

九芝堂 (000989)

证券研究报告

2018 年 11 月 13 日

携手北京天坛医院，干细胞研究大步推进

事件：九芝堂旗下的九芝堂美科（北京）细胞技术有限公司与首都医科大学附属北京天坛医院签署了《干细胞临床研究基地共建协议》，目前双方共同建设的研究基地已经完工，并将持续推进干细胞临床前研究工作。

与北京天坛医院深度合作，共同推进干细胞临床研究

此次合作双方协作共建干细胞临床研究基地用于开展干细胞临床试验以及未来的干细胞相关基础科研工作。合作规定双方在本治疗基地共同参与、产生的科研成果所涉及的知识产权为双方共同享有。我们认为，北京天坛医院医疗水平业内领先，神经科学特色鲜明，优势明显，是世界三大神经外科研究中心之一、亚洲的神经外科临床、科研、教学基地，本次合作有利于公司借助北京天坛医院的研究优势，提升在干细胞领域的研究水平，并有望为公司干细胞临床研究提供充足的资源支持。

公司在干细胞领域布局领先，投资公司干细胞成果突出

2018 年 5 月，公司的投资基金以增资方式向美国 Stemedica 投资 7 千万美元，交易完成后持有标的 51% 股权。Stemedica 从事同种异体成人干细胞等产品研发、生产和临床工作，在美国已开展了 6 项临床试验，其针对阿尔茨海默症的临床研究是美国首个获批使用干细胞治疗该病症的临床研究，缺血性脑卒中和慢性心衰已经完成临床 IIa 期试验并发表；在瑞士、哈萨克斯坦等国开展了 10 项临床试验，其中在哈萨克斯坦进行的急性心肌梗死研究已完成临床 III 期。我们认为干细胞应用前景广阔，Stemedica 公司干细胞研究领先，公司有望借助 Stemedica 的前沿成果，开展相关医疗服务，为公司提供新的业绩增长点。

受医保控费等因素影响公司短期业绩承压，再评价有望再证产品优势

受新版医保目录和辅助用药目录限制、医保控费、“两票制”等因素影响，公司处方药（特别是中药注射剂疏血通）销量有所下降，导致公司业绩承压，2018 年前三季度，公司实现营业收入 25.48 亿元，同比下降 7.38%；归母净利润 3.34 亿元，同比下降 35.08%。根据全国药品监管工作座谈会，药品注射剂再评价工作计划于 2018 年下半年启动。我们认为，疏血通在众多第三方研究中体现出安全性良好、疗效突出的优势，随着注射剂再评价的展开，疏血通有望脱颖而出，带动未来业绩回升。

投资建议：鉴于公司在干细胞领域的业务尚处于初期阶段，存在临床试验不及预期等风险，本次盈利预测基于公司已有业务。由于公司注射剂等产品短期内受医保控费影响较大，我们调整了公司盈利预测，预计公司 2018-20 年实现归母净利润 4.16/5.18/5.89 亿元，对应 EPS 为 0.48/0.60/0.68 元。考虑公司产品有望在再评价中脱颖而出，新兴医疗业务布局领先，给予公司 19 年 22 倍估值，目标价 13.2 元，“增持”评级。建议密切关注公司干细胞产品的研发、上市情况。

风险提示：干细胞合作相关的政策、人才和资金风险，干细胞研发不及预期，医保控费，再评价开展不及预期。

投资评级

行业	医药生物/中药
6 个月评级	增持（调低评级）
当前价格	11.38 元
目标价格	13.2 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	869.35
流通 A 股股本(百万股)	420.16
A 股总市值(百万元)	9,893.25
流通 A 股市值(百万元)	4,781.38
每股净资产(元)	5.17
资产负债率(%)	21.47
一年内最高/最低(元)	23.50/9.01

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

杨烨辉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516080003
yangyehui@tfzq.com

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

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2,673.80	3,836.57	3,438.67	3,591.12	3,755.58
增长率(%)	206.80	43.49	(10.37)	4.43	4.58
EBITDA(百万元)	797.46	860.54	541.49	650.44	729.74
净利润(百万元)	651.81	721.42	416.07	517.70	588.95
增长率(%)	38.38	10.68	(42.33)	24.43	13.76
EPS(元/股)	0.75	0.83	0.48	0.60	0.68
市盈率(P/E)	15.18	13.71	23.78	19.11	16.80
市净率(P/B)	2.39	2.19	2.11	2.00	1.89
市销率(P/S)	3.70	2.58	2.88	2.75	2.63
EV/EBITDA	21.62	17.45	14.53	11.96	9.97

资料来源：wind，天风证券研究所

估值分析与投资建议

我们认为，九芝堂的品牌战略并不是其它老牌中药消费品延伸的大健康战略的简单复制，在稳固公司传统业务、力证公司大单品疏血通良好疗效的同时，公司积极向干细胞等新兴领域延伸，有望将九芝堂打造成从防病到治病的新老结合的大品牌公司。

考虑到干细胞等新药研发的不确定性，我们暂不考虑公司此类新兴业务的收益，根据以下核心假设测算公司业绩：

1. 公司处方中成药受医保控费等因素影响，今年全年业绩有所下滑；未来随着对中药注射剂再评价的展开，公司该类产品有望凭借过硬的质量和良好的疗效获得市场认可，带动业绩回升。
2. 公司西成药、生物药品业务基本保持稳定。
3. 公司的医药旅游，连锁医馆等事业发展良好。

表 1：公司营业收入及毛利测算（万元）

营业收入	2016	2017	2018E	2019E	2020E
中成药	202,506.90	313,908.84	273,100.69	286,755.73	301,093.51
		55.01%	-13.0%	5%	5%
西成药	53,151.17	56,004.90	56,564.95	57,696.25	59,427.14
		5.37%	1.00%	2.00%	3.00%
生物药品	8,867.90	9,162.44	9,437.31	9,720.43	9,914.84
		3.32%	3.00%	3.00%	2.00%
其他主营业务	1,720.60	3,040.80	3,132.02	3,225.98	3,322.76
		76.73%	3.00%	3.00%	3.00%
其他业务	1,133.23	1,539.62	1,632.00	1,713.60	1,799.28
		35.86%	6.00%	5.00%	5.00%
总和	267,379.80	383,656.60	343,866.97	359,111.99	375,557.53
		43.49%	-10.37%	4.43%	4.58%
营业成本	2016	2017	2018E	2019E	2020E
中成药	61161.60	72145.85	64209.81	66778.20	69449.33
		17.96%	-11.00%	4.00%	4.00%
西成药	42815.20	44353.12	44796.65	45468.60	46377.97
		3.59%	1.00%	1.50%	2.00%
生物药品	2303.00	1686.43	1711.73	1737.40	1754.78
		-26.77%	1.50%	1.50%	1.00%
其他主营业务	466.38	1089.00	1121.67	1155.32	1189.98
		133.50%	3.00%	3.00%	3.00%
其他业务	535.70	379.16	398.12	414.04	430.60
		-29.22%	5.00%	4.00%	4.00%
总和	107281.88	119653.56	112237.97	115553.56	119202.66
		11.53%	-6.20%	2.95%	3.16%
毛利	2016	2017	2018E	2019E	2020E
中成药	141,345.30	241,762.99	208,890.88	219,977.53	231,644.18
		71.04%	-13.60%	5.31%	5.30%
西成药	10,335.97	11,651.78	11,768.30	12,227.65	13,049.16
		12.73%	1.00%	3.90%	6.72%

生物药品	6,564.90	7,476.01	7,725.59	7,983.03	8,160.06
		13.88%	3.34%	3.33%	2.22%
其他主营业务	1,254.22	1,951.80	2,010.35	2,070.66	2,132.78
		55.62%	3.00%	3.00%	3.00%
其他业务	597.53	1,160.46	1,233.88	1,299.55	1,368.67
		94.21%	6.33%	5.32%	5.32%
总和	160,097.92	264,003.04	231,629.00	243,558.42	256,354.87
		64.90%	-12.26%	5.15%	5.25%
毛利率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
中成药	69.80%	77.02%	76.49%	76.71%	76.93%
西成药	19.45%	20.80%	20.80%	21.19%	21.96%
生物药品	74.03%	81.59%	81.86%	82.13%	82.30%
其他主营业务	72.89%	64.19%	64.19%	64.19%	64.19%
其他业务	52.73%	75.37%	75.61%	75.84%	76.07%
毛利率	59.88%	68.81%	67.36%	67.82%	68.26%

资料来源：Wind，天风证券研究所

因为公司处方中成药受医保控费等因素影响较大，销量下滑，我们将盈利预测调整为：预计公司 18-20 年分别实现归母净利润 4.16/5.18/5.89 亿元，对应 EPS 为 0.48/0.60/0.68 元。

由于在上市公司中从事中药注射液业务的可比公司较少，我们按照申万行业中“中药”行业选取了与公司市值相近的 10 家公司作为可比公司。10 家可比公司中，2019 年平均估值为 16 倍，最高为 27 倍。

表 2：中药行业中与公司市值接近的公司估值比较

证券代码	证券简称	PE (2019E)	总市值 (亿元)
000989.SZ	九芝堂		98.9325
最高值	最高值	27	109.85
平均值	平均值	16	89.01
002737.SZ	葵花药业	15	109.85
600329.SH	中新药业	15	109.80
002287.SZ	奇正藏药	27	105.97
300026.SZ	红日药业	12	100.87
600781.SH	辅仁药业	10	99.84
000650.SZ	仁和药业	13	91.02
000766.SZ	通化金马	16	78.00
002317.SZ	众生药业	14	71.27
600557.SH	康缘药业	14	61.89
600129.SH	太极集团	23	61.65

资料来源：Wind，天风证券研究所

从品牌影响力来看，九芝堂的品牌影响力处于行业第一梯队水平。根据全国工商联医药业商会 2018 年颁布的“2017 年度中华民族医药百强品牌企业”，九芝堂在榜单的 100 家企业中排名第 12 名，名次从去年 22 名跃升 10 位，排名靠前。而在行业竞争日益激烈、“两票制”新政的影响下，大公司大品牌更容易在销售方面更容易打开渠道。根据 wind 一致预期，排名在九芝堂后 1 位的同仁堂 2019 年市盈率达到 33 倍。我们认为，公司深厚的历史积淀、良好的品牌形象具备为公司带来品牌溢价的能力。

表 3：2017 年度中华民族医药百强品牌企业榜 11-20 名企业

排名	企业名称	拳头产品名称
----	------	--------

11	广州市香雪制药股份有限公司	抗病毒口服液
12	九芝堂股份有限公司	疏血通注射液
13	北京同仁堂科技发展有限公司	六味地黄丸系列
14	神威药业集团有限公司	清开灵注射液
15	贵州百灵企业集团制药股份有限公司	银丹心脑通软胶囊
16	葵花药业集团股份有限公司	护肝片
17	健民药业集团股份有限公司	龙牡壮骨颗粒
18	广州白云山和记黄埔中药有限公司	复方丹参片
19	河南羚锐制药股份有限公司	通络去痛膏
20	河南太龙药业股份有限公司	中药饮片

资料来源：全国工商联医药业商会，天风证券研究所

从研发投入来看，研发投入是医药公司维持竞争力的重要指标，在市值相近的公司中，九芝堂的研发支出和研发人数居于中等水平，2017 年研发投入达 9293.90 万元。

表 4：2017 年与公司市值相近的公司研发比较

证券代码	证券简称	研发支出（万元）	研发人数（人）
600557.SH	康缘药业	25,800.24	294
600781.SH	辅仁药业	21,368.21	623
300026.SZ	红日药业	16,590.32	592
002317.SZ	众生药业	12,521.15	378
002737.SZ	葵花药业	10,353.48	650
600329.SH	中新药业	9,569.50	486
000989.SZ	九芝堂	9,293.90	291
600129.SH	太极集团	6,768.64	316
000766.SZ	通化金马	6,039.21	283
002287.SZ	奇正藏药	4,186.72	214
000650.SZ	仁和药业	2,734.92	233

资料来源：Wind，天风证券研究所

与同类公司相比，公司品牌底蕴较深厚、研发投入处于中间水平，其拳头产品疏血通有望在再评价中脱颖而出；同时公司在干细胞等新型领域方面的布局领先（但是因其研发进程仍具有一定的不确定性，因此不过多考虑对估值的影响），综上我们给予公司 19 年 22 倍估值，处于同类公司的中上水平。

综上，我们预计公司 2018-20 年实现归母净利润 4.16/5.18/5.89 亿元，对应 EPS 为 0.48/0.60/0.68 元。给予公司 19 年 22 倍估值，目标价 13.2 元，“增持”评级。鉴于干细胞应用前景广阔，公司在干细胞领域布局领先，建议密切关注公司干细胞产品的研发、上市情况。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,557.79	839.67	1,740.88	1,835.03	2,347.50
应收账款	224.42	1,106.97	268.50	928.54	323.32
预付账款	47.39	82.89	35.58	60.71	38.63
存货	574.29	606.78	515.60	639.93	552.10
其他	385.67	870.33	427.01	664.29	499.86
流动资产合计	2,789.55	3,506.63	2,987.57	4,128.50	3,761.41
长期股权投资	250.44	414.21	414.21	414.21	414.21
固定资产	1,180.86	1,186.58	1,132.78	1,076.61	1,019.01
在建工程	71.86	13.80	8.28	4.97	2.98
无形资产	288.96	319.04	298.29	277.54	256.79
其他	216.12	436.32	428.33	420.23	411.74
非流动资产合计	2,008.24	2,369.96	2,281.89	2,193.56	2,104.73
资产总计	4,797.79	5,876.58	5,269.47	6,322.06	5,866.14
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	448.77	1,077.51	356.65	1,119.87	403.27
其他	138.05	205.72	134.86	178.78	154.54
流动负债合计	586.82	1,283.22	491.51	1,298.65	557.81
长期借款	0.62	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	72.97	81.28	79.66	77.97	79.64
非流动负债合计	73.59	81.28	79.66	77.97	79.64
负债合计	660.41	1,364.50	571.17	1,376.62	637.45
少数股东权益	0.88	1.48	1.50	1.53	1.54
股本	869.35	869.35	869.35	869.35	869.35
资本公积	1,763.20	1,763.62	1,763.62	1,763.62	1,763.62
留存收益	3,267.15	3,641.25	3,827.44	4,074.56	4,357.80
其他	(1,763.20)	(1,763.62)	(1,763.62)	(1,763.62)	(1,763.62)
股东权益合计	4,137.39	4,512.09	4,698.30	4,945.44	5,228.70
负债和股东权益总	4,797.79	5,876.58	5,269.47	6,322.06	5,866.14

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	651.96	721.36	416.07	517.70	588.95
折旧摊销	101.88	99.49	80.07	80.24	80.33
财务费用	0.01	0.00	(20.18)	(29.13)	(34.58)
投资损失	(15.71)	(39.14)	(16.00)	(25.00)	(25.00)
营运资金变动	(105.60)	(655.54)	634.93	(233.23)	148.89
其它	(20.16)	25.82	0.02	0.03	0.01
经营活动现金流	612.38	152.00	1,094.90	310.62	758.60
资本支出	21.26	226.81	1.61	1.69	(1.67)
长期投资	(4.30)	163.77	0.00	0.00	0.00
其他	(47.59)	(921.07)	14.39	23.31	26.67
投资活动现金流	(30.62)	(530.49)	16.00	25.00	25.00
债权融资	0.62	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	20.72	19.19	20.18	29.13	34.58
其他	(323.77)	(365.85)	(229.88)	(270.59)	(305.70)
筹资活动现金流	(302.43)	(346.66)	(209.69)	(241.46)	(271.13)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	279.32	(725.15)	901.21	94.15	512.47

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,673.80	3,836.57	3,438.67	3,591.12	3,755.58
营业成本	1,072.82	1,196.54	1,122.38	1,155.54	1,192.03
营业税金及附加	41.48	65.84	54.74	58.16	61.69
营业费用	677.27	1,619.46	1,616.17	1,651.92	1,690.01
管理费用	194.29	229.19	199.44	179.56	187.78
财务费用	(20.72)	(18.77)	(20.18)	(29.13)	(34.58)
资产减值损失	3.96	(2.25)	0.51	0.74	(0.33)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	15.71	39.14	16.00	25.00	25.00
其他	(31.42)	(126.87)	(32.00)	(50.00)	(50.00)
营业利润	720.41	834.30	481.61	599.33	683.98
营业外收入	48.02	22.66	12.00	15.00	15.00
营业外支出	0.85	4.04	1.64	2.18	2.62
利润总额	767.57	852.92	491.97	612.16	696.37
所得税	115.61	131.56	75.88	94.42	107.41
净利润	651.96	721.36	416.09	517.74	588.96
少数股东损益	0.15	(0.06)	0.02	0.03	0.01
归属于母公司净利润	651.81	721.42	416.07	517.70	588.95
每股收益（元）	0.75	0.83	0.48	0.60	0.68

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	206.80%	43.49%	-10.37%	4.43%	4.58%
营业利润	32.52%	15.81%	-42.27%	24.44%	14.12%
归属于母公司净利润	38.38%	10.68%	-42.33%	24.43%	13.76%
获利能力					
毛利率	59.88%	68.81%	67.36%	67.82%	68.26%
净利率	24.38%	18.80%	12.10%	14.42%	15.68%
ROE	15.76%	15.99%	8.86%	10.47%	11.27%
ROIC	24.25%	27.53%	11.56%	18.06%	19.40%
偿债能力					
资产负债率	13.76%	23.22%	10.84%	21.77%	10.87%
净负债率	-14.17%	-19.90%	11.17%	-23.65%	-8.77%
流动比率	4.75	2.73	6.08	3.18	6.74
速动比率	3.78	2.26	5.03	2.69	5.75
营运能力					
应收账款周转率	13.81	5.76	5.00	6.00	6.00
存货周转率	4.79	6.50	6.13	6.22	6.30
总资产周转率	0.58	0.72	0.62	0.62	0.62
每股指标（元）					
每股收益	0.75	0.83	0.48	0.60	0.68
每股经营现金流	0.70	0.17	1.26	0.36	0.87
每股净资产	4.76	5.19	5.40	5.69	6.01
估值比率					
市盈率	15.18	13.71	23.78	19.11	16.80
市净率	2.39	2.19	2.11	2.00	1.89
EV/EBITDA	21.62	17.45	14.53	11.96	9.97
EV/EBIT	24.64	19.58	17.05	13.65	11.20

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	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	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