

公司调研报告

紫鑫药业 (002118.SZ)

生物医药行业

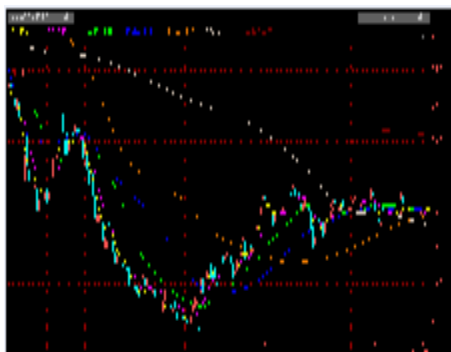
2009 年 6 月 11 日

评级: 谨慎推荐 (首次)

交易数据

总市值 18.09 亿
 总股本/流通 A 股(亿) 1.21/0.38
 流通股比率 31.4%
 当前价格

52 周走势



报告作者

医药行业高级研究员

洪阳

电话: 0510-82832380

Email: hongy@glsc.com.cn

相关报告

独立性申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响, 特此申明。

营销改革来的更猛烈些!

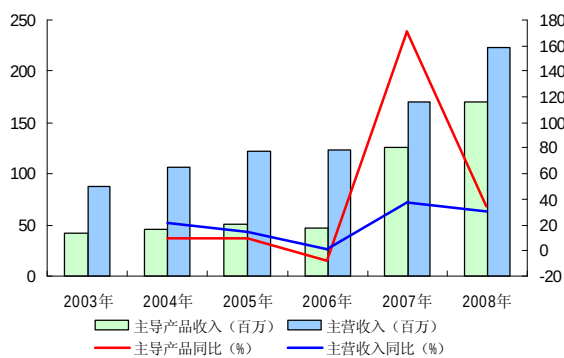
投资要点:

- Ø 公司的主导产品销量都较小, 最多的还未到 5000 万元, 公司产品的疗效应该还是不错的, 主要与销售不利有关, 而公司也已经意识到此问题, 正在不断寻找解决方法, 最近可能就会重点研究解决突围。
- Ø 公司目前虽然还处于发展的初期阶段, 但如果只依靠自己的销售队伍去覆盖全国, 并且所有的渠道都要自己去开拓, 首先是成本太高, 费用大, 其次也无法达到好的效果, 如果公司可以采取有效的营销改革措施, 建立起适合企业发展阶段的营销模式, 公司的主导产品还是很有希望快速上量。
- Ø 草还丹药业的暴贝止咳胶囊以及桑麻口服液等产品是公司收购的一个重要目的, 因为暴贝止咳胶囊属于独家新药, 市场预期普遍较好, 不过我们认为目前止咳领域的竞争十分激烈, 要想实现突破必须有强大的广告营销实力, 从公司目前的销售实力来看, 还是有较大难度。
- Ø 汇鑫生物制药科技有限公司开发的“注射用 ZX3”一类新药目前一期临床试验完成, 预计 10 年末能完成所有工作, 拿到批件。此药主要用于治疗癌症或手术镇痛用药, 市场前景较好, 不过短期内不会产生影响。而新药醋酸亮丙瑞林注射剂三期临床试验已经完成, 预计 09 年能拿到生产批件, 此药主治前列腺癌, 在国内市场上只有日本厂家能生产,
- Ø 谨慎地对公司 2009 年和 2010 年的每股收益预测为 0.58 元和 0.73 元。2009 年动态市盈率 26.26 倍, 在整个中药行业已经处于一个不低的水平, 但是考虑到今明两年会陆续有新产品推出, 原材料基地开始供应将有望提高毛利率, 更为重要的是未来的营销改革将推动公司的销售迈入快速道, 因此给予“谨慎推荐”评级。

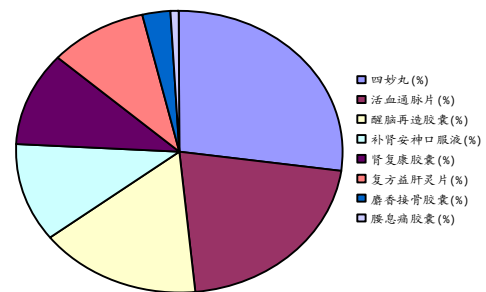
一、公司概况

紫鑫药业主要从事中成药的研发、生产、销售和中药材种植业务，以治疗心脑血管、消化系统疾病和骨伤类中成药为主导品种，主要产品有活血通脉片、麝香接骨胶囊、醒脑再造胶囊、复方益肝灵片、补肾安神口服液、四妙丸、肾复康胶囊等。我们从下图可以看到紫鑫药业的主导产品在 2007 年呈现一个爆发性的增长，而那年正好是公司上市之年，在 2008 年就出现了明显的回落。但是整体上公司依然保持在每年 30% 以上的增长速度。

图表 1：紫鑫药业产品销售分析图



图表 2：主导产品收入占比图



数据来源：国联证券研究所

二、此次调研的收获

我们此次调研就公司的销售改革、产品结构调整、新产品研发进度等问题与公司管理层进行了沟通，现简要分析如下：

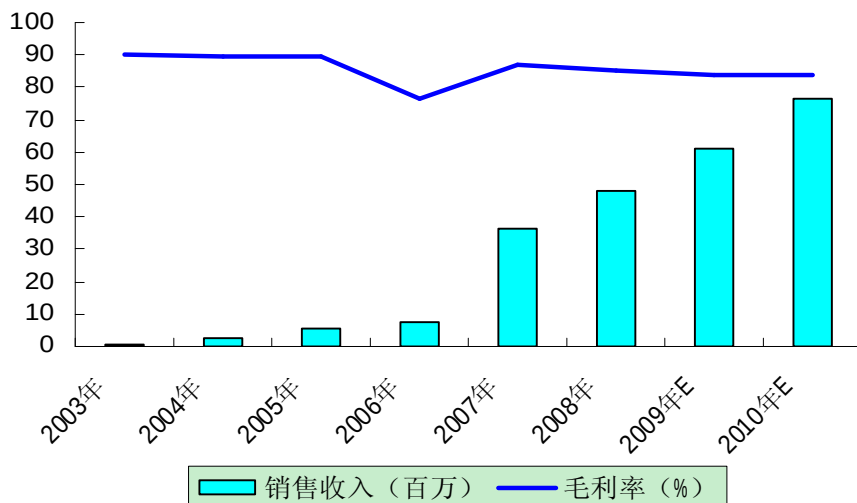
公司在 08 年业绩增速有所放缓，不过营业收入仍然实现了 31% 的增长，由于公司广告投入较多，利润增速低于销售增速，仅为 17%，整体来讲公司还处于一个初步成长阶段。

(一)、主导产品情况——“重点产品、重点扶持”

08 年四妙丸实现销售收入 4287.67 万元，同比增长 32.13%，目前是公司销量最大的品种，也是公司计划重点培育的品种。四妙丸主治清热利湿，用于湿热下注，筋骨疼痛以及风湿通风等。公司认为此产品疗效较好，并且市场上目前主流品种为二妙丸，四妙丸与之相比有很大优势，之前由于产能限制，销量上不去，不过目前车间改造的募投项目已经完成，产能问题已经得以解决。但是由于公司销售队伍目前较小，在处方药市场竞争力稍显不足，公司已经在申报将四妙丸改为非处方药，并且目前所做的补肾安神口服液的 OTC 广告也是主要为了公司品牌的宣传，为四妙丸的推出打下基础。我们认为此产品未来继

续维持 30%以上增速问题不大，毛利率维持在 80%以上。

图 3：四妙万的销售收入及毛利率分析图



数据来源：国联证券研究所

另外公司独家生产的 OTC 产品补肾安神口服液 08 年实现了 1977.36 万元，同比出现了 242.48% 的增幅，不过相对于公司 1600 万元的广告投入来说效果并不理想，可能的原因为 08 年发生的汶川大地震以及奥运会的召开吸引了人们的视线，使得广告的效应无法有效显现。而同比出现 200% 以上的增幅则主要因为此产品销量之前较小，仅为几百万，基数小的原因。另外心脑血管方面用药的活血通脉片 08 年实现销售收入 3767.64 万元，同比略有下滑，醒脑再造胶囊为 2845.76 万元，同比增长 131.25%。另外公司较看好的品种复方益肝灵片 08 年销售收入 1721.83 万元，同比下滑 15.44%，销量不好的原因主要是市场定位不清，但是对产品的疗效还是很有信心的。

综上所述，公司的主导产品销量都较小，最多的还未到 5000 万元，我们认为公司产品的疗效应该还是不错的，主要与公司的销售不利有关，而公司也已经意识到此问题，正在不断寻找解决方法，最近可能就会重点研究解决突围。

（二）、公司销售面临改革压力

公司目前的销售队伍仅为 500 余人，覆盖了近 2000 家医院，不过在终端覆盖面较少，主要集中在甲级和县级医院。另外公司目前的销售人员几乎全为东北本地人，因此对于外地市场的开拓积极性不高，而销售模式目前仍为传统的业务员负责制，业务员直接负责医院的开拓、维护等，尽管也有与一些商业公司、药店合作，但占比较小，力度不大。我们认为公司目前虽然还处于发展的初期阶段，但如果只依靠自己的销售队伍去覆盖全国，并且所有的渠道都要自己去开拓，首先是成本太高，费用大，其次也无法达到好的效果，无法实现全

国的有效覆盖，因此才会出现公司的产品在一些地区根本看不见的现象。不过好在公司已经认识到这个问题，准备要采取一些措施来改变目前产品疗效很好销量就是上不去的问题，如果公司可以采取有效的营销改革措施，建立起适合企业发展阶段的营销模式，公司的主导产品还是很有希望快速上量。

（三）、草还丹药业简析

公司 08 年收购了草还丹药业公司，主要由于草还丹药业因为产品工艺问题一直接受公司的技术指导，另外由于急切的通过 GAP 认证投入较大，现金流出现问题，因此在吉林市政府的推动下，公司综合考虑了各方面的因素进行了收购。公司认为此次收购最大的好处则是获得了刚刚通过 GAP 认证的 4770 亩的中药种植基地和新药暴贝止咳口服液。

草还丹药业的暴贝止咳胶囊以及桑麻口服液等产品是公司收购的一个重要目的，因为暴贝止咳胶囊属于独家新药，市场预期普遍较好，不过我们认为目前止咳领域的竞争十分激烈，要想实现突破必须有强大的广告营销实力，从公司目前的销售实力来看，即使 09 年 9 月份顺利获得生产批件，市场表现还是需要密切跟踪公司的销量变化。

不过由于之前草还丹药业没有自己成型的销售队伍，使得产品销量上不去，一直处于亏损状态，现在可以依靠公司的销售队伍，再加上公司工程师一直呆在草还丹生产车间研究工艺改造以解决之前毛利率过低问题，还是很有可能实现扭亏为盈，不过这要看二季度产品的销量情况，从一季度来看，公司的这些努力还是有些效果的。

（四）、透析公司主导产品毛利率下降问题

首先由于公司近年来产品的毛利率持续出现下降，尤其是复方益肝灵片和消炎利胆片，主要有外包装、人员成本、工艺调整和原材料等问题。我们认为随着人们生活水平的提高以及通货膨胀的影响，人力成本上升不可避免，而工艺调整则与近期管理层密切关注产品质量，调高生产标准有关，这也是必须要承受的，不过原材料的问题可以通过拥有种植基地来完成，因此我们可以看到公司在 08 年收购了草还丹药业，并且新建了吉林紫鑫红石种养殖公司，可以说都是为了解决原材料问题，不过由于种植需要周期，因此短期内对于降低公司的成本影响甚微。

（五）、新药进展情况：

公司交给汇鑫生物制药科技有限公司开发的“注射用 ZX3”一类新药目前一期临床试验完成，预计 10 年末能完成所有工作，拿到批件。此药主要用于治

疗癌症或手术镇痛用药，市场前景较好，不过短期内不会产生影响。而新药醋酸亮丙瑞林注射剂三期临床试验已经完成，预计 09 年能拿到生产批件，此药主治前列腺癌，在国内市场上只有日本厂家能生产，也有几家国内企业在开发，不过目前都没有完成临床试验，只有公司一家目前完成了临床试验，因此有望最先上市。不过公司表示，最近药监局审批进程十分缓慢，增加了许多环节以及时间，因此是否能按时拿到批件存在不确定性。

（六）、其他方面：

公司参股的商业银行前几天刚刚成立，参股的主要目的则是为了获取稳定的投资收益，回报率预计在 10% 左右。

公司的三项费用降低的可能性不大，由于要进一步开拓 OTC 市场，广告的投入不可避免，另外加上销售队伍的扩充使得销售费用将会进一步提高。

公司目前有进一步收购的意向来扩充自己的研发实力或者收购企业来补充产品线，不过由于吉林的地方政策存在一些障碍使得企业有很多负担，因此公司对于能否实现收购信心不足，不过公司表示如果有合适的企业还是会收购，年内应该会有一个。

4、盈利预测及评级

公司还是属于一个刚刚成长起来的小型医药企业，目前最大产品四妙丸的销售额也不到 5000 万，最让人揪心的是公司的营销体系尚未建成，还处于原始的营销员强行推动阶段，公司没有很好的营销体系规划和建设。同时公司也没有对产品特性进行深入的研究，虽然公司产品的毛利率都很高，疗效和品质优良，但是在处方药市场里和诸多名药名企竞争，公司的销售劣势一览无遗，我们建议公司可以将重点品种从处方药转非 OTC，然后再结合净销售体系建设、广告推动和终端营销人员推广拉动等立体覆盖销售，从而以 OTC 带动处方药的销售。并在此过程中，利用资本市场进行相关的研发机构、独家产品和销售队伍的收购，尤其是充分利用东北优势的自然药材资源，逐步做成完整的产业链竞争优势！

我们谨慎地对公司 2009 年和 2010 年的每股收益预测为 0.58 元和 0.73 元。2009 年动态市盈率 26.26 倍，在整个中药行业已经处于一个不低的水平，但是考虑到今明两年会陆续有新产品推出，原材料基地开始供应将有望提高毛利率，更为重要的是未来的营销改革将推动公司的销售迈入快速道，因此给予“谨慎推荐”评级。

附一：主导产品预测假设

主营业务收入(百万元)	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年
活血通脉片	18.74	23.2	23.36	18.28	39.26
醒脑再造胶囊	9.2	6.41	6.37	5.94	12.31
复方益肝灵片	6.51	5.55	7.22	5.42	20.36
肾复康胶囊	6.36	5.41	5.43	7.08	12.28
补肾安神口服液	1	2.84	2.77	2.18	5.77
四妙丸	0.51	2.77	5.47	7.67	36.24
主导产品收入	42.32	46.18	50.62	46.57	126.21
同比增长		9.12%	9.61%	-8.00%	171.00%
占比	48.42%	43.39%	41.51%	37.74%	73.96%
其他品种	45.08	60.24	71.32	76.83	40.16
毛利率					
活血通脉片	85.05	82.28	80.93	76.683087	78.82
醒脑再造胶囊	82.36	85.15	87.07	81.481481	81.64
复方益肝灵片	65.03	63.62	70.84	61.070111	58.13
肾复康胶囊	81.79	81.08	80.84	79.943503	82.65
补肾安神口服液	74.69	73.47	74.23	69.724771	70.26
四妙丸	89.82	89.61	89.45	76.79	86.78
其他品种	81.12	79.45	72.59	77.50	66.5
综合毛利率	80.92	79.77	76	76.81	75.44
主营业务利润					
活血通脉片	15.94	19.09	18.91	14.02	30.94
醒脑再造胶囊	7.58	5.46	5.55	4.84	10.05
复方益肝灵片	4.23	3.53	5.11	3.31	11.84
肾复康胶囊	5.20	4.39	4.39	5.66	10.15
补肾安神口服液	0.75	2.09	2.06	1.52	4.05
四妙丸	0.46	2.48	4.89	5.89	31.45
主导产品利润	34.16	37.03	40.90	35.24	98.47
占比	48.29%	43.62%	44.14%	37.18%	76.49%

附二：盈利预测

百万	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
主营业务收入	170.65	223.33	282.06	334.92
主营业务成本	41.91	53.33	68.11	78.07
主营业务税金及附加	1.89	2.56	3.00	3.00
销售费用	54.21	78.59	98.72	117.22
销售费用率	31.77%	35.19%	35.00%	35.00%
管理费用	13.67	17.13	20.31	22.77
管理费用率	8.01%	7.67%	7.20%	6.80%
财务费用	3.69	7.75	8.18	8.71
财务费用率	2.16%	3.47%	2.90%	2.60%
资产减值损失	0.83	0.49	0.50	0.50
营业利润	54.45	63.48	83.24	104.65
营业外收入	0.50	0.50	0.50	0.50
营业外支出	1.47	5.01	2.00	2.00
利润总额	53.48	58.97	81.74	103.15
所得税费用	5.53	5.66	11.44	14.44
所得税率	10.34%	9.60%	14.00%	14.00%
净利润	47.95	53.31	70.30	88.71
每股收益	0.71	0.44	0.58	0.73

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 - 10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告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和询价。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。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。