

2023 年 03 月 05 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

国产首个酮洛芬凝胶贴膏获批，经皮给药制剂平台继续加强

—九典制药（300705.SZ）公司事件点评报告 买入（首次）

分析师：胡博新 S1050522120002

hubx@cfsc.com.cn

联系人：俞家宁 S1050122040006

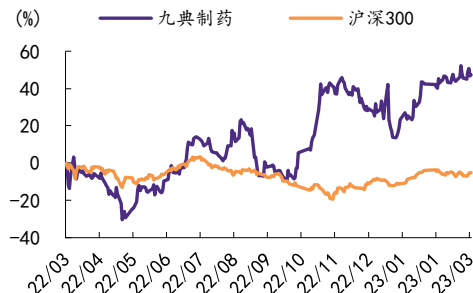
yujn@cfsc.com.cn

基本数据

2023-03-03

当前股价（元）	28.8
总市值（亿元）	99
总股本（百万股）	343
流通股本（百万股）	213
52 周价格范围（元）	16.11-29.13
日均成交额（百万元）	103.0

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

事件

九典制药发布公告：湖南九典制药股份有限公司于近日收到国家药品监督管理局下发的酮洛芬凝胶贴膏《药品注册证书》。

投资要点

■ 外用透皮制剂系列再填新品种

酮洛芬凝胶贴膏是公司继洛索洛芬钠凝胶贴膏之后获批的第二个外用透皮制剂，并参照 CDE 发布的《局部给药局部起效药物临床试验技术指导原则》，进行临床对照研究上市的品种，其成功上市说明公司经皮给药制剂平台的研发实力。目前公司还储备有氟比洛芬凝胶贴膏、吲哚美辛凝胶贴膏等多个品种，同时布局经皮给药系统新型功能材料的开发，积累超过 20 多个新型外用辅料的技术储备。

■ 酮洛芬凝胶贴膏填补酮洛芬产品剂型空缺

洛索洛芬钠凝胶贴膏是公司目前主导的品种，2021 年销售额 8.5 亿元，预计 2022 年销售额超过 13 亿元，外用制剂的品牌和渠道已有稳定基础，酮洛芬凝胶贴膏上市进一步丰富公司外用制剂管线，差异化满足市场需求。据米内网数据显示，酮洛芬相关制剂产品在中国公立医院的销售金额为 3,323 万元，其中局部外用产品占比为 78.99%；在中国城市实体药店市场的销售金额为 1,350 万元，其中局部外用产品占比为 68.88%，公司为国产第一家，而且已有的销售渠道和品牌基础，我们预计公司有望占据 30% 以上市场，酮洛芬凝胶贴膏未来具备过 10 亿销售的潜力。

■ 在研管线品种丰富

除外用制剂之外，公司还布局口服仿制药制剂，并采用原料药+制剂一体化，获得成本优势，享集采市场机遇。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，近期公司陆续获批非洛地平片、非洛地平缓释片等重要品种。根据米内网数据，2021 年非洛地平在中国三大终端 6 大市场销售额超过 33 亿元。阿斯利康为原研企业，2021 年市场份额超过 80%，占据优势地位，其次为合肥立方制药。非洛地平缓释片已纳入第八批药品集采目录，2023 年 2 月 20 日第八批拟招采品种的药品信息填报工作已经启动，公司有望参与并获得份额。

盈利预测

预测公司 2022-2024 年收入分别为 21.44、28.14、36.72 亿元，归母净利润分别为 2.63、3.56、4.91，EPS 分别为 0.77、1.04、1.43 元，当前股价对应 PE 分别为 37.5、27.7、20.1 倍，给予“买入”投资评级。

风险提示

研发进展不及预期，竞争加剧风险，集采价格降幅超预期，产品销量不及预期等风险。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入（百万元）	1,628	2,144	2,814	3,672
增长率（%）	66.4%	31.7%	31.2%	30.5%
归母净利润（百万元）	204	263	356	491
增长率（%）	148.3%	28.8%	35.2%	37.9%
摊薄每股收益（元）	0.87	0.77	1.04	1.43
ROE（%）	18.6%	19.6%	21.3%	23.1%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产：					营业收入	1,628	2,144	2,814	3,672
现金及现金等价物	398	1,599	1,899	2,284	营业成本	350	427	564	709
应收款	265	349	458	597	营业税金及附加	21	28	36	47
存货	214	279	368	464	销售费用	832	1,115	1,464	1,909
其他流动资产	143	156	174	196	管理费用	46	56	65	77
流动资产合计	1,020	2,382	2,899	3,540	财务费用	13	20	16	9
非流动资产：					研发费用	146	199	267	367
金融类资产	100	100	100	100	费用合计	1,038	1,390	1,811	2,363
固定资产	589	560	527	494	资产减值损失	-5	-8	-8	-8
在建工程	18	7	3	1	公允价值变动	0	1	1	1
无形资产	77	73	70	66	投资收益	3	1	1	1
长期股权投资	0	0	0	0	营业利润	226	292	395	545
其他非流动资产	41	41	41	41	加：营业外收入	3	3	3	3
非流动资产合计	725	682	641	602	减：营业外支出	2	2	2	2
资产总计	1,745	3,064	3,539	4,142	利润总额	226	292	395	545
流动负债：					所得税费用	22	29	40	55
短期借款	54	254	354	454	净利润	204	263	356	491
应付账款、票据	109	141	187	235	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	150	150	150	150	归母净利润	204	263	356	491
流动负债合计	370	546	691	839					
非流动负债：					主要财务指标	2021A			
长期借款	224	1,124	1,124	1,124	成长性				
其他非流动负债	51	51	51	51	营业收入增长率	66.4%	31.7%	31.2%	30.5%
非流动负债合计	276	1,176	1,176	1,176	归母净利润增长率	148.3%	28.8%	35.2%	37.9%
负债合计	646	1,721	1,866	2,015	盈利能力				
所有者权益					毛利率	78.5%	80.1%	80.0%	80.7%
股本	235	343	343	343	四项费用/营收	63.8%	64.8%	64.4%	64.4%
股东权益	1,099	1,343	1,673	2,127	净利率	12.5%	12.3%	12.6%	13.4%
负债和所有者权益	1,745	3,064	3,539	4,142	ROE	18.6%	19.6%	21.3%	23.1%
					偿债能力				
现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	37.0%	56.2%	52.7%	48.6%
净利润	204	263	356	491	营运能力				
少数股东权益	0	0	0	0	总资产周转率	0.9	0.7	0.8	0.9
折旧摊销	54	43	41	39	应收账款周转率	6.2	6.2	6.2	6.2
公允价值变动	0	1	1	1	存货周转率	1.6	1.6	1.6	1.6
营运资金变动	-67	-186	-170	-209	每股数据（元/股）				
经营活动现金净流量	191	120	227	321	EPS	0.87	0.77	1.04	1.43
投资活动现金净流量	-230	39	37	35	P/E	33.1	37.5	27.7	20.1
筹资活动现金净流量	1239	1081	74	64	P/S	4.2	4.6	3.5	2.7
现金流量净额	1,200	1,240	338	420	P/B	6.1	7.3	5.9	4.6

资料来源：Wind、华鑫证券研究

■ 医药组介绍

胡博新：药学专业，10 年证券行业医药研究经验，曾在医药新财富团队担任核心成员。对原料药、医疗器械、血液制品行业有长期跟踪经验。

俞家宁：康奈尔大学硕士，2022 年 4 月加入华鑫证券。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准

确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。