

九芝堂 (000989.SZ)
2023Q1 业绩亮眼，产销一体化改革拉动高质量发展

2023 年 05 月 03 日

——公司信息更新报告
投资评级：买入（维持）
蔡明子（分析师）
龙永茂（联系人）

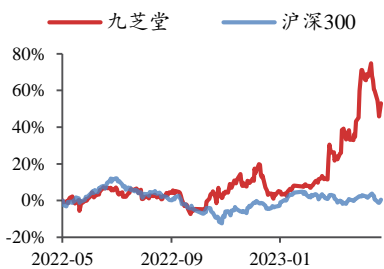
caimingzi@kysec.cn

longyongmao@kysec.cn

证书编号：S0790520070001

证书编号：S0790121070011

日期	2023/4/28
当前股价(元)	13.12
一年最高最低(元)	15.49/7.90
总市值(亿元)	112.30
流通市值(亿元)	86.33
总股本(亿股)	8.56
流通股本(亿股)	6.58
近 3 个月换手率(%)	288.88

股价走势图


数据来源：聚源

相关研究报告

《百年老字号大品种潜力释放，长期成长蓄力中——公司首次覆盖报告》
-2023.3.8

● 2023Q1 业绩超预期，维持“买入”评级

公司发布 2022 年报及 2023 年一季报：2022 年实现营收 30.33 亿元 (-19.84%)；归母净利润 3.59 亿元 (+32.75%)；扣非净利润 1.18 亿元 (-50.85%)。2023Q1 实现收入 10.89 亿元 (-8.97%)；实现归母净利润 1.62 亿元 (+30.72%)；扣非净利润 1.60 亿元 (+40.61%)。公司 2023Q1 业绩增速超出我们的预期。2023Q1 营业收入同比下降 8.97%，主要是 2022 年 5 月转让湖南九芝堂医药 51% 股权不再将其纳入合并报表范围，2022Q1 纳入合并报表范围的九芝堂医药营业收入为 2.64 亿元，若剔除该因素影响，营收同比增长约 17%，维持稳健增长。公司工业板块 OTC 系列、处方药系列拳头产品放量潜力大，产品矩阵成熟，同时公司通过产能扩充、渠道拓展增强持续成长性，我们维持 2023-2024 年并新增 2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润分别 4.38、5.68、7.39 亿元，当前股价对应 PE 为 25.7/19.8/15.2 倍，维持“买入”评级。

● 探索产销一体化改革，聚焦主业夯实高质量发展重要基础

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，实现总体效益最大化。2022 年公司各经营板块顺利实施产销一体化整合，产销整合工作稳妥推进、有效落实，持续优化资源配置，降低管理成本，产品资源得到更加深入地挖掘，更多产品列入重点培育梯队。

● 与益丰药房强强联合，强化研发创新，为长期成长蓄力

2022 年向益丰药房出售公司 5% 股权以及公司所持的湖南九芝堂医药 51% 的股权形成战略合作，公司商业板块门店未来有望与益丰药房门店形成协同效应，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。研发方面，公司全资子公司北京美科在北京大兴建成了符合中国、美国和欧盟 GMP 标准的大规模干细胞研发生产基地，可生产符合中、美药品申报要求的临床级干细胞。截止 2022 年公司共拥有 251 件有效专利。

● 风险提示：渠道推广不及预期，中药材价格上涨。
财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,784	3,033	3,704	4,518	5,518
YOY(%)	6.3	-19.8	22.1	22.0	22.1
归母净利润(百万元)	271	359	438	568	739
YOY(%)	-0.6	32.8	21.8	29.8	30.1
毛利率(%)	59.0	58.7	60.8	62.4	63.9
净利率(%)	7.1	11.7	11.6	12.4	13.2
ROE(%)	6.8	8.9	9.8	11.9	14.0
EPS(摊薄/元)	0.32	0.42	0.51	0.66	0.86
P/E(倍)	41.5	31.3	25.7	19.8	15.2
P/B(倍)	2.8	2.8	2.5	2.4	2.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2762	2798	3187	3280	3751
现金	808	1089	1919	2025	2097
应收票据及应收账款	686	778	0	0	0
其他应收款	9	4	12	7	17
预付账款	30	20	41	33	57
存货	810	749	1057	1056	1423
其他流动资产	420	157	157	157	157
非流动资产	2503	2442	2554	2805	3110
长期投资	323	410	418	535	662
固定资产	1032	1210	1339	1497	1696
无形资产	318	284	259	236	216
其他非流动资产	830	537	539	537	536
资产总计	5266	5240	5741	6085	6861
流动负债	1166	1160	1229	1268	1548
短期借款	0	64	64	64	64
应付票据及应付账款	191	146	0	0	0
其他流动负债	974	950	1165	1204	1484
非流动负债	129	99	99	99	99
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	129	99	99	99	99
负债合计	1295	1258	1328	1367	1647
少数股东权益	1	-4	-10	-16	-24
股本	869	856	856	856	856
资本公积	1684	1548	1548	1548	1548
留存收益	1578	1594	1554	1603	1732
归属母公司股东权益	3969	3985	4423	4734	5238
负债和股东权益	5266	5240	5741	6085	6861

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	366	499	1033	601	592
净利润	268	356	431	562	731
折旧摊销	125	136	117	135	154
财务费用	6	-3	-18	-26	-19
投资损失	55	-185	180	-70	-90
营运资金变动	-162	140	528	58	-114
其他经营现金流	74	56	-206	-58	-69
投资活动现金流	63	84	-207	-264	-304
资本支出	207	97	222	269	331
长期投资	247	-43	-7	-117	-127
其他投资现金流	23	223	22	122	154
筹资活动现金流	-415	-303	4	-231	-217
短期借款	-102	64	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	-13	0	0	0
资本公积增加	-79	-136	0	0	0
其他筹资现金流	-235	-218	4	-231	-217
现金净增加额	13	281	830	106	71

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3784	3033	3704	4518	5518
营业成本	1552	1252	1450	1697	1990
营业税金及附加	49	42	50	60	74
营业费用	1404	1118	1330	1708	2080
管理费用	279	242	259	335	419
研发费用	118	142	113	158	198
财务费用	6	-3	-18	-26	-19
资产减值损失	-0	-1	0	0	0
其他收益	50	36	41	38	41
公允价值变动收益	0	0	2	2	2
投资净收益	-55	185	-180	70	90
资产处置收益	-1	0	200	50	62
营业利润	366	456	578	741	965
营业外收入	2	2	2	2	2
营业外支出	12	1	5	5	6
利润总额	357	457	575	737	961
所得税	89	101	144	176	230
净利润	268	356	431	562	731
少数股东损益	-3	-3	-6	-6	-8
归属母公司净利润	271	359	438	568	739
EBITDA	458	564	654	820	1060
EPS(元)	0.32	0.42	0.51	0.66	0.86

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	6.3	-19.8	22.1	22.0	22.1
营业利润(%)	4.3	24.5	26.7	28.1	30.3
归属于母公司净利润(%)	-0.6	32.8	21.8	29.8	30.1
获利能力					
毛利率(%)	59.0	58.7	60.8	62.4	63.9
净利率(%)	7.1	11.7	11.6	12.4	13.2
ROE(%)	6.8	8.9	9.8	11.9	14.0
ROIC(%)	8.8	13.1	18.9	23.5	27.3
偿债能力					
资产负债率(%)	24.6	24.0	23.1	22.5	24.0
净负债比率(%)	-18.0	-24.4	-41.1	-40.7	-38.2
流动比率	2.4	2.4	2.6	2.6	2.4
速动比率	1.6	1.7	1.7	1.7	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.8	0.9
应收账款周转率	9.5	8.7	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	8.9	7.4	19.9	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.32	0.42	0.51	0.66	0.86
每股经营现金流(最新摊薄)	0.43	0.58	1.21	0.70	0.69
每股净资产(最新摊薄)	4.64	4.66	5.17	5.53	6.12
估值比率					
P/E	41.5	31.3	25.7	19.8	15.2
P/B	2.8	2.8	2.5	2.4	2.1
EV/EBITDA	23.0	18.2	14.4	11.3	8.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn