

九芝堂 (000989)

2009 年 2 月 25 日

缺乏真正强势品种 今后发展尚待观察

投资评级: 未评级

分析师: 刘昕

电话: 010-68083533

Email: liux@xsdzq.cn

所属行业:

生物医药: 中成药

基础数据:

总股本 (万股): 29760

实际流通 A 股 (万股): 20727

总市值 (亿元): 32.20

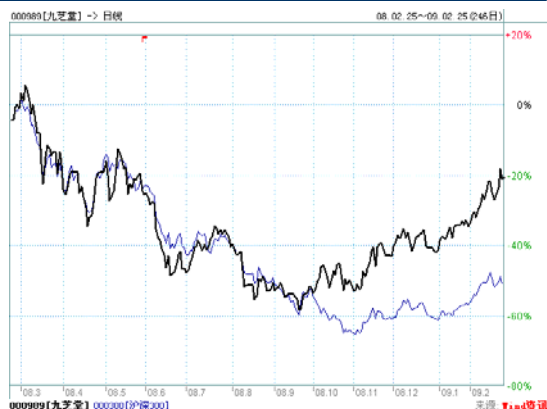
市场数据:

股价 (元): 10.82

PE (倍): 22

PB (倍): 2.64

最近走势:



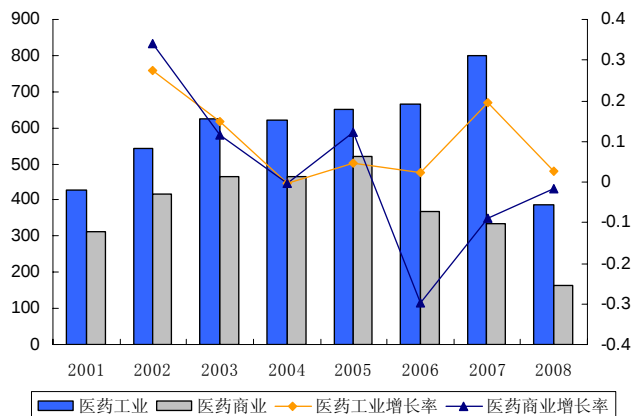
投资要点

- **产品线丰富。**公司的传统产品主要包括六味地黄丸、驴胶补血颗粒、斯奇康注射液, 除此之外, 二线小品种众多。公司希望在稳固传统产品市场的同时, 积极培育小品种, 拓展市场。公司众多的产品主要集中于浓缩丸系列, 是国内的第一品牌, 近年增长较快, 复合增长率达 25%, 08 年增长也近 20%, 并有部分出口业务, 毛利率达 67%。
- **缺乏真正的强势品种。**公司的营业收入主要来自于传统产品六味地黄丸、驴胶补血颗粒, 但均非独家产品, 市场竞争非常激烈。例如, 公司占领六味地黄丸市场主要依靠“广告轰炸”, 在 13 个地方电视台全天滚动播出, 从而形成了自身的品牌影响力, 但我们同样担心, 广告力度一旦有所减弱, 势必会对销量造成影响。驴胶补血颗粒处于与东阿阿胶竞争的补血市场, 虽然能够在阿胶颗粒剂细分市场能够占有 90% 的市场份额, 但鉴于该品所处市场竞争激烈, 出现较大增幅的可能较小。
- **未来重点培育二线小品种。**公司今后将在二线产品上投入较大销售力量, 注重小品种的培育, 包括裸花紫珠片、足光散、健胃愈疡片、小金丸、补肾固齿丸、天麻钩藤颗粒、乙肝宁冲剂等。这些小品种由于基数不大, 近年有可能保持快速增长。
- **研发尚待加强。**公司目前研发投入力度处于行业平均水平, 占年销售收入的 3% 左右。公司与钟南山教授实验室合作开发的卡介菌多糖核酸新产品仍在研发中, 尚处于动物实验阶段, 难有短期成果。
- **盈利预测和估值。**根据预测, 公司 08-10 年 EPS 为 0.66、0.49、0.52 元, 预计能够实现小幅的稳定增长, 年营业收入增长在 10-20% 之间。公司今后发展尚待观察, 我们暂不给予评级。

基本财务数据	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
每股收益 EPS (元)	0.17	0.52	0.66	0.49	0.52
主营收入(百万元)	947.94	1024.11	1206.78	1331.68	1501.60
主营收入增长率		8.04%	17.84%	10.35%	12.76%
净利润 (百万元)	44.03	127.83	196.84	146.22	155.73
净利润增长率		190.32%	53.99%	-25.72%	6.50%
毛利率	43.51%	50.59%	56.10%	56.20%	56.50%
PE (倍)	—	—	16	22	21

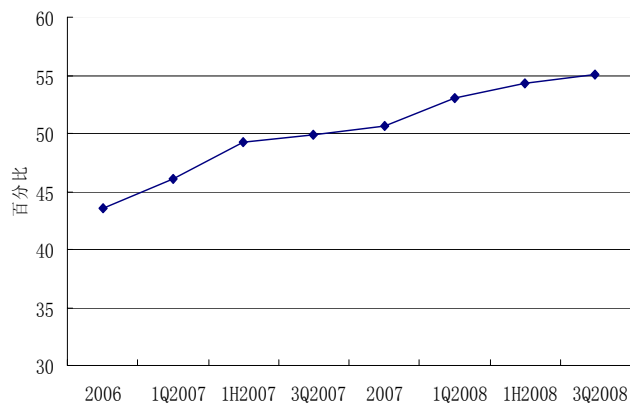
九芝堂作为一家具有三百年发展历史的老字号企业,近年的经营业绩呈现了逐步增长的态势,医药工业呈小幅稳定增长,并逐步压缩盈利能力相对较低的医药商业业务,使得近两年来毛利率增长十几个百分点。

图1: 公司医药工业及商业增长情况



资料来源: 公司公告

图2: 公司整体毛利率走势

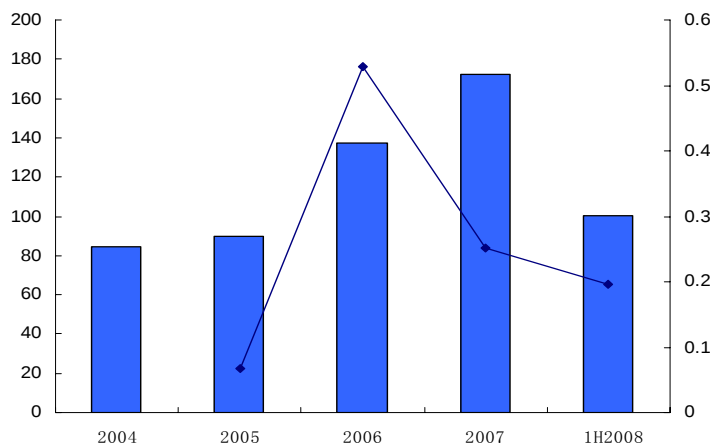


资料来源: 公司公告

产品线丰富 但仍缺乏真正的强势品种

公司的传统产品主要包括六味地黄丸、驴胶补血颗粒、斯奇康注射液,除此之外,二线小品种众多。目前公司希望在稳固传统产品市场的同时,积极培育小品种,拓展市场。公司众多的产品主要集中于浓缩丸系列,是国内的第一品牌,近年增长较快,复合增长率达 25%,08 年增长也近 20%,并有部分出口业务,毛利率达 67%。

图3: 驴胶补血颗粒增长情况



资料来源: 公司公告

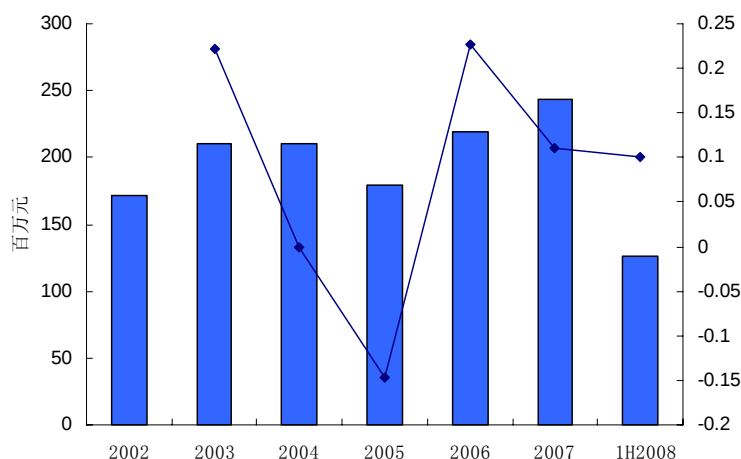
六味地黄丸

该品种在国家局共 713 条注册记录，同质化严重，足见该市场竞争的激烈程度。目前公司在该领域份额位列第二，08 年增长在 10-20%，超过了同仁堂的该品种，仅次于宛西制药的仲景六味地黄丸。公司占领市场主要依靠“广告轰炸”，在 13 个地方电视台全天滚动播出，从而形成了自身的品牌影响力，但我们同样担心，广告力度一旦有所减弱，势必会对销量造成影响。

驴胶补血颗粒

在目前的补血市场，东阿阿胶是毋庸置疑的王者，公司的驴胶补血颗粒在阿胶颗粒剂细分市场能够占有 90% 的市场份额，08 年销售收入增长超过 10%，能够达到 2.7 亿元左右。鉴于该品所处市场竞争激烈，出现较大增幅的可能较小。09 年公司的目标是力争保住产品的已有份额。

图 3：驴胶补血颗粒增长情况



资料来源：公司公告

斯奇康注射液

该品种是卡介菌多糖核酸注射液，是卡介菌经热酚法提取多糖、核酸，配以灭菌胜利盐水制成的免疫调节剂。据公司介绍，该品种主要用于提高免疫力，预防和治疗慢性支气管炎、感冒、哮喘以及过敏性鼻炎，另外还应用于皮肤病。2003 年“非典”时，该品种曾显示出较好疗效。据公司介绍，目前该品种多用于预防感冒、增强抵抗力，我们认为该市场十分有限，只有将治疗作用作为主要市场，该品才有可能呈现较大增长。08 年销售 8000-9000 万元。

未来重点培育二线小品种

公司今后将在二线产品上投入较大销售力量，注重小品种的培育，包括一下一些品种——

裸花紫珠片：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，08 年增长较快，目前年销售 1000-2000 万元。

足光散：用于湿热下注所致的角化型手足癣及臭汗症，南方应用较多，08 年销售 1000 多万元。

健胃愈疡片：主治肝郁脾虚、肝胃不和型消化性溃疡活动期，08 年销售 3000 多万元。

另外还有小金丸、补肾固齿丸、天麻钩藤颗粒、乙肝宁冲剂等品种，也都销售过千万。

这些小品种由于基数不大，近年有可能保持快速增长。

研发尚待加强

公司目前研发投入力度处于行业平均水平，占年销售收入的 3% 左右。公司与钟南山教授实验室合作开发的卡介菌多糖核酸新产品仍在研发中，尚处于动物实验阶段，难有短期成果。

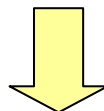
完整产业链 精细化管理

公司的产业链布置较为完善，并对各个环节进行精细化管理。在上游中药材供应方面为控制价格波动，公司在陇西建立自己的仓库，控制了中药材的采购成本；公司的下属子公司湖南星辉塑业有限公司为公司提供药品的包装材料，有效降低了药品包装成本。

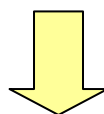
公司的投资收益占据营业利润的 40% 左右，在 08 年三季报 5533 万元投资收益中有 4439 万元来自抛售交通银行股权所得的收益，证券投资品种方面主要是新股申购以及一些货币型基金品种；选择股权投资对象时也颇具眼光，如 08 年初对四川科伦的投资。可以说公司在投资方面是较为谨慎的。

图 1: 公司产业链组成

上游: 九芝堂商南植物药有限公司 (中药材)
湖南星辉塑业有限公司 (包装材料)



生产: 母公司——驴胶补血颗粒、浓缩丸
成都九芝堂金鼎药业有限公司——足光散、桂枝茯苓丸等
海南九芝堂药业有限公司——裸花紫珠片等
湖南九芝堂斯奇生物制药有限公司——斯奇康



销售、商业: 母公司销售部——OTC (主要是驴胶、浓缩丸)
九芝堂医药贸易有限公司——处方药
九芝堂外经贸分公司——出口业务
湖南九芝堂医药有限公司——批发、零售
常德九芝堂医药有限公司——批发

资料来源: 公司公告、新时代证券金融研究所整理

成都金鼎土地转让提高今年业绩

08 年业绩大幅增长, 部分原因是由于控股子公司成都金鼎药业有限公司土地转让带给公司 7000 多万元的营业外收入, 已在季报中体现, 使 EPS 提高 0.20 元, 另外年报中将会计提 6000 多万元的资产减值损失。

盈利预测和估值

若不计算 08 年较大的不可持续性业绩, 如抛售交通银行股权、土地转让所得收益以及土地转让的资产减值准备计提, 08 年 EPS0.47 元。

根据预测, 公司 08-10 年 EPS 为 0.66、0.49、0.52 元, 预计能够实现小幅的稳定增长, 年营业收入增长在 10-20%之间。

公司今后发展尚待观察, 我们暂不给予评级。



财务报表预测

损益表 (百万元)	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	1024.11	1206.78	1331.68	1501.60
减: 营业成本	506.00	529.66	583.28	653.20
营业税金及附加	9.64	13.67	15.08	17.01
销售费用	332.42	401.86	456.77	530.07
管理费用	78.52	94.13	102.54	114.12
财务费用	28.79	15	18	20
资产减值损失	26.12	63	0	0
投资净收益	90.05	58	8	8
营业利润	132.67	147.47	164.02	175.21
加: 营业外收入	27.28	86	10	10
减: 营业外支出	6.88	1.89	2	2
利润总额	153.07	231.58	172.02	183.21
减: 所得税	25.23	34.74	25.80	27.48
净利润	127.83	196.84	146.22	155.73
减: 少数股东损益	0.02	0.05	0.05	0.05
归属于母公司所有者的净利润	127.81	196.79	146.17	155.68
每股收益 (元)	0.52	0.66	0.49	0.52

股票投资评级标准说明

推荐：股票价格在未来6~12个月内超越大盘15%以上；

谨慎推荐：股票价格在未来6~12个月内超越大盘幅度为5% ~ 15%；

中性：股票价格在未来6~12个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%；

减持：股票价格在未来6~12个月内相对大盘下跌5%以上。

行业投资评级标准说明

强于大市：行业股票指数在未来6~12个月内超越大盘；

中性：行业股票指数在未来6~12个月内基本与大盘持平

弱于大市：行业股票指数在未来6~12个月内明显弱于大盘。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，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。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为新时代证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新时代证券研究所

地址：北京市西城区月坛北街月坛大厦7楼C7

邮政编码：100045

联系人：戴婧雅

电话：010-68083526