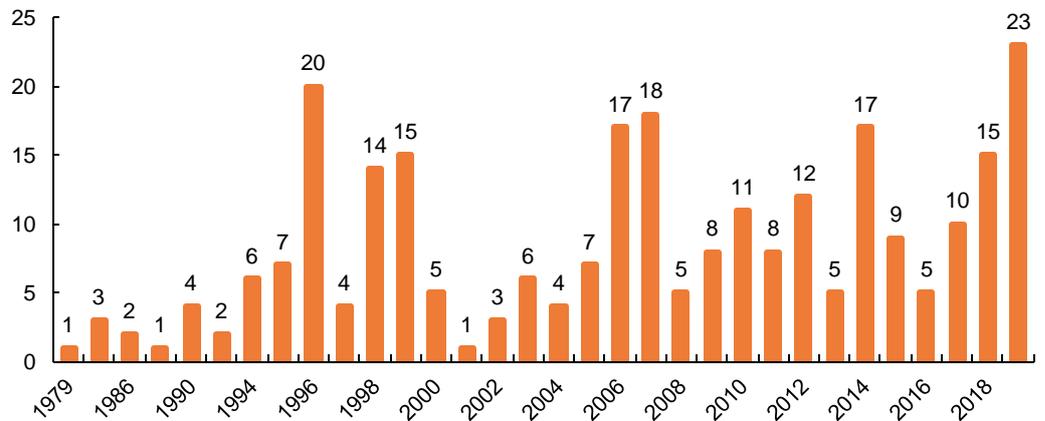
图表 15 化合物新药、新型制剂及仿制药研发情况对比

申报路径	研发时间 (年)	费用 (亿美元)	成功关键	市场监测期 (年)
化合物新药 505(b)(1)	10	5-10	新化合物	5
新型制剂 505(b)(2)	5	0.2-0.5	新技术	3-5
仿制药 505(j)	3	0.01-0.03	生物等效	0.5

资料来源:《新型制剂的研发与创新》、平安证券研究所

TDDS 成为 505(b)(2)热门方向。1979 年 FDA 批准了第一个经皮给药产品——东莨菪碱贴片, 用于治疗晕动症。此后 TDDS 获批产品逐步增多, 2019 年达到 23 个。

图表16 FDA 批准的经皮给药制剂品种



资料来源：FDA、阳光德美、平安证券研究所

TTDS 可开发用于多种适应症的治疗。FDA 已批准的 TTDS 药品涉及高血压、心绞痛、晕吐、AD、抑郁症、镇痛、尼古丁依赖、避孕和尿失禁等。虽然获批的 TTDS 药物较多，但对应的活性成分数量相对较少，主要原因是经皮给药并不适合所有药物。

图表17 FDA 批准的经皮给药制剂

活性成分	商品名	企业	批准时间	适应症
东莨菪碱	Transderm scop	葛兰素史克	1979	恶心和呕吐
可乐定	Catap ers-TTS-1	BI	1984	高血压
雌二醇	Estraderm	诺华	1986	子宫内膜癌、心血管疾病、乳腺癌
芬太尼	Duragesic-100	杨森	1990	镇痛
睾酮	Testoder m	ALZA	1993	男性性腺功能减退症
硝酸甘油	Nitro-Dur	Uspharma	1995	预防冠心病、心绞痛
尼古丁	Nicotrol	Mcneil Consumer	1996	尼古丁戒断治疗
雌二醇、醋酸炔诺酮	Combipatch	Noven	1998	心血管疾病、乳腺癌、子宫内膜癌
乙炔雌二醇、诺孕曲明	Ortho Evra	杨森	2001	避孕
奥昔布宁	OXYTROL	Allergan	2003	治疗膀胱过度活跃、急迫性尿失禁、尿急、尿频症状
雌二醇、左炔诺孕酮	Climara Pro	拜耳	2003	治疗与更年期有关的中重度血管舒缩性症状
哌醋甲酯	Daytrana	Noven	2006	注意缺陷多动障碍
司来吉兰	Emsam	Somerset	2006	重度抑郁症
利斯的明	Exelon	诺华	2007	AD、与 PD 相关的轻至中度痴呆
罗替戈汀	Nerpro	UCB	2007	早期 PD
格拉司琼	Sancuso	Kyowa Kirin	2008	预防恶心和呕吐

丁丙诺啡	Butrans	Perdue	2010	缓解中度至重度疼痛
阿塞那平	Secuado	Hisamitsu	2019	成人精神分裂症
乙炔雌二醇、左炔诺孕酮	Twirla	Agile	2020	避孕

资料来源：FDA、阳光德美、平安证券研究所

2.3 凝胶贴膏剂技术壁垒高，国内处于快速成长期

凝胶贴膏剂（原称巴布剂）是指原料药物与适宜的亲水性基质混合后涂布于背衬材料上制成的贴膏剂。属于**新型经皮给药剂型**的一种。巴布剂起源于日本的泥罨剂，在上世纪 70 年代研发成功并上市，80 年代进入欧美市场，我国对巴布剂的研发开始于 80 年代初。《中国药典》2000 版中首次正式收录了巴布膏剂，2010 版《中国药典》将巴布剂更名为凝胶膏剂，2020 年更改为凝胶贴膏剂。

凝胶贴膏剂的基质决定质量的优劣。凝胶贴膏剂主要由支持层、背衬层和膏体层三部分组成，其中膏体层是凝胶贴膏剂的基质。基质是药物的储库，对含水量、生物利用度及透气性等因素起主导作用，直接决定了凝胶贴膏剂的优劣。凝胶贴膏剂通常采用亲水性高分子材料作为骨架材料，加入交联剂、保湿剂、填充剂和透皮促渗剂等形成具有一定粘性的假塑性流体。**新型、高性能药用辅料的开发以及皮肤科学的进步是凝胶贴膏剂发展的关键。**

图表 18 目前凝胶贴膏剂常用基质

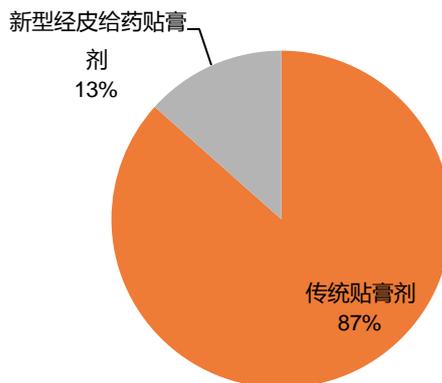
		种类	用量
水			30%~60%
骨架材料	明胶、阿拉伯胶、海藻酸钠、卡波姆、聚丙烯酸钠、聚乙烯醇等		3%~10%
交联剂	乳酸、柠檬酸、高价金属盐、氯化铝、甘羟铝		适量
保湿剂	甘油、聚乙二醇、山梨醇、丙二醇		30%~50%
填充剂	白陶土、微粉硅胶、碳酸钙、皂土、二氧化钛、氧化锌、高岭土		~20%
透皮促渗剂	丙二醇、氮酮（Azone）、薄荷油、冰片、桉叶油		~6%
其它附加剂	抑菌剂、表面活性剂、精制油、蓖麻油、PH 调节剂		适量

资料来源：《亲水性凝胶贴膏剂的研究进展》、平安证券研究所

凝胶贴膏剂的成型工艺复杂，壁垒较高。凝胶贴膏剂成型工艺分为基质成型工艺和制剂成型工艺。因此，在制备过程中不仅要考虑基质原料各组分的加入顺序、添加方式、搅拌强度等，还要充分考虑基质与药物的相容性、药物的形状及添加比例对成型工艺的影响。**因此凝胶贴膏剂的成型工艺壁垒较高，构成企业核心竞争力。**中成药凝胶贴膏剂多为复方制剂，因此对制备工艺要求更高。目前我国尚未形成中成药凝胶贴膏剂系统的制备工艺，仍需进一步发展。

2019 年我国经皮给药市场规模约 130 亿元，仍由传统贴膏剂主导。根据米内网数据，2019 年我国城市零售药店中成药贴膏剂 Top10 品种合计销售额 35 亿元，占比超过 70%，则我国零售药店中成药贴膏剂总规模约 50 亿元；2019 年公立医疗机构终端中云南白药膏突破 10 亿元，占中成药贴膏剂的 17%，则公立医疗机构总规模约 60 亿元。而**新型经皮给药制剂目前占比较小，以氟比洛芬、吲哚美辛和洛索洛芬等镇痛类凝胶贴膏剂品种为主。**根据 PDB 数据，样本医院非中成药贴膏剂市场规模约 4.85 亿元，按 3.5 的系数计算，则实际市场规模约 17 亿元。**则我们认为 2019 年我国经皮给药市场规模合计约 127 亿元。**

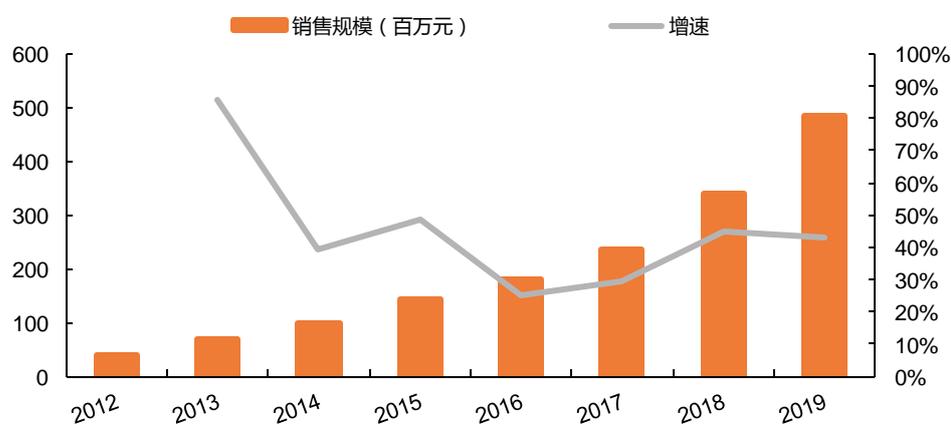
图表19 我国经皮给药市场格局



资料来源：米内网、PDB、平安证券研究所

我国新型经皮给药制剂快速放量。根据 PDB 数据，2019 年非中成药贴膏剂销售规模 4.85 亿元，同比增长 42.93%，2012-2019 年 CAGR 高达 44.05%，增速远高于传统贴膏剂。其中**凝胶贴膏剂品种**销售额为 4.74 亿元，同比增长 41.93%，2012-2019 年 CAGR 为 45.61%。我国凝胶贴膏剂行业仍处于快速成长期。

图表20 样本医院非中成药贴膏剂销售规模及增速



资料来源：PDB、平安证券研究所

2.4 两条逻辑支撑凝胶贴膏剂 200 亿以上潜力空间

我国消炎镇痛治疗需求旺盛，市场空间超 500 亿元。疼痛是继呼吸、心跳、血压、脉搏的第五大生命特征，是由强烈刺激（或称为伤害性刺激）引起组织损伤而引起的不愉快的感觉，可分为短暂性疼痛、急性疼痛和慢性疼痛。其中慢性疼痛是指持续时间超过 3 个月的疼痛，是影响人群健康的最普遍问题之一。根据流行病学调查结果显示：**慢性疼痛的整体患病率为 24.9%，中国城市为 8.91%（以北京为例）。**按 8.91%患病率计算，则我国慢性疼痛人数约 1.25 亿人。长期受疼痛困扰会严重影响患者的健康和生活质量，不仅给患者带来极大的痛苦，还会导致人体各器官系统的功能紊乱。因此，我国消炎镇痛治疗市场需求旺盛。**假设慢性疼痛患者中 20%接受治疗，年均治疗费用为 2000 元，则我国镇痛市场规模将达到 500 亿元。**

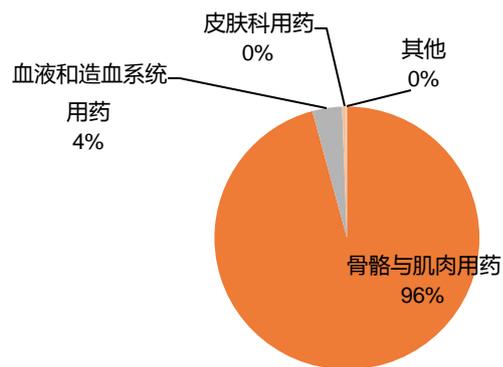
图表21 我国慢性疼痛镇痛市场测算

	测算
慢性疼痛发病率	8.91%
2019年患病人数(亿人)	1.25
治疗率	20%
年均费用(元/年)	2000
市场规模(亿元)	500

资料来源:《肌肉骨骼系统慢性疼痛管理专家共识》、平安证券研究所

骨骼肌肉镇痛是贴膏剂主要适应症。无论是零售还是医院市场,消炎镇痛都是贴膏剂产品主要应用领域。以PDB数据为例,2019年样本医院贴膏剂市场中骨骼与肌肉用药销售额占比高达96%。主要原因包括:1)疼痛发病率高,且以对症治疗为主,市场空间大;2)我国传统橡胶膏就是以消肿止痛适应症为主,该类患者对贴膏剂接受程度高;3)海外凝胶贴膏剂原研以非甾体抗炎药为主,临床优势明显,目前我国化药凝胶贴膏剂主要为其仿制药。

图表22 样本医院贴膏剂治疗领域销售额分布



资料来源:PDB、平安证券研究所

凝胶贴膏剂成长逻辑一:对传统中药贴膏剂的替代

与以橡胶膏为代表的我国传统贴膏剂相比,凝胶贴膏剂具备以下优势:1)含水量高、透气性好,皮肤刺激性小,不易发生过敏反应;2)载药量大,透皮吸收效率高,临床效果好;3)锁水性强,可反复粘贴;4)敷贴舒适性强,无撕揭痛感,没有皮肤贴痕,无异味;5)活性成分以化药为主,更容易被临床医生所接受。

图表23 传统橡胶膏剂与新型凝胶贴膏剂比较

	橡胶膏剂	凝胶贴膏剂
安全性	含水量低,皮肤刺激性大,易过敏	含水量高,透气性好,不易过敏
临床效果	载药量小,透皮吸收效率低	载药量大,透皮吸收效率高
使用次数	单次使用	锁水性强,可反复粘贴

敷贴舒适性	有撕揭痛感，有皮肤贴痕，有异味	无撕揭痛感，无皮肤贴痕，无异味
活性成分	中成药为主	化药为主，临床医生接受度高

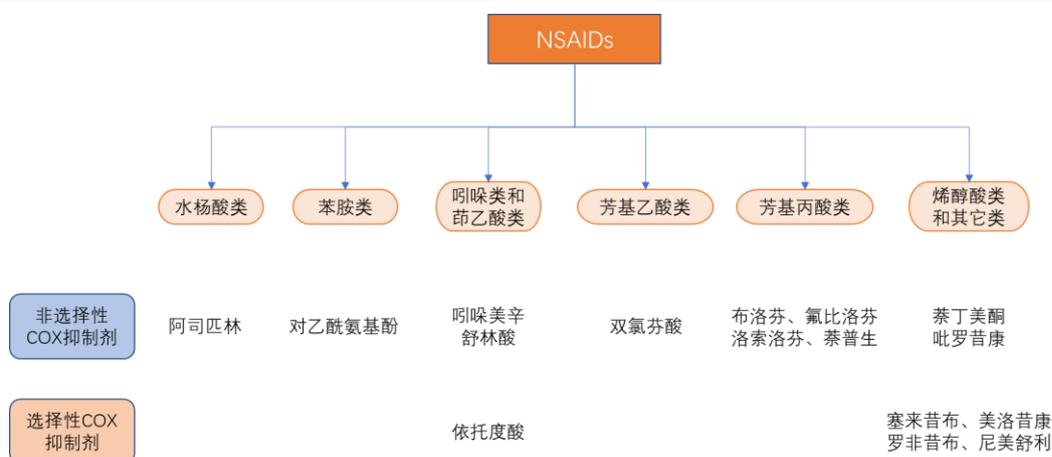
资料来源：平安证券研究所

假设凝胶贴膏剂对传统贴膏剂销售额替代率达到 50%，则对应市场规模约 55 亿元。

凝胶贴膏剂成长逻辑二：NSAIDs 外用比例提升

非甾体抗炎药在镇痛治疗中占据主导地位。非甾体抗炎药 (NSAIDs) 通过抑制细胞膜花生四烯酸代谢过程中环氧化酶 (COX) 的生物活性，减少前列腺素 (PGs) 的合成与聚积，从而发挥解热、镇痛、消炎及抗风湿作用。NSAIDs 是治疗类风湿关节炎、骨关节炎、颈肩腰腿疼、痛风以及各类轻中度疼痛的一线用药。目前国内外主流凝胶贴膏剂品种均属于 NSAIDs。

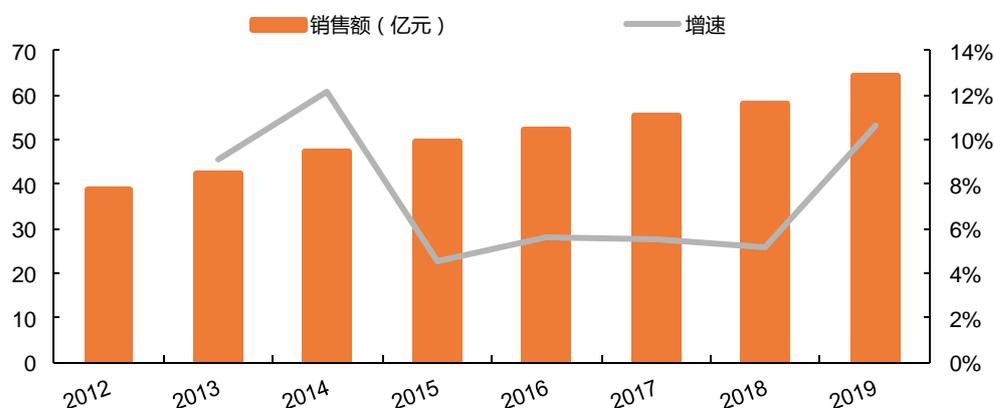
图表 24 NSAIDs 分类及主要品种



资料来源：平安证券研究所

我国骨骼肌肉系统用药以 NSAIDs 等消炎镇痛药物为主。2019 年样本医院销售规模为 64.32 亿元，对应实际规模在 250 亿元以上，同比增长 10.64%，2012-2019 年 CAGR 为 7.49%。

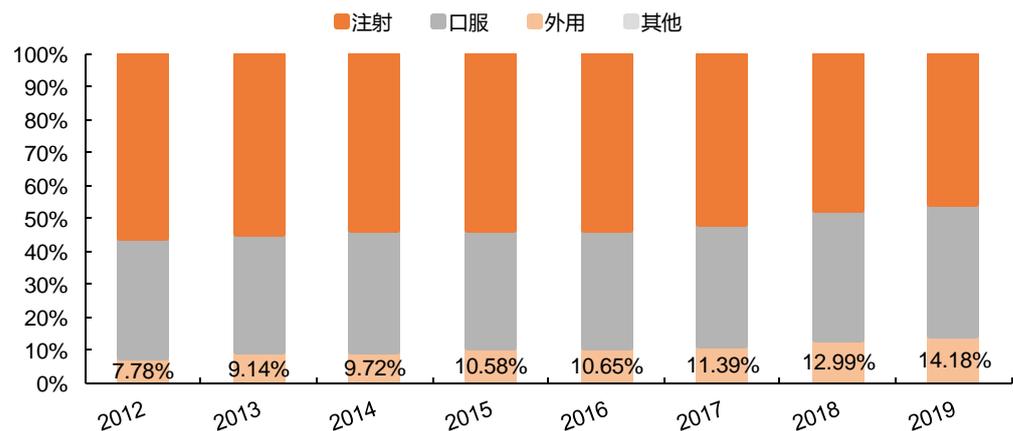
图表 25 样本医院骨骼与肌肉用药销售规模及增速



资料来源：PDB、平安证券研究所

口服和注射剂型仍是国内消炎镇痛领域主流剂型。2019年骨骼肌肉用药中注射、口服和外用比例分别为45%、40%和14%。2012-2019年外用药物比例由7.78%提升至14.18%，其中凝胶贴膏剂占比由0.88%提升至7.36%，是外用药物比例提升的主要原因。2019年样本医院骨骼与肌肉用药中凝胶贴膏剂销售额为4.74亿元，对应实际销售规模约17亿元，同比增长41.93%，2012-2019年CAGR为45.61%。考虑到外用剂型安全性好、生物利用度高、血药浓度恒定、顺应性强等优势，NSAIDs外用比例将逐步提升。

图表26 样本医院骨骼与肌肉用药外用药物占比持续提升



资料来源：PDB、平安证券研究所

对照欧洲和日本外用比例，我国 NSAIDs 外用市场规模预计超过 142 亿元。

1) 2019年样本医院骨骼肌肉用药中 NSAIDs 药物销售规模合计 35.82 亿元，同比增长 12.82%，2012-2019年 CAGR 为 12.78%。假设 2020-2025年和 2026-2030年 CAGR 分别保持 10%和 5%左右，则 2025和 2030年市场规模将分别达到 63.46 亿和 81.00 亿元，对应实际规模约 222 亿和 284 亿元（按 3.5 的倍数计算）。

2) 目前欧洲和日本 NSAIDs 外用比例为 50%-70%，假设我国 NSAIDs 外用比例达到 50%。

3) 从目前同通用名口服和凝胶贴膏剂日用药金额来看，凝胶贴膏剂远高于普通口服剂型。假设 NSAIDs 外用贴膏剂的处方渗透率达到 50%，则销售额占比将大幅超过 50%。我们保守按照销售额占比 50%作为我国凝胶贴膏剂渗透率提升目标。

图表27 NSAIDs 主要凝胶贴膏剂和口服剂型日用药金额对比

品种	口服剂型（片剂为主）			凝胶贴膏剂		
	用法用量	单片价格	日均费用	用法用量	单片价格	日均费用
洛索洛芬	1片/次，3次/日	1.10元，60mg	3.30元	1日1次	26.73元	26.73元
氟比洛芬	-	-	-	1日2次	10.07元	20.14元
吲哚美辛	1片/次，3次/日	0.03元，25mg	0.10元	每日1-2次	11.74元	11.74-23.48元
塞来昔布	200-400mg/日	5.43元，200mg	5.43-10.86元	-	-	-

资料来源：PDB、平安证券研究所

4)根据 2012-2019 年 44%的 CAGR,我们假设 NSAIDs 外用剂型销售额 2020-2025 年、2026-2030 年 CAGR 分别为 30%和 20%,则销售额渗透率 50%的目标预计在 2028 年左右实现。则按照 50%的渗透率目标,2030 年 NSAIDs 外用剂型市场规模预计至少在 142 亿元以上。

图表28 NSAIDs 外用剂型市场潜力预测

市场规模 (亿元)	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
NSAIDs	125	138	152	167	184	202	222	233	245	257	270	283
YoY	13%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	5%	5%	5%	5%	5%
外用市场	17	22	29	37	48	63	82	98	118	142	170	204
YoY	42%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	20%	20%	20%	20%	20%
外用比例	14%	16%	19%	22%	27%	31%	37%	42%	48%	55%	63%	72%

资料来源: PDB、平安证券研究所

注: 蓝底部分超过 50%的渗透率

综合以上两条逻辑,我们认为 NSAIDs 外用剂型市场潜力在 55+142=197 亿元以上,其核心是凝胶贴膏剂。对比 2019 年约 17 亿元的市场空间,我国凝胶贴膏剂市场规模存在 10 倍以上成长空间。

三、公司凝胶贴膏剂管线齐全,具备龙头潜质

3.1 凝胶贴膏剂品种布局齐全

九典制药是国内凝胶贴膏剂管线布局最丰富的企业。目前除已上市的洛索洛芬钠凝胶贴膏外,九典制药有多个外用制剂在研项目,包括酮洛芬巴布膏、吲哚美辛凝胶贴膏、氟比洛芬凝胶贴膏、PDX-02、PDX-03、PDX-04 等。参考氟比洛芬凝胶贴膏的放量情况,我们认为产品梯队的核心价值在于能够大幅提升公司在单个医院中的销售天花板,同时能更好地应对医保限制和集采等政策冲击。

图表29 九典制药凝胶贴膏剂管线储备

品种	申报类别	进展	预计获批时间	2019 销售额 (亿元)	增速	已上市企业	其他在研企业	2019 样本医院竞争格局 (%)
洛索洛芬钠凝胶贴膏	化药 4 类	获批	2017	1.51	525%	九典制药	北京泰德	九典制药 (100)
酮洛芬巴布膏	化药 3 类	审评审批	2021	-	-	-	-	-
氟比洛芬凝胶贴膏	化药 4 类	审评审批	2022	13.40	33%	北京泰德、三笠制药	-	北京泰德 (80)、三笠制药 (20)
吲哚美辛凝胶贴膏	化药 3 类	临床试验	2022	2.13	38%	尼普洛、武汉兵兵、青州尧王	-	尼普洛 (98)、武汉兵兵 (2)
PDX-02	化药 2 类	临床前	2025-2026	-	-	-	-	-
PDX-03	化药 2 类	临床前	2025-2026	-	-	-	-	-
PDX-04	化药 2 类	临床前	2025-2026	-	-	-	-	-

资料来源: PDB、公司公告、平安证券研究所

注 1: 氟比洛芬凝胶贴膏增速为样本医院增速,实际规模为泰德制药实际销售额除以样本医院占比

注 2: 吲哚美辛凝胶贴膏销售数据为样本医院放大数据

氟比洛芬凝胶贴膏

氟比洛芬凝胶贴膏是首个国内生产的化药凝胶贴膏剂品种,贴膏剂占通用名比例持续提升。2010 年

开始泰德制药通过进口分包销售三笠制药的氟比洛芬巴布膏（商品名普泽思），并于 2011 年开始销售自主研发生产的氟比洛芬巴布膏（商品名得百安）。氟比洛芬是目前我国销售规模最大的 NSAIDs 品种，2020 年样本医院销售额达到 6.75 亿元，同比下滑 43%，对应实际销售规模约 27 亿元，销售下滑主要受纳入第一批集采后价格大幅下降影响。其中凝胶贴膏剂型销售额 3.98 亿元，同比增长 4%，占氟比洛芬总销售额的 59%，凝胶贴膏剂占比持续提升。

图表 30 样本医院氟比洛芬销售额及增速



资料来源：PDB、平安证券研究所

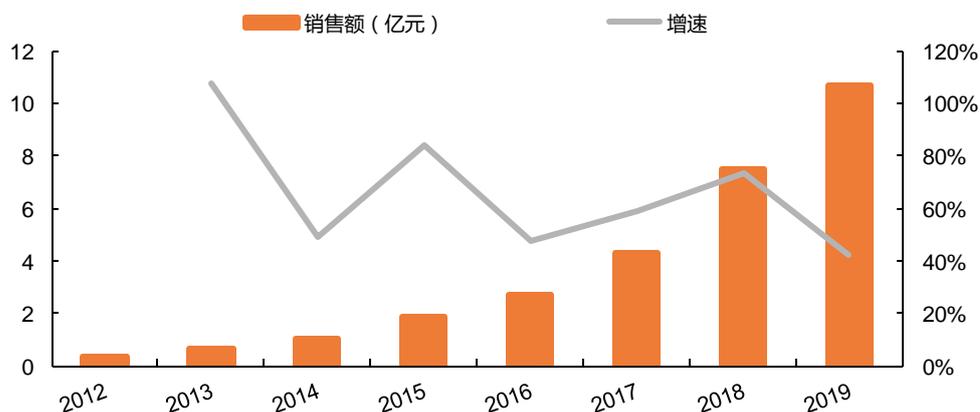
图表 31 样本医院氟比洛芬凝胶贴膏剂销售额及增速



资料来源：PDB、平安证券研究所

泰德制药得百安成 10 亿元级别重磅品种，占据氟比洛芬凝胶贴膏主导地位。2020 年样本医院氟比洛芬凝胶贴膏市场中，泰德制药占比 72%，三笠制药（由泰德制药进口分包）占比 28%，竞争格局良好。泰德制药氟比洛芬凝胶贴膏（得百安）2019 年实际销售额为 10.67 亿元，同比增长 42%，2012-2019 年 CAGR 高达 65%。从在研品种来看，目前仅九典制药上市申请处于审评审批阶段，申报类型为化药新 4 类，预计 2022 年左右获批上市。

图表 32 泰德制药氟比洛芬凝胶贴膏销售额及增速



资料来源：公司公告、平安证券研究所

吲哚美辛凝胶贴膏

凝胶贴膏剂是吲哚美辛主流剂型。吲哚美辛凝胶贴膏最早是由日本帝国制药、久光制药、兴和制药同时获批，上市规格为每贴 10cm*14cm；含吲哚美辛 70mg。该规格是海外主流规格，暂未在国内上市。目前国内上市的吲哚美辛凝胶贴膏剂有 3 家，分别是武汉兵兵、青州尧王和日本尼普洛的进口产品，规格均为每贴 10cm*14cm，含膏体 13g；每克膏体含吲哚美辛 3.5mg。武汉兵兵于 2011

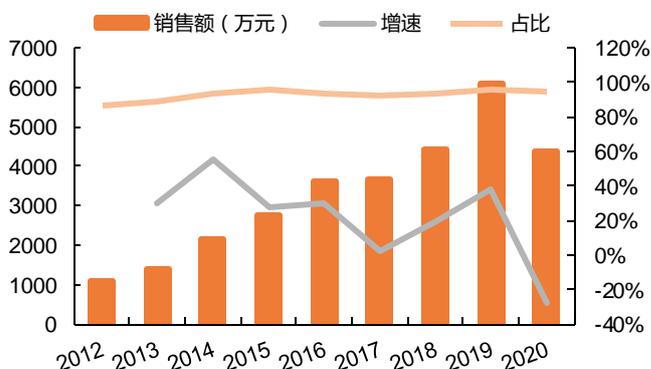
年获批生产吲哚美辛巴布膏，属于国内最早上市的一批化药凝胶贴膏剂品种。**2020年样本医院吲哚美辛销售额为4593万元，同比下降27%，主要受疫情影响；其中凝胶贴膏剂销售额为4360万元，同比下降28%，占总销售额的95%。**

图表33 样本医院吲哚美辛销售额及增速



资料来源：PDB、平安证券研究所

图表34 样本医院吲哚美辛凝胶贴膏剂销售额及增速



资料来源：PDB、平安证券研究所

吲哚美辛凝胶贴膏剂暂未纳入医保，目前九典制药处于临床研究阶段。根据2019年国家医保目录，吲哚美辛纳入医保的剂型有栓剂、口服常释剂型、缓释控释剂型和滴眼剂，尚不包括贴膏剂，这在一定程度上限制了吲哚美辛的放量。从在研品种来看，目前仅九典制药处于审评审批阶段，申报规格为10cm*14cm；含吲哚美辛70mg，70mg规格是日本市场主流规格。**九典制药按照化药3类提交仿制药上市申请，目前在进行临床研究，预计2022年左右获批，获批后将作为独家规格。**

洛索洛芬钠凝胶贴膏

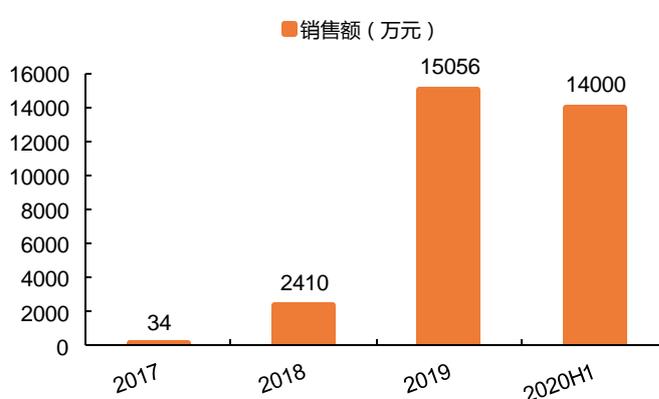
洛索洛芬钠凝胶贴膏是九典制药独家剂型。2017年九典制药洛索洛芬钠凝胶贴膏（商品名久悦）获批，成为国内首仿品种（原研未在国内上市），规格为10cm*14cm；含洛索洛芬钠100mg。目前洛索洛芬钠贴膏剂属于医保乙类。2020年样本医院洛索洛芬钠销售额为2.03亿元，同比增长34%；其中凝胶贴膏剂销售额8560万元，同比增长200%，占比42%。九典制药2020H1洛索洛芬钠凝胶贴膏实际收入约1.4亿元，基本达到2019年全年水平，我们预计2020年全年有望达到4亿元左右收入。目前在研企业主要有泰德制药。

图表35 样本医院洛索洛芬钠销售额及增速



资料来源：PDB、平安证券研究所

图表36 九典制药洛索洛芬钠凝胶贴膏销售额

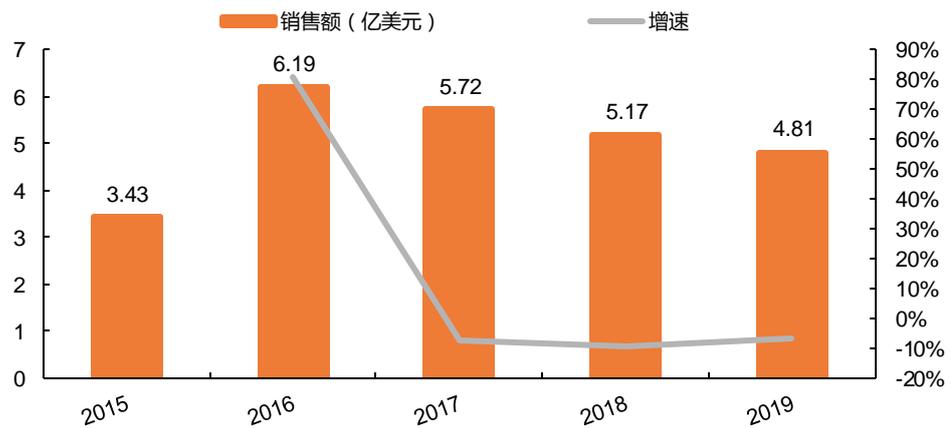


资料来源：公司公告、平安证券研究所

酮洛芬凝胶贴膏

酮洛芬凝胶贴膏是日本最大凝胶贴膏品种，九典制药首仿有望 2021 年上市。酮洛芬凝胶贴膏原研是久光制药，暂未在国内上市。酮洛芬贴膏剂型是目前日本销售规模最大的 NSAIDs 外用剂型。根据 IQVIA 数据，2019 年日本酮洛芬外用贴膏剂销售额为 4.81 亿美元，对应人民币约为 33 亿元。考虑到国内庞大的市场需求以及凝胶贴膏剂的优势，我们认为酮洛芬凝胶贴膏国内上市后有望成为 10 亿元以上的重磅品种。从在研品种来看，目前仅九典制药的酮洛芬凝胶贴膏处于审评审批阶段，大概率首仿上市。

图表 37 2015-2019 年日本酮洛芬贴膏剂销售规模及增速



资料来源: IQVIA、平安证券研究所

3.2 短期无需担忧集采，中长期看好基层和 OTC 端放量

短期带量采购政策对贴膏剂影响有限，无需过度担心。主要有以下 4 个原因：1) 通过一致性评价企业 ≥3 家的条件难以满足。凝胶贴膏及中只有吲哚美辛目前具备 3 个及以上的批文数（但九典制药 70mg 是独家规格），氟比洛芬预计到 2022 年，而洛索洛芬和酮洛芬预计 2023 年都满足不了 3 家；2) 目前贴膏剂一致性评价细则尚未公布，一致性评价需要时间，且贴膏剂审评审批标准日益提高，此前获得批文的企业不一定能通过一致性评价；3) 九典制药研发管线丰富，个别品种集采对公司整体影响有限；4) 目前凝胶贴膏剂主要在公立医院销售，集采后 OTC 端仍具备广阔增长空间。且因集采存在剂型之间替代作用，口服剂型的集采在一定程度上会促进凝胶贴膏剂的放量。

图表 38 NSAIDs 主要品种外用剂型批文汇总及预测

	2020		2021E		2022E		2023E	
	数量	剂型 (企业)	数量	企业	数量	企业	数量	企业
洛索洛芬	2	凝胶贴膏剂 (九典)、贴剂 (第一三共)	2	凝胶贴膏剂 (九典)、贴剂 (第一三共)	3	凝胶贴膏剂 (九典、泰德)、贴剂 (第一三共)	3	凝胶贴膏剂 (九典、泰德)、贴剂 (第一三共)
氟比洛芬	2	凝胶贴膏剂 (泰德、三笠)	2	凝胶贴膏剂 (泰德、三笠)	3	凝胶贴膏剂 (泰德、三笠、九典)	3	凝胶贴膏剂 (泰德、三笠、九典)
吲哚美辛	4	凝胶贴膏剂 (武汉兵兵、青州尧王、尼普洛), 贴片 (Kowa)	4	凝胶贴膏剂 (武汉兵兵、青州尧王、尼普洛), 贴片 (Kowa)	5	凝胶贴膏剂 (武汉兵兵、青州尧王、尼普洛、九典), 贴片 (Kowa)	5	凝胶贴膏剂 (武汉兵兵、青州尧王、尼普洛、九典), 贴片 (Kowa)

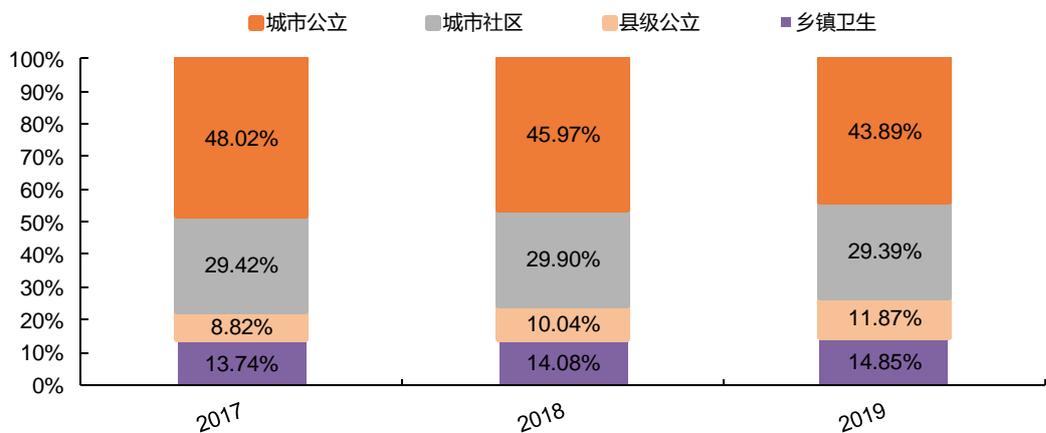
酮洛芬	0	-	1	凝胶贴膏剂(九典)	1	凝胶贴膏剂(九典)	1	凝胶贴膏剂(九典)
-----	---	---	---	-----------	---	-----------	---	-----------

资料来源：NMPA、CDE、平安证券研究所

注：外用剂型包括橡胶膏剂、凝胶贴膏剂、贴剂等，其它剂型与凝胶贴膏剂差异较大，我们不认为会放在一起集采

中长期看好基层和 OTC 端成为新的增长极。县级及以下医疗机构是中成药胶膏剂主要市场。根据米内网数据，2019 年中国公立医疗机构中，城市公立医院占中成药贴膏剂销售市场的 43.89%，呈持续下降趋势。城市社区、县级公立、乡镇卫生等终端合计占比 56.11%，占比持续提升。因此，在公立医疗机构中非城市公立医院市场是中成药销售的主要市场。原因一方面是越基层的医疗机构对橡胶膏等中成药贴膏剂认可度越高；另一方面则是因为目前销售排名靠前的中成药贴膏剂基本都是基药品种，在基层配备比例高。

图表 39 中国公立医疗机构终端中成药贴膏剂销售终端格局



资料来源：米内网、平安证券研究所

2019 年公立医疗机构终端中成药贴膏剂 Top7 品种中有 5 个都是基药品种。基药品种是适应基本医疗卫生需求，剂型适宜，价格合理，能够保障供应，公众可公平获得的药品。国家基本药物目录是各级医疗机构配备使用药品的依据。因此，一旦纳入基药，将在各级医疗机构强制配备，利好产品放量。

图表 40 2019 年公立医疗机构终端中成药贴膏剂 Top10 品种

排名	品种	医保	基药	OTC
1	云南白药膏	甲	是	是
2	消痛贴膏	乙	是	是
3	活血止痛膏	乙	否	是
4	通络祛痛膏	乙	是	是
5	骨通贴膏	乙	否	是
6	复方南星止痛膏	甲	是	是
7	麝香追风止痛膏	甲	是	是
8	千山活血膏	-	否	是
9	神农镇痛膏	乙	否	是
10	罗浮山风湿膏药	乙	否	否

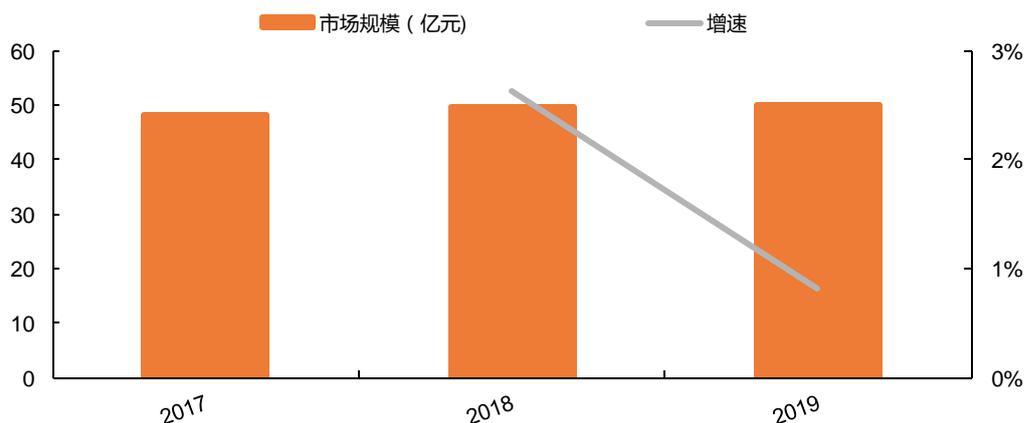
资料来源：米内网、平安证券研究所

“986 政策”发布，基药品种再迎利好。2019 年 10 月 11 日，国务院办公厅印发《关于进一步做好

短缺药品保供稳价工作的意见》，提出“逐步实现政府办基层医疗卫生机构、二级公立医院、三级公立医院基本药物配备品种数量原则上分别不低于 90%、80%、60%”。目前各省市对基层、二级医院、三级医院的基药配置比例要求通常是 70%、45%、30%。“986 政策”发布后，意味着基药品种配置比例将进一步提升，利好纳入基药的品种。因此，我们认为凝胶贴膏剂如果能进入基药目录，将会迎来更快的放量速度。

凝胶贴膏剂在零售药店潜力大。2019 年零售药店中成药贴膏剂市场规模约 50 亿元，占我国零售药店贴膏剂市场的绝对主导地位，其中 80%以上为镇痛领域。而凝胶贴膏剂在镇痛领域临床效果优势明显，因为我们认为凝胶贴膏剂在零售药店具有较大发展潜力。

图表 41 中国零售终端中成药贴膏剂销售规模及增速



资料来源：米内网、平安证券研究所

3.3 凝胶贴膏剂放量助推业绩高增长

目前公司制剂产品主要采取合作经销模式。合作经销模式即从营销能力、销售渠道、信用等多方面遴选优质的医药商业公司（具有 GSP 资格）作为经销商，公司与经销商共同开发终端、共同举办各种学术性会议等，产品价格水平较高，但公司需要承担市场开发及学术推广费等终端销售费用。随着“两票制”的全面铺开，公司合作经销模式占比逐年增加。

图表 42 合作经销模式和招商代理模式比较

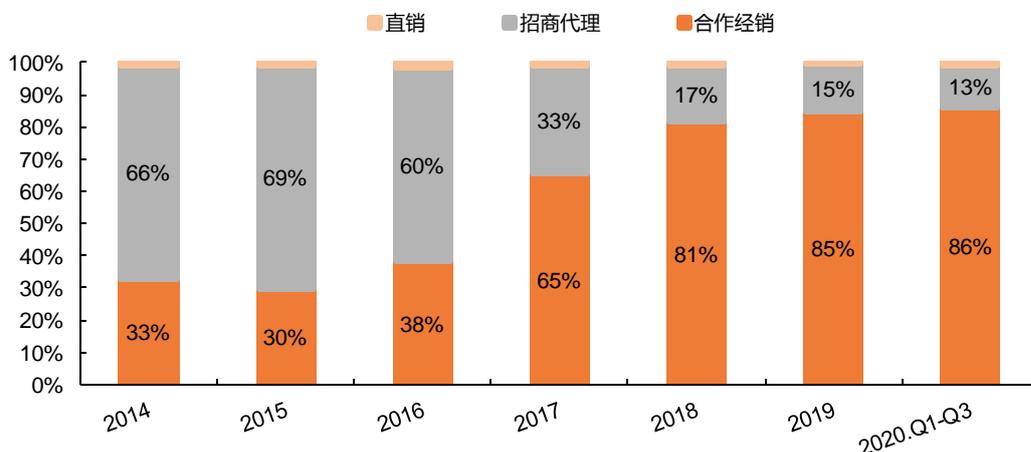
项目	合作经销	招商代理
特点	公司与经销商共同开发终端、共同举办各种学术性会议和其他各种形式的营销活动，公司营销人员协助经销商以其具有的专业知识和销售技能向医生宣传公司药品的特点、优势及最新的临床研究成果，实现医院销售、患者购买的效果	公司通过招商形式选择经销商，与经销商建立战略合作关系，签订年度经销协议，约定全年销售目标、销售区域、销售方式、销售价格、奖励等具体内容，依托经销商网络辐射能力向医院、药店及诊所等销售终端供货，销售终端推广及维护由代理商完成
费用水平	需要承担市场开发及学术推广费等终端销售费用，销售费用水平较高	终端销售费用主要由代理商承担，公司销售费用水平较低
价格水平	较高	较低
利润水平	较高，但容易受销售费用波动影响	较低
终端控制	终端控制能力较强	终端控制力较弱

风险报酬转移时点	发货并经经销商验收合格	发货并经经销商验收合格
----------	-------------	-------------

资料来源：公司公告、平安证券研究所

2020 年前三季度制剂销售中，合作经销模式占比达 86%，招商代理模式占比下降至 13%。

图表 43 公司制剂产品不同销售模式占比



资料来源：公司公告、平安证券研究所

2023 年公司凝胶贴膏剂收入有望突破 15 亿元，净利润接近 3 亿元。主要假设如下：

- 1) 假设 2020-2023 年洛索洛芬钠凝胶贴膏单价保持在 20 元/贴，结合放量趋势，预计销量分别为 2100 万、3500 万、5000 万和 6000 万帖。2017-2019 年洛索洛芬钠凝胶贴膏均价分别为 16.81 元、18.05 元、20.43 元每贴，单价提升主要得益于合作经销模式（高开）占比增加；
- 2) 假设酮洛芬凝胶贴膏 2021 年上半年获批，因是首仿品种，定价预计在 20 元左右。假设 2021-2023 年销量分别为 100 万、500 万、1500 万帖；
- 3) 假设吲哚美辛凝胶贴膏和氟比洛芬凝胶贴膏均在 2022 年获批，参考目前竞争对手定价，假设单价分别为 15 元/贴和 10 元/贴，2022 年销量为 100 万和 200 万帖，2023 年销量为 200 万和 500 万帖；
- 4) 假设 2020-2023 年凝胶贴膏剂毛利率分别为 91%、92%、93%、93%，净利率分别为 10%、13%、15%、18%。依据来自公司《关于申请向不特定对象发行可转换公司债券的审核问询函的回复》，按照 2017-2019 年相关数据测算，凝胶贴膏剂毛利率和净利率分别为 90.77%和 9.77%。考虑到规模效应和销售费用率逐步下降，我们认为毛利率和净利率均呈提升趋势。

图表 44 公司凝胶贴膏剂品种收入、利润预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
洛索洛芬钠凝胶贴膏						
收入（亿元）	0.24	1.51	4.20	7.00	10.00	12.00
YoY		527%	178%	67%	43%	20%
销量（万贴）	133	737	2100	3500	5000	6000
YoY		452%	185%	67%	43%	20%
单价（元/贴）	18.05	20.43	20.00	20.00	20.00	20.00

酮洛芬凝胶贴膏						
收入 (亿元)				0.20	1.00	3.00
YoY					400%	200%
销量 (万帖)				100	500	1500
YoY					400%	200%
单价 (元/贴)				20.00	20.00	20.00
吲哚美辛凝胶贴膏						
收入 (亿元)					0.15	0.30
YoY						100%
销量 (万帖)					100	200
YoY						100%
单价 (元/贴)					15.00	15.00
氟比洛芬凝胶贴膏						
收入 (亿元)					0.20	0.50
YoY						150%
销量 (万帖)					200	500
YoY						150%
单价 (元/贴)					10.00	10.00
凝胶贴膏收入合计	0.24	1.51	4.20	7.20	11.35	15.80
YoY		527%	178%	71%	58%	39%
毛利率			91%	92%	93%	93%
净利率			10%	13%	15%	18%
净利润 (亿元)			0.42	0.94	1.70	2.84
YoY			185%	123%	82%	67%

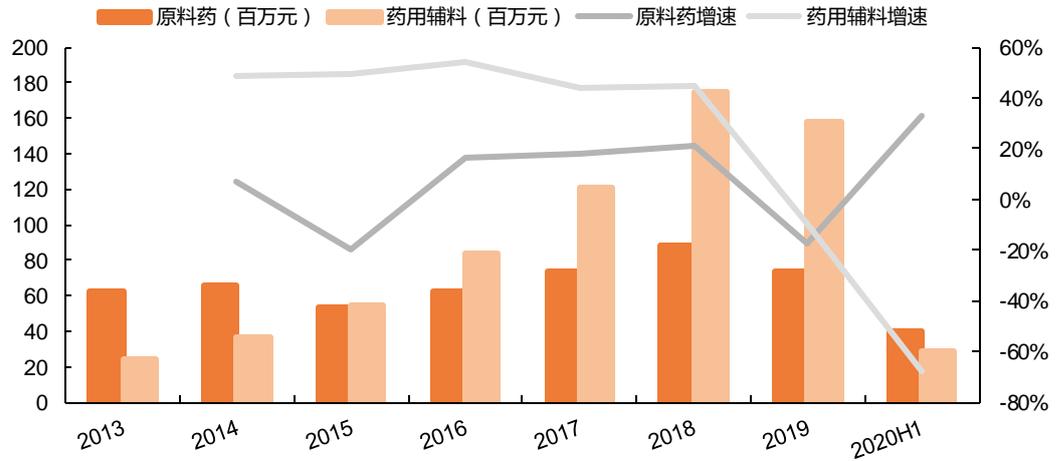
资料来源：公司公告、平安证券研究所

四、 强化制剂+原辅料一体化发展，集采有望贡献增量

4.1 新品种助推原辅料业务否极泰来

受生产基地变更和疫情影响，公司原辅料业务下滑明显。2019年公司将望城生产基地原料药及药用辅料产品及业务整体划转至九典宏阳，原辅料批文随之转移，相关产品重新备案、接受客户审计，短期给公司经营带来了巨大压力。2019年公司原料药收入7315万元，同比下降17.32%；药用辅料收入1.58亿元，同比下降9.65%。2020年上半年叠加疫情影响，药用辅料继续成下滑态势，收入下降68.09%。我们认为2020年或是公司原辅料业务低点，2021年开始将迎来持续复苏。原因一，公司原料药和药用辅料批文转移已基本完成；原因二，国内疫情控制良好；原因三，公司申报了多个原料药和药用辅料高毛利新品种，将贡献新的增长点。

图表45 公司原料药和药用辅料销售规模及增速



资料来源：公司公告、平安证券研究所

新品种布局, 强化制剂+原辅料一体化战略。以原料药为例, 2019年公司原料药备案登记7个, 2020年备案登记约4个。其中包括氯雷他定、利伐沙班、瑞舒伐他汀、氟比洛芬、泮托拉唑钠等大品种。而在药用辅料方面, 有微晶纤维素、羧甲淀粉钠、麦芽糖等高分子辅料、以及磷酸盐等系列产品投产。伴随新产品的激活, 公司原辅料业务有望迎来快速复苏。

图表46 公司原料药 CDE 登记情况

登记号	品种名称	与制剂共同审评审批结果	处于激活状态企业数
Y20200001238	硫酸镁	I	10
Y20200001193	泮托拉唑钠	I	21
Y20200001121	氟比洛芬	I	13
Y20200000329	西甲硅油	I	1
Y20190021369	瑞舒伐他汀钙	I	13
Y20190001098	依巴斯汀	I	2
Y20190021360	铝碳酸镁	A	9
Y20190021192	利伐沙班	I	8
Y20190008134	氯雷他定	A	48
Y20190006937	利拉萘酯	A	10
Y20190006928	西尼地平	A	5
Y20190006553	盐酸小檗碱	A	42
Y20190006404	马来酸桂哌齐特	A	9
Y20190006096	甲磺酸帕珠沙星	A	24
Y20190005923	琥珀酸舒马普坦	A	2
Y20190004644	塞克硝唑	A	10
Y20190004643	左羟丙哌嗪	A	5
Y20190004642	磷酸二氢钠	A	2
Y20190004641	磷酸氢二钠	A	2
Y20190004640	盐酸左西替利嗪	A	10

Y20190002785	盐酸吗啉胍	A	9
Y20190001463	尿囊素	A	3
Y20190001377	苹果酸氯波必利	A	2
Y20190001370	盐酸班布特罗	A	10
Y20190001369	奥硝唑	A	6
Y20190001368	地红霉素	A	6
Y20190000967	盐酸阿考替胺	I	0

资料来源：公司公告、平安证券研究所

我们预计 2021-2023 年公司原料药+药用辅料业务收入合计分别为 3.6 亿、5.4 亿、6.72 亿元。

图表 47 公司原料药、药用辅料收入预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
原料药收入(百万元)	88	73	120	200	300	360
YoY	21%	-17%	64%	67%	50%	20%
毛利率	42.13%	54.20%	54.00%	55.00%	56.00%	57.00%
药用辅料收入(百万元)	175	158	80	160	240	312
YoY	44.84%	-9.65%	-49%	100%	50%	30%
毛利率	12.33%	15.40%	15.00%	18.00%	20.00%	22.00%

资料来源：公司公告、平安证券研究所

4.2 仿制药品种有望通过集采贡献增量

目前公司仿制药主要聚焦在消炎镇痛、胃肠道和心血管用药。公司业务未来逐步向凝胶贴膏剂等高端制剂、改良型新药和创新药转型，目前仍以仿制药为主。2020 年公司先后有洛索洛芬钠片、厄贝沙坦片、枸橼酸氢钾钠颗粒等新仿制药品种获批，视同通过一致性评价。在已上市品种一致性评价方面，泮托拉唑钠肠溶片（40mg、20mg）、盐酸左西替利嗪（5mg 片剂、胶囊剂）等均已通过。

图表 48 主要仿制药研发项目

序号	品种名称	适应症	所处阶段	注册分类
1	洛索洛芬钠片	消炎镇痛	已获批	化药 4 类
2	厄贝沙坦片	高血压	已获批	化药 4 类
3	枸橼酸氢钾钠颗粒	结石	已获批	化药 3 类
4	铝镁加咀嚼片	中和胃酸药	已申报生产	化药 4 类
5	对乙酰氨基酚干混悬剂	解热镇痛	已申报生产	化药 4 类
6	盐酸咪达普利片	高血压	已申报生产	化药 4 类
7	盐酸阿考替胺片	功能性消化不良	获得临床批件	化药 3 类
8	铝碳酸镁咀嚼片	中和胃酸药	已申报生产	化药 4 类
9	依巴斯汀片	荨麻疹、过敏性鼻炎等	已申报生产	化药 4 类
10	瑞舒伐他汀钙片	降血脂药	已申报生产	化药 4 类
11	利伐沙班片	抗血栓药	已申报生产	化药 4 类

12	厄贝沙坦氢氯噻嗪片	抗高血压	已申报生产	化药 4 类
----	-----------	------	-------	--------

资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 49 主要一致性评价研发项目

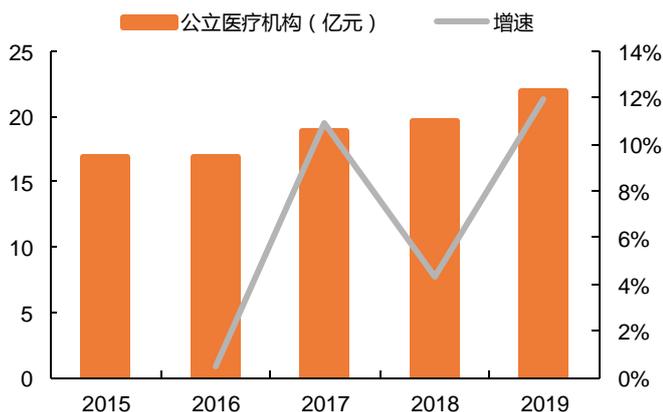
序号	药品名称	剂型	规格	适应症	所处阶段	注册分类
1	盐酸左西替利嗪	片剂	5mg	荨麻疹等	通过	化药 4
2	地红霉素	肠溶片	250mg	抗生素	暂停	化药 3
3	泮托拉唑	肠溶片	40mg	消化性溃疡	通过	化药 4
4	奥硝唑	片剂	500mg	抗菌药	已申请	化药 3
5	盐酸左西替利嗪	胶囊	5mg	荨麻疹等	通过	化药 4
6	奥硝唑	分散片	250mg	抗菌药	已申请	化药 3
7	奥硝唑	片剂	250mg	抗菌药	已申请	化药 3
8	泮托拉唑	肠溶片	20mg	消化性溃疡	通过	化药 4
9	琥珀酸亚铁	片剂	100mg	缺铁性贫血	已申请	化药 3

资料来源：公司公告、CDE、平安证券研究所

集采助力泮托拉唑肠溶片、洛索洛芬钠片等“光脚品种”放量。公司盐酸左西替利嗪中标第二批集采，价格大幅下降，导致收入萎缩。但对于公司刚获批或存量销售较少的“光脚品种”来说，有望通过集采快速提升市占率，带动收入增长；同时，考虑到销售环节弱化，净利润水平仍然可观。如泮托拉唑钠肠溶片和洛索洛芬钠片，这两个品种均纳入第四批集采名单，且公司成功中标。

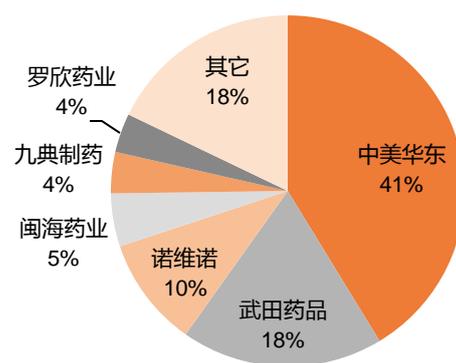
泮托拉唑口服剂型为 25 亿元大品种，公立医疗机构 22 亿元。根据米内网数据，2019 年泮托拉唑口服剂型销售规模约 25 亿元，其中公立医疗机构 21.98 亿元，零售药店 3.12 亿元。目前在公立医院市场中，九典制药销售额 7350 万元，占比仅 3.80%。

图表 50 公立医疗机构泮托拉唑口服剂型销售额及增速



资料来源：米内网、平安证券研究所

图表 51 公立医院终端泮托拉唑口服剂型竞争格局



资料来源：米内网、平安证券研究所

公立医院市场口服剂型中片剂占比 39.51%，胶囊剂 60.49%，假设公立医疗机构市场占比与此相同，则公立医疗机构肠溶片和肠溶胶囊市场规模分别为 8.68 亿和 13.30 亿元。假设 1) 泮托拉唑口服剂型 2020 与 2019 年销售额、销售量相同，且不同规格剂型占比相同；2) PDB 不同剂型、规格销售均价与实际情况相同；3) 集采后 3 家企业销量合计占比 70%~100%；4) 每家中标企业销量占比与

首年约定采购量占比相同；5) 销售价格与中标价相同。则集采中标后九典制药公立医疗洋托拉唑肠溶片有望贡献收入 0.86~1.23 亿元，考虑到 2019 年九典制药零售端收入 1862 万元，则集采后合计收入有望达到 1.0~1.5 亿元。

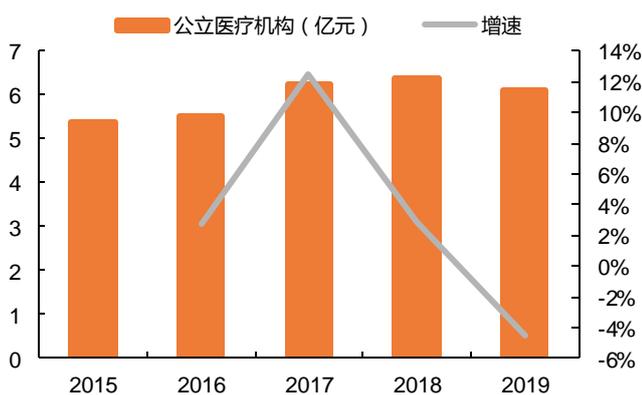
图表 52 九典制药洋托拉唑肠溶片集采后规模测算

集采前测算	肠溶片剂		肠溶胶囊剂	
销售金额 (亿元)	8.68		13.30	
规格	20mg	40mg	20mg	40mg
2020 年 PDB 销售额占比	13.23%	86.77%	9.30%	90.70%
2020 年 PDB 均价 (元/片)	1.68	6.66	2.28	4.85
2020 年销售量测算 (万片)	6836	11309	5425	24872
销量合计 (万片) (折合成 40mg)	42312			
集采后测算	阿拉宾度	九典制药	康恩贝	
集采后销量占比	70%~100%			
销售量格局	37%	35%	28%	
集采中标价 (元/片)	0.66	0.83	1.13	
市场规模 (万元)	7232~10333	8604~12292	9371~13388	

资料来源：上海阳光医药采购网、PDB、米内网、平安证券研究所

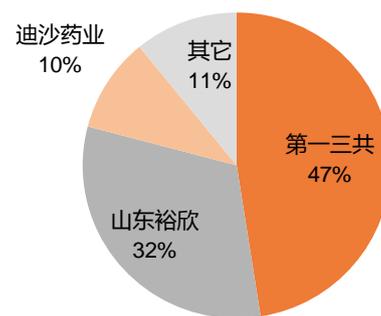
洛索洛芬钠口服剂型市场规模接近 7 亿元，九典无存量销售。根据米内网数据，2019 年全国洛索洛芬钠口服剂型市场规模约为 7 亿，其中公立医疗机构 6.11 亿元，零售药店 0.75 亿元。口服剂型中片剂占比 96%。2019 年公立医院市场中市占率最高的是第一三共，占比 47%，九典制药因 2020 年按新 4 类获批上市，暂无销售。

图表 53 公立医疗机构洛索洛芬钠口服剂型销售额及增速



资料来源：米内网、平安证券研究所

图表 54 2019 年公立医院终端洛索洛芬钠口服剂型竞争格局



资料来源：米内网、平安证券研究所

2019 年公立医院洛索洛芬钠片剂、胶囊剂占比分别为 96.15%、3.85%，均为 60mg 规格。假设 1) 2020 年与 2019 年销售额、销售量相同，且不同剂型占比相同；2) PDB 不同剂型销售均价与实际情况相同；3) 集采后 3 家企业销量合计占比 70%~100%；4) 每家中标企业销量占比与首年约定采购量占比相同；5) 销售价格与中标价相同。则集采中标后九典制药公立医疗洛索洛芬钠片有望贡献收入 0.30~0.43 亿元，考虑到零售端的推广，合计销售有望突破 5000 万元。

图表55 九典制药洛索洛芬钠片集采后规模测算

集采前测算	口服剂型		
销售金额(亿元)	6.11		
剂型	片剂	胶囊剂	
2019年销售额占比	96.15%	3.85%	
2020年PDB均价(元/片)	1.10	0.77	
2020年销售量测算(万片)	53407	3055	
销量合计(万片)(60mg)	56462		
集采后测算	卫材	迪沙药业	九典制药
集采后销量占比	70%~100%		
销售量格局	48%	25%	26%
中标价(元/片)	0.28	0.29	0.29
市场规模(万元)	5312~7588	2865~4093	2980~4257

资料来源：上海阳光医药采购网、PDB、米内网、平安证券研究所

我们预计2020-2023年制剂板块收入分别为7.50亿、12.20亿、16.85亿和21.80亿元。

图表56 公司制剂板块收入预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
凝胶贴膏剂收入(百万元)	24	151	400	720	1135	1580
YoY		527%	165%	80%	58%	39%
毛利率		90.77%	91.00%	92.00%	93.00%	93.00%
其它品种收入(百万元)	481	504	350	500	550	600
YoY		5%	-31%	43%	10%	9%
毛利率		82.18%	80.00%	75.00%	75.00%	75.00%
制剂合计(百万元)	505	655	750	1220	1685	2180
YoY	74.24%	29.76%	14%	63%	38%	29%
毛利率	81.91%	84.16%	85.87%	85.03%	87.12%	88.05%

资料来源：公司公告、平安证券研究所

五、盈利预测与投资评级

综上所述，我们认为公司有望成长为以凝胶贴膏剂为代表的经皮给药龙头，凝胶贴膏剂品种的持续获批和放量将成为公司业绩快速增长的主要引擎；基于领先的一致性评价进度，其他“光脚”制剂品种将通过带量采购贡献增量，锦上添花；2020年大概率是原辅料业务的低点，随着批文转移结束、疫情有效控制以及新品种备案，原辅料业务未来将提供可观业绩弹性。我们预计2020-2022年公司收入分别为9.80亿、16.10亿和22.55亿元，归母净利润分别为0.80亿、1.36亿和2.57亿元。

图表57 公司收入及毛利率预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
制剂合计 (百万元)	505	655	750	1220	1685	2180
YoY	74.24%	29.76%	14%	63%	38%	29%
毛利率	81.91%	84.16%	85.87%	85.03%	87.12%	88.05%
原料药 (百万元)	88	73	120	200	300	360
YoY	21%	-17%	64%	67%	50%	20%
毛利率	42.13%	54.20%	54.00%	55.00%	56.00%	57.00%
药用辅料 (百万元)	175	158	80	160	240	312
YoY	44.84%	-9.65%	-49%	100%	50%	30%
毛利率	12.33%	15.40%	15.00%	18.00%	30.00%	30.00%
植物提取物 (百万元)	33	34	30	30	30	30
YoY	-34%	4%	-13%	0%	0%	0%
毛利率	16%	18%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
合计收入 (百万元)	801	924	980	1610	2255	2882
YoY	49.93%	15.31%	6.05%	64.29%	40.06%	27.80%
毛利率	59.61%	67.48%	74.16%	73.43%	76.01%	77.18%
净利率	8.98%	5.96%	8.17%	8.45%	11.39%	-
净利润 (百万元)	72	55	80	136	257	-

资料来源：公司公告、平安证券研究所

参考其它特色细分领域龙头估值水平，我们给予 2022 年 45 倍 PE，对应目标市值 116 亿元。首次覆盖，给予“推荐”评级。当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 82、48 和 26 倍，未来两年公司业绩有望实现连续高增长，将快速消化当前静态高估值。对标日本凝胶贴膏剂龙头久光制药，我们认为中长期看，九典制药有望达到 300-500 亿元市值。

图表58 各细分领域龙头 2020-2022 年估值比较 (可比公司估值来自 Wind 一致预测)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
兴齐眼药	101.45	168.47	93.03	48.94	29.50
我武生物	46.20	77.49	144.22	80.44	60.42
平均	73.83	122.98	118.63	64.69	44.96
九典制药	91.54	119.67	82.33	48.41	25.67

资料来源：Wind、平安证券研究所

六、风险提示

6.1 研发风险

2017-2019 年公司研发费用分别为 2857 万元、5749 万元和 1.10 亿元，研发费用逐年增长且增幅较大。公司虽然建立了较为完善的研发体系，并对各环节进行严格的风险控制，但如果公司因国家政策的调控、开发资金投入不足、未能准确预测产品的市场发展趋势、药物创新效果不明显等不确定

性原因，使人力、物力投入未能成功转化为技术成果，将存在产品或技术开发失败的可能性，形成研发风险。从而影响公司利润表现。

6.2 产品放量不及预期风险

产品放量受到营销能力、竞争格局、行业政策等多方面影响，目前公司业绩增长主要引擎来自凝胶贴膏剂品种，若短期竞争格局出现恶化，或行业政策出现重大变化，则存在产品放量不及预期的风险。

6.3 政策风险

我们认为凝胶贴膏剂属于高壁垒剂型，未来集采不会与贴剂、中药橡胶膏剂等其他外用剂型一同集采。但若集采执行力度超预期，则会对公司产品放量造成一定影响。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	454	514	1054	1123
现金	132	228	375	525
应收票据及应收账款	148	173	354	384
其他应收款	1	1	2	1
预付账款	3	8	10	15
存货	136	71	279	163
其他流动资产	34	34	34	34
非流动资产	618	608	844	1081
长期投资	0	0	0	0
固定资产	534	520	728	940
无形资产	52	53	54	57
其他非流动资产	32	35	62	84
资产总计	1072	1123	1898	2204
流动负债	201	193	851	921
短期借款	65	99	599	752
应付票据及应付账款	69	35	141	82
其他流动负债	66	59	111	87
非流动负债	110	96	90	84
长期借款	69	55	49	43
其他非流动负债	41	41	41	41
负债合计	310	289	941	1004
少数股东权益	0	0	0	0
股本	235	235	235	235
资本公积	279	279	279	279
留存收益	248	318	433	651
归属母公司股东权益	762	833	958	1200
负债和股东权益	1072	1123	1898	2204

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	91	116	-36	350
净利润	55	80	136	257
折旧摊销	38	42	52	70
财务费用	4	6	14	29
投资损失	0	-0	-0	-0
营运资金变动	-2	-12	-238	-5
其他经营现金流	-4	0	0	0
投资活动现金流	-179	-33	-288	-306
资本支出	182	-10	236	237
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	3	-42	-52	-69
筹资活动现金流	45	-21	-29	-48
短期借款	15	0	0	0
长期借款	39	-14	-6	-6
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-9	-7	-24	-41
现金净增加额	-43	63	-353	-3

利润表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	924	980	1610	2255
营业成本	301	253	428	541
营业税金及附加	12	10	16	23
营业费用	409	500	805	1128
管理费用	36	37	56	68
研发费用	110	88	145	192
财务费用	4	6	14	29
资产减值损失	-2	0	0	0
其他收益	14	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
资产处置收益	-0	0	0	0
营业利润	63	86	146	276
营业外收入	1	2	2	1
营业外支出	5	2	2	3
利润总额	59	86	146	275
所得税	4	6	9	18
净利润	55	80	136	257
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	55	80	136	257
EBITDA	101	130	212	373
EPS(元)	0.23	0.34	0.58	1.09

主要财务比率

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	15.3	6.1	64.3	40.1
营业利润(%)	-21.6	36.4	70.5	88.7
归属于母公司净利润(%)	-23.5	45.4	70.1	88.6
获利能力				
毛利率(%)	67.5	74.2	73.4	76.0
净利率(%)	6.0	8.2	8.5	11.4
ROE(%)	7.2	9.6	14.2	21.4
ROIC(%)	6.3	7.8	9.0	13.8
偿债能力				
资产负债率(%)	28.9	25.8	49.5	45.6
净负债比率(%)	6.5	-2.4	34.4	27.4
流动比率	2.3	2.7	1.2	1.2
速动比率	1.4	2.1	0.9	1.0
营运能力				
总资产周转率	0.9	0.9	1.1	1.1
应收账款周转率	6.1	6.1	6.1	6.1
应付账款周转率	4.8	4.8	4.8	4.8
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.23	0.34	0.58	1.09
每股经营现金流(最新摊薄)	0.35	0.50	-0.15	1.49
每股净资产(最新摊薄)	3.25	3.55	4.08	5.11
估值比率				
P/E	119.7	82.3	48.4	25.7
P/B	8.6	7.9	6.9	5.5
EV/EBITDA	65.6	50.7	32.7	18.5

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033