

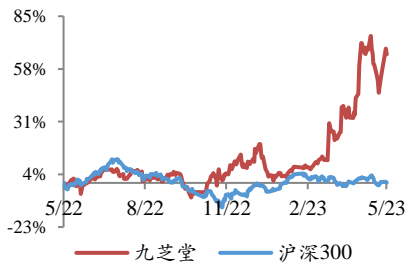
## 一季度全面恢复，老字号激发新动能

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-05-06

收盘价(元)	14.19
近12个月最高/最低(元)	14.99/7.93
总股本(百万股)	856
流通股本(百万股)	658
流通股比例(%)	76.87
总市值(亿元)	121
流通市值(亿元)	93

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

分析师：李昌幸

执业证书号：S0010522070002

邮箱：licx@hazq.com

### 主要观点：

#### ● 事件：

2022年公司实现营业收入30.33亿元，同比-19.84%；归母净利润3.59亿元，同比+32.75%；扣非归母净利润1.18亿元，同比-50.85%。

2023Q1实现营业收入10.89亿元，同比-8.97%；归母净利润1.62亿元，同比+30.72%；扣非归母净利润1.60亿元，同比+40.61%。

#### ● 分析点评

#### 22年业绩承压，23Q1快速恢复，药店出表带来23Q1毛利率提升

2022年营业收入同比下降主要是出售了子公司九芝堂医药51%的股权后不再将其纳入公司合并报表范围，影响金额为5.91亿元；另外，2022年国内多地区疫情持续反复，全国受疫情影响的地区人员封控、医院限流、物流受限，一定程度上影响了公司的产品销售。归属于上市公司股东的净利润较上年同期增长32.75%，主要是九芝堂医药51%股权转让产生的投资收益所致，影响金额为2.11亿元。归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润较上年同期下降50.85%，主要是营业收入下降、研发费用增加、公司并购基金对Stemedica的投资因汇率变动较大导致本期亏损增加等综合因素的影响。

单季度来看，公司2022Q4受影响较大，收入为5.70亿元，同比-28.09%；归母净利润为-0.32亿元；扣非归母净利润为-0.32亿元。但23年快速恢复，2023Q1实现营业收入10.89亿元，同比-8.97%（系药店出表所致）；归母净利润1.62亿元，同比+30.72%；扣非归母净利润1.60亿元，同比+40.61%。

#### 中成药小幅下滑，药店出表带来23Q1毛利率提升

分板块来看，中成药业务实现营业收入25.26亿元，同比下滑9.17%；西成药下滑56%，其中医药商业、西成药、华中区、商业批发及零售较同期下降较大，主要系2022年5月九芝堂医药51%股权转让后不再将其纳入合并报表范围所致。

2023Q1公司整体毛利率为63.97%，同比+5.94个百分点；期间费用率45.59%，同比+2.07个百分点；其中销售费用率38.59%，同比+1.61个百分点；管理费用率7.03%，同比+0.59个百分点；财务费用率-0.03%，同比-0.13个百分点。

#### 产销一体化改革激活产品群，与益丰药房强强联合产业链持续优化

公司拥有国家药品注册批文309个，其中独家品种35个，包括OTC类、处方药类、大健康类系列产品，品类覆盖心脑血管、补肾、补血、妇儿、五官科各个领域。公司探索传统业务板块的产销一体化改革，在长沙、牡丹江、成都、海南、浏阳等产品生产所在地建立产销一体型

的经营板块，各经营板块的生产、销售共同应对市场，快速反应，追求产品质量和效益，实现总体效益最大化。

2022年4月23日，公司与益丰药房签署《湖南九芝堂医药有限公司股权转让框架协议》。公司向益丰药房出售所持的九芝堂医药51%的股权。根据双方的合作方案，公司产品在益丰药房零售渠道的扩展以及合作程度有望持续加强，共同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。

### 二次开发提升空间，研发创新激活新动能

对公司现有已上市品种开展产品力提升研究，提升现有品种的品质。开展疏血通注射液、斯奇康注射液、裸花紫珠片、补血生乳颗粒、驴胶补血颗粒、逍遥丸等已上市独家和重点产品的国家药品标准提高、有效性再评价等二次开发工作。充分发挥出九芝堂特有的品牌价值，推动九芝堂高质量发展。

产品研发创新这个角度上，优化了战略定位的思路和想法，布局了生物制药领域。北京美科的缺血耐受人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顺利开展；公司设立的研发中心主要开展创新药抗凝一类新药YB209项目、创新型环脂肽类抗生素YB211项目的研发，YB209项目也已启动了临床试验。

### ● 投资建议

我们预计，公司2023~2025年收入分别34.8/41.1/48.7亿元，分别同比增长14.6%/18.2%/18.5%，归母净利润分别为4.3/5.3/6.5亿元，分别同比增长18.5%/24.5%/22.3%，对应估值为29X/23X/19X。维持“买入”评级。

### ● 风险提示

业绩增长不及预期；改革推进不及预期；北京美科投入超出预期。

### ● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3033	3476	4108	4867
收入同比 (%)	-19.8%	14.6%	18.2%	18.5%
归属母公司净利润	359	426	530	648
净利润同比 (%)	32.8%	18.5%	24.5%	22.3%
毛利率 (%)	58.7%	67.9%	68.9%	68.9%
ROE (%)	9.0%	9.7%	10.7%	11.6%
每股收益 (元)	0.42	0.50	0.62	0.76
P/E	20.99	28.53	22.91	18.74
P/B	1.89	2.75	2.46	2.17
EV/EBITDA	15.12	12.95	10.44	8.35

资料来源: wind, 华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	2798	3269	4157	5191	<b>营业收入</b>	3033	3476	4108	4867
现金	1089	1570	2137	2820	营业成本	1252	1115	1279	1515
应收账款	291	353	406	487	营业税金及附加	42	45	53	63
其他应收款	4	6	6	8	销售费用	1118	1390	1643	1957
预付账款	20	20	22	26	管理费用	242	278	349	389
存货	749	625	741	863	财务费用	-3	-2	-1	0
其他流动资产	644	695	846	986	资产减值损失	-1	-5	-30	-50
<b>非流动资产</b>	2440	2231	2034	1812	公允价值变动收益	0	2	2	2
长期投资	410	352	312	252	投资净收益	185	35	41	49
固定资产	1210	1098	975	843	<b>营业利润</b>	456	559	695	847
无形资产	284	298	312	326	营业外收入	2	4	4	6
其他非流动资产	536	483	435	392	营业外支出	1	8	8	8
<b>资产总计</b>	5238	5500	6191	7003	<b>利润总额</b>	457	555	691	845
<b>流动负债</b>	1160	999	1166	1336	所得税	101	133	166	203
短期借款	64	64	64	64	<b>净利润</b>	356	422	525	642
应付账款	146	134	151	180	少数股东损益	-3	-4	-5	-6
其他流动负债	950	801	951	1092	<b>归属母公司净利润</b>	359	426	530	648
<b>非流动负债</b>	97	97	97	97	EBITDA	432	824	967	1127
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.42	0.50	0.62	0.76
其他非流动负债	97	97	97	97					
<b>负债合计</b>	1256	1096	1263	1433					
少数股东权益	-4	-8	-13	-19	<b>主要财务比率</b>				
股本	856	856	856	856	<b>会计年度</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
资本公积	1548	1548	1548	1548	<b>成长能力</b>				
留存收益	1581	2007	2537	3186	营业收入	-19.8%	14.6%	18.2%	18.5%
归属母公司股东权	3986	4411	4942	5590	营业利润	24.5%	22.4%	24.4%	21.9%
<b>负债和股东权益</b>	5238	5500	6191	7003	归属于母公司净利	32.8%	18.5%	24.5%	22.3%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	58.7%	67.9%	68.9%	68.9%
					净利率 (%)	11.8%	12.2%	12.9%	13.3%
					ROE (%)	9.0%	9.7%	10.7%	11.6%
					ROIC (%)	5.1%	9.4%	10.5%	11.4%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	24.0%	19.9%	20.4%	20.5%
					净负债比率 (%)	31.5%	24.9%	25.6%	25.7%
					流动比率	2.41	3.27	3.57	3.89
					速动比率	1.75	2.63	2.91	3.22
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.58	0.63	0.66	0.69
					应收账款周转率	10.41	9.86	10.13	9.99
					应付账款周转率	8.59	8.34	8.47	8.40
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	0.42	0.50	0.62	0.76
					每股经营现金流薄)	0.58	0.60	0.75	0.87
					每股净资产	4.66	5.15	5.77	6.53
					<b>估值比率</b>				
					P/E	20.99	28.53	22.91	18.74
					P/B	1.89	2.75	2.46	2.17
					EV/EBITDA	15.12	12.95	10.44	8.35

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**谭国超，医药行业首席分析师，医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生医疗（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

**分析师：**李昌幸，医药分析师，主要负责消费医疗（药店+品牌中药+OTC）、生命科学上游、智慧医疗领域行业研究。山东大学药学本科、中南财经政法大学金融硕士，曾任职于华西证券研究所。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。