

研究所
 证券分析师：周小刚 S0350521090002
 zhouxg@ghzq.com.cn
 联系人：林羽茜 S0350121070026
 linyx@ghzq.com.cn

补益类品种丰富，OTC 板块渠道扩张发力

——九芝堂（000989）公司动态研究

最近一年走势



相对沪深 300 表现

	2023/03/31		
表现	1M	3M	12M
九芝堂	16.8%	39.4%	23.6%
沪深 300	-0.5%	4.6%	-4.1%

市场数据

	2023/03/31
当前价格(元)	12.28
52 周价格区间(元)	7.68-12.63
总市值(百万)	10,510.97
流通市值(百万)	8,080.12
总股本(万股)	85,594.20
流通股本(万股)	65,799.06
日均成交额(百万)	676.14
近一月换手(%)	5.77

投资要点：

- **中成药板块储备深厚，OTC 板块渠道扩张发力。**公司拥有 6 个销售金额过亿中成药品种。**OTC 板块：**六味地黄丸在中国非处方药物协会 2021 年度中国非处方药产品综合统计排名中，获补益类产品第二名，在同名产品中排第一位。安宫牛黄丸用于治疗心脑血管疾病，根据 2020-2025 年安宫牛黄丸行业市场价格专题深度调研及发展前景专项调研评估报告，2021 年中国安宫牛黄丸市场规模达 39.8 亿元，同比增长 22.46%，近四年市场增速在 20% 以上，2021 年公司安宫牛黄丸销售收入同比增长 22%，预计未来收入依旧跟随市场保持较高增长。在补血产品上，公司布局有阿胶、驴胶补血颗粒等产品，其中驴胶补血颗粒荣登“2021 中国医药品牌榜”零售终端补血补气类用药榜单，阿胶收入在 2022 年下降后预计 2023 年迎来回升。足光散用于湿热型手足癣及臭汗症，效果显著，公司市场份额领先，定价较高。逍遥丸为妇科用药，用于治疗月经不调，2023 年有望成为新的销售额过亿品种。2023 年公司将加大 OTC 板块渠道拓展力度，收入增速有望提升。**处方药板块：**疏血通注射液为心血管领域中药注射剂，2022 年收入有所下降，预计 2023 年收入回升后，销售额保持相对稳定。天麻沟通颗粒用于治疗高血压，2023 年有望进入基药，成为收入过亿品种。
- **建立产业园扩充产能，干细胞项目亏损缩窄。**公司于湖南长沙建设九芝堂国药健康产业园，2018 年投资 1.85 亿元，2021 年增加投资 1.95 亿元，主要用于拓张阿胶和安宫牛黄丸产能，安宫牛黄丸公司目前产能 170 万丸，投产后将新增 350 万丸。公司投资干细胞业务，开展缺血耐受同种异体骨髓间充质干细胞治疗缺血性脑卒中、抗凝药、抗生素等项目的研发，2020-2022 年每年亏损金额在 1.5-2 亿元，预计 2023 年开始亏损金额将缩小至 7000 万。预计公司各项费用率将维持相对稳定。
- **盈利预测和投资评级：**我们预计公司 2022-2024 年收入分别为 30.39、34.43、39.84 亿元，同比增速分别为 -19.7%、13.3%、15.7%，归母净利润分别为 3.50、4.09、4.81 亿元，对应 EPS 为 0.41 元、0.48 元和 0.56 元，对应当前股价的 PE 为 29 倍、25 倍、21 倍。公司补益类中成药产品储备深厚，扩充渠道和产能，首次覆盖，给予“买入”评级。

- 风险提示：渠道扩张进度不及预期，补益类产品需求疲弱，中药材涨价导致成本上升，产能扩张后产量不及预期导致毛利率下降，干细胞项目研发不及预期。

预测指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	3784	3039	3443	3984
增长率(%)	6.3	-19.7	13.3	15.7
归母净利润（百万元）	270.7	350.4	409.1	481.1
增长率(%)	-0.6	29.5	16.7	17.6
摊薄每股收益（元）	0.32	0.41	0.48	0.56
ROE(%)	6.8	8.8	9.4	9.9
P/E	34.3	29.0	24.8	21.1
P/B	2.4	2.6	2.3	2.1
P/S	2.5	3.3	2.9	2.5
EV/EBITDA	14.5	15.4	14.5	11.0

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：九芝堂盈利预测表

证券代码:	000989		股价:	12.28	投资评级:	买入	日期:	2023/03/31	
财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
盈利能力					每股指标				
ROE	7%	9%	9%	10%	EPS	0.32	0.41	0.48	0.56
毛利率	59%	60%	60%	60%	BVPS	4.57	4.63	5.11	5.67
期间费率	45%	43%	43%	43%	估值				
销售净利率	7%	12%	12%	12%	P/E	34.29	28.97	24.82	21.10
成长能力					P/B	2.38	2.56	2.32	2.09
收入增长率	6%	-20%	13%	16%	P/S	2.49	3.34	2.95	2.55
利润增长率	-1%	29%	17%	18%					
营运能力					利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
总资产周转率	0.72	0.62	0.61	0.65	营业收入	3784	3039	3443	3984
应收账款周转率	9.36	12.90	7.04	11.40	营业成本	1552	1216	1377	1594
存货周转率	4.67	9.67	3.58	7.67	营业税金及附加	49	40	45	52
偿债能力					销售费用	1404	1124	1274	1474
资产负债率	25%	20%	22%	20%	管理费用	279	182	207	239
流动比	2.37	2.85	2.78	3.14	财务费用	6	0	0	0
速动比	1.64	2.44	1.87	2.64	其他费用 / (-收入)	118	91	86	80
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	营业利润	366	462	559	671
现金及现金等价物	808	1412	847	2015	营业外净收支	-10	0	0	0
应收款项	686	329	821	510	利润总额	357	462	559	671
存货净额	810	314	960	519	所得税费用	89	116	138	167
其他流动资产	459	359	413	472	净利润	268	346	421	504
流动资产合计	2762	2415	3040	3517	少数股东损益	-3	-5	-5	-6
固定资产	1032	969	905	840	归属于母公司净利润	271	350	409	481
在建工程	143	179	225	280	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
无形资产及其他	1005	1051	1112	1176	经营活动现金流	366	1092	-432	1303
长期股权投资	323	323	323	323	净利润	271	350	409	481
资产总计	5266	4936	5605	6136	少数股东权益	-3	-5	-5	-6
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	175	155	156	157
应付款项	191	81	228	129	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-126	633	-944	720
其他流动负债	974	766	866	992	投资活动现金流	63	-132	-133	-134
流动负债合计	1166	847	1094	1121	资本支出	-207	-32	-201	-214
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	247	0	0	0
其他长期负债	129	129	129	129	其他	22	-100	68	80
长期负债合计	129	129	129	129	筹资活动现金流	-415	-356	0	0
负债合计	1295	976	1223	1251	债务融资	-102	0	0	0
股本	869	856	856	856	权益融资	0	-13	0	0
股东权益	3970	3960	4381	4886	其它	-313	-342	0	0
负债和股东权益总计	5266	4936	5605	6136	现金净增加额	13	604	-566	1169

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【医药小组介绍】

周小刚，医药行业首席分析师，复旦大学经济学硕士、西安交通大学工学本科，具有5年医药实业工作经验、7年医药研究工作经验。

万鹏辉，中科院药物所药物化学硕士，3年医药二级市场投研经验，主要覆盖CXO及软镜等板块。

林羽茜，悉尼大学数据分析硕士，2021年加入国海证券医药组，主要覆盖医疗器械板块。

赵宁宁，中南财经政法大学金融硕士，生物工程+金融复合背景，2020年加入国海证券，现从事医药行业研究，主要覆盖中药、生物药。

李明，北京大学金融科技硕士，2021年加入国海证券医药组，主要覆盖医疗服务、眼科产业板块。

沈崇皓，华东师范大学药化硕士，3年海外医药投研经验，2022年加入国海证券医药组，主要覆盖部分中药和生命科学上游产业链等板块。

李畅，北京大学药理学硕士，具有1年医疗实业工作经验，2022年加入国海证券医药组，主要覆盖创新药等板块。

【分析师承诺】

周小刚，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取

提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。