

投资评级：买入（维持）
报告日期：2022年08月31日
市场数据

目前股价	8.82
总市值（亿元）	76.68
流通市值（亿元）	59.22
总股本（万股）	86,935
流通股本（万股）	67,144
12个月最高/最低	11.95/7.98

分析师

分析师：刘鹏 S1070520030002

☎ 021-31829686

✉ liupeng@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

- <<转让九芝堂医药 51%股份，携手益丰药房赋能渠道>>2022-05-22
- <<文化+品牌营销 OTC 产品放量增长，处方药政策压力下业绩企稳回升>>2022-04-14
- <<持续创新引领发展，连锁门店数量预计保持快速增长>>2022-03-08
- <<文化营销助力 OTC 放量、创新药和干细胞远期赋能>> 2022-01-21
- <<投资干细胞潜力赛道、携手创新药项目为中长期发展赋能>> 2021-12-27
- <<三季度营收和净利双增长，文化营销加速主要品种放量>> 2021-10-26

疫情扰动营收承压，看好未来业务优化+益丰赋能

——九芝堂（000989）公司动态点评
盈利预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	3560	3784	3506	3471	3829
(+/-%)	11.8%	6.3%	-7.4%	-1.0%	10.3%
归母净利润（百万元）	272	271	518	671	756
(+/-%)	41.7%	-0.6%	91.2%	29.7%	12.6%
摊薄 EPS（元/股）	0.32	0.32	0.60	0.77	0.87
PE	27	28	15	11	10

资料来源：长城证券产业金融研究院

核心观点

- **事件：**公司发布 2022 年中报，2022H1 公司实现营收 18.89 亿元，同比下降 9.10%；实现归母净利润 3.68 亿元，同比增长 67.81%；实现扣非归母净利润 1.33 亿元，同比下降 31.58%。
- **疫情下公司优化业务线，营收下滑净利润高增。**22H1 公司营收有所下滑，中成药/西成药/生物制药分别实现营收 14.59/3.59/0.35 亿元，同比分别下降 8.3%/13.37%/20.95%。其中，处方药主导产品疏血通注射液受疫情和经销商结构调整的影响，上半年营收有所承压；西成药主要是由于 22 年 5 月转让九芝堂医药及其下属 2 家子公司的股权；OTC 产品主要受原材料成本上升影响。22H1 毛利率为 56.4%，同比下降 4.87pct。净利润高增但扣非净利润下降幅度较大主要是因为公司转让九芝堂医药 51% 股权增加净利润 2.12 亿元，属于非经常性损益项目。公司上半年进行产销一体化改革，优化业务经营体系，在长沙、牡丹江等地建立产销一体型经营单元，下半年随着疫情企稳，产销一体化的优势将逐渐显现。
- **成本端受原材料上涨影响，销售费用率控制成效显著。**22H1 营业成本占比为 43.60%，同比上升 4.87pct。主要系原材料价格上涨导致。22H1 销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 35.00%/6.49%/0.02%，分别同比 -2.11pct/+0.55pct/-0.07pct。公司通过主动管理，销售费用率显著降低。公司成本端和费用端有望继续优化，持续打开利润空间。
- **携手益丰赋能产业链，共同发力零售渠道。**公司于 4 月 23 日与益丰药房签署《股权转让框架协议》，转让 51% 九芝堂医药的股权。截至 6 月 30 日，九芝堂医药已完成股权转让工商变更登记手续。我们认为，下半年医药连锁在益丰药房的带领下利润率将有所提升，同时 OTC 板块将受益于益丰药房的线下渠道。
- **投资建议：**九芝堂是业务发展稳健、产品梯队丰富的百年中华老字号。公司整合业务提高资源利用率，与益丰药房携手拓宽线下渠道。我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 35.06 亿元、34.71 亿元和 38.29 亿元，归

母净利润分别为 5.18 亿元、6.71 亿元和 7.55 亿元，EPS 分别为 0.60 元、0.77 元和 0.87 元，对应 8 月 31 日收盘价 8.82 元，PE 分别为 15X、11X 和 10X，维持“买入”评级。

- **风险提示：**行业政策变化风险，疫情反弹风险，原材料供应不足及价格波动风险，研发风险。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3,559.54	3,784.16	3,505.65	3,470.68	3,828.78	成长性					
营业成本	1,406.89	1,551.64	1,504.93	1,129.87	1,247.42	营业收入增长	11.81%	6.31%	-7.36%	-1.00%	10.32%
销售费用	1,349.20	1,404.39	1,262.04	1,268.75	1,389.01	营业成本增长	14.94%	10.29%	-3.01%	-24.92%	10.40%
管理费用	229.68	278.98	227.87	235.14	263.51	营业利润增长	30.83%	4.28%	84.70%	30.19%	12.12%
研发费用	113.42	117.78	94.65	104.11	112.47	利润总额增长	32.33%	1.51%	89.22%	30.34%	12.29%
财务费用	-0.50	6.05	0.88	1.98	3.09	归母净利润增	41.72%	-0.59%	91.22%	29.66%	12.58%
其他收益	28.00	49.53	40.00	44.77	42.38	盈利能力					
投资净收益	-75.25	-54.79	271.48	155.60	186.72	毛利率	60.48%	59.00%	57.07%	67.45%	67.42%
营业利润	351.46	366.50	676.93	881.29	988.07	销售利润率	9.87%	9.69%	19.31%	25.39%	25.81%
营业外收支	-0.09	-9.81	-2.00	-1.60	-0.30	ROE	6.87%	6.75%	12.42%	16.13%	18.19%
利润总额	351.37	356.69	674.93	879.70	987.77	ROIC	20.47%	11.00%	10.49%	28.08%	29.54%
所得税	81.63	88.69	162.31	215.15	239.56	营运效率					
少数股东损益	-2.56	-2.70	-5.02	-6.60	-7.38	销售费用/营业收入	37.90%	37.11%	36.00%	36.56%	36.28%
归母净利润	272.31	270.70	517.64	671.15	755.59	管理费用/营业收入	6.45%	7.37%	6.50%	6.77%	6.88%
资产负债表	(百万)					研发费用/营业收入	3.19%	3.11%	2.70%	3.00%	2.94%
流动资产	2,765.70	2,762.42	2,861.99	2,644.69	2,693.85	财务费用/营业收入	-0.01%	0.16%	0.03%	0.06%	0.08%
货币资金	794.78	808.08	656.13	491.41	236.24	投资收益/营业利润	-21.41%	-14.95%	40.10%	17.66%	18.90%
应收票据应收账款	577.72	685.69	502.33	673.84	623.69	所得税/利润总额	23.23%	24.87%	24.05%	24.46%	24.25%
其他应收款	9.51	9.46	9.49	9.48	9.48	应收账款周转率	8.20	9.50	9.47	9.47	9.47
存货	657.46	809.99	653.13	445.36	767.42	存货周转率	5.70	5.16	4.79	6.32	6.31
非流动资产	2,305.81	2,503.12	2,430.26	2,482.31	2,607.33	流动资产周转率	1.35	1.37	1.25	1.26	1.43
固定资产	1,090.06	1,031.65	1,021.61	1,079.74	1,158.98	总资产周转率	0.71	0.73	0.66	0.67	0.73
资产总计	5,071.51	5,265.53	5,292.25	5,126.99	5,301.18	偿债能力					
流动负债	1,075.79	1,165.85	1,039.86	878.98	1,061.65	资产负债率	22.60%	24.60%	22.01%	19.63%	22.41%
短期借款	101.93	-	-	-	51.31	流动比率	2.57	2.37	2.75	3.01	2.54
应付款项	754.85	878.19	763.07	596.76	730.84	速动比率	1.96	1.67	2.12	2.50	1.81
非流动负债	70.29	129.45	125.00	127.23	126.11	每股指标 (元)					
长期借款	-	-	-	-	-	EPS	0.32	0.32	0.60	0.77	0.87
负债合计	1,146.09	1,295.30	1,164.86	1,006.20	1,187.76	每股净资产	4.51	4.57	4.75	4.75	4.75
股东权益	3,925.42	3,970.24	4,127.39	4,120.79	4,113.42	每股经营现金流	0.70	0.42	0.66	0.61	0.62
股本	869.35	869.35	869.35	869.35	869.35	每股经营现金/EPS	2.16	1.33	1.11	0.79	0.71
留存收益	3,412.29	3,262.01	3,262.01	3,262.01	3,262.01	估值					
少数股东权益	2.91	1.05	-3.97	-10.57	-17.94	PE	27.21	27.85	14.81	11.42	10.15
负债和权益总计	5,071.51	5,265.53	5,292.25	5,126.99	5,301.18	PEG	0.78	0.68	0.37	0.33	0.25
现金流量表	(百万)					PB	1.95	1.93	1.86	1.86	1.86
经营活动现金流	609.56	365.91	573.00	532.77	535.49	EV/EBITDA	11.86	18.49	7.50	6.04	5.63
其中营运资本减少	224.12	-278.16	222.20	-99.00	-168.47	EV/SALES	1.53	2.15	1.69	1.75	1.67
投资活动现金流	123.02	62.73	-368.52	-24.40	-83.28	EV/IC	2.15	3.05	2.49	2.39	2.24
其中资本支出	-48.85	110.73	50.00	210.00	310.00	ROIC/WACC	1.22	1.35	1.28	3.43	3.61
融资活动现金流	-234.72	-415.14	-356.43	-673.08	-707.39	REP	1.76	2.27	1.94	0.70	0.62
净现金总变化	497.85	13.50	-151.95	-164.72	-255.18						

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券产业金融研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

买入——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上
增持——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间
持有——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间
卖出——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上

行业评级：

强于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
弱于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场

长城证券产业金融研究院

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>