

百年九芝堂，联合强筑基

——九芝堂(000989.SZ)首次覆盖报告

买入|首次推荐

报告要点:

● 湖南省中华老字号企业第一名，具有市场优势

现代的九芝堂股份有限公司于1999年设立，2000年于深交所上市。公司拥有“九芝堂”和“友搏”两个“中国驰名商标”，2006年被商务部认定为“中华老字号”。公司拥有心脑血管、补益安神、妇科、呼吸、消化、清热、五官、耳鼻喉、骨科、皮肤、儿科等领域的三百多个药品批文。处方药领域以疏血通注射液为代表，非处方药领域以驴胶补血颗粒、六味地黄丸为代表，在中成药市场中拥有良好口碑与市场优势。

● 兼顾处方药与OTC，生产高质明星产品

公司主要产品分为非处方药与处方药，产品细分类别多样，已建立起以疏血通注射液、驴胶补血颗粒、六味地黄丸、安宫牛黄丸、阿胶、足光散、斯奇康、裸花紫珠片等为核心的第一梯队产品，补肾固齿丸、小金丸、逍遥丸、杞菊地黄丸、归脾丸、补中益气丸等第二梯队产品，孵化独家、特色的阿珍养血口服液、补肾填精口服液、生发丸、健肺丸、喉炎丸等第三梯队产品。2021年，公司有6个产品品种实现销售收入过亿元，分别为疏血通注射液、六味地黄丸、驴胶补血颗粒、阿胶、安宫牛黄丸、足光散；有26个产品品种实现销售收入过千万元。在售产品消费者教育充分，在市场享有良好声誉及品牌效应。

● 与益丰强强联合，推动公司发展

2022年4月，公司与益丰大药房连锁股份有限公司签署《股权转让框架协议》。公司向益丰出售所持的湖南九芝堂医药有限公司51%的股权，本次股权转让有助于发挥转让双方优势发挥，利于实现强强联合，突出双方市场优势——公司既保持“九芝堂”品牌名称，又通过益丰成熟的医药布局及市场竞争力，扩大销售端品牌影响力，有助于未来提升市场竞争格局。

● 投资建议与盈利预测

公司经典产品众多，消费者教育充分，与益丰的强强联合有望助力公司影响力提升，预计2023-2025年，公司归属母公司股东净利润分别为：4.52、5.46和6.49亿元，对应基本每股收益分别为：0.53、0.64和0.76元/股，对应PE分别为21、17和14倍。考虑到公司在中成药行业地位和品牌优势，首次覆盖，给予公司“买入”的投资评级。

● 风险提示

行业政策风险；原材料价格波动及供应风险；药品降价风险；研发不及预期。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3784.16	3033.27	3576.95	4287.26	4934.30
收入同比(%)	6.31	-19.84	17.92	19.86	15.09
归母净利润(百万元)	270.70	359.35	451.56	546.22	649.13
归母净利润同比(%)	-0.59	32.75	25.66	20.96	18.84
ROE(%)	6.82	9.02	10.99	12.67	14.05
每股收益(元)	0.32	0.42	0.53	0.64	0.76
市盈率(P/E)	34.47	25.96	20.66	17.08	14.37

资料来源：Wind, 国元证券研究所

基本数据

52周最高/最低价(元): 14.99/7.93

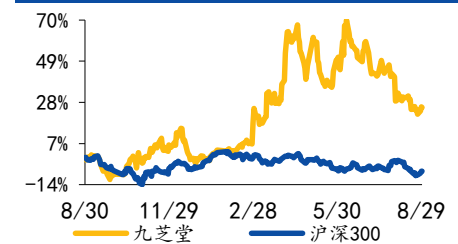
A股流通股(百万股): 689.87

A股总股本(百万股): 855.94

流通市值(百万元): 7519.63

总市值(百万元): 9329.77

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 马云涛

执业证书编号 S0020522080001

电话 021-51097188

邮箱 mayuntao@gyzq.com.cn

目 录

1.悬壶济世越百年，拼搏创新展新卷.....	4
1.1 三百余年历史积淀，传统与现代中药协同发展.....	4
1.2 九芝堂医药与益丰股权转让，强强联合.....	5
1.3 业务结构、费用控制稳定，持续提升研发力量.....	6
2.兼顾处方药与 OTC，打造高质明星产品梯队.....	9
2.1 非处方药家喻户晓，客源稳定.....	9
2.1.1 六味地黄丸.....	9
2.1.2 安宫牛黄丸.....	11
2.1.3 驴胶补血颗粒及阿胶.....	12
2.1.4 足光散.....	14
2.2 发展心脑血管处方药，抢占市场优势.....	15
2.2.1 疏血通注射液.....	15
2.2.2 天麻钩藤颗粒.....	16
2.2.3 裸花紫珠片.....	17
3.有序推进创新药研发，增强市场竞争力.....	17
4.盈利预测与投资建议.....	18
4.1 盈利预测.....	18
4.2 投资建议.....	19
5.风险提示.....	20

图表目录

图 1：公司发展历程.....	4
图 2：公司股权结构（截至 2023H1）.....	5
图 3：公司营业收入及增速.....	6
图 4：公司归母净利润及增速.....	6
图 5：公司存货及存货周转率.....	7
图 6：存货占营业收入比重.....	7
图 7：公司研发费用及增速.....	7
图 8：公司销售费、财务费、管理费率.....	7
图 9：中成药占营业收入占比.....	8
图 10：中成药毛利率.....	8
图 11：六味地黄丸市场规模及增速.....	10
图 12：2021-2022 六味地黄丸市场竞争格局（按季度，%）.....	10
图 13：安宫牛黄丸 2021 年零售市场 TOP10 企业竞争情况（亿元）.....	12
图 14：中国城市实体药店妇科中成药销售额（万元）.....	13
图 15：2022 中国城市实体药店妇科中成药亚类格局.....	13
图 16：心血管中成药院内市场销售情况（亿元，%）.....	15
图 17：2022 中国城市实体药店妇科中成药亚类格局.....	17

图 18: 公司裸花紫珠片产品图	17
图 19: 九芝堂美科(北京) 股权架构	18
表 1: 销售单元职能转换.....	8
表 2: 公司主要产品	9
表 3: 六味地黄丸临床应用研究.....	10
表 4: 市占率前三六味地黄丸网络零售价	11
表 5: 安宫牛黄丸临床应用进展对应适应症	11
表 6: 2021 年零售药店中成药 TOP10 名单	11
表 7: 部分非双天然安宫牛黄丸价格对比	12
表 8: 2022 年中国城市实体药店终端妇科中成药品牌 TOP10.....	13
表 9: 有关驴胶补血颗粒升高白细胞相关研究.....	13
表 10: 2021-2023H1 阿胶市场份额 TOP5 (%)	14
表 11: 主治角化型手足癣药品.....	14
表 12: 2021 年心血管中成药市场院内销售 TOP10 品种.....	15
表 13: 全国高血压患病率调查(1959-2018)	16
表 14: 有关天麻钩藤颗粒相关研究与推荐	16
表 15: 两组慢性盆腔炎患者有效率对比 (n, %)	17
表 16: 公司主要创新研发项目	18
表 17: 业务拆分	19
表 18: 可比公司估值.....	20

1. 悬壶济世越百年，拼搏创新展新卷

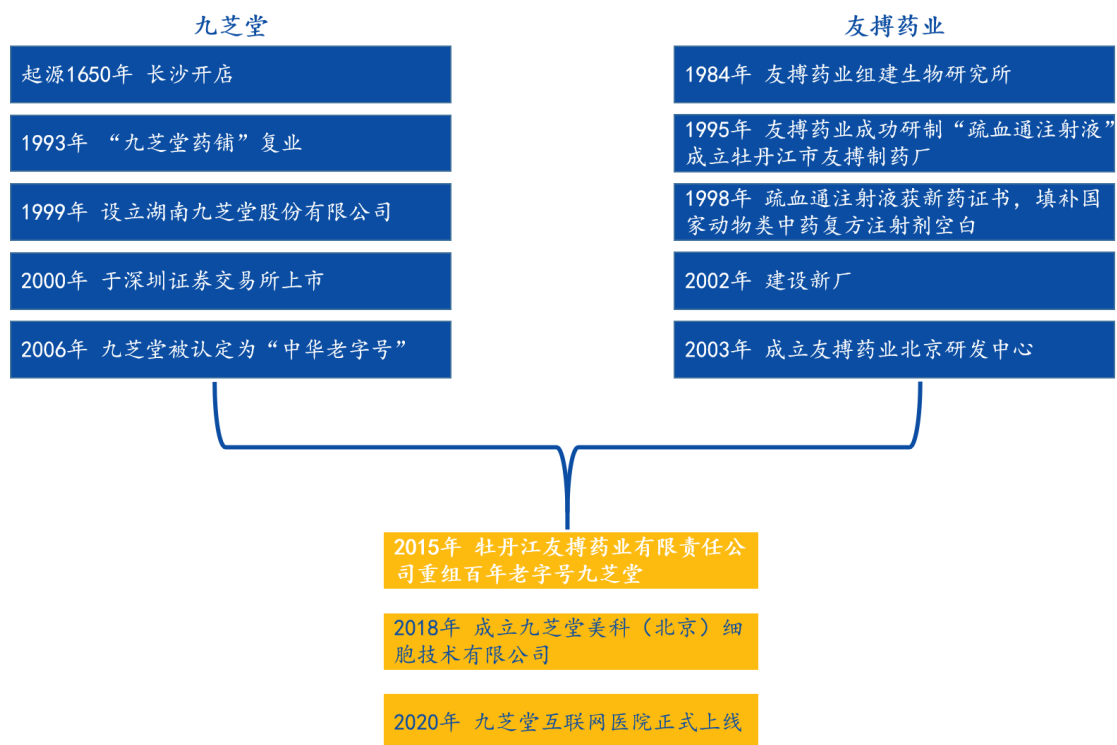
1.1 三百余年历史积淀，传统与现代中药协同发展

九芝堂始终位列湖南省中华老字号企业第一名。公司前身起源于1650年“劳九芝堂药铺”，现代的九芝堂股份有限公司于1999年设立，2000年于深交所上市，拥有“九芝堂”和“友搏”两个“中国驰名商标”，2006年被商务部认定为“中华老字号”。公司拥有心脑血管、补益安神、妇科、呼吸、消化、清热、五官、耳鼻喉、骨科、皮肤、儿科等领域内超三百个药品批文。处方药领域以疏血通注射液为代表，非处方药领域以驴胶补血颗粒、六味地黄丸为代表，在中成药市场中拥有良好口碑与市场优势。

牡丹江友搏药业在心血管中成药处于领先的市场地位。1984年，李振国先生在深圳组建生物研究所，经过十余年的探索与研发，成功研制出国家心脑血管疾病治疗领域第一个动物类复方制剂——疏血通注射液。公司主要业务为生产小容量注射剂（含前处理）、冻干粉针剂（含抗肿瘤药）等，友搏药业为国家级高新技术企业，“友搏”商标被国家工商行政管理总局认定为中国驰名商标。

兼顾传统与现代中药，发展“九芝堂”与“友搏”两大品牌系列产品。2015年，公司向李振国先生、黑龙江辰能哈工大高科技风险投资有限公司等9名原友搏药业股东非公开发行股份购买其合计持有的友搏药业100%股权，同时公司原控股股东向李振国先生转让股权，公司控股股东及实际控制人变更为李振国先生。至此，公司拥有两大成熟知名中药品牌——“九芝堂”与“友搏”，协同发展传统中药与现代中药。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，国元证券研究所

1.2 九芝堂医药与益丰股权转让，强强联合

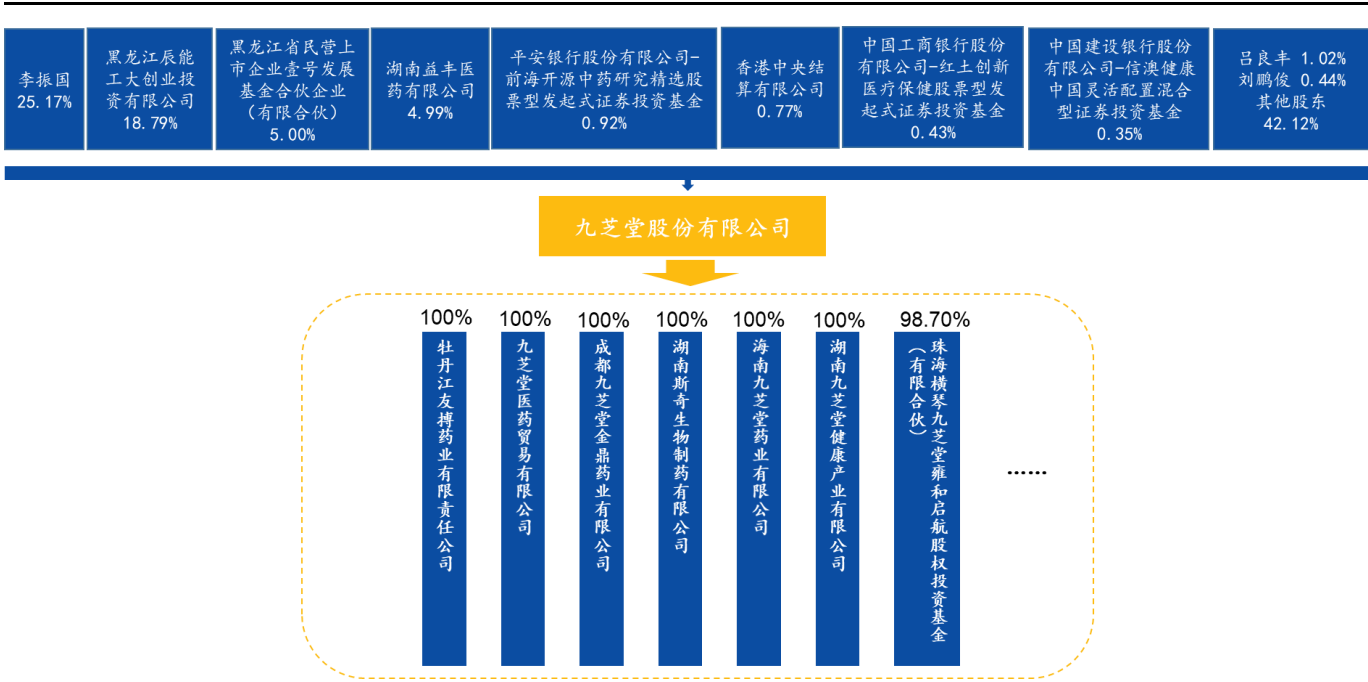
公司控股股东与实际控制人为李振国先生，拥有丰富科研经验与企业管理经验。作为现任本公司董事长、牡丹江友搏药业有限责任公司董事长、中国中药协会副会长、全国工商联执委、黑龙江省工商联副主席、黑龙江省医药行业协会副会长，李振国先生以多年的专业科研经验以及管理经验，带领专业团队持续推进公司发展。

2020 年实施员工持股计划，提升福利。公司 2020 年实施员工持股计划，该计划存续期为 36 个月，持股计划所持标的股票，自 2021 年 1 月起 12 个月、24 个月，分两期解锁，持有的公司股票合计 1600 万股。员工持股计划的实施有助于进一步激励人才，留住人才，提升绩效。

九芝堂医药与益丰股权转让，强强联合。2022 年 4 月 23 日，公司与益丰大药房连锁股份有限公司签署《股权转让框架协议》，公司向益丰出售所持的湖南九芝堂医药有限公司 51% 的股权。本次股权转让有助于发挥转让双方优势，利于实现强强联合——公司既保持“九芝堂”品牌名称，又通过益丰成熟的医药零售布局及市场竞争力，扩大销售端“九芝堂”的品牌影响力，助力公司提升整体市场竞争力。

益丰药业是国内领先的药品零售连锁企业之一。主要从事药品、保健品、保健食品、医疗器械、个人护理用品以及与健康相关联的日用便利品等的零售业务，子公司益丰医药、九芝堂医药等作为公司内部采购平台，除内部商品配送外，兼顾加盟配送和少量对外药品批发业务。根据 2022 年 7 月米思会上发布的《2021-2022 年度中国连锁药店综合实力百强企业》榜单，益丰大药房连锁股份有限公司位列第五，《2021-2022 年度中国连锁药店直营力百强企业》榜单中，益丰以 6877 家直营店数位列第四。九芝堂与益丰的股权转让，为更好全国普及“九芝堂”品牌做好布局与规划。

图 2：公司股权结构（截至 2023H1）



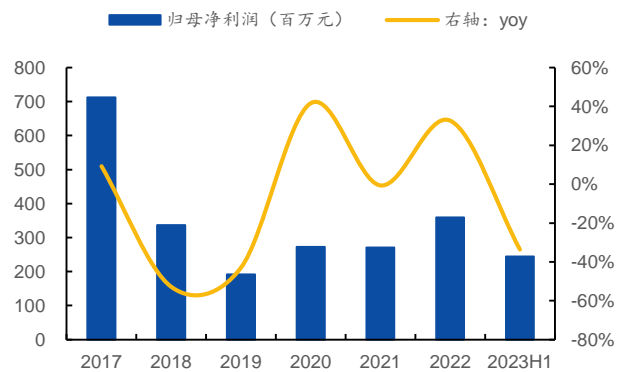
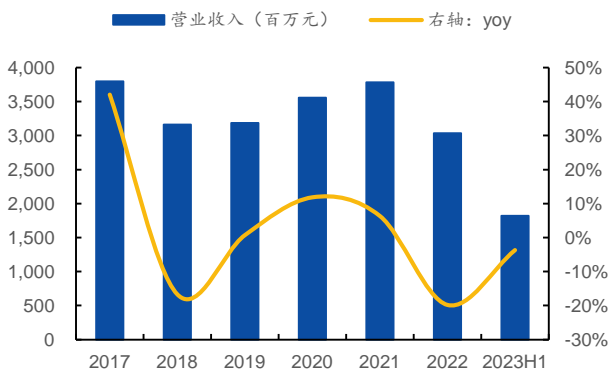
资料来源：iFind，国元证券研究所

1.3 业务结构、费用控制稳定，持续提升研发力量

公司营业收入稳定缓慢增长，归母净利润触底反弹，逐渐回升。近年医疗体制改革不断深化，系列政策持续出台，如“两票制”、“营改增”的推行、新医保目录正式实施等。一方面，多项政策出台有助于医药行业规范、向好快速发展；另一方面，也给公司带来诸多挑战。2018年，主打产品疏血通注射液销售量下滑，加上研发投入增加，2018年营业收入下滑至31.62亿元，同比下降16.73%，归母净利润下滑至3.36亿元，同比下降52.76%。公司为积极应对新政策带来的影响，在主打产品疏血通注射液的销售上，以掌控终端、聚焦销售、加强团队建设为目标，积极调整营销模式，采取了战略合作、终端合伙人制、空白医院对终端合伙人直接合作等方式，调整商业渠道布局，抢抓政策落地，重新开发终端，同时疏血通循证医学研究项目按计划实施，为疏血通营销转型做好医学准备。营销团队积极开发空白终端，并以多种形式增加开发区域配送商，基本保证对已开发的终端医院的全覆盖。

图 3：公司营业收入及增速

图 4：公司归母净利润及增速

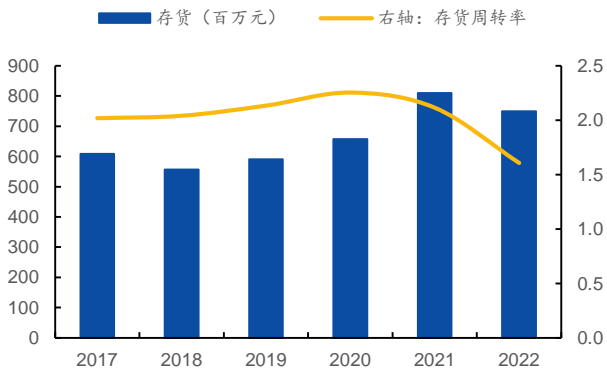


资料来源：iFind，公司公告，国元证券研究所

资料来源：iFind，公司公告，国元证券研究所

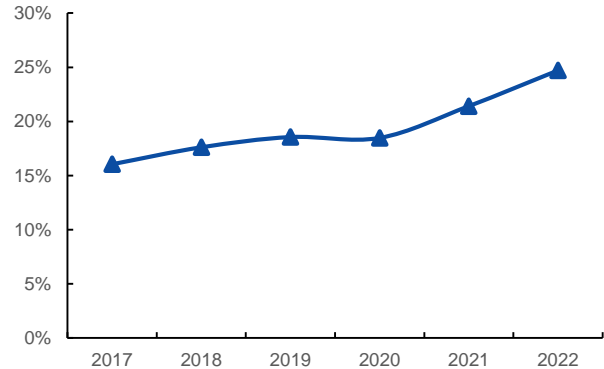
2023年上半年公司实现营业收入18.19亿元。2022年公司营业收入同比下滑18%，主要受2022年5月出售子公司九芝堂医药51%股权的影响，影响金额5.91亿元。2023年上半年营业收入同比下降3.72%，同样系九芝堂医药股权转让原因，影响金额4.41亿元。公司坚持做好清库存工作，为未来业务增长做好充分准备。近年存货较稳定在6亿元左右，存货周转率2次左右。公司存货占营业收入占比在20%左右，比重较稳定。2023年上半年，由于公司产品销量提升、综合毛利率提升等，公司实现扣非归母净利润2.36亿元，同比增长77.40%，上半年打好全年业务基础，未来可期。

图 5：公司存货及存货周转率



资料来源：iFind，公司公告，国元证券研究所

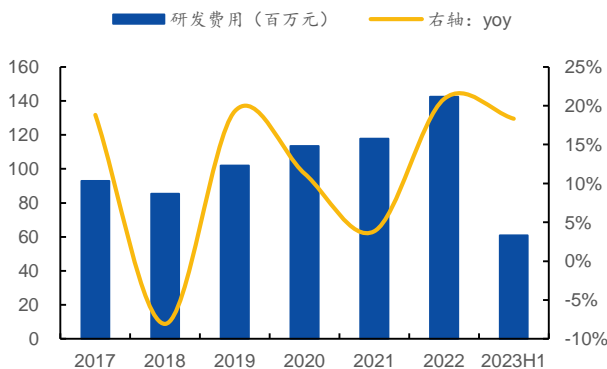
图 6：存货占营业收入比重



资料来源：iFind，公司公告，国元证券研究所

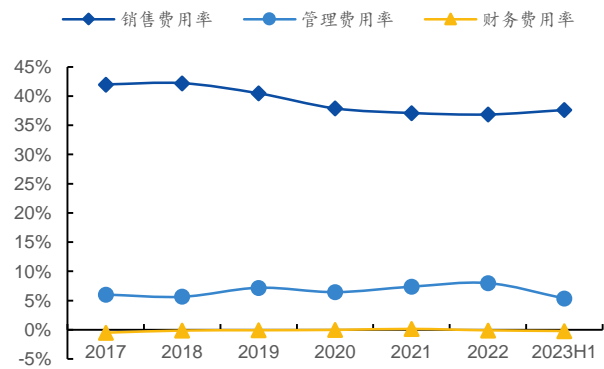
关注产品研发及已有产品循证，费用控制良好。公司始终关注已有产品循证工作及二次研发，着力推动新药研发，研发费用逐年小幅增长。2019 年研发费用突破 1 亿元，2022 年、2023 年上半年研发费用同比增长 21%、18%，表明公司持续关注产品本身的研发及学术、临床循证。销售费用率 2017 年较高主要是销售增长及销售模式改变所致，当年度为适应国家政策及公司发展需要，公司积极进行营销模式转型，整合后的“九芝堂股份有限公司营销中心”分为 OTC 事业部、处方药事业一部、处方药事业三部三个销售单元。各销售单元协同合作，推动公司销售业务持续发展。

图 7：公司研发费用及增速



资料来源：iFind，公司公告，国元证券研究所

图 8：公司销售费、财务费、管理费率



资料来源：iFind，公司公告，国元证券研究所

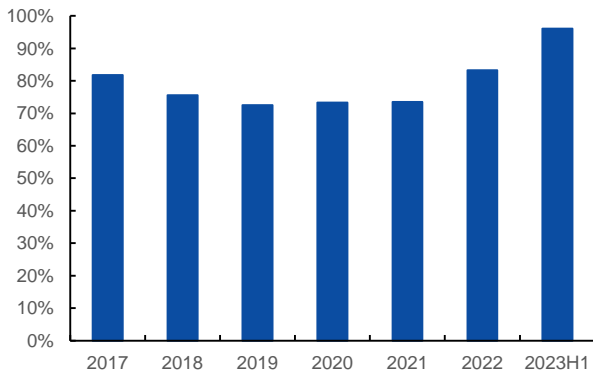
表 1：销售单元职能转换

销售单元	职能转型
OTC 板块	协助渠道经销商确保库存合理化，对产品价格进行调整、维护，推进目标终端建档及管理；强化百强连锁主产品的进场谈判，跨省区大型连锁供应价格协调统一；逐步实现电商分类分级管理，通过第三方对电商价格进行全网管控；搭建招商管理团队和滋补产品代理商网络。同时，通过红色之旅、行业会议、九芝好讲师、滋补专柜的落地进行市场推广，结合传统媒体及新媒体进行品牌宣传。
处方药事业一部	销售模式转型。由代理商管理商业渠道转向公司自行管理商业渠道。采用“以核心大配送商为主体”的商务渠道布局策略，完成终端信息档案库的重新整理，最大努力的减少转型的风险。同时开展专家共识项目、侧支循环研究及一系列的市场学术支持，积极与“药评中心”等第三方合作，开展产品新媒体宣传。
处方药事业三部	销售模式体制改革。由省区大包销售模式转向目标医院负责制。

资料来源：公司年报，国元证券研究所

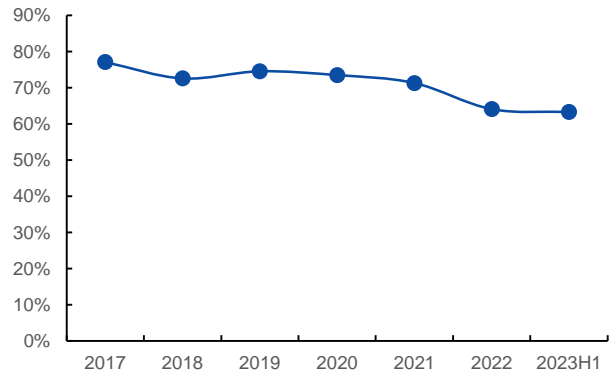
中成药板块营收稳定，是公司主要营收来源。公司营业收入主要来源为中成药，平均占比在 76%左右，营收构成比重常年保持稳定。业务板块毛利率方面，中成药毛利率保持在 63%左右，近年中药原材料涨价较多，为公司毛利率带来一定压力，但公司做好成本控制，2023 年上半年公司整体毛利率 62.8%，较 2022 年提升 4pct。2022 年公司商业板块转让后，公司不再含有西成药销售收入，未来中成药占总营收 96%及以上，公司全面聚焦中成药业务。

图 9：中成药占营业收入占比



资料来源：iFind，公司公告，国元证券研究所

图 10：中成药毛利率



资料来源：iFind，公司公告，国元证券研究所

纵观公司财务表现，近年受政策影响，营收与利润波动下滑，公司积极应对，首先维持主营中成药业务市场竞争力，在研发费用上，保持对新药物、新项目的开发与研究，兼顾对已有药物的二次开发与科学循证，积极应对潜在的市场需求与政策风险。其次，公司积极提升销售力量，与益丰的合作，加深了销售端的深度布局，为公司的品牌宣传与市场曝光率做好准备。

2. 兼顾处方药与 OTC，打造高质明星产品梯队

公司主要产品分为非处方药与处方药，产品细分类别多样，已建立起以疏血通注射液、驴胶补血颗粒、六味地黄丸、安宫牛黄丸、阿胶、足光散、斯奇康、裸花紫珠片等为核心的第一梯队产品，补肾固齿丸、小金丸、逍遥丸、杞菊地黄丸、归脾丸、补中益气丸等第二梯队产品，孵化独家、特色的阿珍养血口服液、补肾填精口服液、生发丸、健肺丸、喉炎丸等第三梯队产品。2021 年，公司有 6 个产品品种实现销售收入过亿元，分别为疏血通注射液、六味地黄丸、驴胶补血颗粒、阿胶、安宫牛黄丸、足光散；有 26 个产品品种实现销售收入过千万元。由此可见，公司除明星主流销售产品外，保持“百花齐放”，同时关注各产品线、各适应症产品的研发与销售。

表 2：公司主要产品

OTC/处方药	类别	药品名称	
OTC	补气补血类	九芝堂阿胶、归脾丸、补中益气丸、十全大补丸、阿珍养血口服液、芝牌阿胶口服液、玉竹膏、复方降脂片、桑葛降脂丸	
	心脑血管类	安宫牛黄丸	
	泌尿系统类	六味地黄丸、知柏地黄丸、金锁固精丸、桂附地黄丸、杞菊地黄丸、参桂鹿茸丸、鹿蓉颗粒、全鹿丸、补肾填精口服液、益龄精	
	儿科用药	健儿散、小儿腹泻宁糖浆、小儿生血糖浆	
	妇科用药	驴胶补血颗粒、逍遥丸、乌鸡白凤丸	
	骨骼肌肉类	抗骨增生片	
	呼吸系统类	午时茶颗粒、黄连解毒丸、止咳枇杷糖浆、板蓝根颗粒、感冒退热颗粒、复方矮地茶片、银翘解毒丸、支气管炎片、麻杏止咳糖浆、牛黄解毒丸、橘红丸、通宣理肺丸、健肺丸、黄连上清丸	
	皮肤科用药	足光散、生发丸	
	神经系统类	复方乌梅祛暑颗粒、利尔眠胶囊、天王补心丸、柏子养心丸	
	五官科用药	补肾固齿丸、喉炎丸	
	消化系统类	保和丸、加味烂积丸、香砂养胃丸、玉泉丸、润肠丸、乙肝宁颗粒	
	肿瘤疾病类	小金丸	
	处方药	心脑血管类	疏血通注射液、安宫牛黄丸、丹膝颗粒、天麻钩藤颗粒
		妇科用药	裸花紫珠片/栓、桂枝茯苓丸、补血生乳颗粒、止血镇痛胶囊
		呼吸系统类	斯奇康
消化系统类		甲芪肝纤颗粒、健胃愈疡片、结肠宁、赤丹退黄颗粒	

资料来源：公司官网，国元证券研究所

2.1 非处方药家喻户晓，客源稳定

2.1.1 六味地黄丸

六味地黄丸是公司补益类系列产品中的明星产品。六味地黄丸是广为人知的补肾益气中成药。由熟地黄、酒萸肉、山药、茯苓、泽泻、牡丹皮六味药组成，近年临床广泛用于皮肤病、糖尿病及其并发症、骨科疾病、心脑血管疾病、生殖系统疾病、神经

系统疾病、泌尿系统疾病等的治疗。随着六味地黄丸的学术循证与临床研究不断加强，其临床应用适应症范围有望持续增加，为未来销售成长发掘潜在市场。

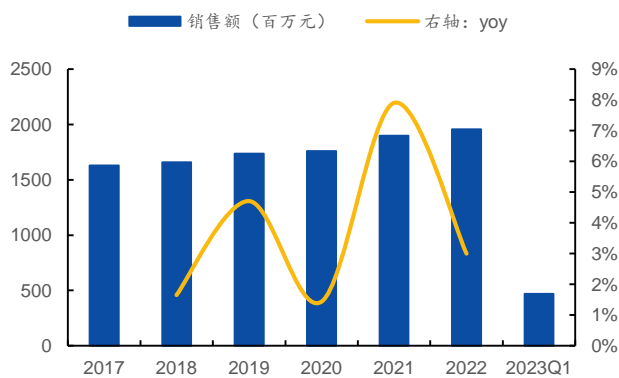
表 3：六味地黄丸临床应用研究

疾病大类	疾病细分类别	相关结论
皮肤病	痤疮	治疗痤疮效果确切，可促进皮损消退
	老年带状疱疹	六味地黄丸加减可有效用于治疗老年带状疱疹
	黄褐斑	六味地黄丸加味辅助治疗黄褐斑效果显著
糖尿病及其并发症	2型糖尿病	六味地黄丸加减联合二甲双胍更好地改善肾阴虚型老年2型糖尿病患者临床症状
	小儿1型糖尿病	六味地黄丸加减联合胰岛素能有效改善患者血糖水平
	妊娠期糖尿病	六味地黄丸联合低聚果糖能较好地治疗妊娠期糖尿病，同时保护新生儿免疫功能
	糖尿病周围神经病变	六味地黄丸加减联合维生素B ₁ 、B ₁₂ 穴位注射治疗糖尿病周围神经病变疗效显著
	糖尿病肾病	六味地黄丸联合生脉汤可有效降低早中期糖尿病肾病患者血糖水平
骨科疾病	绝经后骨质疏松症	六味地黄丸可显著提高绝经后骨质疏松症患者的骨密度
	强直性脊柱炎	四妙散合六味地黄丸加味汤联合针灸可有效治疗强直性脊柱炎
	腰椎间盘突出症	六味地黄丸联合四妙丸可有效用于治疗肾阴虚夹湿热型腰椎间盘突出症
心血管系统疾病	高血压	六味地黄丸合丹栀逍遥散加减辅助治疗H型高血压阴虚阳亢证患者效果显著
	冠心病	六味地黄丸可有效控制血糖水平，降低心血管事件的发生率

资料来源：《六味地黄丸临床应用进展》王旭，陈诗琦，张翔，施维群，国元证券研究所

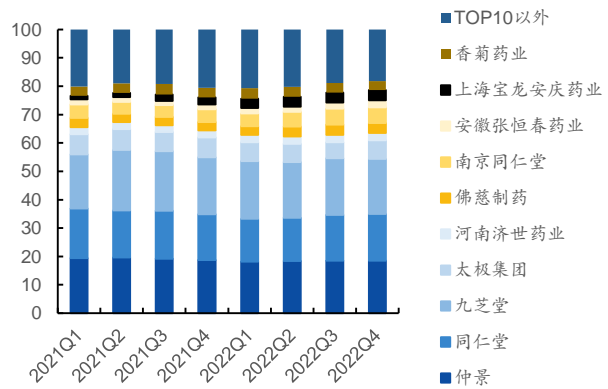
产品消费者教育充分，公司品牌影响力已具有相当规模。根据中康开思市场零售终端数据，六味地黄丸市场销售额 2017-2022 年年均复合增长率为 3.71%，2022 年销售额达 19.56 亿元，2023 年一季度市场销售额 4.69 亿元。九芝堂六味地黄丸市场份额不断攀升，2021 年二季度至今，药店端市场份额稳定在 20% 左右，居市场第一位。

图 11：六味地黄丸市场规模及增速



资料来源：中康开思，国元证券研究所

图 12：2021-2022 六味地黄丸市场竞争格局（按季度，%）



资料来源：中康开思，国元证券研究所

通过京东大药房搜索市占率前三产品(图 12)，公司生产的六味地黄丸单丸价格最低，约 0.07 元/丸，根据官方说明书使用建议，每日 24 丸，每日费用 1.67 元。公司产品具有价格优势，作为日常补益产品，消费者经济负担较轻。

表 4：市占率前三六味地黄丸网络零售价

品牌	规格	网上零售价（单盒购买）	单丸价格	日均消费*
仲景	360 丸/盒	39.8 元	0.11 元	2.65 元
九芝堂	360 丸/盒	25.0 元	0.07 元	1.67 元
同仁堂	300 丸/盒	48.0 元	0.16 元	3.84 元

资料来源：京东大药房，国元证券研究所

注：日均价格根据说明书建议用量计算，价格为 2023 年 8 月 22 日网上零售无折扣价

2.1.2 安宫牛黄丸

官方推荐新冠用药之一，大众信任增强。国家卫生健康委员会及国家中医药管理局发布的新型冠状病毒肺炎诊疗方案（试行第九版）以及各省市发布的防治方案中，如广东省新冠肺炎中医药防治方案，提及安宫牛黄丸作为应急药物用于危重型内闭外脱证。根据王玉昆、丁人杰等人著的《安宫牛黄丸的临床应用研究进展》中可看出，安宫牛黄丸在治疗各类脑部疾病等具有良好的临床应用价值，另外对癫痫、惊厥以及手足口病等也有良好治疗效果。患者或一般消费者逐渐熟悉并认可安宫牛黄丸，不少家庭提前购买作为备用药以备不时之需。

表 5：安宫牛黄丸临床应用进展对应适应症

治疗急性脑部疾病	治疗各种发热	治疗炎性疾病	治疗癫痫、惊厥	其他疾病
颅脑损伤	小儿发热	病毒性脑炎	难治性癫痫	脓毒症
脑梗死	癌性发热	病毒性肺炎	小儿惊厥	手足口病
脑出血	不明原因发热	盆腔炎		
		毛细急性支气管炎		

资料来源：《安宫牛黄丸的临床应用研究进展》王玉昆，丁人杰，段丽娟，秦雪梅，张爱荣，高晓霞著，国元证券研究所

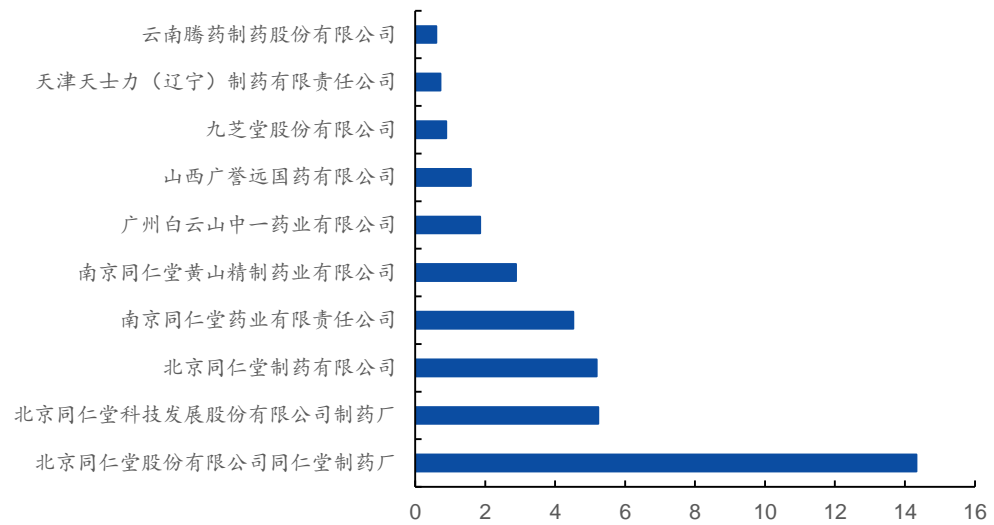
安宫牛黄丸成长迅速，快速占据大众消费者心智。根据药融云数据 2021 年零售药店中成药榜单，安宫牛黄丸以 40.77 亿元销售额，同比增长 189.15%，占据榜单第二位。公司在安宫牛黄丸市场中，以销售额 0.89 亿元在 TOP10 企业中占据第八位。

表 6：2021 年零售药店中成药 TOP10 名单

排名	药品名称	销售额（亿元）	同比增长	ATC 大类
1	阿胶	47.94	-25.36%	补气补血类用药
2	安宫牛黄丸	40.77	189.15%	心脑血管疾病用药
3	感冒灵颗粒	23.96	19.73%	呼吸系统疾病用药
4	藿香正气口服液	16.14	36.43%	消化系统疾病用药
5	健胃消食片	15.09	-8.16%	消化系统疾病用药
6	六味地黄丸	13.34	1.68%	泌尿系统疾病用药
7	舒筋健腰丸	11.85	11.69%	骨骼肌肉系统疾病用药
8	京都念慈菴蜜炼川贝枇杷膏	11.58	4.42%	呼吸系统疾病用药
9	板蓝根颗粒	10.27	-30.18%	呼吸系统疾病用药
10	连花清瘟胶囊	10.17	-17.18%	呼吸系统疾病用药

资料来源：药融云，国元证券研究所

图 13：安宫牛黄丸 2021 年零售市场 TOP10 企业竞争情况（亿元）



资料来源：药融云，国元证券研究所

公司主打非双天然“体培”安宫牛黄丸，性价比高，受大众消费者青睐。牛黄与麝香是名贵动物中药材，因来源稀缺、价格昂贵以及野生动物保护等原因，体外培育牛黄与人工麝香在保证药效的情况下，缓解了原材料紧张、公司成本压力以及消费者购买压力。公司的非双天然安宫牛黄丸在京东大药房零售价 214 元/丸，性价比高，能够为有需求的患者及消费者所接受。近年公司安宫牛黄丸销售保持快速成长，既源于国家中医药知识的普及，又源于公司产品在市场中的较高性价比，使产品快速在市场中快速成长，助力公司跻身安宫牛黄丸企业竞争前列。

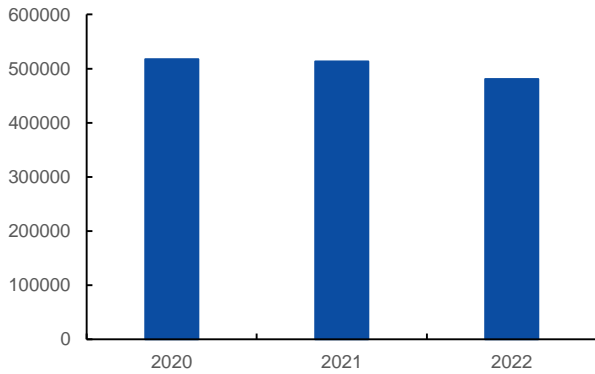
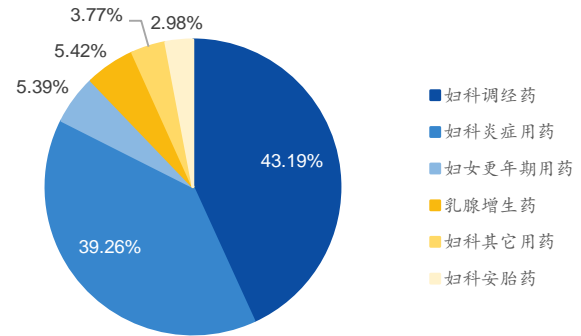
表 7：部分非双天然安宫牛黄丸价格对比

品牌	规格	零售价格	单丸价格
同仁堂	绿锦盒，3g*1 丸/盒	218 元/盒	218 元/丸
白云山	3g*2 丸/盒	143 元/盒	71.5 元/丸
广誉远	3g*1 丸/盒	280 元/盒	280 元/丸
九芝堂	3g*1 丸/盒	214 元/盒	214 元/丸

资料来源：京东大药房，国元证券研究所 注：零售价为 2023 年 8 月 22 日京东大药房无折扣零售价

2.1.3 驴胶补血颗粒及阿胶

驴胶补血颗粒位列实体药店妇科中成药品牌前列。驴胶补血颗粒适用于补血，益气，调经。用于久病气血两虚所致的体虚乏力、面黄肌瘦、头晕目眩、月经过少。根据米内网数据显示，中国城市实体药店妇科中成药销售近年持续保持在 50 亿元以上，2022 年有所下滑，但销售额规模仍超 48 亿元。同时 2022 年中国城市实体药店妇科中成药亚类格局中，妇科调经类药以 43.19% 占比居第一位，2022 年公司驴胶补血颗粒以 2.66% 的市场份额位列实体药店妇科中成药品牌榜单第七位。

图 14：中国城市实体药店妇科中成药销售额（万元）

图 15：2022 中国城市实体药店妇科中成药亚类格局


资料来源：米内网公众号，国元证券研究所

资料来源：米内网公众号，国元证券研究所

表 8：2022 年中国城市实体药店终端妇科中成药品牌 TOP10

排名	产品名称	企业简称	销售额 (亿元)	市场份额
1	定坤丹	山西广誉远国药	2.84	5.91%
2	洁尔阴洗液	四川恩威制药	1.98	4.12%
3	保妇康栓	海南碧凯药业	1.83	3.80%
4	妇科千金片	株洲千金药业	1.67	3.48%
5	逍遥丸	仲景宛西制药	1.49	3.09%
6	坤泰胶囊	贵阳新天药业	1.43	2.98%
7	驴胶补血颗粒	九芝堂	1.28	2.66%
8	红核妇洁洗液	山东步长神州制药	1.11	2.30%
9	妇科调经颗粒	李时珍医药集团	1.01	2.09%
10	同仁乌鸡白凤丸	北京同仁堂股份同仁堂制药	0.94	1.96%

资料来源：米内网公众号，国元证券研究所

研究表明驴胶补血颗粒能够升高白细胞，有望扩大临床适应症及应用。驴胶补血颗粒不仅在妇科领域广泛使用，相关学术及临床试验表明其可以升高白细胞，改善因白细胞减少而引起的疲乏、体虚等症状。白细胞减少可由于骨髓损伤（多为癌症化疗所致）、粒细胞成熟障碍、粒细胞破坏过多等原因造成，在中医治疗原则中，则以扶正兼祛外邪，以健脾益肾、补气养血为基本。待产品临床研究完善与扩展，未来有望开拓补气养血、提高免疫的市场。

表 9：有关驴胶补血颗粒升高白细胞相关研究

参考文献	作者	相关发现
驴胶补血颗粒对环磷酰胺致小鼠白细胞减少症的作用及代谢组学机制研究	何小燕，颜磊，徐向平等	驴胶补血颗粒能显著升高模型小鼠的白细胞和 PLT 的水平，并显著回调其脾脏指数、胸腺指数。
基于网络药理学的驴胶补血颗粒升高白细胞作用机制研究	颜磊，何小燕，高耀等	驴胶补血颗粒通过调节新陈代谢、癌症等多条信号通路发挥升高白细胞的作用。
驴胶补血冲剂治疗白细胞减少症 70 例临床观察	曾渊华	驴胶补血颗粒对放疗导致白细胞减少，不能坚持放化疗患者很有裨益。

参考文献	作者	相关发现
驴胶补血冲剂治疗 176 例恶性肿瘤放疗所致白细胞减少及消化道症状的临床观察	易凡	口服驴胶补血颗粒可以提高放疗疗程，与化药比较，可显著提高白细胞、Hb 水平。

资料来源：《驴胶补血颗粒升高白细胞作用及机制研究进展》颜磊，徐向平，黄胜等，国元证券研究所

公司位于阿胶行业前五之列。公司探索“药食同源”的现代养生理念，以中药饮片及阿胶类健康食品为核心，拥有阿胶糕、芝牌阿胶口服液等产品。基于阿胶本身的药食同源属性，产品本身功效独特，作为滋养保健佳品，其替代品威胁较小。根据中康开思市场零售终端数据，2020-2022 年阿胶产品每年市场销售额约在 60 亿元左右，从零售市场份额来看，公司的阿胶市场份额稳居前五，且份额逐年上升，未来有望超过 4%，持续巩固公司在阿胶行业的竞争优势。

表 10: 2021-2023H1 阿胶市场份额 TOP5 (%)

序号	公司名称	市场份额 (%)		
		2021	2022	2023Q1-Q2
1	东阿阿胶股份有限公司	60.58	60.85	65.74
2	山东福牌阿胶股份有限公司	14.82	12.91	10.99
3	山东宏济堂制药集团股份有限公司	3.98	6.39	5.03
4	九芝堂股份有限公司	3.46	3.58	3.76
5	山东鲁润阿胶健康产业有限公司	2.65	2.85	2.79

资料来源：中康开思，国元证券研究所

2.1.4 足光散

同类产品销量领先，产品竞争力强。由中国手癣和足癣诊疗指南工作组编撰的《中国手癣和足癣诊疗指南（科普版 2022）》指出，手癣和足癣是由皮肤癣菌(一类主要引起皮肤及附属器感染的真菌)引起的指/趾间、手掌、足底及手足侧缘的浅表真菌感染。由于真菌在温暖潮湿环境中更易生长，我国南方发病率比北方高，夏季手足癣的发病率比冬季高。足癣可分为：水疱型、趾间型、角化型。而角化型足癣临床上最多见，约占足癣的 50%以上。病程较长，皮损范围较广泛，足跟，甚至整个足底及侧缘角质增厚、脱屑、干燥，冬季足跟及足缘可发生皲裂。相较于其它类型足癣，角化型由于有增厚的角质，需要对增厚部分进行剥脱后使用抗真菌乳膏方能有更好的疗效。

表 11: 主治角化型手足癣药品

序号	产品名称	品牌名称
1	足光散	九芝堂
2	足光散	健民
3	足光散	ZOLEE/中联
4	尿素乳膏	信龙
5	尿素乳膏	恒玉佳

资料来源：阿里健康大药房，国元证券研究所

公司足光散主要成份有水杨酸、苯甲酸、硼酸、苦参，主治湿热下注所致的角化型手

足癣及臭汗症。阿里健康大药房官网中搜索主治“角化型手足癣”药物，搜索结果以“足光散”和“尿素霜”为主要药物，且足光散销售量领先，而九芝堂足光散销售量则是个中翘楚，远超其它品牌销量。公司预期未来足光散业务还将持续增长，继续扩大市场份额。

2.2 发展心脑血管处方药，抢占市场优势

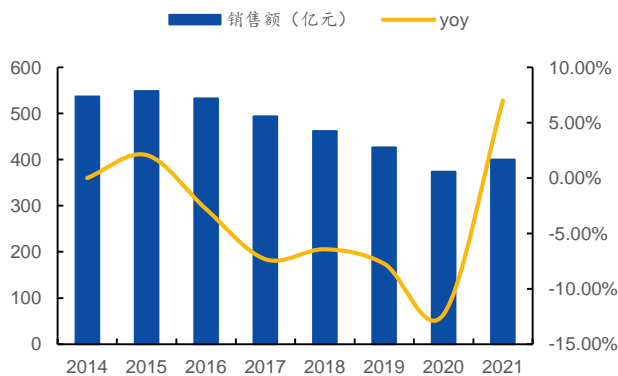
2.2.1 疏血通注射液

公司独家产品，2020年中国公立医疗机构终端销售额超10亿。疏血通注射液是公司独家生产产品，其主要成份含水蛭、地龙，是动物复方制剂注射液，适用于由淤血瘀阻所引起的缺血性中风的患者。根据药融云统计，2021年中国中成药院内销售市场达1293亿元，其中心血管中成药以近400亿元的院内销售额高居品类第一，是中成药院内销售市场中的热门品类。在2021年心血管中成药院内销售品种中，疏血通注射液以院内销售额8.81亿元排名第十位。

销售端受政策影响，公司积极应对。随着2017年中药注射剂的使用限制，规定首次进入医保目录，国家对于中药注射剂不仅将限制的品种扩大到了45个，还将部分种类直接剔除，且要求二级以上医疗机构方能使用，同时规定只能用在重症或特定病种上。这一政策直接影响疏血通注射液销售情况，导致产生销售退回。为应对政策影响，公司积极开展循证医学研究，推动实施中药注射剂再评价工作，助力产品营收逐步回升。

力争进入国家基药目录，提升产品销售量。根据2019年发布的《国务院办公厅关于进一步做好短缺药品保供稳价工作的意见》一文指出，进一步加强医疗机构基本药物配备使用和用药规范的管理，逐步实现“986”原则，推动各级医疗机构形成以基药为主导的“1+X”用药模式（“1”为国家基本药物目录、“X”为非基本药物，由各地根据实际确定用药模式）优化用药结构，促进合理用药。该意见发布，扩大基药在院端使用量，提升产品销量。若公司产品进入基药目录，销售有望进一步放量，实现快速增长。

图 16：心血管中成药院内市场销售情况（亿元，%）



资料来源：药融云，健康界，国元证券研究所

表 12：2021 年心血管中成药市场院内销售 TOP10 品种

排序	药品名称	2021 年院内销售额 (亿元)
1	注射用血栓通	23.37
2	注射用丹参多酚酸盐	14.61
3	醒脑静注射液	13.27
4	注射用血栓通	12.24
5	脑心通胶囊	11.89
6	舒血宁注射液	11.52
7	复方丹参滴丸	11.15
8	参麦注射液	9.84
9	麝香保心丸	9.28
10	疏血通注射液	8.81

资料来源：药融云，健康界，国元证券研究所

2.2.2 天麻钩藤颗粒

高血压人数持续增长，估计中国 ≥ 18 岁成人高血压患病人数为 2.45 亿。自 1959-2018 年，国家共进行 7 项较大规模的高血压数据调查，尽管调查方式、诊断标准等有所不同，但根据数据（下表）可看出高血压患病率呈逐渐上升趋势。也因此，针对高血压进行及早的发现及干预治疗，能够有效减少心血管事件发生，从而提升高血压患者的生命质量。

表 13：全国高血压患病率调查（1959-2018）

研究名称	调查年份（年）	年龄（岁）	抽样方法	样本量（例）	患病率（%）
中国医学科学院重点项目—高血压研究	1959	≥ 15	非随机抽样	739204	5.1
全国高血压抽样调查	1979-1980	≥ 15	随机抽样	4012128	7.7
全国高血压抽样调查	1991	≥ 15	分层随机抽样	950356	13.6
中国健康与营养调查（CHNS）	2002	≥ 18	多阶段分层整群随机抽样	272023	18.8
中国居民营养与慢性病状况调查	2012	≥ 18	多阶段分层随机抽样	-	25.2
中国高血压调查（CHS）	2012-2015	≥ 18	多阶段分层随机抽样	451755	27.9（加权率 23.2）
中国慢性病与危险因素监测（CCDRFS）	2018	≥ 18	多阶段分层整群随机抽样	179873	27.5（加权率）

资料来源：《<中国心血管健康与疾病报告 2021>关于中国高血压流行和防治现状》马丽媛，王增武，樊静，胡盛寿著，国元证券研究所

根据《天麻钩藤颗粒药理及临床应用进展》，天麻钩藤颗粒源自《中医内科杂病证治新义》中的天麻钩藤饮，用于肝阳上亢所引起的头痛、眩晕、耳鸣、眼花、震颤、失眠；高血压见上述证候者。在现代临床应用中，由中国中医科学院中医临床基础研究所牵头，对 40 位心血管专家进行咨询达成的《高血压中成药临床应用的专家共识建议》中有 90% 专家共同推荐将天麻钩藤颗粒作为治疗高血压的中成药。

表 14：有关天麻钩藤颗粒相关研究与推荐

著作/发布内容	作者/发布者	推荐
《高血压中成药临床应用的专家共识建议》	中国中医科学院中医临床基础研究所	推荐天麻钩藤颗粒作为治疗高血压的中成药
《高血压中医诊疗专家共识》	中华中医药学会心血管分会	推荐天麻钩藤颗粒治疗肝阳上亢型高血压
《中医内科常见病诊疗指南》	中华中医药学会	推荐天麻钩藤颗粒治疗眩晕、头痛
《中成药临床应用指导原则》	国家中医药管理局会同 有关部门组织专家	推荐天麻钩藤颗粒治疗眩晕、震颤、四肢抽搐、语言蹇涩、足废不用，甚或猝然昏倒、不省人事、口角歪斜、半身不遂等症状
《脑出血中医诊疗指南》	中华中医药学会	推荐天麻钩藤饮用于治疗肝阳暴亢、风火上扰证
“95 个中医优势病种”	国家中医药管理局	将天麻钩藤饮列为“耳眩晕（梅尼埃病）”“眩晕（后循环缺血）”“呆病（典型阿尔茨海默病）”“风牵偏视（眼外肌麻痹）”4 个病种中肝阳上亢病人的推荐方药
《中国高血压健康管理规范》	国家心血管病中心牵头，多专家制定	天麻钩藤饮推荐用于治疗肝火亢盛证

资料来源：《天麻钩藤颗粒药理及临床应用研究进展》邓谦，石江，方丽，张杰著，国元证券研究所

2.2.3 裸花紫珠片

裸花紫珠属于公司一梯队妇科类产品。裸花紫珠具有止血止痛、抗菌消炎、散瘀消肿、驱风祛湿、解毒等功效，临床上相关方剂或中成药用于治疗急性传染性肝炎、妇科炎症、烫伤及消化道出血等出血症，是海南道地药材。通过陈燕荣等著写的《裸花紫珠片治疗慢性盆腔炎临床效果及对患者血清炎症因子的影响》，相比较对照组，裸花治疗慢性盆腔炎有效率达 91.9%，治疗效果理想，有临床推广价值。

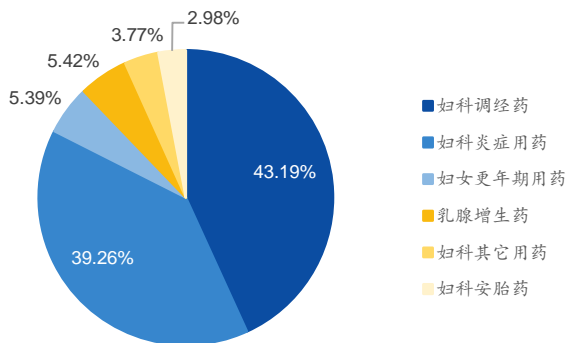
表 15：两组慢性盆腔炎患者有效率对比（n，%）

组别	n	痊愈	显效	有效	无效	有效率（%）
对照组	62	23	13	12	14	77.4
观察组	62	37	18	5	5	91.9

资料来源：陈燕荣、武明娟、王家俊《裸花紫珠片治疗慢性盆腔炎临床效果及对患者血清炎症因子的影响》国元证券研究所

公司裸花紫珠片为独家剂型且进入国家医保目录。根据米内网数据，近年妇科中成药在中国城市实体药店终端销售规模保持在 50 亿元以上，从亚类格局来看，妇科调经与炎症用药为主要需求，合计占比超 80%。裸花紫珠片在治疗妇科炎症以及出血症状方面疗效显著，随着公司持续加强对已上市产品的再提升研究，产品有望增强市场竞争力，推动销量提升，获得市场认可。

图 17：2022 中国城市实体药店妇科中成药亚类格局



资料来源：米内网公众号，国元证券研究所

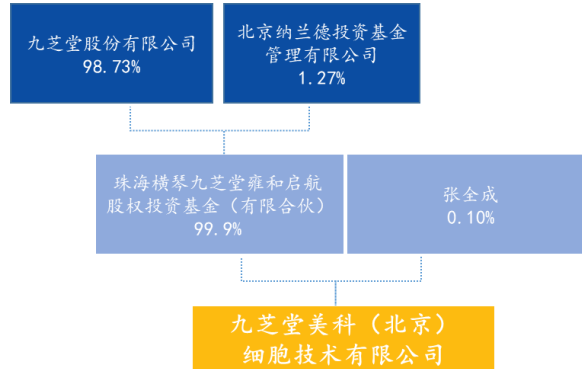
图 18：公司裸花紫珠片产品图



资料来源：公司官网，国元证券研究所

3.有序推进创新药研发，增强市场竞争力

推进创新药项目，填补市场空白。公司投资的北京科信美德生物医药科技有限公司、公司并购基金投资的北京美科及 Stemedica 为从事创新药物研发的公司。公司持续加强创新药团队建设，提升专业化研发和管理能力，积极推动创新药的研发进展。

图 19: 九芝堂美科（北京）股权架构


资料来源：iFind，国元证券研究所

公司干细胞、创新药项目有序推进，进展顺利。截至 2023 年 6 月，治疗缺血性脑卒中进入 IIa 期临床试验，治疗自身免疫性肺泡蛋白沉积症的临床试验申请获得默示许可。在创新药方面，关于 LFG 项目，全球范围内尚无同靶点（FiXase）的同类药物处于临床试验阶段或获批上市，项目目前已启动临床试验。根据公司 2021 年公布公告，公司参股公司研发的 REMD-477 项目正用于治疗 1 型糖尿病的临床研究以及用于治疗其他代谢性疾病的临床前研究，该项目已在美国完成 1 型糖尿病的 II 期临床试验，后续还需进行 III 期临床试验，目前国内外尚无同类产品上市，有望实现突破并填写市场空白。

表 16: 公司主要创新研发项目

项目	适应症	研发阶段/进度
缺血耐受人同种异体骨髓间充质干细胞	缺血性脑卒中	截至 2023 年 6 月，I 期临床试验完成全部参与者入组，项目进入 IIa 期临床试验
人骨髓间充质干细胞注射液	治疗自身免疫性肺泡蛋白沉积症（aPAP）	2023 年 6 月获得临床试验默示许可
YB209 项目（LFG 项目）	预防静脉血栓栓塞性疾病（预防静脉内血栓形成）、预防膝关节置换术后静脉血栓形成	进入 I 期临床试验。试验将分为两个阶段进行：第一阶段为单次给药试验研究，第二阶段为多次给药试验研究
YB211 项目	拟用于治疗因革兰氏阳性菌引起的感染	已向国家药品监督管理局药品审评中心递交临床试验申请并获正式受理

资料来源：iFind，公司公告，国元证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

根据公司产品发展，我们从以下三个主要维度进行假设：

1. 医药工业方面分为 OTC 业务与处方药业务。2023 年业绩有望反弹恢复。我们预计 2023-2025 年医药工业板块增速分别为 39.87%/19.92%/15.12%。
2. 医药商业营收主要来自九芝堂医药，2022 年 5 月公司完成九芝堂医药股权转让，

转让后不再将九芝堂医药纳入合并报表范围；

3. 其他业务营收稳定，预计 2023-2025 年以 20%/10%/10%保持成长。

表 17：业务拆分

(单位：亿元)		2021	2022	2023E	2024E	2025E
	营业总收入	37.84	30.33	35.77	42.87	49.34
	增速	6.31%	-19.84%	17.92%	19.86%	15.09%
汇总	营业成本	15.52	12.52	13.95	16.72	19.24
	毛利	22.33	17.81	21.82	26.15	30.10
	毛利率	59.00%	58.73%	61.00%	61.00%	61.00%
医药工业	营业收入	27.17	25.42	35.56	42.64	49.09
	增速	7.07%	-6.41%	39.87%	19.92%	15.12%
非处方药	营业收入	18.00	16.42	23.96	28.52	32.99
	增速	10.77%	-8.78%	45.93%	19.02%	15.66%
处方药	营业收入	10.70	9.00	11.60	14.13	16.11
	增速	17.58%	-15.89%	28.89%	21.77%	14.03%
医药商业	营业收入	10.41	4.74	0.00	0.00	0.00
	增速	4.13%	-54.53%	—	—	—
	营业收入	0.26	0.17	0.21	0.23	0.25
	增速	18.24%	-33.63%	20.00%	10.00%	10.00%
其他业务	营业成本	0.03	0.04	0.05	0.06	0.07
	毛利	0.23	0.13	0.15	0.17	0.19
	毛利率	89.15%	74.06%	74.00%	74.00%	74.00%

资料来源：iFind，国元证券研究所

我们预计 2023-2025 年营业收入分别为 35.77/42.87/49.34 亿元，增速分别为 17.92%/19.86%/15.09%；归母净利润为 4.52/5.46/6.49 亿元，增速分别为 25.66%/20.96%/18.84%。

4.2 投资建议

根据公司主营业务及产品，我们选取东阿阿胶、达仁堂和同仁堂三个公司为参考，三家可比公司 2023 年平均 PE 为 33 倍。我们预计公司 2023-2025 年 EPS 为 0.53/0.64/0.76 元/股，对应 PE 为 21/17/14 倍。首次推荐，给予“买入”评级。

表 18: 可比公司估值

证券代码	股票简称	收盘价	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
000423.SZ	东阿阿胶	51.35	330.68	1.62	1.96	2.36	31.91	26.52	22.14
600329.SH	达仁堂	34.77	198.28	1.45	1.77	2.16	24.01	19.62	16.10
600085.SH	同仁堂	55.38	759.52	1.25	1.45	1.68	44.46	38.14	32.93
			平均值				33.46	28.09	23.72
000989.SZ	九芝堂	10.90	93.30	0.53	0.64	0.76	20.66	17.08	14.37

资料来源: iFind, 国元证券研究所 注: 收盘价为 2023 年 8 月 30 日收盘价格, 可比公司估值来自报告期一致预期。

5. 风险提示

1. 行业政策风险。公司核心处方药、OTC 产品进入国家基药目录不及预期。
2. 药品降价风险。药品降价后可能面临销售额增长不及预期。
3. 原材料供应及价格风险。因原材料涨价而增加成本, 进而影响销售价格的风险。
4. 新药研发进度不及预期。

财务预测表

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
流动资产	2762.42	2797.94	3413.73	3651.24	3866.48	
现金	808.08	1089.35	1300.00	1500.00	1600.00	
应收账款	404.20	291.35	365.27	364.25	272.83	
其他应收款	9.46	3.64	6.56	6.07	5.83	
预付账款	29.67	20.08	26.09	24.68	24.39	
存货	809.99	749.17	799.18	972.23	1113.44	
其他流动资产	701.01	644.34	916.63	784.00	850.00	
非流动资产	2503.12	2440.48	2339.44	2177.48	2032.94	
长期投资	323.03	410.36	450.00	450.00	470.00	
固定资产	1031.65	1209.93	1111.23	1013.02	914.71	
无形资产	318.12	284.34	251.88	212.88	173.65	
其他非流动资产	830.32	535.86	526.33	501.59	474.58	
资产总计	5265.53	5238.42	5753.17	5828.72	5899.42	
流动负债	1165.85	1159.51	1555.53	1453.46	1223.69	
短期借款	0.00	63.96	530.43	441.46	169.69	
应付账款	191.48	145.67	150.00	160.00	180.00	
其他流动负债	974.37	949.87	875.10	852.00	874.00	
非流动负债	129.45	96.75	97.12	76.19	76.19	
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
其他非流动负债	129.45	96.75	97.12	76.19	76.19	
负债合计	1295.30	1256.26	1652.65	1529.65	1299.88	
少数股东权益	1.05	-3.56	-7.93	-13.23	-19.51	
股本	869.35	855.94	855.94	855.94	855.94	
资本公积	1683.98	1548.33	1548.33	1548.33	1548.33	
留存收益	1578.03	1595.00	1704.19	1908.02	2214.78	
归属母公司股东权益	3969.19	3985.72	4108.46	4312.30	4619.05	
负债和股东权益	5265.53	5238.42	5753.17	5828.72	5899.42	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	365.91	499.13	225.83	572.43	665.12	
净利润	268.00	355.91	447.19	540.92	642.85	
折旧摊销	125.39	135.51	132.35	132.50	132.71	
财务费用	6.05	-2.60	-26.20	-20.61	-40.29	
投资损失	54.79	-185.12	-25.00	-40.00	-50.00	
营运资金变动	-162.13	139.64	-285.97	-2.61	4.44	
其他经营现金流	73.81	55.80	-16.54	-37.77	-24.59	
投资活动现金流	62.73	83.97	-15.03	47.16	36.73	
资本支出	207.32	96.83	5.12	0.00	0.00	
长期投资	-247.03	42.51	38.20	-1.00	19.00	
其他投资现金流	23.01	223.31	28.29	46.16	55.73	
筹资活动现金流	-415.14	-302.74	-0.14	-419.59	-601.85	
短期借款	-101.93	63.96	466.46	-88.97	-271.77	
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
普通股增加	0.00	-13.41	0.00	0.00	0.00	
资本公积增加	-78.60	-135.65	0.00	0.00	0.00	
其他筹资现金流	-234.61	-217.64	-466.60	-330.62	-330.09	
现金净增加额	13.30	281.26	210.65	200.00	100.00	

资料来源: iFind, Wind, 国元证券研究所

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
营业收入	3784.16	3033.27	3576.95	4287.26	4934.30	
营业成本	1551.64	1251.84	1395.01	1672.03	1924.38	
营业税金及附加	49.35	42.25	46.50	55.73	64.15	
营业费用	1404.39	1117.91	1287.70	1543.41	1776.35	
管理费用	278.98	241.91	232.50	278.67	320.73	
研发费用	117.78	142.37	120.00	130.00	140.00	
财务费用	6.05	-2.60	-26.20	-20.61	-40.29	
资产减值损失	-0.47	-0.81	-1.00	-1.00	-1.00	
公允价值变动收益	0.00	0.00	1.00	1.00	1.00	
投资净收益	-54.79	185.12	25.00	40.00	50.00	
营业利润	366.50	456.41	583.42	704.64	834.74	
营业外收入	1.81	1.91	2.00	2.00	2.00	
营业外支出	11.61	1.34	3.00	3.00	2.00	
利润总额	356.69	456.97	582.42	703.64	834.74	
所得税	88.69	101.07	135.23	162.72	191.89	
净利润	268.00	355.91	447.19	540.92	642.85	
少数股东损益	-2.70	-3.44	-4.37	-5.30	-6.28	
归属母公司净利润	270.70	359.35	451.56	546.22	649.13	
EBITDA	497.94	589.32	689.56	816.54	927.17	
EPS (元)	0.31	0.42	0.53	0.64	0.76	

主要财务比率						
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
成长能力						
营业收入(%)	6.31	-19.84	17.92	19.86	15.09	
营业利润(%)	4.28	24.53	27.83	20.78	18.46	
归属母公司净利润(%)	-0.59	32.75	25.66	20.96	18.84	
获利能力						
毛利率(%)	59.00	58.73	61.00	61.00	61.00	
净利率(%)	7.15	11.85	12.62	12.74	13.16	
ROE(%)	6.82	9.02	10.99	12.67	14.05	
ROIC(%)	12.76	16.08	18.39	24.34	30.65	
偿债能力						
资产负债率(%)	24.60	23.98	28.73	26.24	22.03	
净负债比率(%)	3.64	6.16	32.97	30.04	14.59	
流动比率	2.37	2.41	2.19	2.51	3.16	
速动比率	1.67	1.77	1.68	1.84	2.25	
营运能力						
总资产周转率	0.73	0.58	0.65	0.74	0.84	
应收账款周转率	8.82	7.98	9.88	10.72	14.10	
应付账款周转率	8.93	7.43	9.44	10.79	11.32	
每股指标(元)						
每股收益(最新摊薄)	0.32	0.42	0.53	0.64	0.76	
每股经营现金流(最新摊薄)	0.43	0.58	0.00	0.00	0.00	
每股净资产(最新摊薄)	4.64	4.66	4.80	5.04	5.40	
估值比率						
P/E	34.47	25.96	20.66	17.08	14.37	
P/B	2.35	2.34	2.27	2.16	2.02	
EV/EBITDA	15.35	12.97	11.09	9.36	8.25	

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

分析师声明

作者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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188