

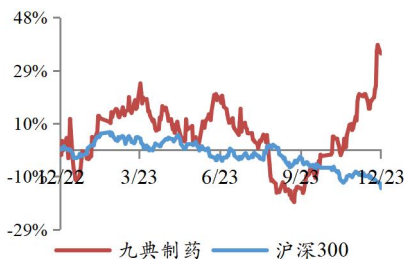
## 椒七麝三期临床结果出炉，疗效显著安全性较好

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-12-05

收盘价（元）	32.71
近12个月最高/最低（元）	33.47/19.58
总股本（百万股）	345
流通股本（百万股）	215
流通股比例（%）	62.29
总市值（亿元）	113
流通市值（亿元）	70

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

分析师：李昌幸

执业证书号：S0010522070002

邮箱：licx@hazq.com

### 相关报告

1.【华安医药】公司点评九典制药：三季度收入维持高速增长，盈利能力持续提升 2023-10-24

2.【华安医药】深度报告九典制药：经皮给药制剂为矛，“原料药+辅料+制剂”战略为盾 2023-10-16

### 主要观点：

#### 事件

2023年12月5日，九典制药发布《关于公司取得临床试验总结报告的提示性公告》。九典制药近日取得椒七麝凝胶贴膏III期临床试验总结报告。

#### 事件点评

#### ● 椒七麝凝胶贴膏疗效显著安全性较好，未来市场空间潜力大

椒七麝凝胶贴膏作为局部使用的药物，具有温经散寒、活血止痛之功，能有效缓解膝关节炎引起的疼痛，起效较快，可改善患者临床症状及活动能力，且用药方便，用药安全性较好。椒七麝凝胶贴膏预计25年获批。

#### ✓ 三期临床结果：疗效显著，安全性较好。

试验组疗效相对于安慰剂组的优效性成立（组间差异有统计学意义）；试验药物组用药后的疼痛改善、止痛有效率、止痛起效时间、中医症候总有效率相较于安慰剂组，均有统计学差异；

此外，椒七麝凝胶贴膏用药安全性较好，不良反应程度较轻，患者多能耐受，未发生严重不良事件。

#### ✓ 中药创新药“椒七麝凝胶贴膏”有望打破中药贴膏剂市场格局

现代化新型中药凝胶贴膏未来增长空间大。目前中药贴膏剂市场主要以橡胶膏剂为主，平均每贴不足1元，人均使用量约为凝胶膏剂的19倍。技术上凝胶贴膏不存在高温工艺易破坏植物有效成分等局限性；载药量方面，九典制药自主研发辅料已突破交联架桥相关技术壁垒，开发了一种载药量高的贴膏剂基质体系。新型中药凝胶贴膏剂商业价值更高，使用效果更佳，前景向好。

#### ● 长中短期看好公司产品梯队，打造经皮给药制剂龙头

短期：洛索集采影响落地，酮洛芬预计医保后快速放量。2025年前洛索洛芬钠凝胶贴膏多次集采后，价格利空出尽，以价换量维持收入稳步增长，目前广东联盟集采以价换量执行较好；院外零售市场同步布局。酮洛芬凝胶贴膏23年底国谈结束后，预计能快速放量。

中期：产品梯队清晰。24年预计利多卡因凝胶贴膏获批上市；25年预计吲哚美辛凝胶贴膏和氟比洛芬凝胶贴膏获批上市，同时中药创新药椒七麝凝胶贴膏预计也将获批上市。局部镇痛凝胶贴膏剂产品群逐步形成。

长期：经皮给药制剂作为全球第三大制剂未来潜力，九典制剂作为国内该领域稀缺标的，具备龙头潜力。

● **投资建议：维持“买入”评级**

我们调整了盈利预测，预计公司 2023~2025 年收入分别 27.82/34.77/43.83 亿元（前值为 27.82/34.03/41.72 亿元），分别同比增长 20%/25%/26%，归母净利润分别为 3.74/5.02/6.69 亿元（前值为 3.74/4.86/6.42 亿元），分别同比增长 39%/34%/33%，对应估值为 30X/22X/17X。维持“买入”投资评级。

● **风险提示**

政策变化风险；产品质量控制风险；研发风险

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2326	2782	3477	4383
收入同比 (%)	42.9%	19.6%	25.0%	26.0%
归属母公司净利润	270	374	502	669
净利润同比 (%)	32.0%	38.6%	34.3%	33.3%
毛利率 (%)	77.8%	77.1%	77.5%	77.9%
ROE (%)	17.4%	19.4%	20.7%	21.6%
每股收益 (元)	0.82	1.08	1.45	1.94
P/E	31.10	30.20	22.49	16.86
P/B	5.40	5.85	4.64	3.64
EV/EBITDA	23.25	26.48	21.21	16.25

资料来源：wind，华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	1206	1328	1675	2197	<b>营业收入</b>	2326	2782	3477	4383
现金	346	349	490	740	营业成本	517	638	784	970
应收账款	458	494	625	797	营业税金及附加	27	35	42	53
其他应收款	3	3	4	5	销售费用	1220	1377	1686	2104
预付账款	20	19	24	31	管理费用	65	106	136	175
存货	241	345	414	507	财务费用	14	-18	-41	-69
其他流动资产	139	117	117	117	资产减值损失	-6	0	0	0
<b>非流动资产</b>	1093	1368	1624	1894	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	2	3	4	4
固定资产	584	693	759	828	<b>营业利润</b>	291	408	547	728
无形资产	92	116	137	159	营业外收入	1	0	0	0
其他非流动资产	418	559	727	907	营业外支出	2	0	0	0
<b>资产总计</b>	2300	2695	3298	4091	<b>利润总额</b>	290	408	547	728
<b>流动负债</b>	444	464	565	688	所得税	21	34	45	58
短期借款	72	0	0	0	<b>净利润</b>	270	374	502	669
应付账款	106	140	172	211	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	266	324	393	477	<b>归属母公司净利润</b>	270	374	502	669
<b>非流动负债</b>	303	303	303	303	EBITDA	357	422	521	664
长期借款	231	231	231	231	EPS (元)	0.82	1.08	1.45	1.94
其他非流动负债	71	71	71	71					
<b>负债合计</b>	747	767	868	991	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	0	0	0	0	<b>会计年度</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
股本	343	345	345	345	<b>成长能力</b>				
资本公积	485	485	485	485	营业收入	42.9%	19.6%	25.0%	26.0%
留存收益	725	1099	1601	2270	营业利润	29.0%	40.0%	34.0%	33.2%
归属母公司股东权益	1553	1929	2431	3100	归属于母公司净利	32.0%	38.6%	34.3%	33.3%
<b>负债和股东权益</b>	2300	2695	3298	4091	<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	77.8%	77.1%	77.5%	77.9%
					净利率 (%)	11.6%	13.4%	14.4%	15.3%
					ROE (%)	17.4%	19.4%	20.7%	21.6%
					ROIC (%)	14.7%	14.7%	15.7%	16.4%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	32.5%	28.4%	26.3%	24.2%
					净负债比率 (%)	48.1%	39.8%	35.7%	32.0%
					流动比率	2.72	2.86	2.96	3.19
					速动比率	2.13	2.08	2.19	2.41
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.01	1.03	1.05	1.07
					应收账款周转率	5.08	5.64	5.56	5.50
					应付账款周转率	4.86	4.56	4.56	4.60
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	0.82	1.08	1.45	1.94
					每股经营现金流(薄)	0.78	1.23	1.34	1.70
					每股净资产	4.50	5.59	7.04	8.98
					<b>估值比率</b>				
					P/E	31.10	30.20	22.49	16.86
					P/B	5.40	5.85	4.64	3.64
					EV/EBITDA	23.25	26.48	21.21	16.25

资料来源:公司公告,华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**谭国超，医药行业首席分析师，医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生医疗（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

**分析师：**李昌幸，医药分析师，主要负责消费医疗（药店+品牌中药+OTC）、生命科学上游、智慧医疗领域行业研究。山东大学药学本科、中南财经政法大学金融硕士，曾任职于华西证券研究所。

## 重要声明

### 分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。