

九典制药（300705.SZ）/制
 药

证券研究报告/公司深度报告

2023年03月10日

评级：买入（首次）

市场价格：28.87

分析师：祝嘉琦

执业证书编号：S0740519040001

电话：021-20315150

Email: zhujq@r.qlzq.com.cn

分析师：李建

执业证书编号：S0740522090004

电话：021-20315125

Email: lijian01@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	342.94
流通股本(百万股)	213.41
市价(元)	28.87
市值(百万元)	9,900.57
流通市值(百万元)	6,161.22

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	978.16	1627.66	2201.45	2916.84	3887.64
增长率 yoy%	5.85%	66.40%	35.25%	32.50%	33.28%
净利润(百万元)	82.26	204.25	269.61	364.22	491.88
增长率 yoy%	49.38%	148.29%	32.00%	35.09%	35.05%
每股收益(元)	0.25	0.62	0.82	1.11	1.50
每股现金流量	0.46	0.58	0.41	0.74	1.01
净资产收益率	9.84%	18.58%	21.37%	23.46%	25.28%
P/E	115.31	46.44	35.18	26.04	19.28
PEG	2.34	0.31	1.10	0.74	0.55
P/B	11.35	8.63	7.52	6.11	4.88

备注：数据截至 2023.03.10

报告摘要

■ **快速成长的贴膏制剂龙头，“药品制剂+原料药+药用辅料”一体化布局，发展新阶段开启。**九典制药成立于 2001 年，产品主要涵盖药品制剂、原料药、药用辅料及植物提取物四大类别。公司是国内少有的将经皮给药作为重点战略发展方向的企业之一，主导产品洛索洛芬钠凝胶贴膏为独家医保剂型，终端需求旺盛，有望通过集采快速放量。公司“药品制剂+原料药+药用辅料”一体化布局，围绕经皮给药平台开发多款凝胶贴膏制剂，驱动持续成长，同时非贴膏制剂陆续获批带来发展新动能，原辅料业务随着基地搬迁及批文转移完成、疫情缓和，在新品种拉动下迎来快速成长阶段。我们预计公司 22-24 年业绩有望保持 30% 以上的快速增长。

■ **制剂：凝胶贴膏发展潜力大，非贴膏制剂逐渐收获。**
凝胶贴膏在研管线丰富，市场潜力大。国内慢性疼痛市场空间广阔（我们测算约 600 亿元，每年增量 20-40 亿元），凝胶贴膏优势明显、工艺壁垒较高、渗透率不足 5%，发展潜力较大。公司产品梯队完善，包括已上市的洛索洛芬钠、酮洛芬，以及在研的氟比洛芬、吲哚美辛等。其中，**洛索洛芬钠凝胶贴膏**为国内首仿药及独家医保剂型，有望借力集采实现快速放量，院外市场拓展亦初见成效；**酮洛芬凝胶贴膏**为国内首仿，有望抢先占领市场，具有 10 亿元销售潜力；**氟比洛芬凝胶贴膏**国内终端规模超 10 亿元，复合增速 30%，仅两家上市，公司产品已申报临床，上市后具有放量潜力。

非贴膏制剂逐渐成长，注入发展新动能。公司产品储备丰富，洛索洛芬钠片、枸橼酸氢钾钠颗粒、盐酸咪达普利片、非洛地平片及缓释片等陆续获批上市，目前已储备大量在研项目，近年来，公司药品制剂每年新立项 15-20 个，成功申报 10 个左右。伴随非贴膏制剂相继获批，公司在消化系统用药、心脑血管用药、抗感染、抗过敏等治疗领域形成了丰富的产品储备，带来发展新动能。

■ **原辅料：快速成长，一体化布局凸显供应稳定与成本优势。**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，“药品制剂+原料药+药用辅料”的一体化布局一方面从源头确保制剂品质的高标准和一致性，另一方面保证了供应稳定以及制剂产品的成本优势。2019 年受生产基地搬迁、2020 年受疫情影响，公司原辅料收入有所下滑，随着基地搬迁及批文转移完成、疫情缓和，在新品种拉动下，公司原辅料业务有望迎来快速成长。2022H1 公司药用辅料、原料药销售收入分别为 7376.91 万元、5965.72 万元，同比增长 63.47%、65.58%，均实现快速增长。

■ **盈利预测与投资建议：**我们预计公司 2022-2024 年收入 22.01、29.17、38.88 亿元，同比增长 35.3%、32.5%、33.3%；归母净利润 2.70、3.64、4.92 亿元，同比增长 32.0%、35.1%、35.2%；对应 EPS 为 0.82、1.11、1.50 元。可比公司平均估值在 2023 年 25× 左右，目前公司股价对应 2022-2024 年 35/26/19 倍 PE，考虑公司凝胶贴膏制剂持续放量，非贴膏制剂逐渐成长，原辅料业务恢复快速成长，公司业绩有望保持快速增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**新产品和新工艺开发风险；产品市场拓展不及预期风险；公开资料信息滞后或更新不及时风险。

投资主题

报告亮点

本报告详细梳理了九典制药几大主要业务板块的发展空间、竞争格局、成长来源，探讨公司持续成长的确定性。我们重点分析了公司主导品种凝胶贴膏的市场空间及竞争格局，展望了其未来发展趋势。

投资逻辑

快速成长的贴膏制剂龙头，“药品制剂+原料药+药用辅料”一体化布局，发展新阶段开启。公司是国内少有的将经皮给药作为重点战略发展方向的企业之一，主导产品洛索洛芬钠凝胶贴膏为独家医保剂型，终端需求旺盛，有望通过集采快速放量。公司“药品制剂+原料药+药用辅料”一体化布局，围绕经皮给药平台开发多款凝胶贴膏制剂，驱动持续成长，同时非贴膏制剂陆续获批带来发展新动能，原辅料业务随着基地搬迁及批文转移完成、疫情缓和，在新品种拉动下迎来快速成长阶段。我们预计公司 22-24 年业绩有望保持 30% 以上的快速增长。

关键假设、估值与盈利预测

(1) 制剂业务：公司洛索洛芬钠凝胶贴膏 2022H1 收入 5.76 亿元，同比增长 57.90%，未来通过广东联盟集采有望快速放量，酮洛芬凝胶贴膏也已经获批，我们预计公司凝胶贴膏业务 22-24 年保持快速增长。

(2) 原辅料业务：公司 2022Q1-3 药用辅料收入 1.08 亿元，同比增长 59.18%，原料药收入 0.87 亿元，同比增长 76.55%。在新产品带动下，我们预计公司辅料业务 22-24 年增速分别为 40%、35%、30%，原料药业务 22-24 年增速分别为 25%、20%、20%。

根据上述假设，我们预计公司 2022-2024 年收入 22.01、29.17、38.88 亿元，同比增长 35.3%、32.5%、33.3%；归母净利润 2.70、3.64、4.92 亿元，同比增长 32.0%、35.1%、35.2%；对应 EPS 为 0.82、1.11、1.50 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

内容目录

快速成长的贴膏制剂龙头	- 5 -
突破凝胶贴膏技术壁垒，产品矩阵日益完善	- 5 -
业绩快速增长，股权激励到位	- 6 -
制剂：凝胶贴膏发展潜力大，非贴膏制剂逐渐收获	- 8 -
凝胶贴膏在研管线丰富，市场潜力大	- 8 -
非贴膏制剂逐渐成长，注入发展新动能	- 12 -
原辅料：快速成长，一体化布局凸显供应稳定与成本优势	- 14 -
盈利预测与估值	- 16 -
盈利预测	- 16 -
投资建议	- 18 -
风险提示	- 18 -

图表目录

图表 1：九典制药发展历程	- 5 -
图表 2：九典制药制剂主要产品	- 5 -
图表 3：公司营收及增速（百万元，%）	- 6 -
图表 4：公司归母净利润及增速（百万元，%）	- 6 -
图表 5：公司主营业务拆分（百万元）	- 6 -
图表 6：公司毛利率情况	- 6 -
图表 7：公司研发费用情况（百万元，%）	- 7 -
图表 8：广东联盟洛索洛芬集采中标情况	- 7 -
图表 9：公司限制性股票分配情况	- 7 -
图表 10：公司各年度业绩考核目标（百万元）	- 8 -
图表 11：我国主要凝胶贴膏&贴剂品种情况	- 8 -
图表 12：国内消炎镇痛市场空间测算	- 9 -
图表 13：九典制药部分在研外用制剂（消炎镇痛）产品	- 9 -
图表 14：洛索洛芬制剂全球销售额（亿美元）	- 10 -
图表 15：洛索洛芬原料药全球消耗量（吨）	- 10 -
图表 16：洛索洛芬制剂国内竞争格局	- 10 -
图表 17：洛索洛芬制剂剂型国内竞争格局（百万元）	- 10 -
图表 18：洛索洛芬钠凝胶贴膏国内销售额（百万元）	- 10 -
图表 19：氟比洛芬制剂全球销售额（亿美元）	- 11 -
图表 20：氟比洛芬原料药全球消耗量（吨）	- 11 -
图表 21：氟比洛芬制剂国内销售额（亿元）	- 11 -

图表 22: 氟比洛芬制剂剂型国内竞争格局 (亿元)	- 11 -
图表 23: 氟比洛芬凝胶贴膏国内销售额 (亿元)	- 11 -
图表 24: 酮洛芬制剂全球销售额 (亿美元)	- 12 -
图表 25: 酮洛芬原料药全球消耗量 (吨)	- 12 -
图表 26: 酮洛芬制剂国内销售额 (百万元)	- 12 -
图表 27: 公司 2020-2023 年 3 月新增药品注册证书情况	- 13 -
图表 28: 公司非贴膏制剂已申报生产项目情况	- 13 -
图表 29: 公司非贴膏制剂主导产品市占率情况	- 13 -
图表 30: 公司原辅料收入及增速 (百万元, %)	- 14 -
图表 31: 公司原料药主要产品及其用途	- 14 -
图表 32: 公司已经入注册程序的原料药产品情况	- 15 -
图表 33: 公司药用辅料主要系列及其用途	- 15 -
图表 34: 公司已经入注册程序的辅料产品情况	- 15 -
图表 35: 九典制药业务分拆预测 (单位: 百万元)	- 17 -
图表 36: 九典制药期间费用率和所得税率假设 (单位: 百万元, %)	- 18 -
图表 37: 可比公司估值 (百万元)	- 18 -
图表 38: 九典制药财务报表预测	- 19 -

快速成长的贴膏制剂龙头

突破凝胶贴膏技术壁垒，产品矩阵日益完善

- **突破凝胶贴膏关键共性技术，“药品制剂+原料药+药用辅料”一体化发展布局。**九典制药成立于2001年，产品主要涵盖药品制剂、原料药、药用辅料及植物提取物四大类别，其中洛索洛芬钠凝胶贴膏为公司目前主导品种，2022H1收入占比达55.84%，其他包括泮托拉唑钠肠溶片、琥珀酸亚铁片、盐酸左西替利嗪、奥硝唑、地红霉素等原料药及口服制剂。公司持续加大凝胶贴膏技术研究投入，突破凝胶贴膏技术壁垒，2022中报披露目前共有在研凝胶贴膏产品8个，其中申报生产1个。公司同时积极推进“药品制剂+原料药+药用辅料”一体化发展，截至2022年中报，已取得107个制剂品种的批准文号，完成了61个原料药品种和66个药用辅料批文的备案登记。

图表 1：九典制药发展历程



来源：公司官网，公司招股书，中泰证券研究所

图表 2：九典制药制剂主要产品

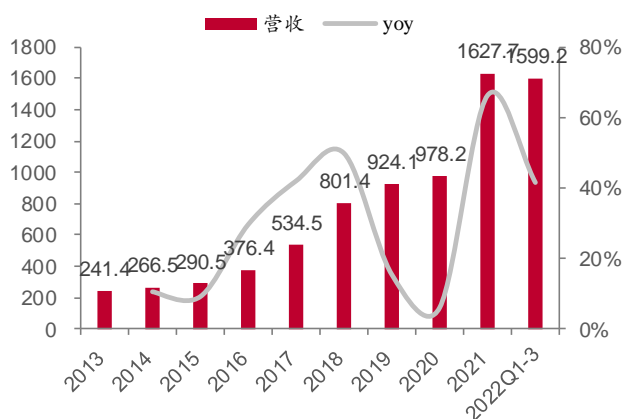
序号	产品名称	产品用途（适应症）
1	洛索洛芬钠凝胶贴膏	用于以下疾病及症状的消炎、镇痛：骨关节炎、肌肉痛、外伤后的肿胀疼痛。
2	泮托拉唑钠肠溶片	适用于活动性消化性溃疡(胃、十二指肠溃疡)、反流性食管炎和卓-艾氏综合征。
3	奥硝唑分散片	用于治疗由厌氧菌感染引起的多种疾病；男女泌尿生殖道毛滴虫、贾第氏鞭毛虫感染引起的疾病（如阴道滴虫病等）；肠、肝阿米巴虫病（包括阿米巴痢疾、阿米巴肝脓肿），肠、肝变形虫感染引起的疾病；用于预防和治疗各科手术后厌氧菌感染。
4	琥珀酸亚铁片	适用于缺铁性贫血的预防和治疗。
5	洛索洛芬钠片	用于类风湿关节炎、骨性关节炎、腰痛症、肩关节周围炎、颈手腕综合征、牙痛的镇痛和消炎及急性上呼吸道炎的解热和镇痛。
6	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。
7	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，症见上腹胀块，肋肋疼痛，神疲乏力，食少纳呆，脘腹胀满，心烦易怒，口苦咽干等。
8	地红霉素肠溶片	用于治疗感染。如呼吸道感染、皮肤感染等。
9	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。
10	瑞舒伐他汀钙片	本品适用于经饮食控制和其它非药物治疗仍不能适当控制血脂异常的原发性高胆固醇血症或混合型血脂异常症。

来源：公司公告，中泰证券研究所

业绩快速增长，股权激励到位

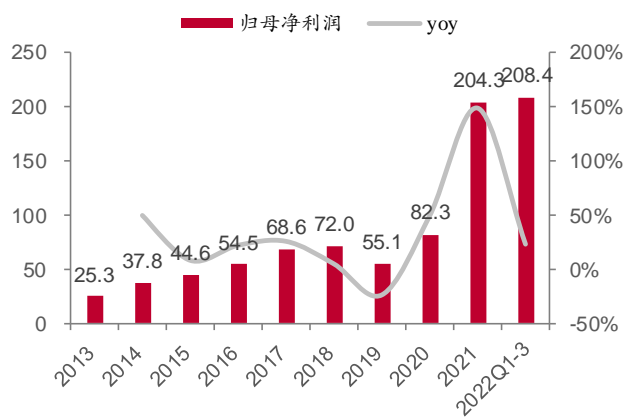
- 洛索洛芬钠凝胶贴膏上市带动毛利率提升，持续加大研发投入。2013年到2021年，公司营业收入CAGR 26.94%，归母净利润CAGR 29.85%。2017年公司核心产品洛索洛芬钠凝胶贴膏上市后，制剂收入占比大幅提升，推动综合毛利率显著提高。研发方面，公司自2018年以来持续加大研发投入，2022年三季报披露研发费用率达8.04%。

图表3：公司营收及增速（百万元，%）



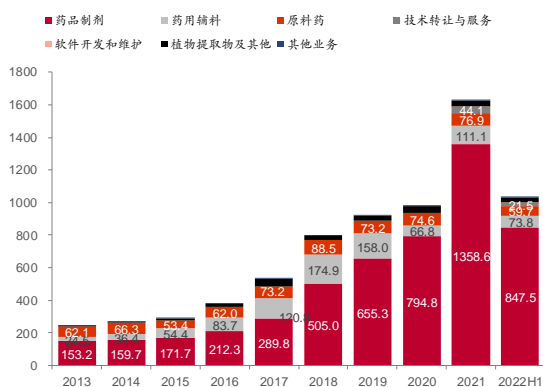
来源：公司招股书，公司公告，中泰证券研究所

图表4：公司归母净利润及增速（百万元，%）



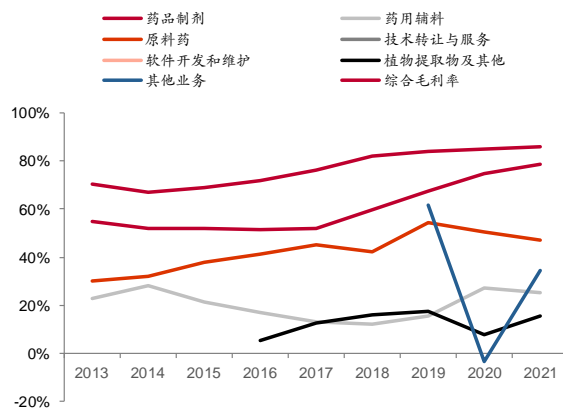
来源：公司招股书，公司公告，中泰证券研究所

图表5：公司主营业务拆分（百万元）

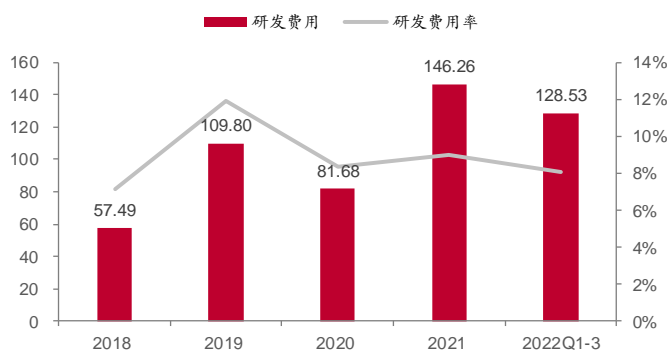


来源：公司招股书，公司公告，中泰证券研究所

图表6：公司毛利率情况



来源：公司招股书，公司公告，中泰证券研究所

图表 7: 公司研发费用情况 (百万元, %)


来源: 公司公告, 公司招股书, 中泰证券研究所

- 核心产品洛索洛芬钠凝胶贴膏集采中标, 降幅温和, 看好长期发展空间。** 2022年3月10日, 广东省药品交易中心发布《关于公示广东联盟双氯芬酸等药品集中带量采购(第一批)拟中选/备选结果的通知》, 公司洛索洛芬钠凝胶贴膏以 18.1875 元/贴的价格中标, 降幅 25% (相对于联盟地区 24.25 元/贴的最低价) 较为温和。2022H1 公司洛索洛芬钠凝胶贴膏保持增长势头, 销售收入 5.76 亿元, 同比增长 57.90%。公司洛索洛芬钠凝胶贴膏在广东省联盟地区的二三级医院覆盖率约 30%, 集采中标有利于进一步扩大销售范围, 提高市场占有率。

图表 8: 广东联盟洛索洛芬集采中标情况

品种名称	药交ID	产品名称	剂型	规格	包装规格	批准文号	生产企业	结果	拟备选价格 (元/贴)	拟中选价格 (元/贴)	拟中选数量	各企业采购期首年预采采购量占比	首年采购金额 (百万元)
洛索洛芬	186552	洛索洛芬钠凝胶贴膏	贴膏剂	每贴(14cm×10cm)含膏体 10g: 含洛索洛芬钠 100mg (以C15H17NaO3计)	2贴/盒	国药准字 H20173272	湖南九典制药股份有限公司	拟中选		18.1875	首年: 联盟地区本企业采购期首年预采采购量100% (1,445,851贴) 且获得增量的使用 第二年: 重新报量, 原则上不少于首年协议采购量 (具体数量待各联盟地区待分配量)	71.92%	26.30
	3贴/盒				国药准字 H20173272								
	4贴/盒				国药准字 H20173272								
	179811	洛索洛芬钠贴剂	贴剂	50mg	3贴/家	国药准字 J20150124	日本LEAD CHEMICAL CO., LTD. (上海朝晖药业有限公司分装)	拟备选	11.2854	/	/	28.08%	/
3074218				7贴/家	国药准字 J20150124								

来源: 广东药品交易中心, 公司公告, 中泰证券研究所

- 股权激励彰显发展信心。** 2022年3月7日, 公司发布《2022年限制性股票激励计划(草案)》, 拟对不超过 72 人授予 530.00 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%, 授予价格为 13.94 元/股。本次股权激励对象为对公司经营业绩和未来发展有直接影响的管理层和技术(业务)骨干, 挂钩公司业绩增长。按最低考核目标计算, 2021-2024 年扣非净利润(剔除股份支付费用影响)CAGR 达 20.51%, 彰显持续发展信心。

图表 9: 公司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	副董事长	150	28.30%	0.64%
郑霞辉	董事、总经理	15	2.83%	0.06%
杨洋	副总经理	14	2.64%	0.06%
熊英	财务总监	10	1.89%	0.04%
曾蕾	副总经理兼董事会秘书	12	2.26%	0.05%
其他核心管理/技术/业务人员 (67人)		329	62.08%	1.40%
合计		530	100.00%	2.26%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 10: 公司各年度业绩考核目标 (百万元)

	2021	2022E	2023E	2024E
考核净利润 (剔除股份支付费用影响)	180.13	234.17	279.20	315.23
yoy		30.00%	19.23%	12.90%
股权激励摊销费用		27.86	25.01	12.44
扣非归母净利润	180.13	206.31	254.19	302.79
yoy		14.54%	23.21%	19.12%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

制剂: 凝胶贴膏发展潜力大, 非贴膏制剂逐渐收获

凝胶贴膏在研管线丰富, 市场潜力大

- 慢性疼痛市场空间广阔, 凝胶贴膏比普通外用贴剂疗效更优, 渗透率不足 5%, 发展潜力较大。**凝胶贴膏是一种新型的外用贴剂, 与普通外用贴剂相比, 凝胶贴膏运用了新型的材料技术, 与皮肤生物相容性好, 具有透气、耐汗、无刺激、可反复揭贴、不会在皮肤上残存且不易过敏等优点; 凝胶贴膏具有给药剂量准确、血药浓度相对稳定、包容药量更大、透皮效果更好、使用更舒适方便等特点及优点, 是理想的外用药物传输及内病外治平台。《中国疼痛医学发展报告 (2020)》数据显示, 我国慢性疼痛患者超过 3 亿人, 且正以每年 1000 万至 2000 万的速度增长。疼痛已成为继心脑血管疾病、肿瘤之后第三大健康问题, 严重影响健康和生活方式。伴随社会老龄化比例的提升, 慢性疼痛患者基数也将增长, 市场需求将同步提升, 市场空间广阔。根据 21 世纪经济报道和动脉网援引的数据, 在中国, 90% 以上的人经历过身体疼痛, 仅有 28% 的人会及时采取行动, 根据 2020 年的一项调查研究, 40% 慢性疼痛患者 6 个月内相关治疗费用为 1000-5000 元。我们保守假设慢性疼痛治疗率为 20%, 人均年治疗费用为 1000 元, 则我国慢性疼痛潜在市场规模约为 600 亿元, 每年增量 20-40 亿元。根据 NEWPORT PREMIUM 数据, 我国主要凝胶贴膏品种氟比洛芬、洛索洛芬钠、吲哚美辛、利多卡因、酮洛芬等 2021 年销售额合计约 20.75 亿元, 渗透率 3.46%, 具有较大发展潜力。

图表 11: 我国主要凝胶贴膏&贴剂品种情况

品种	获批企业	2021年销售额 (亿元)	竞争格局
氟比洛芬凝胶贴膏	泰德制药、三笠制药 (进口)	13.66	泰德制药 (68%)、三笠制药 (32%)
洛索洛芬钠凝胶贴膏	九典制药	5.22	九典制药 (100%)
吲哚美辛凝胶贴膏	尼普洛、武汉兵兵	1.3	尼普洛 (97%)、武汉兵兵 (3%)
利多卡因凝胶贴膏	泰德制药	0.57	泰德制药 (100%)
酮洛芬贴剂	贵州联盛药业、Pacific Pharmaceuticals	1.28	贵州联盛药业 (100%)
酮洛芬凝胶贴膏	九典制药	/	/

来源：NEWPORT PREMIUM，公司公告，中泰证券研究所

图表 12：国内消炎镇痛市场空间测算

计算指标	数值
慢性疼痛患者人数（百万人）	300
治疗率	20%
人均年治疗费用（元/年）	1,000
潜在市场规模（亿元）	600

来源：《中国疼痛医学发展报告（2020）》，公开资料整理，中泰证券研究所

- 公司外用制剂管线丰富，产品梯队完善。**除了已上市的洛索洛芬钠凝胶贴膏、酮洛芬凝胶贴膏，公司消炎镇痛外用制剂系列产品还包括在研的利多卡因凝胶贴膏、吲哚美辛凝胶贴膏、PDX-02、洛索洛芬钠凝胶贴膏、PDX-03、氟比洛芬凝胶贴膏、酮洛芬贴剂、氟比洛芬贴剂、椒七麝凝胶贴膏等，管线丰富，未来有望占据经皮给药领域的龙头地位。

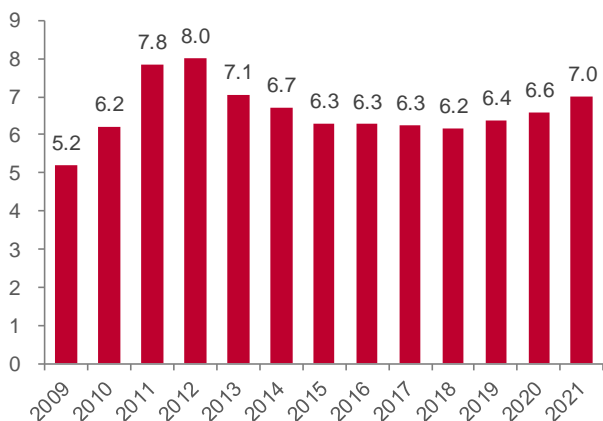
图表 13：九典制药部分在研外用制剂（消炎镇痛）产品

序号	品种名称	适应症	研发所处阶段
1	利多卡因凝胶贴膏	消炎镇痛	已申报生产
2	吲哚美辛凝胶贴膏	消炎镇痛	临床研究
3	PDX-02	消炎镇痛	临床研究
4	洛索洛芬钠凝胶贴膏	消炎镇痛	临床研究
5	PDX-03	消炎镇痛	登记开展临床
6	氟比洛芬凝胶贴膏	消炎镇痛	已申报临床
7	酮洛芬贴剂	消炎镇痛	已申报临床
8	氟比洛芬贴剂	消炎镇痛	已申报临床
9	椒七麝凝胶贴膏	消炎镇痛	临床相关准备

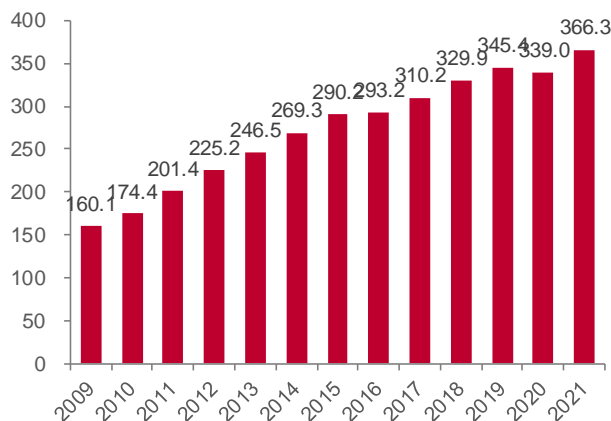
来源：公司公告，中泰证券研究所

- 洛索洛芬钠凝胶贴膏：国内首仿药，独家剂型产品，市占率达 100%，有望借力集采实现快速放量，院外市场拓展亦初见成效。**

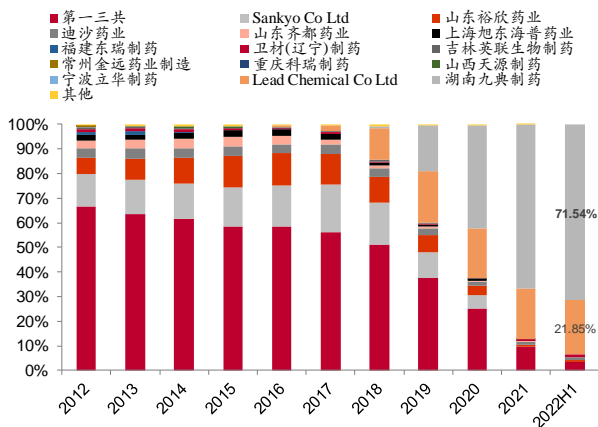
根据公司 2022 半年报中援引的米内网数据显示，公司洛索洛芬钠凝胶贴膏在中国城市公立、县级公立医院 2020、2021 年市占率均为 100%，为独家剂型产品，适应证包括骨关节炎、肌肉痛、外伤后的肿胀疼痛症状。公司持续加大市场推广力度、优化生产工艺，借力此次广东联盟集采有望实现大规模放量。院外市场，公司 OTC 事业部主品开启与百强连锁战略合作征程、探索“直营+招商”的组合销售模式、试点医药电商及拓展第四终端均初见成效。

图表 14: 洛索洛芬制剂全球销售额 (亿美元)


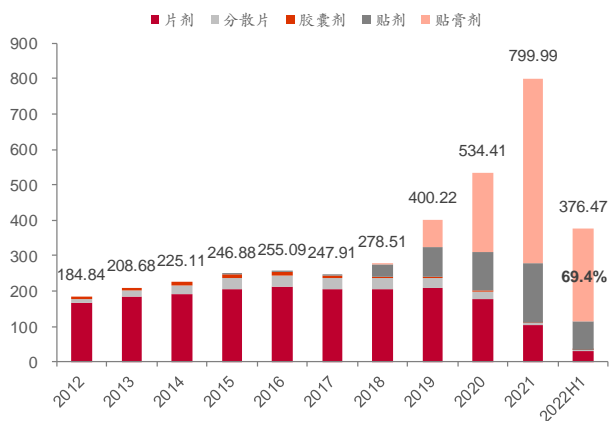
来源: NEWPORT PREMIUM, 中泰证券研究所

图表 15: 洛索洛芬原料药全球消耗量 (吨)


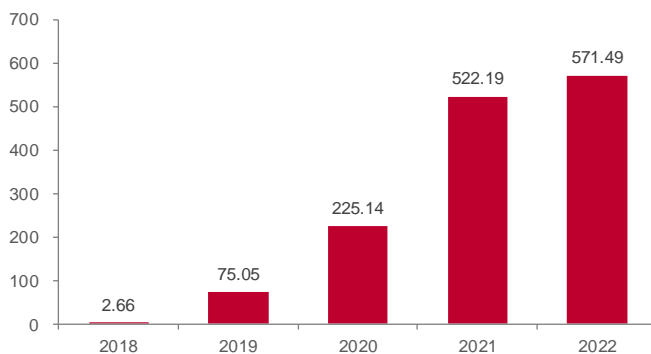
来源: NEWPORT PREMIUM, 中泰证券研究所

图表 16: 洛索洛芬制剂国内竞争格局


来源: NEWPORT PREMIUM, 中泰证券研究所

图表 17: 洛索洛芬制剂剂型国内竞争格局 (百万元)


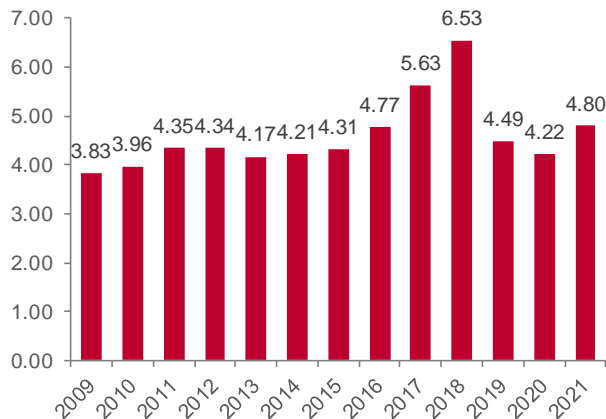
来源: NEWPORT PREMIUM, 中泰证券研究所 (放大样本医院)

图表 18: 洛索洛芬钠凝胶贴膏国内销售额 (百万元)


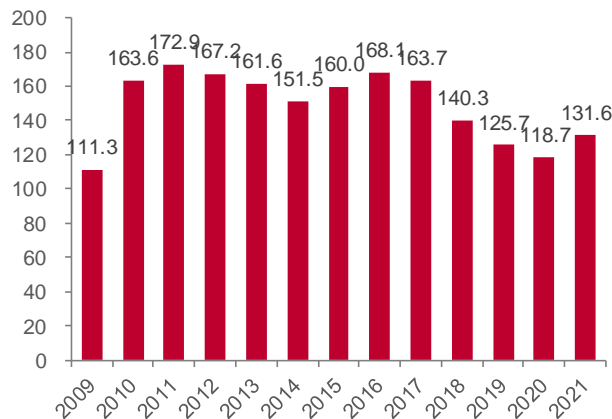
来源: NEWPORT PREMIUM, 中泰证券研究所 (放大样本医院)

- **氟比洛芬凝胶贴膏: 国内终端规模超 10 亿元大品种, 复合增速 30%, 仅两家上市, 公司产品已申报临床, 上市后具有放量潜力。**
氟比洛芬凝胶贴膏是首个国内生产的化药凝胶贴膏品种, 目前国内销售厂家为北京泰德制药和日本三笠制药, NEWPORT PREMIUM

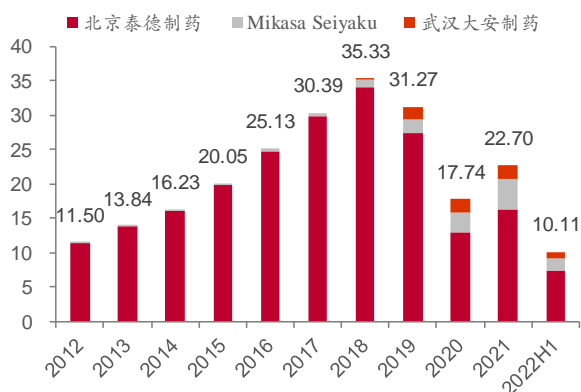
数据显示 2021 年国内销售额分别为 9.35、4.31 亿元，合计 13.66 亿元（放大样本医院），2016-2021 年 CAGR 达 30%。公司氟比洛芬凝胶贴膏已申报临床，未来上市后借助自身凝胶贴膏技术平台、销售优势，具备放量潜力。

图表 19: 氟比洛芬制剂全球销售额 (亿美元)


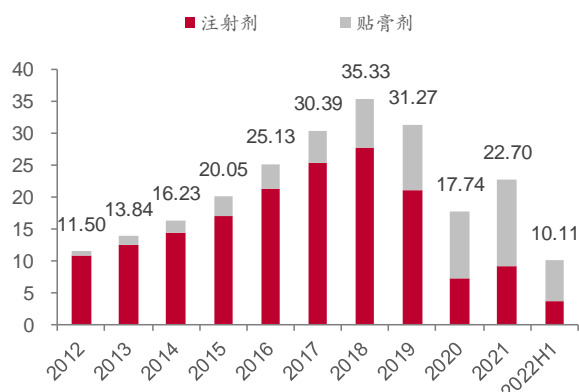
来源: NEWPORT PREMIUM, 中泰证券研究所

图表 20: 氟比洛芬原料药全球消耗量 (吨)


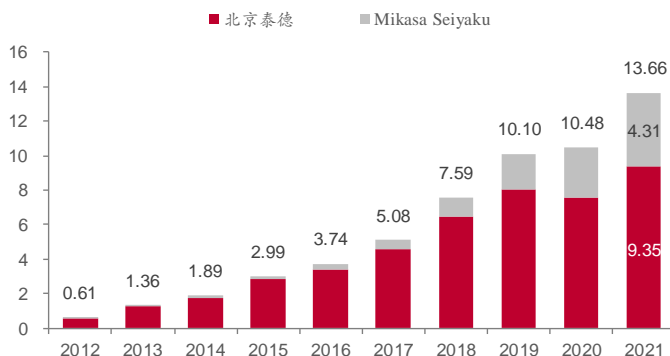
来源: NEWPORT PREMIUM, 中泰证券研究所

图表 21: 氟比洛芬制剂国内销售额 (亿元)


来源: NEWPORT PREMIUM, 中泰证券研究所 (放大样本医院)

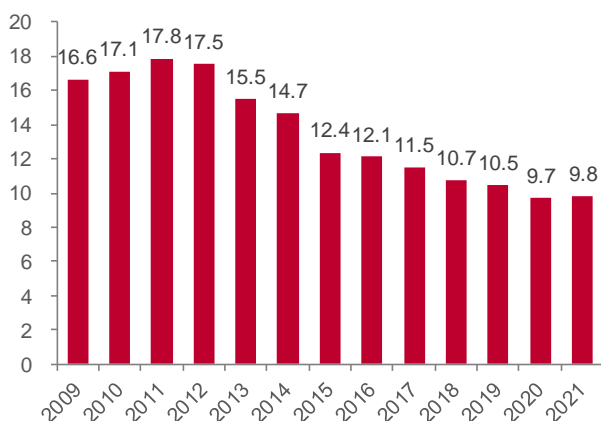
图表 22: 氟比洛芬制剂剂型国内竞争格局 (亿元)


来源: NEWPORT PREMIUM, 中泰证券研究所 (样本医院)

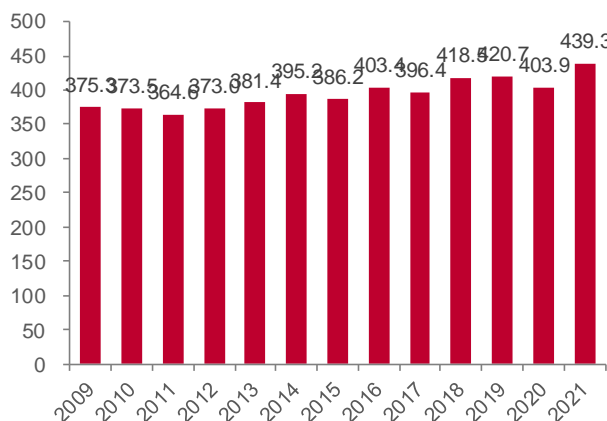
图表 23: 氟比洛芬凝胶贴膏国内销售额 (亿元)


来源: NEWPORT PREMIUM, 中泰证券研究所 (放大样本医院)

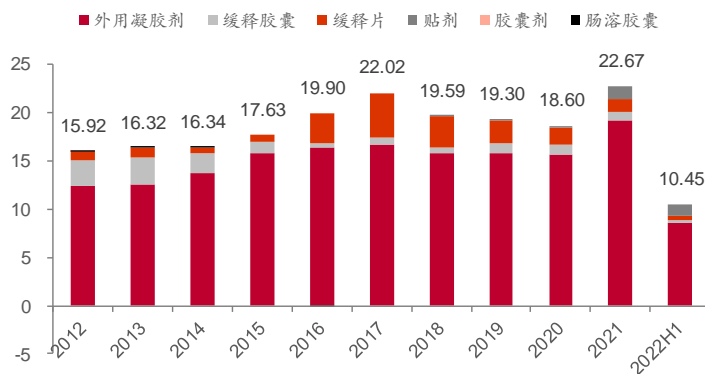
- **酮洛芬凝胶贴膏: 23年3月国内首仿上市, 具有10亿元销售潜力。** 酮洛芬制剂目前全球销售额约10亿美元, 国内市场上, NEWPORT PREMIUM 数据显示, 酮洛芬制剂销售额2021年为2267万元(放大样本医院), 剂型包括外用凝胶剂、缓释胶囊、缓释片、贴剂。九典制药产品为国内首仿上市, 有望抢先占领市场, 参考洛索洛芬钠凝胶贴膏和氟比洛芬凝胶贴膏, 酮洛芬凝胶贴膏具有10亿元的销售潜力。

图表 24: 酮洛芬制剂全球销售额 (亿美元)


来源: NEWPORT PREMIUM, 中泰证券研究所

图表 25: 酮洛芬原料药全球消耗量 (吨)


来源: NEWPORT PREMIUM, 中泰证券研究所

图表 26: 酮洛芬制剂国内销售额 (百万元)


来源: NEWPORT PREMIUM, 中泰证券研究所 (放大样本医院)

非贴膏制剂逐渐成长, 注入发展新动能

- **非贴膏制剂陆续获批, 产品储备丰富。**2020-2023年3月公司新获批药品注册证书15个, 洛索洛芬钠片、枸橼酸氢钾钠颗粒、盐酸咪达普利片、乙酰半胱氨酸颗粒、非洛地平片及缓释片等陆续获批上市。另有泮托拉唑钠肠溶片、琥珀酸亚铁片、奥硝唑片/分散片、盐酸左西替利嗪胶囊等品种通过仿制药一致性评价。2022半年报披露, 近年来, 公司药品制剂每年新立项15-20个, 成功申报10个左右。伴随非贴膏制剂相继获批, 公司在消化系统用药、心脑血管用药、抗感染、抗过敏等治疗领域形成了丰富的产品储备。此外, 2022年上半年, 公司西尼地平胶囊、

铝碳酸镁咀嚼片、依巴斯汀片等相继集采中标,未来有望实现持续放量。

图表 27: 公司 2020-2023 年 3 月新增药品注册证书情况

序号	药品名称	规格	获批年份	药品批准文号/登记号	批文有效期限	医保情况
1	酮洛芬凝胶贴膏	每贴(14×10cm)含膏体 13g, 含酮洛芬30mg	2023	/	/	/
2	非洛地平缓释片	5mg	2023	国药准字H20233182	/	/
3	枸橼酸托法替布片	/	2023	国药准字H20233220	/	/
4	非洛地平片	5mg	2022	国药准字H20223961	/	/
5	乙酰半胱氨酸颗粒	0.1g	2022	国药准字H20223727	/	/
6	盐酸普拉克索缓释片	0.375mg、0.75mg	2022	国药准字H20223638 国药准字H20223639	/	/
7	盐酸咪达普利片	5mg	2021	国药准字H20213283	2026/4/12	国家医保
8	利伐沙班片	10mg	2021	国药准字H20213386	2026/5/18	国家医保
9	依巴斯汀片	10mg	2021	国药准字H20213555	2026/6/28	国家医保
10	瑞舒伐他汀钙片	10mg	2021	国药准字H20213588	2026/7/19	国家医保
11	厄贝沙坦氢氯噻嗪片	每片含厄贝沙坦150mg, 氢氯噻嗪12.5mg	2021	国药准字H20213738	2026/9/23	国家医保
12	枸橼酸氢钾钠颗粒	2.5g: 2.4275g	2020	国药准字H20203503	2025/9/29	国家医保
13	洛索洛芬钠片	60mg (以C15H17NaO3 计)	2020	国药准字H20203538	2025/10/26	国家医保
14	厄贝沙坦片	0.15g	2020	国药准字H20203592	2025/11/23	国家医保
15	铝碳酸镁咀嚼片	0.5g	2020	国药准字H20203745	2025/12/28	国家医保

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 28: 公司非贴膏制剂已申报生产项目情况

序号	品种名称	适应症	研发所处阶段	注册分类	进展情况
1	铝镁加咀嚼片	消化系统	已申报生产	化药3	申报生产, CDE审评中
2	对乙酰氨基酚干混悬剂	解热镇痛	已申报生产	化药4	申报生产, CDE审评中
3	雷贝拉唑钠肠溶片	消化系统	已申报生产	化药4	申报生产, CDE审评中
4	富马酸丙酚替诺福韦片(普道)	慢性乙型肝炎	已申报生产	化药4	申报生产, CDE审评中
5	他达拉非片	男性勃起功能障碍	已申报生产	化药4	申报生产, CDE审评中

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 29: 公司非贴膏制剂主导产品市占率情况

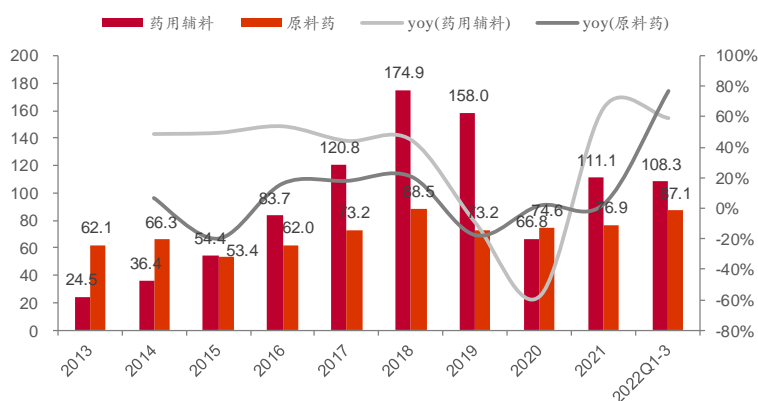
产品名称	2021年排名	市占率	2021年国内市场规模(百万元)
泮托拉唑钠肠溶片	2	18.86%	336.79
奥硝唑分散片	1	85.29%	6.89
琥珀酸亚铁片	4	3.47%	181.24
枸橼酸氢钾钠颗粒	4	4.35%	102.51
肝复乐胶囊	2	30.29%	/
地红霉素肠溶片	1	87.60%	16.34
盐酸左西替利嗪片	3	13.53%	0.98
瑞舒伐他汀钙片	/	/	1513.66

来源: NEWPORT PREMIUM, 公司公告, 中泰证券研究所

原辅料：快速成长，一体化布局凸显供应稳定与成本优势

■ **新品种拉动下公司原辅料业务有望迎来快速成长。**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，通过使用高品质的自产原料药、药用辅料和中药浸膏，制成制剂，形成了从原料药到制剂、从中药提取到中成药的完整产业链。“药品制剂+原料药+药用辅料”的一体化布局一方面从源头确保制剂品质的高标准和一致性，另一方面保证了供应稳定以及制剂产品的成本优势。2019年受生产基地搬迁、2020年受疫情影响，公司原辅料收入有所下滑，随着基地搬迁及批文转移完成、疫情缓和，在新品种拉动下，公司原辅料业务有望迎来快速成长。2022Q1-3公司药用辅料销售收入1.08亿元，同比增长59.18%，原料药销售收入0.87亿元，同比增长76.55%，均实现快速增长。

图表 30：公司原辅料收入及增速（百万元，%）



来源：公司公告，中泰证券研究所

1) **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。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领域，已成功完成 61 个原料品种开发，在研品种达 30 个以上。

图表 31：公司原料药主要产品及其用途

序号	产品名称	产品用途
1	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
2	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
3	氯雷他定	第二代抗组胺药物，对外周神经H1受体有高度的选择性，作用强，时间长。属长效三环类抗组胺药，竞争性抑制组胺H1受体，抑制组胺所引起的过敏症状。无明显的抗胆碱和中枢抑制作用。用于缓解过敏性鼻炎有关的症状，以及缓解慢性荨麻疹及其他过敏性皮肤病的症状
4	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同，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 用于治疗由厌氧菌感染引起的多种疾病；男女泌尿生殖道毛滴虫、贾第氏鞭毛虫感染引起的疾病（如阴道滴虫病等）；肠、肝阿米巴虫病（包括阿米巴痢疾、阿米巴肝脓肿），肠、肝变形虫感染引起的疾病；用于预防和治疗各种手术后厌氧菌感染
5	奥硝唑	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

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 32: 公司已经入注册程序的原料药产品情况

序号	品种名称	适应症	研发所处阶段	注册分类	进展情况
1	铝镁加	消化系统	已申报备案登记	化药3	申报生产, CDE审评中
2	盐酸阿考替胺	消化系统	已申报备案登记	化药3	申报生产, CDE审评中
3	氟比洛芬	消炎镇痛	已申报备案登记	化药4	申报生产, CDE审评中
4	枸橼酸托法替布	抗类风湿	已申报备案登记	化药4	申报生产, CDE审评中
5	他达拉非	男性勃起功能障碍	已申报备案登记	化药4	申报生产, CDE审评中
6	非洛地平	高血压	已申报备案登记	化药4	申报生产, CDE审评中
7	氟比洛芬钠	消炎镇痛	已申报备案登记	化药4	申报生产, CDE审评中
8	右旋酮洛芬氨丁三醇	消炎镇痛	已申报备案登记	化药4	申报生产, CDE审评中
9	富马酸丙酚替诺福韦	慢性乙型肝炎	已申报备案登记	化药4	申报生产, CDE审评中
10	洛索洛芬钠	消炎镇痛	已申报备案登记	化药4	申报生产, CDE审评中
11	培比洛芬	消炎镇痛	已申报备案登记	化药4	申报生产, CDE审评中
12	托匹司他	抗痛风	已申报备案登记	化药4	申报生产, CDE审评中
13	熊去氧胆酸	治疗胆结石	已申报备案登记	化药4	申报生产, CDE审评中

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

2) 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。公司致力于全系列辅料品种的研发, 辅料品种共有 66 个登记号, 如磷酸盐系列(磷酸氢二钾、磷酸二氢钾、磷酸二氢钠及不同结晶水的磷酸氢二钠)、微晶纤维素、乳糖、麦芽糖、辛酸钠、硫酸铵、无水磷酸氢钙、注射用蔗糖等药用辅料的竞争优势凸显。公司依靠先进的工艺技术和完善的质量保证体系, 通过了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。

图表 33: 公司药用辅料主要系列及其用途

序号	系列名称	产品用途
1	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
2	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
3	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

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 34: 公司已经入注册程序的辅料产品情况

序号	品种名称	研发所处阶段	进展情况
1	肉豆蔻酸异丙酯	已申报备案登记	申报生产, CDE审评中
2	硅藻土	已申报备案登记	申报生产, CDE审评中
3	苯乙烯-异戊二烯-苯乙烯三嵌段共聚物(SIS)	已申报备案登记	申报生产, CDE审评中

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

盈利预测与估值

盈利预测

- 我们预计公司 2022-2024 年收入 22.01、29.17、38.88 亿元，同比增长 35.3%、32.5%、33.3%；归母净利润 2.70、3.64、4.92 亿元，同比增长 32.0%、35.1%、35.2%；对应 EPS 为 0.82、1.11、1.50 元。
- 假设一：公司营业税金及附加占营业收入百分比不变；
- 假设二：制剂业务：公司洛索洛芬钠凝胶贴膏 2022H1 收入 5.76 亿元，同比增长 57.90%，未来通过广东联盟集采有望快速放量，酮洛芬凝胶贴膏也已经获批，我们预计公司凝胶贴膏业务 22-24 年保持快速增长；
- 假设三：原辅料业务：公司 2022Q1-3 药用辅料收入 1.08 亿元，同比增长 59.18%，原料药收入 0.87 亿元，同比增长 76.55%。在新产品带动下，我们预计公司辅料业务 22-24 年增速分别为 40%、35%、30%，原料药业务 22-24 年增速分别为 25%、20%、20%。
- 对期间费用和所得税的假设：
 - 销售费用率：随着公司制剂、原辅料新产品的陆续上市，公司需要持续进行市场推广以扩大品牌影响力、带动产品销售，我们预计公司销售费用率保持稳定；
 - 管理费用率：公司高度重视产品研发及技术储备，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 450 人研发技术团队，我们预计管理费用率保持稳定；
 - 财务费用率：尽管可转债利息费用带来公司财务费用增加，但是随着收入的快速增长，我们预计公司财务费用率每年逐渐下降。
- 所得税：参考往年，我们认为未来三年将保持在 9.7% 左右。

图表 35：九典制药业务分拆预测（单位：百万元）

单位：百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总计						
总收入	924.06	978.16	1,626.66	2,201.45	2,916.84	3,887.64
YOY	15.31%	5.85%	66.30%	35.34%	32.50%	33.28%
总毛利	623.51	732.14	1,277.08	1,726.72	2,280.58	3,046.12
毛利率(%)	67.48%	74.85%	78.51%	78.44%	78.19%	78.35%
制剂						
收入	655.3	794.8	1358.6	1833.98	2427.43	3269.47
YOY	29.76%	21.29%	70.94%	35.00%	32.36%	34.69%
%总收入	70.91%	81.25%	83.52%	83.31%	83.22%	84.10%
毛利	551.47	673.50	1,168.29	1581.79	2090.26	2807.51
%总毛利	88.45%	91.99%	91.48%	91.61%	91.65%	92.17%
毛利率(%)	84.16%	84.74%	86.00%	86.25%	86.11%	85.87%
凝胶贴膏						
收入		415.13	848.94	1273.41	1782.78	2495.89
YOY			104.50%	50%	40%	40%
%总收入			52.19%	57.84%	61.12%	64.20%
毛利				1133.34	1577.76	2196.38
%总毛利				65.64%	69.18%	72.10%
毛利率(%)				89%	89%	88%
其他制剂						
收入		379.64	509.61	560.57	644.65	773.59
YOY			34.23%	10%	15%	20%
%总收入			31.33%	25.46%	22.10%	19.90%
毛利				448.46	512.50	611.13
%总毛利				25.97%	22.47%	20.06%
毛利率(%)				80%	80%	79%
药用辅料						
收入	158.0	66.8	111.1	166.64	233.29	303.28
YOY	-9.65%	-57.73%	66.30%	50%	40%	30%
%总收入	17.10%	6.83%	6.83%	7.57%	8.00%	7.80%
毛利	24.33	17.99	28.23	42.34	59.27	77.05
%总毛利	3.90%	2.46%	2.21%	2.45%	2.60%	2.53%
毛利率(%)	15.40%	26.92%	25.41%	25.41%	25.41%	25.41%
原料药						
收入	73.2	74.6	76.9	115.41	161.57	210.05
YOY	-17.31%	1.97%	3.14%	50%	40%	30%
%总收入	7.92%	7.63%	4.73%	5.24%	5.54%	5.40%
毛利	39.65	37.72	36.38	54.57	76.39	99.31
%总毛利	6.36%	5.15%	2.85%	3.16%	3.35%	3.26%
毛利率(%)	54.20%	50.56%	47.28%	47.28%	47.28%	47.28%
技术转让与服务						
收入			44.1	48.47	55.74	64.10
YOY				10%	15%	15%
%总收入			2.71%	2.20%	1.91%	1.65%
毛利			38.41	42.25	48.58	55.87
%总毛利			3.01%	2.45%	2.13%	1.83%
毛利率(%)			87.17%	87.17%	87.17%	87.17%
植物提取物及其他						
收入	34.4	39.5	35.2	36.96	38.81	40.75
YOY	4.12%	14.94%	-10.98%	5%	5%	5%
%总收入	3.72%	4.04%	2.16%	1.68%	1.33%	1.05%
毛利	6.09	3.01	5.51	5.78	6.07	6.37
%总毛利	0.98%	0.41%	0.43%	0.33%	0.27%	0.21%
毛利率(%)	17.69%	7.62%	15.64%	15.64%	15.64%	15.64%
其他业务						
收入	3.2	2.5	0.8			
YOY		-23.68%	-66.53%			
%总收入	0.35%	0.25%	0.05%			
毛利	1.97	-0.08	0.28			
%总毛利	0.32%	-0.01%	0.02%			
毛利率(%)	61.47%	-3.38%	34.39%			

来源：wind，中泰证券研究所

图表 36: 九典制药期间费用率和所得税率假设 (单位: 百万元, %)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用	509.26	832.11	1133.75	1496.34	1990.47
销售费用率%	52.06%	51.12%	51.50%	51.30%	51.20%
管理费用	38.23	46.20	62.49	82.80	110.36
管理费用率%	3.91%	2.84%	2.84%	2.84%	2.84%
财务费用	4.88	13.29	14.11	17.52	17.67
财务费用率%	0.50%	0.82%	0.64%	0.60%	0.45%
所得税	8.58	21.94	28.97	39.13	52.85
所得税率%	9.45%	9.70%	9.70%	9.70%	9.70%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

投资建议

- 我们选取作兴齐眼药、羚锐制药、佐力药业作为可比公司, 平均估值在 2023 年 25×左右, 目前公司股价对应 2022-2024 年 35/26/19 倍 PE, 考虑公司凝胶贴膏制剂持续放量, 非贴膏制剂逐渐成长, 原辅料业务恢复快速成长, 公司业绩有望保持快速增长, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表 37: 可比公司估值 (百万元)

代码	简称	营收 (2021)	近3年营收 CAGR (%)	净利润 (2021)	近3年净利润 CAGR (%)	PE (2022)	PE (2023)	PE (2024)	总市值 (亿元)
300573.SZ	兴齐眼药	1027.91	37.66%	194.70	132.90%	46.5	35.5	21.5	121.44
600285.SH	羚锐制药	2693.51	11.75%	361.54	10.81%	19.2	16.1	13.7	86.71
300181.SZ	佐力药业	1457.40	26.47%	179.41	164.77%	32.7	24.5	18.3	86.55
平均值						32.8	25.4	17.8	
300705.SZ	九典制药	1627.66	32.72%	204.25	92.59%	35.2	26.0	19.3	99.01

来源: wind (截至 2023 年 3 月 10 日, 2022-2024 年估值取 wind 一致预期), 中泰证券研究所

风险提示

- **新产品和新工艺开发风险。**公司持续加大研发投入, 不断进行新产品和新工艺开发, 目前制剂、原辅料均有多个在研产品。新产品和新工艺开发技术难度大、前期投资高、审批周期长, 公司可能面临因新产品和新工艺研发失败或未能通过注册审批从而导致的产品开发失败风险。
- **产品市场拓展不及预期风险。**目前公司 85%左右的收入来源于制剂, 包括凝胶贴膏制剂、非贴膏制剂, 尽管公司在医院端、院外持续拓展市场, 但若未来竞争格局恶化或政策发生变化, 公司可能面临产品市场拓展不及预期风险。
- **公开资料信息滞后或更新不及时风险。**报告中部分内容来自于公开资料, 可能存在公开资料信息滞后或更新不及时的情况。

图表 38: 九典制药财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	1020	1104	1406	1980	营业收入	1628	2201	2917	3888
现金	398	422	493	782	营业成本	350	475	629	842
应收账款	249	339	462	603	营业税金及附加	21	28	38	50
其他应收款	2	3	3	5	营业费用	832	1134	1496	1990
预付账款	7	10	13	18	管理费用	46	62	83	110
存货	214	287	383	510	财务费用	13	14	18	18
其他流动资产	150	43	53	62	资产减值损失	-16	0	0	0
非流动资产	725	693	661	630	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	3	0	0	0
固定资产	589	548	507	466	营业利润	226	301	406	547
无形资产	77	84	98	109	营业外收入	3	0	0	0
其他非流动资产	59	61	55	55	营业外支出	2	2	2	2
资产总计	1745	1797	2067	2610	利润总额	226	299	403	545
流动负债	370	335	312	371	所得税	22	29	39	53
短期借款	54	62	0	0	净利润	204	270	364	492
应付账款	86	106	142	195	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	230	167	171	176	归属母公司净利润	204	270	364	492
非流动负债	276	201	202	293	EBITDA	294	364	472	614
长期借款	21	155	155	245	EPS (元)	0.87	0.82	1.11	1.50
其他非流动负债	254	45	47	48					
负债合计	646	536	515	664	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
股本	235	329	329	329	成长能力				
资本公积	279	185	185	185	营业收入	66.4%	35.3%	32.5%	33.3%
留存收益	516	725	1008	1391	营业利润	146.2%	33.2%	34.8%	34.9%
归属母公司股东权益	1099	1261	1553	1945	归属于母公司净利润	148.3%	32.0%	35.1%	35.0%
负债和股东权益	1745	1797	2067	2610	获利能力				
					毛利率 (%)	78.5%	78.4%	78.4%	78.4%
					净利率 (%)	12.5%	12.2%	12.5%	12.7%
					ROE (%)	18.6%	21.4%	23.5%	25.3%
					ROIC (%)	22.8%	26.0%	30.4%	35.2%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	37.0%	29.8%	24.9%	25.5%
					净负债比率 (%)	19.41%	46.47%	36.28%	41.66%
					流动比率	2.75	3.29	4.50	5.34
					速动比率	2.13	2.36	3.17	3.84
					营运能力				
					总资产周转率	1.13	1.24	1.51	1.66
					应收账款周转率	7	7	7	7
					应付账款周转率	5.11	4.94	5.09	5.00
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.62	0.82	1.11	1.50
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.58	0.41	0.74	1.01
					每股净资产 (最新摊薄)	3.35	3.84	4.73	5.92
					估值比率				
					P/E	46.44	35.18	26.04	19.28
					P/B	8.63	7.52	6.11	4.88
					EV/EBITDA	33	27	21	16

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 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, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。