



公司研究 | 深度报告 | 九芝堂 (000989.SZ)

国资入主，干细胞药物进展如火如荼

报告要点

公司主业兼顾处方药和 OTC 等，处方药系列里，公司已形成以疏血通注射液、安宫牛黄丸为主的心脑血管/神经类，以斯奇康为主的免疫调节类，以裸花紫珠片为主的妇科类产品，OTC 系列里，公司拥有补益类产品，其他 OTC 传统特色产品涵盖内科、外科、皮肤科、妇科、骨科等多个领域。同时干细胞药物积极开拓缺血性脑卒中、肺泡蛋白沉积症、孤独症等适应症，竞争格局好。

分析师及联系人



彭英骐

SAC: S0490524030005
SFC: BUZ392



张楠

SAC: S0490524070006

九芝堂（000989.SZ）

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 首次

国资入主，干细胞药物进展如火如荼

黑龙江国资委入主，进入发展新阶段

公司当前实控人为黑龙江省国资委，第一大股东为辰能创投。截至 2025 年 3 月 31 日，公司第一大股东黑龙江辰能工大创业投资有限公司持有公司 24.04% 股份，第二大股东李振国持有公司 18.91% 股份。2024 年 11 月 10 日，李振国与辰能创投签署《关于九芝堂股份有限公司的股份转让协议》，约定李振国转让 5350 万股（占公司总股本的 6.25%）给辰能创投，双方在 2025 年 1 月 10 日办理完成过户登记手续，九芝堂目前控股股东为辰能创投，实际控制人为黑龙江国资委。随着黑龙江国资委入主，九芝堂进入发展新阶段。

传统主业：兼顾处方药和 OTC，产品家喻户晓

OTC：补益类为核心，涉及多个领域。OTC 系列里，公司拥有补益类产品，包括六味地黄丸、逍遥丸、补肾固齿丸、归脾丸、补中益气丸、杞菊地黄丸、益龄精、生发丸、补肾填精口服液等，其他 OTC 传统特色产品涵盖内科、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。并且九芝堂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。

处方药：心脑血管为核心，构筑护城河。处方药系列里，公司已形成以疏血通注射液、安宫牛黄丸、天麻钩藤颗粒、丹藤颗粒、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、小金丸、桂枝茯苓丸、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。

干细胞：进展顺利，布局脑卒中等适应症

公司较早开始布局干细胞药物，干细胞药物目前主要开发 3 个适应症分别为缺血性脑卒中、肺泡蛋白沉积症、孤独症等适应症，竞争格局好。同时储备骨关节炎等多个项目。

盈利预测与投资建议

预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 24.81 亿元、27.16 亿元及 29.76 亿元，归母净利润分别为 2.31 亿元、2.99 亿元及 3.75 亿元，对应 EPS 分别为 0.27 元、0.35 元及 0.44 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- 1、核心产品放量不及预期的风险；
- 2、原材料成本上涨的风险；
- 3、行业竞争加剧的风险；
- 4、行业政策变动风险；
- 5、盈利预测不成立或不及预期的风险。

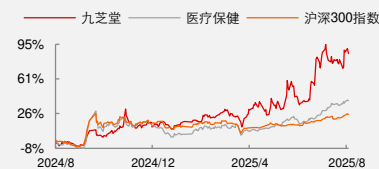
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	12.02
总股本(万股)	85,594
流通A股/B股(万股)	69,415/0
每股净资产(元)	4.52
近12月最高/最低价(元)	13.30/6.25

注：股价为 2025 年 8 月 19 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

黑龙江国资委入主，进入发展新阶段.....	6
业绩波动中恢复，有望进入新阶段.....	7
费用管控良好，持续提升研发投入.....	8
OTC：补益类为核心，涉及多个领域.....	9
六味地黄丸.....	10
驴胶补血颗粒及阿胶.....	12
足光散.....	14
处方药：心脑血管为核心，构筑护城河.....	14
疏血通注射液.....	15
安宫牛黄丸.....	15
天麻钩藤颗粒.....	17
裸花紫珠片.....	18
干细胞：研发进展靠前，布局脑卒中等适应症.....	19
缺血耐受人同种异体骨髓间充质干细胞：针对缺血性脑卒中，目前在 II 期.....	19
人骨髓间充质干细胞：针对自身免疫性肺泡蛋白沉积症，目前在 II 期.....	21
人骨髓间充质干细胞：公司产品针对孤独症，2025 年 3 月获批临床.....	21
风险提示.....	23

图表目录

图 1：九芝堂发展历史.....	6
图 2：公司股权透视图与实际控制人.....	6
图 3：公司产品矩阵.....	7
图 4：2018-2025 年第一季度公司总营收及增速（单位：百万元）.....	8
图 5：2018-2025 年第一季度归母净利润及增速（单位：百万元）.....	8
图 6：2018-2024 年公司收入拆分（单位：百万元）.....	8
图 7：2018-2024 年公司毛利拆分（单位：百万元）.....	8
图 8：2018-2025 年第一季度销售、管理、研发费用率.....	9
图 9：2018-2025 年第一季度公司归母净利率、毛利率.....	9
图 10：2018-2024 年公司销售人员数量及占比（单位：人）.....	9
图 11：2018-2024 年公司销售费用拆分（单位：万元）.....	9
图 12：公司主要 OTC 产品.....	10
图 13：六味地黄丸临床应用研究.....	11
图 14：六味地黄丸市场规模及增速（单位：亿元）.....	11
图 15：2023 年六味地黄丸市场销售额份额.....	11
图 16：市占率前三六味地黄丸网络零售价.....	12

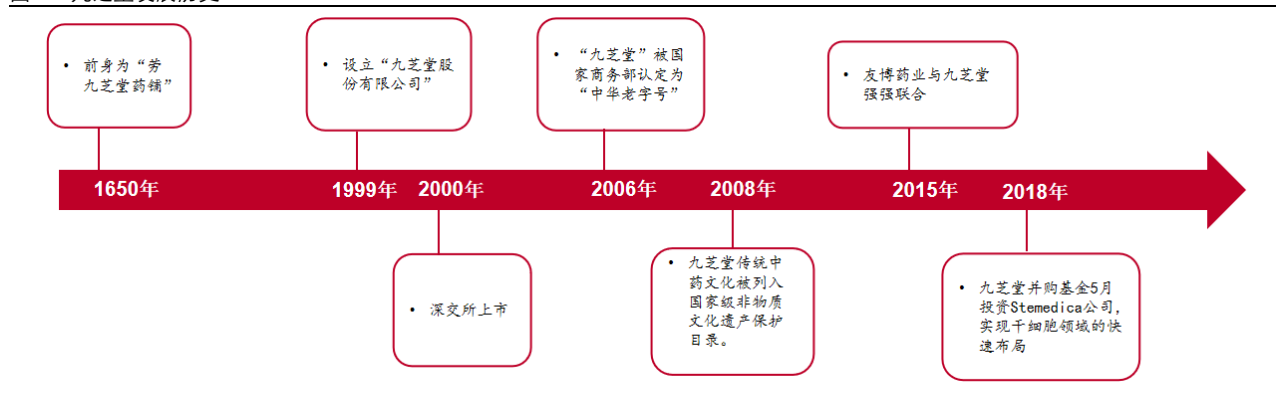
图 17：2024 年中国城市实体药店妇科中成药亚类格局	12
图 18：2024 年 Q1-Q3 中国城市实体药店终端妇科中成药品牌 TOP10	13
图 19：有关驴胶补血颗粒升高白细胞相关研究	13
图 20：2022 年 阿胶竞争格局（按消费口径）	14
图 21：主治角化型手足癣药品	14
图 22：公司主要处方药产品	15
图 23：2024 年中国脑血管疾病用药销售额产品名称 TOP5	15
图 24：安宫牛黄丸临床应用进展对应适应症	16
图 25：2023 年零售药店中成药 TOP10 名单	16
图 26：部分非双天然安宫牛黄丸价格对比	17
图 27：全国高血压患病率调查	17
图 28：有关天麻钩藤颗粒相关研究与推荐	18
图 29：两组慢性盆腔炎患者有效率对比（人，%）	18
图 30：间充质干细胞治疗缺血性脑卒中的机制	20
图 31：脑卒中适应症的在研管线梳理（干细胞疗法）	20
图 32：肺泡蛋白沉积症的在研管线梳理	21
图 33：间充质干细胞治疗孤独症的可能机制	22
图 34：孤独症适应症的在研管线梳理（干细胞疗法）	22
表 1：中性以及悲观情形下我们对于公司业绩的预测	23

黑龙江国资委入主，进入发展新阶段

国内中药领域领军品牌，至今已有三百多年历史。九芝堂前身为“劳九芝堂药铺”，始创于 1650 年，现拥有“九芝堂”、“友搏”中国驰名商标。

公司始终秉承“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、药食同源系列大健康产品等创新业务。现已发展成为下辖 23 家子公司，集科研、生产、销售、健康管理于一体的现代大型医药企业。

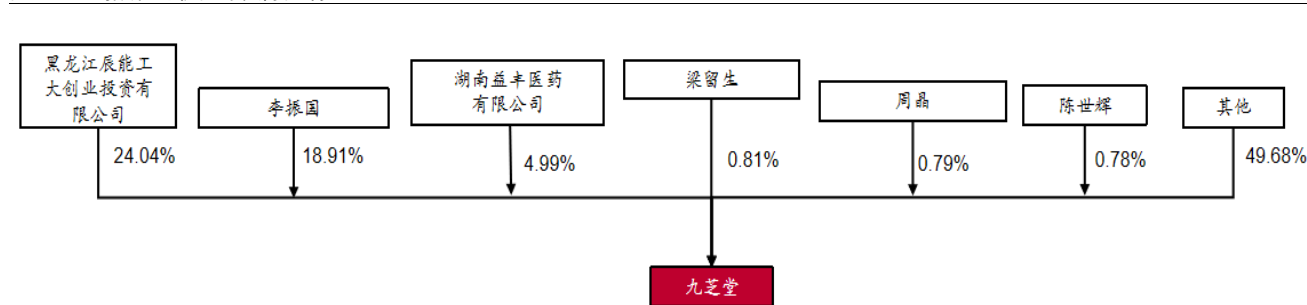
图 1：九芝堂发展历史



资料来源：公司公告，长江证券研究所

公司当前实控人为黑龙江省国资委，第一大股东为辰能创投。截至 2025 年 3 月 31 日，公司第一大股东黑龙江辰能工大创业投资有限公司持有公司 24.04% 股份，第二大股东李振国持有公司 18.91% 股份。2024 年 11 月 10 日，李振国与辰能创投签署《关于九芝堂股份有限公司的股份转让协议》，约定李振国转让 5350 万股（占公司总股本的 6.25%）给辰能创投，双方在 2025 年 1 月 10 日办理完成过户登记手续，九芝堂目前控股股东为辰能创投，实际控制人为黑龙江国资委。随着黑龙江国资委入主，九芝堂进入发展新阶段。

图 2：公司股权透视图与实际控制人



资料来源：公司公告，长江证券研究所 注：数据截至 2025 年 3 月 31 日

业绩波动中恢复，有望进入新阶段

以中药研发等业务为核心，逐步探索布局干细胞、大健康产品等创新业务。截至 2024 年 12 月 31 日，九芝堂拥有国家药品注册批文 418 个，其中独家品种 35 个，包括 OTC 类、处方药类、大健康类系列产品，品类覆盖心脑血管、补肾、补血、妇儿、五官科等各个领域。公司拥有国家药品注册批文中共有 252 个品种被列入 2024 版国家医保目录，其中甲类 155 个，乙类 97 个，独家品种 9 个；共有 134 个品种进入国家基本药物目录。2024 年，公司疏血通注射液、六味地黄丸、驴胶补血颗粒、足光散、逍遥丸、安宫牛黄丸等 6 个品种的销售收入过亿元，在各自细分治疗领域均有出色表现。

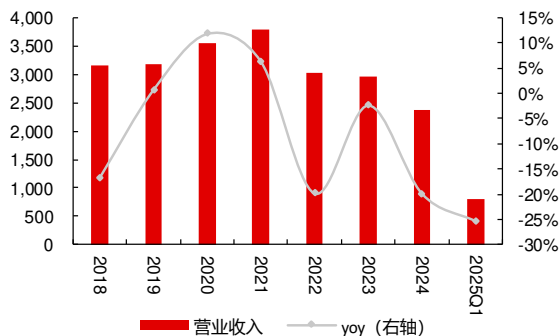
图 3：公司产品矩阵

公司产品	类别	产品名称	2024年销售收入过亿元产品
OTC系列	补益类产品	六味地黄丸、逍遥丸、补肾固齿丸、归脾丸、补中益气丸、杞菊地黄丸、益龄精、生发丸、补肾填精口服液等	六味地黄丸、逍遥丸
	补血类产品	驴胶补血颗粒、阿胶块、阿珍养血口服液等	驴胶补血颗粒
处方药系列	心脑血管、神经类	疏血通注射液、安宫牛黄丸、天麻钩藤颗粒、丹膝颗粒、复方降脂片为主	疏血通注射液、安宫牛黄丸
	免疫调节类	斯奇康为主	/
	妇科类	裸花紫珠片、小金丸、桂枝茯苓丸、补血生乳颗粒、止血镇痛胶囊为主	/
	耳鼻喉类	喉炎丸为主	/
	消化类	健胃愈疡片为主	/
	肝病用药类的处方药产品体系	甲芪肝纤颗粒、赤丹退黄颗粒为主	/
大健康系列	大健康产品	阿胶系列产品、贵细饮片、代用茶、膏滋、特膳、高端养生补品等	/

资料来源：公司年报，公司官网，长江证券研究所 注：人民币计价

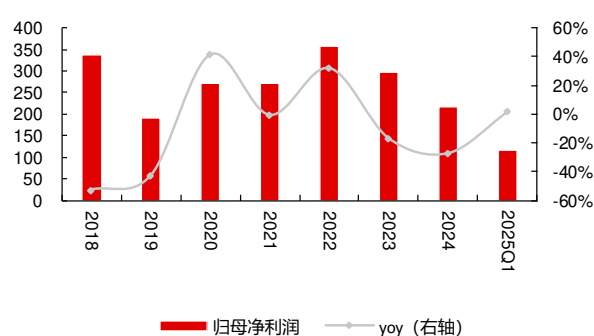
业绩波动中恢复，医药工业板块贡献主要收入和毛利。2024 年公司实现营业收入 23.71 亿元，同比减少 19.91%，实现归母净利润 2.16 亿元，同比减少 27.31%。公司三大业务中，医药工业 2024 年营收占比为 96.69%，医药工业 2024 年毛利贡献占比达 96.90%。

图 4：2018-2025 年第一季度公司总营收及增速（单位：百万元）



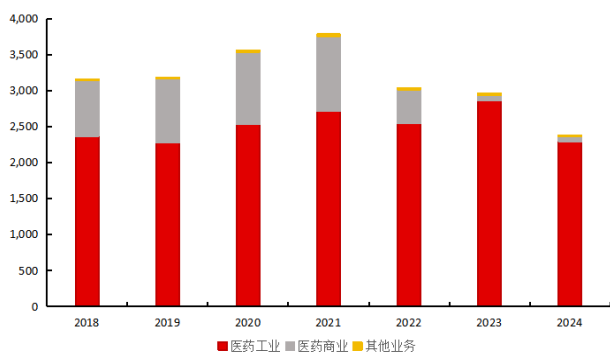
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 5：2018-2025 年第一季度归母净利润及增速（单位：百万元）



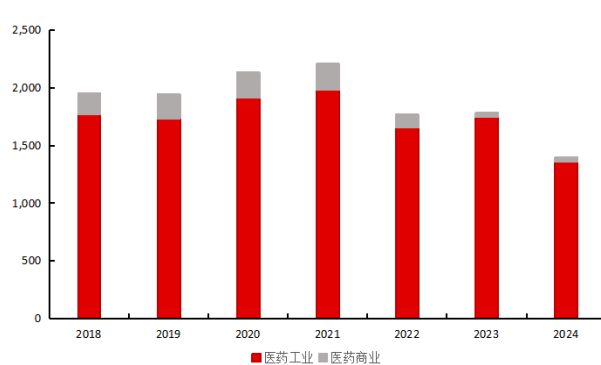
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 6：2018-2024 年公司收入拆分（单位：百万元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 7：2018-2024 年公司毛利拆分（单位：百万元）

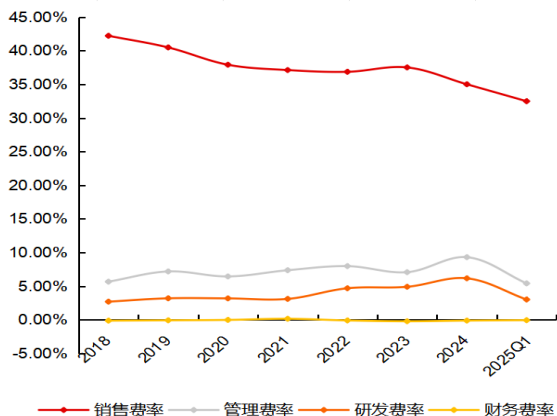


资料来源：Wind，长江证券研究所

费用管控良好，持续提升研发投入

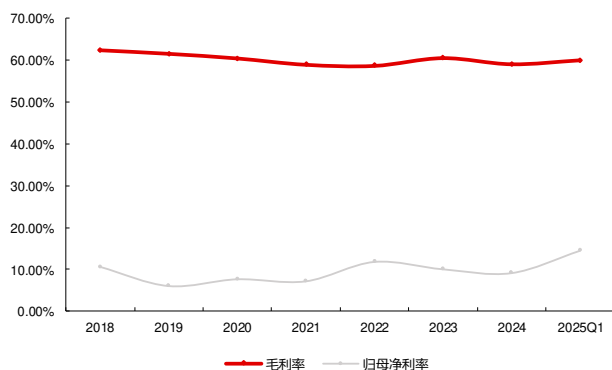
销售费用率逐年递减，研发投入持续加大。2018-2024 年公司销售毛利率在 60%左右，2024 年公司归母净利率为 9.12%，盈利能力稳定。2024 年公司销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 35.00%、9.31%、6.17%。随着研发费用的持续提升，公司不断拓宽研发管线布局，推动公司未来创新发展，提升企业产品核心竞争力。

图 8：2018-2025 年第一季度销售、管理、研发费用率



资料来源：Wind，长江证券研究所

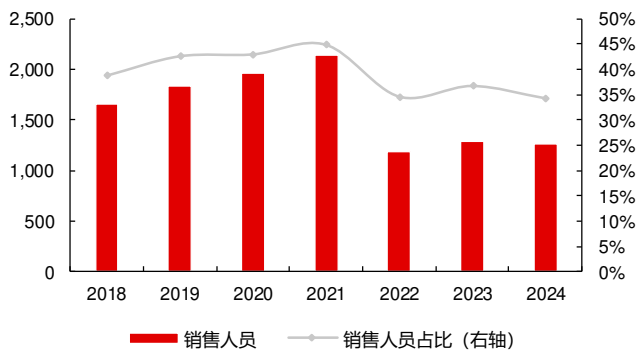
图 9：2018-2025 年第一季度公司归母净利率、毛利率



资料来源：Wind，长江证券研究所

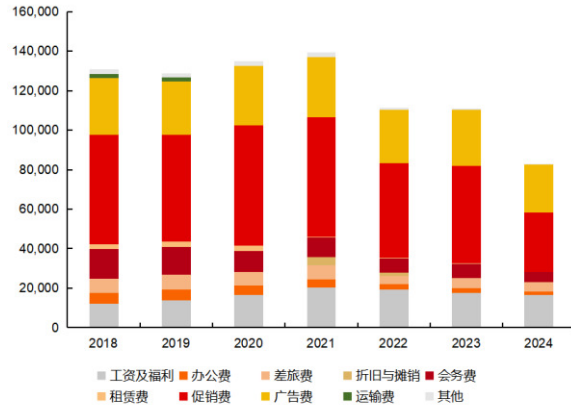
创新优化营销模式，混合运营策略拓展市场。1) 采用自营与招商代理并存的销售模式，构建遍布全国的销售网络，通过优化市场营销活动及强化专业学术推广等方式，持续提升营销能力，截至 2024 年底，公司拥有 1264 名销售人员，占公司员工总数的 34.26%。2) 公司持续提升九芝堂品牌影响力，促销费逐年减少，2024 年公司促销费达 3 亿元，同时公司积极尝试和探索线上销售模式，不断拓宽销售渠道。

图 10：2018-2024 年公司销售人员数量及占比（单位：人）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 11：2018-2024 年公司销售费用拆分（单位：万元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

OTC：补益类为核心，涉及多个领域

公司业务按产品分类主要有非处方药、处方药以及大健康产品系列，品类覆盖心脑血管、补肾、补血、妇儿、五官科等各个领域。

OTC 系列里，公司拥有补益类产品，包括六味地黄丸、逍遥丸、补肾固齿丸、归脾丸、补中益气丸、杞菊地黄丸、益龄精、生发丸、补肾填精口服液等，其他 OTC 传统特色产品涵盖内科、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。并且九芝堂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。

图 12：公司主要 OTC 产品

公司产品	类别	产品名称
OTC 系列	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、玉竹膏
	泌尿系统类	六味地黄丸、知柏地黄丸、桂附地黄丸、杞菊地黄丸、参桂鹿茸丸、全鹿丸
	儿科用药	健儿散、小儿腹泻宁糖浆
	妇科用药	驴胶补血颗粒、逍遥丸、乌鸡白凤丸
	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、银翘解毒丸、麻杏止咳糖浆、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
	五官科用药	补肾固齿丸
	消化系统类	保和丸、香砂养胃丸、润肠丸

资料来源：公司官网，长江证券研究所

六味地黄丸

公司以六味地黄丸为代表的补肾品类在同行业中拥有良好的市场优势与产品口碑。由熟地黄、酒萸肉、山药、牡丹皮、茯苓、泽泻组成，具有滋阴补肾的功效，用于肾阴亏损，头晕耳鸣，腰膝酸软，骨蒸潮热，盗汗遗精。近年来六味地黄丸在临床上被广泛应用于治疗皮肤病、糖尿病及其并发症、骨科疾病、心血管系统疾病等。

图 13：六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	六味地黄丸加味联合二甲双胍能更好地改善肾阴亏虚型老年 2 型糖尿病患者临床症状
	小儿 1 型糖尿病	六味地黄丸加味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	六味地黄丸加味联合维生素 B1、B12 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，2023 年，长江证券研究所

公司品牌影响力已具有相当规模。根据药融云市场零售终端数据，六味地黄丸市场销售额 2018-2023 年年均复合增长率为 -2.46%，2023 年销售额达 14.30 亿元。2023 年九芝堂六味地黄丸市场销售份额占比 17% 左右，居市场第三位。

图 14：六味地黄丸市场规模及增速（单位：亿元）

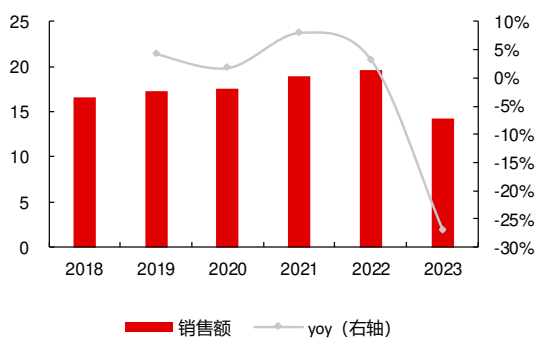
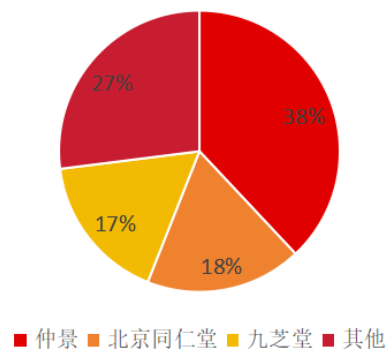


图 15：2023 年六味地黄丸市场销售份额



资料来源：药融云，长江证券研究所

资料来源：药通社，长江证券研究所

通过京东大药房搜索市占率前三产品，公司生产的六味地黄丸单丸价格最低，约 0.06 元/丸，根据官方说明书使用建议，每日 24 丸，每日费 1.33 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。

图 16：市占率前三味地黄丸网络零售价

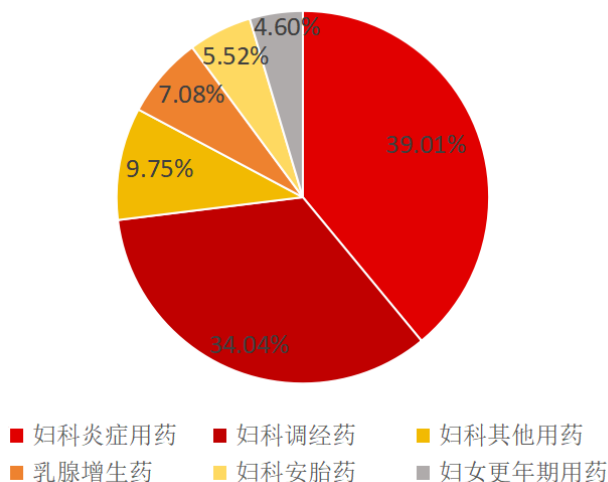
品牌	规格	网上零售价 (单盒购买)	单丸价格	日均消费
同仁堂	300 丸/盒	41.0元	0.14元	3.28元
九芝堂	360 丸/盒	20.0元	0.06元	1.33元
仲景	280 丸/盒	33.6元	0.12元	2.88元

资料来源：京东大药房，长江证券研究所 注：日均价格根据说明书建议用量计算，价格为 2025 年 7 月 30 日网上零售无折扣价

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，2024 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 34.04%占比居第二位，2024 年公司驴胶补血颗粒以 1.98%的市场份额位列实体药店妇科中成药品牌榜单第九位。

图 17：2024 年中国城市实体药店妇科中成药亚类格局



资料来源：米内网，长江证券研究所

图 18：2024 年 Q1-Q3 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	市场份额
1	洁尔清洗液	四川恩威制药	5.85%
2	逍遥丸	仲景宛西制药	5.26%
3	妇科千金片	株洲千金药业	4.48%
4	定坤丹	山西广誉远国药	4.42%
5	保妇康栓	海南碧凯药业	3.44%
6	红核妇洁洗液	山东步长神州制药	2.99%
7	坤泰胶囊	贵阳新天药业	2.51%
8	逍遥丸（浓缩丸）	太极集团重庆中药二厂	2.11%
9	驴胶补血颗粒	九芝堂	1.98%
10	同仁乌鸡白凤丸	北京同仁堂股份同仁堂制药	1.82%

资料来源：米内网，长江证券研究所

研究表明，驴胶补血颗粒不仅广泛应用于妇科领域，还具有升高白细胞的作用，未来有望拓展更广泛的临床适应症。学术研究及临床试验证实，该产品能有效改善因白细胞减少引发的疲乏、体虚等症状。白细胞减少症可由多种因素引起，如放化疗导致的骨髓损伤、粒细胞成熟障碍或破坏过多等。中医治疗该病症以健脾益肾、补气养血为核心，而驴胶补血颗粒正契合这一治疗原则。随着临床研究的深入与适应症的扩展，该产品未来或将在补气养血、增强免疫等市场开辟新的增长空间。

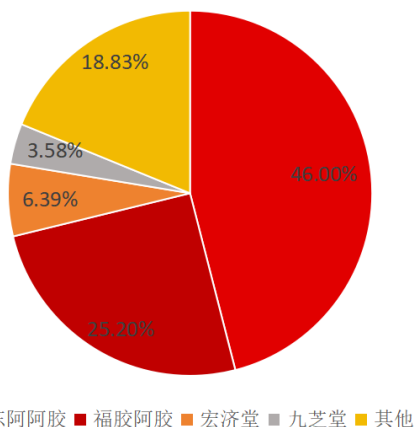
图 19：有关驴胶补血颗粒升高白细胞相关研究

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。
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，2019 年，长江证券研究所

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。根据前瞻产业研究院数据，阿胶产品零售终端销售额 2020-2022 年约在 60 亿元左右，2023 年约为 65 亿元，2024 年在消费偏弱、零售药店行业整体表现不景气的环境下，销售额下降到约 56 亿元。在中国阿胶行业市场，东阿阿胶、福胶阿胶两大品牌影响大，市占率分别为 46.0%和 25.2%，合计占比高达 71.2%，宏济堂、九芝堂借助自身品牌和市场优势，成为阿胶市场第二梯队。

图 20：2022 年 阿胶竞争格局（按消费口径）



资料来源：华经产业研究院，长江证券研究所

足光散

同类产品销量领先，产品竞争力强。九芝堂足光散由水杨酸、苯甲酸硼酸、苦参等药材及辅料滑石粉组成，能清热燥湿，杀虫敛汗，用于湿热下注所致的角化型手足癣及臭汗症，其主要成分为水杨酸和苯甲酸。公司足光散是国内最早上市国内首研的明星产品，上市二十多年来，疗效安全可靠。在京东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“尿素维 E 软膏”为主要药物，且京东平台上九芝堂足光散销售量明显领先于其他品牌的尿素维 E 软膏。

图 21：主治角化型手足癣药品

序号	产品名称	品牌名称	销量（单）
1	足光散	九芝堂	50万+
2	尿素维E软膏	福元	20万+
3	尿素维E软膏	日抒	10万+
4	尿素维E软膏	信龙	10万+

资料来源：京东大药房，长江证券研究所，时间截至 2025 年 7 月 31 日

处方药：心脑血管为核心，构筑护城河

处方药系列里，公司已形成以疏血通注射液、安宫牛黄丸、天麻钩藤颗粒、丹膝颗粒、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、小金丸、桂枝茯苓丸、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。

图 22：公司主要处方药产品

公司产品	类别	产品名称
处方药	心脑血管、神经类	疏血通注射液、安宫牛黄丸、丹藤颗粒、天麻钩藤颗粒、复方降脂片为主
	免疫调节类	斯奇康为主
	妇科用药	裸花紫珠片、小金丸、桂枝茯苓丸、补血生乳颗粒、止血镇痛胶囊为主
	耳鼻喉	喉炎丸为主
	消化类	健胃愈疡片为主
	肝病用药类	甲芪肝纤颗粒、赤丹退黄颗粒为主

资料来源：公司官网，长江证券研究所

疏血通注射液

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。根据米内网统计，在中国三大终端六大市场，中成药的销售规模在 2023 年突破 4000 亿元，2024 年微降 0.49%，为近四年首跌。2024 年心脑血管中成药临床市场规模为 755.90 亿元，同比增速下降 5.86%。其中，九芝堂疏血通注射液销售额为 13.23 亿元，同比增长 54.13%，在中国脑血管疾病用药中位列第 5。

图 23：2024 年中国脑血管疾病用药销售额产品名称 TOP5

排名	产品名称	销售额（万元）	增长率（%）	市场份额（%）
1	注射用血塞通（冻干）	259,874	-39.54	8.88
2	脑心通胶囊	258,060	-4.36	8.82
3	丹红注射液	220,326	0.39	7.53
4	注射用血栓通（冻干）	144,062	-28.18	4.92
5	疏血通注射液	132,264	54.13	4.52

资料来源：米内网，长江证券研究所

安宫牛黄丸

安宫牛黄丸由牛黄、水牛角浓缩粉、麝香或人工麝香、珍珠、朱砂、雄黄、黄连、黄芩、栀子、郁金、冰片 11 味药材组成，具有清热解毒、镇惊开窍的功效，用于热病，邪入心包，高热惊厥，神昏谵语。2018 年《中国急性缺血性脑卒中诊治指南》明确指

出，中成药等药物属于卒中急救的 III 级推荐，其中就包括了安宫牛黄丸。安宫牛黄丸可以用于卒中急救治疗。近年来的临床实践中，安宫牛黄丸还经常用于出血性脑卒中、缺血性脑卒中的急救，也可用于脑卒中后遗症、全身疾病引起的脑病、各种脑炎、脑损伤、癫痫发作期引起的高热、昏迷、惊厥、抽搐等症状。随着中医药事业的不断发展，其临床应用不断深入，尤其在危急重症的救治中占有十分重要的地位。

图 24：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，2022 年，长江证券研究所

安宫牛黄丸成长迅速，持续吸引消费者。安宫牛黄丸因可治疗高热惊厥而被广泛熟知，顺势成为销量仅次于阿胶的大品种。根据药融云数据 2023 年零售药店中成药榜单，安宫牛黄丸以 53.90 亿元销售额，同比增长 18.50%，占据榜单第二位。

图 25：2023 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
1	阿胶	58.34	14.31%
2	安宫牛黄丸	53.90	18.50%
3	感冒灵颗粒	25.61	1.62%
4	藿香正气口服液	22.96	15.70%
5	京都念慈庵川贝枇杷膏	17.69	2.50%
6	片仔癀	16.20	19.28%
7	健胃消食片	16.09	12.06%
8	肠炎宁片	15.12	38.09%
9	六味地黄丸	14.29	14.12%
10	复方阿胶浆	12.53	52.11%

资料来源：药融云，长江证券研究所

公司核心产品为采用体外培育牛黄和人工麝香的安宫牛黄丸。通过使用这两大人工替代药材，不仅解决了天然药材资源稀缺、价格高昂的问题，在确保药效的同时显著降低了生产成本，更顺应了野生动物保护趋势。目前京东大药房售价仅 211.8 元/丸，具有市场竞争力。近年来，凭借性价比优势，以及治疗高热惊厥的功效，公司安宫牛黄丸销量快速增长，现已成功跻身行业前列。

图 26：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
九芝堂	3g*1 丸/盒	211.8 元/盒	211.8 元/丸
白云山	3g*2 丸/盒	139 元/盒	69.5 元/丸
广誉远	3g*1 丸/盒	218 元/盒	218 元/丸

资料来源：京东大药房，长江证券研究所，注：零售价为 2025 年 7 月 31 日京东大药房无折扣零售价

天麻钩藤颗粒

2018 年我国年龄≥18 岁成人高血压加权患病率为 27.5%，与 1958—1959、1979—1980、1991、2002 和 2012—2015 年进行过的 5 次全国范围内的高血压抽样调查相比，虽然各次调查总人数、年龄和诊断标准不完全一致，但患病率总体呈增高的趋势。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。

图 27：全国高血压患病率调查

研究名称	调查年份	年龄（岁）	样本量(人)	患病率（%）
中国医学科学院重点 项目—高血压研究	1958-1959	≥15	739,204	5.1
全国高血压抽样调查	1979-1980	≥15	4,012,128	7.7
全国高血压抽样调查	1991	≥15	950,356	13.6
中国健康营养调查	2002	≥18	272,023	18.8
中国高血压调查	2012-2015	≥18	451,755	27.9（加权率 23.2）
中国慢性病与危险 因素监测	2018	≥18	179,873	27.5（加权率）

资料来源：《中国高血压防治指南(2024 年修订版)》，长江证券研究所

根据 2021 年邓谦等人所著的《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。

图 28：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	观点
《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，韩学杰、王丽颖等	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，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，2021 年，长江证券研究所

裸花紫珠片

裸花紫珠属于公司一梯队妇科类产品。味涩，微苦，功能主治消炎解毒，收敛止血。用于细菌感染引起的炎症，急性传染性肝炎，呼吸道和消化道出血，是海南道地药材。根据 2019 年陈燕荣等人所著的《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。

图 29：两组慢性盆腔炎患者有效率对比（人，%）

组别	人	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：《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》，陈燕荣、武明娟、王家俊，2019 年，长江证券研究所

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，2022-2023 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 70%。裸花紫珠片在治疗妇科炎症以及出

血症方面疗效显著，同时公司也在不断探索裸花紫珠衍生类产品及系列日化类产品的研发和推广，寻求新的利润增长点，日后产品有望进一步增强市场竞争力。

干细胞：研发进展靠前，布局脑卒中等适应症

公司较早开始布局干细胞药物，2018年3月成立九芝堂美科（北京），2018年通过旗下并购基金投资 Stemedica。

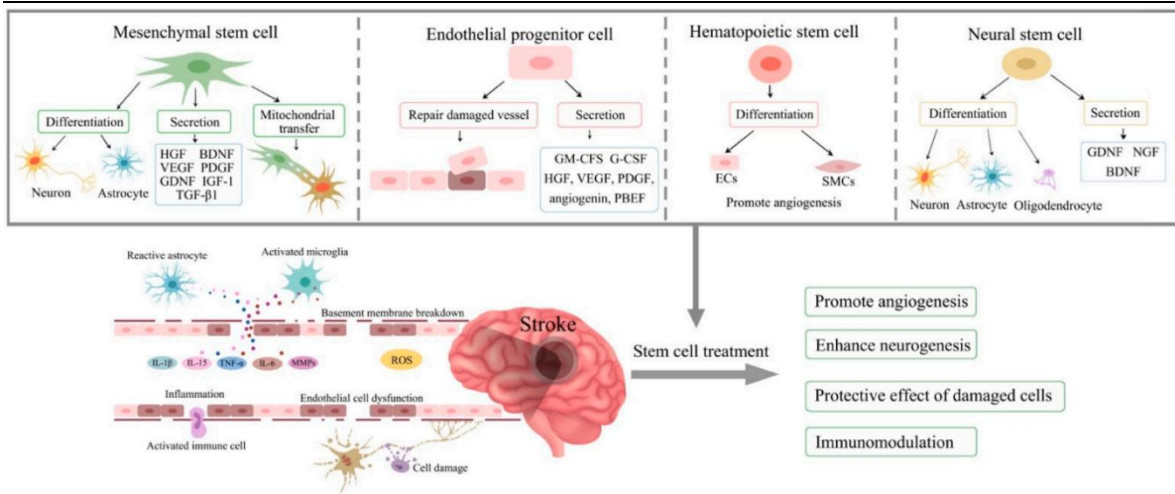
九芝堂美科（北京）的干细胞药物目前主要开发 3 个适应症分别为缺血性脑卒中、肺泡蛋白沉积症、孤独症等适应症，竞争格局好。同时储备骨科疾病、皮肤科疾病、心血管疾病等多个项目。

缺血耐受人同种异体骨髓间充质干细胞：针对缺血性脑卒中，目前在 II 期

脑卒中的疾病负担较高、后遗症比例高、尚无有效药物。据《中国脑卒中防治报告(2024)》，我国每年新发脑卒中病例超过 350 万例（缺血性卒中占比约 80%，出血性占比约 20%），80% 的患者遗留不同程度的功能障碍，包括行动、思维、言语，部分人会丧失生活能力，治疗和康复负担沉重。**脑卒中后遗症在临床上缺少安全有效的治疗方法**，卒中发作后，大多数患者需要康复治疗（职业康复和专业物理治疗）以获得最大的功能恢复。

干细胞治疗缺血性脑卒中的作用机理：（1）旁分泌机制：抑制炎症反应，增强神经可塑性；修复和重建血管；保护血脑屏障。（2）外泌体的转移：MSC-外泌体是 MSC 分泌的细胞外囊泡的一种，含有核酸（DNA、RNA、mRNA、miRNA）、促炎和抗炎细胞因子、酶和各种其他蛋白质。（3）MSC 在体外诱导条件下可以分化为神经元样细胞和神经胶质细胞，移植至脑缺血梗死区后 MSC 也能表达神经元特异性标志物。

图 30：间充质干细胞治疗缺血性脑卒中的机制



资料来源：《The Role of Stem Cells as Therapeutics for Ischaemic Stroke》，Jingyuan Ya、Jessica Pellumbaj、Arshad Hashmat and Ulvi Bayraktutan，2024 年，长江证券研究所

公司的干细胞针对缺血性脑卒中的在研项目进展顺利。九芝堂第一款干细胞新药临床试验是与北京天坛医院共同开展、使用骨髓间充质干细胞治疗缺血性脑卒中的临床试验，该项试验是中国第一个使用进口干细胞治疗神经系统大适应症의临床试验，对我国干细胞产业的发展具有标志性意义。目前，该项目已进入Ⅱa 期阶段，同时在北京天坛医院、北医三院和北京同仁医院开展多中心临床试验。

图 31：脑卒中适应症的在研管线梳理（干细胞疗法）

适应症	申办者	分期	试验状态	主要试验药	项目全球最高进度	项目中国内地最高进度
缺血性卒中	Stemedica，九芝堂美科（北京）	I/II 期	入组完成	缺血耐受骨髓间充质干细胞	-	临床 II 期
缺血性卒中	南通大学附属医院，南通生原干细胞科技有限公司	I/II 期	尚未招募	自体骨髓间充质干细胞	-	临床 I/II 期
缺血性卒中	上海爱萨尔生物科技有限公司	I 期	已完成	脐带间充质干细胞	-	临床 II 期
缺血性卒中	南方医科大学珠江医院	I 期	招募中	自体骨髓间充质干细胞	-	临床 I 期
缺血性卒中	上海交通大学医学院附属仁济医院，安集协康	I 期	招募中	人源性神经干细胞	-	临床 I 期
缺血性卒中	中国人民解放军军事医学科学院附属医院	II 期	招募中	人脐带间充质干细胞	-	临床 II 期
缺血性卒中	河北医科大学第一医院，银丰鼎诚	I/II 期	尚未招募	脐带血单个核细胞	-	临床 I/II 期
缺血性卒中	山东省第二人民医院	I 期	招募中	脐带血单个核细胞	-	临床 I 期
缺血性卒中	北京大学第三医院	I/II 期	尚未招募	骨髓间充质干细胞	-	临床 I/II 期
缺血性卒中	中山大学附属第三医院	I 期	尚未招募	脐带间充质干细胞	-	临床 II 期
缺血性卒中	北京呈诺医学科技有限公司	I 期	尚未招募	神经元干细胞	-	临床前
缺血性卒中	南方医科大学，弘天生物	I/II 期	已完成	自体骨髓基质细胞	-	临床 I/II 期
缺血性卒中	Stemedica	I/II 期	已完成	缺血耐受骨髓间充质干细胞	临床 II 期	-
缺血性卒中	National University of Malaysia, Cytopeutics	II 期	招募中	骨髓间充质干细胞	临床 II 期	-
缺血性卒中	UMC Utrecht, University of Texas MD Anderson Cancer Center	I/II 期	已完成	骨髓间充质干细胞	临床 I/II 期	-
缺血性卒中	Vinnmec Research Institute of Stem Cell and Gene Technology	I/II 期	已完成	脐带间充质干细胞	临床 I/II 期	-
缺血性卒中	Instituto de Investigación Hospital Universitario La Paz	II 期	已完成	同种异体脂肪间充质干细胞	临床 II 期	-

资料来源：Insight，长江证券研究所

人骨髓间充质干细胞：针对自身免疫性肺泡蛋白沉积症，目前在 II 期

罕见病肺泡蛋白沉积症尚无有效药物。肺泡蛋白沉积症常为特发性，发生于 30~50 岁、其他方面健康的人群。粒细胞-巨噬细胞集落刺激因子（GM-CSF）信号转导异常，也可能是单核细胞上的 GM-CSF/白介素（IL）-13/IL-5 受体正常 beta 链的功能降低或缺失（见于某些儿童病人但不见于成人）使受损的肺泡巨噬细胞产生表面活性物质，引起该疾病。大多数肺泡蛋白沉积症患者表现为进行性劳力性呼吸困难及体重减轻、疲乏不适或低热，在大多数病人中发现了抗 GM-CSF 抗体。无症状或仅有轻微症状的肺泡蛋白沉积症患者无需治疗；对受呼吸困难烦扰的病人行全肺灌洗，使用全身麻醉和双腔气管内插管。

公司的干细胞针对肺泡蛋白沉积症的在研项目进展顺利。公司的第二款干细胞新药临床试验是与广州医科大学附属第一医院合作的 IIa 期临床试验，用于治疗“自身免疫性肺泡蛋白沉积症（aPAP）”，该试验所用“人骨髓间充质干细胞注射液”是公司自主研发的首款国产干细胞新药，也是全球首次使用干细胞治疗“自身免疫性肺泡蛋白沉积症”的临床试验。

图 32：肺泡蛋白沉积症的在研管线梳理

适应症	申办者	分期	试验状态	主要试验药	项目全球最高进度	项目中国内地最高进度
自身免疫性肺泡蛋白沉积症	九芝堂美科（北京）	II 期	招募完成	骨髓间充质干细胞	-	临床 II 期
肺泡蛋白沉积症	中国医学科学院北京协和医院	II 期	尚未招募	GM-CSF	-	临床 II 期
自身免疫性肺泡蛋白沉积症	Savara	III 期	招募完成	莫拉司亭-Molgradex	申请上市	-
自身免疫性肺泡蛋白沉积症	Partner Therapeutics	II/III 期	尚未招募	沙格司亭吸入剂	批准上市	-
肺泡蛋白沉积症	East Carolina University	II 期	已完成	利妥昔单抗	批准上市	批准上市
先天性肺泡蛋白沉积症	辛辛那提儿童医院医学中心	I/II 期	招募中	CSF2RA 基因修正的巨噬细胞	临床 I/II 期	-
先天性肺泡蛋白沉积症	Children's Hospital Medical Center, Cincinnati	II 期	已完成	沙格司亭吸入剂	批准上市	-

资料来源：Insight，长江证券研究所

人骨髓间充质干细胞：公司产品针对孤独症，2025 年 3 月获批临床

孤独症目前尚无特效药物。孤独症谱系障碍（孤独症，ASD）包括一组高度遗传的神经发育综合征，其特征是社交和沟通障碍、重复行为和智力障碍。我国儿童孤独症患病率约为 7‰，男性中诊断的数量是女性的 3~4 倍。孤独症通常起病于婴幼儿期，病因复杂，发病机制尚未明确。孤独症谱系障碍患者通常同时出现精神或神经障碍，其中多动和注意力障碍（如注意力缺陷、多动障碍）、焦虑、抑郁和癫痫相当普遍，严重影响儿童社会功能和生活质量。**孤独症目前主要通过康复训练、心理治疗和家庭干预等综合措施来改善患者的症状和提高生活质量。**药物方面目前有利培酮、阿立哌唑已被美国 FDA 批准用于治疗 5~16 岁及 6~17 岁孤独症儿童的易激惹行为。各类精神科药物在孤独症患者中均有应用，包括抗精神病药、抗抑郁药、情绪稳定剂、抗焦虑药、治疗注意缺陷多动障碍的药物，用于治疗孤独症的共病及行为问题。

干细胞治疗孤独症的作用机理：异常的免疫系统调节参与了 ASD 病理生理反应，ASD 患者外周和中枢免疫系统存在持续的功能失调，进而可导致相关的炎症反应。异常的

免疫炎症反应与 ASD 患者的症状严重程度存在一定的相关。干细胞治疗通过参与外周和中枢神经系统的免疫调节来发挥作用。

图 33：间充质干细胞治疗孤独症的可能机制

外周神经系统	调节外周免疫细胞的活性，如促进调节性T细胞的产生，减少B细胞的活化和增殖，抑制自然杀伤细胞的增殖和细胞毒性以及抑制树突状细胞的成熟
	抑制体内免疫细胞促炎因子的产生和促进抗炎因子的释放，通过抑制TNF- α 和INF- γ 等促炎因子的产生来抑制相关免疫细胞的增殖和扩增，增加IL-10水平促进调节性T细胞的产生
中枢神经系统	MSCs具有免疫调节作用，能够穿越血脑屏障并迁移到组织损伤和炎症部位，MSCs 到达受损组织细胞后可以合成并释放较多生物活性分子，如抗炎细胞因子、营养和生长因子、白细胞介素、巨噬细胞集落刺激因子以及干细胞因子等，这些因子可以参与受损组织的免疫调节，拮抗局部的炎症反应，同时激活受损组织的内源性修复机制
	MSCs具有神经保护、神经发生和突触发生的作用，可以分泌促进神经存活和发生的生长因子，如脑源性神经营养因子、神经生长因子等维持突触的可塑性，进而促进局部再神经化恢复突触递质释放，并重建神经系统功能的传入和传出

资料来源：《间充质干细胞及其分泌体治疗孤独症谱系障碍的研究进展》，杨钺、夏磊、田英汉、刘乐伟、刘襄忠，2023 年，长江证券研究所

公司的干细胞针对孤独症的在研项目已经获批临床。首都医科大学附属北京安定医院是一家中国最早的公立精神专科医院、北京市医院管理中心直属的三级甲等专科医院，特别定位于急、重性精神障碍的门诊及住院医疗、疑难精神障碍的会诊医疗、突发灾难事件的心理危机干预、社会大众的心理健康服务等工作。双方于 2020 年 1 月签署科研合作协议，共同开展人骨髓间充质干细胞治疗孤独症的临床前研究。2025 年 3 月公司的人骨髓间充质干细胞治疗孤独症的临床试验获得批准。

图 34：孤独症适应症的在研管线梳理（干细胞疗法）

适应症	申办者	分期	试验状态	主要试验药	项目全球最高进度	项目中国内地最高进度
孤独症谱系障碍	九芝堂美科（北京）	I期	招募中	人骨髓间充质干细胞	-	临床I期
孤独症谱系障碍	解放军总医院第一医学中心	I期	招募中	诱导多能干细胞分泌体	-	临床I期
孤独症谱系障碍	解放军总医院第一医学中心	I期	招募中	脐带间充质干细胞来源分泌体鼻喷	-	临床I期
孤独症谱系障碍	深圳市北科生物科技有限公司	I/II期	已完成	人脐带间充质干细胞	-	临床II期临床I/II期
孤独症谱系障碍	Vinnec Research Institute of Stem Cell and Gene Technology	II期	已完成	骨髓来源的单核干细胞	临床II期	-
孤独症谱系障碍	StemCell Institute	I/II期	尚未招募	自体脐带血干细胞	临床I/II期	-
孤独症谱系障碍	Duke University	II期	已完成	脐带组织源性间充质干细胞	临床II期	-
孤独症谱系障碍	The Foundation for Orthopaedics and Regenerative Medicine	I期	招募中	人脐带间充质干细胞	临床I/II期	-
孤独症谱系障碍	Translational Biosciences	I/II期	已完成	脐带间充质干细胞	临床I/II期	-

资料来源：Insight，长江证券研究所

风险提示

- 1、**核心产品放量不及预期的风险。**OTC 业务渠道库存调整，如果终端动销情况不及预期或渠道管控不及预期，产品销售收入可能不及预期。
- 2、**原材料成本上涨的风险。**若未来受到自然灾害或极端天气影响，中药材价格上涨，可能面临成本上涨的风险。
- 3、**行业竞争加剧的风险。**公司 OTC 产品中的六味地黄丸、安宫牛黄丸、阿胶等具有较多竞争对手，未来面临竞争加剧的风险。
- 4、**行业政策变动风险。**公司所处医药行业受国家政策影响较大，新法规出台或新政策变化可能对公司经营造成影响。
- 5、**盈利预测不成立或不及预期的风险。**在对公司进行盈利预测及投资价值分析时，我们基于行业情况及公司公开信息做了一系列假设。如果大健康业务放量不达预期，可能影响公司未来业绩增速。

如若公司核心产品安宫牛黄丸、阿胶、疏血通注射液等不及预期，则公司营收与利润可能会受到影响。悲观情况下，我们预计公司 2025-2026 年营业收入分别为 24.48 亿元、26.11 亿元，归母净利润分别为 2.12 亿元、2.30 亿元。

表 1：中性以及悲观情形下我们对于公司业绩的预测

	基准情形下			悲观情形下		
	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
营业收入/亿元	23.71	24.81	27.16	23.71	24.48	26.11
营业收入同比增速	-20%	5%	9%	-20%	3%	7%
归母净利润/亿元	2.16	2.31	2.99	2.16	2.12	2.30
归母净利润同比增速	-27%	7%	29%	-27%	-2%	9%

资料来源：Wind，长江证券研究所

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2371	2481	2716	2976	货币资金	593	788	714	655
营业成本	970	996	1090	1194	交易性金融资产	300	350	400	450
毛利	1402	1485	1626	1782	应收账款	393	340	409	450
%营业收入	59%	60%	60%	60%	存货	1062	836	1002	1135
营业税金及附加	38	37	41	45	预付账款	33	25	31	35
%营业收入	2%	1%	1%	2%	其他流动资产	480	543	570	618
销售费用	830	856	910	967	流动资产合计	2860	2882	3126	3342
%营业收入	35%	35%	34%	33%	长期股权投资	229	197	126	18
管理费用	221	231	244	253	投资性房地产	34	34	34	34
%营业收入	9%	9%	9%	9%	固定资产合计	1263	1329	1367	1439
研发费用	146	154	155	161	无形资产	274	258	250	244
%营业收入	6%	6%	6%	5%	商誉	202	222	251	289
财务费用	-3	0	0	0	递延所得税资产	126	121	121	121
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他非流动资产	224	238	244	253
加：资产减值损失	-7	0	0	0	资产总计	5211	5282	5519	5741
信用减值损失	2	0	0	0	短期贷款	44	194	344	494
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付款项	59	86	82	89
投资收益	48	37	41	45	预收账款	0	0	0	0
营业利润	251	278	353	443	应付职工薪酬	79	68	79	89
%营业收入	11%	11%	13%	15%	应交税费	24	38	36	38
营业外收支	1	1	1	1	其他流动负债	933	867	1003	1124
利润总额	253	278	354	444	流动负债合计	1140	1253	1544	1833
%营业收入	11%	11%	13%	15%	长期借款	0	0	0	0
所得税费用	37	49	57	72	应付债券	0	0	0	0
净利润	215	230	298	372	递延所得税负债	46	45	45	45
归属于母公司所有者的净利润	216	231	299	375	其他非流动负债	78	77	77	77
少数股东损益	-1	-2	-2	-2	负债合计	1264	1376	1667	1956
EPS (元)	0.25	0.27	0.35	0.44	归属于母公司所有者权益	3753	3713	3661	3595
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	195	193	192	189
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	3948	3906	3852	3785
经营活动现金流净额	199	555	310	440	负债及股东权益	5211	5282	5519	5741
取得投资收益收回现金	11	37	41	45	基本指标				
长期股权投资	223	31	71	109		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-72	-241	-241	-310	每股收益	0.25	0.27	0.35	0.44
其他	-68	-64	-53	-52	每股经营现金流	0.23	0.65	0.36	0.51
投资活动现金流净额	94	-236	-182	-209	市盈率	31.30	44.49	34.37	27.47
债券融资	0	0	0	0	市净率	1.82	2.77	2.81	2.86
股权融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	19.36	21.57	18.59	15.74
银行贷款增加 (减少)	0	150	150	150	总资产收益率	4.1%	4.4%	5.5%	6.6%
筹资成本	-339	-272	-351	-440	净资产收益率	5.8%	6.2%	8.2%	10.4%
其他	-34	-2	0	0	净利率	9.1%	9.3%	11.0%	12.6%
筹资活动现金流净额	-373	-123	-201	-290	资产负债率	24.2%	26.0%	30.2%	34.1%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-80	196	-74	-59	总资产周转率	0.45	0.47	0.50	0.53

资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好：	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性：	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡：	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级：	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 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。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期
36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。