



九典制药 (300705.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究
证券研究报告

凝胶贴膏赋能发展，多点开花未来可期

投资逻辑

“药品制剂+原料药+药用辅料”一体化发展，公司业绩高速增长。公司经过二十余载发展，打造了从高端原料药到制剂、从中药提取到中成药的有机产业链，2017年洛索洛芬钠凝胶贴膏获批上市后快速放量，助力公司业绩快速增长，2017-2023年，公司归母净利润 CAGR 约为 32%。2023 年公司归母净利润为 3.68 亿元（同比+36.5%），2024 年 Q1 公司归母净利润为 1.26 亿元（同比+63.4%），继续保持优秀表现。

洛索洛芬钠凝胶贴膏短期格局良好，院内院外有望双渠道放量。

①竞争格局：根据现有政策文件，我们认为短期内洛索洛芬钠凝胶贴膏通过 BE 途径获批上市难度较高，目前申报上市的竞品中仅北京泰德完成三期临床试验，未来 2-3 年公司产品仍有望保持良好竞争格局。②集采下利于院内放量：公司产品已被多地纳入集采，多地价格降幅为 25%，我们预计集采有望优化公司销售费用、助力产品入院放量。③院外市场有望成为新增长点：洛索洛芬钠凝胶贴膏 23 年院内销售占比为 94.16%，院外销售占比为 5.84%；24 年 Q1 院内销售占比为 82.34%，院外销售占比为 17.66%，院外拓展成效显现。23 年公司洛索洛芬钠凝胶贴膏实现收入 15.47 亿元（同比+18.7%），基于上述分析，我们预计 24-26 年洛索洛芬钠凝胶贴膏收入分别为 15.84 亿元/18.23 亿元/21.51 亿元，分别同比增长 2.4%/15.0%/18.0%。

产品梯队渐成，多点开花未来可期。①公司酮洛芬凝胶贴膏于 23 年 2 月获批上市，并于当年进入国家医保目录，目前国内酮洛芬凝胶贴膏仅公司产品获批上市，其 24-26 年有望快速上量。②公司多个产品已申报生产：消炎镇痛领域，公司于 23 年底对椒七麝凝胶贴膏和吲哚美辛凝胶贴膏申报生产，其中椒七麝凝胶贴膏为中药 1 类创新药，是公司又一潜力品种，根据公司投资者关系管理信息，其有望于 25 年获批上市。另外，公司于 23 年初对利多卡因凝胶贴膏、利丙双卡因乳膏申报生产。

发行可转债，用于高端制剂研发产业园口服固体制剂项目。2023 年 10 月 13 日，公司发行可转债 3.6 亿元，用于高端制剂研发产业园口服固体制剂项目，2024 年 6 月 7 日调整后，转股价格为 15.33 元/股。

盈利预测、估值和评级

公司洛索洛芬钠凝胶贴膏短期内仍有望享有良好竞争格局，酮洛芬凝胶贴膏 24-26 年有望持续放量，且公司产品梯队渐成，多点开花未来可期。我们预计公司 24-26 年归母净利润分别为 5.14 亿元/6.61 亿元/8.17 亿元，分别同比增长 39.5%/28.6%/23.6%，对应 EPS 分别为 1.06 元/1.36 元/1.68 元。我们给予公司 24 年 25xPE，对应市值 128.5 亿元，对应目标价 26.40 元，首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险提示

市场竞争加剧风险、产品放量不及预期风险、研发进度不及预期风险、单一产品占比较大风险、可转债转股稀释股本风险等

医药组

分析师：袁维 (执业 S1130518080002)

yuan_wei@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：22.85 元

目标价 (人民币)：26.40 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,326	2,693	3,094	3,719	4,401
营业收入增长率	42.92%	15.75%	14.92%	20.19%	18.34%
归母净利润(百万元)	270	368	514	661	817
归母净利润增长率	32.05%	36.54%	39.51%	28.63%	23.61%
摊薄每股收益(元)	0.786	1.067	1.056	1.358	1.679
每股经营性现金流净额	0.78	1.25	1.32	1.40	1.62
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.37%	18.66%	22.19%	23.55%	23.66%
P/E	30.90	31.14	21.64	16.82	13.61
P/B	5.37	5.81	4.80	3.96	3.22

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

本报告旨在回答以下问题，具体分析详见正文.....	4
关键问题 1：洛索洛芬钠凝胶贴膏已经成为年收入超 15 亿的大单品，如何看待其未来的竞争格局？.....	4
关键问题 2：集采对洛索洛芬钠凝胶贴膏影响几何？.....	4
关键问题 3：洛索洛芬钠凝胶贴膏能否继续向上拔升？.....	4
关键问题 4：大单品公司，未来成长是否受限？.....	4
一、“药品制剂+原料药+药用辅料”一体化发展，公司业绩高速增长.....	5
1.1 立业二十余载，“药品制剂+原料药+药用辅料”一体化发展.....	5
1.2 公司业绩高速增长.....	7
1.3 推出股权激励计划，彰显业绩增长信心.....	9
二、大单品洛索洛芬钠凝胶贴膏，短期仍有望享有良好竞争格局.....	9
2.1 如何看待洛索洛芬钠凝胶贴膏的竞争格局？.....	9
2.2 如何看待集采对洛索洛芬钠凝胶贴膏的影响？.....	10
2.3 洛索洛芬钠凝胶贴膏后续的增长点在哪里？.....	11
三、不止大单品：产品梯队渐成，多点开花未来可期.....	12
3.1 酮洛芬凝胶贴膏进入国家医保目录，有望带来增量.....	12
3.2 品种陆续申报生产，管线储备十足.....	13
四、原辅料及其他药品制剂：未来有望保持稳健增长.....	13
五、盈利预测与投资建议.....	15
5.1 盈利预测.....	15
5.2 投资建议及估值.....	17
六、风险提示.....	17

图表目录

图表 1：公司发展历程.....	5
图表 2：公司主要产品及用途.....	6
图表 3：公司股权结构（2024 年第一季度报告数据）.....	7
图表 4：公司营业收入持续增长.....	7
图表 5：公司归母净利润近年来增长迅速.....	7
图表 6：公司洛索洛芬钠凝胶贴膏收入过去几年快速增长.....	8
图表 7：公司各产品收入（百万元）.....	8
图表 8：公司各产品收入占比.....	8
图表 9：2022 年以来公司销售费用率显著下降.....	9
图表 10：公司盈利能力逐渐提升.....	9
图表 11：公司股权激励考核方案.....	9
图表 12：其他公司多采用 BE 试验途径进行洛索洛芬钠凝胶贴膏上市申请.....	10
图表 13：在纳入的集采批次中，洛索洛芬钠凝胶贴膏价格降幅有限.....	10
图表 14：部分凝胶贴膏、贴剂对比.....	11
图表 15：久光制药酮洛芬贴剂及凝胶贴膏销售收入（亿日元）.....	12



图表 16: 国内酮洛芬凝胶贴膏及酮洛芬贴剂上市&在研管线	12
图表 17: 公司在消炎镇痛等领域继续发力, 储备管线众多	13
图表 18: 2023 年公司与制剂共同审评审批结果转为 A 的原料药品种共 12 个	14
图表 19: 子公司九典宏阳业绩及盈利能力逐年攀升	14
图表 20: 公司纳入国家集采中的药品制剂	15
图表 21: 2021 年后公司其他药品制剂收入持续增长	15
图表 22: 公司收入拆分及预测	16
图表 23: 公司费用率预测	17
图表 24: 相对估值表	17



本报告旨在回答以下问题，具体分析详见正文

关键问题 1：洛索洛芬钠凝胶贴膏已经成为年收入超 15 亿的大单品，如何看待其未来的竞争格局？

■ **短期仍有望享有良好竞争格局：**根据现有政策文件，我们认为短期内洛索洛芬钠凝胶贴膏通过 BE 途径获批上市的难度较高，而通过三期临床试验获批上市的周期更久，且目前申报上市的竞品中仅北京泰德完成三期临床试验，因此未来 2-3 年公司产品仍有望保持良好竞争格局。

关键问题 2：集采对洛索洛芬钠凝胶贴膏影响几何？

■ **集采对利润释放的影响较小：**自 2022 年以来洛索洛芬钠凝胶贴膏已经在多个省份被集采，集采面广且价格降幅有限，其有望凭借集采入院放量，缓冲降价影响。集采有利于优化销售费用，因此 2023 年及 2024 年 Q1 公司仍保持较快的利润增速。我们认为随着各地集采的陆续执行，公司利润仍有望继续保持较快增长。

关键问题 3：洛索洛芬钠凝胶贴膏能否继续向上拔升？

■ **院外市场有望成为未来重要增长点：**公司成立 OTC 事业部，近年来持续加大院外渠道覆盖。两组数字对比，院外拓展成效已显：根据公司投资者关系管理信息，洛索洛芬钠凝胶贴膏 2023 年院内销售占比为 94.16%，院外销售占比为 5.84%；2024 年 Q1 院内销售占比为 82.34%，院外销售占比为 17.66%。

关键问题 4：大单品公司，未来成长是否受限？

■ **酮洛芬凝胶贴膏有望带来增量：**酮洛芬凝胶贴膏已进入国家医保目录+优秀的竞争格局+庞大的潜在需求人群，参考原研公司久光制药日本销售情况，其有望成为公司潜力品种。

■ **管线储备十足：**多个产品已申报生产，未来几年有望陆续有新品上市。其中：椒七麝凝胶贴膏是中药 1 类创新药，于 2023 年底申报生产，根据公司投资者关系管理信息，其有望于 2025 年获批上市，我们认为其助力公司涉足中药领域的同时，有望成为公司又一重磅品种。

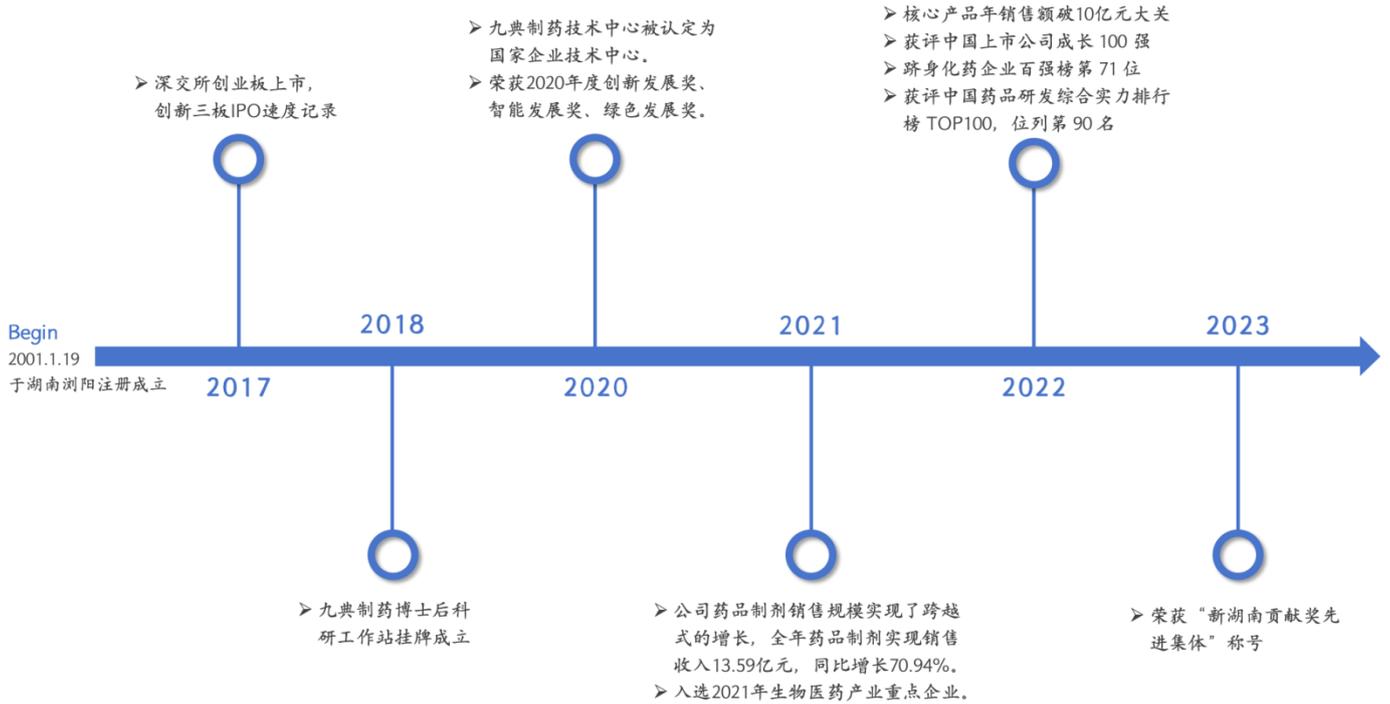


一、“药品制剂+原料药+药用辅料”一体化发展，公司业绩高速增长

1.1 立业二十余载，“药品制剂+原料药+药用辅料”一体化发展

公司 2001 年成立于浏阳经开区，是一家在化药制剂、原料药、药用辅料、中药、健康食品等领域全方位布局的现代化上市制药企业。立业二十余载，公司打造了从高端原料药到制剂、从中药提取到中成药的有机产业链，现已形成浏阳制剂园区、望城原料药及药用辅料园区、麓谷研发及办公园区“三园一体”的发展布局，产品覆盖全国市场，原辅料产品出口到欧美等 60 多个国家和地区。

图表1：公司发展历程



来源：公司官网，公司年报，湖南省人民政府门户网站，国金证券研究所

公司产品主要包括药品制剂、原料药、药用辅料，致力于“药品制剂+原料药+药用辅料”的一体化发展，并充分利用在行业内积淀的研发、生产等优势，为行业内相关企业提供CXO服务。



图表2: 公司主要产品及用途

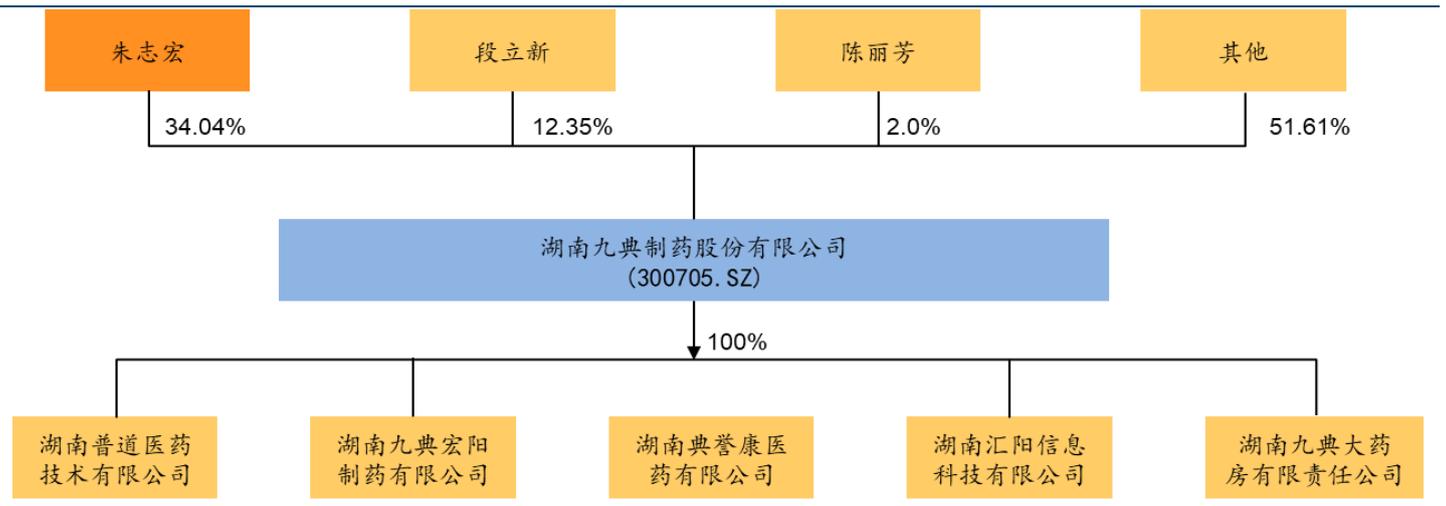
业务	产品/系列名称	产品用途
药品制剂	洛索洛芬钠凝胶贴膏	用于以下疾病及症状的消炎、镇痛: 骨关节炎、肌肉痛、外伤后的肿胀疼痛。
	泮托拉唑钠肠溶片	适用于活动性消化性溃疡(胃、十二指肠溃疡)、反流性食管炎和卓-艾氏综合征。
	琥珀酸亚铁片	适用于缺铁性贫血的预防和治疗。
	依巴斯汀片	适用于伴有或不伴有过敏性鼻炎的过敏性鼻炎(季节性和常年性)。慢性特发性荨麻疹的对症治疗。
	洛索洛芬钠片	用于类风湿关节炎、骨性关节炎、腰痛症、肩关节周围炎、颈肩腕综合征、牙痛的镇痛和消炎及急性上呼吸道炎的解热和镇痛。
	瑞舒伐他汀钙片	适用于经饮食控制和其它非药物治疗仍不能适当控制血脂异常的原发性高胆固醇血症或混合型血脂异常症。
	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。
	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。
	盐酸左西替利嗪片	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。
	肝复乐胶囊	健脾理气, 化痰软坚, 清热解毒。适用于肝瘀脾虚为主证的原发性肝癌, 症见上腹肿块, 胁肋疼痛, 神疲乏力, 食少纳呆, 脘腹胀满, 心烦易怒, 口苦咽干等。
原料药	磷酸奥司他韦	具有抗病毒、改善呼吸道症状、预防并发症、减轻疾病影响、降低病毒播散等作用与功效, 主要用于甲型和乙型流感的预防与治疗。
	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氮尿液的气味和混浊。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。
	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。
	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。
	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。
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。

来源: 公司公告, 国金证券研究所

公司实际控制人、董事长朱志宏先生控股 34.04%, 自公司创立即为研发带头人。在长期的研发过程中, 公司培养带动了一大批科研力量, 建立了一支以博士、硕士、海外归国人才为主体的四百多人的研发技术团队。



图表3: 公司股权结构 (2024年第一季度报告数据)

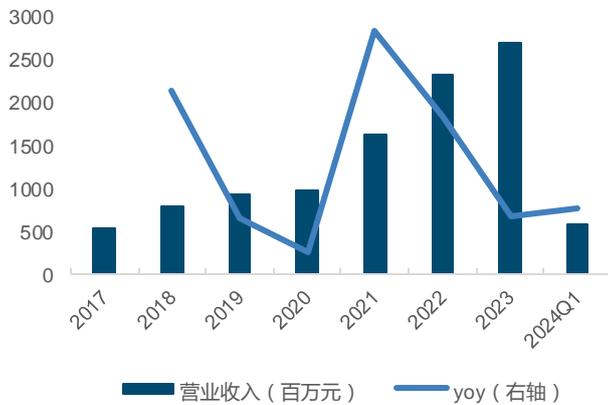


来源: 公司公告, 国金证券研究所

1.2 公司业绩高速增长

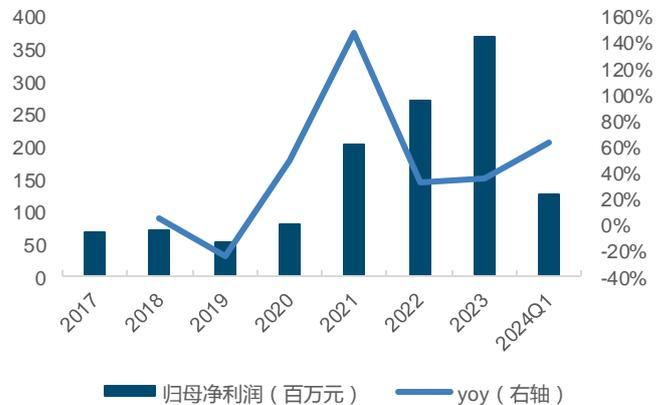
公司业绩保持高速增长, 营业收入从 2017 年的 5.35 亿元上升至 2023 年 26.93 亿元, 期间 CAGR 为 31%, 归母净利润由 0.69 亿元增至 3.68 亿元, 期间 CAGR 为 32%。2023 年, 公司实现营业收入 26.93 亿元, 同比+15.8%; 归母净利润 3.68 亿元, 同比+36.5%; 扣非归母净利润 3.40 亿元, 同比+36.9%。2024 年 Q1, 公司实现营业收入 5.91 亿元, 同比+17.7%; 归母净利润 1.26 亿元, 同比+63.4%; 扣非归母净利润 1.06 亿元, 同比+53.9%。

图表4: 公司营业收入持续增长



来源: iFinD, 国金证券研究所

图表5: 公司归母净利润近年来增长迅速

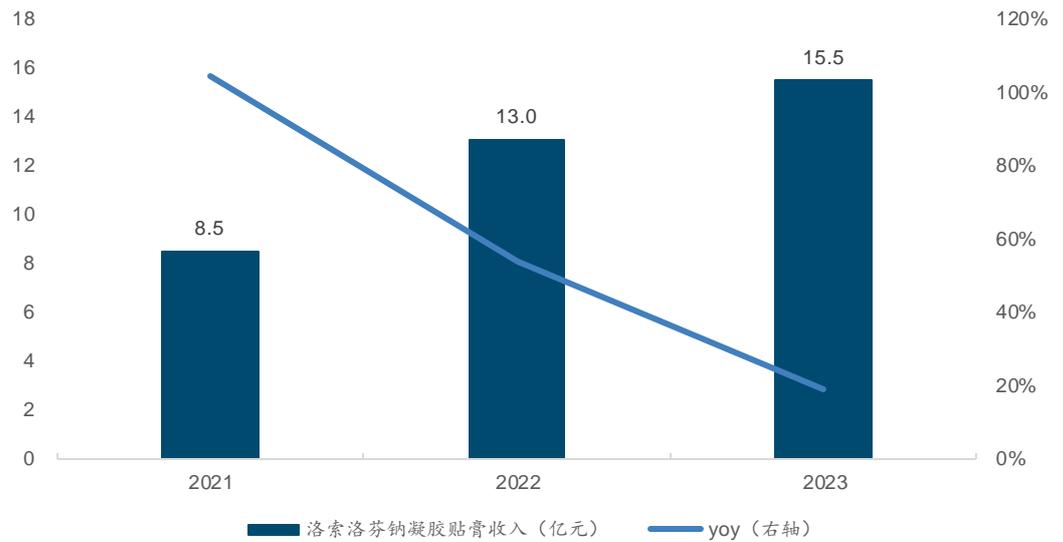


来源: iFinD, 国金证券研究所

药品制剂板块快速增长, 贡献公司主要收入。随着洛索洛芬钠凝胶贴膏等产品的放量, 药品制剂板块在公司收入中的占比从 2017 年的 54% 提升至 2020 年的 81%, 随后保持在 83% 左右, 助推公司业绩快速增长。

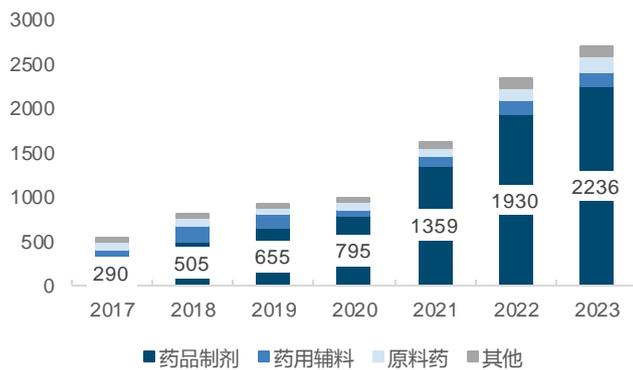


图表6: 公司洛索洛芬钠凝胶贴膏收入过去几年快速增长

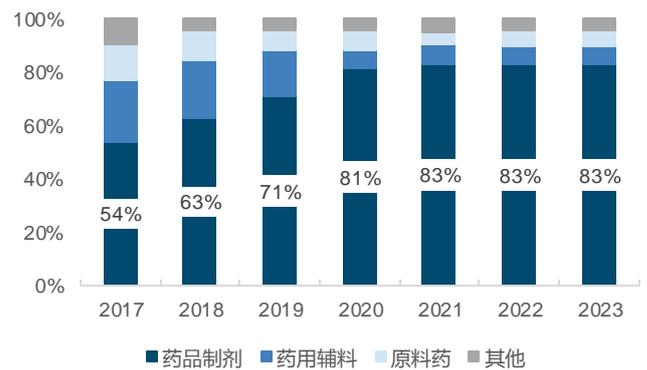


来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表7: 公司各产品收入 (百万元)



图表8: 公司各产品收入占比



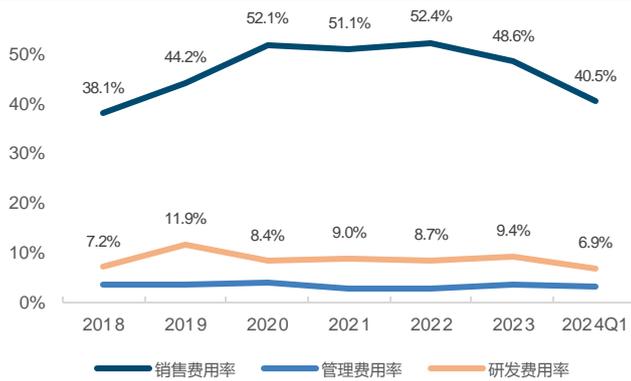
来源: iFinD, 国金证券研究所

来源: iFinD, 国金证券研究所

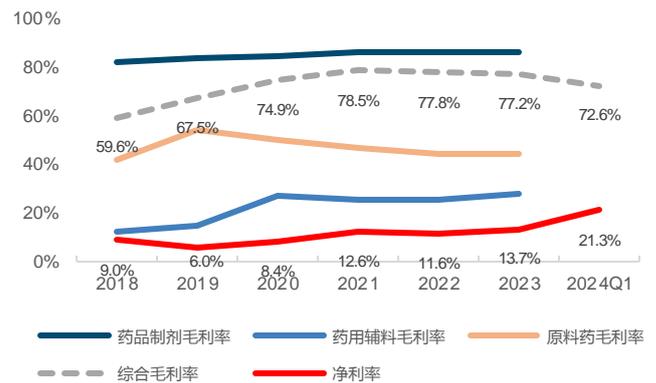
销售费用率优化, 盈利能力提升。随着“两票制”推行, 公司销售费用率在2018年后显著提升。2023年以来, 随着核心产品洛索洛芬钠凝胶贴膏集采的陆续落地以及院外市场的拓展, 公司销售费用率从2022年的52.4%降至2024年Q1的40.5%。近年来公司研发费用率保持在9%左右, 管理费用率亦相对平稳。虽受洛索洛芬钠凝胶贴膏集采降价等因素影响, 公司综合毛利率在2024年Q1降至72.6%, 但由于集采后销售费用率的明显优化, 公司盈利能力提升, 净利率从2022年的11.6%提升至2024年Q1的21.3%。



图表9：2022年以来公司销售费用率显著下降



图表10：公司盈利能力逐渐提升



来源：iFinD，国金证券研究所

来源：iFinD，公司公告，国金证券研究所

1.3 推出股权激励计划，彰显业绩增长信心

2022年公司推出股权激励计划，拟向激励对象授予共530万股限制性股票，约占截止2021年12月31日公司股本总额的2.26%。公司层面的业绩考核年度为2022-2024三个会计年度，考核目标为：以2021年净利润为基数，2022-2024年各年度较2021年增长率分别不低于30%/55%/75%。

图表11：公司股权激励考核方案

归属期	业绩考核目标	各归属期考核目标完成度(A)及公司层面可归属比例(M)	完成情况
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%； 当80%≤A<100%时，M=80%； 当A<80%时，M=0。	已达成
第二个归属期	以2021年净利润为基数，2023年增长率不低于55%；		已达成
第三个归属期	以2021年净利润为基数，2024年增长率不低于75%。		-

来源：公司公告，国金证券研究所，注：上述“净利润”指归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润，且剔除股权激励计划股份支付费用的数据作为计算依据

二、大单品洛索洛芬钠凝胶贴膏，短期仍有望享有良好竞争格局

洛索洛芬钠凝胶贴膏：经皮给药制剂优点明显

经皮给药系统(transdermal drug delivery systems, TDDS)是指在皮肤表面给药，通过皮肤以固定剂量和可调节速率递送药物，经毛细血管吸收进入体循环，产生全身或局部治疗作用的给药系统。相较于口服、注射等给药方式，经皮给药系统具有以下优点：①避免肝脏的首过效应；②药物吸收不受胃肠道内pH值、食物及其他药物等因素的影响；③具有控释效果；④维持恒定的有效血药浓度，避免因吸收过快产生血药浓度过高引起不良反应；⑤给药方便，安全性高，患者顺应性好。

凝胶贴膏是经皮给药制剂中的一种，除上述优点外，相较传统膏药，凝胶贴膏剂具有透气性好、强力渗透、透皮吸收快速、可反复使用并无膏体在皮肤残留、不易沾染衣物、安全性高等优势。

2.1 如何看待洛索洛芬钠凝胶贴膏的竞争格局？

- 洛索洛芬钠凝胶贴膏原研企业为LEADCHEMICALCO.,LTD.，销售公司为第一三共株式会社，公司洛索洛芬钠凝胶贴膏于2017年获批上市，完成国内首仿，并于当年进入国家医保目录(乙类)，用于骨关节炎、肌肉痛、外伤后的肿胀疼痛等疾病及症状的消炎、镇痛等。
- 目前国内尚未有第二家仿制上市，有多家公司处于申请上市阶段，但除北京泰德制药通过完成三期临床试验进行申请上市外，其余公司多通过完成BE试验来申请上市。



- 根据 CDE 于 2022 年 5 月发布的《局部给药局部起效药物临床试验技术指导原则》：“由于血浆药物水平与局部有效性的相关性较低，故以血浆 PK 参数为终点的生物等效性试验不是显示等效的适宜方法”，因此，我们认为 BE 试验途径通过上市申请的难度较高，而三期临床途径通过上市申请需要的时间较长，短期内公司洛索洛芬钠凝胶贴膏仍有望享有良好的竞争格局。

图表12：其他公司多采用 BE 试验途径进行洛索洛芬钠凝胶贴膏上市申请

通用名	剂型	企业	BE 试验/III 期临床	BE 试验/III 期临床 开始时间	公司进度	上市/申请上市日期
洛索洛芬钠	贴剂	Lead Chemical CO., Ltd.			已上市	2014-06-17
洛索洛芬钠	凝胶膏剂	九典制药			已上市	2017-07-26
洛索洛芬钠	凝胶膏剂	泰德制药	III 期临床	2022-01-26	申请上市	2023-06-28
洛索洛芬钠	凝胶膏剂	法玛星制药	BE 试验	2023-10-25	申请上市	2021-12-15
洛索洛芬钠	凝胶膏剂	南京海纳医药	BE 试验	2022-11-16	申请上市	2023-02-15
洛索洛芬钠	凝胶膏剂	乐明药业	BE 试验	2023-02-24	申请上市	2023-05-11
洛索洛芬钠	凝胶膏剂	金圃医药	BE 试验	2023-03-14	申请上市	2023-08-17
洛索洛芬钠	凝胶膏剂	普道医药	BE 试验	2023-06-15	申请上市	2023-09-07
洛索洛芬钠	凝胶膏剂	力强药业	BE 试验	2023-06-15	申请上市	2023-10-08
洛索洛芬钠	凝胶膏剂	华润三九	BE 试验	2023-04-20	申请上市	2024-02-06
洛索洛芬钠	凝胶膏剂	万高药业	BE 试验	2023-11-02	申请上市	2024-02-21
洛索洛芬钠	凝胶膏剂	美舒医药	BE 试验	2023-04-13	申请上市	2024-03-07
洛索洛芬钠	凝胶膏剂	赛默制药	-	-	申请上市	2024-04-16
洛索洛芬钠	凝胶膏剂	百奥药业	BE 试验	2024-01-08	申请上市	2024-05-15
洛索洛芬钠	凝胶膏剂	上海延安药业(湖北)有限公司	BE 试验	2023-12-13	申请上市	2024-05-18

来源：医药魔方，国金证券研究所

2.2 如何看待集采对洛索洛芬钠凝胶贴膏的影响？

自 2022 年以来，洛索洛芬钠凝胶贴膏已经在多个省份被集采，如广东联盟双氯芬酸等药品集中带量采购、2023 年京津冀“3+N”部分西药和中成药带量联动联盟等。

根据历次集采信息，在被纳入的集采批次中，洛索洛芬钠凝胶贴膏价格降幅有限，同时有望凭借集采放量，缓冲降价影响，且集采有利于优化销售费用，因此公司利润释放受影响较小，在洛索洛芬钠凝胶贴膏收入端增速放缓的情况下，2023 年及 2024 年 Q1 仍保持较快的利润增速。另外在国家集采方面，据《每日经济新闻》对北京大学公共政策研究中心副主任江滨的访谈，第八批国家集采将企业过评门槛从 3+1 或 4+0 提高到 4+1 或 5+0。目前竞争格局上，我们认为洛索洛芬钠凝胶贴膏短期被纳入国家集采的可能性较低。

图表13：在纳入的集采批次中，洛索洛芬钠凝胶贴膏价格降幅有限

时间	集采批次	规格	包装数量	中标价格 (元/盒)	单贴价格 (元/贴)	医保价格 (元/贴)	降幅
2022	广东联盟双氯芬酸等药品集中带量采购	100mg (14x10cm)	2贴/盒	36.38	18.19	24.25	25%
			3贴/盒	54.56	18.19	24.25	25%
			4贴/盒	72.75	18.19	24.25	25%
2023	甘肃省第一批药品集中带量联动采购	100mg (14x10cm)	2贴/盒	36.37	18.19	24.25	25%
			3贴/盒	54.56	18.19	24.25	25%
			4贴/盒	72.75	18.19	24.25	25%
2023	浙江省公立医疗机构第四批药品集中带量采购	100mg (14x10cm)	2贴/盒	34.73	17.37	24.25	28%
			3贴/盒	52.1	17.37	24.25	28%
			4贴/盒	69.47	17.37	24.25	28%
2024	京津冀“3+N”联盟药品集中采购 (以天津地区为例)	100mg (14x10cm)	1贴/盒	18.19	18.19	24.25	25%
			2贴/盒	36.38	18.19	24.25	25%
			3贴/盒	54.57	18.19	24.25	25%
			4贴/盒	72.76	18.19	24.25	25%



来源：公司公告，天津市医保局，国金证券研究所，注：单帖价格为中标的单帖价格，降幅为中标单帖价格相较医保价格降幅

集采后公司产品价格与竞品相近，价格不会成为阻碍放量的因素。根据国家药监局数据，目前国内已上市的凝胶贴膏、贴剂中，公司竞品包括氟比洛芬凝胶贴膏、洛索洛芬钠贴剂、吲哚美辛凝胶贴膏等。

- 三笠制药 (MIKASASEIYAKUCO., LTD) 氟比洛芬凝胶贴膏 9.24 元/贴，日用 2 贴价格为 18.48 元；
- 第一三共的洛索洛芬钠贴剂 (50mg/贴) 以 9.17 元/贴计算，若日用 2 贴价格为 18.34 元；
- 公司洛索洛芬钠凝胶贴膏在多个地区的集采价为 18.19 元/贴，日用一贴，与上述竞品价格接近。

图表14：部分凝胶贴膏、贴剂对比

产品名称	公司	处方药	医保	规格	适应症	用法用量	价格
洛索洛芬钠凝胶贴膏	湖南九典制药股份有限公司	是	国家医保乙类	每贴 (14cm*10cm) 含膏体10g; 含洛索洛芬钠100mg (以 C15H17NaO3计)	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	1日1次	18.19元/贴、17.37元/贴、24.25元/贴
酮洛芬凝胶贴膏	湖南九典制药股份有限公司	是	国家医保乙类 (限骨关节炎)	每贴 (14×10cm) 含膏体13g, 含酮洛芬30mg	主要用于骨关节炎的症状缓解	一日2次, 每次1贴。	8.68元/贴
氟比洛芬凝胶贴膏	北京泰德制药股份有限公司	是	国家医保乙类	每贴含氟比洛芬40mg (面积13.6cm×10.0cm, 含膏量12g)	下列疾病及症状的镇痛、消炎: 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	一日2次, 贴于患处。	10.56元/贴、10.72元/贴
	MIKASASEIYAKUCO., LTD	是				一日2次, 贴于患处。	9.24元/贴
洛索洛芬钠贴剂	LeadChemical CO., Ltd.	是	国家医保乙类	50mg/贴 (10cm×14cm)	用于骨关节炎、肌肉痛、外伤导致肿胀疼痛的消炎和镇痛。	1日1次, 贴于患处。	9.17元/贴、14.11元/贴
				100mg/贴 (7cm×10cm)			23.98元/贴
吲哚美辛凝胶贴膏	湖北兵兵药业(集团)有限公司、青州尧王制药有限公司	是	非国家医保	35g: 吲哚美辛0.35g与1-薄荷醇1.05g。	适用于肌肉痛、肩部僵硬、腰痛、关节痛、腱鞘炎(手和腕部疼痛)、肘部疼痛(网球肘等)及跌打损伤、扭伤引起的疼痛。	一日1-4次, 适当涂于患处, 每日不超过4次。	-
利多卡因凝胶贴膏	北京泰德制药股份有限公司	是	国家医保乙类 (限带状疱疹患者)	每贴 (14.0cm×10.0cm) 含膏量14g, 含利多卡因700mg。	用于缓解带状疱疹后遗神经痛, 用于无破损皮肤。	按处方量贴敷 (单次同时最多使用3贴), 24小时内累计贴敷时间不超过12个小时。	17.6元/贴
	海南回元堂药业有限公司						17.5元/贴
	TeikokuPharmaUSA, Inc.						-

来源：各公司公告，各公司官网，医药魔方，中国医药信息查询平台，国家医保局，国金证券研究所，注 1：上述梳理存在信息遗漏的可能，仅供参考；注 2：价格参考各产品各地挂网价，部分产品在部分地区纳入集采，因此出现同产品不同挂网价的情况

2.3 洛索洛芬钠凝胶贴膏后续的增长点在哪里？

- 需求端：潜在需求人群庞大。根据《中国骨关节炎诊疗指南（2021年版）》，我国40岁以上人群原发性 OA (osteoarthritis, 骨关节炎) 的总体患病率已高达 46.3%，且随着我国人口老龄化程度的不断加剧，OA 的患病率有逐渐上升的趋势。在《中国骨关节炎诊疗指南（2021年版）》中，推荐使用局部外用非甾体抗炎药 (non-steroidal anti-inflammatory drugs, NSAIDs, 如洛索洛芬钠凝胶贴膏即为 NSAIDs 的一种) 作为膝关节骨关节炎疼痛的一线治疗药物。另外，根据《慢性腰背痛康复中国疼痛科专家共识》，针对慢性腰背痛，在临床常用的外用贴剂中，将洛索洛芬钠凝胶贴膏等作为强推荐用药。
- 供给端：化学药贴膏增速更快。根据米内网数据，2021 年国内三大终端贴膏剂（化



学药+中成药)销售规模超过180亿元,其中中成药贴膏剂占比超过70%,化学药贴膏剂占比不到30%,但化学药贴膏剂表现出更快的增速:医院端化学药贴膏剂的增速为40.66%,中成药贴膏剂增速为14.67%;零售端化学药贴膏剂增速为22.85%,中成药贴膏剂增速为6.6%。

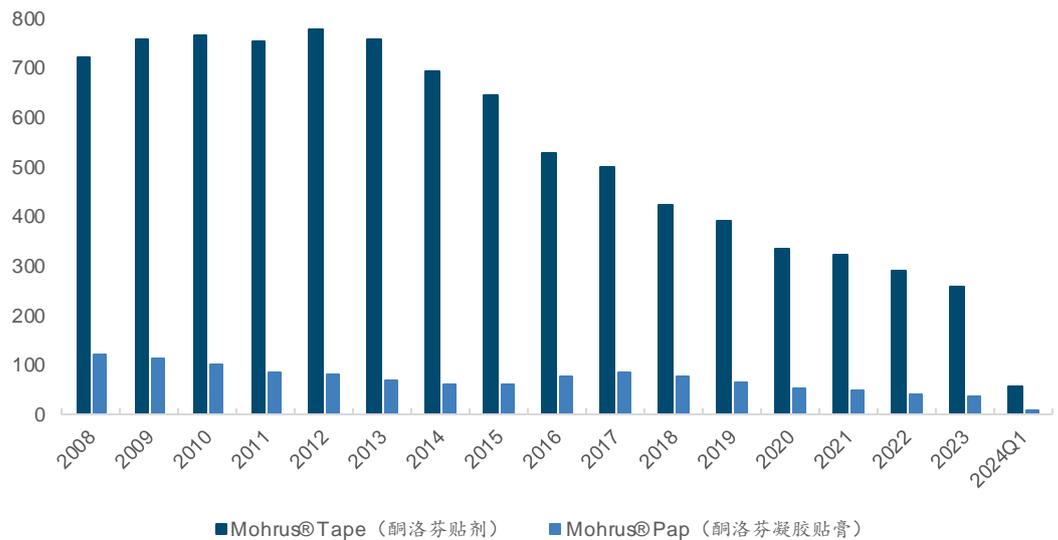
- 渠道端:巩固院内,扩展院外。院内方面,有望通过集采扩大入院数量,提升销量。院外方面,公司成立OTC事业部,近年来持续加大院外渠道覆盖。截至2023年底,公司已成功开发目标连锁至280家,共计覆盖门店3.8万多家。根据公司投资者关系管理信息,洛索洛芬钠凝胶贴膏2023年院内销售占比为94.16%,院外销售占比为5.84%;2024年Q1院内销售占比为82.34%,院外销售占比为17.66%。

三、不止大单品:产品梯队渐成,多点开花未来可期

3.1 酮洛芬凝胶贴膏进入国家医保目录,有望带来增量

酮洛芬贴剂及酮洛芬凝胶贴膏最早均由久光制药株式会社在日本上市,受医保控费政策、每单处方可开张数限制、仿制药竞争等因素影响,久光制药上述两款产品收入近年来呈下降趋势。2023年,久光制药酮洛芬贴剂收入255.18亿日元,酮洛芬凝胶贴膏收入为36亿日元,二者合计291亿日元,按24年7月17日汇率换算,约合人民币13.5亿元。

图表15:久光制药酮洛芬贴剂及凝胶贴膏销售收入(亿日元)



来源:久光制药公告,国金证券研究所

公司的酮洛芬凝胶贴膏主要用于骨关节炎的症状缓解,于2023年2月获批上市,完成国内首仿,并于当年进入国家医保目录,医保谈判价格为8.68元/贴。目前国内酮洛芬凝胶贴膏仅公司产品获批上市,在研管线中仅南京海纳临床三期已完成、进度靠前,且公司酮洛芬贴剂也已进入临床三期阶段。考虑到我国老年人群数量更多,潜在用药人群更加庞大,在现有竞争格局下,参照久光制药产品的销售情况,酮洛芬凝胶贴膏有望为公司带来增量。

图表16:国内酮洛芬凝胶贴膏及酮洛芬贴剂上市&在研管线

通用名	剂型	企业	本企业进度(CN)	时间节点
酮洛芬	凝胶膏剂	九典制药	已上市	上市时间:2023年2月
酮洛芬	凝胶膏剂	南京海纳医药;南京海纳制药有限公司	临床三期已完成	临床三期完成时间:2023-10-24
酮洛芬	凝胶膏剂	兵兵药业	临床二期已完成	临床二期完成时间:2014-05-12
酮洛芬	贴剂	九典制药	临床三期进行中	临床三期首次公示时间:2023-12-25

来源:医药魔方,国金证券研究所

如何看待酮洛芬凝胶贴膏和洛索洛芬钠凝胶贴膏之间的关系?



市场可能会担心酮洛芬凝胶贴膏与洛索洛芬钠凝胶贴膏之间会形成竞争关系，影响彼此放量。我们认为：二者更多为互为补充关系。

- 潜在需求人群庞大，而已上市的凝胶贴膏、贴剂产品数量较少，市场仍存在拓展空间。
- 价格差异，可以覆盖不同需求人群：酮洛芬凝胶贴膏 8.68 元/贴，一日两次，每次一贴，考虑到实际使用，患者可能日用 1-2 贴，单日价格在 8.68 元或 17.36 元，与洛索洛芬钠凝胶贴膏形成不同价格区间。

3.2 品种陆续申报生产，管线储备十足

- 椒七麝凝胶贴膏为中药 1 类创新药，于 2023 年底取得临床三期试验总结报告，作为局部使用的药物，椒七麝凝胶贴膏具有温经散寒、活血止痛之功，能有效缓解膝关节关节炎引起的疼痛，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。椒七麝凝胶贴膏于 2023 年底申报生产，根据公司投资者关系管理信息，椒七麝凝胶贴膏有望于 2025 年获批上市。作为中药 1 类创新药品种，助力公司涉足中药领域的同时，椒七麝凝胶贴膏有望成为公司又一重磅品种。
- 其他产品：利多卡因凝胶贴膏、利丙双卡因乳膏于 2023 年初申报生产；消炎镇痛领域，吲哚美辛凝胶贴膏于 2023 年底申报生产。

图表17：公司在消炎镇痛等领域继续发力，储备管线众多

品种名称	适应症	研发所处阶段	注册分类	申报or获批时间
酮洛芬凝胶	消炎镇痛	获批生产	化药4	2024/6/28
利多卡因凝胶贴膏	带状疱疹后神经痛	已申报生产	化药3	2023/3/7
利丙双卡因乳膏	局部用麻醉药	已申报生产	化药4	2023/1/6
椒七麝凝胶贴膏	消炎镇痛	已申报生产	中药1	2023/12/27
吲哚美辛凝胶贴膏	消炎镇痛	已申报生产	化药3	2023/12/28
洛索洛芬钠贴剂	消炎镇痛	已申报生产	化药4	2023/9/27
氟比洛芬凝胶贴膏	消炎镇痛	已申报生产	化药4	2023/10/26

来源：公司公告，医药魔方，CDE，国金证券研究所

四、原辅料及其他药品制剂：未来有望保持稳健增长

公司是国内品种较多、规模较大的化学原料药和药用辅料生产企业之一，采用先进的工艺技术和完善的质量保证体系，通过了韩国、波兰、俄罗斯、印度等多个国外官方的认证和国内外多家知名公司的现场审计，产品销售至印度、韩国、南美、欧洲等多个国家和地区。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，在市场上具有较强的影响力和竞争力。近年来，公司每年原料药新立项 10-15 个，成功申报 8 个以上，目前已覆盖胃肠道疾病、心血管系统、解热镇痛类、抗感染系列用药等多个领域。截至 2023 年底，公司已成功完成 83 个原料药品种开发，在研品种达 15 个以上。

药用辅料方面，公司着力发展高端辅料，目前形成了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系列，特别是生物疫苗用注射级辅料质量达到国内领先、国际先进水平，且产品品类多，磷酸盐系列产品已为国内生物疫苗类企业的主要供应商。同时，公司致力于全系列辅料品种的研发，截至 2023 年底，公司辅料品种共有 86 个登记号。



截至 23 年底，公司原料药已转 A 品种 49 个，2023 年新增原料药备案登记 13 个，与制剂共同审评审批结果转为 A 的原料药品种共 12 个，洛索洛芬钠、酮洛芬等原料药转“A”，进一步巩固了公司明星产品的竞争优势。

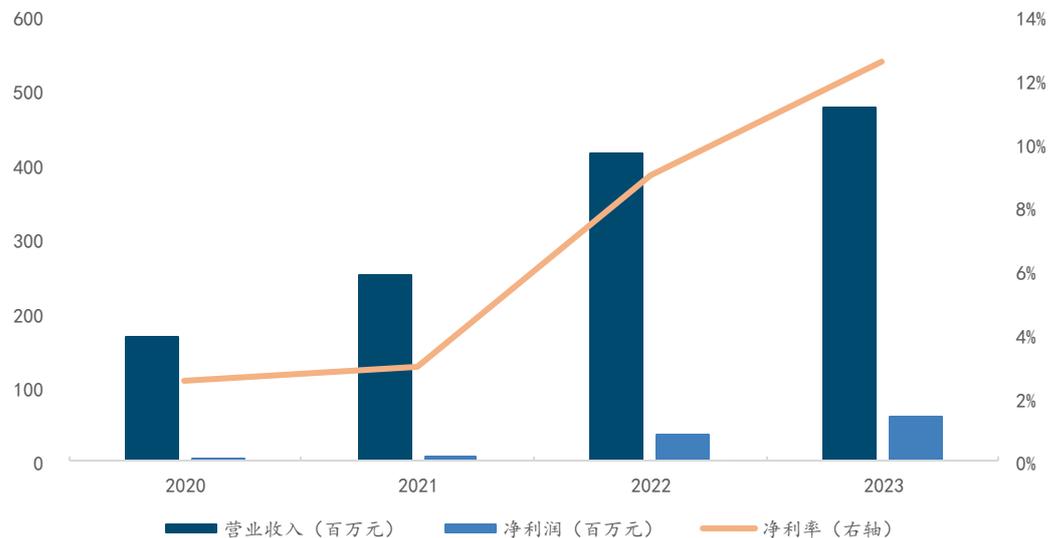
图表18: 2023 年公司与制剂共同审评审批结果转为 A 的原料药品种共 12 个

序号	持有人	品种名称	备案登记号	与制剂共同审评审批结果
1	九典宏阳	雷贝拉唑钠	Y20220000735	A
2	九典宏阳	酮洛芬	Y20220000371	A
3	九典宏阳	泮托拉唑钠	Y20210000214	A
4	九典宏阳	洛索洛芬钠	Y20210001086	A
5	九典宏阳	维格列汀	Y20210000949	A
6	九典宏阳	右雷佐生	Y20210000696	A
7	九典宏阳	富马酸丙酚替诺福韦	Y20210000526	A
8	九典宏阳	氟比洛芬钠	Y20210000337	A
9	九典宏阳	磷酸奥司他韦	Y20210000419	A
10	九典宏阳	帕拉米韦	Y20210000127	A
11	九典宏阳	他达拉非	Y20210000017	A
12	九典宏阳	氟比洛芬	Y20200001121	A

来源：公司公告，国金证券研究所

九典宏阳作为公司全资子公司，专注于原辅料的研发、生产与销售，近年来伴随营收规模逐渐上升，其盈利能力也向好发展，2023 年九典宏阳实现收入约 4.8 亿元，同比增长 15.23%，净利率提升至 12.6%。

图表19: 子公司九典宏阳业绩及盈利能力逐年攀升



来源：公司公告，国金证券研究所

其他药品制剂：集采影响已消化

由于未有更新的拆分数据，参考公司招股说明书数据，2017 年 H1 及之前，公司药品制剂中收入占比最高的为盐酸左西替利嗪片，2020 年其被纳入第二批国家集采后，公司当年剔除洛索洛芬钠凝胶贴膏的其他药品制剂收入同比下降 25%左右。2021 年后消化集采影响，公司其他药品制剂收入持续增长，且有部分品种通过集采放量，如在 2021 年第四批国采中标的泮托拉唑钠肠溶片，以中标价和医疗机构合计实际采购量计算，总采购金额达 7183 万元。

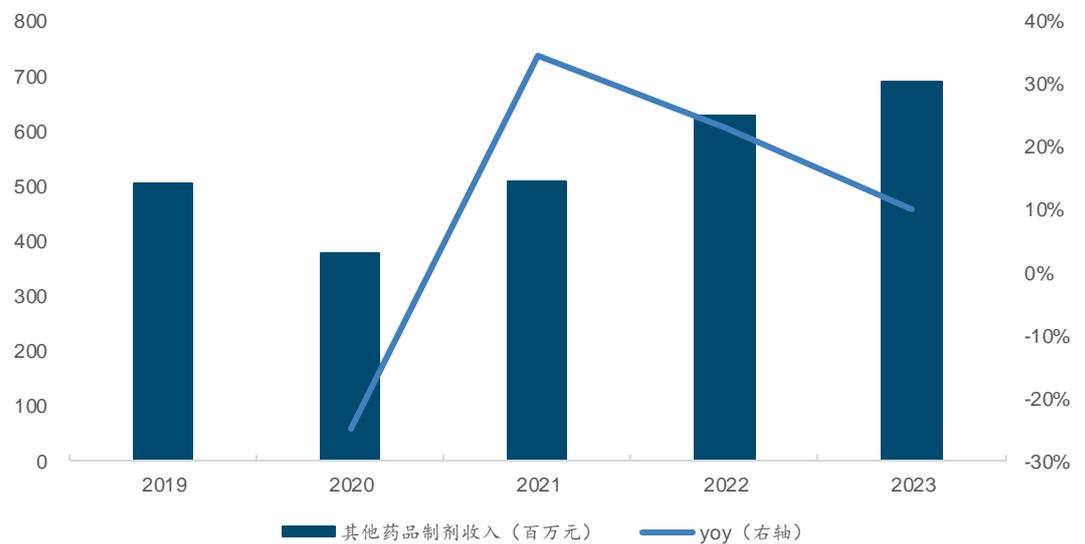


图表20: 公司纳入国家集采中的药品制剂

序号	集采批次	中标产品	规格	包装数量	中标价格	医疗机构合计实际采购量
1	第二批国家组织药品集中采购	盐酸左西替利嗪片	5mg	24片/盒	1.38元	4045605盒
2	第四批国家组织药品集中采购	洛索洛芬钠片	60mg	36片/盒	10.6元	1635604盒
3	第四批国家组织药品集中采购	泮托拉唑钠肠溶片	40mg	28片/盒	23.16元	3101548盒
4	第五批国家组织药品集中采购	枸橼酸氢钾钠颗粒	2.5g: 2.4275g	40袋/盒	79.3元	85929盒
5	第七批国家组织药品集中采购	依巴斯汀片	10mg	24片/盒	14.46元/盒	189069盒
6	第八批国家组织药品集中采购	非洛地平缓释片	5mg	28片/盒	8.06	1413802盒
7	第九批国家组织药品集中采购	乙酰半胱氨酸颗粒	0.1g	46包/盒	22.54	2023年暂未执行
8	第九批国家组织药品集中采购	雷贝拉唑钠肠溶片	10mg	28片/盒	7.18	2023年暂未执行

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表21: 2021年后公司其他药品制剂收入持续增长



来源: 公司公告, 国金证券研究所

五、盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

药品制剂板块: 预计 24-26 年收入分别为 25.77 亿元、31.34 亿元、37.39 亿元, 分别同比增长 15.2%、21.6%、19.3%。考虑到洛索洛芬钠凝胶贴膏在各地集采陆续执行, 毛利率将有所下降, 进而影响药品制剂总体毛利率, 预计 24-26 年药品制剂毛利率分别为 80.0%、79.7%、79.4%。

- 洛索洛芬钠凝胶贴膏: 院内方面, 考虑到大部分被纳入集采的区域, 产品降价幅度约为 25%, 但公司以价换量缓冲降价影响, 24 年洛索洛芬钠凝胶贴膏院内收入有望保持平稳。在 23 年部分地区集采的基础上, 24 年通过京津冀“3+N”部分西药和中成药带量联动联盟, 公司产品纳入集采的区域更加广泛, 25-26 年在 24 年集采影响消化的基础上, 洛索洛芬钠凝胶贴膏院内收入有望较 24 年实现更快增长。院外方面, 24 年 Q1 公司在院外市场的拓展已显成效, 24-26 年院外市场有望持续带来增量。预计 24-26 年洛索洛芬钠凝胶贴膏收入分别为 15.84 亿元、18.23 亿元、21.51 亿元, 分别同比增长 2.4%、15.0%、18.0%。



- 酮洛芬凝胶贴膏：23 年进入国家医保目录后，考虑到国内潜在需求人群庞大，产品竞争格局较好，且公司已经通过洛索洛芬钠凝胶贴膏强化公司产品力，在产品运营推广上也有经验，综合上述因素，参考洛索洛芬钠凝胶贴膏上市来的快速放量路径，酮洛芬凝胶贴膏 24-26 年亦有望迎来快速放量。预计 24-26 年酮洛芬凝胶贴膏收入分别为 2.0 亿元、4.0 亿元、5.4 亿元。
- 其他药品制剂：考虑到集采影响已消化，且公司陆续有新品推出，其他药品制剂总体有望保持稳健增长。预计 24-26 年其他药品制剂收入分别为 7.93 亿元、9.12 亿元、10.48 亿元，分别同比增长 15.0%、15.0%、15.0%。

药用辅料板块&原料药板块：公司化学原料药和药用辅料品种较多、规模较大，且持续有新品推出，预计该两板块收入端保持平稳增长，24-26 年收入增速均为 15%，毛利率相对稳定。

图表22：公司收入拆分及预测

单位：百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2326.2	2692.5	3094.1	3718.8	4400.9
yoy	42.9%	15.7%	14.9%	20.2%	18.3%
毛利率	77.8%	77.2%	71.9%	72.1%	72.3%
药品制剂	1930.3	2236.4	2577.0	3134.3	3739.4
yoy	42.1%	15.9%	15.2%	21.6%	19.3%
毛利率	86.2%	86.2%	80.0%	79.7%	79.4%
洛索洛芬钠凝胶贴膏	1303.4	1547.2	1584.4	1822.8	2151.2
yoy	53.5%	18.7%	2.4%	15.0%	18.0%
酮洛芬凝胶贴膏			200.0	400.0	540.0
yoy				100.0%	35.0%
其他药品制剂	626.9	689.2	792.6	911.5	1048.2
yoy	23.0%	9.9%	15.0%	15.0%	15.0%
药用辅料	163.5	175.9	202.3	232.6	267.5
yoy	47.2%	7.6%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利率	25.8%	27.8%	26.0%	26.0%	26.0%
原料药	129.1	167.6	192.8	221.7	254.9
yoy			15.0%	15.0%	15.0%
毛利率	44.8%	44.3%	44.0%	44.0%	44.0%
植物提取物及其他	60.3	73.3	80.6	88.7	97.5
yoy	71.2%	21.6%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	36.8%	26.2%	20.0%	20.0%	20.0%
技术转让及服务	41.6	38.1	40.0	40.0	40.0
毛利率	52.1%	15.3%	20.0%	20.0%	20.0%
其他业务	1.5	1.2	1.5	1.5	1.5
毛利率	47.6%	71.0%	50.0%	50.0%	50.0%

来源：公司年报，国金证券研究所，注：其他业务收入及毛利率为根据各领域产品收入及毛利率推算

费用率：

- 销售费用率：随着各地集采持续推进以及公司院外市场不断拓展，销售费用率有望下降。24 年 Q1 公司销售费用率为 40.5%，同比下降 5.65pct，上述优化销售费用因素效果已显，预计 24-26 年公司销售费用率为 40.0%、39.5%、39.0%。
- 管理费用率、研发费用率：预计保持平稳。


图表23：公司费用率预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
销售费用率	52.4%	48.6%	40.0%	39.5%	39.0%
管理费用率	2.8%	3.6%	3.6%	3.5%	3.4%
研发费用率	8.7%	9.4%	9.2%	9.1%	9.0%

来源：iFinD，国金证券研究所

综上所述，我们预计公司 24-26 年营业收入分别为 30.94 亿元、37.19 亿元、44.01 亿元，分别同比增长 14.9%、20.2%、18.3%；毛利率分别为 71.9%、72.1%、72.3%；归母净利润分别为 5.14 亿元、6.61 亿元、8.17 亿元，分别同比增长 39.5%、28.6%、23.6%，对应 EPS 分别为 1.06 元、1.36 元、1.68 元。

5.2 投资建议及估值

我们选择同样拥有贴膏业务的羚锐制药、云南白药以及在镇痛领域有布局的恩华药业作为可比公司。公司洛索洛芬钠凝胶贴膏短期内仍有望享有良好竞争格局，酮洛芬凝胶贴膏 24-26 年有望持续放量，且公司产品梯队渐成，参考可比公司，考虑到公司未来几年仍有望保持较快利润增速，给予公司 24 年 25xPE，对应市值 128.5 亿元，对应目标价 26.40 元，首次覆盖给予公司“买入”评级。

图表24：相对估值表

代码	名称	股价 (元)	EPS					PE				
			2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
600285.SH	羚锐制药	20.76	0.82	1.00	1.21	1.43	1.67	16	17	17	15	12
000538.SZ	云南白药	50.74	1.67	2.28	2.58	2.86	3.19	33	22	20	18	16
002262.SZ	恩华药业	24.15	0.89	1.03	1.22	1.47	1.80	27	26	20	16	13
	平均数							25	22	19	16	14
300705.SZ	九典制药	22.85	0.79	1.07	1.06	1.36	1.68	31	31	22	17	14

来源：wind，国金证券研究所，注：收盘价为 2024 年 7 月 29 日收盘数据，可比公司预测数据为 2024 年 7 月 29 日收盘后 wind 前瞻预测 90 天一致预期

六、风险提示

市场竞争加剧风险：洛索洛芬钠凝胶贴膏短期竞争格局良好，中长期（3 年及之后）可能有更多竞品获批上市，届时竞争加剧可能影响公司产品收入。

产品放量不及预期风险：院外渠道为洛索洛芬钠凝胶贴膏重要增长点，酮洛芬凝胶贴膏也有望在院内快速放量，但医药行业属于政策强监管行业，若后续政策环境变化，可能导致产品放量不及预期。

研发进度不及预期风险：公司多个产品处于申报生产阶段，但存在不被批准的风险。

单一产品占比较大风险：23 年公司收入中洛索洛芬钠凝胶贴膏贡献约 57%，可能在政策环境等因素影响下，核心单品收入及利润释放节奏不及预期。

可转债转股稀释股本风险：2023 年 10 月 13 日，公司发行可转债 3.6 亿元，用于高端制剂研发产业园口服固体制剂项目，2024 年 6 月 7 日调整后，转股价格为 15.33 元/股，若后续可转债被转股，股本将被稀释。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
主营业务收入	1,628	2,326	2,693	3,094	3,719	4,401	货币资金	398	346	425	716	1,079	1,548	
增长率	42.9%	15.7%	15.7%	14.9%	20.2%	18.3%	应收款项	287	506	629	652	784	928	
主营业务成本	-350	-517	-615	-870	-1,036	-1,221	存货	214	241	266	363	419	528	
%销售收入	21.5%	22.2%	22.8%	28.1%	27.9%	27.7%	其他流动资产	120	113	110	118	122	127	
毛利	1,278	1,809	2,077	2,224	2,683	3,180	流动资产	1,020	1,206	1,430	1,850	2,405	3,131	
%销售收入	78.5%	77.8%	77.2%	71.9%	72.1%	72.3%	%总资产	58.5%	52.5%	49.8%	57.5%	63.4%	69.1%	
营业税金及附加	-21	-27	-34	-37	-45	-53	长期投资	3	34	34	34	34	34	
%销售收入	1.3%	1.1%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	固定资产	607	892	1,141	1,221	1,234	1,241	
销售费用	-832	-1,220	-1,307	-1,238	-1,469	-1,716	%总资产	34.8%	38.8%	39.7%	37.9%	32.5%	27.4%	
%销售收入	51.1%	52.4%	48.6%	40.0%	39.5%	39.0%	无形资产	81	102	117	115	121	127	
管理费用	-46	-65	-98	-111	-130	-150	非流动资产	725	1,093	1,441	1,369	1,389	1,403	
%销售收入	2.8%	2.8%	3.6%	3.6%	3.5%	3.4%	%总资产	41.5%	47.5%	50.2%	42.5%	36.6%	30.9%	
研发费用	-146	-201	-254	-285	-338	-396	资产总计	1,745	2,300	2,871	3,219	3,794	4,534	
%销售收入	9.0%	8.7%	9.4%	9.2%	9.1%	9.0%	短期借款	104	85	58	0	0	0	
息税前利润 (EBIT)	232	296	384	553	701	865	应付款项	142	207	219	277	329	387	
%销售收入	14.3%	12.7%	14.2%	17.9%	18.8%	19.7%	其他流动负债	124	153	139	155	192	232	
财务费用	-13	-14	-6	-2	8	18	流动负债	370	444	416	432	521	619	
%销售收入	0.8%	0.6%	0.2%	0.1%	-0.2%	-0.4%	长期贷款	21	231	59	54	49	44	
资产减值损失	-21	-18	-14	-7	0	-1	其他长期负债	254	71	424	418	418	418	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	646	747	898	903	988	1,081	
投资收益	3	2	2	0	0	0	普通股股东权益	1,099	1,553	1,973	2,316	2,806	3,453	
%税前利润	1.3%	0.6%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	235	343	345	487	487	487	
营业利润	226	291	394	565	729	903	未分配利润	451	633	888	1,231	1,722	2,368	
营业利润率	13.9%	12.5%	14.6%	18.2%	19.6%	20.5%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0	
营业外收支	0	-1	8	0	0	0	负债股东权益合计	1,745	2,300	2,871	3,219	3,794	4,534	
税前利润	226	290	402	565	729	903	比率分析		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润率	13.9%	12.5%	14.9%	18.2%	19.6%	20.5%	每股指标							
所得税	-22	-21	-34	-51	-68	-86	每股收益	0.870	0.786	1.067	1.056	1.358	1.679	
所得税率	9.7%	7.1%	8.4%	9.0%	9.3%	9.5%	每股净资产	4.684	4.527	5.717	4.759	5.768	7.097	
净利润	204	270	368	514	661	817	每股经营现金净流	0.813	0.784	1.249	1.317	1.404	1.621	
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股股利	0.260	0.240	0.320	0.350	0.350	0.350	
归属于母公司的净利润	204	270	368	514	661	817	回报率							
净利率	12.5%	11.6%	13.7%	16.6%	17.8%	18.6%	净资产收益率	18.58%	17.37%	18.66%	22.19%	23.55%	23.66%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	11.70%	11.73%	12.83%	15.96%	17.42%	18.02%	
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	投入资本收益率	14.68%	14.70%	14.83%	19.04%	20.31%	20.77%	
净利润	204	270	368	514	661	817	增长率							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	66.40%	42.92%	15.75%	14.92%	20.19%	18.34%	
非现金支出	76	79	87	110	110	117	EBIT 增长率	161.69%	27.70%	29.38%	44.19%	26.71%	23.46%	
非经营收益	3	9	-13	78	15	15	净利润增长率	148.29%	32.05%	36.54%	39.51%	28.63%	23.61%	
营运资金变动	-92	-89	-11	-61	-103	-160	总资产增长率	54.35%	31.77%	24.85%	12.11%	17.87%	19.50%	
经营活动现金净流	191	269	431	641	683	789	资产管理能力							
资本开支	-126	-413	-427	-98	-130	-130	应收账款周转天数	46.3	55.5	68.0	70.0	70.0	70.0	
投资	-106	-20	0	0	0	0	存货周转天数	191.7	160.8	150.3	155.0	150.0	160.0	
其他	3	2	2	0	0	0	应付账款周转天数	71.4	68.1	71.8	71.5	71.5	71.5	
投资活动现金净流	-230	-431	-425	-98	-130	-130	固定资产周转天数	132.0	91.6	145.3	124.0	99.6	79.8	
股权募资	270	0	381	0	0	0	偿债能力							
债权募资	36	190	-206	-64	-5	-5	净负债/股东权益	-15.48%	-7.72%	-6.33%	-20.69%	-30.19%	-38.26%	
其他	-22	-69	-101	-187	-185	-185	EBIT 利息保障倍数	17.5	21.4	63.7	311.6	-92.7	-47.5	
筹资活动现金净流	284	121	74	-252	-190	-190	资产负债率	37.01%	32.49%	31.27%	28.06%	26.04%	23.84%	
现金净流量	245	-41	80	291	363	469								

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	2	5	10	22
增持	0	0	1	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.17	1.17	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建国内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究