

九芝堂： 具有估值优势的品牌中药企业

谨慎推荐

九芝堂（000989）调研报告

公司研究

2009 年 4 月 2 日

近期我们走访了湖南九芝堂公司，与董事会秘书蔡光云先生和证券事务代表杨沙立先生就公司目前和未来经营状况作了充分的交流。

调研内容：

■ **08 年经营性业绩取得了大幅增长。**公司 08 年实现营业收入、净利润分别为 11.01 亿元、1.999 亿元，同比分别增长 7.52%、56.39%，每股收益 0.672 元。扣除非经常性损益的影响，净利润同比增长 95.10%，每股收益 0.225 元。

■ **非经常性损益贡献了大部分业绩。**08 年非经常性损益贡献的业绩主要包括：出售成都九芝堂金鼎药业厂区土地获得营业外收入 7756 万元、获得政府补助 1463 万元、交易性金融资产带来的投资收益 5732 万元、国产设备抵扣、税率降低使得所得税下降 2380 万元等，各项合计 1.33 亿元。但 07 年同期由于证券投资收益和营业外收入的影响，非经常性损益同样高达 1.3 亿元，因此，扣除这部分影响，08 年经营性盈利还是相当不错的。

■ **工业收入增加和综合毛利率上升共助经营业绩的大幅上涨。**公司医药工业 08 年毛利率高达 68%，收入同比增长 13.34%。而医药商业板块继续进行业务调整、压缩了毛利率较低的商业批发业务，收入同比增长 -6.45%，毛利率上升了 8.83 个百分点，达 20.35%。在医药工业和商业连锁销售收入规模与比重增加的共同作用下，公司综合毛利率上升了 5.34 个百分点，推动了经营性业绩的大幅上涨。

■ **医药工业经营稳健，仍然是收入和利润的主要来源。**医药工业占收入和利润的比重分别为 74.16%、90.67%，构成了收入和利润的主要来源。近三年来工业一直呈现稳健发展态势，收入稳步增长，利润率持续上升。而商业的规模一直处于压缩状态，但利润率却连年提升，主要得益于毛利率高的零售业务占比不断提高。未来公司的战略仍然是通过加大广告的投入，保证工业的稳健增长，同时压缩风险高的医药批发业务，使得业务结构不断优化，提升盈利水平。

分析师

涂羚波

Tel.: 010-59355910

Email: tulb@chinans.com.cn

主要数据

总股本： 29760.53 万股

流通股本： 20727.50 万股

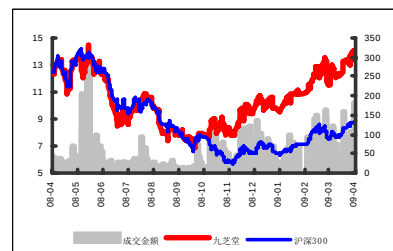
近 12 个月最高价： 14.91 元

近 12 个月最低价： 6.18 元

近 1 个月内涨幅： 14.58%

近 6 个月内涨幅： 76.85%

股价与沪深 300 指数对比



■ **未来经营无明显亮点。**公司的一线品种分别是驴胶补血颗粒、浓缩丸和斯奇康。这些产品竞争都较为激烈，六味地黄丸 08 年同比增长 22.735%，计划未来两年做到国内第一品牌，估计还能继续保持 10-20% 的增长，驴胶补血颗粒 08 年增长 8%，未来增长将放缓，斯奇康每年维持在 8000-9000 万的水平。总体而言，一线产品没有太强势的品种，主要靠广告投入带动销售收入增长。二线品种尚处于培育过程中，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，由于基数小，尽管增长快，短期盈利贡献有限。

■ **公司优势在于强大的品牌和丰富的产品线。**九芝堂品牌历史悠久，是有着 350 年历史的老字号中药品牌，品牌价值高达几十亿。产品种类多达 331 个，产品规模分别为几亿、几千万、几百万、甚至几十万，产品群分布较为均匀，众多的产品集中在浓缩丸系列等传统产品。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。

盈利预测与评级：

■ 我们预计公司医药工业未来三年分别增长 11%、10%、9%，医药商业增长-5%、-4%、-3%，预计公司 09、10、11 年实现营业收入 117341.02 万元、125337.02 万元、133541.42 万元，净利润 14557.08 万元、16255.51 万元、18697.05 万元，同比分别增长-27.18%、11.67%、15.02%，每股收益为 0.49 元、0.55 元、0.63 元。09 年净利润大幅下滑源于 08 年的非经常性损益非常高，扣除这一影响，净利润增长 12% 左右。

■ 公司目前动态市盈率分别为 22.49、20.14、17.51，具有一定的估值优势，但未来经营缺乏明显的亮点，也没有非常强势的品种，成长性一般，我们给予公司“谨慎推荐”评级。

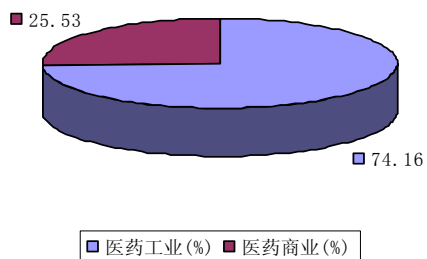
存在风险:

- 公司产品市场竞争激烈，一旦竞争对手以强大的营销手段挤占市场份额，将对公司经营业绩带来较大影响。
- 公司产品销售对广告投入依赖较大，一旦广告投入下降，将带来销售收入的下滑。
- 各项费用控制达不到我们的预期。

财务数据摘要:

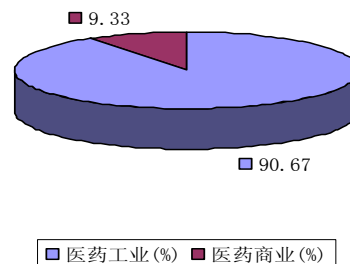
项 目	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入 (万元)	110109.26	117341.02	125337.02	133541.42
Growth (%)	7.52	6.57	6.81	6.55
归属于母公司所有者 净利润 (万元)	19989.39	14557.08	16255.51	18697.05
Growth (%)	56.39	-27.18	11.67	15.02
毛利率 (%)	55.93	59.00	61.00	62.00
净资产收益率 (%)	16.28	10.68	10.66	10.92
每股收益 (元)	0.67	0.49	0.55	0.63
P/E (倍)	16.42	22.49	20.14	17.51

图 1 08 年收入构成



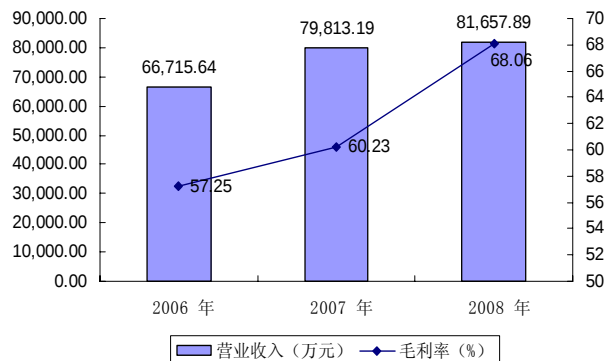
数据来源：公司年报 民族证券研发中心

图 2 08 年毛利润构成



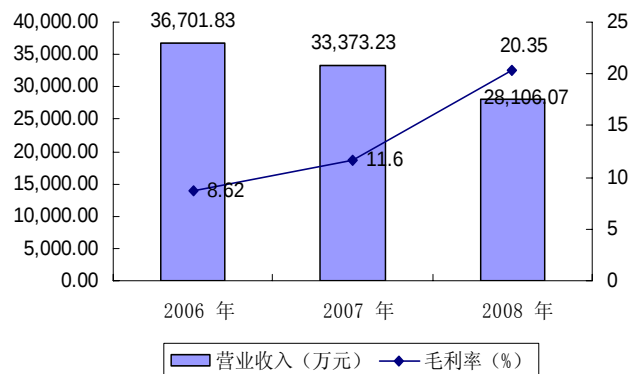
数据来源：公司年报 民族证券研发中心

图 3 医药工业近三年经营情况



数据来源：公司年报 民族证券研发中心

图 4 医药商业近三年经营情况



数据来源：公司年报 民族证券研发中心

表 1 主营业务收入预测

		2008 年	2009E 年	2010E 年	2011E 年
医药工业	营业收入（万元）	81,657.89	90640.26	99704.28	108677.67
	增长率（%）	13.34	11.00	10.00	9.00
医药商业	营业收入（万元）	28106.07	26700.77	25632.74	24863.75
	增长率（%）	-6.45	-5.00	-4.00	-3.00
合计	营业收入（万元）	110109.26	117341.02	125337.02	133541.42
	增长率（%）	7.52	6.57	6.81	6.55
	毛利率（%）	55.93	59.00	61.00	62.00
	主营业务利润（万元）	61584.11	69231.20	76455.58	82795.68

数据来源：民族证券研发中心

表 2 盈利预测表

	2008 年	2009E 年	2010E 年	2011E 年
主营业务收入（万元）	110109.26	117341.02	125337.02	133541.42
主营业务利润（万元）	61584.11	69231.20	76455.58	82795.68
营业费用（万元）	37695.72	41069.36	45121.33	49410.33
管理费用（万元）	9304.23	9973.99	10653.65	11351.02
财务费用（万元）	1711.50	1760.12	1754.72	1736.04
资产减值（万元）	6447.60	0.00	0.00	0.00
投资净收益	5760.60	1000.00	500.00	2000.00
营业利润（万元）	10768.60	17427.74	19425.89	22298.30
营业外收入（万元）	10230.48	200.00	200.00	200.00
营业外支出（万元）	311.05	500.00	500.00	500.00
利润总额（万元）	206880.03	17127.74	19125.89	21998.30
所得税（万元）	686.59	2569.16	2868.88	3299.74
净利润（万元）	20001.44	14558.58	16257.01	18698.55
减：少数股东权益	1.21	1.50	1.50	1.50
归属母公司净利润（万元）	19989.39	14557.08	16255.51	18697.05
每股收益（元）	0.67	0.49	0.55	0.63

数据来源：民族证券研发中心

分析师简介

涂羚波：西安交通大学硕士，曾就职于江中制药集团和某大型投资管理公司，具备 8 年医药行业的从业经验，以及 7 年证券行业的研究和投资经验，善于从投资的视角和公司基本面两方面挖掘公司的投资价值。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

	总 部	上海地区	深圳地区
	袁 泉	郭剑超	吴宝峰
电 话	010—59355995	021-68539273	0755—83781415
手 机	13671072405	13818101878	——
Email	yuanquan@chinans.com.cn	guojc@chinans.com.cn	wubf@chinans.com.cn