

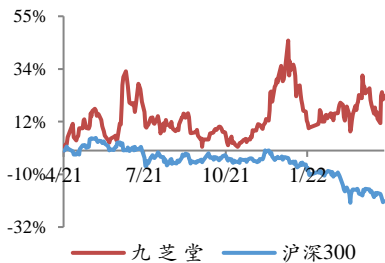
## 与益丰药房强强联合，相互赋能未来可期

**投资评级：买入（维持）**

报告日期：2022-04-24

收盘价（元）	10.08
近 12 个月最高/最低（元）	11.95/8.22
总股本（百万股）	869
流通股本（百万股）	615
流通股比例（%）	70.70
总市值（亿元）	88
流通市值（亿元）	62

### 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

**联系人：李昌幸**

执业证书号：S0010121080070

邮箱：licx@hazq.com

### 相关报告

1. 【华安医药】九芝堂（000989）深度报告：三百年九芝堂，传承老字号大品种 2022-04-19

### 主要观点：

#### ● 事件：

2022 年 4 月 23 日，九芝堂发布转让子公司部分股权公告，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，交易对价为 2.04 亿元。本次交易完成后，公司将持有九芝堂医药 47.57% 的股权，九芝堂医药及其下属子公司将不再纳入公司合并报表范围。

本公司控股股东、董事长李振国拟将其持有的公司 5.00% 的股份转让给益丰药房，每股转让价格 9.85 元/股，本次交易对价总额 4.28 亿元。公司发布 2021 年年度报告，公司 2021 年实现营收 37.84 亿元，同比增长 6.31%，实现归母净利 2.71 亿，同比下滑 0.59%。公司拟 10 派 4 元（含税）。

公司发布 2022 年一季报，2022 年第一季度公司实现营业收入 11.96 亿元，同比增长 4.40%；归属于上市公司股东的净利润 1.24 亿元，同比增长 15.58%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 1.14 亿元，同比增长 11.05%。

#### ● 分析点评

#### 强强联手，相互赋能。

九芝堂药店聚焦中医药特色，拥有直营连锁门店 190 家，加盟店 359 家，均位于湖南省内。九芝堂医药商业（子公司湖南九芝堂医药）2021 年收入为 10.4 亿元，同比增长约 4%，净利润为 842 万元，净利率仅为 0.81%，经营相对落后。交易完成后，湖南九芝堂将不再纳入公司合并报表范围，但根据本次交易的对价，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。

益丰药房作为全国医药零售龙头，2021 前三季度实现主营收入 109.38 亿元，归母净利润 6.96 亿元，公司门店总数为 7246 家，经营效率突出。根据中康药店通数据显示，湖南区域连锁药店中益丰为 1608 家门店，并购九芝堂药店后益丰药房在湖南的门店数将突破 2000 家，有望重回湖南门店数第一。本次交易标的湖南九芝堂作价为 4 亿元，对应 PS 约为 0.4X。

九芝堂门店出售给益丰药房后，虽然不再并表，但预计经营效率将大幅改善。根据益丰药房的公告，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 11.4 亿元，净利润不低于 1,840 万元。即 2022 年归属于九芝堂的投资收益为约 875 万元，仍旧高于 2021 年全年利润。并且益丰药房成为公司股东后，将进一步绑定双方利益，未来两者能够互相合作、协同发展。

一季度销售费用全面下降，导致净利增速快于营收增速。2022Q1 公司整体毛利率为 58.04%，同比-4.64 个百分点；但期间费用率 43.52%，同比-4.85 个百分点；其中销售费用率 36.98%，同比-3.81 个百分点，

预计为调整大单品销售政策所致；管理费用率 6.44%，同比-1.06 个百分点。经营性现金流净额为 1.39 亿元，同比+678.27%。

**积极拓展营销渠道，中药 OTC 板块稳健增长。**2021 年 OTC 板块实现营收 17.90 亿元，同比增长 16%。公司持续深耕市场，与超 50 万家连锁终端合作，并积极通过多种形式的线上中医药文化普及和产品推广，助力线下经营。五款重点中成药产品实现销售收入过亿元，分别为六味地黄丸、驴胶补血颗粒、阿胶、安宫牛黄丸、足光散，其中安宫牛黄丸销售收入同比增长 22%；26 个产品实现销售收入过千万元，其中杞菊地黄丸、补中益气丸、乌鸡白凤丸等产品销售收入同比均增长 20%以上。

**多款核心产品提价，彰显品牌价值。**2022 年 1 月 1 日，公司因考虑部分产品原材料涨价影响，对部分中成药产品进行提价。其中安宫牛黄丸每盒零售价格提价 10-20%；六味地黄丸主力品规出厂价格上调 10%；其他 OTC 产品出厂价也均出现不同程度的上调。预计提价后不仅仅能覆盖原料成本上涨影响，还有望增厚公司利润。

**处方药顺应医疗体制改革趋势，稳步推进再评价工作。**公司加大疏血通产品学术推广力度，主动应对包括集采和医保谈判等市场变化，多措并举保持疏血通产品稳定发展，以提供稳定的现金流。公司目前稳步推进疏血通注射液再评价工作，并在中国卒中学会第七届学术年会

(CSA&TISC2021) 卒中二级预防论坛上重点介绍《疏血通注射液用于预防急性栓塞性卒中复发的研究 (SPACE 研究)》，解读了疏血通注射液预防卒中复发的研究成果和临床意义。公司将通过相关学术研究论证疏血通产品的安全性和有效性，形成专家共识，充分提升产品的临床价值。

**持续加大研发投入，产品线有望持续丰富。**2021 年公司研发投入 1.18 亿元，同比增长 3.85%。公司积极拓宽研发管线，主要布局了干细胞、创新药抗凝一类新药 LFG 项目、创新型环脂肽类抗生素 YB211 项目，以及即将开展临床 III 期的胰高血糖素受体的抗体药物 REMD-477 项目等，各项临床研究进展顺利。

#### ● 投资建议

由于公司年报更新，并且拟出售核心子公司股权，调整此前盈利预测。我们预计，公司 2022~2024 年收入分别 32.7/36.9/42.4 亿元，分别同比增长-13.6%（调整后增速为 20%）/12.9%/14.8%，，归母净利润分别为 5.3/5.6/7.4 亿元，分别同比增长 97.1%/4.3%/33.1%，对应 EPS 为 0.61/0.64/0.85 元，对应估值为 16X/16X/12X。维持“买入”投资评级。

#### ● 风险提示

营销拓展不及预期；大品种依赖风险；集采影响超出预期等。

#### ● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3784	3268	3691	4236
收入同比 (%)	6.3%	-13.6%	12.9%	14.8%
归属母公司净利润	271	533	556	740
净利润同比 (%)	-0.6%	97.1%	4.3%	33.1%
毛利率 (%)	59.0%	73.8%	75.3%	76.7%
ROE (%)	6.8%	11.8%	11.0%	12.8%

每股收益(元)	0.32	0.61	0.64	0.85
P/E	34.29	16.43	15.75	11.84
P/B	2.38	1.95	1.73	1.51
EV/EBITDA	14.49	5.15	4.33	4.20

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	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	2762	3350	4400	5289	<b>营业收入</b>	3784	3268	3691	4236
现金	808	1980	2848	3558	营业成本	1552	857	911	987
应收账款	404	355	397	458	营业税金及附加	49	42	48	55
其他应收款	9	8	9	11	销售费用	1404	1392	1542	1712
预付账款	30	19	19	22	管理费用	279	243	262	283
存货	810	424	463	495	财务费用	6	-1	-3	-2
其他流动资产	701	564	663	746	资产减值损失	0	-5	-30	-50
<b>非流动资产</b>	2503	1959	1515	1421	公允价值变动收益	0	2	2	2
长期投资	323	158	118	58	投资净收益	-55	-56	-30	-21
固定资产	1032	588	114	6	<b>营业利润</b>	366	713	744	989
无形资产	318	330	341	352	营业外收入	2	3	3	3
其他非流动资产	830	883	942	1005	营业外支出	12	5	5	5
<b>资产总计</b>	5266	5309	5914	6711	<b>利润总额</b>	357	711	742	987
<b>流动负债</b>	1166	676	725	781	所得税	89	178	185	247
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	268	533	556	740
应付账款	191	100	110	117	少数股东损益	-3	0	0	0
其他流动负债	974	576	615	664	<b>归属母公司净利润</b>	271	533	556	740
<b>非流动负债</b>	129	129	129	129	EBITDA	603	1337	1391	1265
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.32	0.61	0.64	0.85
其他非流动负债	129	129	129	129					
<b>负债合计</b>	1295	806	854	910					
少数股东权益	1	1	1	1					
股本	869	869	869	869					
资本公积	1684	1684	1684	1684					
留存收益	1416	1949	2506	3246					
归属母公司股东权益	3969	4503	5059	5799					
<b>负债和股东权益</b>	5266	5309	5914	6711					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>经营活动现金流</b>	366	1162	1139	972	<b>成长能力</b>				
净利润	271	533	556	740	营业收入	6.3%	-13.6%	12.9%	14.8%
折旧摊销	175	627	652	280	营业利润	4.3%	94.6%	4.3%	33.0%
财务费用	7	2	2	2	归属于母公司净利	-0.6%	97.1%	4.3%	33.1%
投资损失	55	56	30	21	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	-126	97	-131	-122	毛利率 (%)	59.0%	73.8%	75.3%	76.7%
其他经营现金流	381	284	717	912	净利率 (%)	7.2%	16.3%	15.1%	17.5%
<b>投资活动现金流</b>	63	13	-268	-260	ROE (%)	6.8%	11.8%	11.0%	12.8%
资本支出	-207	-100	-258	-258	ROIC (%)	7.9%	11.6%	10.7%	12.5%
长期投资	247	157	8	8	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	22	-45	-19	-10	资产负债率 (%)	24.6%	15.2%	14.4%	13.6%
<b>筹资活动现金流</b>	-415	-2	-2	-2	净负债比率 (%)	32.6%	17.9%	16.9%	15.7%
短期借款	-102	0	0	0	流动比率	2.37	4.95	6.07	6.77
长期借款	0	0	0	0	速动比率	1.65	4.30	5.40	6.11
普通股增加	0	0	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	-79	0	0	0	总资产周转率	0.72	0.62	0.62	0.63
其他筹资现金流	-235	-2	-2	-2	应收账款周转率	9.36	9.21	9.29	9.25
<b>现金净增加额</b>	13	1172	868	710	应付账款周转率	8.10	8.54	8.31	8.42

每股指标 (元)				
每股收益	0.32	0.61	0.64	0.85
每股经营现金流薄)	0.42	1.34	1.31	1.12
每股净资产	4.57	5.18	5.82	6.67

估值比率				
P/E	34.29	16.43	15.75	11.84
P/B	2.38	1.95	1.73	1.51
EV/EBITDA	14.49	5.15	4.33	4.20

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。

**联系人:** 李昌幸, 研究助理, 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述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。