

九典制药 (300705)

经皮给药新型制剂领先，产品矩阵助力增长 买入 (首次)

2024年05月23日

证券分析师 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 冉胜男

执业证书: S0600522090008

ranshn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	2326	2693	3104	3844	4507
同比 (%)	42.92	15.75	15.27	23.86	17.24
归母净利润 (百万元)	269.70	368.26	512.46	693.33	864.60
同比 (%)	32.05	36.54	39.16	35.29	24.70
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.78	1.07	1.48	2.01	2.50
P/E (现价&最新摊薄)	45.58	33.38	23.99	17.73	14.22

投资要点

- 投资逻辑:** 公司领跑外用贴膏领域，大品种洛索洛芬钠凝胶贴膏持续放量、酮洛芬凝胶贴膏获批且进入医保，椒七麝凝胶贴膏等即将上市；在研管线丰富，保障后续增长。公司半自营销模式改革，院外市场快速增长、空间打开，净利率有望持续提升，推动业绩高速增长。
- 洛索洛芬钠凝胶贴膏有望打造 30 亿级大品种，酮洛芬凝胶贴膏上市补位增长。** 公司核心产品洛索洛芬钠凝胶贴膏 2017 年上市，2018 年销售额仅 0.24 亿元，2023 年已经达 15.5 亿元，销售量同比增长 31%，2024Q1 保持高增长。洛索洛芬钠凝胶贴膏是国内首仿，化药凝胶贴膏上市审批门槛提高，我们预计产品短中期的竞争格局尚好，联盟集采有望以价换量，医院覆盖率与产品市占率将继续提高。酮洛芬凝胶贴膏于 2023 年 2 月获批上市，12 月纳入医保，目前尚无竞品上市，有望与洛索洛芬钠凝胶贴膏形成价格差异与协同销售，再造 10 亿+品种。
- 在研管线丰富，保障后续增长。** 至 2023 年报，公司拥有 2 个凝胶贴膏类药品注册证书，在研外用制剂产品超 15 个，其中申报生产 7 个。公司已成功完成 83 个原料药品种开发，目前在研品种达 15 个以上。公司在局部经皮给药领域布局多个镇痛类产品，根据临床项目进展情况，我们预计利多卡因贴膏、利丙双卡因乳膏有望于 2024 年获批，椒七麝凝胶贴膏、吲哚美辛凝胶贴膏、氟比洛芬凝胶贴膏有望于 2025 年获批，此外 2-3 个贴剂产品有望 2025 年/2026 年获批，改良型新药的贴膏剂和其他剂型有望于 2026 年/2027 年获批。公司自 2024 年进入产品上市收获期，丰富的在研管线保障公司后续增长。
- 半自营模式试点，院外市场打开，销售费用率有望持续降低。** 公司自酮洛芬凝胶贴膏产品上市后试点半自营模式，通过建立自己的商务团队和集中发货的方式，预计可节省费用，提高运营效率。考虑不同终端板块的销售策略、定价体系和产品布局，洛索洛芬钠凝胶贴膏在 2023 年开始拓展 OTC 渠道，力争通过覆盖百强连锁药店和地区连锁龙头药店，形成完善的产品梯队，打造“久悦”贴膏品牌，提升品牌价值。参考中药贴膏企业羚锐制药的院外市场占比，公司院外市场发展潜力大。同时，随着半自营销模式改革、院外市场占比提升、产品陆续进入联采集采等，公司整体销售费用率有望持续降低，盈利水平有望提升。
- 盈利预测与投资评级:** 预计 2024-2026 年公司营业总收入分别为 31.04/38.44/45.07 亿元，公司归母净利润分别为 5.12/6.93/8.65 亿元，增速为 39%/35%/25%，对应当前市值的估值分别为 24/18/14 倍。公司在贴膏产品领域先发优势显著，在研管线丰富，长期将持续受益于老龄化需求增长，有望成长为细分龙头。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示:** 市场竞争加剧，研发进度或不及预期，集采降价幅度超预期的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	35.59
一年最低/最高价	18.80/39.70
市净率(倍)	6.08
流通 A 股市值(百万元)	7,433.77
总市值(百万元)	12,294.07

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.86
资产负债率(% ,LF)	28.78
总股本(百万股)	345.44
流通 A 股(百万股)	208.87

相关研究

内容目录

1. 九典制药：匠心砥砺，领跑经皮给药新型制剂市场	4
1.1. 二十载锐意进取，化药凝胶贴膏企业先锋	4
1.2. 股权激励展现企业信心，巩固长期发展基石	4
1.3. 营业收入节节攀升，销售费用率有望持续下降	6
1.4. 研发投入持续增长，在研管线丰富	7
2. 经皮给药领域崭新格局，老龄化驱动外用贴膏市场快速增长	8
2.1. 经皮给药产品多元，凝胶贴膏崭露头角	8
2.2. 全球经皮给药市场规模庞大，国内新型制剂市场前景广阔	10
2.3. 老龄化下疼痛管理需求持续增长，外用贴膏类市场空间大	12
3. 公司核心大单品快速放量，丰富在研管线保障后续增长	13
3.1. 化药凝胶贴膏上市品种较少，公司上市+在研领先布局	13
3.2. 洛索洛芬钠凝胶贴膏持续增长，联采降价与院外渠道助推后续放量	14
3.3. 酮洛芬凝胶贴膏获批上市及进入医保，有望再造大单品	16
3.4. 椒七麝凝胶贴膏切入中药赛道，独家创新中药凝胶贴膏增长可期	17
3.5. 原辅料业务规模持续增长，毛利率水平整体稳健提升	17
4. 半自营销模式改革，药店与电商打开院外市场	18
5. 盈利预测与估值	19
6. 风险提示	21

图表目录

图 1: 九典制药历史大事 (截至 2023 年底)	4
图 2: 公司股权结构和主要参控股公司	4
图 3: 公司营业收入及增速	6
图 4: 公司归母净利润及增速	6
图 5: 公司毛利率、净利率	6
图 6: 公司收入构成	6
图 7: 公司三项费用率变化情况	7
图 8: 透皮贴剂构成	9
图 9: 凝胶膏剂成型工艺流程图	9
图 10: 全球经皮给药市场前景广阔	10
图 11: 2019 年中国经皮给药市场份额	11
图 12: 2021 年外用贴膏剂市场份额	11
图 13: 慢性疼痛患者的治疗方案偏好	12
图 14: 中国化学镇痛药物中非甾体药物占比变化	12
图 15: 洛索洛芬钠凝胶贴膏产品图	14
图 16: 洛索洛芬钠凝胶贴膏销售量及增速	14
图 17: 洛索洛芬钠凝胶贴膏销售额及增速	14
图 18: 酮洛芬凝胶贴膏产品图	16
图 19: 酮洛芬相关制剂销售情况	16
图 20: 2016-2021 年我国公立医疗机构中药贴膏剂销售额及增速	17
图 21: 2016-2021 年我国城市实体药店中药贴膏剂销售额及增速	17
图 22: 公司辅料业务营收及增长、毛利率情况	18
图 23: 公司原料药业务营收剂增长、毛利率情况	18
图 24: 2023 年九典制药产品销售处方类型结构	19
图 25: 2023 年羚锐制药产品销售处方类型结构	19
图 26: 九典制药零售市场销售额及增速	19
图 27: 九典制药零售市场销售量及增速	19
表 1: 公司核心管理层情况	5
表 2: 股权激励考核目标激励对象获授的限制性股票分配情况	5
表 3: 激励对象获授的限制性股票分配情况	5
表 4: 各类贴剂产品特点及对比	8
表 5: 凝胶贴膏仿制药开发相关政策	9
表 6: 国内已上市化药凝胶贴膏	10
表 7: 中国上市透皮贴剂处方药产品活性成分 TOP10	11
表 8: 国内已上市化药凝胶贴膏	13
表 9: 我国公立医疗机构终端与零售终端外用镇痛药 Top5 品种	13
表 10: 洛索洛芬钠凝胶贴膏在研企业与研发进展	15
表 11: 酮洛芬凝胶贴膏研发进展	16
表 12: 公司收入拆分	20
表 13: 可比公司估值	21

1. 九典制药：匠心砥砺，领跑经皮给药新型制剂市场

1.1. 二十载锐意进取，化药凝胶贴膏企业先锋

九典制药，创立于2001年，总部位于湖南省长沙市，于2017年成功在深交所创业板上市。公司凭借多种原料药、辅料的合成技术以及外用贴剂的研发生产，成功打造出消炎镇痛领域的黄金单品洛索洛芬钠凝胶贴膏，另外酮洛芬凝胶贴膏于2023年获批上市，成为新增长点。公司在研管线丰富，重点布局外用镇痛类贴膏贴剂类产品，未来将打造更加丰富的经皮给药高端制剂产品矩阵，保障长期业绩增长。

图1：九典制药历史大事（截至2023年底）



数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

1.2. 股权激励展现企业信心，巩固长期发展基石

公司股权结构稳定。截至2024年一季报，公司董事长朱志宏个人持股比例34.04%，为公司实际控制人。朱志宏先生，拥有兰州大学硕士学位，在湖南医药工业研究所从事新药研发工作期间，积累了深厚的专业知识和研发经验。1996年，朱志宏先生创立医药科研公司，专注于新药和仿制药的研发，为湖南九典制药的成立奠定了基础。

图2：公司股权结构和主要参控股公司



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 1：公司核心管理层情况

姓名	职务	简历
朱志宏	董事长	1962 年 9 月出生，中国国籍，无永久境外居留权，硕士研究生学历，副研究员。1980 年至 1984 年就读于湖南师范大学；1986 年至 1989 年就读于兰州大学；1989 年至 1996 年任职于湖南医药工业研究所；1997 年至 2000 年任职于长沙维神医药科技开发有限公司；2001 年至今任职于公司，现任公司董事长。
杨洋	董事、总经理，兼任湖南九典宏阳制药、湖南普道医药技术有限公司执行董事	1984 年 10 月出生，中国国籍，无永久境外居留权，本科学历，中南大学工程博士在读。2007 年至今任职于公司，现任公司董事、总经理，兼任湖南九典宏阳制药有限公司执行董事，湖南普道医药技术有限公司执行董事。
范朋云	董事、总经理，兼任湖南九典宏阳制药有限公司总经理	1977 年 9 月出生，中国国籍，无永久境外居留权，大专学历，高级工程师。2000 年毕业于湖南医学高等专科学校；2000 至 2001 年任职于湖南鹭马制药有限公司；2001 至 2005 年任职于湖南正太金琥药业有限公司；2005 年至今任职于公司。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

股权激励展现企业信心。公司在 2022 年 3 月发布了《2022 年限制性股票激励计划实施考核管理办法》，以每股 13.94 元的价格向激励对象授予限制性股票，总量达到 530.00 万股，约占公司总股本的 2.26%。该计划在公司层面设置了严格的考核要求，确保公司发展战略和经营目标的实现。

表 2：股权激励考核目标激励对象获授的限制性股票分配情况

姓名	职务	获授限制性股票数量(万股)	占本计划授出限制性股票总数的比例	占公司股本总额的比例
段立新	届满已离任	150.00	28.30%	0.64%
郑霞辉	届满已离任	15.00	2.83%	0.06%
杨洋	董事、总经理	14.00	2.64%	0.06%
熊英	财务总监	10.00	1.89%	0.04%
曾蕾	副总经理兼董事会秘书	12.00	2.26%	0.05%
其他核心管理/技术/业务人员(67 人)		329.00	62.08%	1.40%
合计		530.00	100.00%	2.26%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 3：激励对象获授的限制性股票分配情况

归属期	业绩考核目标	各归属期考核目标完成度(A)
第一个归属期	以 2021 年净利润为基数，2022 年增长率不低于 30%；	当 $A > 100\%$ 时， $M = 100\%$ ；
第二个归属期	以 2021 年净利润为基数，2023 年增长率不低于 55%；	当 $80\% \leq A < 100\%$ 时， $M = 80\%$ ；
第三个归属期	以 2021 年净利润为基数，2024 年增长率不低于 75%；	当 $A < 80\%$ 时， $M = 0$ 。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 营业收入节节攀升，销售费用率有望持续下降

收入、利润保持较快增长。2014-2023年，公司营收从2.66亿大幅增长到26.93亿，复合增速达29.30%；归母净利润从0.38亿增长至3.68亿，复合增速达28.78%。2023年公司营收26.93亿元，同比增长15.75%，归母净利润3.68亿元，同比增长36.54%。

公司自2018-2020年业绩增速下滑受多重因素叠加影响：2020年上半年新冠肺炎疫情带来较大的冲击；医保控费、药品招标制度改革等政策导致药品价格面临下降压力；此外由于公司调整产品结构，导致低毛利辅料产品销售减少等。2021年公司业绩重回高速增长，主要源于洛索洛芬钠凝胶贴膏的强劲销售，以及前期市场开拓成果显现。

图3：公司营业收入及增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

图4：公司归母净利润及增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

毛利率持续提升。公司制剂业务收入占比从2014年的59.85%提升至2023年的83.06%，药品制剂板块的毛利率从2014年的67.4%提升至2023年的86.23%，受益于高毛利制剂产品快速增长，公司整体毛利率从2014年的51.96%提升至2023年的77.2%。

图5：公司毛利率、净利率



数据来源：wind，东吴证券研究所

图6：公司收入构成



数据来源：wind，东吴证券研究所

期间费用率下降。2023 年公司销售/管理/研发三项费用率合计 61.64%，同比下降 2.25pp。销售费用率在 2023 年下降至 48.56%，2024Q1 持续下降至 40.5%。主要由于公司药品招标制度变化、洛索洛芬钠凝胶贴膏进入联盟集采、半自营模式销售改革试点等。研发费用率在 2020 年后相对稳定在 8% 以上，公司持续加大研发投入，提升创新竞争力。管理费用率逐步下降，体现公司高效经营管理。

图 7：公司三项费用率变化情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

1.4. 研发投入持续增长，在研管线丰富

自主研发为纲领，合作创新添活力。公司已建成两大研发体系，药物研究院负责高难度仿制药、改良型新药和创新药的研发，普道医药致力于为同行业企业和客户提供仿制药和一致性评价技术服务。以博士、硕士、海归人才为骨干，组建起超 430 人的研发团队，建有国家企业技术中心、博士后科研工作站、新型凝胶膏剂湖南省工程研究中心、湖南省呼吸道药物工程技术研究中心等创新平台。公司专注于以凝胶贴膏剂为代表的经皮给药制剂的研究，攻克了突破交联架桥相关技术壁垒，取得了高载药量的贴膏剂基质体系研发的重要突破。

研发投入持续增长。2023 年公司研发投入 2.7 亿元，同比增长 28.14%，占公司营收 9.44%。**在研管线丰富，形成产品上市梯队：**至 2023 年报，公司拥有 2 个凝胶贴膏类药品注册证书，在研外用制剂产品超 15 个，其中申报生产 7 个。公司已成功完成 83 个原料药品种开发，目前在研品种达 15 个以上。

根据公司临床项目进展情况，我们预计，利多卡因凝胶贴膏、利丙双卡因乳膏有望于 2024 年获批，椒七麝凝胶贴膏和吲哚美辛凝胶贴膏有望于 2025 上半年获批，氟比洛芬凝胶贴膏有望于 2025 年下半年获批。此外，预计 2-3 个贴剂产品有望于 2025 年/2026 年有望获批，改良型新药的贴膏剂和其他剂型有望于 2026 年/2027 年获批。公司在研项目已形成即将上市的产品梯队，有望自 2024 年进入产品收获期。

2. 经皮给药领域崭新格局，老龄化驱动外用贴膏市场快速增长

2.1. 经皮给药产品多元，凝胶贴膏崭露头角

相较于口服与注射，经皮给药尤其在局部用药的优势显著。经皮给药（TDDS）是指在皮肤表面给药，使药物以恒定速率通过皮肤吸收进入血液循环，从而实现全身或局部治疗的目的，是口服和注射之外的第三种给药系统。其优势主要在于：1) 避免肝脏首过效应；2) 避免胃肠道代谢；3) 延长有效作用时间，具有释控效果；4) 稳定血药浓度，避免血药浓度高的不良反应；5) 患者依从性高，有着广泛的人群需求基础等。

经皮给药产品多元化，主流产品为贴剂与贴膏。经皮给药途径大致分为贴剂、贴膏、喷雾、涂抹膏体等。相比之下，由于喷雾剂和涂抹膏体等在药物释放控制、剂量精确性等方面更有难度，市场主流产品类型包括透皮贴剂和凝胶贴膏剂，主要用于疼痛管理、激素替代疗法、心血管疾病治疗等领域。

凝胶贴膏新型制剂崭露头角。中国市场以传统中药贴膏为主，如羚锐制药、云南白药、奇正藏药等主要厂商。随着技术的突破与企业的入局，近年来凝胶贴膏、透皮贴剂新型制剂逐渐丰富，化药凝胶贴膏在载药量大、药物有效成分保留度高、透皮率高见效快、血药浓度平衡稳定、控缓释效果好、毒副作用小、皮肤相容性好、无刺激不过敏等诸多方面具备明显优势，厂商主要有九典制药（洛索洛芬钠凝胶贴膏销售额超 15 亿元）、北京泰德（氟比洛芬凝胶贴膏销售额超 30 亿元），已培育出大单品。

表 4：各类贴剂产品特点及对比

	传统中药贴膏	巴布剂/凝胶贴膏	油性贴膏/热熔胶贴剂	溶剂胶贴剂 (Patch)
规格	面积:24-170cm*2	面积:14-140cm*2	面积:14-140 cm*2	面积:5-50cm*2
	厚度:±1mm	厚度: 1-5 mm	厚度: ±1mm	厚度:20-125 μm
	重量:3-30g	重量:30g	重量:<3g	重量:±0.2g
	可贴敷时间:12 h	可贴敷时间:12 h	可贴敷时间:12 h	可贴敷时间:<72h
	载药量:NA	载药量:700mg	载药量: NA	载药量:5-40mg
技术	释药速率:NA	释药速率:10-17 mg/24h	释药速率:NA	释药速率:0.1-24mg/24h
	源于中国，中药敷贴，历史悠久，包括橡皮膏和黑膏药两种	源于日本，药物与亲水性高分子凝胶基质混匀后涂布于背衬材料上制成的贴膏	不含水分，相比凝胶贴膏具有更好的黏着力和延展性。	技术属性更高，可实现药物平稳长效释放
优势	传统中草药的外敷载体、符合国人使用习惯	适用于水溶性小分子成药，促进皮肤水合，提高药物渗透率	适用于油性小分子和高熔点化合物成药	局部给药全身起效，轻薄，低载药量可大幅降低成本，释药速率及贴敷时间大幅提升
痛点	气味大、载药量小、易导致皮肤过敏。揭开时拔毛疼痛、不透气、黑膏药含有重金属铅离子，长期使用易导致有毒物质在体内积累	药物分布不均、药物释放不稳定、膏体厚重、敷贴时间短	可成药物选择范围局限、高温制备流程考验工艺参数和辅料材质	技术壁垒高、工艺复杂、化合物选择需符合皮肤渗透性

数据来源：MedBio Capital，东吴证券研究所

凝胶膏剂通常分为三层，即保护层:贴剂表面一层聚酯保护膜；储药层:含水分子和药物的水溶性高分子框架结构；支持层为容许空气流通的无纺布。因此膏体内药物能够最大限度地渗透人的皮肤进入局部组织。

凝胶贴膏技术壁垒较高。凝胶贴膏研发生产需要考虑以下技术难点：1) 基质材料的选择与配比；2) 透皮吸收促进剂的选择；3) 成型工艺的优化；4) 生产设备与技术水平等。尤其是化药凝胶贴膏在基质材料开发、工艺制备方面存在较高研发壁垒，需要高分子材料开发与生产工艺开发的经验积累。

图 8：透皮贴剂构成

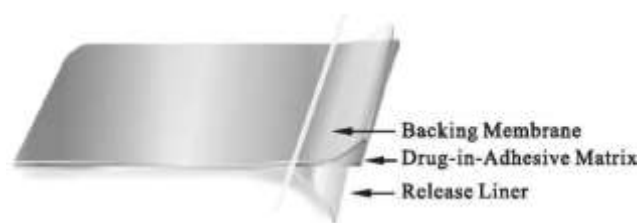


图 9：凝胶膏剂成型工艺流程图



数据来源：《凝胶膏剂的研究进展》，东吴证券研究所

数据来源：《国内外透皮贴剂申报上市进展及药学研究探讨》，东吴证券研究所

凝胶贴膏审评审批政策逐步完善，仿制产品上市门槛变高。国家药监局分别于 2020 年、2021 年、2022 年分别发布了透皮贴剂产品的技术指导原则，逐步完善凝胶贴膏仿制产品的审评审批政策，指导原则不仅要求仿制产品的安全性，同时对于安全性和有效性的临床研究等提出更高要求，增加了产品上市的门槛。

表 5：凝胶贴膏仿制药开发相关政策

政策名称	凝胶贴膏仿制药的开发要求
局部给药局部起效药物 临床试验技术指导原则 (2022 年第 32 号)	选择正确的参比制剂，并基于产品特征，采取逐步递进的对比研究策略，包括药学全面对比研究、非临床安全性研究，以及 临床等效性研究 。应特别关注辅料种类和用量的一致性，确保仿制药与参比制剂在关键质量属性上的一致性。此外，还应进行生产工艺、质量控制、稳定性研究，以及非临床评价和生物等效性评价，以证明仿制药与参比制剂的等效性。
皮肤外用化学仿制药研 究技术指导原则(试行) (2021 年第 23 号)	需要对辅料种类和用量进行筛选研究，确保与参比制剂的基本一致性，同时对生产工艺进行充分研究，以保证产品质量。此外，还需进行质量对比研究，包括晶型、粒度分布、流变特性等关键质量属性的对比，以及体外释放试验和体外透皮试验， 以证明仿制药与参比制剂的一致性 。稳定性研究也应涵盖影响因素试验、加速试验、长期试验等，确保产品在整个效期内保持质量稳定。最后，对于局部作用可能导致全身暴露的药物，还需开展人体药代动力学比较研究，以支持安全性评价。
化学仿制药透皮贴剂药 学研究技术指导原则 (试行) (2020 年第 52	选定合适的参比制剂， 并确保仿制药的产品规格与参比制剂一致 ，关键质量特性不低于参比制剂。其次，仿制药的开发需涵盖处方与制备工艺研究，重点关注原料药的理化及生物特性，特别是那些可能影响药物递送速率的性质。此外，辅料与材料的选择和功能

号) 性相关指标也应被充分研究, 并纳入物料内控标准中。在药学研究方面, 必须进行全面的质量对比研究, 包括体外释放试验、体外透皮试验、体外黏附性能测试以及药物残留研究, 以确保仿制药与参比制剂的一致性。稳定性研究也是必不可少的, 需要评估样品在整个效期内的稳定性, 包括常规质量属性和特性指标。

数据来源: CDE, 东吴证券研究所

国内凝胶贴膏类产品研发方兴未艾。根据药智网数据, 截至 2023 年底, 国内化药凝胶贴膏已上市产品共有 6 款产品, 其中九典制药拥有 2 款产品。总体而言, 国内新型经皮给药由于质量评价体系和审评审批政策体系建立较晚、研发人才早期较少等因素, 已上市的化药凝胶贴膏产品数量不多, 当前市场竞争格局较好, 同时进入快速发展阶段, 未来发展空间仍大。

表 6: 国内已上市化药凝胶贴膏

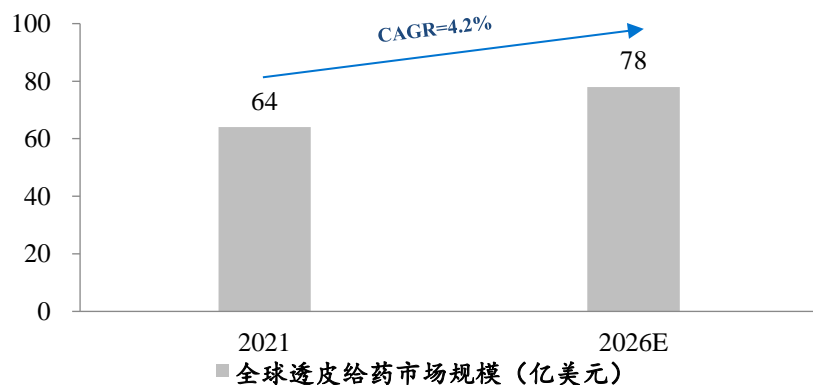
药物名称	企业名称	上市时间
洛索洛芬钠凝胶贴膏	九典制药	2017
酮洛芬凝胶贴膏	九典制药	2023
氟比洛芬凝胶贴膏	北京泰德制药	2010
利多卡因凝胶贴膏	北京泰德制药	2018
吲哚美辛凝胶贴膏(巴布膏)	武汉兵兵医药	2011
复方水杨酸甲酯巴布膏	韩国 JEIL HEALTH SCIENCE INC	2020

数据来源: 药智网, 东吴证券研究所

2.2. 全球经皮给药市场规模庞大, 国内新型制剂市场前景广阔

经皮给药全球市场规模近千亿元。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。近年来, 随着患者对透皮贴剂认知度的提升, 全球透皮贴剂行业市场规模也在快速扩大。根据国际市场研究机构 Research And Markets 数据, 全球透皮给药系统市场规模将从 2021 年的 64 亿美元增长到 2026 年的 78 亿美元, 期间复合年增长率 4.2%。海外市场相对成熟, 行业参与者主要有诺华、强生(ALZA)、Mylan、4P Therapeutics、Transdermal Corporation、Echo Therapeutics、久光制药、小林制药等。

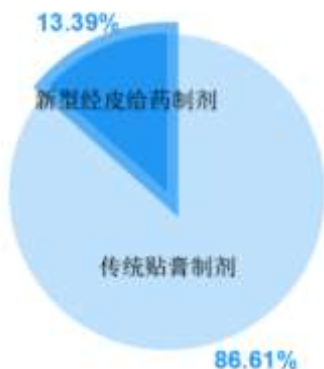
图 10: 全球经皮给药市场前景广阔



数据来源: ResearchAndMarkets.com, 东吴证券研究所

中国外用贴膏市场规模上百亿，传统中药贴膏占据主导，化药贴膏增长快、份额快速提升。根据米内网数据，2021 年外用贴膏剂的市场销售规模约 180 亿元，同比增长 17.81%。其中，中成药贴膏剂占比超 70%，化学药贴膏剂占比不到 30%。但化学药贴膏增长迅速，在医院端、零售端的同比增速分别为 40.66%、22.85%，而中成药贴膏在医院端、零售端的同比增速分别为 14.67%、6.60%。传统中成药贴膏存在载药量低、药理不明、副作用大等问题，随着凝胶贴膏新型制剂上市，化药贴膏市场将保持快速增长。

图 11：2019 年中国经皮给药市场份额



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

图 12：2021 年外用贴膏剂市场份额



数据来源：药智网，东吴证券研究所

根据药智网数据，中国上市透皮贴剂处方化学药涉及 30 种单方或复方活性成分，化学药的品牌竞争数量整体较少，仅硫酸新霉素+醋酸曲安奈德、可乐定、硝酸甘油上市品牌数大于 5 家，竞争数量相对较多。参考海外市场，芬太尼贴剂自 1991 年在美国上市以来，其销售峰值达到了 22 亿美元，拥有处方及 OTC 两大销售市场，在疼痛等领域具备不可替代性的地位。根据米内网与中康数据库，2023 年国内市场销售额最高的品种为氟比洛芬凝胶贴膏，终端销售额超 30 亿，同比增长超 15%，可见未来化药贴膏贴剂产品仍具备大单品爆发潜力。

表 7：中国上市透皮贴剂处方药产品活性成分 TOP10

	活性成分	治疗领域	产品类型	对应产品举例
1	硫酸新霉素;醋酸曲安奈德	皮质甾体激素类皮肤病治疗药	橡胶贴膏	曲安奈德新霉素贴膏（百益制药）
2	可乐定	抗高血压药	贴剂	可乐定透皮贴片（北京诺华）
3	硝酸甘油	心脏病治疗药	贴剂	硝酸甘油透皮贴剂（哈尔滨制药，广州白云山）
4	吲哚美辛	关节和肌肉疼痛局部用药	溶剂胶贴剂、凝胶贴膏	吲哚美辛凝胶膏剂（武汉兵兵，青州尧王，日本尼普洛）
5	芬太尼	神经系统镇痛药	溶剂胶贴剂	芬太尼透皮贴剂（羚锐制药）
6	醋酸氟轻松;水杨酸甲酯	皮质甾体激素类皮肤病治疗药	橡胶贴膏	冰樟松氟轻松贴膏（羚锐制药）
7	酮洛芬	关节和肌肉疼痛局部用药	贴剂、凝胶贴膏	酮洛芬凝胶贴膏（九典制药）
8	洛索洛芬钠	关节和肌肉疼痛局部用药	凝胶贴膏	洛索洛芬钠凝胶贴膏（九典制药）
9	利斯的明	抗阿尔兹海默病药	溶剂胶贴剂	利斯的明溶剂胶贴剂（江苏康信得药业）

数据来源：药智网，东吴证券研究所

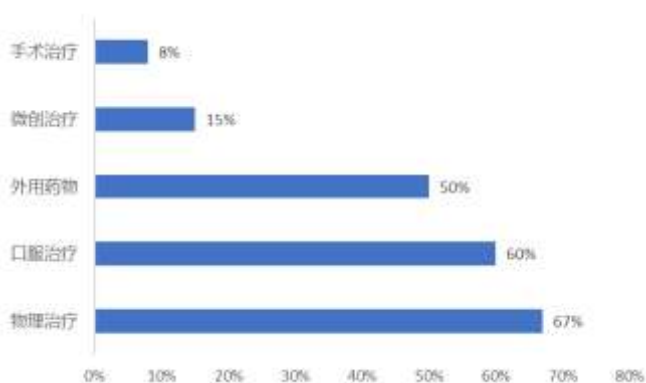
2.3. 老龄化下疼痛管理需求持续增长，外用贴膏类市场空间大

慢性疼痛与老龄化相关性高，疼痛管理市场需求持续增长。随着人口老龄化和慢性疾病患病率上升，对有效疼痛管理解决方案的需求不断增加。根据《中国疼痛防控与健康促进战略蓝皮书：中国疼痛医学发展报告（2020）》，我国慢性疼痛患者超过 3 亿人，且发病率与年龄正相关，每年以 1000 万~2000 万的速度快速增长。根据中华医学会科普相关数据显示，我国患有慢性疼痛的人数占全部人口 30%，其中 80%-85% 的 65 岁以上老年人至少患有一种与疼痛有关的疾病。随着社会老龄化加速，疼痛管理需求持续增长。

慢性疼痛治疗率、满意度低，外用镇痛类产品成为优选方案之一。根据《中国疼痛医学发展报告（2020）》，全国三甲医院不到 300 家建制完整疼痛科室，70% 疼痛患者分布在基层市场。目前中国慢性疼痛的诊治现状极不乐观，疼痛知晓率仅 14.3%，就诊率不足 60%，治疗后完全缓解率不足 20%，治疗满意度仅 8.89%。而针对于慢性疼痛患者的调研显示，50% 的患者偏好外用药物治疗。疼痛管理空白市场有待挖掘，外用贴膏贴剂产品在疼痛领域具备广阔发展空间。

非甾体外用抗炎镇痛膏剂，国内市场有望迎来快速发展。临床上最常用的抗炎镇痛类药物主要包括阿片类药物、非甾体药物，由于阿片类药物应用指征相对局限、成瘾性强、不良反应率高、政策严监管，而非甾体抗炎药物（如洛索洛芬钠、酮洛芬、吲哚美辛、双氯芬酸、布洛芬等）可用于阻断急性和慢性疼痛中炎症因子的释放，具有解热镇痛、抗炎和抗风湿作用，因此在外用镇痛治疗领域应用广泛。参考日本，2/3 非甾体药物为外用膏剂，而国内不足 1/10。结合贴膏剂产品的给药优势，尤其适合老年群体，我们认为非甾体抗炎镇痛贴膏剂类产品有望在国内实现快速发展。

图 13：慢性疼痛患者的治疗方案偏好



数据来源：《A survey of chronic pain in China》、米内网，东吴证券研究所

图 14：中国化学镇痛药物中非甾体药物占比变化



数据来源：《A survey of chronic pain in China》、米内网，东吴证券研究所

3. 公司核心大单品快速放量，丰富在研管线保障后续增长

3.1. 化药凝胶贴膏上市品种较少，公司上市+在研领先布局

九典制药被认定为“湖南省新型凝胶膏剂工程研究中心”，专注于凝胶贴膏剂等经皮给药制剂的研发，在经皮给药技术方面具有深厚的研发实力。公司具备“原料药+辅料+制剂”完整产业链，有助于保障产品品质和优化成本，未来集采下成本优势明显。

公司战略聚焦经皮给药领域，凝胶贴膏产品线率先成型。据药智网数据，截至2023年我国仅6款化药凝胶贴膏产品上市，如下表所示。其中，九典制药即拥有2款已上市产品，后续公司在研的椒七麝凝胶贴膏、吡罗美辛凝胶贴膏、氟比洛芬凝胶贴膏及其他贴膏、贴剂类产品，将有望陆续获批上市，为公司业绩可持续增长奠定基础。

表 8：国内已上市化药凝胶贴膏

药物名称	企业名称	上市时间	规格	单价（元/贴）
洛索洛芬钠凝胶贴膏	九典制药	2017	每贴(14cm×10cm)含膏体 10g; 含洛索洛芬钠 100mg	联采后最低价 17.37 元/贴
酮洛芬凝胶贴膏	九典制药	2023	每贴(14cm*10cm)含膏体 13g, 含酮洛芬 30mg	医保谈判 8.68 元/贴
氟比洛芬凝胶贴膏	北京泰德制药	2010	每贴(13.6cm*10cm)含膏量 12 克, 含氟比洛芬 40 毫克	终端零售价 9.75 元/贴
利多卡因凝胶贴膏	北京泰德制药	2018	每贴(14cm*10cm)含膏量 14g, 含利多卡因 700mg	终端零售价 19 元/贴
吡罗美辛巴布膏	湖北兵兵药业	2011	每贴(14cm*10cm), 含膏体 13g; 每克膏体含吡罗美辛 3.5mg	终端零售价 27.5 元/贴
复方水杨酸甲酯巴布膏	韩国 JEIL HEALTH SCIENCE INC	2012	每贴(14cm×10cm), 每贴含膏量 17.5g	终端零售价 14.9 元/贴

数据来源：公司公告、药智网、京东大药房、药品价格 315 网，东吴证券研究所

表 9：我国公立医疗机构终端与零售终端外用镇痛药 Top5 品种

产品名称	厂家数	药品分类	米内数据库-2023 年 等级医院销售额(亿元)	同比增速
公立医疗机构终端 Top5				
氟比洛芬凝胶贴膏	1	化学药	26.9	18%
洛索洛芬钠凝胶贴膏	1	化学药	13.0	22%
消痛贴膏	1	中成药	12.5	8%
云南白药气雾剂	1	中成药	12.2	17%
云南白药膏	1	中成药	11.9	-1%
零售终端 Top5				
			中康数据库-2023 年 零售终端销售额(亿元)	
云南白药气雾剂	1	中成药	15.4	20.8%
消痛贴膏	1	中成药	8.0	7.4%

麝香壮骨膏	41	中成药	7.3	-0.9%
通络祛痛膏	1	中成药	6.7	28.9%
云南白药膏	1	中成药	6.1	1.0%

数据来源：米内网、中康数据库，东吴证券研究所 注：样本数据库，与公司产品实际销售收入数据可能存在一定差异

3.2. 洛索洛芬钠凝胶贴膏持续增长，联采降价与院外渠道助推后续放量

洛索洛芬钠凝胶贴膏：公司核心产品洛索洛芬钠凝胶贴膏于 2017 年上市，为医保乙类品种；主要应用于骨关节炎、肌肉痛、外伤后肿胀疼痛等骨骼肌肉疾病。贴上疼痛部位后，1 小时就可见效缓解疼痛，持久止痛效果显著，安全高效备受认可。洛索洛芬钠具有多重剂型优势和临床获益：24h 控释释药更持久，载药量更大，更强效，含水量更高，渗透更深局部外用，更安全。

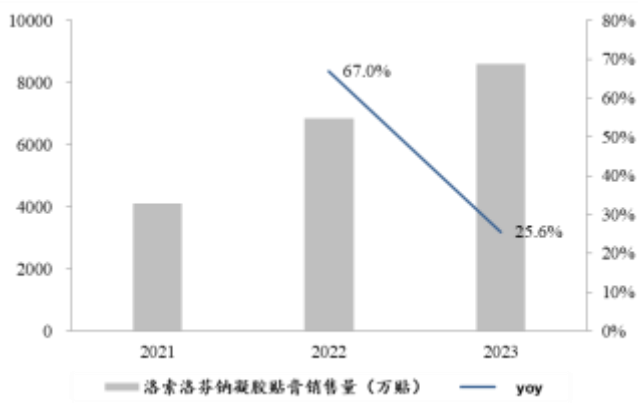
图 15：洛索洛芬钠凝胶贴膏产品图



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

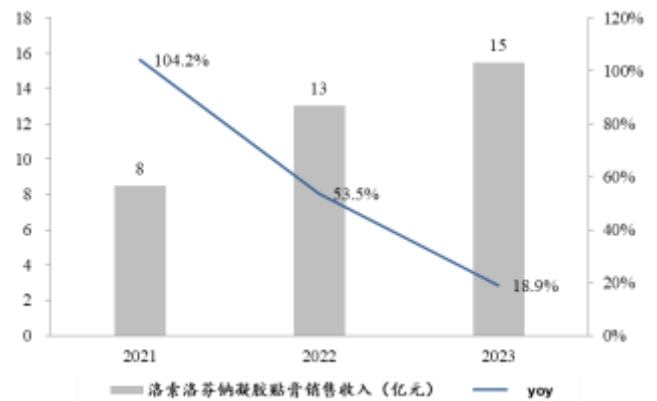
公司产品作为国内独家首仿产品，在 2022 年销售额达到 13.03 亿元人民币，2023 年销售收入 15.47 亿元，同比增长 18.7%。该产品在中国城市公立、县级公立医院的市场占有率为 100%，市场份额遥遥领先。

图 16：洛索洛芬钠凝胶贴膏销售量及增速



数据来源：开思数据库，东吴证券研究所

图 17：洛索洛芬钠凝胶贴膏销售额及增速



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

国内首仿，独家医保，先发优势显著。洛索洛芬钠凝胶贴膏的原研厂家是日本 LEADCHEMICALCO.,LTD.，销售公司为第一三共株式会社，但当前原研在国内上市的是洛索洛芬钠贴剂，根据药融云数据，2022 年其在中国市场院内的销售额突破 2 亿元人民币，同比增长 18%。公司洛索洛芬钠凝胶贴膏产品是国内首仿，独家医保剂型，截至 2024 年一季度，尚无第二款仿制产品上市，根据 CDE 最新指导原则，我们预计仅生物等效性试验的研究较难获批，而做平行对照的临床研究时间预计至少需要两年，进度最快的仅北京泰德一家在上市审评阶段，因此我们认为公司在 2-3 年时间内仍然有望保持相对先发优势，抢占市场。

表 10：洛索洛芬钠凝胶贴膏在研企业与研发进展

企业	产品	研发进展	试验类别
九典制药	洛索洛芬钠凝胶贴膏	获批上市	有效性和安全性临床试验
北京泰德制药	洛索洛芬钠凝胶贴膏	上市审评审批	多中心、随机、单盲、阳性药及安慰剂平行对照的临床研究
南京海纳医药科技	洛索洛芬钠凝胶贴膏	临床已完成	生物等效性临床试验
乐明药业（苏州）	洛索洛芬钠凝胶贴膏	临床已完成	生物等效性试验
广东恒健制药	洛索洛芬钠凝胶贴膏	临床已完成	生物等效性试验
北京诚济制药	洛索洛芬钠凝胶贴膏	临床已完成	人体生物等效性研究
北京百奥药业	洛索洛芬钠凝胶贴膏	临床已完成	人体生物等效性研究
美享生物科技（海南）	洛索洛芬钠凝胶贴膏	临床已完成	生物等效性临床试验
湖南金圃医药科技	洛索洛芬钠凝胶贴膏	临床已完成	人体生物等效性研究
华润三九	洛索洛芬钠凝胶贴膏	临床已完成	人体生物等效性预试验
哈尔滨力强药业	洛索洛芬钠凝胶贴膏	临床已完成	人体生物等效性预试验
湖北民康药业	洛索洛芬钠凝胶贴膏	临床已完成	人体生物等效性预试验
浙江震元制药	洛索洛芬钠凝胶贴膏	临床已完成	人体生物等效性预试验
海南赛立克药业	洛索洛芬钠凝胶贴膏	临床已完成	人体生物等效性研究
上海延安药业	洛索洛芬钠凝胶贴膏	临床已完成	人体生物等效性研究

数据来源：CDE，东吴证券研究所

联盟集采以价换量，未来院内外销售共振提升销售量。洛索洛芬钠凝胶贴膏于 2022 年中标广东联盟地区集采，中标价格为 18.19 元/贴，并且联盟地区基本都已执行，从广东省、河南省的执行情况来看，较好的实现了以价换量。2023 年中标浙江省集采，中标价格为 17.37 元/贴，浙江省集采执行后将进一步扩大该产品的销售范围。根据国家联采办组织的国家集采企业培训会，目前国家集采品种目录的筛选需满足竞争格局 ≥ 5 家的条件（即满足参比制剂 1 家+过评药品 4 家，或参比制剂 0 家+过评药品 5 家），结合目前查询到的审批情况来看，短时间内洛索洛芬钠凝胶贴膏不会满足进入国家集采品种目录的条件。地方联盟采购有望实现以价换量，提高其市场占有率。

根据开思数据库，2023 年洛索洛芬凝胶贴膏销量超 8000 万贴，在院端销售以三级医院为主，而基层覆盖率尚有较大提升空间，未来公司将在基层机构、二级医院、电商及 OTC 板块营板块继续发力，院内外销售渠道共振，促进销量提升。

3.3. 酮洛芬凝胶贴膏获批上市及进入医保，有望再造大单品

酮洛芬凝胶贴膏： 2023年2月获批上市，针对骨关节炎等常见疾病，主要用于骨关节炎、肩周炎、肌腱炎等症状，适应症方面与洛索洛芬钠凝胶贴膏协同作用。酮洛芬是具有止痛和退烧作用的非甾体抗炎药的丙酸类之一，通过抑制人体产生前列腺素来发挥作用，凭借起效快、气味小、方便安全等优势，近些年迅速占领了国内抗炎镇痛类产品市场，其剂型胶囊剂、口服片剂、凝胶剂、贴剂、栓剂以及搽剂等多种剂型，其中凝胶剂最常使用。

国内首仿，填补国内酮洛芬凝胶贴膏市场空白。酮洛芬凝胶贴膏原研方为日本久光制药，公司产品为国内首仿，国内竞争格局良好，目前除九典制药外，仅有南京海纳制药一家企业在2022年提交了酮洛芬凝胶贴膏的临床申请，目前尚未获批，原研久光制药尚未批准进口，我们预计公司产品将有望具备较长一段市场独占期。

表 11：酮洛芬凝胶贴膏研发进展

企业	产品	研发进展	试验类别
九典制药	酮洛芬凝胶贴膏	获批上市	平行对照临床试验
南京海纳制药	酮洛芬凝胶贴膏	临床试验	平行对照临床试验

数据来源：CDE，东吴证券研究所

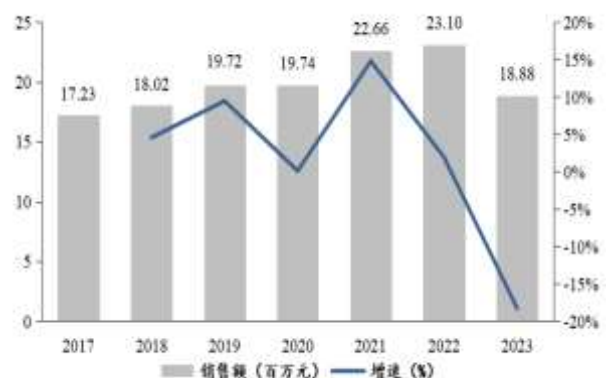
非甾体抗炎镇痛药外用剂型占比提升，酮洛芬凝胶贴膏增长潜力大。2021年中国化学镇痛药市场规模512亿，2018-2021年外用非甾体抗炎镇痛药的用药占比从8.1%上升至9.4%。据米内网数据显示，2021年酮洛芬相关制剂在中国公立医院的销售金额为3323万元，其中局部外用产品占比为78.99%；在中国城市实体药店市场的销售金额为1350万，其中局部外用产品占比为68.88%。国内酮洛芬相关制剂销售额规模尚小，作为外用非甾体抗炎镇痛药市场的新星，我们认为凝胶贴膏剂型具备优势，增长潜力大。

图 18：酮洛芬凝胶贴膏产品图



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 19：酮洛芬相关制剂销售情况



数据来源：米内网，东吴证券研究所

公司酮洛芬凝胶贴膏纳入医保，放量潜力大，“半自营”销售模式有利于提升产品利润率。公司酮洛芬凝胶贴膏于2023年12月通过医保谈判纳入《国家医保目录（2023

年)》，价格为 8.68 元/贴，纳入医保将为其未来销售提供有力支撑。同时公司将以半自营的销售模式在全国范围内推广，我们预计销售费用将低于洛索洛芬钠凝胶贴膏，单产品利润率更高。

3.4. 椒七麝凝胶贴膏切入中药赛道，独家创新中药凝胶贴膏增长可期

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，能有效缓解膝骨关节炎引起的疼痛，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。椒七麝凝胶贴膏在敷贴感上与化药贴膏存在一定区别，化药贴膏是冷敷，契合运动损伤造成的肿胀；椒七麝是热敷，适合秋冬季节敷贴。

椒七麝切入中药贴膏赛道，独家产品，有望拥有较长的生命周期，打造中药凝胶贴膏剂大单品。椒七麝凝胶贴膏于 2023 年 12 月取得 III 期临床试验总结报告，已申报生产，我们预计 2025 年上半年获批上市，在 2026 年进院并产生收入。目前国内市场尚无中药创新型凝胶贴膏上市，椒七麝作为独家创新药（中药 1 类），我们认为其有望拥有更长产品生命周期。

中药凝胶贴剂剂型优势明显。与传统的黑膏剂、橡胶膏剂相比，其亲水凝胶骨架材料与皮肤相容性更好，载药量大，可反复贴敷。随着现代医药工业的发展和高分子材料的广泛应用和不断改进，中药凝胶贴剂的制备技术将超临界萃取技术、包合技术、固体分散、微乳化技术等逐步用于解决中药凝胶制剂中存在的载药量、稳定性、透皮吸收等问题。同时新的质控技术也在不断地应用于中药凝胶贴剂的质量评价中。中成药贴膏占据中国贴膏市场 70% 份额，我们认为椒七麝凝胶贴膏有望凭借凝胶剂型，再造大单品。

图 20：2016-2021 年我国公立医疗机构中药贴膏剂销售额及增速



数据来源：开思数据库，东吴证券研究所

图 21：2016-2021 年我国城市实体药店中药贴膏剂销售额及增速



数据来源：开思数据库，东吴证券研究所

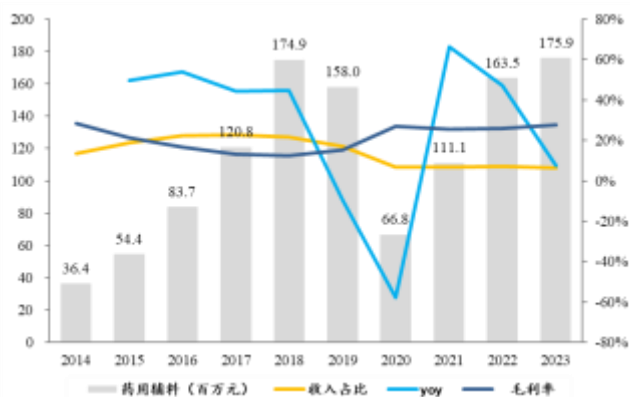
3.5. 原辅料业务规模持续增长，毛利率水平整体稳健提升

公司是国内原料药和药用辅料生产领域的重要企业之一，公司为奥硝唑、盐酸左西替利嗪、磷酸盐等原料药国内外主要规模生产的 GMP 企业，占有国内大部分市场，具

有较强的影响力和竞争力。公司每年成功申报的新项目数量达到 10-15 个，已开发完成 70 多个原料品种，目前在研品种超过 15 个。

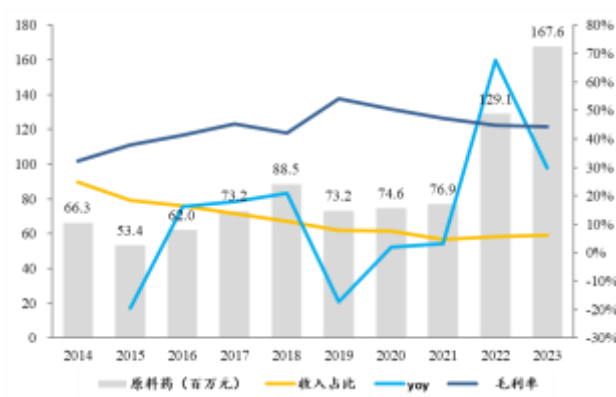
在药用辅料方面，公司专注于高端产品，包括生物疫苗用注射级辅料、外用制剂用辅料和口服固体制剂用辅料。生物疫苗用注射级辅料的质量达到国内领先水平，成为国内生物疫苗企业的主要供应商。公司在辅料品种上共有 86 个登记号，产品销售至全球多个国家和地区。由于公司产品将聚焦特色大宗原辅料产品，我们认为毛利率有望提升。

图 22：公司辅料业务营收及增长、毛利率情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 23：公司原料药业务营收剂增长、毛利率情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

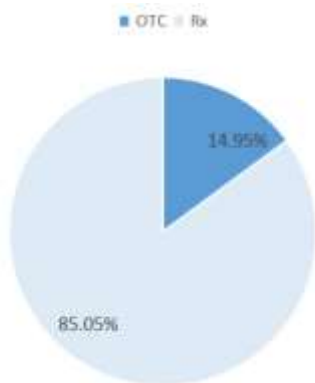
4. 半自营销售模式改革，药店与电商打开院外市场

OTC 市场产品多元化，连锁药店、医药电商渠道同步推进，完善营销网络布局。

公司在局部经皮给药领域具备多个消炎镇痛类的产品，将会形成多元化的价格体系、销售终端的布局。公司核心产品洛索洛芬钠凝胶贴膏一直以来主要是在院内市场销售，2022 年公司开始拓展 OTC 渠道。公司计划通过增加连锁药店和电商渠道的覆盖率，在未来几年内实现显著的增长：1) 积极推进与百强连锁药店的合作，以提升门店覆盖率，持续扩大市场范围，提高品牌知名度与可及性。2) 在院外渠道与京东、阿里等线上药店开展合作，会加大投入，逐步提升销售。电商渠道例如在京东、天猫等电商平台上设立官方旗舰店，或通过授权的第三方店铺销售产品，同时利用美团买药平台拓展销售渠道。3) 在 C 端营销方面，公司计划利用社交媒体平台等进行品牌推广，增加品牌的在线可见度和吸引力，提升品牌影响力。4) 2023 年初，公司从葵花药业引进 OTC 销售专业人才曹海云先生，助力院外市场发展。

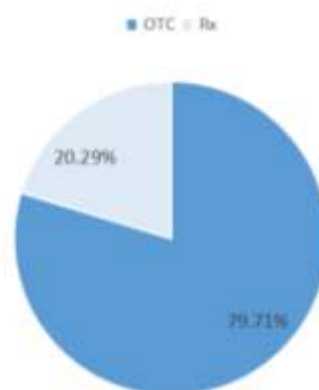
2023 年公司洛索洛芬钠凝胶贴膏实现院外销售收入 9000 万元。和国内贴膏制药头部企业羚锐制药相比，九典制药的 OTC 市场占比尚小，院外市场仍有较大增长空间。

图 24：2023 年九典制药产品销售处方类型结构



数据来源：开思数据，东吴证券研究所

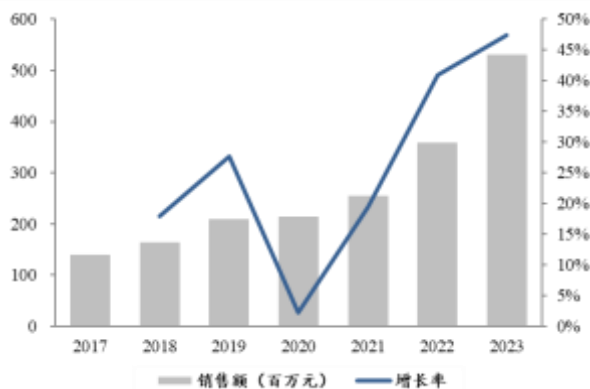
图 25：2023 年羚锐制药产品销售处方类型结构



数据来源：开思数据，东吴证券研究所

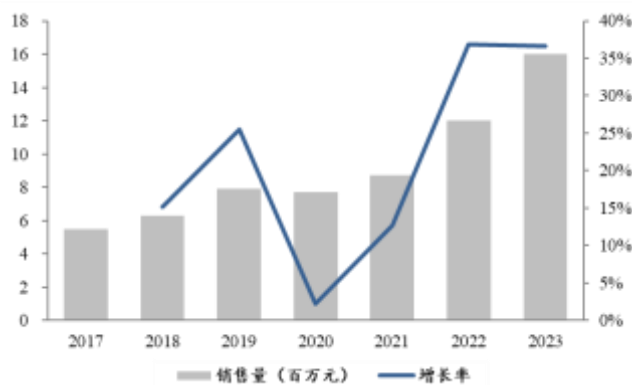
2020-2023 年公司在零售终端销售样本数据业绩加速增长，公司在院外市场取得显著增长成绩。截至 2024 年一季度，公司在院外连锁药店已开发连锁 320 家，覆盖门店 4.5 万家。随着公司贴膏产品的品牌影响力从院内向院外传导与提升，公司在院外市场发展潜力仍大。且随着院外市场占比提升、C 端品牌影响力与引流能力提升，公司整体销售费用率有望持续降低，从而提升公司盈利水平。

图 26：九典制药零售市场销售额及增速



数据来源：开思数据，东吴证券研究所

图 27：九典制药零售市场销售量及增速



数据来源：开思数据，东吴证券研究所

5. 盈利预测与估值

关键假设：

- 1) **药品制剂**：考虑到洛索洛芬钠凝胶贴膏持续放量、2024 年竞品上市，酮洛芬凝胶贴膏自 2024 年放量增长，假设药品制剂 2024-2026 年收入增速分别为 14.61%、23.27%、7.21%，考虑产品的降价，假设毛利率分别为 82.78%、81.78%、78.51%。

- 2) **药用辅料**: 考虑到药用辅料产品数量增加, 特色类高毛利产品占比提升, 假设药用辅料 2024-2026 年收入增速分别为 15%/15%/15%, 毛利率分别为 28.75%、29.25%、29.75%。
- 3) **原料药**: 考虑到原料药品种数量增加、规模扩大, 假设 2024-2026 年收入增速分别为 15%、15%、15%, 毛利率分别为 44.76%、45.26%、45.76%。
- 4) **其他产品收入**: 主要为技术开发与服务、软件开发与维护等, 体量较小, 假设 2024-2026 年收入增速分别为 11.61%、11.82%、12.02%, 毛利率分别为 35.21%、36.19%、37.25%。
- 5) **其他业务收入**: 假设 2024-2026 年收入增速分别为 10%、10%、10%, 毛利率分别为 70%、70%、70%。
- 6) **在研产品**: 根据产品预期上市时间, 假设 2024-2026 年收入分别为 0.2、0.9、4.4 亿元, 毛利率分别为 80%、80%、80%。

综上所述: 预计 2024-2026 年收入增速分别为 15.3%、23.9%、17.2%, 毛利率分别为 74.97%、74.80%、72.48%。

表 12: 公司收入拆分

单位: 百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,326.22	2,692.51	3,103.78	3,844.37	4,507.31
yoy	42.9%	15.7%	15.3%	23.9%	17.2%
毛利	1,809.33	2,077.35	2,326.84	2,875.59	3,266.86
毛利率	77.78%	77.15%	74.97%	74.80%	72.48%
药品制剂	1,930.33	2,236.45	2,563.14	3,159.64	3,387.59
yoy	42.09%	15.86%	14.61%	23.27%	7.21%
毛利率	86.25%	86.23%	82.78%	81.78%	78.51%
药用辅料	163.53	175.89	202.27	232.61	267.51
yoy	47.20%	7.56%	15%	15%	15%
毛利率	25.76%	27.75%	28.75%	29.25%	29.75%
原料药	129.08	167.63	192.78	221.69	254.95
yoy	67.77%	29.87%	15%	15%	15%
毛利率	44.76%	44.26%	44.76%	45.26%	45.76%
其他产品收入	102.39	111.52	124.47	139.18	155.91
yoy	27.56%	8.92%	11.61%	11.82%	12.02%
毛利率	42.85%	22.54%	35.21%	36.19%	37.25%
其他业务	0.89	1.02	1.12	1.23	1.36
yoy	8.54%	14.64%	10%	10%	10%
毛利率	71.32%	70.80%	70.00%	70.00%	70.00%

在研产品	20	90	440
yoy		350%	389%
毛利率	80.00%	80.00%	80.00%

数据来源: wind, 东吴证券研究所

预计 2024-2026 年公司营业总收入分别为 31.04/38.44/45.07 亿元, 公司归母净利润分别为 5.12/6.93/8.65 亿元, 增速为 39%/35%/25%, 对应当前市值的估值分别为 24/18/14 倍。考虑与公司业务产品相似性及行业相似性, 我们选取具备贴膏产品的羚锐制药、云南白药, 及仿制药企恩华药业、科伦药业, 作为可比公司参考其估值。鉴于公司在贴膏剂产品领域的领先优势, 在研丰富产品即将陆续上市, 预计公司未来三年利润增长有望实现复合增速 30%。短期看, 公司 PE 水平与可比公司平均 PE 水平相当, 但增速显著更快, 具备高成长性优势; 长期看, 公司受益于老龄化下外用镇痛类贴膏需求增长, 在经皮给药新型制剂领域成长为细分龙头, 成长空间广阔。首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 13: 可比公司估值

证券代码	证券名称	市值 (亿元)	净利润 (亿元)					PE				
			2022	2023	2024E	2025E	2026E	2022	2023	2024E	2025E	2026E
600285.SH	羚锐制药	138	4.7	5.7	6.9	8.1	9.5	30	24	20	17	15
000538.SZ	云南白药	973	30.0	40.9	45.6	49.8	54.3	32	24	21	20	18
002262.SZ	恩华药业	239	9.0	10.4	12.5	15.2	18.5	27	23	19	16	13
002422.SZ	科伦药业	535	17.1	24.6	28.6	32.6	37.8	31	22	19	16	14
平均值								30	24	21	18	15
300705.SZ	九典制药	123	2.7	3.7	5.12	6.93	8.65	46	33	24	18	14

数据来源: wind, 东吴证券研究所, 可比公司盈利预测来自于 wind 一致预期, 九典制药盈利预测来自内部预测; 统计时间为 2024 年 5 月 22 日

6. 风险提示

市场竞争加剧的风险: 公司拥有 2 个化药凝胶贴膏上市产品, 当前竞争格局较好, 未来随着更多竞品上市, 市场竞争加剧, 存在产品降价及增速下降的风险。

研发进展或不及预期的风险: 公司在研产品储备丰富, 但新产品临床研究与审批过程中, 均存在一定的研发失败或时间滞后的风险, 可能因此影响产品上市销售进度, 从而导致销售收入增长不及预期的风险。

集采降价超预期的风险: 随着地方联盟采购扩大范围, 及竞品上市后满足国家集采的情况下, 预计产品价格将会下行, 存在集采大幅降价超出预期的可能性, 从而导致公司收入增长不及预期的风险。

九典制药三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,430	2,044	2,816	3,809	营业总收入	2,693	3,104	3,844	4,507
货币资金及交易性金融资产	515	1,008	1,568	2,342	营业成本(含金融类)	615	777	969	1,240
经营性应收款项	639	704	851	976	税金及附加	34	39	49	57
存货	266	325	391	484	销售费用	1,307	1,336	1,598	1,760
合同资产	0	0	0	0	管理费用	98	113	140	141
其他流动资产	10	7	5	7	研发费用	254	293	363	403
非流动资产	1,441	1,475	1,521	1,538	财务费用	6	10	5	4
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	29	31	38	45
固定资产及使用权资产	1,072	1,084	1,073	1,053	投资净收益	2	3	4	0
在建工程	69	58	94	112	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	89	104	119	134	减值损失	(14)	(9)	(5)	(1)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	4	5	5	5	营业利润	394	560	758	945
其他非流动资产	207	226	231	233	营业外净收支	8	0	(1)	0
资产总计	2,871	3,520	4,337	5,346	利润总额	402	560	758	945
流动负债	416	535	654	799	减:所得税	34	48	64	80
短期借款及一年内到期的非流动负债	58	61	63	63	净利润	368	512	693	865
经营性应付款项	159	187	234	299	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	37	83	103	120	归属母公司净利润	368	512	693	865
其他流动负债	161	204	255	316	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.07	1.48	2.01	2.50
非流动负债	482	482	482	482	EBIT	398	570	763	949
长期借款	59	59	59	59	EBITDA	471	676	874	1,066
应付债券	274	274	274	274	毛利率(%)	77.15	74.97	74.80	72.48
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	13.68	16.51	18.03	19.18
其他非流动负债	150	150	150	150	收入增长率(%)	15.75	15.27	23.86	17.24
负债合计	898	1,017	1,137	1,281	归母净利润增长率(%)	36.54	39.16	35.29	24.70
归属母公司股东权益	1,973	2,502	3,201	4,066					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	1,973	2,502	3,201	4,066					
负债和股东权益	2,871	3,520	4,337	5,346					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	431	645	730	926	每股净资产(元)	5.47	7.00	9.02	11.52
投资活动现金流	(425)	(174)	(164)	(147)	最新发行在外股份(百万股)	345	345	345	345
筹资活动现金流	74	(8)	(16)	(19)	ROIC(%)	17.23	19.84	21.51	21.56
现金净增加额	80	463	549	761	ROE-摊薄(%)	18.66	20.48	21.66	21.27
折旧和摊销	73	106	111	117	资产负债率(%)	31.27	28.90	26.20	23.95
资本开支	(427)	(122)	(151)	(130)	P/E(现价&最新股本摊薄)	33.38	23.99	17.73	14.22
营运资本变动	(11)	(4)	(95)	(75)	P/B(现价)	6.51	5.09	3.95	3.09

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5% 以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准 -5% 与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>