

2023年12月07日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

椒七麝凝胶贴膏临床效果显著，经皮给药平台稳固强化

—九典制药（300705.SZ）公司事件点评报告 买入(维持) 事件

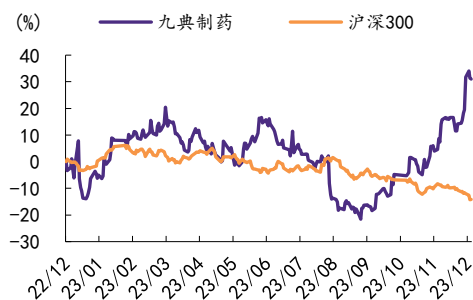
分析师：胡博新 S1050522120002
hubx@cfsc.com.cn

九典制药股份发布公告：近日取得椒七麝凝胶贴膏 III 期临床试验总结报告。

基本数据 2023-12-06

当前股价（元）	33.5
总市值（亿元）	116
总股本（百万股）	345
流通股本（百万股）	215
52周价格范围（元）	19.58-33.5
日均成交额（百万元）	107.24

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《九典制药（300705）：优化效率，业绩保持快速增长》2023-10-25
- 2、《九典制药（300705）：新品种陆续获批，期待下半年放量》2023-08-16
- 3、《九典制药（300705）：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》2023-03-05

投资要点

■ 椒七麝凝胶贴膏完成 III 期，疗效显著、安全性较好

椒七麝凝胶贴膏是公司首个按照 1.1 类中药新药申报的品种。该临床按照随机、多中心、双盲、安慰剂对照设计，分膝关节关节炎和肩关节周围炎两个独立的临床试验。临床总结报告结论为椒七麝凝胶贴膏试验组相对于安慰剂组的优效性成立，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。

■ 临床数据有力支撑推广

中医中药治疗骨关节炎拥有悠久的历史，在中老年人群中，拥有较高的信任度，目前在零售市场中，中药贴膏依然占据主要市场。在《骨关节炎中西医结合诊疗指南》中，对中药贴膏的效果评价为 1B 推荐，椒七麝凝胶贴膏按照严谨的临床试验申报上市，高质量的临床数据将有效支持未来的市场推广。

■ 研发后备管线丰富

椒七麝凝胶贴膏填补了公司在中药贴膏剂中一环，并拥有更高的仿制难度。我们预计临床总结之后将申报上市，预计 2025 年获批上市。同时，公司还储备有氟比洛芬凝胶贴膏、吲哚美辛凝胶贴膏等 10 个外用制剂品种。

■ 盈利预测

公司洛索洛芬钠凝胶贴剂在浙江省集采已平稳落地，未来价格将整体稳定，预计酮洛芬纳入医保谈判，2024 年正式开始放量，预测公司 2023-2025 年收入分别为 28.44、34.67、40.94 亿元，归母净利润分别为 3.82、5.13、6.46 亿元，EPS 分别为 1.11、1.49、1.87 元，当前股价对应 PE 分别为 30.3、22.5、17.9 倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

销售不及预期，政策风险及质量不及预期等风险。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入（百万元）	2,326	2,844	3,467	4,094
增长率（%）	42.9%	22.2%	21.9%	18.1%
归母净利润（百万元）	270	382	513	646
增长率（%）	32.0%	41.6%	34.3%	25.9%
摊薄每股收益（元）	0.79	1.11	1.49	1.87
ROE（%）	17.4%	20.8%	23.1%	23.9%

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	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产:				
现金及现金等价物	346	450	712	1,067
应收款	482	590	719	849
存货	241	324	400	492
其他流动资产	137	148	160	173
流动资产合计	1,206	1,511	1,992	2,581
非流动资产:				
金融类资产	90	90	90	90
固定资产	584	730	755	734
在建工程	308	123	49	20
无形资产	92	87	82	78
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	109	109	109	109
非流动资产合计	1,093	1,050	996	942
资产总计	2,300	2,561	2,988	3,523
流动负债:				
短期借款	72	72	72	72
应付账款、票据	144	193	239	293
其他流动负债	157	157	157	157
流动负债合计	444	422	468	523
非流动负债:				
长期借款	231	231	231	231
其他非流动负债	71	71	71	71
非流动负债合计	303	303	303	303
负债合计	747	725	771	825
所有者权益				
股本	343	345	345	345
股东权益	1,553	1,836	2,217	2,697
负债和所有者权益	2,300	2,561	2,988	3,523

现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	270	382	513	646
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	60	44	53	54
公允价值变动	0	1	1	1
营运资金变动	-60	-223	-173	-179
经营活动现金净流量	269	204	394	522
投资活动现金净流量	-431	39	49	50
筹资活动现金净流量	267	-98	-132	-166
现金流量净额	105	144	311	406

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,326	2,844	3,467	4,094
营业成本	517	683	845	1,038
营业税金及附加	27	11	14	16
销售费用	1,220	1,393	1,640	1,863
管理费用	65	77	90	98
财务费用	14	0	-3	-6
研发费用	201	256	312	368
费用合计	1,500	1,726	2,039	2,323
资产减值损失	-13	0	0	0
公允价值变动	0	1	1	1
投资收益	2	1	2	2
营业利润	291	422	568	716
加:营业外收入	1	2	2	2
减:营业外支出	2	0	0	0
利润总额	290	424	570	718
所得税费用	21	42	57	72
净利润	270	382	513	646
少数股东损益	0	0	0	0
归母净利润	270	382	513	646

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	42.9%	22.2%	21.9%	18.1%
归母净利润增长率	32.0%	41.6%	34.3%	25.9%
盈利能力				
毛利率	77.8%	76.0%	75.6%	74.6%
四项费用/营收	64.5%	60.7%	58.8%	56.8%
净利率	11.6%	13.4%	14.8%	15.8%
ROE	17.4%	20.8%	23.1%	23.9%
偿债能力				
资产负债率	32.5%	28.3%	25.8%	23.4%
营运能力				
总资产周转率	1.0	1.1	1.2	1.2
应收账款周转率	4.8	4.8	4.8	4.8
存货周转率	2.1	2.1	2.1	2.1
每股数据(元/股)				
EPS	0.79	1.11	1.49	1.87
P/E	42.6	30.3	22.5	17.9
P/S	4.9	4.1	3.3	2.8
P/B	7.4	6.3	5.2	4.3

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 医药组介绍

胡博新：药学专业硕士，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：美国康奈尔大学硕士，2022 年 4 月加入华鑫证券研究所，从事医药行业研究。

谷文丽：中国农科院博士，2023 年加入华鑫证券研究所。

吴景欢：中国疾病预防控制中心博士、副研究员，研究方向为疫苗、血制品、创新药，7 年的生物类科研实体经验，3 年医药行业研究经验。

■ 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。