

九芝堂 (000989)

证券研究报告

2019年11月22日

所投干细胞项目研究成果进入中国！申请已获药监局受理

事件：公司于2019年11月20日发布《九芝堂股份有限公司关于并购基金的投资进展公告》，公司接珠海横琴九芝堂雍和启航股权投资基金通知，其控股子公司立九芝堂美科（北京）细胞技术有限公司收到国家药品监督管理局签发的《受理通知书》（受理号：JXSL1900126 国），美科公司申报的“缺血耐受人同种异体骨髓间充质干细胞”临床试验申请已获得国家药品监督管理局受理。

所申干细胞产品在美 I/IIa 期临床试验顺利，所获数据已公开发布

本次受理的临床试验申请为公司并购基金所设美科公司申报，产品名称为“缺血耐受人同种异体骨髓间充质干细胞”，该产品由并购基金投资的美国 Stemedica Cell Technologies Inc.公司自主开发。该产品此前已在多国开展了不同进度的临床试验与商用化，包括美国、瑞士、哈萨克斯坦、墨西哥等，其中：

- 在哈萨克斯坦：美国 Stemedica 在哈合作公司哈萨克斯坦 LLP “ALTACO-XXI” 申报的使用 Stemedica 生产的人骨髓间充质干细胞治疗急性心肌梗死的疗法已经获批，这标志着 Stemedica 间充质干细胞产品首次具备了在哈萨克斯坦合法销售的资格，这也间接对九芝堂拓展市场、提升业绩带来积极的影响。
- 在美国：开展 6 项临床试验，包括慢性心力衰竭、缺血性卒中、阿尔茨海默症、皮肤光老化、急性心肌梗死、外伤性脑损伤。其中使用人骨髓间充质干细胞治疗缺血性卒中的 I/IIa 期临床试验顺利达到全部终点，初步证明了安全性和有效性。Stemedica 使用人骨髓间充质干细胞治疗缺血性卒中的 I/IIa 期临床试验研究论文已发表在国际卒中领域专业杂志 Stroke 上，在研究中获得详细安全性和有效性数据已正式公布。

所投干细胞项目研究成果进入中国！申请已获国家药监局受理

根据公司公告，美科公司此项临床试验申请是目前国家药监局药品审评中心受理的第一项使用进口干细胞产品的临床试验申请。根据国家药监局签发的《受理通知书》，该临床试验的申请事项为进口（含港、澳、台）治疗用生物临床试验批准，结论为经审查，决定予以受理。美科公司此项临床试验申请获得受理后，还需通过国家药监局药品审评中心的审评。目前对公司近期业绩不会产生影响。我们认为，美国 Stemedica 近两年来在干细胞临床试验在美、哈均进展顺利，此次进入中国并已获国家药监局受理，强化九芝堂干细胞业务在国内商用化落地预期，值得持续关注。

投资建议：由于 2019 年公司主导品种处方药产品销售受医保限制、医院控费等政策因素影响，以及投资的 Stemedica 公司从事干细胞研究投入较大，我们下调了公司盈利预测。预计 2019-2021 年，公司实现净利润 2.18/2.50/2.93 亿元，对应 EPS 0.25/0.29/0.34 元。考虑公司干细胞业务拓展迅速、干细胞技术国内领先，同时布局糖尿病新药等新兴业务，维持“增持”评级。**风险提示：**所涉产品评审获批尚存较大不确定性/各阶段所需的时间和结果均具有不确定性/技术研发风险/医保控费/业务发展不及预期

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,836.57	3,122.76	3,013.09	3,187.72	3,438.29
增长率(%)	43.49	(18.61)	(3.51)	5.80	7.86
EBITDA(百万元)	930.63	477.30	332.50	368.86	419.77
净利润(百万元)	721.42	327.31	218.20	249.90	293.25
增长率(%)	10.68	(54.63)	(33.34)	14.53	17.35
EPS(元/股)	0.83	0.38	0.25	0.29	0.34
市盈率(P/E)	9.83	21.67	32.51	28.39	24.19
市净率(P/B)	1.57	1.65	1.56	1.53	1.52
市销率(P/S)	1.85	2.27	2.35	2.23	2.06
EV/EBITDA	16.14	16.03	15.01	15.58	11.67

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/中药
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	8.16 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	869.35
流通 A 股股本(百万股)	588.89
A 股总市值(百万元)	7,093.93
流通 A 股市值(百万元)	4,805.33
每股净资产(元)	4.59
资产负债率(%)	19.59
一年内最高/最低(元)	13.98/7.49

作者

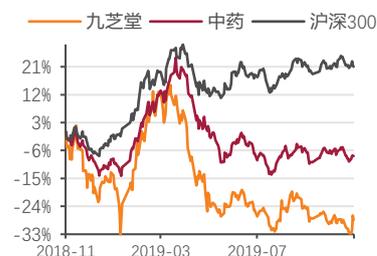
吴立 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

郑薇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517110003
zhengwei@tfzq.com

潘海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080006
panhaiyang@tfzq.com

戴飞 联系人
daifei@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《九芝堂-公司点评:公司处方药业绩承压，设医疗中心促干细胞业务放量》2019-01-29
- 《九芝堂-公司点评:获国内临床试验许可，糖尿病新药研发更进一步》2018-12-08
- 《九芝堂-公司点评:携手北京天坛医院，干细胞研究大步推进》2018-11-13



财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	839.67	546.06	1,810.69	1,060.16	1,910.20
应收票据及应收账款	1,851.60	1,512.87	618.82	1,776.75	807.12
预付账款	82.89	40.30	84.24	54.18	91.73
存货	606.78	556.64	689.59	624.39	795.75
其他	125.69	228.78	124.98	158.98	174.71
流动资产合计	3,506.63	2,884.65	3,328.32	3,674.46	3,779.51
长期股权投资	414.21	396.71	454.74	454.74	454.74
固定资产	1,186.58	1,095.73	1,082.54	1,050.68	1,005.29
在建工程	13.80	86.73	72.85	47.21	28.33
无形资产	319.04	298.58	276.18	253.77	231.36
其他	436.32	485.53	388.13	381.56	376.86
非流动资产合计	2,369.96	2,363.28	2,274.44	2,187.96	2,096.58
资产总计	5,876.58	5,247.93	5,602.76	5,862.41	5,876.09
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	173.62	139.88	251.54	133.99	277.56
其他	1,109.61	711.74	699.43	1,008.07	824.82
流动负债合计	1,283.22	851.62	950.97	1,142.06	1,102.37
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	81.28	85.66	79.97	82.30	82.64
非流动负债合计	81.28	85.66	79.97	82.30	82.64
负债合计	1,364.50	937.28	1,030.94	1,224.36	1,185.01
少数股东权益	1.48	12.77	11.96	10.65	8.63
股本	869.35	869.35	869.35	869.35	869.35
资本公积	1,763.62	1,763.62	1,763.62	1,763.62	1,763.62
留存收益	3,641.25	3,620.82	3,690.50	3,758.05	3,813.09
其他	(1,763.62)	(1,955.92)	(1,763.62)	(1,763.62)	(1,763.62)
股东权益合计	4,512.09	4,310.65	4,571.81	4,638.05	4,691.07
负债和股东权益总	5,876.58	5,247.93	5,602.76	5,862.41	5,876.09

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	721.36	323.43	218.20	249.90	293.25
折旧摊销	99.49	116.07	84.16	85.74	86.68
财务费用	0.00	0.00	(7.74)	(9.87)	(10.28)
投资损失	(39.14)	4.25	30.00	0.00	0.00
营运资金变动	(655.54)	(202.36)	953.80	(896.88)	710.14
其它	25.82	184.47	(0.86)	(1.33)	(2.07)
经营活动现金流	152.00	425.86	1,277.56	(572.44)	1,077.72
资本支出	226.81	45.68	40.38	3.49	(0.34)
长期投资	163.77	(17.50)	58.03	0.00	0.00
其他	(921.07)	(224.14)	(162.91)	(9.12)	0.54
投资活动现金流	(530.49)	(195.96)	(64.49)	(5.63)	0.20
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	19.19	(188.49)	200.04	9.87	10.28
其他	(365.85)	(345.28)	(148.48)	(182.33)	(238.15)
筹资活动现金流	(346.66)	(533.77)	51.56	(172.46)	(227.87)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(725.15)	(303.87)	1,264.63	(750.53)	850.05

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,836.57	3,122.76	3,013.09	3,187.72	3,438.29
营业成本	1,196.54	1,187.08	1,243.00	1,327.37	1,420.05
营业税金及附加	65.84	51.57	49.40	53.20	56.85
营业费用	1,619.46	1,309.51	1,205.24	1,279.87	1,375.32
管理费用	159.10	179.14	161.20	164.17	163.32
研发费用	70.08	85.43	68.73	71.72	77.90
财务费用	(18.77)	(3.81)	(7.74)	(9.87)	(10.28)
资产减值损失	(2.25)	19.85	7.19	8.26	11.77
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	39.14	(4.25)	(30.00)	0.00	0.00
其他	(126.87)	(72.64)	60.00	0.00	0.00
营业利润	834.30	370.87	256.08	293.00	343.37
营业外收入	22.66	13.03	1.00	1.00	1.00
营业外支出	4.04	1.50	0.10	0.10	0.10
利润总额	852.92	382.41	256.98	293.90	344.27
所得税	131.56	58.98	39.64	45.33	53.10
净利润	721.36	323.43	217.34	248.57	291.18
少数股东损益	(0.06)	(3.89)	(0.86)	(1.33)	(2.07)
归属于母公司净利润	721.42	327.31	218.20	249.90	293.25
每股收益(元)	0.83	0.38	0.25	0.29	0.34

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	43.49%	-18.61%	-3.51%	5.80%	7.86%
营业利润	15.81%	-55.55%	-30.95%	14.42%	17.19%
归属于母公司净利润	10.68%	-54.63%	-33.34%	14.53%	17.35%
获利能力					
毛利率	68.81%	61.99%	58.75%	58.36%	58.70%
净利率	18.80%	10.48%	7.24%	7.84%	8.53%
ROE	15.99%	7.62%	4.79%	5.40%	6.26%
ROIC	27.53%	9.19%	6.14%	9.75%	8.59%
偿债能力					
资产负债率	23.22%	17.86%	18.40%	20.88%	20.17%
净负债率	-18.61%	-12.67%	-39.61%	-22.86%	-40.72%
流动比率	2.73	3.39	3.50	3.22	3.43
速动比率	2.26	2.73	2.77	2.67	2.71
营运能力					
应收账款周转率	3.14	1.86	2.83	2.66	2.66
存货周转率	6.50	5.37	4.84	4.85	4.84
总资产周转率	0.72	0.56	0.56	0.56	0.59
每股指标(元)					
每股收益	0.83	0.38	0.25	0.29	0.34
每股经营现金流	0.17	0.49	1.47	-0.66	1.24
每股净资产	5.19	4.94	5.25	5.32	5.39
估值比率					
市盈率	9.83	21.67	32.51	28.39	24.19
市净率	1.57	1.65	1.56	1.53	1.52
EV/EBITDA	16.14	16.03	15.01	15.58	11.67
EV/EBIT	17.94	20.60	20.09	20.29	14.71

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com