

# 九芝堂 (000989.SZ)

2023 年 03 月 08 日

## 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

投资评级：买入（首次）

蔡明子（分析师）

龙永茂（联系人）

caimingzi@kysec.cn

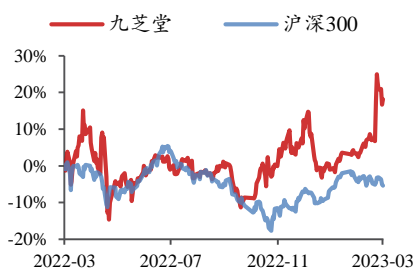
longyongmao@kysec.cn

证书编号：S0790520070001

证书编号：S0790121070011

日期	2023/3/8
当前股价(元)	10.57
一年最高最低(元)	11.50/7.68
总市值(亿元)	90.47
流通市值(亿元)	69.55
总股本(亿股)	8.56
流通股本(亿股)	6.58
近 3 个月换手率(%)	141.74

### 股价走势图



数据来源：聚源

● **九芝堂三百年中华老字号，传承中药大品种，首次覆盖，给予“买入”评级**  
九芝堂前身“劳九芝堂药铺”起源于 1650 年，传承三百余年。现代九芝堂成立以来，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，现已发展成为集科研、生产、销售、健康管理于一体的现代大型医药企业。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 3.35、4.38、5.68 亿元，对应 EPS 分别为 0.39、0.51、0.66 元/股，当前股价对应 PE 为 27.0、20.7、15.9 倍。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、布局干细胞研发领域增强持续成长性，首次覆盖，给予“买入”评级。

### ● OTC 系列产品市占率领先成长潜力大，处方药系列稳健增长可期

公司工业板块拥有的 6 大过亿品种，多年来形成了自身的品牌影响力及认可度，放量基础好。OTC 板块第一梯队的五款单品 2020 年零售药店终端市场市占率均名列前三，未来有望保持高增长态势。2022 年公司对部分 OTC 产品进行提价，2023 年随着疫情管控政策放开，公司提价措施有望带来业绩增厚。处方药板块公司疏血通注射液产品再评价工作稳步推进带动产品销售稳健回升。公司在为独家品种天麻钩藤颗粒积极申请进入基药目录，成长潜力大。

### ● 产能扩张、渠道拓展、研发前瞻布局，为长期成长蓄力

产能扩张方面，2018 年公司以自有资金出资 1.85 亿元投资新建九芝堂国药健康产业园（一期）项目，并于 2021 年增加投资 1.95 亿元，扩大公司产能、提高产品品质，完善产品结构。渠道开拓方面，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。研发布局方面，2018 年起布局干细胞领域，公司成立的干细胞研发公司北京美科开展的干细胞治疗其他疾病的临床前研究持续推进，有望走出新的成长曲线。

### ● 风险提示：渠道推广不及预期，中药材价格上涨等。

### 财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,560	3,784	3,090	3,720	4,538
YOY(%)	11.8	6.3	-18.3	20.4	22.0
归母净利润(百万元)	272	271	335	438	568
YOY(%)	41.7	-0.6	23.6	30.9	29.7
毛利率(%)	60.5	59.0	59.9	61.0	62.6
净利率(%)	7.6	7.1	10.7	11.6	12.4
ROE(%)	6.9	6.8	8.3	10.7	13.2
EPS(摊薄/元)	0.32	0.32	0.39	0.51	0.66
P/E(倍)	33.2	33.4	27.0	20.7	15.9
P/B(倍)	2.3	2.3	2.3	2.2	2.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、九芝堂：三百年中华老字号，传承中药大品种，延伸领域守正创新	3
2、主营业务：OTC 系列产品成长潜力大，处方药系列稳健增长可期	6
2.1、OTC 系列：5 大过亿品种市占率居前三放量基础好，第二梯队产品渠道推广稳步推进	6
2.2、处方药系列：疏血通注射液稳健回升，品种积极申请进入基药潜力大	9
3、产能扩张、渠道拓展、研发前瞻布局，为长期成长蓄力	10
3.1、投建九芝堂国药健康产业园，进一步完善拳头产品品类结构	10
3.2、与益丰药房强强联合，零售渠道拓展持续加强	11
3.3、前瞻性布局干细胞及创新药研发为长期增长蓄力	11
4、盈利预测与投资建议	12
4.1、盈利模型拆分	12
4.2、投资建议	13
5、风险提示	14
附：财务预测摘要	15

## 图表目录

图 1：2019-2021 年虽疏血通注射液收入下降，但 OTC 板块加速发展，带动整体收入增速增长	4
图 2：2020 年利润恢复正向增长，2021 年同比持平，2022 年前三季度扣非随收入下降而下滑	4
图 3：2017 年至今毛利率略有下滑，净利率 2020 年起企稳	4
图 4：中成药毛利率略有下滑，整体仍维持 70%+ 的较高水平，西成药毛利率为 20% 左右	4
图 5：2017-2021 年销售费用率呈下降趋势，管理、研发费用率稳定	5
图 6：2020 年以来由于采购支出增加经营现金流净额有所下降	5
图 7：2018-2021 年应收账款周转天数持续下降，存货周转天数变化不大	6
图 8：OTC 系列拥有 5 个过亿品种——六味地黄丸、安宫牛黄丸、驴胶补血颗粒、阿胶、足光散	7
图 9：2022 年我国城市实体药店终端市场安宫牛黄丸销售额预计突破 38 亿元	8
图 10：2020 年中国零售药店市场公司六味地黄丸市占率达到 24.3%，排名第一	8
图 11：预计 2022 年我国抗高血压药物市场达到千亿规模	10
图 12：独家品种天麻钩藤颗粒正积极申请进入基药目录	10
图 13：公司通过旗下并购基金布局干细胞研发领域	12
表 1：九芝堂三百年中华老字号，传承中药大品种，延伸领域守正创新	3
表 2：公司 OTC 系列 5 大过亿品种 2020 年市占率均排名前三	9
表 3：疏血通注射液在中成药治疗中风的量化指数中排名第一	10
表 4：九芝堂盈利模型拆分	13
表 5：与同类中药公司相比，九芝堂估值具备性价比	14

## 1、九芝堂：三百年中华老字号，传承中药大品种，延伸领域 守正创新

九芝堂前身“劳九芝堂药铺”起源于清顺治七年，即公元 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。多年来，九芝堂始终秉承“九州共济、芝兰同芳”的企业理念，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。现已发展成为集科研、生产、销售、健康管理于一体的现代大型医药企业。

**表1：九芝堂三百年中华老字号，传承中药大品种，延伸领域守正创新**

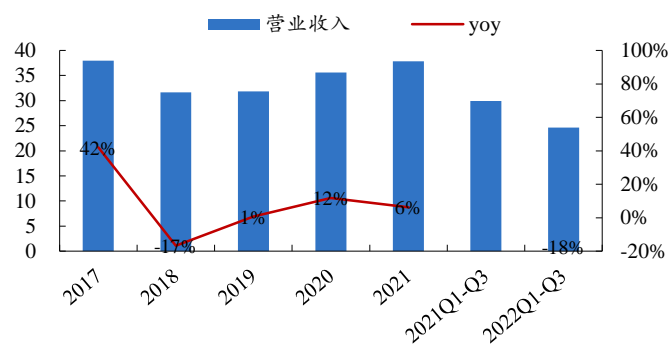
时间（年）	事件
1650	江苏吴县人劳澄先生长沙坡子街开店
1782	药店正式取名劳“九芝堂”
1956	公私合营，正式成立“九芝堂加工厂”并启用“芝”牌商标
1971	改名为“长沙中药一厂”
1984	组建生物研究所，开启十年研发之路
1995	成功研制“疏血通注射液”，成立“牡丹江友搏制药厂”
1998	“疏血通注射液”获得新药证书，成为国家二类中药新药，填补了国家动物类中药复方注射剂的空白
1999	设立湖南九芝堂股份有限公司
2000	在深圳证券交易所上市
2001	投资控股成都金鼎药业有限公司、海南九芝堂中元药业有限公司、湖南斯奇生物工程有限公司、常德九芝堂医药有限公司
2002	通过增资扩股成功引入三家风险投资公司，建设新厂
2003	成立友搏药业北京研发中心
2004	更名为九芝堂股份有限公司，“九芝堂”被国家工商行政管理总局商标局认定为中国驰名商标
2006.9	“九芝堂”被国家商务部认定为“中华老字号”
2007	成立友搏药业北京营销中心，在山东微山湖设立动物类中药材养殖基地
2008	九芝堂传统中药文化被列入国家级非物质文化遗产保护目录
2011	参股黑龙江迪龙制药有限责任公司，完成对生化药品领域的重要布局
2012	友搏药业筹建新厂
2015	牡丹江友搏药业有限责任公司重组百年老字号九芝堂，强强联合
2017	发起设立珠海横琴雍和启航股权投资基金，收购 Stemedica
2018	成立九芝堂美科（北京）细胞技术有限公司
2019	九芝堂-ALTACO 国际医疗中心落地中哈霍尔果斯国际边境合作中心
2020	九芝堂互联网医院正式上线
2022	与益丰药房进行战略合作，受让公司 5% 股权以及商业子公司湖南九芝堂 51% 股权给益丰药房，形成终端协同

资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

公司于 2015 年底完成重大资产重组后，2016-2017 年收入由于友搏药业主营疏血通注射液快速放量而快速增长，但 2017 年医保目录对疏血通注射液增加“限二级及以上医疗机构并有明确的缺血性脑血管疾病急性期患者”的医保报销限制，导致友搏药业的营业收入从 2017 年的 18.93 亿元下降至 2019 年的 7.87 亿元，公司整体业绩也随之波动，收入端在 2019 年回归正增长主要因为公司加大培育 OTC 产品，

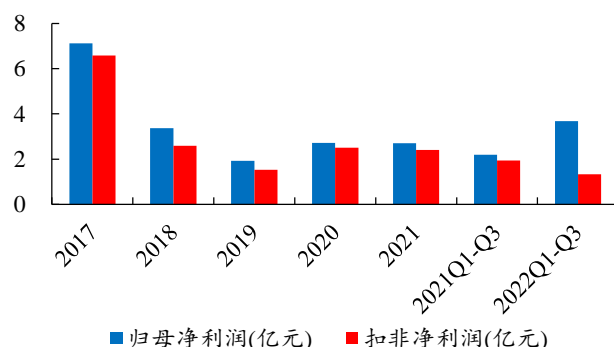
重点打造产品梯队，推进独家及大类品种的重新定位与策划运作，相关 OTC 产品收入快速增长，利润端由于友搏药业净利率明显高于公司整体净利率，下滑幅度较收入端更大。2020 年，公司已培育 5 个 OTC 过亿单品，疏血通收入占比从 2017 年的 50% 下降至 25%，公司整体收入增速提升至 12%，利润也开始恢复正向增长。2021 年公司 OTC 经营板块维持经营向好趋势，收入增长 16%。2022 年前三季度，由于疫情反复导致物流运输受限、医院终端推广受限，疏血通注射液、处方药等收入下滑明显，利润端由于转让九芝堂医药 51% 股权及其子公司 10% 股权确认非流动资产处置损益 2.67 亿元，归母净利润增长 45%。

**图1：2019-2021 年虽疏血通注射液收入下降，但 OTC 板块加速发展，带动整体收入增速增长**



数据来源：Wind、开源证券研究所

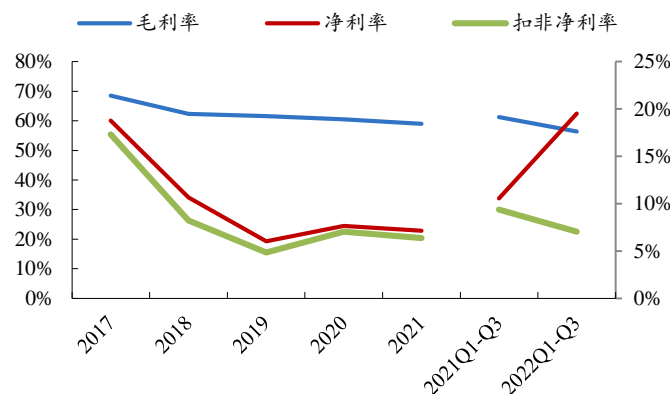
**图2：2020 年利润恢复正向增长，2021 年同比持平，2022 年前三季度扣非随收入下降而下滑**



数据来源：Wind、开源证券研究所

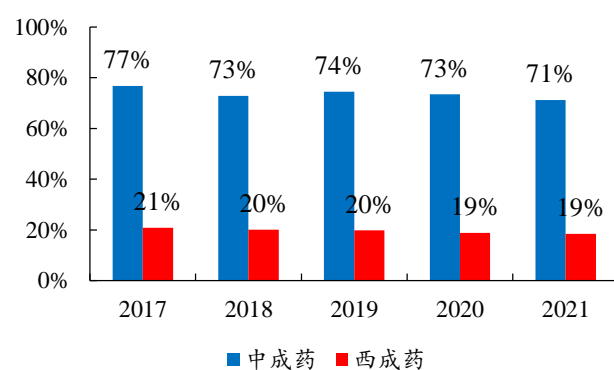
2017-2021 年，公司整体毛利率从 68.55% 下降至 59%，主要系中成药毛利率下降，预计与疏血通注射液收入下降同时 OTC 产品收入提升导致产品结构调整有关，西成药毛利率保持在 20% 左右，变动不大。

**图3：2017 年至今毛利率略有下滑，净利率 2020 年起企稳**



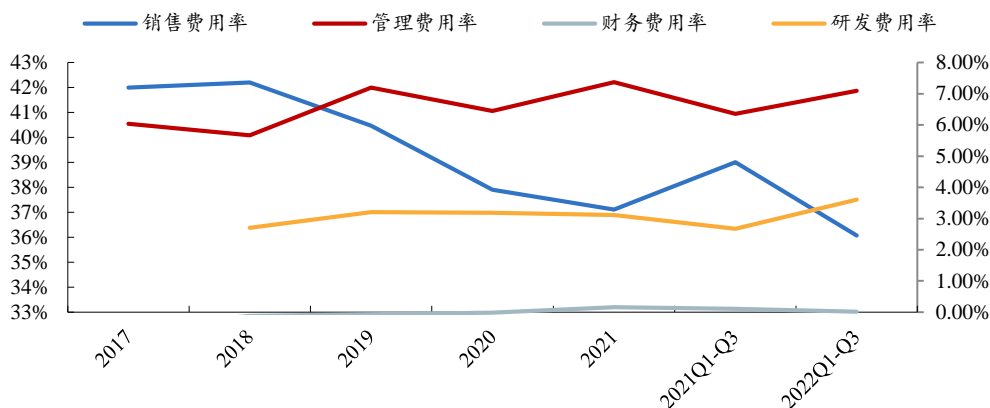
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图4：中成药毛利率略有下滑，整体仍维持 70%+ 的较高水平，西成药毛利率为 20% 左右**



数据来源：Wind、开源证券研究所

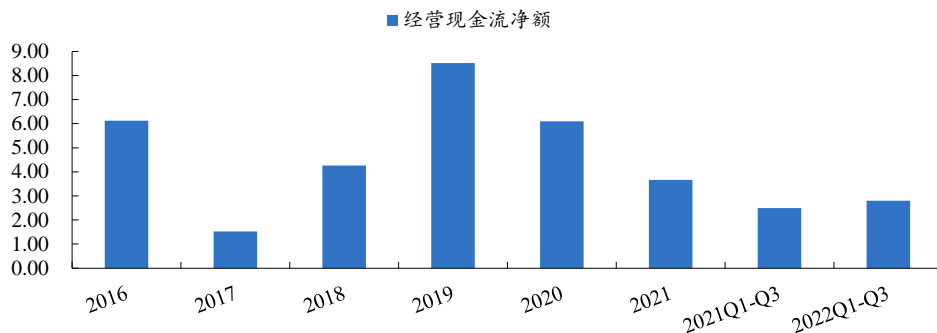
公司销售费用率呈现下降趋势，从 2017 年的 41.99% 下降至 2021 年的 37.11%；管理费用率维持在 6% 左右，研发费用率维持在 3% 左右，皆变动不大。

**图5：2017-2021 年销售费用率呈下降趋势，管理、研发费用率稳定**


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：左侧坐标轴为销售费用率

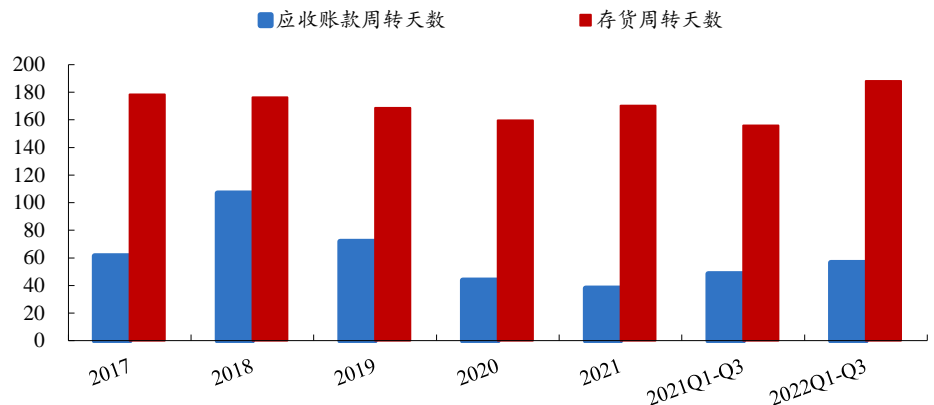
公司 2015 年底完成重大资产重组导致 2016 年经营活动净现金流变化较大，且公司自 2017 年改变销售模式，从原来的现销转变为信用赊销为主，导致 2017 年经营活动净现金流和收入差距较大，2018-2019 年经营活动净现金流持续增加，2020 年有所下降主要由于采购支出增加，2021 年下降主要由于人力资源成本支出增加、原材料涨价、原材料储备导致采购支出增加所致，目前原材料价格已经企稳，预计后续成本端更为可控，公司整体现金流有望随收入增长快速改善。

**图6：2020 年以来由于采购支出增加经营现金流净额有所下降**


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司自 2017 年改变销售模式，从原来的现销转变为信用赊销为主，导致 2018 年应收账款周转天数明显提升至 107 天，但后续公司持续加大回款力度，2021 年应收账款周转天数下降至 38 天。公司存货周转天数变化不大，基本维持在 170 天左右。



**图7：2018-2021 年应收账款周转天数持续下降，存货周转天数变化不大**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**员工持股计划覆盖面广，调动员工积极性。**2020 年 10 月 24 日，公司发布《2020 年员工持股计划（草案）》，合计 1,600 万股，受让价格为 5 元/股，实际参加对象为公司董事（不含独立董事）、监事、高级管理人员、公司及其分子公司中高层管理人员、公司核心技术及业务骨干人员、为公司做出突出贡献的人员，共计 1,104 人，覆盖较多员工。此次员工持股计划分两批解锁，各解锁 800 万股，目前第一批于 2022 年 1 月 24 日至 1 月 28 日通过集中竞价交易的方式已出售完成（对应期间股价为 8.59-9.13 元/股，较受让价格溢价 71.8%-82.6%），2023 年 1 月 20 日第二个锁定期届满。

## 2、主营业务：OTC 系列产品成长潜力大，处方药系列稳健增长可期

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、药食同源类系列产品，品类覆盖心脑血管、补肾、补血、妇儿、五官科等各个领域。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。发展至今公司已建立起成熟的产品矩阵，按照销量划分：

**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：**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。

### 2.1、OTC 系列：5 大过亿品种市占率居前三放量基础好，第二梯队产品渠道推广稳步推进

公司围绕阿胶开发出一系列补血类产品，其中驴胶补血颗粒位列补血产品全国

零售市场前列，同时拥有阿胶块、阿珍养血口服液等系列产品，满足各类人群的不同需求。公司拥有补益类系列产品，包括六味地黄丸、补肾固齿丸、逍遥丸、益龄精、杞菊地黄丸、生发丸、补肾填精口服液等，其他 OTC 传统特色产品涵盖了内科、外科、皮肤科、妇科、骨科等多个领域，在同类产品中拥有良好的品牌优势及产品口碑。

公司 OTC 系列拥有 5 个过亿品种：六味地黄丸、安宫牛黄丸、驴胶补血颗粒、阿胶、足光散。第一梯队的五款单品市场排名领先，未来有望保持高增长态势。

2022 年公司对部分 OTC 产品进行提价，但受疫情影响的地区人流管控、医院限流、物流受限，一定程度上影响了公司的产品销售，2023 年随着疫情管控政策放开，公司提价措施有望带来业绩增厚。

图8：OTC 系列拥有 5 个过亿品种——六味地黄丸、安宫牛黄丸、驴胶补血颗粒、阿胶、足光散

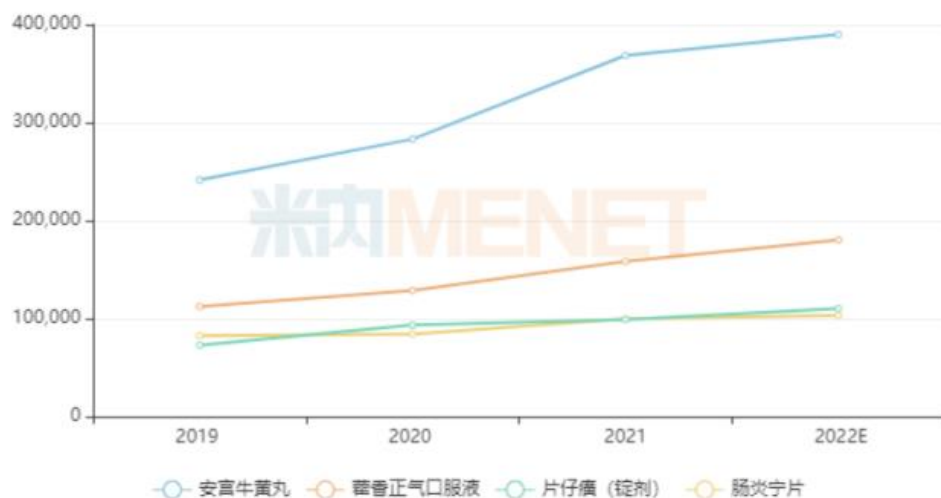


资料来源：公司官网

安宫牛黄丸我国药品零售市场心脑血管中成药第一大品种，销售额增速较快。米内网数据显示，安宫牛黄丸是中国城市实体药店终端中成药第一大品种，在米内网预测的 2022 年中国城市实体药店终端合计销售规模中，安宫牛黄丸独占鳌头预计 2022 年销售额超过 38 亿元，排名第二的藿香正气口服液预计销售额突破 18 亿。近年来安宫牛黄丸销售额快速增长，2019 年超过 20 亿元后，2020 年同比增长 16.52%，2021 年突破 30 亿元大关。

九芝堂安宫牛黄丸市占率排名前五，2022 年提价有望带来业绩贡献，后续扩充产能放量潜力大。公司安宫牛黄丸产品分为单天然（牛黄）和体培牛黄两个产品类型，为有效缓解上游原材料涨价影响，2022 年公司将安宫牛黄丸产品价格上调。为满足下游需求，公司投资建设了九芝堂国药健康产业园，该扩产项目投产后，产能将逐步达到 1000 万丸，助力实现销售增长。

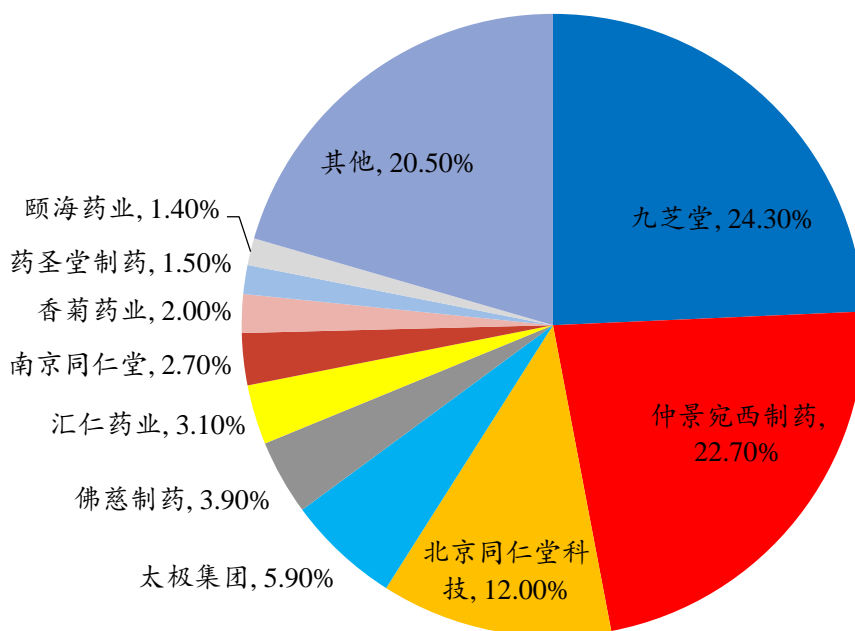
图9：2022 年我国城市实体药店终端市场安宫牛黄丸销售额预计突破 38 亿元



资料来源：米内网

九芝堂六味地黄丸零售药店销售市场市占率第一，品牌认知度提升有望带来量价齐升。根据米内网数据统计，在 2020 年中国零售药店市场中，公司六味地黄丸市占率达到 24.3%，市场排名第一。2022 年公司将六味地黄丸价格上调，预计未来随着品牌认知和市占率的不断提高，产品营收增速有望维持快速增长。

图10：2020 年中国零售药店市场公司六味地黄丸市占率达到 24.3%，排名第一



数据来源：米内网、开源证券研究所



**九芝堂驴胶补血颗粒产品市场占有率达到 96%，排名第一，未来营收有望实现双位数增长。**驴胶补血颗粒是公司围绕阿胶开发出的补血类产品，是国内首创的一种新型治疗气血亏虚、疲乏无力的良药，填补了阿胶当归等复方制剂治疗体质虚弱气血亏虚的空白。根据米内网数据统计，2020 年公司的驴胶补血颗粒产品市场占有率达到 96%，排名第一。

**九芝堂阿胶产品市占率排名第三，营收有望实现稳步增长。**阿胶凭借其品牌效应和性价比进行差异化竞争，根据米内网数据统计，2020 年公司的阿胶产品市场占有率排名第三，营收有望实现稳步增长。此外公司九芝堂国药健康产业园扩产项目也将侧重于阿胶的生产。随着产能的释放，阿胶产品的营收增速将得到大幅提高。

**表2：公司 OTC 系列 5 大过亿品种 2020 年市占率均排名前三**

产品名称	2020 年市占率	市场排名	所属类别
六味地黄丸	24%	1	壮腰健肾中成药
安宫牛黄丸	9%	3	补气血中成药
驴胶补血颗粒	96%	1	妇科调经中成药
阿胶	5%	3	补气血中成药
足光散	63%	1	皮肤外科中成药

数据来源：米内网、开源证券研究所

## 2.2、处方药系列：疏血通注射液稳健回升，品种积极申请进入基药潜力大

公司已形成以疏血通注射液、丹膝颗粒、天麻钩藤颗粒、复方降脂片为主的心脑血管、神经类，以斯奇康为主的免疫调节类，以裸花紫珠片、桂枝茯苓丸、小金丸、补血生乳颗粒、止血镇痛胶囊为主的妇科类，以喉炎丸为主的耳鼻喉类，以健胃愈疡片为主的消化类，以甲芪肝纤颗粒、赤丹退黄颗粒为主的肝病用药类的处方药产品体系。

**疏血通注射液在中成药治疗中风的量化指数中排名第一，再评价工作稳步推进带动产品销售稳健增长。**疏血通注射液主要用于防治脑血栓和脑供血不足等脑血管疾病，在心脑血管用药领域具有重要地位。据米内网数据统计，2020 年疏血通注射液在心脑血管中成药领域的市占率约为 8%，排名第五。根据循证中医药研究联盟数据统计，疏血通注射液在中成药治疗中风的量化指数中排名第一。公司主动开展的疏血通注射液再评价工作稳步推进，对产品的市场推广具有积极的促进作用。2021 年 7 月 9 日，中国卒中学会第七届学术年会（CSA&TISC2021）卒中二级预防论坛举行，会上重点介绍了卒中二级预防领域中重大研究《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。

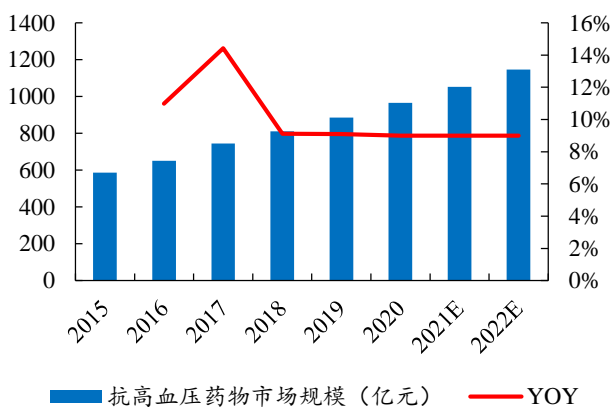
**表3：疏血通注射液在中成药治疗中风的量化指数中排名第一**

药品名称	中成药治疗中风证据指数
疏血通注射液	161.49
血塞通注射液	145.16
血栓通注射液	127.31
舒血宁注射液	117.23
醒脑静注射液	112.53
脑心通	112.45
灯盏生脉胶囊	85.15
安宫牛黄丸	68.67
养血清脑颗粒	54.46
清开灵注射液	43.95

数据来源：循证中医药研究联盟、开源证券研究所

**抗高血压药物市场规模破千亿，独家品种天麻钩藤颗粒正积极申请进入基药。**

据沙利文研究院数据统计，2020 年我国抗高血压药物市场规模达到 964.8 亿元，同比增速为 9%，预计未来还将保持稳定增长态势，预计 2022 年达到千亿市场规模。公司的独家产品天麻钩藤颗粒临床主要用于高血压所引起的头晕、耳鸣、头痛、失眠等症状的治疗，产品在治疗高血压中的降压作用得到了国际心血管医学界的认可。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，公司正在积极为这一品种申请进入基药目录。

**图11：预计 2022 年我国抗高血压药物市场达到千亿规模**


数据来源：沙利文研究院、开源证券研究所

**图12：独家品种天麻钩藤颗粒正积极申请进入基药目录**


资料来源：公司官网

### 3、产能扩张、渠道拓展、研发前瞻布局，为长期成长蓄力

#### 3.1、投建九芝堂国药健康产业园，进一步完善拳头产品品类结构

为进一步提升公司核心竞争力，2018 年公司以自有资金出资 1.85 亿元投资新建九芝堂国药健康产业园（一期）项目，并于 2021 年增加投资 1.95 亿元新建及扩建产

品生产线、产业旅游基地，并采用智能化信息化设备、节能环保建设标准提升各个基础项目质量，进一步完善公司大健康产业布局、扩大公司产能、提高产品品质，完善产品结构，宣传九芝堂中医药文化、拓展产业旅游业务，适应公司未来业务发展规划的需要。

公司拳头产品安宫牛黄丸、驴胶补血颗粒、六味地黄丸畅销全国多年，具有强大的产品品牌优势，九芝堂国药健康产业园将主要生产的产品等具有高品牌影响力、高品牌溢价力、高消费需求等特性，市场前景广阔，可以完善拳头产品品类结构，扩充市场需求强劲产品的产能，形成具有较强市场竞争力的产品集群。

### 3.2、与益丰药房强强联合，零售渠道拓展持续加强

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，交易对价为 2.04 亿元人民币。本次交易完成后，公司将继续持有湖南九芝堂医药 47.6% 的股权。

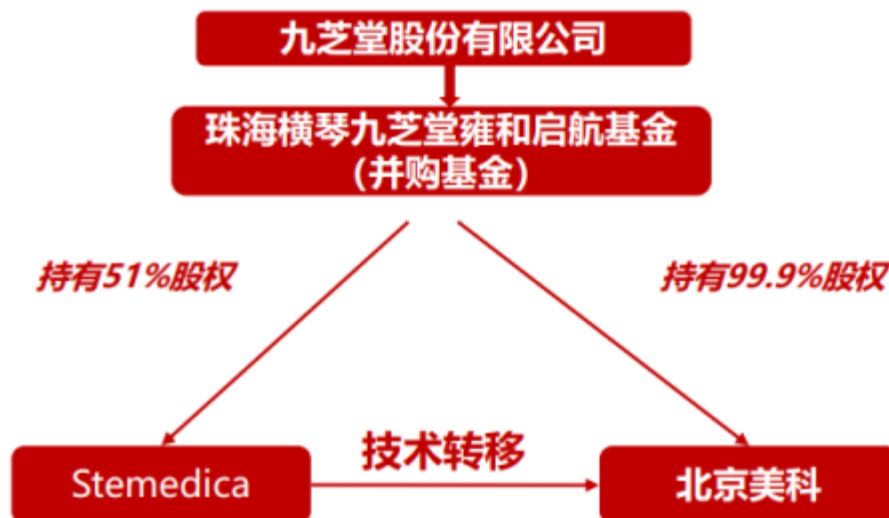
**推动“九芝堂”品牌影响力的延伸及提升，零售渠道拓展持续加强。**与益丰药房深度绑定合作，有利于进一步优化公司业务结构，提高现有资源配置效率。根据交易的方案，九芝堂医药的零售门店将在现有基础上，加快区域拓展，有利于“九芝堂”品牌影响力的延伸及提升，截至公司发布战略合作公告日，湖南九芝堂医药旗下的 190 家自营连锁药店、359 家加盟药店门店质地优良，拥有良好的市场口碑和稳定的客户群体，未来有望与益丰药房门店形成协同效应，进一步扩大品牌影响力。同时，根据双方的合作方案，公司产品在益丰药房零售渠道的扩展以及合作程度有望持续加强，共同推进医药产销及零售产业链的深度整合，推动实现双方资源共享、合作共赢、共同发展的目标。

### 3.3、前瞻性布局干细胞及创新药研发为长期增长蓄力

2018 年起布局干细胞领域，旗下并购基金投资共计 7000 万美元（约 4.7 亿人民币）持有美国 Stemedica 51% 股权，并投资 2 亿元成立子公司北京美科。Stemedica 将技术转移到国内子公司并进行工艺改进，北京美科现已完全掌握相关工艺，并在北京大兴建设了干细胞生产场地。公司旗下并购基金履行完毕所有投资 Stemedica 的出资义务，后续投入减少对于业绩的影响有望减小。公司也在积极进行外部融资，后续干细胞领域亏损缺口有望进一步减小。

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顺利开展，截至 2022H1 北京天坛医院成功完成 12 例入组和给药，无药物相关不良事件报告，临床试验进展顺利。同时，北京美科开展的干细胞治疗其他疾病的临床前研究持续推进。

图13：公司通过旗下并购基金布局干细胞研发领域



资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司不断加强创新药团队建设，提升专业化研发和管理能力，积极推动创新药和已上市产品提升的研发进展。截至 2022H1，YB209 项目（即 LFG 项目）已经按照中国药监部门的要求补充了药学部分试验、临床试验方案等工作以及各项内容申报资料准备，与药审中心充分交流后，已正式向中国药审中心提交了新药临床试验申请（IND）；YB211 项目已经完成毒理批和临床批样品制备，并按时间节点完成稳定性考察，药理毒理试验研究等有序开展，并开始撰写新药临床试验申请沟通的资料（PIND）。

## 4、盈利预测与投资建议

### 4.1、盈利模型拆分

模型拆分假设：

#### （1）医药工业板块：

我们预计工业板块保持快速增长，公司工业板块拥有 6 个过亿品种，第一梯队的单品市场排名领先，2020 年零售药店终端市占率均名列前三，未来有望保持高增长态势。2022 年公司对部分 OTC 产品进行提价，但受疫情影响的地区人流管控、医院限流、物流受限，一定程度上影响了公司的产品销售，2023 年随着疫情管控政策放开，公司提价措施有望带来业绩增厚。

#### （2）医药商业板块：

我们预计商业板块于 2022 年剥离后不再并表。

**表4：九芝堂盈利模型拆分**

单位：亿元	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>一、医药工业</b>								
收入	31.81	23.7	22.75	25.37	28.55	26.03	36.83	44.93
yoy	0.0%	-25.5%	-4.0%	11.5%	12.5%	-8.84%	41.52%	21.99%
成本	7.35	6.01	5.4	6.23	7.36	9.20	11.04	13.25
yoy	0.0%	-18.2%	-10.1%	15.4%	18.1%	25.00%	20.00%	20.00%
毛利	24.46	17.69	17.35	19.14	21.19	16.83	25.79	31.68
毛利率	76.9%	74.6%	76.3%	75.4%	74.2%	64.65%	70.02%	70.51%
<b>二、医药商业</b>								
收入	6.70	7.67	8.76	9.89	10.44	10.96	0.00	0.00
yoy	0.0%	14.4%	14.3%	12.9%	5.5%	5.0%	0.0%	0.0%
成本	4.99	5.70	6.60	7.60	8.01	0.00	0.00	0.00
yoy	0.0%	14.3%	15.8%	15.1%	5.4%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利	1.71	1.96	2.16	2.29	2.42	0.00	0.00	0.00
毛利率	25.5%	25.6%	24.6%	23.1%	23.2%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>三、其他业务</b>								
收入	0.15	0.20	0.19	0.22	0.26	0.31	0.37	0.45
yoy	0.0%	28.1%	-1.2%	12.9%	18.2%	20.0%	20.0%	20.0%
成本	0.04	0.02	0.05	0.03	0.03	0.03	0.04	0.05
yoy	0.0%	-50.0%	150.0%	-40.0%	-6.0%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利	0.11	0.18	0.14	0.19	0.23	0.28	0.33	0.40
毛利率	74.0%	89.9%	74.3%	86.4%	89.1%	89.1%	89.1%	89.1%
<b>合计</b>								
营业收入	38.37	31.62	31.84	35.60	37.84	30.90	37.20	45.38
YOY	0.0%	-17.6%	0.7%	11.8%	6.3%	-18.3%	20.4%	22.0%
营业成本	11.97	11.89	12.24	14.07	15.52	12.40	14.50	16.97
YOY	0.0%	-0.6%	2.9%	14.9%	10.3%	-20.1%	16.9%	17.0%
毛利	26.40	19.73	19.60	21.53	22.33	18.50	22.70	28.41
毛利率	68.8%	62.4%	61.6%	60.5%	59.0%	59.9%	61.0%	62.6%
归属于母公司股东的净利润	7.12	3.36	1.92	2.72	2.71	3.35	4.38	5.68
YOY	0.0%	-52.8%	-42.9%	41.7%	-0.6%	23.6%	30.9%	29.7%
归母净利率	18.6%	10.6%	6.0%	7.7%	7.2%	10.8%	11.8%	12.5%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 4.2、投资建议

我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 3.35、4.38、5.68 亿元，对应 EPS 分别为 0.39、0.51、0.66 元/股，当前股价对应 PE 为 27.0、20.7、15.9 倍。根据公司主要品种安宫牛黄丸、阿胶等，我们选取市场上供应同类商品的中药公司同仁堂、广誉远、东阿阿胶，并选取中药行业龙头公司片仔癀进行对比，其中片仔癀作为行



业龙头估值溢价较高，其他几家中药公司估值中枢较高，公司估值具备性价比。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，二三线品种在渠道开拓下有望进一步放量，同时公司通过产能扩充、渠道拓展、布局干细胞研发领域增强持续成长性，首次覆盖，给予“买入”评级。

表5：与同类中药公司相比，九芝堂估值具备性价比

证券代码	证券简称	收盘价（元）	归母净利润增速（%）				P/E（倍）			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
600436.SH	片仔癀	309.00	45.46	1.55	25.79	24.35	108.5	70.5	57.1	47.1
600085.SH	同仁堂	48.60	19.00	14.33	17.82	17.54	50.3	48.5	41.1	35.0
600535.SH	广誉远	13.88	109.51	-88.47	296.87	17.56	-67.0	-45.2	103.8	64.7
000423.SZ	东阿阿胶	47.30	917.43	78.56	29.38	23.05	72.4	39.3	30.3	24.7
可比公司平均							77.04	52.74	58.10	42.86
000989.SZ	九芝堂	10.81	-0.59	23.62	30.87	29.70	33.4	27.0	20.7	15.9

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：收盘日期为 2023/3/8，PE 均值剔除负值；除九芝堂外其他标的数据来源为 Wind 一致预期。）

### 5、风险提示

渠道推广不及预期，中药材价格上涨等。

### 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	2740	2762	2578	3068	2792
现金	795	808	1780	1589	1746
应收票据及应收账款	578	686	0	0	0
其他应收款	10	9	6	13	10
预付账款	19	30	10	38	21
存货	657	810	363	1009	596
其他流动资产	681	420	420	420	420
<b>非流动资产</b>	2462	2503	2081	2198	2367
长期投资	342	323	224	235	257
固定资产	1090	1032	770	913	1091
无形资产	328	318	303	284	268
其他非流动资产	701	830	784	766	751
<b>资产总计</b>	5202	5266	4660	5266	5160
<b>流动负债</b>	1124	1166	578	1101	782
短期借款	102	0	0	0	0
应付票据及应付账款	156	191	0	0	0
其他流动负债	866	974	578	1101	782
<b>非流动负债</b>	152	129	129	129	129
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	152	129	129	129	129
<b>负债合计</b>	1276	1295	707	1230	911
少数股东权益	3	1	-4	-11	-18
股本	869	869	869	869	869
资本公积	1763	1684	1684	1684	1684
留存收益	1650	1578	1462	1277	1088
<b>归属母公司股东权益</b>	3923	3969	3956	4046	4267
<b>负债和股东权益</b>	5202	5266	4660	5266	5160

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	610	366	997	227	616
净利润	270	268	330	431	561
折旧摊销	123	125	100	107	125
财务费用	-1	6	-25	-33	-28
投资损失	75	55	180	-70	-90
营运资金变动	130	-162	618	-154	119
其他经营现金流	12	74	-205	-55	-70
<b>投资活动现金流</b>	123	63	344	-102	-140
资本支出	81	207	-223	213	273
长期投资	186	247	99	-11	-21
其他投资现金流	18	23	22	122	154
<b>筹资活动现金流</b>	-235	-415	-369	-315	-320
短期借款	102	-102	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-1	-79	0	0	0
其他筹资现金流	-336	-235	-369	-315	-320
<b>现金净增加额</b>	497	13	972	-191	157

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	3560	3784	3090	3720	4538
营业成本	1407	1552	1240	1450	1697
营业税金及附加	46	49	44	51	61
营业费用	1349	1404	1153	1414	1761
管理费用	230	279	226	291	351
研发费用	113	118	94	130	146
财务费用	-1	6	-25	-33	-28
资产减值损失	-16	-0	0	0	0
其他收益	28	50	52	45	44
公允价值变动收益	1	0	2	2	2
投资净收益	-75	-55	-180	70	90
资产处置收益	-1	-1	200	50	62
<b>营业利润</b>	351	366	431	580	743
营业外收入	2	2	4	2	2
营业外支出	2	12	5	5	6
<b>利润总额</b>	351	357	430	577	740
所得税	82	89	101	146	179
<b>净利润</b>	270	268	330	431	561
少数股东损益	-3	-3	-5	-7	-7
<b>归属母公司净利润</b>	272	271	335	438	568
EBITDA	457	458	492	634	815
EPS(元)	0.32	0.32	0.39	0.51	0.66

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	11.8	6.3	-18.3	20.4	22.0
营业利润(%)	30.8	4.3	17.5	34.8	28.1
归属于母公司净利润(%)	41.7	-0.6	23.6	30.9	29.7
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	60.5	59.0	59.9	61.0	62.6
净利率(%)	7.6	7.1	10.7	11.6	12.4
ROE(%)	6.9	6.8	8.3	10.7	13.2
ROIC(%)	9.8	8.8	15.7	18.1	23.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	24.5	24.6	15.2	23.4	17.7
净负债比率(%)	-15.0	-18.0	-43.8	-38.2	-40.0
流动比率	2.4	2.4	4.5	2.8	3.6
速动比率	1.8	1.6	3.8	1.8	2.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.7	0.6	0.7	0.9
应收账款周转率	8.2	9.5	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	9.4	8.9	13.0	0.0	0.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.32	0.32	0.39	0.51	0.66
每股经营现金流(最新摊薄)	0.71	0.43	1.16	0.26	0.72
每股净资产(最新摊薄)	4.58	4.64	4.62	4.73	4.98
<b>估值比率</b>					
P/E	33.2	33.4	27.0	20.7	15.9
P/B	2.3	2.3	2.3	2.2	2.1
EV/EBITDA	18.2	18.5	15.2	12.0	9.2

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