

# OTC和保健品双驱动

江中药业 (600750)

评级: 增持 (首次)

股价: 13.37 元

目标价: 14.71 元

调研简报

2009 年 4 月 8 日 星期三

## 医药化工小组

张飞、袁舰波

021-50586660-8629

qy@longone.com.cn

生物制品行业

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

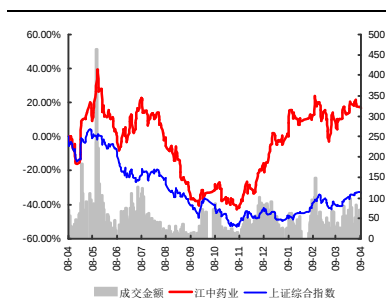
## 重要数据

|          |       |
|----------|-------|
| 总股本(亿股)  | 2.96  |
| 流通股本(亿股) | 1.82  |
| 总市值(亿元)  | 39.58 |
| 流通市值(亿元) | 24.33 |

## 市场表现

|      | 绝对涨幅(%) | 相对涨幅(%) |
|------|---------|---------|
| 1 个月 | 6.48    | -4.75   |
| 3 个月 | 16.89   | -9.89   |
| 6 个月 | 64.82   | 51.78   |

个股相对上证综指走势图



## 投资要点

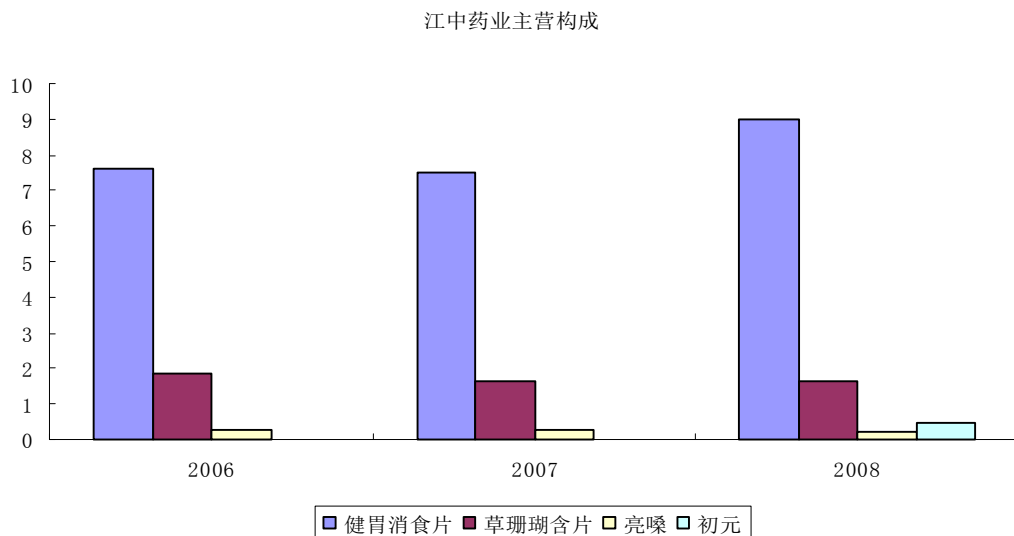
- q 公司是我国中药 OTC 龙头企业之一，营销能力在业内名列前茅。
- q 主要产品江中健胃消食片经过数次提价，08 年价量齐升，实现 8.99 亿收入，增长 18.81%，战略保健品初元首战告捷。
- q 08 年开始公司将持续推进营销变革，进一步加强营销能力，在老产品稳定增长的基础上，为未来推出的保健品实现高速增长打下良好基础。
- q 在 OTC 业务面临激烈竞争的环境下，公司加速了保健品业务的推进，继 08 年初元推向市场后，后续古优等保健品亦在试点之中，在“大品种、大广告”策略的基础上公司培育新的大品种可期。
- q 新产品初元力争在 08 年半年销售近 5000 万的基础上 09 年实现翻番增长，并计划在 10 年实现盈亏平衡。
- q 江西九州通 09 年将实现赢利，未来 3 年有望成为江西省内最大的医药商业公司。
- q 我们预计公司 09 年、10 年 EPS 分别为 0.56 元、0.64 元，给予六个月目标价 14.71 元，相对于 09 年、10 年 PE 分别为 26.27 倍、22.98 倍。

## q 公司基本情况

公司为我国中药 OTC 领域的龙头企业之一，在东风药业 08 年实现剥离之后，公司产品线清晰，主要产品江中健胃消食片、江中草珊瑚含片、初元、江中亮嗓、均为类保健品或保健品。营销能力在业内名列前茅，亦是公司核心竞争力。

## q 2008 年经营情况分析

图 1: 江中药业主营构成



单位: 亿元 资料来源: 公司定期报告、东海证券

公司目前销量最大的品种为健胃消食片，占据助消化市场 70%以上的市场份额。在营销变革、提价并配合广告投放的情况下，08 年实现 8.99 亿元收入，较 07 年增长 18.81%，在较大的基数基础上仍实现了大幅的增长，预计 09 年稳步增长；草珊瑚含片 08 年实现 1.64 亿元的收入，与 07 年持平，保持咽喉类用药市场前三强的地位，由于市场竞争激烈，09 年增长潜力有限；亮嗓是复方草珊瑚含片在食品领域的延伸，由于产品定位及市场竞争激烈，08 年实现 2002 万的收入，09 年将以维持为主；新产品初元 08 年 5 月份上市，实现 4934 万的收入，是 09 年主推的产品。

08 年公司整体毛利率为 62.99%，较 07 年下降了 2.54 个百分点；期间费用率为 49.71%，较 07 年下降了 2.03 个百分点，主要为销售费用率降低了 2.81 个百分点。综合成本、费用分析，公司 08 年盈利能力与 07 年基本持平。

08 年公司成功剥离了东风药业，长期亏损的出血点被止住；公司以 3 亿元的价格收购以前租用集团公司的湾里生产区的土地 1570 亩，减少了关联交易；向江西九州通药业有限公司累计投资 5100 万，占有 51%的股份，08 年实现收入 1.29 亿元，亏损 204 万元，预计从 09 年开始将逐步向公司贡献利润。

#### q 营销变革成效突出，更重“质”的提高

作为传统的中药 OTC 企业，在技术壁垒不高的情况下，营销能力对于产品达到终端十分重要，在营销能力方面公司在业内的实力是有目共睹的，公司在产品的推广上奉行的“大品种、大广告”策略成效显著，主要产品健胃消食片、草珊瑚含片均在细分市场处于前三强的地位。

为了进一步加强对渠道的控制，公司从 2007 年底开始对营销渠道进行了整顿，对执行销售政策不力的经销商进行了清理，并逐步对产品进行提价，其中 2007 年 11 月提价 10%，2008 年 10 月两次各提价 2%，并将提价的收益大部分让与了经销商，加强了对经销商的控制，统一了产品价格，在此基础上健胃消食片在庞大的基础上 08 年仍实现了 18.81% 的高增长。目前公司对于健胃消食片的销售采取稳定市场价格的策略，在销量上不对经销商进行考核，在统一零售价的基础上，通过品牌和广告投放来拉动产品增长的策略，一方面保持了产品在助消化领域的市场份额，另一方面销售的增长更有质的结果，为公司推广新产品产生稳定的现金流支持。

公司 2008 年开始通过“大禹工程”、“长征工程”、“三湾工程”进一步加强营销能力建设。大禹工程重在对渠道的清理，使产品能够顺利达到终端；长征工程通过对各零售点的维护，使产品售价保持统一，杜绝个别经销商通过降价的恶性竞争；三湾工程重在对营销的组织变革，通过加强对销售员工的培训，提高员工素质，加强对渠道的管理和终端的维护来实现业绩的稳定增长。我们认为，营销能力对于像江中药业这种类保健品的 OTC 中药企业非常重要，营销能力的进一步加强对公司保健品如初元、古优的后续市场导入非常必要，为未来增长打下了很好的基础。

#### q 保健品业务将成为公司业绩的另一驱动因素

作为 OTC 企业，技术上壁垒较少，产品的增长主要通过加强品牌，增加广告投入的方式进行。在当前激烈的市场竞争情况下，发现、培育大品种越来越困难，公司的传统产品健胃消食片、草珊瑚含片在增长上已经接近天花板的位置，同时新医改亦将对 OTC 企业形成冲击。为突破这种局面，公司提出了保健品的发展战略，08 年上市新产品氨基酸口服液初元，并在江西、陕西等部分地区试点推广补充关节液新产品古优，根据市场反馈情况择机向全国推广。我们认为中药的特性使其在预防、保健方面有更大的发展空间，“治未病”亦是医改的重要方向，而且保健品细分市场的空白较多，在加强营销能力的基础上更容易培育大品种，不确定性因素是销售费用的控制及金融危机的影响。保健品业务将成为公司 OTC 产品以外的驱动公司发展的另一支柱产品线。

**q 新产品初元 09 年力争实现翻番增长，2010 年实现盈亏平衡**

新产品初元自 2008 年 5 月份开始在全国进行推广，主要通过医院附近的商场、院边店等终端进行，通过密集的广告投放加强产品的市场影响力，同时加大对经销商的激励。08 年产品的投入超过一亿，公司力争在 08 年半年销售近 5000 万的基础上 09 年实现翻番的增长，并计划在 10 年实现单产品的盈亏平衡，有望培育成为继健胃消食片以外的另一大品种。

**q 其他新产品上市规划**

公司仍在局部地区开始试点的产品还有古优、江中感冒方、江中咳嗽方。与市场上其他单纯补钙产品相比，古优重在补充关节液，通过差异化产品设计及营销手段力争切入细分市场。在竞争激烈的感冒药市场公司通过中医理论对感冒咳嗽进行了细分，从中药的角度设计系列产品，从试点市场的反馈来看效果较好，但公司在向市场推广看比较谨慎，毕竟感冒药市场是一充分竞争市场，通过中医理论对感冒进行分类需要投入大量的精力进行消费者教育。

在处方药市场公司通过与军事科学院合作，通过购买产品的形式进行，这样既与公司的营销能力形成优势互补又规避了风险。目前通过合作方式获得了军事科学院正在进行临床试验的国家一类新药“IBE\_5”在艾滋病适应症方面的专利独占实施权。如临床试验疗效突出，将成为公司未来业绩增长的又一强力因素。

**q 江西九州通预计 09 年盈利，未来 3 年有望成为江西省内最大医药商业**

公司与我国医药流通领域强势企业九州通合作关系良好，2008 年通过累计投资江西九州通有限公司 5100 万元，占有江西九州通 51%的份额，九州通在医药流通领域的管理能力与公司在江西省内的影响力实现强强联合，未来 3 年有望成为江西省内最大的医药商业。江西九州通 2008 年实现销售收入 1.29 亿元，净利润-204 万，预计 09 年将开始赢利。

**q 盈利预测**

重要假设：

- 1、健胃消食片 08 年累计提价 4%的基础上销量增长 4%，合计收入增长 8%；
- 2、草珊瑚含片增长 5%，亮嗓维持 08 年水平，初元 09 年实现 2 亿收入；
- 3、商业部分在 08 年半年销售 1.29 亿基础上 09 年增长 15%，并实现赢利；
- 4、销售费用率控制在 41%以内，期间费用率控制在 51%以内，产品综合毛利率提升到 64.27%。
- 5、实际税负维持 08 年水平。

在上述假设的基础上,我们预计江中药业 09 年、10 年 EPS 分别为 0.56 元、0.64 元,给予 6 个月目标价 14.71 元,相对于 09 年、10 年 EPS 分别为 26.27 倍、22.98 倍。从当前的价位看,短期已经部分反应了公司的内在价值,鉴于公司在 OTC 领域的龙头地位及未来保健品业务的增长,给予公司“增持”评级。

表 1: 江中药业主要财务指标 单位: 亿元

| 主要财务指标       | 2008 年  | 2009 年  | 2010 年  |
|--------------|---------|---------|---------|
| 营业收入         | 14.5764 | 16.7804 | 19.9434 |
| 增长率 (%)      | 24.73%  | 15.12%  | 18.84%  |
| 减: 营业成本      | 5.3949  | 6.0464  | 7.7542  |
| 营业毛利         | 9.1815  | 10.7839 | 12.1892 |
| 毛利率 (%)      | 62.99%  | 64.27%  | 61.12%  |
| 减: 营业税金及附加   | 0.1600  | 0.1842  | 0.2189  |
| 资产减值损失       | 0.1065  | 0.1226  | 0.1457  |
| 销售费用         | 5.9390  | 6.8800  | 7.7780  |
| 管理费用         | 1.0616  | 1.2216  | 1.4519  |
| 财务费用         | 0.2467  | 0.2349  | 0.1595  |
| 费用率 (%)      | 49.72%  | 49.68%  | 49.08%  |
| 利润总额         | 1.6690  | 2.1406  | 2.4352  |
| 减: 所得税       | 0.3742  | 0.4799  | 0.5460  |
| 实际税负比率 (%)   | 22.42%  | 22.42%  | 22.42%  |
| 少数股东损益       | -0.0114 | 0.0073  | 0.0087  |
| 归属母公司所有者的净利润 | 1.3062  | 1.6534  | 1.8805  |
| 增长率 (%)      | 35.22%  | 26.58%  | 13.74%  |
| 净利润率 (%)     | 8.96%   | 9.85%   | 9.43%   |
| 每股收益         | 0.44    | 0.56    | 0.64    |

#### q 风险提升

- 1、新产品推广达不到预期效果。
- 2、推广新产品费用控制可能达不到目标。
- 3、金融危机对公司保健品业务的影响。

附注:

**分析师简介及跟踪范围:**

**张飞:** 东海证券医药行业分析师, 西安交通大学药学学士, 北京大学金融信息工程硕士, 主要研究中药、生物制药及化学制剂板块。

**重点跟踪公司:** 三九医药、同仁堂、上海莱士、双鹤药5、健康元等。

**袁舰波:** 东海证券医药行业高级分析师, 南京大学理学学士, 复旦大学 MBA, 拥有 13 年的医药及证券行业从业经历, 具备丰富的营销、管理及证券分析经验, 对企业的核心竞争能力和投资价值具有独到的研究。

**重点跟踪公司:** 益佰制药、康缘药业、升华拜克、现代制药、仁和药业、双鹭药业、上海医药、复星医药等。

**一、行业评级**

|    |             |                           |
|----|-------------|---------------------------|
| 推荐 | Attractive: | 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数 |
| 中性 | In-Line:    | 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平 |
| 回避 | Cautious:   | 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数 |

**二、股票评级**

|    |             |                                |
|----|-------------|--------------------------------|
| 买入 | Buy:        | 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$      |
| 增持 | Outperform: | 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$   |
| 中性 | Neutral:    | 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$ |
| 减持 | Sell:       | 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$         |

**三、免责条款**

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

**东海证券研究所**

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122