

九典制药（300705.SZ）

核心品种保持高速放量，院内院外齐发力

核心观点：

- **核心品种空间大，政策审批壁垒格局佳。**公司明星产品洛索洛芬钠凝胶贴膏 2017 年上市，属于国内首仿独家医保剂型。由于目前临床审批的限制，据药监审评审批进程要求，仅进行 PK-BE 的情况下难以获批，需结合大临床数据申请。短期内洛索洛芬钠凝胶贴膏仍会有较好的竞争格局，为公司带来稳固的业绩增长推动力。随着人口总人数及老龄化年龄结构增长趋势的明显，慢性疼痛病已经逐渐成为人们生活中普遍需要面临的一个病种，这将进一步推动凝胶贴膏市场需求的增加。
- **院内集采产品销量稳步增加，院外积极推进线上线下齐发力。**公司洛索洛芬钠凝胶贴膏在全国或部分地区实施集中带量采购，产品销量稳步增加；新品酮洛芬凝胶贴膏也 23 年 12 月通过医保谈判。院外公司积极推进营销网络建设工作，组建全国商务团队，线上与线下一起发力，为公司产品带来新的增长推动力。
- **深耕经皮给药制剂，多款产品等待上市。**公司酮洛芬凝胶贴膏的获批，进一步验证了公司凝胶贴膏平台技术优势，巩固了公司在该领域的行业地位。后续公司吲哚美辛凝胶贴膏、氟比洛芬凝胶贴膏、洛索洛芬钠贴剂、酮洛芬贴剂等一系列经皮给药高端制剂打开公司成长空间。
- **盈利预测与投资建议。**公司核心产品洛索洛芬钠仍为独家品种，后续院外放量有望进一步贡献业绩增量，同时公司深耕外用贴剂，新产品陆续上市放量，综合预计 24-26 年公司归母净利润分别为 5.25 亿元、6.92 亿元、8.96 亿元，EPS 分别为 1.06 元/股、1.40 元/股、1.81 元/股，对应 PE 分别为 24.31 倍、18.41 倍、14.23 倍。参考行业可比公司，考虑到公司核心产品竞争力强劲市场空间大，给予公司 24 年 25 倍 PE 估值，对应合理价值 26.53 元/股。给予“买入”评级。
- **风险提示。**技术创新风险，新产品研发不确定性风险，环保风险等。

盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2326	2693	3279	3942	4677
增长率（%）	42.9%	15.7%	21.8%	20.2%	18.6%
EBITDA（百万元）	364	471	665	842	1068
归母净利润（百万元）	270	368	525	692	896
增长率（%）	32.0%	36.5%	42.4%	32.0%	29.4%
EPS（元/股）	0.82	1.07	1.06	1.40	1.81
市盈率（P/E）	29.63	31.06	24.31	18.41	14.23
ROE（%）	17.4%	18.7%	21.0%	21.7%	21.9%
EV/EBITDA	22.81	24.28	18.52	13.92	10.20

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级

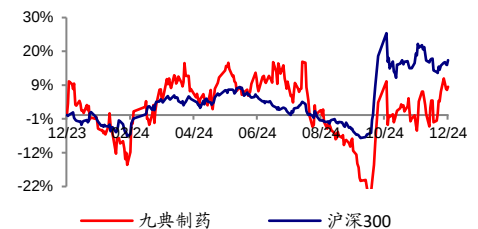
买入

当前价格	25.79 元
合理价值	26.53 元
报告日期	2024-12-08

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	494.38/364.94
总市值/流通市值（百万元）	12750/9412
一年内最高/最低（元）	38.90/18.06
30 日日均成交量/成交额（百万）	7.33/182.50
近 3 个月/6 个月涨跌幅（%）	23.81/-2.68

相对市场表现



分析师：

罗佳荣



SAC 执证号：S0260516090004



SFC CE No. BOR756



021-38003671

分析师：

田鑫



SAC 执证号：S0260524030003



021-38003707



tianxin@gf.com.cn

请注意，田鑫并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

联系人：

王稼宸 021-38003671

wangjiachen@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

一、九典制药：深耕经皮给药制剂，核心品种空间大格局好带动公司高速发展.....	4
（一），深耕经皮给药制剂，核心品种抢占先机.....	4
（二） 业绩近年业绩亮眼，保持高速增长	6
二、凝胶贴膏市场规模持续扩大，公司核心产品仍为独家品种	8
（一）. “独特给药模式”带来市场新机遇.....	8
（二）. 核心产品洛索洛芬钠凝胶贴膏助力公司业绩高速发展	11
（三）. “镇通新星”酮洛芬凝胶贴膏，纳入医保进一步驱动公司拓展凝胶贴膏市场 布局	15
（四）. 药品制剂：多款产品等待上市，院内院外渠道协同打开公司未来利润成长空 间	16
三、致力“药品制剂+原料药+药用辅料”一体化发展，成本优势提升公司盈利能力	20
四、盈利预测和投资建议.....	22
五、风险提示	25

图表索引

图 1: 九典制药公司概况.....	4
图 2: 公司主要发展历程.....	5
图 3: 公司 5%以上股东股权结构图（截至 2024/12/06）.....	6
图 4: 九典制药公司收入构成（单位：亿元）.....	6
图 5: 九典制药盈利能力变化.....	6
图 6: 公司历年期间费用率变化（%）.....	7
图 7: 经皮给药制剂历史沿革.....	9
图 8: 经皮给药制剂给药途径.....	10
图 9: 经皮给药制剂优势和劣势.....	10
图 10: 慢性疼痛患者人数及 65 岁以上老年人口数.....	11
图 11: 九典制药洛索洛芬钠凝胶贴膏收入额及总收入占比.....	11
图 12: 公司药品制剂销售额及收入占比（单位：亿元）.....	17
图 13: 公司药品制剂业务毛利率.....	17
图 14: 公司历年原料药药和用辅料历年收入.....	21
图 15: 公司原料药和药用辅料历年毛利率（单位：%）.....	21
表 1: 公司主要产品 2022 年和 2023 年销售额排名及市占率情况.....	5
表 2: 主要化学贴膏及上市企业.....	5
表 3: 外用贴剂技术分类.....	8
表 4: 全球上市透皮贴剂种类.....	10
表 5: 中国、美国、欧盟外透皮给药相关法规.....	12
表 6: 洛索洛芬钠凝胶贴膏临床登记情况.....	13
表 7: 洛索洛芬钠贴剂临床登记情况.....	14
表 8: 酮洛芬凝胶贴膏临床登记情况.....	15
表 9: 九典制药部分上市药品品种.....	16
表 10: 九典制药药物制剂后续临床布局.....	17
表 11: 氟比洛芬凝胶贴膏上市企业.....	19
表 12: 吲哚美辛凝胶贴膏上市企业.....	19
表 13: 吲哚美辛凝胶贴膏临床企业.....	20
表 14: 公司收入成本拆分（单位：百万元）.....	23
表 15: 公司可比公司估值表（截止至 2024 年 12 月 06 日）.....	24

一、九典制药：深耕经皮给药制剂，核心品种空间大格局好带动公司高速发展

（一），深耕经皮给药制剂，核心品种抢占先机

公司为“湖南省新型凝胶膏剂工程研究中心”，以凝胶贴膏剂为代表的经皮给药制剂为重点研究方向。凝胶贴膏剂是一个完整的释药体系，透皮吸收技术是关键，涉及新型、高性能药用辅料的开发以及皮肤科学研究。凝胶贴膏的制备技术属于高新技术，是一项“卡脖子”技术难题，国内上市的凝胶贴膏制剂大部分依靠进口，九典制药已在该制剂领域的研究上取得了优势，公司已突破了交联架桥相关技术壁垒，开发出一种载药量高的贴膏剂基质体系，并实现了多个关键辅料的国产化及新型高分子材料的自主研发。

图 1：九典制药公司概况



二十多年来，公司以研发为驱动，研产销一体化发展，积极布局化药制剂、原料药、药用辅料、中药、健康食品等领域，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，为患者提供安全有效的高品质药品。

全资子公司

湖南九典宏阳制药有限公司

立足原料药、药用辅料的研发、生产、销售和服务，致力于打造高品质药用原辅料领域典范企业。

湖南典誉康医药有限公司

围绕疼痛、健康美容、营养三大品类打造品牌矩阵，构建F2B2C大健康服务生态系统，为用户提供一站式服务。

湖南普道医药技术有限公司

着力打造研发水平居国内外前列的药物研发中心，为国内外制药企业提供技术服务。

湖南汇阳信息科技有限公司

致力于成为医药领域领先的信息化企业。

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

公司主营业务药品制剂、原料药和药用辅料，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。公司药品制剂销售规模逐年增长，洛索洛芬钠凝胶贴膏、泮托拉唑钠肠溶片、乙酰半胱氨酸颗粒、琥珀酸亚铁片、瑞舒伐他汀钙片等主导产品销售情况良好。

表 1: 公司主要产品 2022 年和 2023 年销售额排名及市占率情况

产品名称	2022 年排名	市场份额占有率	2023 年排名	市场份额占有率
洛索洛芬钠凝胶贴膏	1	100.00%	1	100.00%
泮托拉唑钠肠溶片	1	30.98%	1	31.47%
乙酰半胱氨酸颗粒	3	0.18%	3	2.74%
琥珀酸亚铁片	4	7.87%	4	9.44%
瑞舒伐他汀钙片	15	0.04%	9	0.48%
依巴斯汀片	4	0.72%	4	13.43%
洛索洛芬钠片	2	27.73%	1	31.12%
枸橼酸氢钾钠颗粒	2	36.86%	2	35.84%

数据来源：公司 2024 年半年报公告、药融云，广发证券发展研究中心

公司洛索洛芬钠凝胶贴膏为独家医保剂型，主要用于骨性关节炎、肌肉疼痛以及创伤引起的肿胀、疼痛等骨骼肌肉疾病。2023年，公司获批酮洛芬凝胶贴膏，主要用于骨关节炎的症状缓解。酮洛芬凝胶贴膏的获批，进一步验证了公司凝胶贴膏平台技术，巩固了公司在该领域的行业地位。

表 2: 主要化学贴膏及上市企业

贴膏名称	上市企业
洛索洛芬钠凝胶贴膏	九典制药
酮洛芬凝胶贴膏	九典制药
氟比洛芬凝胶贴膏	北京泰德制药、MIKASA SEIYAKU CO, LTD
利多卡因凝胶贴膏	海南回元堂药业、北京泰德制药、Teikoku Seiyaku Co, Ltd
吲哚美辛凝胶贴膏	青州尧王制药、湖北兵兵药业
复方水杨酸甲酯巴布	JEIL HEALTH SCIENCE INC.

数据来源：药融云、CDE，广发证券发展研究中心

根据公司2023年年报，截止至2023年年末，公司药品制剂销售实现销售收入22.36元，同比增长15.86%。其中洛索洛芬钠凝胶贴膏实现销售收入15.47亿元，同比增长18.70%。公司逐渐占据凝胶贴膏市场龙头地位，在酮洛芬凝胶贴膏获批上市后，公司椒七麝凝胶贴膏、利多卡因凝胶贴膏、吲哚美辛凝胶贴膏等一系列经皮给药高端制剂申报生产，为公司消炎镇痛领域市场开拓增添了新动能，为未来新市场注入了强劲动力。

根据公司2024年半年报，截止至2024半年末，公司拥有3个外用制剂药品注册证书，在研外用制剂产品超 20个，其中申报生产7个。

图 2: 公司主要发展历程

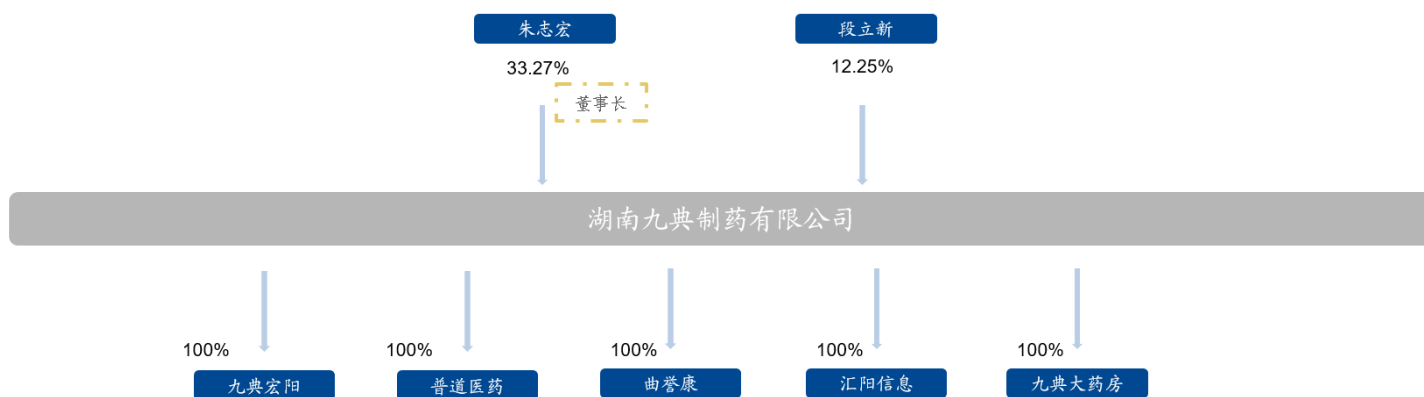


数据来源：公司官网、公司 2023 年年度报告，广发证券发展研究中心

公司股权结构相对透明清晰，实控人为公司董事长朱志宏先生，其持有33.27%公司股份；公司控股子公司类型包括化学原料药生产、药品销售、信息软件开发维护、药品零售等。

公司实际控制人、董事长朱志宏先生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，截止至2024年年中，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 3：公司5%以上股东股权结构图（截至2024/12/06）



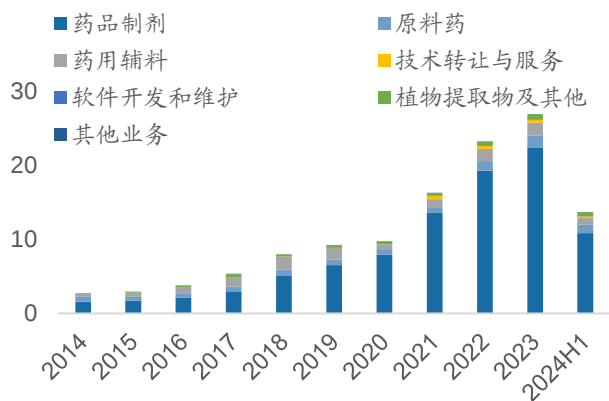
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

（二）业绩近年业绩亮眼，保持高速增长

根据公司2024年半年报，截止至2024半年末，公司已取得125个制剂品种批准文号，完成85个原料药品种的备案登记，92个药用辅料品种的备案登记，形成“药品制剂+原料药+药用辅料”的一体化发展布局。公司主导产品均系自主研发，在研产品和已申报产品近百个。

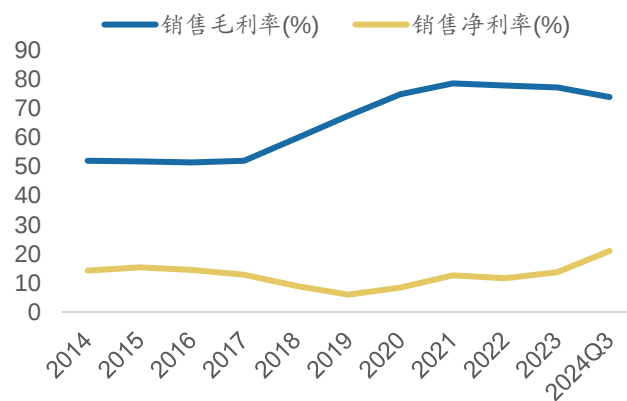
随着公司洛索洛芬钠凝胶贴膏上市，公司业绩强劲增长，放量持续加速。2020-2024年公司实现收入CAGR 40.16%增长。公司收入主要来自药品制剂，其中洛索洛芬钠凝胶贴膏、泮托拉唑钠肠溶片、琥珀酸亚铁片、依巴斯汀片、洛索洛芬钠片等主要产品的收入占主营业务收入的比例较高。上述产品在全国或部分地区实施集中带量采购，产品销量稳步增加。

图 4：九典制药公司收入构成（单位：亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

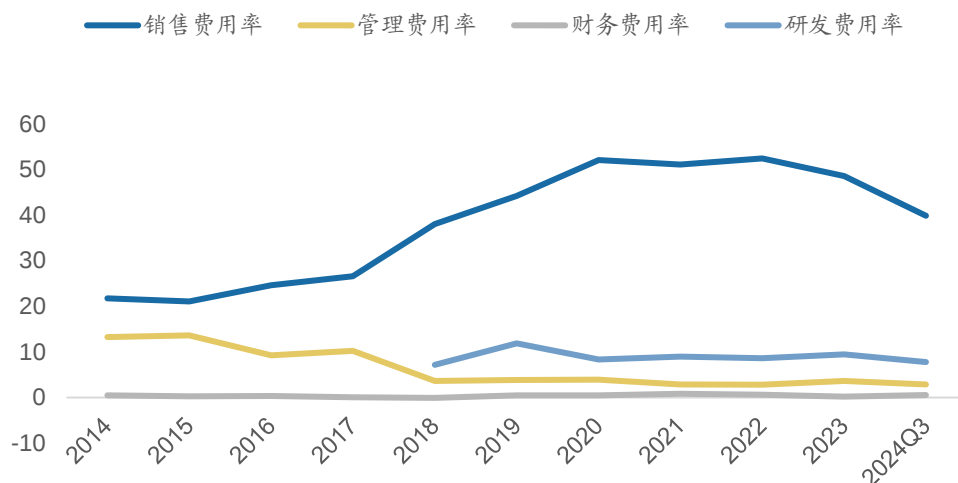
图 5：九典制药盈利能力变化



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

公司积极推进营销网络建设工作，成立了临床事业部、OTC 事业部、原辅料事业部、国际拓展部、电商部及九典大药房，各事业部独立考核，并组建了遍布全国的营销团队，打造了覆盖全国各省、自治区及直辖市的营销网络。

图 6: 公司历年期间费用率变化 (%)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

公司销售费用率历年降低，主要因素有三个：（1）主导品种洛索洛芬钠凝胶贴膏在集采地区陆续开始执行，降低了部分销售费用；（2）公司营销模式转型，费用率得到有效控制；（3）院外市场占比进一步提升。

为进一步降低销售费用，公司组建了全国商务团队强化公司对终端渠道的掌控能力，OTC 事业部主导品种与百强连锁战略合作开展良好，根据公司2024年半年报，截止至2024H1末，已成功开发目标连锁至350家，共计覆盖门店近8万家。同时随着“互联网+大健康”时代的全面来临，公司电商部不断发力，完成久悦佳、典小暖、博斯莱三个品牌注册，推出11个大健康新品，展现出了强劲的发展势头。

公司2020-2024Q3销售费用率分别为51.12%/52.43%/48.56%/39.85%，2024Q3销售费用率相比2020已下降11.27pct。随着公司洛索洛芬钠凝胶贴膏、酮洛芬凝胶贴膏等逐步放量，公司盈利能力有望继续提升。

二、凝胶贴膏市场规模持续扩大，公司核心产品仍为独家品种

（一）.“独特给药模式”带来市场新机遇

经皮给药系统（TDDS）是指药物以一定速率透过皮肤经毛细血管吸收进入人体循环实现疾病治疗或预防的一种给药新途径。广义的 TDDS 包括所有局部给药制剂，如软膏、贴剂、巴布剂、气雾剂和涂剂等；狭义的 TDDS 则专指经皮贴剂。相比其他给药途径，经皮贴剂具有诸多优势，例如操作简单，患者依从性高；避免肝脏首过代谢；避免胃肠因素干扰影响药物吸收等。经皮给药制剂市场前景广阔，根据中国医科大学 2023 年 8 月出版的《经皮给药系统及技术研究进展》，2027 年全球市场预计达到 96 亿美元。

从结构上看，经皮贴剂的设计特点为多层结构，主要包括背衬层、药物贮库或骨架系统、防黏层和黏胶层。背衬层是一种不透水的保护层，可以保护皮肤不被外界物质侵入，并防止药物流失或皮肤水分蒸发。药物贮库或骨架系统用于储存和释放药物。经皮给药制剂（TDDS）的新剂型包括微孔、纳米粒、脂质体；新技术也包括渗透促进剂、微针、离子导入法、激光促渗技术及磁导入技术

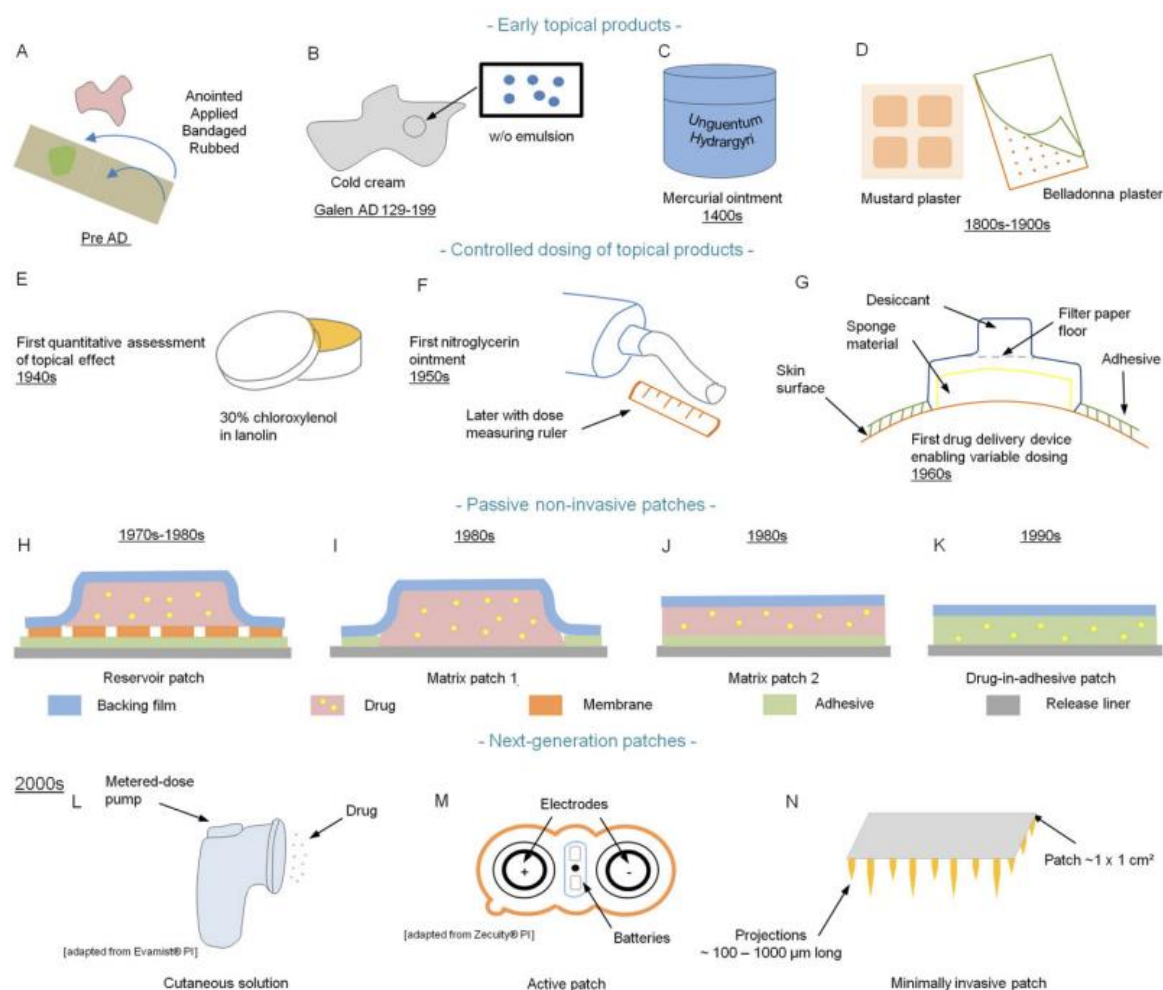
表 3：外用贴剂技术分类

新剂型			新技术				
微孔	纳米粒	脂质体	渗透促进剂	微针	离子导入法	激光促渗技术	磁导入技术
由油相、水相、表面活性剂及助表面活性剂自发形成的一种非均相液体分散体系	粒径在 10 ~ 100 nm 的含药粒子，按照制备材料分为固体脂质纳米粒和聚合物纳米粒	一层或多层磷脂双分子层组成的球形囊泡	促渗肽、代谢调节剂、氨基酸衍生物、神经酰胺及其类似物	快速释放型、缓慢持续释放型和刺激响应释放型	通过施加电场力促进药物经皮渗透的技术	利用激光冲击靶物质形成的光机械波，在皮肤形成密集的微孔道促进药物经皮渗透的技术	通过施加磁场增强反磁性药物在皮肤的扩散而不影响皮肤结构的经皮促渗技术

数据来源：中国药房，广发证券发展研究中心

凝胶贴膏历经三代改革变化。1990年代以前，经皮贴剂包括贮库型和骨架型两种类型。FDA因担心贮库型贴剂有药物释放失控风险，因此1999年后未再批准此类药物上市。1990年代后出现了将药物分散在黏胶层的黏胶分散型贴剂，我们可以看到粘胶分散型贴剂将储药层和粘胶层合成一体，以减少药物释放失控风险。与凝胶贴膏（如氟比洛芬凝胶贴膏、酮洛芬凝胶贴膏）相比，透皮贴剂（如利多卡因贴剂、洛索洛芬钠贴剂等）的膏体层很薄，而凝胶贴膏的作用部分是凝胶膏，所以膏体层很厚。

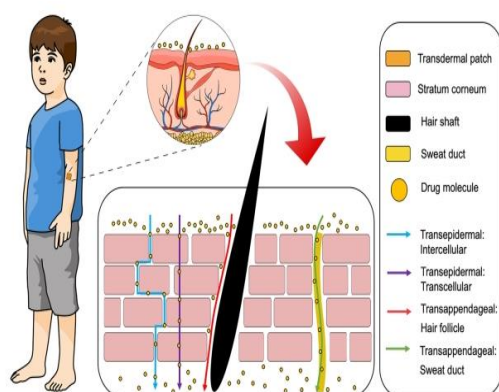
图 7：经皮给药制剂历史沿革



数据来源：British Journal of Pharmacology，广发证券发展研究中心

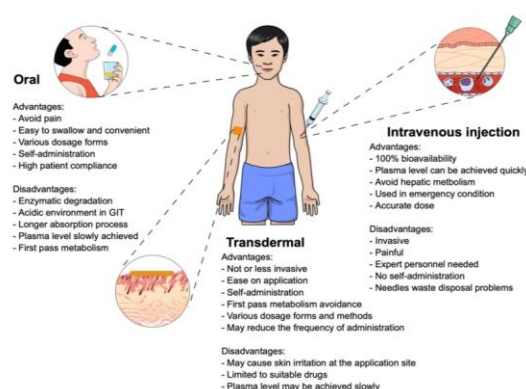
经皮给药系统赋予患者便利的给药优势。经皮给药通过角质层有经表皮和经附件两种途径，分为细胞间和跨细胞两种通路，前者适合亲水化合物，药物通过角质细胞间隙到达真皮毛细血管；后者适合疏水性药物，药物通过角质细胞进行扩散。细胞间途径是药物吸收的主要途径，主要依赖于药物分子的特定平衡，使其具有足够的脂质和水溶性。药物从皮肤吸收的第二种途径是经毛囊，这被定义为通过皮肤中的毛囊或汗腺给药。经皮给药系统相对传统口服制剂，为患者提供了一些优势；例如创伤较小（一些方法完全无创）、避免首过代谢、易于应用和给药、不需要专家人员，以及有可能减少给药频率；不足之处在于会引起皮肤刺激不适、减速达到平均血浆水平。

图 8：经皮给药制剂给药途径



数据来源：Drug Delivery and Translational Research，广发证券发展研究中心

图 9：经皮给药制剂优势和劣势



数据来源：Drug Delivery and Translational Research，广发证券发展研究中心

透皮贴剂可以应用于许多领域，例如缓解各种疼痛，缓解焦虑，补充和调节激素水平、进行心脑血管的长期给药、治疗神经系统病变、戒烟、避孕、治疗呼吸系统疾病等方面。

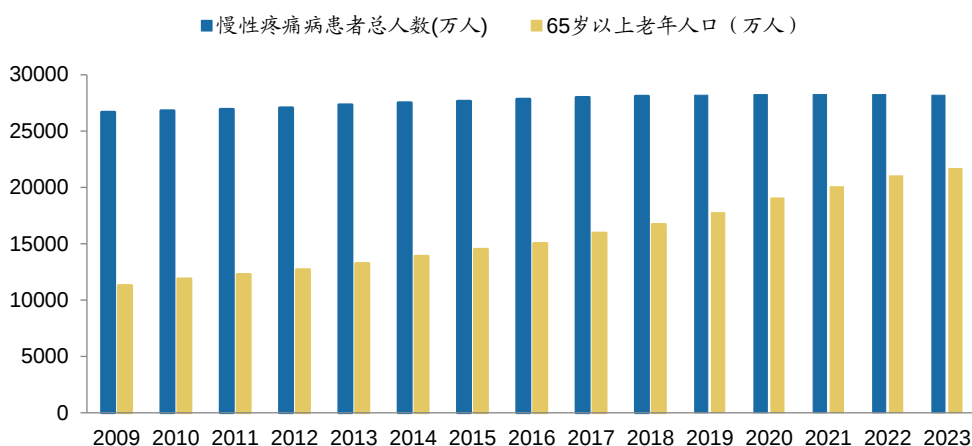
表 4：全球上市透皮贴剂种类

国家	品种信息
中国	利斯的明、格拉司琼、罗替高汀、奥昔布宁、可乐定、丁丙诺啡、芬太尼、雌二醇
美国	利斯的明、雌二醇、丁丙诺啡、芬太尼、东莨菪碱、可乐定、奥昔布宁、硝酸甘油、尼古丁、格拉司琼、罗替高汀、哌甲酯、司来吉兰、睾酮
欧盟	丁丙诺啡、芬太尼、雌二醇、利斯的明
日本	雌二醇、富马酸依美达汀、奥昔布宁、硝酸异山梨酯、妥布特罗、硝酸甘油、比索洛尔、芬太尼、丁丙诺啡、利斯的明、罗替高汀

数据来源：中国药品标准，广发证券发展研究中心

随着人口总人数及老龄化年龄结构增长趋势的明显，慢性疼痛病已经逐渐成为人们生活中普遍需要面临的一个病种。根据协和医学杂志，我国居民中慢性疼痛发生率为 20%~45%，疼痛门诊就诊患者中，慢性疼痛患者占比约为 30%~40%。经过测算，我们取值国内居民慢性疼痛最少的 20%发生率，17-23 年慢性疼痛患者人数每年达 2.8 亿人左右，因此实际上预测每年慢性疼痛患者人数可接近 3 亿人，同时也随着人口老龄化占比逐年提高，慢性疼痛的发病人数将持续增加。

图 10: 慢性疼痛患者人数及65岁以上老年人口数



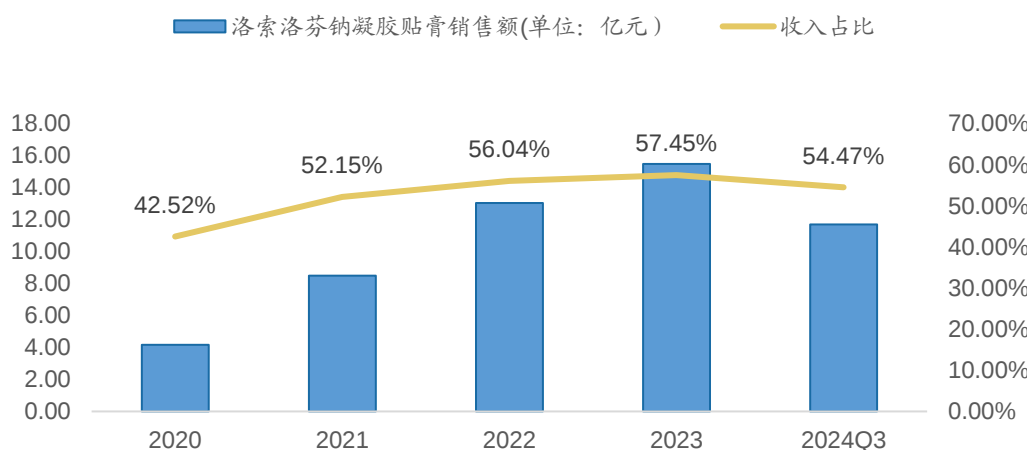
数据来源: 国家统计局, 协和医学杂志, 广发证券发展研究中心

(二). 核心产品洛索洛芬钠凝胶贴膏助力公司业绩高速发展

公司明星产品, 洛索洛芬钠凝胶贴膏于 2017 年上市, 属于国内首仿, 主要用于骨性关节炎、肌肉疼痛以及创伤引起的肿胀、疼痛等骨骼肌肉疾病。原本该款药物贴剂是日本第一三共制药原研, 是一种重要的 2-苯丙酸类非甾体镇痛消炎药, 1999 年, 第一三共制药的洛索洛芬钠片进口到国内市场, 商品名为乐松; 公司后续将其首仿并贴牌“久悦”在国内市场售卖。与传统膏药相比, 凝胶贴膏剂具有透气性良好、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、安全性高等明显优势。

洛索洛芬钠凝胶贴膏有效成分是洛索洛芬钠, 作用机制是作用于环氧化酶, IC50 值最小, 具有强效消炎镇痛的作用; 载药量高达 100mg/贴, 一天用药一次, 患者依从性更高; 且洛索洛芬钠凝胶贴膏适应症更广, 适用于骨关节炎、肌肉痛、外伤后的肿胀疼痛, 为临床肌肉骨骼系统疼痛提供了一线用药选择。

图 11: 九典制药洛索洛芬钠凝胶贴膏收入额及总收入占比



数据来源: 公司各年年报、投资者关系活动记录, 广发证券发展研究中心

公司的洛索洛芬钠凝胶贴膏被调整为国家乙类医保目录， 2020-2023 年单产品 CAGR 增长为 54.94%，为业绩增长主要推动力。根据公司投资者关系活动记录，公司 2024 前三季度洛索洛芬钠贴膏销售额总额为 11.69 亿元，其中院内销售 10.04 亿元；院外实现销售收入 1.65 亿元，同比增长 219.28%，整体经营趋势向好。

公司洛索洛芬钠凝胶贴膏放量主要分为院内和院外

（1）院内放量。公司产品本为医保产品，院内市场为产品放量基础。根据公司投资者关系活动记录，洛索洛芬钠凝胶贴膏现有 20 多个行政区域已执行省级集采，集采中标地区已全部执行，仅有北京、上海、湖北、山东尚未开展集采。目前公司的工作重心主要聚焦于基层市场的开拓，特别是已执行省级集采的区域，正加速推进开发进程。截至 2024 年 8 月底，洛索洛芬钠凝胶贴膏三级医院开发 1300 多家，二级医院开发近 1900 家，一级医院开发 5000 多家，民营医院开发 2000 多家。

（2）院外市场。公司建立了完整有效的经销商选择和管理体系，组建了全国商务团队。截止至 2024 年年中，已成功开发目标连锁至 350 家，共计覆盖门店近 8 万家。院外线上与线下一起发力，有望为公司产品带来新的增长推动力。

凝胶贴膏市场广袤，受政策影响多数企业进度缓慢。目前，我们可以看到凝胶贴膏市场空间很大，公司的明星产品洛索洛芬钠凝胶贴膏暂时没有其他的竞品上市。

表 5：中国、美国、欧盟外透皮给药相关法规

国家/国家联盟	发布时间	法规名称
美国	2011	《透皮和相关的药物传递系统残留药物的行业指南》
	2018	《ANDA: 评价经皮和局部给药系统的黏附力(草案)》
	2018	《ANDA: 评价经皮和局部给药系统的刺激性和致敏可能性(草案)》
	2019	《透皮和局部递药系统——药品研发和质量考量》
	2022	《ANDA: 局部药物产品的工业体外渗透试验研究指南》
	2023	《简化新药申请的透皮和局部给药系统黏附性评估的供企业用指导原则草案》
欧盟	1999	《缓控释类产品质量控制指导原则(A 口服制剂; B 透皮贴剂) 》
	2010	《关于修订释药口服剂和透皮给药剂型质量指南的概念文件》
	2014	《透皮给药系统质量指导原则》
	2018	《局部产品的质量和等效性指南草案》
中国	2018	《新注册分类下皮肤科仿制药的技术评价要求(征求意见稿)》
	2020	《化学仿制药透皮贴剂药学研究技术指导原则(试行)》
	2021	《皮肤外用化学仿制药研究技术指导原则(试行)》
	2022	《改良型新药调释制剂临床药代动力学研究技术指导原则》

数据来源：中国药品标准，广发证券发展研究中心

根据 2022 年药审中心颁布的《局部给药局部起效药物临床试验技术指导原则》，明确了像凝胶贴膏这样局部给药的仿制药，如难以从药理学和非临床对比研究中明确仿制药与参比制剂的一致性，对于多数局部给药的产品而言，通常以局部 PK 为参数 BE 方法研究难度大，由于凝胶贴膏这样局部给药的产品无法通过血浆药物水平验证局部有效性，故以血浆 PK 参数的 BE 方法不是适宜方法。作为国内首个洛索洛芬钠凝胶贴膏仿制药上市公司，公司在该政策颁布前做了大临床的等效性临床研究（450 例临床患者入组）。

表 6：洛索洛芬钠凝胶贴膏临床登记情况

试验题目	试验分期	申办单位	登记日期	最新状态日期
洛索洛芬钠凝胶贴膏生物等效性试验	其他	武汉法玛星制药有限公司	2023-07-24	2024-11-12
洛索洛芬钠凝胶贴膏生物等效性试验	其他	武汉法玛星制药有限公司	2021-07-12	2024-10-17
洛索洛芬钠凝胶贴膏治疗膝关节炎症疼痛的有效性和安全性的多中心、随机、阳性药/安慰剂平行对照临床试验	3 期	北京百奥药业有限责任公司;北京阳光诺和药物研究股份有限公司	2024-10-16	2024-10-16
洛索洛芬钠凝胶贴膏人体生物等效性研究	其他	广东方盛融华药业有限公司	2023-12-15	2024-08-15
洛索洛芬钠凝胶膏在健康受试者中的生物等效性正式试验	其他	浙江昂利康制药股份有限公司	2024-03-28	2024-08-06
洛索洛芬钠凝胶贴膏生物等效性试验	其他	广东恒健制药有限公司	2024-01-31	2024-05-13
洛索洛芬钠凝胶膏在健康受试者中的生物等效性正式试验	其他	浙江高拓医药科技股份有限公司	2024-04-26	2024-04-26
洛索洛芬钠凝胶贴膏生物等效性临床试验	其他	美享生物科技（海南）有限公司	2023-12-06	2024-04-17
洛索洛芬钠凝胶膏在健康受试者中的生物等效性正式试验	其他	浙江致新医药科技有限公司	2024-03-05	2024-04-09
洛索洛芬钠凝胶贴膏人体生物等效性研究	其他	北京诚济制药股份有限公司	2024-01-29	2024-04-08
洛索洛芬钠凝胶贴膏的生物等效性试验	其他	湖南普道医药技术有限公司	2023-06-25	2024-03-05
洛索洛芬钠凝胶贴膏有效性和安全性临床试验	其他	湖南九典制药股份有限公司;湖南普道医药技术有限公司	2022-07-12	2024-02-28
洛索洛芬钠凝胶贴膏人体生物等效性研究	其他	北京百奥药业有限责任公司	2023-12-25	2024-02-23
洛索洛芬钠凝胶贴膏生物等效性临床试验	其他	上海延安药业（湖北）有限公司	2023-11-24	2024-01-22
洛索洛芬钠凝胶贴膏人体生物等效性研究	其他	江苏万高药业股份有限公司	2023-10-16	2023-12-28
洛索洛芬钠凝胶贴膏在中国健康受试者外用条件下单次给药的人体生物等效性临床试验	其他	湖北民康药业集团有限公司	2023-09-12	2023-12-13
洛索洛芬钠凝胶贴膏人体生物等效性研究	其他	海南赛立克药业有限公司	2023-09-25	2023-12-08
洛索洛芬钠凝胶贴膏人体生物等效性研究	其他	广东方盛融华药业有限公司	2023-11-27	2023-11-27
洛索洛芬钠凝胶贴膏人体生物等效性试验	其他	华润三九医药股份有限公司	2023-08-11	2023-11-24
洛索洛芬钠凝胶贴膏人体生物等效性预试验	探索性研究/预试验	华润三九医药股份有限公司	2023-03-13	2023-11-13
洛索洛芬钠凝胶膏在健康受试者中的生物等效性正式试验	其他	宁波美舒医药科技有限公司	2023-04-10	2023-11-07
洛索洛芬钠凝胶贴膏生物等效性试验	其他	哈尔滨力强药业有限责任公司	2023-05-29	2023-09-26
洛索洛芬钠凝胶贴膏生物等效性临床试验	其他	湖南金圃医药科技有限公司	2023-03-06	2023-06-07
洛索洛芬钠凝胶膏在健康受试者中的生物等效性正式试验	其他	浙江恒研医药科技有限公司	2023-01-31	2023-06-07
洛索洛芬钠凝胶贴膏（100mg）在中国健康受试者中空腹给药条件下随机、开放、单剂量、两序列、两周期、双交叉生物等效性试验	其他	乐明药业（苏州）有限公司	2022-12-26	2023-04-13

洛索洛芬钠凝胶膏在中国健康受试者外用条件下单次给药的人体生物等效性临床试验	其他	南京海纳医药科技股份有限公司	2022-10-24	2023-01-05
一项随机、开放、单剂量、评价洛索洛芬钠凝胶贴膏与参比制剂在中国成年健康受试者中生物等效性的研究	其他	哈尔滨力强药业有限责任公司	2022-10-31	2022-10-31
洛索洛芬钠凝胶膏用于缓解膝关节骨关节炎疼痛的多中心、随机、单盲、阳性药及安慰剂平行对照的临床研究	其他	北京泰德制药股份有限公司	2022-03-03	2022-03-03

数据来源：药智数据、CDE，广发证券发展研究中心

由于目前临床审批的限制，据药监审评审批进程要求，需要经过研发、申报、临床研究、审批上市等环节，时间周期较长，短期内洛索洛芬钠凝胶贴膏不会出现被其他公司仿制的情形。

表 7：洛索洛芬钠贴剂临床登记情况

临床题目	试验状态	申办单位	登记日期	最新状态日期
洛索洛芬钠贴剂人体生物等效性研究	进行中	湖南华纳大药厂股份有限公司	2024-09-23	2024-09-23
洛索洛芬钠贴剂生物等效性试验	进行中	石家庄探索医药科技有限公司	2024-08-30	2024-08-30
洛索洛芬钠贴剂人体生物等效性研究	已完成	前沿生物药业（南京）股份有限公司	2024-07-11	2024-09-27
洛索洛芬钠贴剂人体生物等效性研究	已完成	四川科伦药业股份有限公司	2023-12-08	2024-09-09
洛索洛芬钠贴剂治疗膝骨关节炎的临床试验	进行中	浙江赛默制药有限公司;珠海市汇通达医药有限公司	2024-03-07	2024-07-12
洛索洛芬钠贴剂在健康受试者中的生物等效性正式试验	已完成	北京诚济制药股份有限公司	2024-01-25	2024-04-15
洛索洛芬钠贴剂生物等效性试验	已完成	北京福元医药股份有限公司	2023-12-21	2024-01-30
洛索洛芬钠贴剂在健康受试者中的生物等效性正式试验	已完成	浙江恒研医药科技有限公司	2023-03-24	2023-06-06
洛索洛芬钠贴剂的生物等效性试验	进行中	湖南九典制药股份有限公司	2023-06-01	2023-06-01
洛索洛芬钠贴剂在健康受试者中的生物等效性正式试验	已完成	珠海市汇通达医药有限公司	2023-02-22	2023-05-08

数据来源：药智数据、CDE，广发证券发展研究中心

此外公司洛索洛芬钠贴剂也已申报生产，CDE审评中。凝胶贴膏与贴剂的主要区别三个方面：（1）剂型不同，按照《中国药典》2020 版剂型归类，两者剂型不同，一个是贴膏剂，一个是贴剂；（2）基质材料不同，凝胶贴膏基材由高分子亲水性凝胶和经皮给药系统组成，亲肤性更好，贴剂基材由热熔胶组成，粘附性更好；（3）制备工艺不同，凝胶贴膏制备过程中不需要高温加热，制备过程中产生的杂质少，制备热熔胶贴剂需要高温加热等。凝胶贴膏亲肤性更好，服帖更舒适，贴剂相对凝胶贴膏而言，因粘附性更好，更适合膝盖、手肘等活动较多部位，因此两者各有优势。

（三）.“镇通新星” 酮洛芬凝胶贴膏，纳入医保进一步驱动公司拓展凝胶贴膏市场布局

根据公司2023年年度报告，公司另一款国内首仿、独家剂型的明星凝胶贴膏产品，酮洛芬凝胶贴膏于23年2月正式获批上市，主要用于骨关节炎的症状缓解。

该产品凭借起效时间、疗效、舒适性等方面的优势，可替代传统贴膏剂，推动了外用贴膏的整体升级。作为国内镇痛领域的潜力新星，酮洛芬凝胶贴膏以良好的疗效，针对急慢性软组织（肌肉、韧带、筋膜）扭伤、挫伤，以及肌肉劳损所引起的疼痛；主要用于骨关节炎的对症治疗。产品副作用主要表现为其对用药部位的局部刺激作用，这种副作用大多为轻度或中度反应，且多可迅速恢复，并且可以用于那些因胃肠道不良反应，不能口服NSAID的患者。

公司的酮洛芬凝胶贴膏于23年12月通过医保谈判以8.68元/贴，首次纳入《国家医保目录（2023年）》，纳入医保将带动酮洛芬凝胶贴膏的市场推广及销售。

表 8：酮洛芬凝胶贴膏临床登记情况

试验通俗题目	适应症	试验状态	申办单位	登记日期	最新状态日期
一项评价酮洛芬凝胶贴膏治疗膝关节炎骨性关节炎有效性和安全性的多中心、随机、盲法、阳性药、安慰剂对照 III 期临床研究	膝骨关节炎	进行中	深圳珐玛易药品科技有限公司	2024-09-13	2024-09-13
酮洛芬凝胶贴膏生物等效性临床试验	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。	已完成	南京海纳医药科技股份有限公司	2023-08-16	2024-06-25
酮洛芬凝胶贴膏缓解膝关节骨关节炎疼痛的临床试验	膝关节骨关节炎疼痛	已完成	南京海纳制药有限公司;南京海纳医药科技股份有限公司	2023-02-28	2023-12-01
评价酮洛芬巴布膏治疗骨性关节炎安全性和有效性研究	骨性关节炎（膝关节）	已完成	湖北兵兵药业（集团）有限公司	2014-05-12	

数据来源：药智数据、CDE，广发证券发展研究中心

国内尚未有竞品出世，公司先发优势大。在临床指南加持下，酮洛芬凝胶贴膏适应人群广泛。根据中国骨关节炎外用药物临床实践指南（2022年），65岁以上人群中OA的患病率达50%以上。我国有超过1亿的骨关节（OA）患者，且发病呈年轻化趋势。OA的致残率可高达53%。在疾病负担方面，OA直接导致患者就医咨询和处方药物使用的增加，据报道每个患者每年花费约3000美元，因此凝胶贴膏在集采和录入医保的加持下可以为患者减轻不少费用负担。该指南也指出，外用药用于OA镇痛治疗效果明确，仅仅在初期治疗时较口服药在镇痛方面具有优势，患者依从性好，在外用药与口服药效果一致时，优先选择外用药物（载药凝胶）。

洛索洛芬钠凝胶贴膏和酮洛芬凝胶贴膏都属于外用非甾体抗炎药，采用了最新的外

用凝胶贴膏剂型，具有含水量高、亲肤性好，不易过敏的剂型优势。但是两个产品有效成分不同，作用机制也不同。洛索洛芬钠凝胶贴膏有效成分是洛索洛芬钠，作用机制作用于环氧化酶，IC50 值最小，具有强效消炎镇痛的作用；载药量高达100mg/贴，一天用药一次，患者依从性更高；且洛索洛芬钠凝胶贴膏适应症更广，适用于骨关节炎、肌肉痛、外伤后的肿胀疼痛，为临床肌肉骨骼系统疼痛提供了一线用药选择。酮洛芬凝胶贴膏有效成分是酮洛芬，分子量小，药物渗透性更好，对于骨关节炎疾病药物渗透作用更强，疗效更佳。酮洛芬作用机制不仅仅作用于环氧化酶，还作用于脂氧化酶，能起到一个更全面的消炎镇痛作用。

（四）. 药品制剂：多款产品等待上市，院内院外渠道协同打开公司未来利润成长空间

药品制剂方面，分为处方药的销售和非处方药的销售，处方药的销售终端为医院、基层卫生院等医疗机构；非处方药的销售终端为零售药店、诊所及网络药店等。目前药品制剂的销售主要采用“合作经销”销售模式。公司协同医药商业公司合作开发、共同维护医院和零售药店等终端客户的模式。

表 9：九典制药部分上市药品品种

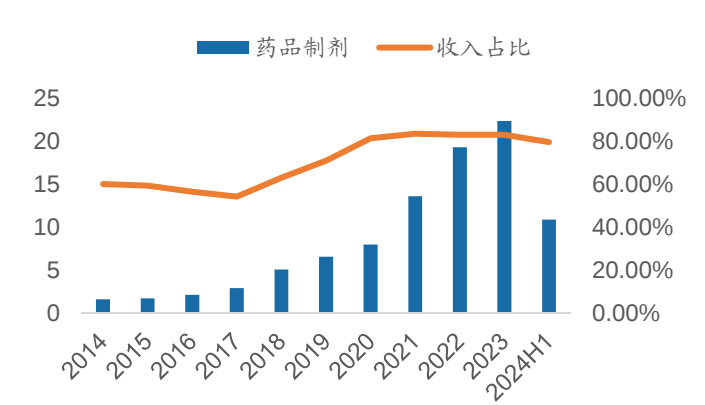
药品名称	规格	批准日期	ATC 分类
维格列汀片	50mg	2024-09-03	非胰岛素类降血糖药
吲哚布芬片	0.2g	2024-08-27	抗血栓形成药
恩格列净片	10mg	2024-06-28	非胰岛素类降血糖药
兰索拉唑肠溶胶囊	15mg/30mg	2024-06-28	消化道溃疡和胃食管返流病治疗药物
磷酸西格列汀片	100mg（按 C ₁₆ H ₁₅ F ₆ N ₅ O 计）	2024-04-17	非胰岛素类降血糖药
非洛地平片	2.5mg	2023-10-18	主要对血管产生影响的选择性钙通道阻断药
雷贝拉唑钠肠溶片	10mg	2023-06-27	消化道溃疡和胃食管返流病治疗药物
富马酸丙酚替诺福韦片	25mg（以丙酚替诺福韦计）	2023-03-24	直接作用的抗病毒药
枸橼酸托法替布片	5mg（按 C ₁₆ H ₂₀ N ₆ O 计）	2023-02-28	免疫抑制剂
非洛地平缓释片	5mg	2023-02-14	主要对血管产生影响的选择性钙通道阻断药
非洛地平片	5mg	2022-12-30	主要对血管产生影响的选择性钙通道阻断药
乙酰半胱氨酸颗粒	0.1g	2022-10-11	祛痰药,与止咳药的复方除外
盐酸普拉克索缓释片	0.75mg/0.375mg	2022-08-30	多巴胺能类药
琥珀酸亚铁片	0.1g	2022-06-09	铁制剂
奥硝唑分散片	0.25g(按 C ₇ H ₁₀ CIN ₃ O ₃ 计)	2021-08-13	抗感染药和灭菌药,与皮质甾体激素类的复方除外;其它抗菌药;抗阿米巴病和其它原虫病用药
瑞舒伐他汀钙片	10mg（按 C ₂₂ H ₂₈ FN ₃ O ₆ S 计）	2021-07-20	血脂调节剂,单方
依巴斯汀片	10mg	2021-06-29	系统用抗组胺药
利伐沙班片	10mg	2021-05-19	抗血栓形成药
盐酸咪达普利片	5mg	2021-04-13	血管紧张素转化酶抑制药,单方
铝碳酸镁咀嚼片	0.5g	2020-12-29	治酸药
泮托拉唑钠肠溶片	20mg(以 C ₁₆ H ₁₅ F ₂ N ₃ O ₄ S 计)	2020-12-17	消化道溃疡和胃食管返流病治疗药物

洛索洛芬钠片	60mg(按 C ₁₅ H ₁₇ NaO ₃ 计)	2020-10-27	非甾体抗炎药和抗风湿药
枸橼酸氢钾钠颗粒	2.5g:2.4275g	2020-09-30	泌尿药
盐酸左西替利嗪胶囊	5mg	2020-07-24	系统用抗组胺药
泮托拉唑钠肠溶片	40mg(以 C ₁₆ H ₁₅ F ₂ N ₃ O ₄ S 计)	2020-07-13	消化道溃疡和胃食管返流病治疗药物
盐酸左西替利嗪片	5mg	2019-02-02	系统用抗组胺药

数据来源：药智数据、CDE，广发证券发展研究中心

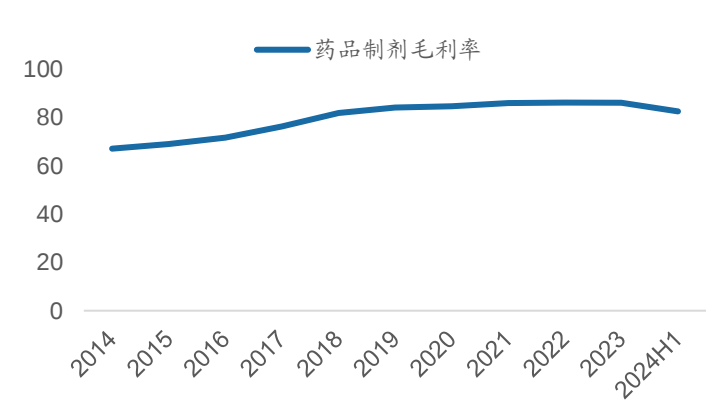
公司药品制剂业务2020-2024H1在整体收入中占比较大，分比为81.26%、83.45%、82.99%、83.05%、79.48%；其中主要贡献来自于洛索洛芬钠凝胶贴膏、泮托拉唑钠肠溶片、乙酰半胱氨酸颗粒、琥珀酸亚铁片、瑞舒伐他汀钙片等产品。根据公司2024年半年报，截止至2024年半年末，公司已取得125个制剂品种的批准文号。

图 12：公司药品制剂销售额及收入占比（单位：亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 13：公司药品制剂业务毛利率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

公司基于凝胶贴膏剂研发优势，已实现了多个关键辅料的国产化及新型高分子材料的自主研发。公司以凝胶贴膏剂为代表的经皮给药制剂为重点研究方向，后续在外用制剂领域的产品布局还包括利多卡因凝胶贴膏、利丙双卡因乳膏、椒七麝凝胶贴膏、吲哚美辛凝胶贴膏等产品。

表 10：九典制药药物制剂后续临床布局

临床题目	药物名称	适应症	试验状态	试验分期	登记日期	最新状态日期
氟比洛芬贴剂的生物等效性试验	氟比洛芬贴剂	下述疾病及症状的镇痛消炎：骨关节炎、肩关节周围炎、肌腱、腱鞘炎、肌腱周围炎、肱骨上髁炎（网球肘等）、肌肉疼痛、外伤后肿胀疼痛。	进行中	其他	2024-04-07	2024-04-07
酮洛芬贴剂的生物等效性试验	酮洛芬贴片	(1) 以下疾病和症状的镇痛/消炎：腰痛（肌肉或筋膜性腰痛、变形性脊椎病、椎间盘疾病、腰椎挫伤）、变形性关节炎、肩周炎、肌腱炎、腱鞘炎、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 (2) 类风湿性关节炎的局部镇痛。用于以下	进行中	其他	2024-04-10	2024-04-10

疾病及症状的消炎、镇痛：骨关节炎，肌肉
痛，外伤导致肿胀疼痛。

酮洛芬贴剂治疗膝 骨关节炎 III 期临 床试验	酮洛芬贴片	膝骨关节炎	进行中	3 期	2023-12- 25	2023-12-25
氟比洛芬贴剂的生 物等效性试验	氟比洛芬贴剂	下述疾病及症状的镇痛消炎：骨关节炎、肩关 节周围炎、肌腱、腱鞘炎、肌腱周围炎、肱骨 上髁炎（网球肘等）、肌肉疼痛、外伤后肿胀 疼痛。	进行中	其他	2023-10- 16	2023-10-16
氟比洛芬贴剂治疗 膝骨关节炎 III 期 临床试验。	氟比洛芬贴剂	膝骨关节炎	进行中	3 期	2023-10- 07	2023-10-07
氟比洛芬贴剂的生 物等效性试验	氟比洛芬贴剂	下述疾病及症状的镇痛消炎：骨关节炎、肩关 节周围炎、肌腱、腱鞘炎、肌腱周围炎、肱骨 上髁炎（网球肘等）、肌肉疼痛、外伤后肿胀 疼痛。	进行中	其他	2023-07- 26	2023-07-26
吲哚美辛凝胶贴膏 人体比较药理学研 究	吲哚美辛巴布膏	用于以下疾病及症状的消炎、镇痛：变形性关 节炎、肩周炎、肌腱炎、腱鞘炎、肱骨外上髁 炎（网球肘等）、肌肉痛、外伤后的肿胀疼 痛。	已完成	其他	2023-06- 14	2024-05-06
洛索洛芬钠贴剂的 生物等效性试验	洛索洛芬钠贴剂	用于下述疾病及症状的消炎和镇痛：骨关节 炎、肌肉痛、外伤导致的肿胀或疼痛。	进行中	其他	2023-06- 01	2023-06-01
氟比洛芬凝胶贴膏 的生物等效性试验	氟比洛芬凝胶贴膏	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。	进行中	其他	2023-05- 23	2023-05-23
椒七麝凝胶贴膏治 疗膝骨关节炎（寒 凝血瘀证）III 期临 床试验	椒七麝凝胶贴膏	膝骨关节炎（寒凝血瘀证）	已完成	3 期	2022-12- 05	2024-04-12
椒七麝凝胶贴膏治 疗肩关节周围炎 （寒凝血瘀证）III 期临床试验	椒七麝凝胶贴膏	肩关节周围炎（寒凝血瘀证）	进行中	3 期	2022-11- 14	2022-11-14
利多卡因凝胶贴膏 生物等效性试验	利多卡因凝胶贴膏	带状疱疹后神经痛	进行中	其他	2022-11- 11	2022-11-11
吲哚美辛凝胶贴膏 治疗膝骨关节炎的 随机、单盲、阳性 药/安慰剂平行对 照、多中心临床试 验	吲哚美辛巴布膏	用于以下疾病及症状的消炎、镇痛：骨关节 炎、肩周炎、肌腱/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。	已完成	3 期	2022-08- 17	2024-03-05

氟比洛芬凝胶贴膏 III 期临床试验	氟比洛芬凝胶贴膏	下述疾病及症状的镇痛、消炎： 骨关节炎、 肩周炎、肌腱和肌腱炎、腱鞘周围炎，肱骨外 上髁炎（网球肘），肌肉疼痛，外伤所致肿 胀、疼痛。	进行中	其他	2022-07- 11	2022-07-11

数据来源：药智数据、CDE，广发证券发展研究中心

氟比洛芬凝胶贴膏：根据药渡网，原研为日本三笠制药，分别有40 mg/贴和80 mg/贴两种规格，分别于1988年5月和2009年7月在日本批准上市。2010年，泰德制药通过“原研产品直接进口、国内进行分包生产”的方式，将40mg/贴的氟比洛芬凝胶贴膏引进中国市场，其商品名为“泽普思”。2011年，泰德制药推出了自研的氟比洛芬凝胶贴膏仿制药，商品名为“得百安”，并迅速占领了超过80%的市场，氟比洛芬凝胶贴膏以其独特的成分和显著的疗效，成为了整体市场空间超过20亿人民币的明星品种。

表 11：氟比洛芬凝胶贴膏上市企业

药品名称	规格	上市许可持有人
氟比洛芬凝胶贴膏	40mg/贴	MIKASA SEIYAKU CO., LTD
氟比洛芬凝胶贴膏	40mg(面积 13.6cm×10.0cm,含膏量 12g)	北京泰德制药股份有限公司

数据来源：药智数据、CDE，广发证券发展研究中心

吲哚美辛凝胶贴膏作为一种非甾体抗炎药（NSAID）的外用透皮贴剂。吲哚美辛作为一种非甾体抗炎药（NSAID），其凝胶贴膏剂型在中国最早于2011年由武汉兵兵获批上市。目前，中国市场上吲哚美辛凝胶贴膏的主要生产企业包括武汉兵兵、青州尧王和日本Nipro Pharma的进口产品。

表 12：吲哚美辛凝胶贴膏上市企业

药品名称	上市许可持有人	批准日期
吲哚美辛凝胶贴膏	青州尧王制药有限公司	2023-06-24
吲哚美辛凝胶贴膏	湖北兵兵药业（集团）有限公司	2021-01-14
吲哚美辛巴布膏	Nipro Pharma Corporation	2020-08-13
吲哚美辛巴布膏	Nipro Pharma Corporation	2020-08-13
吲哚美辛巴布膏	Nipro Pharma Corporation	2020-08-13

数据来源：药智数据、CDE，广发证券发展研究中心

吲哚美辛凝胶贴膏目前暂未纳入中国医保。九典制药在吲哚美辛凝胶贴膏的研发上已经完成了III期临床试验，并取得了积极的试验结果。公司预计在2025年获得该产品的上市批准，有望丰富公司的产品线，为公司增长带来新的推动力。

表 13： 吲哚美辛凝胶贴膏临床企业

试验通俗题目	适应症	试验状态	试验分期	申办单位	登记日期	最新状态日期
吲哚美辛凝胶贴膏 人体比较药动学研 究	用于以下疾病及症状的消炎、 镇痛： 变形性关节炎、肩周 炎、肌腱炎、腱鞘炎、肱骨外 上髁炎（网球肘等）、肌肉 痛、外伤后的肿胀疼痛。	已完成	其他	湖南九典制药股份有限公司	2023-06-14	2024-05-06
吲哚美辛凝胶贴膏 治疗膝骨关节炎的 随机、单盲、阳性 药/安慰剂平行对 照、多中心临床试 验	用于以下疾病及症状的消炎、 镇痛： 骨关节炎、肩周炎、 肌腱/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。	已完成	3 期	湖南九典制药股份有限公司	2022-08-17	2024-03-05

数据来源：药智数据、CDE，广发证券发展研究中心

按照现在的研发进展和产品申报情况，预计2025 年将获批吲哚美辛凝胶贴膏和氟比洛芬凝胶贴膏。预计2026 年获批的外用制剂有洛索洛芬钠贴剂、酮洛芬贴剂、氟比洛芬贴剂、克立硼罗软膏、双氯芬酸二乙胺乳剂、盐酸丁卡因凝胶。

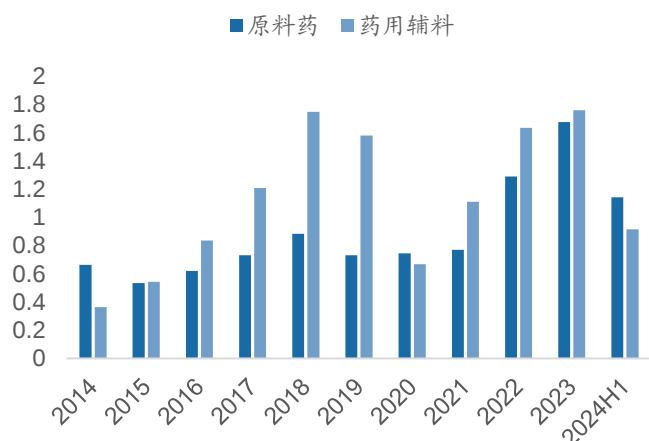
除了自主研发，公司也会加大外用制剂的收购力度，尽快构建产品矩阵，充分发挥销售网络优势，进一步巩固公司外用制剂的市场地位。

三、致力“药品制剂+原料药+药用辅料”一体化发展，成本优势提升公司盈利能力

公司系国内品种较多、规模较大的化学原料药和药用辅料生产企业之一，凭借出色的原料药和药用辅料制造技术及优秀的成本控制能力，在国内外赢得了较高的品牌知名度和消费者认可度。凭借较强的竞争优势和较高的市场占有率，经营业绩稳步提升。

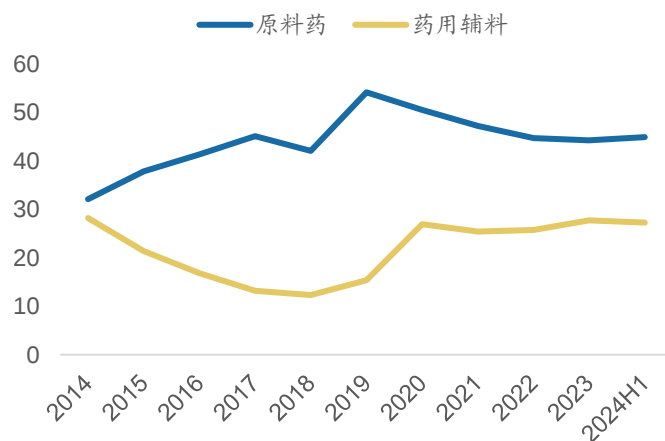
根据公司2024年半年报，截止至2024年半年末，公司已开发的原料药品种有85个，药用辅料92个。公司主要制剂产品部分使用自产的原料药、药用辅料生产，部分原料药、药用辅料正在研发中，从源头上确保了制剂品质的高标准和一致性；同时可以保证原料药供应稳定，不受制于上游原料药厂家，更不会形成主导制剂产品原料药被其他企业垄断的局面；再者，原料药、药用辅料自产，使得公司制剂产品相比国内同类产品，具有明显的成本优势。

图 14：公司历年原料药和药用辅料历年收入
(单位：亿元)



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 15：公司原料药和药用辅料历年毛利率
(单位：%)



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

公司原料药2020-2023年收入CAGR为30.98%，药用辅料2020-2023年收入CAGR为38.09%。

原料药方面：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，目前逐步发展为覆盖胃肠道疾病、心血管系统、解热镇痛类、抗感染系列用药等多领域。

药用辅料方面：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。公司产品品类多，磷酸盐系列产品已为国内生物疫苗类企业的主要供应商。同时致力于全系列辅料品种的研发。

四、盈利预测和投资建议

公司核心产品洛索洛芬钠仍为独家明星品种，（1）院内端公司洛索洛芬钠凝胶贴膏现有 20 多个行政区域已执行省级集采，集采中标地区已全部执行，仅有北京、上海、湖北、山东尚未开展集采；公司继续加强基层市场的开拓。（2）院外市场。公司建立了完整有效的经销商选择和管理体系，组建了全国商务团队。截止至 2024 年年中，已成功开发目标连锁至 350 家，共计覆盖门店近 8 万家。院外线上与线下一起发力，有望为公司核心产品带来新的增长推动力。

公司新增品种酮洛芬凝胶贴膏，根据公司投资者管理信息公告，截至 2024 年 10 月 30 日，已开发二三级医院 900 多家，一级医院 900 多家，加上民营医院，开发终端 2,000 余家，后续酮洛芬凝胶贴膏将跟随医药终端上量，有望为公司业绩带来进一步增长。

公司后续在外用制剂领域的产品布局丰富，利多卡因凝胶贴膏、利丙双卡因乳膏、椒七麝凝胶贴膏、吲哚美辛凝胶贴膏等产品后续有望陆续上市为公司业绩带来增量。

- （1）药品制剂收入：随着社会老龄化问题的日益凸显，预计慢性疼痛患者群体将持续增长，这将进一步推动市场需求的增加。同时，院外市场的拓展也有望成为新的增长点。我们认为洛索洛芬钠凝胶贴膏短期内仍有望保有较好的竞争格局，预计未来 2-3 年这一产品仍将保持稳定的增长。酮洛芬凝胶贴膏也有望随着终端医院放量为公司业绩增长带来增量。因此预计公司药品制剂业务 2024E-2026E 销售收入分别为 27.28/32.74/38.64 亿元，同比增长分别为 22.00%/20.00%/18.00%。纳入地方集采后，洛索洛芬钠凝胶贴膏的销售价格有所下降，从而影响销售收入和毛利。但伴随着销售费用的减少和 OTC 渠道销量的增长，公司整体净利润受到的影响较小。预计公司药品制剂销售毛利率 2024E-2026E 分别为 85.00%/84.00%/83.00%。
- （2）原料药业务：公司每年原料药新立项 10-15 个，成功申报 8 个以上，目前逐步发展为覆盖胃肠道疾病、心血管系统、解热镇痛类、抗感染系列用药等多领域。后续预计业务稳步增长，2024E-2026E 销售收入分别为 2.10/2.62/3.27 亿元，同比增长分别为 25%/25%/25%。毛利率方面考虑到规模效应以及各产品价格周期变化，我们预计毛利率维持稳定，2024E-2026E 分别为 45.00%、45.00%、45.00%。
- （3）药用辅料业务：公司致力于全系列辅料品种的研发。截止至 2024 年年末，公司已开发药用辅料 92 个，种类丰富。随着公司不断扩展药品辅料种类，叠加做深客户，预计后续收入与毛利率保持稳定 2024E-2026E 销售收入分别为 2.20/2.75/3.44 亿元，同比增长分别为 25%/25%/25%。毛利率方 2024E-2026E 分别为 26.00%、26.00%、26.00%。
- （4）植物提取物：公司植物提取物主要直接销售给国外药品或保健品生产企业，具体市场推广途径包括网络平台、国内外展会等。公司此部分业务较为稳定，预计后续保持稳定增长，盈利能力维持。预计 2024E-2026E 销售收入分别为 0.81/0.89/0.98 亿元，毛利率分别为 25.00%/25.00%/25.00%。
- （5）其他业务：主要为公司利用在行业内积累的研发、生产等优势，为行业相关公司提供 CXO 服务等，此外公司还提供技术转让与服务、软件开发和维护业

务。公司凭借自身优势已与国内多家知名药企建立起良好合作关系，为公司探索新的利润增长点。随着客户的拓展以及项目数的增多，公司有望发挥更多的规模效应，盈利能力有所提升。23年波动主要系目前此业务规模较小，单一项目变动对整体盈利能力影响较大。预计2024E-2026E销售收入分别为0.40/0.43/0.45亿元，毛利率随着客户拓展与合作加深有望提升，预计2024E-2026E分别为55.00%/57.00%/57.00%。

表 14：公司收入成本拆分（单位：百万元）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	959.69	1020.23	1627.39	2325.59	2692.51	3278.94	3942.07	4676.60
YOY		6.31%	59.51%	42.90%	15.75%	21.81%	20.22%	18.63%
成本	336.18	288.09	349.63	516.36	614.50	765.88	956.06	1183.42
毛利	623.51	732.14	1277.76	1809.24	2077.29	2513.07	2986.01	3493.18
毛利率	64.97%	71.76%	78.52%	77.80%	77.17%	76.64%	75.75%	74.69%
药品制剂收入	655.27	794.77	1358.55	1930.33	2236.45	2728.47	3274.16	3863.51
YOY		21.3%	70.9%	42.1%	15.9%	22.0%	20.0%	18.0%
成本	103.79	121.28	190.33	265.42	307.96	409.3	523.9	656.8
毛利	551.48	673.49	1168.22	1664.91	1928.49	2319.20	2750.30	3206.72
毛利率	84.16%	84.74%	85.99%	86.25%	86.23%	85.00%	84.00%	83.00%
收入占比	68.28%	77.90%	83.48%	83.00%	83.08%	83.21%	83.06%	82.61%
原料药收入	73.15	74.6	76.94	129.08	167.63	209.54	261.92	327.40
YOY		2.0%	3.1%	67.8%	29.9%	25.0%	25.0%	25.0%
营业成本	33.50	36.88	40.56	71.30	93.44	115.2	144.1	180.1
毛利	39.65	37.72	36.38	57.78	74.19	94.29	117.86	147.33
毛利率	54.20%	50.56%	47.28%	44.76%	44.26%	45.00%	45.00%	45.00%
收入占比	7.62%	7.31%	4.73%	5.55%	6.23%	6.39%	6.64%	7.00%
药用辅料收入	158.02	66.8	111.09	163.53	175.89	219.86	274.83	343.54
YOY		-57.7%	66.3%	47.2%	7.6%	25.0%	25.0%	25.0%
营业成本	133.68	48.81	82.86	121.40	127.08	162.7	203.4	254.2
毛利	24.34	17.99	28.23	42.13	48.81	57.16	71.46	89.32
毛利率	15.40%	26.93%	25.41%	25.76%	27.75%	26.00%	26.00%	26.00%
收入占比	16.47%	6.55%	6.83%	7.03%	6.53%	6.71%	6.97%	7.35%
植物提取物	34.4	39.54	35.2	60.26	73.27	80.60	88.66	97.52
YOY		14.9%	-11.0%	71.2%	21.6%	10.0%	10.0%	10.0%
营业成本	28.31	36.53	29.69	38.09	54.10	60.4	66.5	73.1
毛利	6.09	3.01	5.51	22.17	19.17	20.15	22.16	24.38
毛利率	17.69%	7.62%	15.64%	36.79%	26.16%	25.00%	25.00%	25.00%
收入占比	3.58%	3.88%	2.16%	2.59%	2.72%	2.46%	2.25%	2.09%
其他业务收入	38.85	44.52	45.61	42.39	38.55	40.48	42.50	44.63
YOY		14.6%	2.4%	-7.1%	-9.1%	5.0%	5.0%	5.0%
营业成本	36.88	44.59	6.17	20.14	31.92	18.2	18.3	19.2
毛利	1.97	-0.07	39.44	22.25	6.63	22.26	24.23	25.44

毛利率	5.07%	-0.16%	86.46%	52.50%	17.21%	55.00%	57.00%	57.00%
收入占比			2.80%	1.82%	1.43%	1.23%	1.08%	0.95%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

公司核心产品洛索洛芬钠仍为独家品种，后续院外放量有望进一步贡献业绩增量，同时公司深耕外用贴剂，新产品陆续上市放量，综合预计24-26年公司归母净利润分别为5.25亿元、6.92亿元、8.96亿元，EPS分别为1.06元/股、1.40元/股、1.81元/股，对应PE分别为24.31倍、18.41倍、14.23倍。参考行业可比公司，考虑到公司核心产品竞争力强劲市场空间大，给予公司24年25倍PE估值，对应合理价值26.53元/股。给予“买入”评级。

表 15：公司可比公司估值表（截止至 2024 年 12 月 06 日）

公司代码	公司名称	收盘价（元/股）	对应 PE		归母净利润增速（%）		对应 EPS	
			24E	25E	24E	25E	24E	25E
300181.SZ	佐力药业	16.86	21.71	16.95	42.21	28.08	0.78	0.99
600285.SH	羚锐制药	22.25	18.16	15.41	22.34	17.82	1.23	1.44
600436.SH	片仔癀	226.06	42.87	37.19	13.72	15.27	5.27	6.08
000423.SZ	东阿阿胶	57.51	25.17	20.91	27.84	20.39	2.28	2.75

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

五、风险提示

（一）技术创新风险

公司虽然建立了较为完善的研发体系，并对各环节进行严格的风险控制，但如果公司因国家政策的调控、开发资金投入不足、未能准确预测产品的市场发展趋势、药物创新效果不明显等不确定性原因，使人力、物力投入未能成功转化为技术成果，将存在产品或技术开发失败的可能性，形成研发风险。

（二）新产品研发面临不确定性风险

公司收入主要来自药品制剂，其中洛索洛芬钠凝胶贴膏、泮托拉唑钠肠溶片、琥珀酸亚铁片、依巴斯汀片、洛索洛芬钠片等主要产品的收入占主营业务收入的比例较高。上述产品在全国或部分地区实施集中带量采购，产品销量预期增加。若公司未来未能紧跟市场需求变化、持续推出其他更具有发展潜力的新产品，或公司的竞争对手在产品创新方面投入更多的资金和资源等，则公司的营业收入增长将出现放缓或下滑，进而对公司的经营业绩和盈利水平带来不利影响。

（三）环保风险

公司所处行业为制药行业，使用原辅料种类多、数量大，原料药生产工艺复杂，产品生产过程中产生的废水、废气及噪音等均可能对环境造成一定影响。虽然公司已严格按照有关环保标准对生产过程中产生的污染物进行处理并达标排放，但仍不排除公司未来可能因发生意外、疏忽或其他原因而使公司污染物排放无法满足国家标准，进而受到处罚的情形。同时随着国家和社会对环保要求的日益提高，如国家颁布并实施更严格的环保标准，将使得公司进一步扩大环境保护相关设施设备的投入，从而增加公司运营成本并影响公司的经营业绩。

资产负债表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,206	1,430	1,998	2,784	3,833
货币资金	346	425	878	1,484	2,320
应收及预付	500	591	674	788	899
存货	241	266	331	388	481
其他流动资产	120	149	116	124	133
非流动资产	1,093	1,441	1,542	1,559	1,538
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	584	1,071	1,142	1,150	1,123
在建工程	308	69	78	70	58
无形资产	92	89	109	124	139
其他长期资产	110	212	214	216	218
资产总计	2,300	2,871	3,540	4,343	5,371
流动负债	444	416	580	695	832
短期借款	72	52	120	140	160
应付及预收	144	159	210	249	298
其他流动负债	229	204	250	307	374
非流动负债	303	482	462	457	452
长期借款	231	59	39	34	29
应付债券	0	274	274	274	274
其他非流动负债	71	150	150	150	150
负债合计	747	898	1,042	1,153	1,285
股本	343	345	494	494	494
资本公积	485	530	381	381	381
留存收益	725	1,012	1,537	2,229	3,125
归属母公司股东权益	1,553	1,973	2,498	3,190	4,086
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	2,300	2,871	3,540	4,343	5,371

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2326	2693	3279	3942	4677
营业成本	517	615	766	956	1183
营业税金及附加	27	34	13	16	19
销售费用	1220	1307	1574	1809	1988
管理费用	65	98	108	118	140
研发费用	201	254	279	335	421
财务费用	14	6	14	10	3
资产减值损失	-6	-7	-5	-5	-5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2	2	3	4	5
营业利润	291	394	584	770	997
营业外收支	-1	8	-1	-1	-1
利润总额	290	402	583	769	996
所得税	21	34	58	77	100
净利润	270	368	525	692	896
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	270	368	525	692	896
EBITDA	364	471	665	842	1068
EPS (元)	0.82	1.07	1.06	1.40	1.81

现金流量表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	269	431	649	761	961
净利润	270	368	525	692	896
折旧摊销	61	73	126	135	143
营运资金变动	-89	-11	-29	-94	-106
其它	27	1	28	28	28
投资活动现金流	-431	-425	-224	-149	-118
资本支出	-413	-427	-226	-151	-121
投资变动	-20	0	0	0	0
其他	2	2	1	2	3
筹资活动现金流	121	74	28	-6	-6
银行借款	228	-192	48	15	15
股权融资	0	381	0	0	0
其他	-107	-115	-20	-21	-21
现金净增加额	-41	80	453	606	836
期初现金余额	376	335	425	878	1,484
期末现金余额	335	415	878	1,484	2,320

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	42.9%	15.7%	21.8%	20.2%	18.6%
营业利润	29.0%	35.4%	48.0%	32.0%	29.4%
归母净利润	32.0%	36.5%	42.4%	32.0%	29.4%
获利能力					
毛利率	77.8%	77.2%	76.6%	75.7%	74.7%
净利率	11.6%	13.7%	16.0%	17.6%	19.2%
ROE	17.4%	18.7%	21.0%	21.7%	21.9%
ROIC	15.1%	15.4%	16.5%	17.5%	18.3%
偿债能力					
资产负债率	32.5%	31.3%	29.4%	26.5%	23.9%
净负债比率	48.1%	45.5%	41.7%	36.1%	31.4%
流动比率	2.72	3.44	3.44	4.00	4.60
速动比率	2.13	2.77	2.85	3.41	3.99
营运能力					
总资产周转率	1.01	0.94	0.93	0.91	0.87
应收账款周转率	5.08	4.94	5.26	5.40	5.65
存货周转率	9.65	10.14	9.91	10.16	9.72
每股指标 (元)					
每股收益	0.82	1.07	1.06	1.40	1.81
每股经营现金流	0.78	1.25	1.31	1.54	1.94
每股净资产	4.53	5.72	5.05	6.45	8.27
估值比率					
P/E	29.63	31.06	24.31	18.41	14.23
P/B	5.37	5.81	5.10	4.00	3.12
EV/EBITDA	22.81	24.28	18.52	13.92	10.20

广发医药行业研究小组

罗佳荣：首席分析师，上海财经大学管理学硕士，2016 年加入广发证券发展研究中心。

李安飞：联席首席分析师，中山大学医学硕士，2018 年加入广发证券发展研究中心。

方程嫣：资深分析师，哥伦比亚大学生物工程硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

李桢桐：资深分析师，复旦大学硕士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

田鑫：资深分析师，格拉斯哥大学亚当斯密商学院硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

杨微：高级分析师，德国汉堡大学博士，清华大学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

王稼宸：高级分析师，悉尼科技大学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

李润兰：高级研究员，北京师范大学博士，2024 年加入广发证券发展研究中心。

龙雪芳：高级研究员，南开大学硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

袁泉：高级研究员，北京大学硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

王少喆：高级研究员，东南大学硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大 厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。