

2024年04月25日

九典制药 (300705.SZ)

—— 快速增长的平台型贴膏龙头企业

买入 (首次覆盖)

证券分析师

刘闯

S1350524030002

liuchuang@huayuanstock.com

市场表现:



相关研究

投资要点:

- **投资逻辑: 1) 核心产品洛索洛芬钠凝胶贴膏受益于外用贴膏渗透率提升+院内深耕+院外渠道加大投入, 有望继续快速增长; 2) 酮洛芬凝胶贴膏 2023 年底进入医保, 格局好, 2024 年预计开始贡献收入增量; 3) 贴膏/贴剂管线丰富, 预计 2024-25 年将有约 4 个贴膏产品在国内获批。**
- **我国慢性疼痛患者超 3 亿, 凝胶贴膏作为首选治疗方式之一具有显著优势。**《中国疼痛医学发展报告》显示, 中国慢性疼痛患者超过 3 亿人, 每年新发约为 1000-2000 万人, 患病率随着年龄的增长而增长, 在老年人中尤为普遍。但目前公众对于疼痛的知晓率不足 20%, 慢性疼痛患者就诊率不足 60%。外用非甾体抗炎药为慢性疼痛首选治疗方式, 其中凝胶贴膏剂型因具备显著优势而在临床广泛使用。2022 年中国外用贴膏剂整体市场规模约为 184 亿元, 目前仍以中成药为主, 但化药贴膏剂占比逐年增长, 2020-2022 年市场占比由 26%提升至 32%, 且增速快于中成药贴膏剂。
- **洛索洛芬钠凝胶贴膏受益于渠道拓展+外用贴膏渗透率提升, 仍有较大增长空间。**我们认为在慢性疼痛庞大的患者基数下, 外用贴膏仍有广阔渗透空间。其中局部用非甾体抗炎药贴膏由氟比洛芬凝胶贴膏和洛索洛芬钠凝胶贴膏占据绝大部分市场。目前仅有 2 家公司的洛索洛芬钠贴膏在国内上市, 且九典制药占据超 70%份额, 近年放量迅速, 2023 年收入为 15.5 亿元 (YOY+18.7%)。在研产品中, 进展最快的是北京泰德制药, 已经完成 III 期临床并在申报注册中, 其余在研企业均进行的是 BE 试验。九典制药的洛索洛芬钠凝胶贴膏主要在医院端销售, 且低等级医院和基层医院覆盖率较小, 同时院外渠道正在大力开拓, 收入有望持续增长。
- **打造外用消炎镇痛产品矩阵, 后续管线值得期待。1) 酮洛芬凝胶贴膏:** 公司 2023 年上市的酮洛芬凝胶贴膏目前国内市场无同类产品上市, 并且在研竞争者少。从海外的同款产品来看, 久光的酮洛芬贴剂和凝胶贴膏为日本销量最好的外用制剂产品之一, 2022 年的市场规模约为 16 亿元, 因此我们认为该产品具有较大潜力。随着 2023 年底酮洛芬凝胶贴膏进入国家医保, 预计 2024 年开始贡献业绩增量。**2) 其他在研产品:** 公司具备丰富的贴膏/贴剂在研产品矩阵, 预计 2024-2025 年将会上市约 4 个贴膏产品, 为公司更长期的发展奠定基础。
- **盈利预测与估值:** 公司为平台型贴膏龙头企业, 核心产品洛索洛芬钠凝胶贴膏增长空间充足, 后续贴膏/贴剂管线丰富, 我们预计 2024-2026 年归母净利润分别为 5.1 亿元、7.0 亿元、9.1 亿元, 增速分别为 39.8%、35.4%、29.9%, 当前股价对应的 PE 分别为 23x、17x、13x, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示: 院外渠道拓展不及预期; 竞争格局恶化风险; 在研产品上市进展不及预期**

股票数据: 2024年4月24日

收盘价 (元)	34.1
一年内最高/最低 (元)	38.85/19.58
总市值 (亿元)	118

盈利预测与估值

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元人民币)	2,326	2,693	3,340	4,098	4,996
同比增长率 (%)	42.9%	15.7%	24.0%	22.7%	21.9%
毛利率 (%)	77.8%	77.2%	71.6%	72.1%	72.5%
归母净利润 (百万元人民币)	270	368	515	697	905
同比增长率 (%)	32.0%	36.5%	39.8%	35.4%	29.9%
每股收益 (元人民币/股)	0.82	1.07	1.49	2.02	2.62
ROE (%)	17.4%	18.7%	20.4%	21.6%	21.9%
市盈率	29.63	31.06	22.86	16.88	13.00

投资案件

投资评级与估值

公司为平台型贴膏龙头企业，核心产品洛索洛芬钠凝胶贴膏增长空间充足，后续贴膏/贴剂管线丰富，我们预计 2024-2026 年归母净利润分别为 5.1 亿元、7.0 亿元、9.1 亿元，增速分别为 39.8%、35.4%、29.9%，当前股价对应的 PE 分别为 23x、17x、13x，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

我们预计 2024-2026 年公司收入分别为 33.4/41.0/50.0 亿元，同比增长 24.0%/22.7%/21.9%，关键假设如下：

1. 凝胶贴膏：洛索洛芬钠凝胶贴膏为公司王牌产品，市占率靠前，深耕院内的同时，随着公司逐步加大院外端的投入，预计 2024-2026 年收入增速为 16%/24%/21%；公司酮洛芬凝胶贴膏在 2023 年底进入医保，预计 2024 年开始将逐步产生收入，同时预计氟比洛芬凝胶贴膏、吲哚美辛凝胶贴膏等将在 2025 年上市，也将贡献一定收入，预计 2024-2026 年其他贴膏收入分别为 1.8/3.3/5.5 亿元；其他药品制剂预计维持稳健增长趋势，2024-2026 年收入增速为 15%/15%/15%。

2. 原料药及药用辅料：公司具备多品种、大规模的化学原料药和药用辅料产品，药用辅料方面，公司着力发展高端产品，截止 2023 年共有 86 个登记号，2024-2026 年预计收入增速为 10%/10%/10%。原料药方面，每年新立项 10-15 个，成功申报 8 个以上，截止 2023 年已成功完成 83 个原料药品种开发，在研品种达 15 个以上，品类丰富，接续产品较多，2024-2026 年预计收入增速为 8%/8%/8%。

3. 技术转让及服务/植物提取物及其他：目前整体收入规模较小，预计 2024-2026 年收入增速分别为 5%/5%/5%和 15%/13%/12%。

投资逻辑要点

- 1) 核心产品洛索洛芬钠凝胶贴膏受益于外用贴膏渗透率提升+院内深耕+院外渠道加大投入，有望继续快速增长；
- 2) 酮洛芬凝胶贴膏 2023 年底进入医保，格局好，2024 年预计开始贡献收入增量；
- 3) 贴膏/贴剂管线丰富，预计 2024-25 年将约有约 4 个贴膏产品在国内获批。

核心风险提示

院外渠道拓展不及预期；竞争格局恶化风险；在研产品上市进展不及预期

目录

1. 九典制药：国内稀缺的贴膏制剂标的	5
2. 洛索洛芬钠凝胶贴膏：增速快的明星产品	7
3. 打造外用消炎镇痛产品矩阵，后续管线值得期待	9
4. 盈利预测及估值.....	11

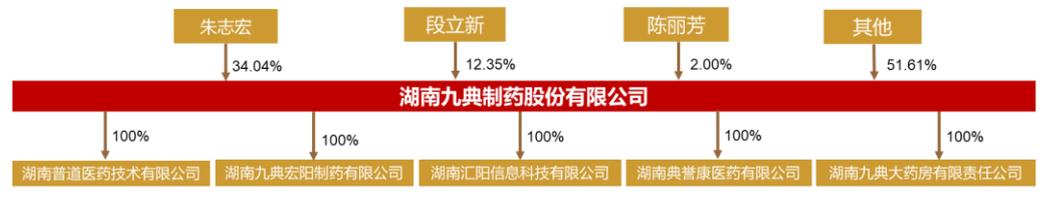
图表目录

图 1: 公司股权结构 (截止 2024Q1)	5
图 2: 公司收入及增速情况	5
图 3: 公司归母净利润及增速情况	5
图 4: 公司分业务收入情况 (亿元)	5
图 5: 公司毛利率及净利率情况 (%)	6
图 6: 公司各项费用率情况 (%)	6
图 7: 中国外用贴膏剂规模 (亿元)	8
图 8: 2023H1 局部用非甾体抗炎药贴膏剂竞争格局	9
图 9: 洛索洛芬钠凝胶贴膏竞争格局 (亿元)	9
图 10: 酮洛芬贴片/贴剂市场规模 (万元)	10
图 11: 氟比洛芬凝胶贴膏市场规模 (亿元)	10
表 1: 公司产品情况	6
表 2: 老年人慢性疼痛药物治疗方式	8
表 3: 九典制药在研贴膏管线情况	9
表 4: 2024-2026 年九典制药收入预测 (百万元)	11
表 5: 可比公司估值情况	12
表 6: 九典制药合并利润表 (百万元)	13
表 7: 九典制药合并资产负债表 (百万元)	14
表 8: 九典制药合并现金流量表 (百万元)	15

1. 九典制药：国内稀缺的贴膏制剂标的

国内经皮给药龙头，朱志宏为实控人。九典制药成立于 2001 年，致力于“药品制剂+原料药+药用辅料”一体化发展，同时充分利用公司多年积淀的研发、生产等优势，为行业内相关企业提供 CXO 服务。公司主要产品为洛索洛芬钠凝胶贴膏、泮托拉唑钠制剂、奥硝唑制剂等，其中洛索洛芬钠凝胶贴膏收入已突破 15 亿。从股权结构来看，董事长朱志宏为实控人，直接持有公司 34.04% 的股份，旗下子公司涉及仿制药研发、CDMO 业务承接、原料药及药用辅料生产等业务。

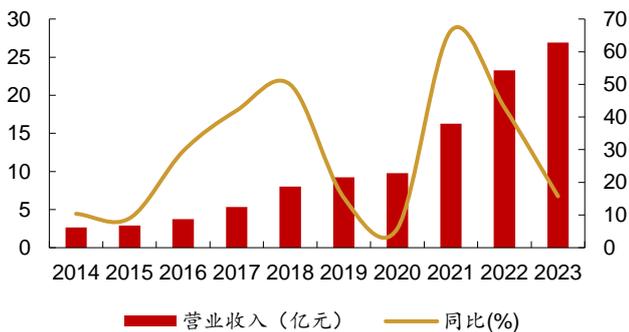
图 1：公司股权结构（截止 2024Q1）



资料来源：Wind，华源证券研究

业绩快速增长，洛索洛芬钠凝胶贴膏为核心产品。2023 年，公司分别实现收入和归母净利润 26.93 亿元（YOY+15.75%）、3.68 亿元（YOY+36.54%），近 5 年公司业绩实现快速增长，18-23 年收入及归母净利润 CAGR 分别为 27%和 39%。分业务看，2023 年药品制剂占据 80% 以上的收入占比，洛索洛芬钠凝胶贴膏作为核心品种收入为 15.5 亿元（YOY+18.7%），在药品制剂中收入占比达到 69%。

图 2：公司收入及增速情况



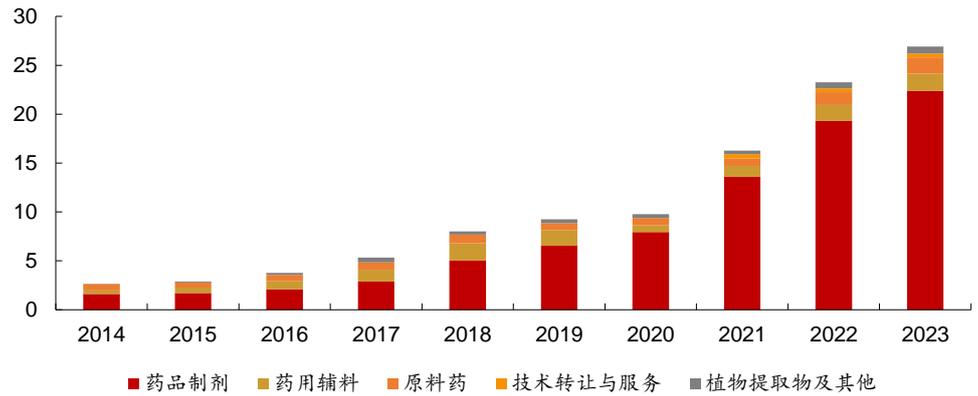
资料来源：Wind，华源证券研究

图 3：公司归母净利润及增速情况



资料来源：Wind，华源证券研究

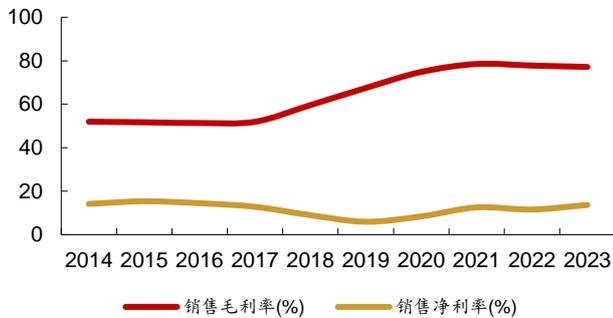
图 4：公司分业务收入情况（亿元）



资料来源: Wind, 华源证券研究

控费初见成效，盈利能力有望逐步提升。随着 2017 年公司重磅产品洛索洛芬钠凝胶贴膏上市，带动整体毛利率提升，达到约 77%的水平。由于新品上市需要推广费用投入，2017-2022 年公司销售费用率也有所提升。2023 年销售费用率为 48.6%，有所下降，主要是由于公司正在进行费用管控。未来随着国采和省采推进+外用制剂品种进入成熟期+向半自营转型，销售费用率有望逐步下降。

图 5: 公司毛利率及净利率情况 (%)



资料来源: Wind, 华源证券研究

图 6: 公司各项费用率情况 (%)



资料来源: Wind, 华源证券研究

贴膏产品为最大看点，其余业务预计稳健增长。公司业务范围覆盖药品制剂（凝胶贴膏为主）、原料药、药用辅料及 CXO 四大板块。1) 凝胶贴膏：核心产品为洛索洛芬钠凝胶贴膏和以及 2023 年获批上市的酮洛芬凝胶贴膏。两款产品主要用于骨关节炎等骨骼肌肉疾病的症状缓解，并均已被纳入医保。2) 其他仿制药：随着 2015 年仿制药一致性评价开始迎来机会，公司从 2016 年后便布局了数十个仿制药品种，目前已经陆续进入收获期。同时近年每年都有新品种获批，我们预计未来将维持稳定增长。3) 原料药+药用辅料：公司品种多，规模大，竞争优势强，市占率高，预计同样维持稳定增长。

表 1: 公司产品情况

类型	产品	产品用途（适应症）
药品制剂	洛索洛芬钠凝胶贴膏	用于以下疾病及症状的消炎、镇痛：骨关节炎、肌肉痛、外伤后的肿胀疼痛。
	酮洛芬凝胶贴膏	用于骨关节炎、肩周炎、肌腱炎、腱鞘炎、腱鞘周围炎、肱骨外上髁炎（网球肘等），肌肉疼痛、外伤所致肿胀疼痛的抗炎镇痛。
	泮托拉唑钠肠溶片	适用于活动性消化性溃疡(胃、十二指肠溃疡)、反流性食管炎和卓-艾氏综合征。
	洛索洛芬钠片	用于类风湿关节炎、骨性关节炎、腰痛症、肩关节周围炎、颈肩腕综合征、牙痛的镇痛和消炎及急性上呼吸道炎的解热和镇痛。
	琥珀酸亚铁片	适用于缺铁性贫血的预防和治疗。
	依巴斯汀片	适用于伴有或不伴有过敏性鼻炎的过敏性鼻炎（季节性和常年性），慢性特发性荨麻疹的对症治疗。
	瑞舒伐他汀钙片	本品适用于经饮食控制和其它非药物治疗仍不能适当控制血脂异常的原发性高胆固醇血症或混合型血脂异常症。
	乙酰半胱氨酸颗粒	适用于慢性支气管炎等咳嗽有粘痰而不易咳出的患者。
	枸橼酸氢钾钠颗粒	适用于溶解尿酸结石，预防尿酸结石的复发。
	复方黄连素片	清热燥湿，行气止痛，止痢止泻。用于大肠湿热，赤白下痢，里急后重或暴注下泻，肛门灼热；肠炎、痢疾见上述证候者。
地红霉素肠溶片	用于治疗感染。如呼吸道感染、皮肤感染等。	
原料药	磷酸二氢钠	1.用于低磷血症预防和治疗。亦作为全静脉高营养疗法磷添加剂，预防低磷血症。2.尿路感染的辅助用药，本药能使尿液酸化，从而增强杏仁酸乌洛托品和马尿酸乌洛托品的抗菌活性，并能消除尿路感染时含氨尿液的气味和混浊。3.含钙肾结石的预防。本药能使尿液酸化，增加钙的溶解度，阻止尿中钙沉积，从而预防含钙肾结石的复发。4.高钙血症的治疗。近年来已不常用本药治疗高高钙血症，而应用其他更为安全和有效方法。5.与磷酸氢二钠组成复方制剂，为容积性泻药；适用于成年患者外科手术前或肠镜、钡灌肠及其它肠道检查前的肠道清洁准备。6.亦可用作药用辅料，为PH调节剂和缓冲剂。
	左羟丙哌嗪	镇咳祛痰药，为中枢非成瘾性外消旋羟丙哌嗪的左旋体，其效果与外消旋羟丙哌嗪相间，但副作用明显降低，几乎无羟丙哌嗪的中枢镇静作用，对心血管和呼吸系统不产生任何明显作用，无药物依赖性，耐受指数较外消旋羟丙哌嗪高、持效更久。
	盐酸左西替利嗪	用于治疗季节性过敏性鼻炎、常年性过敏性鼻炎、慢性特发性荨麻疹。
	塞克硝唑	硝基咪唑类抗原虫药物。主要用于治疗由阴道毛滴虫引起的尿道炎和阴道炎、肠阿米巴病、肝阿米巴病、贾第鞭毛虫病。
	地红霉素	用于治疗感染。如呼吸道感染、皮肤感染等。
药用辅料	生物疫苗用注射级辅料	在注射剂中主要作为溶剂、防冻剂、PH调节剂、缓冲剂、乳化剂、吸附剂、助虑剂、助悬剂等。例如：硫酸铵、蔗糖（供注射用）等。
	外用制剂用辅料	在外用制剂中主要作为透皮促进剂、溶剂、助溶剂、增塑剂、抗氧化剂、PH调节剂、乳化剂、遮光剂、消泡剂等。例如：十六醇、十八醇、凡士林等。
	口服固体制剂用辅料	在固体制剂中主要作为填充剂、粘合剂、崩解剂、润滑剂、助流剂、增压剂、泡腾剂、成膜剂、调色剂、矫味剂、分散剂、芳香剂、表面活性剂等。例如：甘露醇、麦芽糊精、微晶纤维素等。

资料来源：公司公告，华源证券研究

2. 洛索洛芬钠凝胶贴膏：增速快的明星产品

中国慢性疼痛患病人群庞大，发病率随着年龄增长而增加。《中国疼痛医学发展报告》显示，中国慢性疼痛患者超过3亿人，每年新发约为1,000-2,000万人，患病率随着年龄的增长有所增长，在老年人中尤为普遍。但目前公众对于疼痛的知晓率不足20%，慢性疼痛患者就诊率不足60%。

外用非甾体抗炎药为慢性疼痛首选治疗方式，其中凝胶贴膏优势显著。外用给药具有直接作用于靶点、局部起效快、不良反应少等诸多优点。按照剂型分类，主要分为凝胶、乳剂/膏、溶剂、贴剂和气雾剂等，其中与传统气雾剂以及贴剂相比，凝胶贴膏具有载药量大、药物释放性能好、透气性强等优势被临床广泛使用。

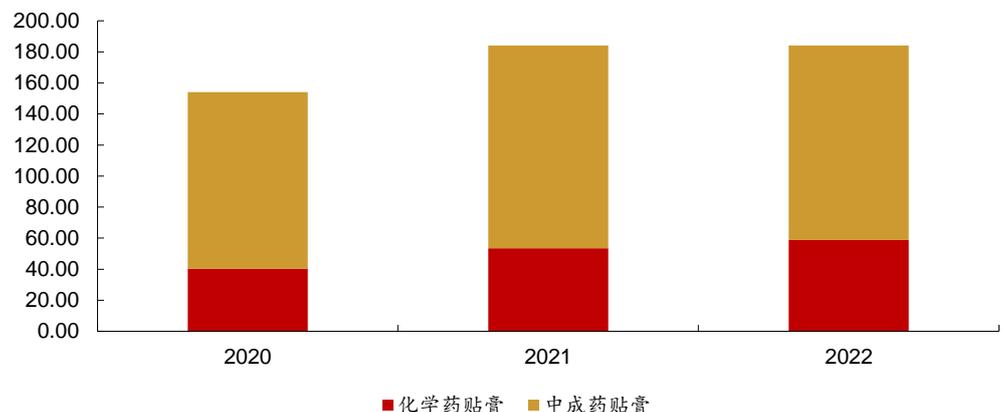
表 2：老年人慢性疼痛药物治疗方式

药物	推荐	安全性	代表药物
外用 NSAIDs (非甾体抗炎) 药	轻、中度疼痛尤其是疼痛部位局限时的首选药物	一般安全性和耐受性好,注意皮肤过敏和诱发哮喘等	氟比洛芬凝胶贴膏
对乙酰氨基酚	轻、中度疼痛	高剂量时有肝毒性,定期监测肝功能	
口服 NSAIDs 药	选用最低、有效剂量并短期使用	NSAIDs 与胃肠道、肾和心血管不良反应相关:阿司匹林与之合用时建议加用质子泵抑制剂	洛索洛芬钠; 塞来昔布; 依托考昔
曲马多	对乙酰氨基酚和 NSAIDs 药均无效时使用	与抗抑郁药合用可增加癫痫或 5HT 综合征风险	
阿片类药	其他方法无效时的中、重度疼痛或功能、生活质量严重下降	不良反应限制其临床应用(便秘、嗜睡、恶心)	羟考酮缓释片
抗抑郁药	慢性肌肉骨骼疼痛合并焦虑、抑郁状态	便秘、口干等不良反应呈剂量依赖性,推荐低剂量起始	度洛西汀
抗惊厥药	治疗神经病理性疼痛、纤维肌痛	不良反应限制了临床应用(如镇静、外周水肿),肾功能不良患者要调整剂量	普瑞巴林
肌肉松弛剂	缓解慢性腰背痛	存在肝肾功能损害可能,注意四肢无力、困倦、恶心呕吐等不良反应	乙哌立松
抗骨质疏松药	骨质疏松性骨痛	过量补钙会增加肾结石和心血管钙化风险;食管狭窄或失弛缓症患者禁用双膦酸盐,反流性食管炎患者慎用	鲑降钙素; 地舒单抗

资料来源：纪泉等《老年人慢性肌肉骨骼疼痛管理中国专家共识(2023)》，华源证券研究

国内化药外用贴膏剂市场规模约 60 亿，占比稳步提升。2022 年国内外用贴膏剂市场规模约为 184 亿元，目前仍以中成药贴膏为主，2022 年市场规模为 125 亿元，占比总市场比重达到 68%，近两年有所下滑。化药贴膏 2022 年市场规模为 59 亿，20-22 年贴膏市场占比由 26%提升至 32%，且增速快于中成药贴膏。

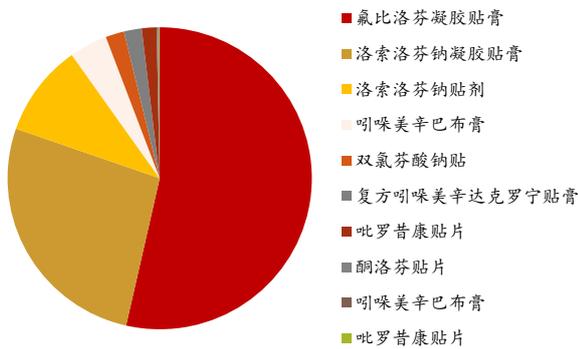
图 7：中国外用贴膏剂规模（亿元）



资料来源：药融云，公司公告，华源证券研究

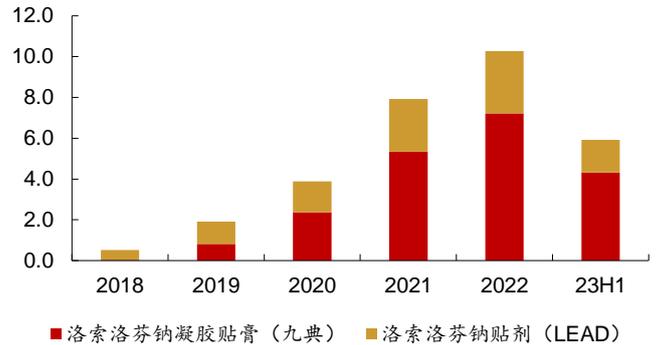
洛索洛芬钠凝胶贴膏竞争格局好，九典份额超 70%。局部用非甾体抗炎药贴膏中，由氟比洛芬凝胶贴膏和洛索洛芬钠凝胶贴膏占据绝大部分市场，目前仅有 2 家公司的洛索洛芬钠贴膏在国内上市，且九典制药占据超 70%份额，放量迅速，2019-22 年在城市公立医院收入 CAGR 达 107%。洛索洛芬钠贴膏/凝胶贴膏在研产品中，进展最快的是北京泰德制药，已经完成 III 期临床并在申报注册中，其余在研企业均进行的是 BE 试验。

图 8：2023H1 局部用非甾体抗炎药贴膏剂竞争格局



资料来源：米内网，华源证券研究
注：仅统计城市公立医院规模

图 9：洛索洛芬钠凝胶贴膏竞争格局（亿元）



资料来源：米内网，华源证券研究
注：仅统计城市公立医院规模

3. 打造外用消炎镇痛产品矩阵，后续管线值得期待

贴膏/贴剂管线丰富，打造产品矩阵。从在研产品进展来看，预计在 24-25 年将约有 4 个贴膏产品在国内获批，公司的贴膏业务已经逐渐从单一产品发展为丰富的外用消炎镇痛产品矩阵，为公司更长期的发展奠定基础。

表 3：九典制药在研贴膏管线情况

产品	注册分类	适应症	进展	预计获批时间
吲哚美辛凝胶贴膏	化药 3 类	用于以下疾病及症状的消炎、镇痛：骨关节炎、肩周炎、肌腱及腱鞘炎、腱周围炎、肱骨上髁炎（网球肘等）、肌肉痛、外伤后的肿胀疼痛	申报生产	2025
椒七麝凝胶贴膏	中药 1.1 类	温经散寒，活血止痛	申报生产	2025
氟比洛芬凝胶贴膏	化药 4 类	用于以下疾病及症状的消炎、镇痛：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。	申报生产	2025
洛索洛芬钠贴剂	化药 4 类	消炎镇痛	申报生产	
利多卡因凝胶贴膏	化药 3 类	带状疱疹后遗神经痛	申报生产	2024H2
氟比洛芬贴剂	化药 3 类	用于以下疾病及症状的消炎、镇痛：骨关节炎、肩周炎、肌腱及腱鞘炎、2023.04 临床试验获腱鞘周围炎、肱骨外上髁炎（网球肘）、肌肉痛、外伤所致肿胀、疼痛。	批准	
酮洛芬贴剂	化药 3 类	(1) 以下疾病和症状的镇痛/抗炎：腰痛（肌肉或筋膜性腰痛、变形性脊2023.05 临床试验获椎病、椎间盘突出、腰椎挫伤）、变形性关节炎、肩周炎、肌腱炎、腱鞘	批准	

炎、肌腱周围炎、肱骨外上髁炎（网球肘等）、肌肉痛、创伤后肿胀和疼痛。
 痛。（2）类风湿性关节炎的局部镇痛。

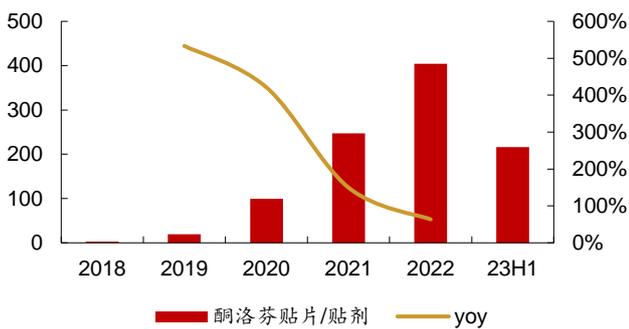
PDX-03	外用非甾体类抗炎药物，适用于下列疾病及症状的镇痛、消炎：骨关节炎、 化药 2 类 肩周炎、肌腱及腱鞘炎、腱鞘周围炎、肱骨外上髁炎（网球肘）、肌肉痛、 外伤所致肿胀、疼痛。	2022.06 临床试验获 批准
PDX-02	外用非甾体类抗炎药物，下列疾病及症状的镇痛、消炎：骨关节炎、肩周 化药 2 类 炎、肌腱及腱鞘炎、腱鞘周围炎、肱骨外上髁炎（网球肘）、肌肉痛、外 伤所致肿胀、疼痛。	2022.01 临床试验获 批准

资料来源：公司公告，医药魔方，华源证券研究

酮洛芬凝胶贴膏：国内首仿，已进入医保，在研竞争者少。公司 2023 年上市的酮洛芬凝胶贴膏目前国内无同类产品上市，为独家剂型。从海外的同款产品来看，久光的酮洛芬贴剂和凝胶贴膏为日本销量最好的外用制剂产品之一，2022 年的市场规模约为 16 亿元，因此我们认为该产品具有较大潜力。从已上市的酮洛芬贴片/贴剂产品规模来看，2022 年约为 400 万元，我们判断该产品的潜力还未得到充分释放，凝胶贴膏具有独特的优势，随着被纳入医保，收入有望快速增长。从在研竞争格局来看，仅有南京海纳和湖北兵兵两家，其中南京海纳的产品在进行 III 期临床，湖北兵兵药业早在 2014 年左右完成 II 期临床，目前暂无后续进展消息。

氟比洛芬凝胶贴膏：大单品潜力已得到验证。泰德制药的氟比洛芬于 2009 年在国内上市，目前已成为局部用非甾体抗炎药贴膏剂中体量最大的产品，2022 年城市公立医院口径下，市场规模为 15 亿元。九典制药的氟比洛芬凝胶贴膏有望在 2025 年上市，成为第三家上市产品。从在研竞争格局来看，北京茗泽中和已经被批准进行临床，乐明药业 2023 年 4 月申请上市，目前暂无审评结论，其余在做 BE 临床的企业众多。

图 10：酮洛芬贴片/贴剂市场规模（万元）



资料来源：米内网，华源证券研究
 注：仅统计城市公立医院规模

图 11：氟比洛芬凝胶贴膏市场规模（亿元）



资料来源：米内网，华源证券研究
 注：仅统计城市公立医院规模

4. 盈利预测及估值

我们预计 2024-2026 年公司收入分别为 33.4/41.0/50.0 亿元，同比增长 24.0%/22.7%/21.9%，关键假设如下：

1. 凝胶贴膏：洛索洛芬钠凝胶贴膏为公司王牌产品，市占率靠前，深耕院内的同时，随着公司逐步加大院外端的投入，预计 2024-2026 年收入增速为 16%/24%/21%；公司酮洛芬凝胶贴膏在 2023 年底进入医保，预计 2024 年开始将逐步产生收入，同时预计氟比洛芬凝胶贴膏、吲哚美辛凝胶贴膏等将在 2025 年上市，也将贡献一定收入，预计 2024-2026 年其他贴膏收入分别为 1.8/3.3/5.5 亿元；其他药品制剂预计维持稳健增长趋势，2024-2026 年收入增速为 15%/15%/15%。
2. 原料药及药用辅料：公司具备多品种、大规模的化学原料药和药用辅料产品，药用辅料方面，公司着力发展高端产品，截止 2023 年共有 86 个登记号，2024-2026 年预计收入增速为 10%/10%/10%。原料药方面，每年新立项 10-15 个，成功申报 8 个以上，截止 2023 年已成功完成 83 个原料药品种开发，在研品种达 15 个以上，品类丰富，接续产品较多，2024-2026 年预计收入增速为 8%/8%/8%。
3. 技术转让及服务/植物提取物及其他：目前整体收入规模较小，预计 2024-2026 年收入增速分别为 5%/5%/5%和 15%/13%/12%。

表 4：2024-2026 年九典制药收入预测（百万元）

		2023	2024E	2025E	2026E
	总收入	2692.5	3339.6	4098.4	4996.3
	YOY (%)	15.8%	24.0%	22.7%	21.9%
	毛利率	77.2%	71.6%	72.1%	72.5%
药品制剂	收入	2236.4	2839.5	3551.3	4398.6
	YOY (%)	15.9%	23.3%	25.1%	23.9%
	毛利率	86.23%	78.40%	78.10%	77.90%
其中：凝胶贴膏	收入	1547.2	1974.3	2556.5	3254.5
	YOY (%)	19%	27%	29%	27%
洛索洛芬钠	收入	1547.2	1794.3	2231.5	2704.5
	YOY (%)	18.7%	15.7%	24.4%	21.2%
其他	收入		180	325	550
	YOY (%)			81%	69%
其中：其他药品制剂	收入	689.2	865.1	994.9	1144.1
	YOY (%)	9.9%	15.0%	15.0%	15.0%
药用辅料	收入	175.9	193.5	212.8	234.1
	YOY (%)	7.6%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率		26%	26%	26%
原料药	收入	167.6	181.0	195.5	211.2
	YOY (%)	29.8%	8.0%	8.0%	8.0%
	毛利率		45%	45%	45%
技术转让及服务	收入	38.1	40.0	42.0	44.1

	YOY (%)	-8.4%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率		52%	52%	52%
植物提取物及其他	收入	74.5	85.7	96.8	108.4
	YOY (%)	23.6%	15.0%	13.0%	12.0%
	毛利率		16.0%	16.0%	16.0%

资料来源：Wind，华源证券研究

我们预计 2024-2026 年归母净利润分别为 5.1 亿元、7.0 亿元、9.1 亿元，增速分别为 39.8%、35.4%、29.9%，当前股价对应的 PE 分别为 23x、17x、13x。同时选取贴膏布局企业羚锐制药、云南白药作为可比公司，九典制药 2024 年估值略高于可比公司，2025-2026 年略低于可比公司。鉴于九典制药为外用贴膏制剂龙头企业，明星产品洛索洛芬钠凝胶贴膏仍处于快速放量期且零售渠道正在大力投入，后续管线丰富，24-25 年有望上市约 4 个贴膏新品，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 5：可比公司估值情况

公司代码	公司名称	市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)					PE			
			2022A	2023A/E	2024E	2025E	2026E	2023E	2024E	2025E	2026E
600285.SH	羚锐制药	131	465.3	544.9	651.5	771.7		24	20	17	
000538.SZ	云南白药	990	3,001.1	4,093.8	4,668.3	5,114.2	5,428.5		21	19	18
	可比公司平均估值							24	21	18	18
300705.SZ	九典制药	118	269.7	368.3	514.8	697.2	905.5		23	17	13

资料来源：Wind，华源证券研究

注：除九典制药外，可比公司均采用 wind 一致预期，估值日期 2024/4/24；云南白药及九典制药 2023 年归母净利润为实际值

风险提示：

院外渠道拓展不及预期：公司正处于渠道拓展阶段，若效果不及预期，可能导致收入不及预期；

竞争格局恶化风险：随着处于研发阶段的竞品的上市进程推进，存在竞争格局恶化风险；

在研产品上市进展不及预期：公司在研产品较多，若临床试验/申报上市进度不及预期，可能会导致上市时间延后。

表 6：九典制药合并利润表（百万元）

	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,693	3,340	4,098	4,996
毛利率%	77.2%	71.6%	72.1%	72.5%
营业税金及附加	34	43	53	65
营业税金率%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
销售费用	1,307	1,371	1,656	2,004
销售费用率%	48.6%	41.1%	40.4%	40.1%
管理费用	98	107	127	150
管理费用率%	3.6%	3.2%	3.1%	3.0%
研发费用	254	274	330	400
研发费用率%	9.4%	8.2%	8.1%	8.0%
财务费用	6	26	17	5
财务费用率%	0.2%	0.8%	0.4%	0.1%
资产减值损失	-7	-6	-6	-6
投资收益	2	2	2	1
营业利润	394	563	762	990
营业外收支	8	0	0	0
利润总额	402	563	762	990
所得税	34	48	65	84
有效所得税率%	8.4%	8.5%	8.5%	8.5%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	368	515	697	905

资料来源：Wind，华源证券研究预测

表 7：九典制药合并资产负债表（百万元）

	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	425	870	1,436	2,267
应收账款及应收票据	578	526	646	789
存货	266	390	471	565
其它流动资产	162	152	164	178
流动资产合计	1,430	1,937	2,716	3,799
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,071	1,320	1,376	1,315
在建工程	69	24	8	3
无形资产	89	84	79	73
非流动资产合计	1,441	1,638	1,672	1,600
资产总计	2,871	3,575	4,388	5,398
短期借款	52	21	30	10
应付票据及应付账款	159	245	297	356
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	204	291	347	413
流动负债合计	416	557	674	778
长期借款	59	59	59	59
其它长期负债	424	433	433	433
非流动负债合计	482	492	492	492
负债总计	898	1,050	1,166	1,271
实收资本	345	345	345	345
普通股股东权益	1,973	2,525	3,222	4,128
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	2,871	3,575	4,388	5,398

资料来源：Wind，华源证券研究预测

表 8：九典制药合并现金流量表（百万元）

	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	368	515	697	905
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	87	158	171	177
非经营收益	-13	34	34	34
营运资金变动	-11	105	-111	-131
经营活动现金流	431	813	791	985
资产	-427	-350	-200	-100
投资	0	0	0	0
其他	2	2	2	1
投资活动现金流	-425	-348	-198	-99
债权募资	-206	-21	9	-20
股权募资	381	37	0	0
其他	-101	-36	-36	-36
融资活动现金流	74	-20	-27	-56
现金净流量	80	445	566	831

资料来源：Wind，华源证券研究预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于已公开信息撰写，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投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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修改、复制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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 lirui xue@huayuanstock.com
华北区销售代表 王梓乔 wangziqiao@huayuanstock.com
华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	: 相对强于市场表现 20%以上;
增持 (Outperform)	: 相对强于市场表现 5% ~ 20%;
中性 (Neutral)	: 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动;
减持 (Underperform)	: 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	: 行业超越整体市场表现;
中性 (Neutral)	: 行业与整体市场表现基本持平;
看淡 (Underweight)	: 行业弱于整体市场表现。

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。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数