

业绩符合预期， 持续布局外用贴膏

核心观点

2022 年，公司营业收入为 23.3 亿元，同比增长 42.9%，归母净利润 2.70 亿元，同比增长 32.1%，业绩符合预期。洛索洛芬钠凝胶贴膏通过多年市场培育，预期医院渠道与 OTC 端均将进一步放量；独家品种酮洛芬凝胶贴膏获批上市，为公司业绩增长带来新动能；多个在研品种助力公司经皮给药产品收入长期发展。同时，公司的药品口服制剂和原辅料业务增长迅速，植物提取物和技术转让业务亦将为公司贡献增量。预计 2023Q1 仍有一定疫情影响，收入增长将在 Q2 开始明显加速，全年实现收入、利润良好增长。公司深耕经皮给药领域，原料药、辅料、制剂一体化布局，销售渠道逐步完善，看好公司的发展前景。

事件

公司发布 2022 年年报，业绩符合预期

2022 年，公司营业收入为 23.3 亿元，同比增长 42.9%，归母净利润 2.70 亿元，同比增长 32.1%，扣非归母净利润为 2.48 亿元，同比增长 37.8%，业绩居于预告区间，符合市场预期。

其中第四季度，公司营业收入为 7.27 亿元，同比增长 46.0%，归母净利润 0.61 亿元，同比增长 75.0%，扣非归母净利润为 0.47 亿元，同比增长 82.9%。

简评

洛索洛芬钠凝胶贴膏持续放量，外用贴膏管线丰富

公司持续加大主导品种洛索洛芬钠凝胶贴膏的市场推广力度，规模效应日渐凸显，2022 年销售收入 13.03 亿元，同比增长 53.54%。公司持续开拓医院市场，同时开启与百强连锁战略合作征程，2022 年成功开发目标连锁 100 多家，覆盖门店近 2 万家。新零售医药体系初见雏形，医药电商持续发力，为洛索洛芬钠凝胶贴膏持续增长提供动力。

重要财务指标

单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1627.66	2326.22	3110.08	4186.15	5444.04
增长率(%)	66.40%	42.92%	33.70%	34.60%	30.05%
归母净利润	204.25	269.70	361.00	485.45	666.26
增长率(%)	148.29%	32.05%	33.85%	34.48%	37.24%
每股收益(EPS)	0.596	0.786	1.053	1.416	1.943
市盈率(P/E)	45.22	34.24	25.58	19.02	13.86
市净率(P/B)	8.40	5.95	4.94	4.03	3.21

资料来源: iFinD, 中信建投证券

九典制药 (300705.SZ)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

袁清慧

yuanqinghui@csc.com.cn

SAC 编号:s1440520030001

SFC 编号:BPW879

阳明春

yangmingchun@csc.com.cn

010-86451495

SAC 编号:s1440521070004

发布日期: 2023 年 04 月 18 日

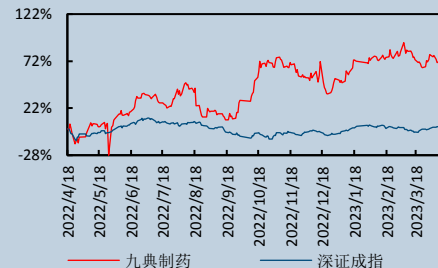
当前股价: 25.95 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-10.39/-12.52	2.21/-2.26	15.18/10.43
12 月最高/最低价 (元)		30.35/16.11
总股本 (万股)		34,293.62
流通 A 股 (万股)		21,341.26
总市值 (亿元)		88.99
流通市值 (亿元)		55.38
近 3 月日均成交量 (万)		326.30
主要股东		
朱志宏		34.26%

股价表现



持续布局外用贴膏产品。2023 年 3 月，公司第二款外用贴膏酮洛芬凝胶贴膏获批上市，我们预计该产品有望复刻洛索洛芬钠凝胶贴膏的放量曲线，为公司业绩增长提供新动力。利多卡因凝胶贴膏已经递交上市申请，吡罗昔美凝胶贴膏、椒七麝凝胶贴膏等多款产品正在临床开发中。

表 1:九典制药经皮给药产品布局

产品名称	适应症	研发所处阶段
洛索洛芬钠凝胶贴膏	消炎镇痛	获批上市
酮洛芬凝胶贴膏	消炎镇痛	获批上市
利多卡因凝胶贴膏	镇痛	递交上市申请
吡罗昔美凝胶贴膏	消炎镇痛	临床研究
椒七麝凝胶贴膏		临床 III 期
PDX-02		临床研究
PDX-03		已经登记开展临床
氟比洛芬凝胶贴膏	消炎镇痛	申报临床
酮洛芬贴膏	消炎镇痛	申报临床

资料来源：公司公告，中信建投证券

各项业务销售稳健增长，不断取得突破。除凝胶贴膏之外的其他制剂产品销售收入为 6.27 亿元，同比增长 23.01%；原料药销售 1.29 亿元，同比增长 67.77%；药用辅料销售 1.64 亿元，同比增长 47.21%。由于各部分业务取得不错进展，公司减少了批文转让服务，2022 年 CXO 相关业务收入 4155 万元，同比下降 5.68%。

持续加大研发投入，财务指标基本正常。2022 年，销售毛利率为 77.78%，相较 2021 年下降 0.72 ppt；研发费用 2.01 亿元，同比增长 37.6%，研发费用率为 8.65%，相较 2021 年下降 0.33 ppt；销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 52.43%、2.81%、0.59%，同比变化+1.31 ppt、-0.02 ppt、-0.22 ppt。公司经营活动净现金流为 2.69 亿元，与净利润基本吻合，各项财务指标正常。

投资建议与评级：我们认为公司经皮给药管线丰富，其中洛索洛芬钠凝胶贴膏持续看好，医院渠道销售尚存有较大潜在市场，同时 OTC 端预计到 2024 年进一步放量，有望提供持续增长；酮洛芬凝胶贴膏成功获批上市，市场空间广阔；多个在研品种助力公司经皮给药产品收入长期发展。药品口服制剂和原辅料进入壁垒较高，公司相关业务增长迅速；植物提取物和技术转让业务亦将为公司贡献增量。预计公司 2023-2025 年收入分别为 31.1 亿元、41.9 亿元、54.4 亿元，同比增长 33.7%、34.6%、30.1%；归母净利润分别为 3.61 亿元、4.85 亿元、6.66 亿元，同比增长 33.9%、34.5%、37.2%，2023-2025 年对应 PE 估值为 26X、19X、14X，维持“买入”评级。

风险分析

产品研发不及预期的风险：公司研发管线较多，药品（包括疫苗）从研发到上市要经历临床前研究、申请临床注册、批准临床试验、临床试验、申报生产注册、现场核查、获准生产等过程，环节多、周期长，研发结果和获批节奏具有不确定性，存在一定风险。

产品放量可能不及预期：产品放量不及预期：因产品竞争格局、公司营销能力等因素影响，产品放量可能不及预期。

行业政策对产品价格的影响：医药行业受行业政策变化影响较大，医保谈判、集采政策等可能对产品的价格产生影响，进而影响公司的收入增长。

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

袁清慧

中信建投证券制药及生物科技组首席分析师，中山大学本科，佐治亚州立大学硕士。曾从事阿尔茨海默、肿瘤相关新药研发。2018 年加入中信建投证券研究发展部，负责制药及生物科技产业研究，擅长创新药及其产业链分析，深度跟踪全球及中国新药研发、商业化趋势。

阳明春

北京大学药学院本科，药事管理硕士。2019 年加入中信建投研究发展部，主要负责医药外包、制药、互联网医疗及医药政策等板块，研究系统、踏实，紧密追踪热点时事。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

<p>中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
 座 12 层
 电话：（8610） 8513-0588
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南
 塔 2103 室
 电话：（8621） 6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交
 汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755） 8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852） 3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk</p>