



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

业绩稳健增长，与益丰药房合作有望提 升公司及门店盈利能力

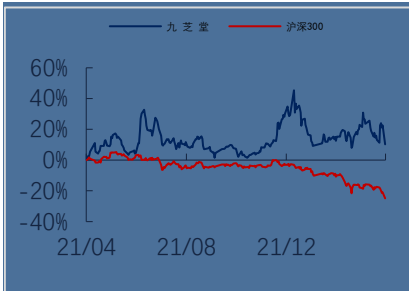
—九芝堂(000989)公司首次覆盖报告

周平 医药行业首席分析师

S1500521040001

15310622991

zhouping@cindasc.com

证券研究报告
公司研究
公司首次覆盖报告
九芝堂(000989)
投资评级 **买入**
上次评级


资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	9.07
52周内股价波动区间(元)	11.95-8.35
最近一月涨跌幅(%)	-10.20
总股本(亿股)	8.69
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	78.85

资料来源：信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
CINDASECURITIESCO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

业绩稳健增长，与益丰药房合作有望提升公司及门店盈利能力

2022年04月26日

报告内容摘要：

- ◆ **2021年和2022Q1业绩稳健增长。**九芝堂拥有传统中药类“九芝堂”品牌、现代中药类“友搏”品牌、生物制剂产品“斯奇康”及药食同源系列产品，覆盖心脑血管、补肾、补血、妇儿、五官科等多个领域。2021年，公司实现营收37.84亿元(+6.31%)，归母净利润2.71亿元(-0.59%)，系OTC经营板块全面提升产品服务能力和盈利能力与品牌溢价能力，实现经营业绩的持续增长。2022Q1公司实现营收11.96亿元(+4.40%)，归母净利润1.24亿元(+15.58%)，保持稳健增长。
- ◆ **药品零售行业竞争日趋激烈，行业集中度进一步加强。**老龄化加速和消费升级背景下，居民中药保健品健康消费意愿增强。OTC中药具有自主定价权，由于上游药材涨价、以及下游药店需要提价以提高盈利能力等因素，存在提价现象。据一心堂2021年度报告，截止2021年9月底全国药店数量已达58.65万家，其中零售连锁门店33.53万家，2020年我国药品零售市场规模为5119亿元，扣除不可比因素同比增长10.1%，随着药品零售连锁行业的快速发展，竞争也日趋激烈，我国药品零售行业的集中度进一步加强。对比来看，九芝堂连锁门店营收体量可比肩益丰药房，但盈利能力有待提升。
- ◆ **与益丰药房合作共赢，有望提升九芝堂盈利能力及门店的经营管理。**2022年4月23日，公司与益丰药房签署《股权转让框架协议》，公司拟向益丰药房出售所持的湖南九芝堂医药有限公司51%的股权，本次交易预计增加九芝堂当期净利润（非经常性损益）约1.58亿元，此外控股股东李振国先生拟将其持有的公司5.00%股份转让给益丰药房。双方产品+渠道的战略合作有望提升九芝堂的盈利能力，原连锁门店经营管理有望改善。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**预计公司2022-2024年营业收入分别为32.16/35.64/39.15亿元，归母净利润分别为5.75/6.33/6.91亿元，PE分别为13.70/12.45/11.42X。我们认为九芝堂具备品牌知名度，商业门店经营管理有望向好，我们设定九芝堂2022年PE估值区间为19-21倍，对应目标价区间为12.54-13.86元，首次覆盖，给与买入评级。
- ◆ **股价催化剂：**对益丰药房股权转让或改善门店盈利能力及拓展相关合作。
- ◆ **风险因素：**对外投资的风险、原材料供应不足及价格波动风险、产品研发风险、行业政策风险。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	3,560	3,784	3,216	3,564	3,915
增长率YoY%	11.8%	6.3%	-15.0%	10.8%	9.9%
归属母公司净利润(百万元)	272	271	575	633	691
增长率YoY%	41.7%	-0.6%	112.6%	10.1%	9.0%
毛利率%	60.5%	59.0%	72.6%	72.2%	72.0%
净资产收益率ROE%	6.9%	6.8%	12.4%	11.8%	11.1%
EPS(摊薄)(元)	0.31	0.31	0.66	0.73	0.79
市盈率P/E(倍)	25.13	34.88	13.70	12.45	11.42
市净率P/B(倍)	1.74	2.38	1.70	1.46	1.27

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2022年04月25日收盘价

目录

一、 公司分析:	4
1、 公司概况.....	4
2、 财务分析: OTC 板块发展推动业绩稳健增长.....	4
3、 竞争优势分析: 营销能力持续提升、研发持续推进.....	6
4、 与益丰药房合作共赢, 有望提升连锁门店盈利能力.....	7
二、 行业分析:	8
1、 消费升级和涨价驱动量价齐升, 看好 OTC 品牌药企.....	8
2、 医保支持中药零售药店和互联网+中医药服务发展.....	9
3、 药品零售行业竞争日趋激烈, 行业集中度进一步加强.....	9
三、 盈利预测、估值与投资评级.....	10
1、 盈利预测和假设.....	10
2、 盈利预测结果.....	11
3、 估值结论与投资评级.....	11
四、 风险因素.....	11
1、 对外投资的风险.....	11
2、 原材料供应不足及价格波动风险.....	12
3、 产品研发风险.....	12
4、 行业政策风险.....	12

表目录

表 1: 九芝堂产品梯队介绍.....	4
表 2: 公司干细胞及创新药项目报告期内进展.....	7
表 3: 九芝堂与益丰药房签署《股权转让框架协议》重要内容介绍.....	8
表 4: 九芝堂盈利预测假设.....	10
表 5: 九芝堂盈利预测结果.....	11
表 6: 九芝堂可比公司估值结果.....	11

图目录

图 1: 2017-2022Q1 公司营业收入情况.....	4
图 2: 2017-2022Q1 公司归母净利润情况.....	4
图 3: 2017-2022Q1 公司销售毛利率和净利率变化.....	5
图 4: 2017-2022Q1 公司费用率变化.....	5
图 5: 2017-2022Q1 公司营业收入结构基本保持稳定.....	5
图 6: 2017-2022Q1 公司分业务毛利率变化.....	6
图 7: 2019-2022Q1 公司总资产及资产负债率呈上升趋势.....	6
图 8: 2017-2022Q1 公司经营现金净流量及净现比.....	6
图 9: 我国中药保健品行业市场规模及占比变化.....	9
图 10: 2017-2021 九芝堂连锁门店数量快速增长.....	10

一、 公司分析：

1、 公司概况

九芝堂前身“劳九芝堂药铺”起源于公元 1650 年，现代的九芝堂股份有限公司于 1999 年设立并于 2000 年在深交所上市，“九芝堂”为“中华老字号”。公司以中药研发、生产和销售等业务为核心，逐步探索布局干细胞、中医医疗健康服务、药食同源系列产品等创新业务，现已发展成为下辖 20 余家子公司，500 多家连锁门店的现代大型医药企业。

据 2021 年报，公司拥有药品注册批文 309 个，其中独家品种 35 个，国家中药保护品种 1 个。公司拥有传统中药类“九芝堂”牌系列产品、现代中药类“友搏”牌系列产品、生物制剂产品“斯奇康”及药食同源系列产品，覆盖心脑血管、补肾、补血、妇儿、五官科等多个领域。2021 年度公司有 6 个品种实现销售收入过亿元，分别为疏血通注射液、六味地黄丸、驴胶补血颗粒、阿胶、安牛、足光散，其中安牛销售收入同比增长 22%；有 26 个产品品种实现销售收入过千万元，其中杞菊地黄丸、补中益气丸、知柏地黄丸、桂附地黄丸、小金丸、补肾固齿丸、十全大补丸、复方降脂片、乌鸡白凤丸等产品销售收入同比均增长 20% 以上。

表 1：九芝堂产品梯队介绍

分类	产品
中成药（包括 OTC 及处方药）	第一梯队产品：疏血通注射液、驴胶补血颗粒、六味地黄丸、安宫牛黄丸、阿胶、足光散、斯奇康、裸花紫珠片等； 第二梯队产品：补肾固齿丸、小金丸、逍遥丸、杞菊地黄丸、归脾丸、补中益气丸等； 第三梯队产品：孵化独家、特色的阿珍养血口服液、补肾填精口服液、生发丸、健肺丸、喉炎丸等。
药食同源系列	新探索“药食同源”的现代养生理念，以中药饮片及阿胶类健康食品为核心，拥有阿胶糕、芝牌阿胶口服液等产品； 不断挖掘中药新疗效，开发贵细饮片、固体饮料等系列产品。

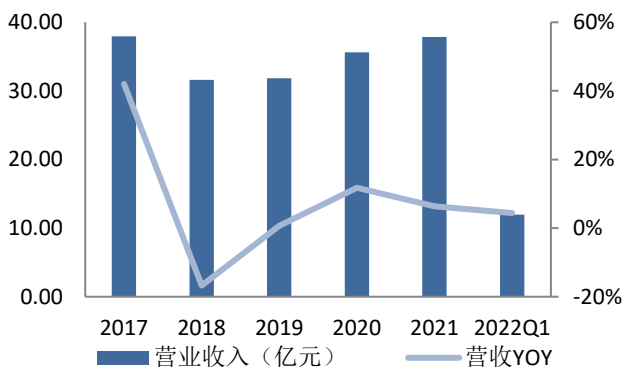
资料来源：公司 2021 年年报，信达证券研发中心

2、 财务分析：OTC 板块发展推动业绩稳健增长

2015 年公司与友搏药业并购重组后，处方药大单品疏血通注射液带动业绩增长。2018-2019 年由于疏血通注射液受医保控费、限辅等政策影响，公司业绩承压。2020-2022Q1 公司实现了经营业绩的企稳回升。2021 年，公司实现营收 37.84 亿元（+6.31%），归母净利润 2.71 亿元（-0.59%），系 OTC 经营板块全面提升产品服务能力和盈利能力与品牌溢价能力，实现经营业绩的持续增长。

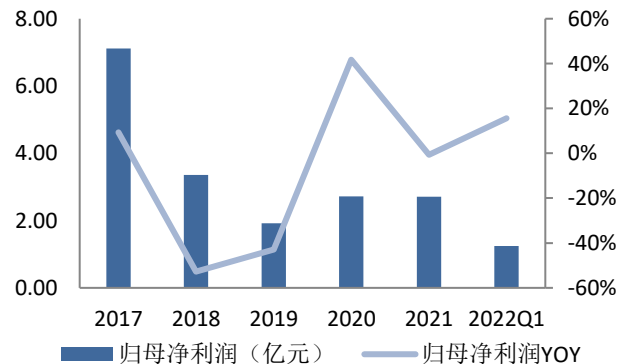
2022Q1 公司实现营收 11.96 亿元（+4.40%），归母净利润 1.24 亿元（+15.58%），保持稳健增长。

图 1：2017-2022Q1 公司营业收入情况



资料来源：wind, 信达证券研发中心

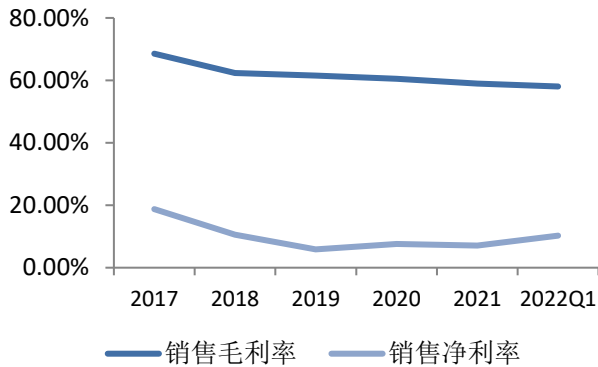
图 2：2017-2022Q1 公司归母净利润情况



资料来源：wind, 信达证券研发中心

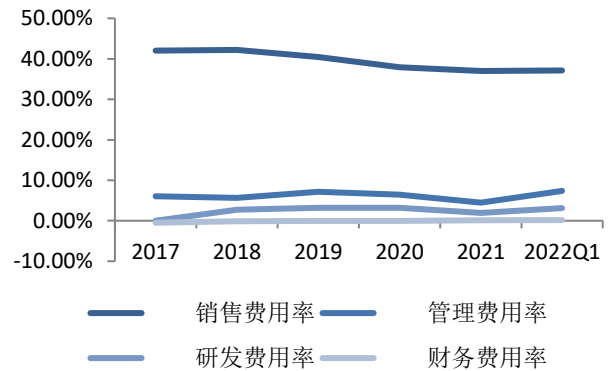
从毛利率来看，2019-2022Q1，公司整体销售毛利率略有下滑，自2018年公司开始投资干细胞项目后，负投资收益拉低净利率，2022Q1净利率为10.29%（同比提升1.0pct）。四项费用率基本保持稳定，公司产品主要依托连锁大药房经销和自有商业直营，经销模式下销售费用率较高。

图3：2017-2022Q1 公司销售毛利率和净利率变化



资料来源：wind, 信达证券研发中心

图4：2017-2022Q1 公司费用率变化

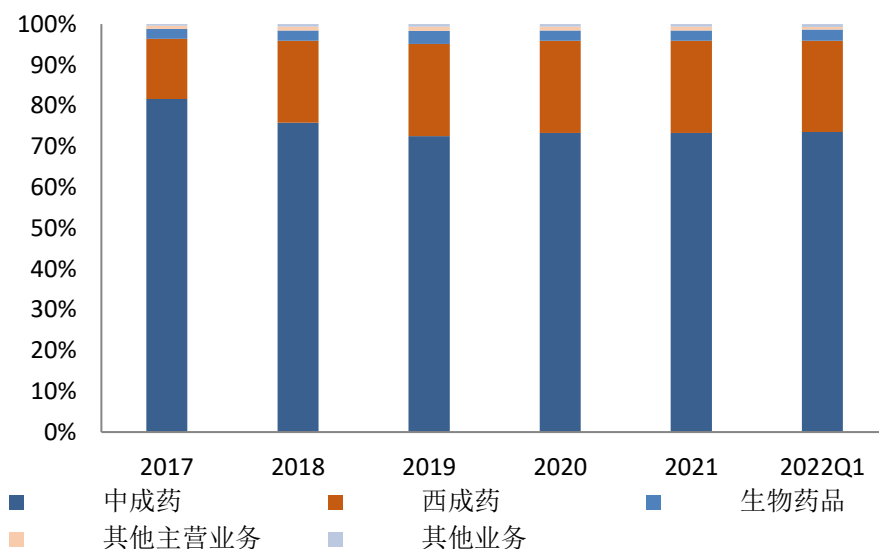


资料来源：wind, 信达证券研发中心

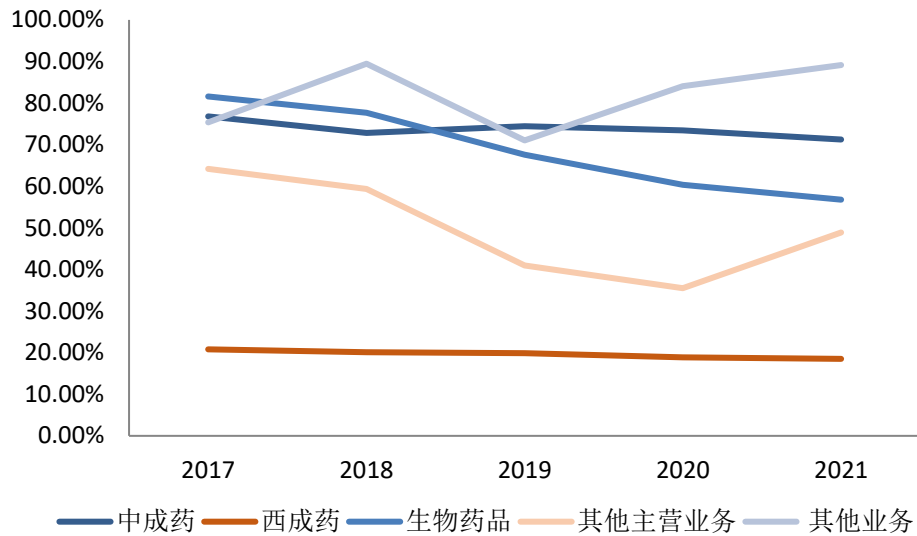
从产品收入结构来看，2021年公司主营业务收入可分三大板块：1) 中成药业务：OTC药品和处方药共实现营收27.82亿元(+15.42%)，营收占比73.51%，其中处方药大品种为疏血通注射液，2021年OTC经营板块销售收入17.90亿元(+16%)；2) 医药商业板块：2021年营收为10.41亿元(+4.13%)，销售西成药和自产中成药产品；3) 生物药品：实现收入1.02亿元(+23.67%)，大品种为斯奇康注射液。其他业务包括药食同源类产品，目前收入规模较小。公司对干细胞项目的投资目前仍处于研发支出阶段，2021年度投资收益-5479.47万元。结合多方面因素，公司2021年度归母净利润为2.71亿元。

2017-2022Q1 公司营业收入结构基本保持稳定，从分产品毛利率来看，中成药和西成药业务毛利率较为稳定，生物药品毛利率呈下降趋势。

图5：2017-2022Q1 公司营业收入结构基本保持稳定

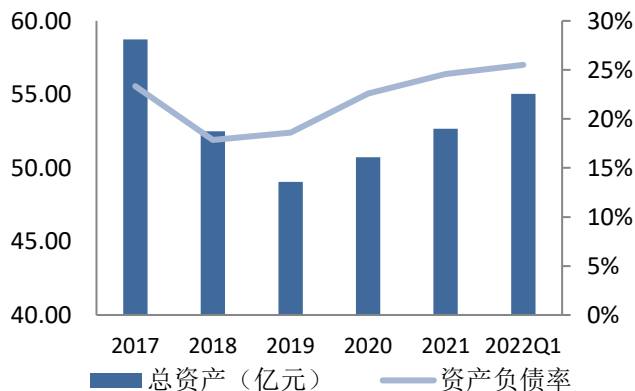


资料来源：wind, 信达证券研发中心

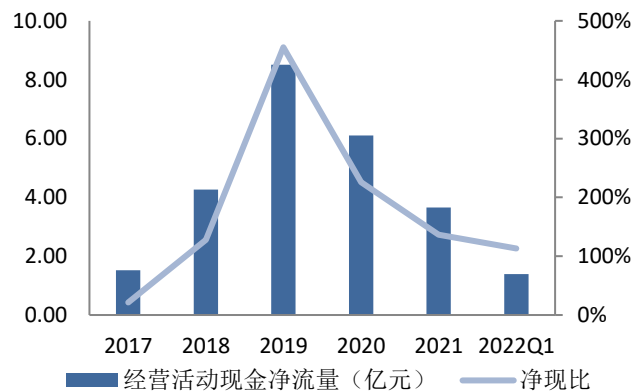
图 6：2017-2022Q1 公司分业务毛利率变化


资料来源：wind，信达证券研发中心

2022Q1 公司总资产为 55.03 亿元，资产负债率为 25.51%。从现金流来看，2019 年以来净现呈下降趋势。

图 7：2019-2022Q1 公司总资产及资产负债率呈上升趋势


资料来源：wind，信达证券研发中心

图 8：2017-2022Q1 公司经营现金净流量及净现比


资料来源：wind，信达证券研发中心

3、竞争优势分析：营销能力持续提升、研发持续推进

据公司 2021 年报，报告期内，公司深耕市场，营销能力持续提升：

1) OTC 经营板块积极发展线上线下营销，坚持“分类分级，精准定位，聚焦重点，创新高效”的营销方针，资源持续下沉，提升终端覆盖范围和服务水平。OTC 领域以驴胶补血颗粒为代表的补血和以六味地黄丸为代表的补肾两大品类在同行业中拥有良好的市场优势与产品口碑。

2) 处方药经营板块顺应国家医疗体制改革的趋势，优化营销机制及管理体系，积极推进医学及市场重点项目，提升终端拓展能力，加大产品学术推广力度，采取改变营销模式、加强成本控制、强化中间环节管理等措施保持处方药产品的稳定发展。

3) 医药商业经营板块聚焦门店品类优化，会员分级管理，标准化流程建设，开展全员文化营销建设，引进专家讲座与专家输出，突出中医药特色优势，持续外拓市场，内强管理。同时，加快新零售转化，开发直播营销、跨界营销模式，努力提升门店的运营能力。截至报告

期末，公司医药商业共有连锁门店 529 家。

4) 积极拓展药品出口渠道。2021 年 9 月，公司生产的七个中成药产品获得巴西国家卫生监督局的进口及经营许可备案，对拓展海外市场有积极影响，目前相关出口订单正在执行。

公司积极投资干细胞项目、发展创新药项目，为中长期发展赋能，2021 年各项目取得的进展如表 2 所示。此外，公司积极开展已上市产品再评价工作。由上海市高血压研究所牵头，全国近 20 家临床药物中心专家共同参与的“天麻钩藤方治疗高血压 1 级循证优化研究”按进度持续开展，该项目的研究目标是建立天麻钩藤颗粒治疗 1 级高血压的规范化方案并推广应用。

表 2：公司干细胞及创新药项目报告期内进展

项目	2021 年度进展
干细胞项目	<p>报告期内，北京美科的缺血耐受同种异体骨髓间充质干细胞治疗缺血性脑卒中的临床试验正式启动，截至报告期末，北京天坛医院成功完成 6 例入组和给药，受试者给药后无不良反应，临床试验进展顺利。同时，北京美科与广州医科大学附属第一医院共同开展的干细胞治疗呼吸系统疾病、与首都医科大学附属北京安定医院共同开展的干细胞治疗精神类疾病的临床前研究持续推进；</p> <p>九芝堂美科作为干细胞企业代表，受邀参与《干细胞来源伦理评估指南》团体标准的起草工作，该团体标准旨在指导相关机构开展干细胞来源伦理评估，已于 2021 年 11 月 25 日正式发布。</p>
抗凝一类新药 LFG 项目	<p>报告期内，LFG 项目正式获得美国开展临床试验默许；</p> <p>LFG 项目向国家药品监督管理局药品审评中心提交了沟通交流会（pre-IND）申请并获答复意见。</p>
YB211 项目	<p>YB211 项目是经香港大学科技转化公司全球独家许可、后续自主研发的创新型环脂肽类抗生素。报告期内，YB211 项目持续推进临床前研究，完成毒理批制剂中试放大生产并开展相关药理毒理试验。</p>
胰高血糖素受体的抗体药物 REMD-477 项目	<p>报告期内，本公司参股公司科信美德与其母公司美国瑞美德生物医药公司在美国糖尿病协会（ADA）第 81 届科学会议（ADA2021）上首次发布研发新药 Volagidemab（即 REMD-477 项目）治疗 1 型糖尿病患者的 II 期临床试验结果。该药物能够降低糖化血红蛋白和每日胰岛素使用量，并且具有临床意义的统计学意义，研究结果为推进 477 临床试验工作提供了有力依据。目前正与 FDA 等监管部门就临床 III 期的开展计划进行汇报沟通。</p>

资料来源：公司 2021 年报，信达证券研发中心

4、与益丰药房合作共赢，有望提升连锁门店盈利能力

2022 年 4 月 23 日，公司与益丰大药房连锁股份有限公司（以下简称“益丰药房”）签署《股权转让框架协议》。公司拟向益丰药房出售所持的湖南九芝堂医药有限公司（以下简称“九芝堂医药”或“标的公司”）51%的股权，交易对价为 2.04 亿。本次交易完成后，公司将持有九芝堂医药 47.5714%的股权。此外，公司控股股东、董事长李振国先生与益丰药房签署了《关于九芝堂股份有限公司之股票转让协议》，李振国先生拟将其持有的公司 5.00%的股份转让给益丰药房，该协议正在履行中，**益丰药房将成为公司的关联法人。**

据公司公告，九芝堂医药 2021 年营收 10.44 亿元(+5.56%)，净利润为 842.18 万元(-60.57%)，净利率仅为 0.81%，经营相对落后，本次交易标的公司作价为 4 亿元，对应 PS 约为 0.4X。交易完成后，标的公司将不再纳入公司合并报表范围，但本次交易预计增加九芝堂当期净利润（非经常性损益）约 1.58 亿元。

与益丰药房战略合作，预计九芝堂门店经营效率将改善。益丰药房是全国大型药品零售连锁企业，截止 2021 年 9 月 30 日，益丰药房下属门店数量 7246 家（含加盟店 877 家），已取得各类“医疗保险定点零售药店”资格的药店 5,218 家。据益丰药房公告，经营整合完成后，预计标的公司第一个年度销售额将不低于 11.37 亿元，净利润不低于 1840 万元，即 2022 年归属于九芝堂的投资收益约不低于 875 万元，高于标的公司 2021 年贡献利润。**益丰药房**

成为公司股东后，将推动实现双方资源共享、合作共赢、共同发展的目标。

表 3：九芝堂与益丰药房签署《股权转让框架协议》重要内容介绍

项目	重要内容
协议主体	《股权转让框架协议》甲方为益丰药房，乙方为九芝堂，标的公司为湖南九芝堂医药有限公司。
协议内容	乙方向甲方转让所持有的标的公司 51%的股权及该部分股权所对应的所有权益，转让后公司将持有九芝堂医药 47.5714%的股权。协议签署后，乙方尽快将标的公司所属湖南九芝堂零售连锁有限公司、常德九芝堂医药有限公司共 2 家子公司变更为标的公司 100%投资的全资子公司。
转让价格	甲乙双方一致确认标的公司（含两家子公司）100%股权转让总价值为人民币 40,000 万元，则收购湖南九芝堂医药有限公司（含两家子公司）51%的股权价格为人民币 20,400 万元。
公司治理与经营	按协议约定进行股权及经营交割后，新九芝堂医药应按照甲方的要求进行经营管理。新九芝堂医药未来在湖南省内新增门店采用“九芝堂”店招的形式对外展示；在标的公司所布局的省外区域或未来新开拓的区域内，可开设以“益丰九芝堂”为店招形式、具有中医药特色的门店或店中店，实现连锁药店的差异化发展。同时甲、乙双方以九芝堂品牌为依托，在工业品种的生产与销售上进行深度合作，甲方依托自身的资源积极导入乙方产品。
交易目的和对上市公司影响	公司根据自身优势及未来发展规划，基于核心业务竞争力提升、产业链深度融合与拓展的战略考虑，有利于进一步优化公司业务结构，提高现有资源配置效率。九芝堂医药的零售门店将加快区域拓展，同时，根据双方的合作方案，有利于公司产品在益丰药房零售渠道的扩展以及合作程度的加强，有利于加强交易双方的战略合作，推进医药产销及零售产业链的深度整合，推动实现双方资源共享、合作共赢、共同发展的目标。 本次股权转让实施后，标的公司不再纳入公司合并报表范围，将降低公司合并报表营业收入。本次交易预计增加本公司当期净利润（非经常性损益）约 1.58 亿元，具体以经审计数据为准。
标的公司财务数据	2021 年度实现营收 10.44 亿元，净利润 842.18 万元，净资产 14042.66 万元（经审计）；2022Q1 实现营收 2.64 亿元，净利润 269.41 万元，净资产 14375.51 万元（未经审计）。 2021 年度营收组成如下：直营零售 5.20 亿元，批发业务 2.82 亿元，加盟配送 1.20 亿元，B2C 业务 0.70 亿元，健康大楼业务 0.30 亿元（不在本次收购范围之内），其他业务收入 0.22 亿元。经营整合完成后，预计目标公司第一个年度销售额将不低于 113,700 万元，净利润不低于 1,840 万元。

资料来源：九芝堂公司公告，益丰药房公司公告，信达证券研发中心

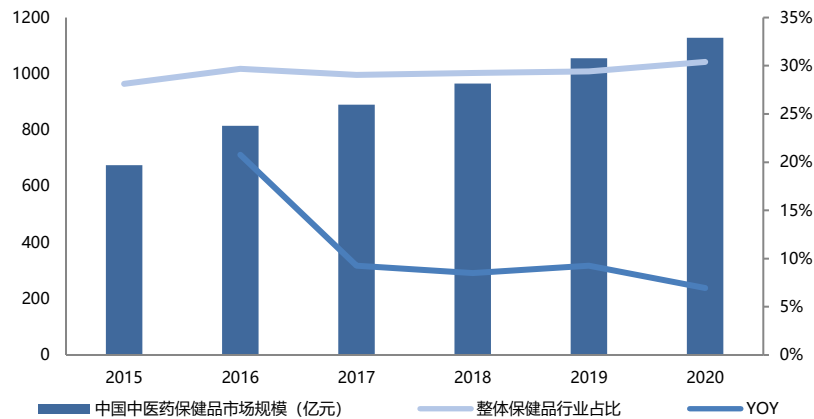
二、行业分析：

1、消费升级和涨价驱动量价齐升，看好 OTC 品牌药企

老龄化加速和消费升级背景下，居民中药保健品健康消费意愿增强。2014-2020 年，中国居民人均可支配收入和人均消费支出逐年增长，人均医疗消费支出占总消费支出比重由 7.20% 增加至 8.69%，医疗支付意愿提升，作为自用保健药物或送礼佳品，居民对高端中药产品的需求增加，中药保健品行业处于高景气阶段，市场规模逐年增长。《中医药健康服务发展规划（2015-2020）》和十四五中医药发展规划均强调拓展中医药的养生保健、健康养老、文化和旅游健康、服务贸易等功能。据智研咨询统计，2015-2020 年我国中药保健品市场规模保持增长态势，2020 年市场规模约为 1128.5 亿元，在整体保健品行业占比约为 30.40%。

2021 年至今中药 OTC 赛道在多方面发生利好变化：1) OTC 中药具有自主定价权，由于上游药材涨价、以及下游药店需要提价以提高盈利能力等因素，存在提价现象，消费者对品牌知名度高的名贵中成药涨价接受度高于普通 OTC 中成药；2) 随着行业信息化系统的完善，多数企业完善了追踪渠道进销存的能力，渠道库存对业绩的周期影响逐渐弱化；3) 线上销售崛起，头部品牌纷纷发展电商营销，有望贴近年轻消费人群；4) OTC 中成药多用于常见慢性疾病，市场用药量大，名贵 OTC 药企具备更强的市场知名度和市场份额，部分产品具备社交+金融属性，有望稳定放量。

图 9：我国中药保健品行业市场规模及占比变化



资料来源：智研咨询，信达证券研发中心

2、 医保支持中药零售药店和互联网+中医药服务发展

2021年12月30日，国家医保局、国家中医药管理局发布的《国家医疗保障局国家中医药管理局关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》指出：

- 1) 及时将符合条件的中医医疗机构、中药零售药店等纳入医保定点协议管理；
- 2) 及时将符合条件的定点中医医疗机构纳入异地就医直接结算定点范围，提升中医医疗机构区域辐射力；
- 3) 开展互联网诊疗的定点中医医疗机构，按规定与统筹地区医保经办机构签订补充协议后，将其提供的“互联网+”中医药服务纳入医保支付范围。

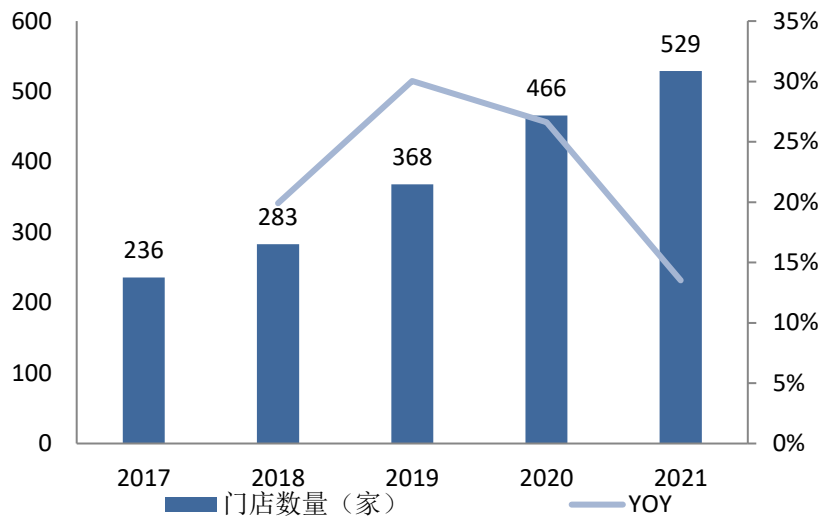
我们认为上述政策有利于我国中药零售药店发展，推动 OTC 中成药放量。

3、 药品零售行业竞争日趋激烈，行业集中度进一步加强

据一心堂 2021 年度报告，截止 2021 年 9 月底，全国药店数量已达 58.65 万家，其中零售连锁门店 33.53 万家，单体药店 25.12 万家；此外，2020 年全国药品流通市场销售规模稳步扩大，但增速放缓，其中药品零售市场规模约为 5119 亿元，扣除不可比因素同比增长 10.1%；随着药品零售连锁行业的快速发展，竞争也日趋激烈，市场并购现象频繁发生，市场的整合使得我国药品零售行业的集中度进一步加强。

2020 年报告期末，益丰药房门店总数达 5,991 家，2020 年益丰药房医药零售板块实现营业收入 122.52 亿元 (+27.77%)，毛利率为 37.73%，平均每家门店创收 204.51 万元；九芝堂连锁门店总数为 466 家，2020 年九芝堂医药商业板块实现营业收入 10.00 亿元 (+12.46%)，毛利率为 22.02%，平均每家门店创收 214.59 万元。对比来看，九芝堂连锁门店营收体量可比肩益丰药房，但盈利能力有待提升。

我们认为九芝堂与益丰药房的合作，有利于提升九芝堂及原连锁门店的盈利能力。据公司公告，双方将在工业品种的生产与销售上进行深度合作，益丰药房将依托自身的资源积极导入九芝堂产品。双方“产品+渠道”的战略合作有望提升九芝堂的盈利能力，原连锁门店经营管理有望改善。

图 10：2017-2021 九芝堂连锁门店数量快速增长


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

三、盈利预测、估值与投资评级

1、盈利预测和假设

我们假设：

(1) 处方药板块：随着公司处方药板块逐渐回暖，我们估计 2022-2024 年该板块营收增速分别为 10.00%/10.00%/10.00%；

(2) OTC 板块：考虑商业门店不纳入报表及公司 OTC 单品提价影响，我们估计 2022-2024 年该板块营收增速分别为 7.20%/9.35%/9.64%；

(3) 生物制剂板块：2021 该业务营收同比增长 13.59%，我们保守估计 2022-2024 年该板块收入增速分别为 13.00%/13.00%/13.00%；

(4) 其他主营业务板块：我们估计 2022-2024 年该板块收入增速分别为 10.00%/10.00%/10.00%。

(5) 其他业务板块：考虑公司历史情况，目前公司大健康业务正处于发展初期，我们估计 2022-2024 年该板块收入增速分别为 10.00%/10.00%/10.00%。

(6) 期间费用率：考虑与益丰药房合作情况，我们预计 2022-2024 年公司销售费用率为 36.00%/36.00%/36.00%；考虑员工持股计划股份支付费用影响，我们预计管理费用率分别为 7.37%/7.37%/7.37%；考虑公司持续研发投入，我们预计研发费用率分别为 4.00%/4.00%/4.00%，预计财务费用率分别为 0.25%/0.28%/0.46%。

表 4：九芝堂盈利预测假设

项目		2021	2022E	2023E	2024E
处方药板块	营业收入 (百万元)	991.89	1091.08	1200.19	1320.21
	YOY	-	10.00%	10.00%	10.00%
OTC 板块	营业收入 (百万元)	1789.67	1918.46	2097.85	2299.98

	YOY	-	7.20%	9.35%	9.64%
生物制剂板块	营业收入 (百万元)	102.45	115.77	130.82	147.82
	YOY	13.59%	13.00%	13.00%	13.00%
其他主营业务	营业收入 (百万元)	25.82	65.00	70.00	77.00
	YOY	-22.96%	10.00%	10.00%	10.00%
其他业务	营业收入 (百万元)	25.99	65.00	70.00	77.00
	YOY	18.25%	10.00%	10.00%	10.00%
费用率	销售费用率	37.11%	36.00%	36.00%	36.00%
	管理费用率	7.37%	7.37%	7.37%	7.37%
	研发费用率	3.11%	4.00%	4.00%	4.00%
	财务费用率	0.16%	0.25%	0.28%	0.46%

资料来源: wind, 信达证券研发中心

2、盈利预测结果

基于以上盈利预测假设条件, 我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 32.16/35.64/39.15 亿元, 归母净利润分别为 5.75/6.33/6.91 亿元, EPS 分别为 0.66/0.73/0.79 元, PE 分别为 13.70/12.45/11.42X。

表 5: 九芝堂盈利预测结果

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	3,560	3,784	3,216	3,564	3,915
同比 (%)	11.8%	6.3%	-15.0%	10.8%	9.9%
归属母公司净利润 (百万元)	272	271	575	633	691
同比 (%)	41.7%	-0.6%	112.6%	10.1%	9.0%
毛利率 (%)	60.5%	59.0%	72.6%	72.2%	72.0%
ROE%	6.9%	6.8%	12.4%	11.8%	11.1%
EPS(摊薄)(元)	0.31	0.31	0.66	0.73	0.79
P/E	25.13	34.88	13.70	12.45	11.42

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2022 年 04 月 25 日收盘价

3、估值结论与投资评级

九芝堂可比公司为同仁堂、云南白药和中新药业, 2022 年行业可比公司平均 PE 估值为 22.04 倍, 我们认为九芝堂具备品牌知名度, 商业门店经营管理有望向好, 我们设定九芝堂 2022 年 PE 估值区间为 19-21 倍, 对应目标价区间为 12.54-13.86 元, 首次覆盖, 给与买入评级。

表 6: 九芝堂可比公司估值结果

证券代码	名称	总市值 (亿元)	2022E 归母净 利润 (亿元)	2023E 归母净 利润 (亿元)	2022E PE (倍)	2023E PE (倍)
600085.SH	同仁堂	484.13	14.84	17.35	32.62	27.90
000538.SZ	云南白药	910.94	43.15	49.13	21.11	18.54
600329.SH	中新药业	121.01	9.76	12.05	12.40	10.04
	行业平均				22.04	18.83
000989.SZ	九芝堂*	78.85	5.75	6.33	13.70	12.45

资料来源: wind, 信达证券研发中心, 注: 股价为 2022 年 04 月 25 日收盘价,

*为信达证券研发中心预测, 其余为 wind 一致盈利预测

四、风险因素

1、对外投资的风险

公司投资的科信美德、公司并购基金投资的北京美科及 Stemedica 为从事创新药物研发的公司，产品均在研发过程中，将受宏观经济、在研药品的成功开发、在研药品商业化、公司管理能力、资金需求、并购基金募集进度及协议的双方履行状况等多种因素影响，具有不确定性，可能存在一定的对外投资风险。

2、原材料供应不足及价格波动风险

公司中成药制剂所用原材料为中药材，由于其资源的稀缺性、种植受气候及种植面积等因素的影响，公司可能面临原材料供应不足的风险，原材料采购价格的大幅波动将会对公司的盈利能力产生较大影响。

3、产品研发风险

药品从实验研究、临床研究、获得注册批件到正式生产需要经过多个环节，期间存在着较大的不确定性。随着国家注册监管法规的日益严格，药品研发投入可能会大幅提高，公司可能面临研发投入增大、药品注册周期延长、药品研发失败的风险。

4、行业政策风险

近年来，因新版医保目录的实施和一致性评价、医药分开、带量采购等政策的全面推进，药品价格总体呈下降趋势。省际中药联盟集采推进，竞争环境正在变化，若公司产品中标集采，价格将出现较大幅度下降，导致销售业绩存在不确定性。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	2,766	2,762	2,633	3,395	4,164	
货币资金	795	808	989	1,483	1,978	
应收票据	185	281	238	264	290	
应收账款	392	404	349	384	423	
预付账款	37	30	20	21	24	
存货	657	810	459	516	570	
其他	699	429	578	729	880	
非流动资产	2,306	2,503	2,902	3,040	3,249	
长期股权投资	342	323	527	527	527	
固定资产(合计)	1,090	1,032	1,076	1,136	1,231	
无形资产	328	318	424	471	518	
其他	545	830	875	905	973	
资产总计	5,072	5,266	5,535	6,435	7,413	
流动负债	1,076	1,166	772	936	1,088	
短期借款	102	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	156	191	103	119	130	
其他	818	974	669	817	958	
非流动负债	70	129	129	129	129	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	70	129	129	129	129	
负债合计	1,146	1,295	902	1,065	1,217	
少数股东权益	3	1	-6	-14	-23	
归属母公司股东权益	3,923	3,969	4,640	5,384	6,219	
负债和股东权益	5,072	5,266	5,535	6,435	7,413	

重要财务指标		单位:百万 元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	3,560	3,784	3,216	3,564	3,915	
同比(%)	11.8%	6.3%	-15.0%	10.8%	9.9%	
归属母公司净利润	272	271	575	633	691	
同比(%)	41.7%	-0.6%	112.6%	10.1%	9.0%	
毛利率(%)	60.5%	59.0%	72.6%	72.2%	72.0%	
ROE%	6.9%	6.8%	12.4%	11.8%	11.1%	
EPS(摊薄)(元)	0.31	0.31	0.66	0.73	0.79	
P/E	25.13	34.88	13.70	12.45	11.42	
P/B	1.74	2.38	1.70	1.46	1.27	
EV/EBITDA	11.44	15.69	7.47	6.68	5.70	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	3,560	3,784	3,216	3,564	3,915	
营业成本	1,407	1,552	882	991	1,096	
营业税金及附加	46	49	42	46	51	
销售费用	1,349	1,404	1,158	1,283	1,409	
管理费用	230	279	237	263	289	
研发费用	113	118	129	143	157	
财务费用	-1	6	8	10	18	
减值损失合计	-16	0	-1	0	0	
投资净收益	-75	-55	-45	-43	-39	
其他	28	46	42	46	51	
营业利润	351	366	756	832	907	
营业外收支	0	-10	0	0	0	
利润总额	351	357	756	832	907	
所得税	82	89	188	207	226	
净利润	270	268	568	625	682	
少数股东损益	-3	-3	-7	-8	-9	
归属母公司净利润	272	271	575	633	691	
EBITDA	537	557	937	974	1,055	
EPS(当年)(元)	0.31	0.31	0.66	0.73	0.79	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金	610	366	750	750	791	
净利润	270	268	568	625	682	
折旧摊销	123	175	169	136	142	
财务费用	1	7	0	0	0	
投资损失	75	55	45	43	39	
营运资金变动	130	-126	-33	-55	-72	
其它	10	-13	2	0	1	
投资活动现金流	123	63	-569	-256	-296	
资本支出	-80	-207	-267	-160	-204	
长期投资	186	247	-254	-50	-50	
其他	17	22	-48	-46	-42	
筹资活动现金流	-235	-415	0	0	0	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	102	-102	0	0	0	
支付利息或股息	-337	-343	0	0	0	
现金流净增加额	497	13	181	494	495	

研究团队简介

周平，医药行业首席分析师。北京大学本科、清华大学硕士，5年证券从业经验。曾入职西南证券、华西证券，2021年4月加入信达证券担任医药首席分析师。作为团队核心成员获得2015/2016/2017年新财富医药行业最佳分析师第六名/五名/四名。

李雨辰，团队成员，北京协和医学院医学博士。具有5年医药行业实业工作经验。曾就职于生物梅里埃、贝克曼库尔特（丹纳赫集团），具有丰富的实业经验。2021年7月加入信达证券，负责医疗器械板块研究工作。

史慧颖，团队成员，上海交通大学大学药学硕士，曾在PPC佳生和Parexel从事临床CRO工作，2021年加入信达证券，负责CXO行业研究。

王桥天，团队成员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021年12月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

吴欣，团队成员，上海交通大学生物医学工程本科及硕士，曾在长城证券研究所医药团队工作，2022年4月加入信达证券，负责医疗器械和中药板块行业研究。

阮帅，团队成员，暨南大学经济学硕士，2年证券从业经验。曾在明亚基金从事研究工作，2022年加入信达证券，负责医药消费、原料药行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瑾	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。