

分析师： 叶颂涛 027-65799535 yest@cjsc.com.cn
联系人： 杨靖凤 (8621) 63217917 yangjf@cjsc.com.cn

中药企业业务转型的代表

事件描述

我们于 2009 年 3 月 23 日前往江中药业进行了调研。

事件评论

一、是中药企业业务转型的代表之一

1、进军保健品功能食品领域的战略动因

我们把中药企业按主要业务分作三类：传统中药类、中药现代化类、保健品化妆品类。传统中药类因中医实践的萎缩而停滞不前；中药现代化类受中药注射剂审批放缓的影响而战略受阻。保健化妆品类则和中药的传统价值相符且需要强大的品牌和营销能力支撑，故品牌中药企业纷纷转型此领域，以求重新找到一个可以长袖善舞的地方：云南白药在牙膏上取得成功后继续向药妆挺进；片仔癀要重拾皇后化妆品昔日的辉煌；东阿阿胶要组建保健品“梦之队”；江中药业则要成立新的公司，专门负责保健品和功能食品的操作。

作为中药企业业务转型的四大代表之一，我们认为江中药业将是转型最彻底、转型最快的企业。

2、战略转型成功的把握

尽管江中药业是一家中药 OTC 企业，但在消费者眼里它更象一家保健品企业：该公司 80 年代生产的儿童保健品就曾风光一时。后来引进的健胃消食片和草珊瑚含片取得巨大的成功，但这两个产品和保健品更接近。经过 20 多年的市场摔打，江中药业已深谙保健品市场规律，从产品选择、规划、调研、外部合作到广告拉动、渠道推动，公司已有成熟的模式。目前营销环节的大部分工作由公司市场部（有 30 多人）完成，而广告策略等则依赖外部机构的策划。

保健品市场很大，但竞争也非常残酷，公司已充分认识到其作为高风险行业的性质。生产健胃消食片的公司不少，替代产品也很多，但江中药业将这个产品做到 9 个亿，无疑体现了公司在营销上的核心竞争力。目前公司在增量投入方面将更多地向保健品、功能食品业务方向倾斜，新产品规划也主要考虑这一块。我们认为江中药业靠着多年的经验和雄厚的资金支持，有望相继推出大的品种。

3、已有的成绩

公司近年推出过三个保健品牌：亮嗓、古优和初元。其中亮嗓（胖大海清咽糖）定位于吸烟人群，由于这一领域

竞争过于激烈，公司认为不宜持续投入过大；古优（钙片）定位于关节修复，目前主要在江西和陕西试销；初元（复方氨基酸，每盒 6 瓶 158 元）定位于送病人的礼品，2008 年自 5 月份推广以来，600 多人的销售队伍在全国 26 个省市的 30000 多个“院边店”终端销售了税前 6000 多万元，目前每月的回款在 1000 万元以上，预计 2009 年销售可达 1.5 亿元以上，基本可以持平。

4、后手

2009 年公司将利用初元的快速增长实现其切入保健品、功能食品领域的战略。初元的生产类似于云南白药早年的“虚拟企业”方式，目前在江西一家企业委托生产。随着产量的增大，2009 年同样可能转由公司自己生产。除古优仍在等待重力推广的有利时机外，还有 2 个日常保健品可能进入试销。另外，公司也考虑针对初元研究开发 OTC 品种，这又是公司细分市场、产品互补策略的体现。

为了应对多品种的上市，公司将把保健品、功能食品销售队伍扩充到 1000 人以上，以同 OTC 队伍平分秋色。

二、持续进行的营销改革成效显著

1、营销变革的动因

公司在 OTC 的主导产品健胃消食片和草珊瑚含片早已是市场的大品牌，但同其它品牌药一样，容易出现终端竞相降价、导致经销商走量不赚钱的尴尬局面。从长远看，这必将影响经销商的积极性，最终使公司的产品渠道受阻。针对这一问题，不同的企业、同一个企业在不同时期应有相应的改变，即营销变革是每个 OTC 企业会遇到的难题。

2、具体措施

江中药业自 2008 年 8 月开始营销变革以来，实施了“大禹工程、三湾工程和长征工程”。一是疏导渠道，整合分销商。将 100 多个一级分销商减少到 30 多个，信用高的经销商被保留下来；二是整合了公司自己的营销队伍，制定了新的培训和奖惩制度；三是要求销售人员逐店巡视，将药品价格梳理到位。

3、成效显著

公司将产品提价的利益大部分让给主流分销商，尽管利润率仍很低，但公司产品周转很快，提高了一级经销商的积极性，公司预收账款大幅增加就是例证；销售人员得到定期规范的培训，业务素质在业内居前，工作效率大幅提高；由于公司不再考核销量，经销商和销售人员均能克服短期利益驱动，主动维护公司的长期利益。目前主导产品价格统一行动正在进行，健胃消食片在个别地方已统一至 6.5 元的批准价。

公司认为营销改革很成功，健胃消食片、草珊瑚含片和亮嗓 2008 年共实现销售收入 10.82 亿元。其中主导产品健胃消食片 2008 年实现销售收入 8.98 亿元，同比增长 18.81%，扣除 14% 的涨价因素尚有 4% 的增长。公司表示营销改革在 2009 年将继续推行下去。

三、是江西省国资改革的试点

江西省政府提出了确保两年内基本完成全省国有企业改革的任务，2008 年以来，江西省把推进产权多元化改革作为企业改革的重点，而江中药业的控股股东江中集团也在试点企业之列。据悉江中集团第一步将实现产权多元化，第二步再引入战略投资者。如果集团改革成功，对上市公司也将产生积极的直接影响。而且上市公司也

是江西省确定的两家股权激励试点企业之一。

四、维持“推荐”评级

受制于中医实践的萎缩，中药在治疗方面相对于西药处于弱势地位。对于品牌中药企业来说，利用对市场的影响力进军保健食品领域应为战略选择。江中药业原有的业务处于稳定期，随着公司在 2008 年完成的组织和业务调整，以及股权激励的实施，我们认为公司拓宽了自身的发展空间，有望提升公司活力从而进入成长期。我们维持对江中药业 2009 年、2010 年的 EPS 预测分别为 0.57、0.71 元，维持“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）	2008A	2009E	2010E	2011E	资产负债表（百万元）	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1457.64	1676.29	2011.55	2413.86	货币资金	130.57	200.00	200.00	200.00
营业成本	555.49	626.03	745.90	889.23	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	902.15	1050.26	1265.65	1524.62	应收账款	368.88	422.84	507.41	608.89
% 营业收入	61.89%	62.65%	62.92%	63.16%	存货	100.60	128.59	154.31	185.17
营业税金及附加	0	0	0	0	预付账款	0	0	0	0
% 营业收入	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	其他流动资产	15.04	28.04	33.65	40.38
销售费用	593.90	687.28	824.73	989.68	流动资产合计	615.08	779.48	895.37	1034.44
% 营业收入	40.74%	41.00%	41.00%	41.00%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	130.53	175.86	200.61	231.17	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	8.95%	10.49%	9.97%	9.58%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	24.67	16.22	17.67	16.14	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.69%	0.97%	0.88%	0.67%	固定资产合计	494.78	498.46	499.60	498.22
资产减值损失	0	0	0	0	无形资产	382.44	334.63	286.83	239.02
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	7.06	0.00	0.00	0.00	递延所得税资产	0	0	0	0
营业利润	153.05	170.90	222.64	287.63	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	10.50%	10.20%	11.07%	11.92%	资产总计	#####	1706.41	1775.65	1865.53
营业外收支	0.13	0.00	0.00	0.00	短期贷款	364.00	489.09	456.19	420.97
利润总额	166.90	218.71	270.44	335.44	应付款项	46.91	54.65	65.58	78.70
% 营业收入	11.45%	13.05%	13.44%	13.90%	预收账款	0	0	0	0
所得税费用	37.42	48.12	59.50	73.80	应付职工薪酬	0	0	0	0
净利润	129.48	170.59	210.95	261.64	应交税费	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	130.62	169.38	209.73	260.43	其他流动负债	203.35	139.60	167.52	201.03
少数股东损益	-1.14	1.21	1.21	1.21	流动负债合计	614.26	683.34	689.30	700.69
EPS（元/股）	0.44	0.57	0.71	0.88	长期借款	2.47	2.47	2.47	2.47
现金流量表（百万元）	2008A	2009E	2010E	2011E	应付债券	0	0	0	0
经营活动现金流净额	268.87	105.91	222.71	260.53	递延所得税负债	0	0	0	0
取得投资收益	0	0	0	0	其他非流动负债	0	0	0	0
收回现金	0	0	0	0	负债合计	616.73	685.82	691.77	703.16
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司	921.19	972.00	1034.92	1113.05
无形资产投资	0	0	0	0	所有者权益	48.23	48.59	48.95	49.32
					少数股东权益				
					股东权益	969.41	1020.59	1083.88	1162.37

固定资产投资	-19.27	-43.00	-43.00	-43.00	负债及股东权益	#####	1706.41	1775.65	1865.53
其他	-279.29	0.00	0.00	0.00	基本指标	2008A	2009E	2010E	2011E
投资活动现金流净额	-298.57	-43.00	-43.00	-43.00					
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.44	0.57	0.71	0.88
股权融资	20.19	0.00	0.00	0.00	BVPS	3.11	3.29	3.50	3.76
银行贷款增加（减少）	89.90	125.09	-32.90	-35.23	PE	27.64	21.31	17.21	13.86
筹资成本	0	0	0	0	PEG				
其他	10.10	0.00	0.00	0.00	PB	3.92	3.71	3.49	3.24
筹资活动现金流净额	47.67	6.53	-179.71	-217.53	EV/EBITDA	15.20	13.16	10.94	9.12
现金净流量	17.98	69.43	0.00	0.00	ROE	14.18%	17.43%	20.27%	23.40%

分析师介绍

叶颂涛，中南财经大学计统系毕业，从事医药行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

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度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中 性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减 持： 相对大盘涨幅小于 -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。

重要声明

长江证券系列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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，不代表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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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头寸并进行交易，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。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。