

医药行业

2009年9月18日



公司研究

投资价值分析

投资评级：短期-推荐、长期-A

股价有望迎来估值修复的过程

——九芝堂（000989）深度报告

核心观点

1、具有悠久历史的品牌药企。公司是一家具有359年历史的老字号中药企业，主要从事补血系列、补益系列产品的生产与销售。目前公司销售额过亿的品种有3个，过千万产品有8个。公司拥有完善的产业链，旗下子公司涉及原材料、医药制造和医药销售等各个环节；同时公司自身的民营体制也有利于适应医药行业的竞争。

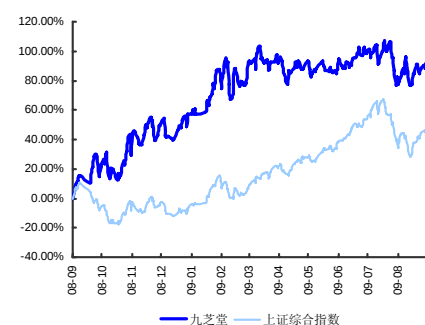
2、工业增长平稳、商业持续收缩。目前，公司主业分为医药工业和医药商业两部分，其中工业业务是公司收入和利润的主要来源，占公司收入的77%和毛利的89%（以09H计），而且工业业务近几年总体上保持了平稳增长的态势。公司商业收入近几年处于持续收缩状态，这主要是由于公司不断压缩了低毛利率的药品批发业务；同时，公司积极拓展了毛利更高的零售业务，商业业务的盈利水平有所提高。

3、核心产品市场竞争激烈。浓缩六味地黄丸和驴胶补血颗粒是目前公司的核心产品。但二者均属于竞争激烈的OTC产品，其同质化竞争严重，其中六味地黄丸的生产厂家更是多达数百家。品牌和营销成为决定销售的最关键因素。目前，公司的六味地黄丸在业内具有较强的品牌优势，终端铺货率也位列行业三甲，其未来仍有望保持两位数的快速增长。公司的驴胶补血颗粒所处的补血市场规模有限，加之东阿阿胶的强势地位，导致该产品销售增速有所下滑，公司已经对其进行重新定位，其有望实现恢复性增长。

4、二线产品不乏亮点。公司二线产品众多，其中不乏亮点。目前销售额较大的品种包括斯奇康注射液、裸花紫珠片、健胃愈疡片、足光散、补肾固齿丸等。目前，公司正在实施“稳住中间、两翼突破”的发展战略，大力培育和发展二线产品，公司已经成立了80多人的处方药销售队伍，对相关产品进行学术推广。未来几年，公司新的过亿产品将会不断涌现。

5、股价有望迎来估值修复的过程。目前公司09年、10年的动态PE仅为20.5倍和17.7倍，都要远低于行业均值，具有非常明显的估值优势。虽然公司的核心产品面对激烈的市场竞争，短期内难以实现爆发性增长，但考虑到公司独特的品牌价值，以及出色的营销能力。我们认为其估值回归行业平均水平还是合理的。随着近期医药板块的整体走强，板块估值重心正在不断上移，我们认为公司股价也应该会迎来一个估值修复的过程。我们给予公司“短期-推荐，长期-A”的投资评级。

最近12个月走势特征



数据来源：wind

公司主要财务指标

项目	数值
总股本	29,760 万股
实际流通股本	29,760 万股
每股净资产	3.98 元
资产负债率	19.96%
ROE	6.25%

数据来源：公司公告，国都证券研究所

国都证券研究所

联系人：蔡建军、潘蕾

电话：010-84183153

010-84183157

E-mail: caijianjun@guodu.com

panlei@guodu.com

联系人：周红军

电话：010-84183380

E-mail: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，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，特此声明。

正文目录

1、公司基本情况.....	4
1.1 公司简介.....	4
1.2 股权结构.....	4
1.3 组织结构.....	5
2、公司经营状况.....	5
2.1 工业增长平稳，商业持续收缩.....	5
2.2 核心产品市场竞争激烈.....	7
2.2.1 六味地黄丸具有较强品牌优势.....	8
2.2.2 驴胶补血颗粒增速有所下滑.....	9
2.3 二线产品不乏亮点.....	10
2.4 稳健的财务结构为扩张提供可能.....	11
3、盈利预测和投资评级.....	11
3.1、盈利预测.....	11
3.2、公司估值和投资建议.....	12
4、风险揭示.....	13

图表目录

图表 1: 公司股权结构.....	4
图表 2: 公司组织结构.....	5
图表 3: 公司收入和毛利构成 (09H)	6
图表 4: 公司医药工业收入变化情况.....	6
图表 5: 公司医药商业收入变化情况.....	7
图表 6: 公司产品结构图 (以 08 年收入计)	7
图表 7: 六味地黄丸产品药店铺货率排名 (京沪杭等 8 城市, 240 个样本)	8
图表 8: 部分公司六味地黄丸产品销售情况.....	9
图表 9: 公司六味地黄丸销售情况.....	9
图表 10: 公司驴胶补血颗粒销售情况.....	10
图表 11: 公司主要产品销售收入预测 (单位: 万元)	11
图表 12: 盈利预测表 (单位: 万元)	12
图表 13: 同类上市公司主要估值指标比较 (单位: 元、倍)	13

1、公司基本情况

1.1 公司简介

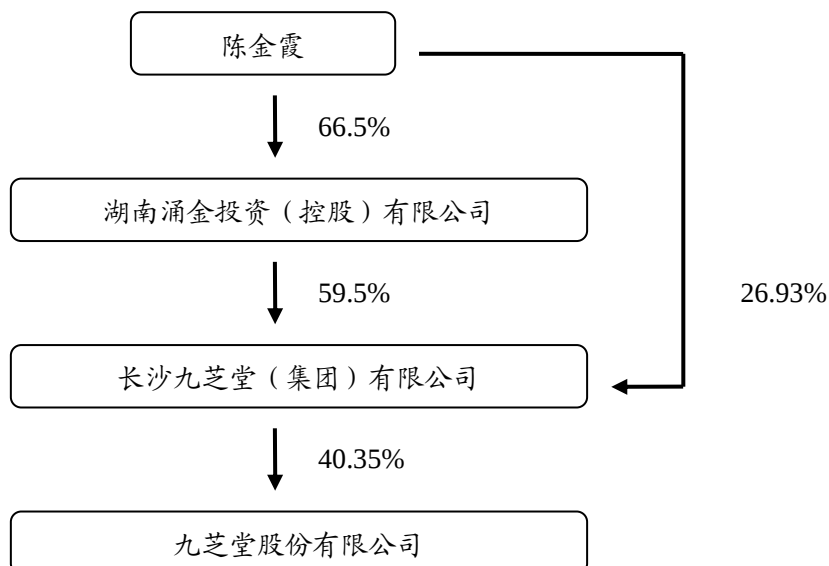
公司拥有悠久的历史，其前身是“劳九芝堂药铺”，创建于1650年，比1669年创立的同仁堂还早19年。2006年9月，“九芝堂”被国家商务部认定为“中华老字号”；2008年6月，九芝堂传统中药文化更被列入国家级非物质文化遗产保护目录。目前，公司综合经济实力在湖南省医药企业中排名第一，是湖南省重点发展的现代中药及生物医药优势产业集群的核心企业。

公司主要从事补血系列、补益系列、肝炎系列等中药以及调节人体免疫力的生物制剂的生产与销售，公司共有产品331个，其中31个为独家品种，公司目前在产销售的品种为70多个，其中销售额过亿的品种有3个（驴胶补血颗粒、六味地黄丸、斯奇康注射液），过千万产品有8个（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、逍遥丸）。

1.2 股权结构

公司控股股东为长沙九芝堂（集团）有限公司，持股比例为40.35%；实际控制人为陈金霞女士。由于医药行业属于充分竞争性行业，因此公司的民营机制相对于同仁堂、片仔癀等老字号中药企业的国企体制，更具竞争优势。

图表 1：公司股权结构

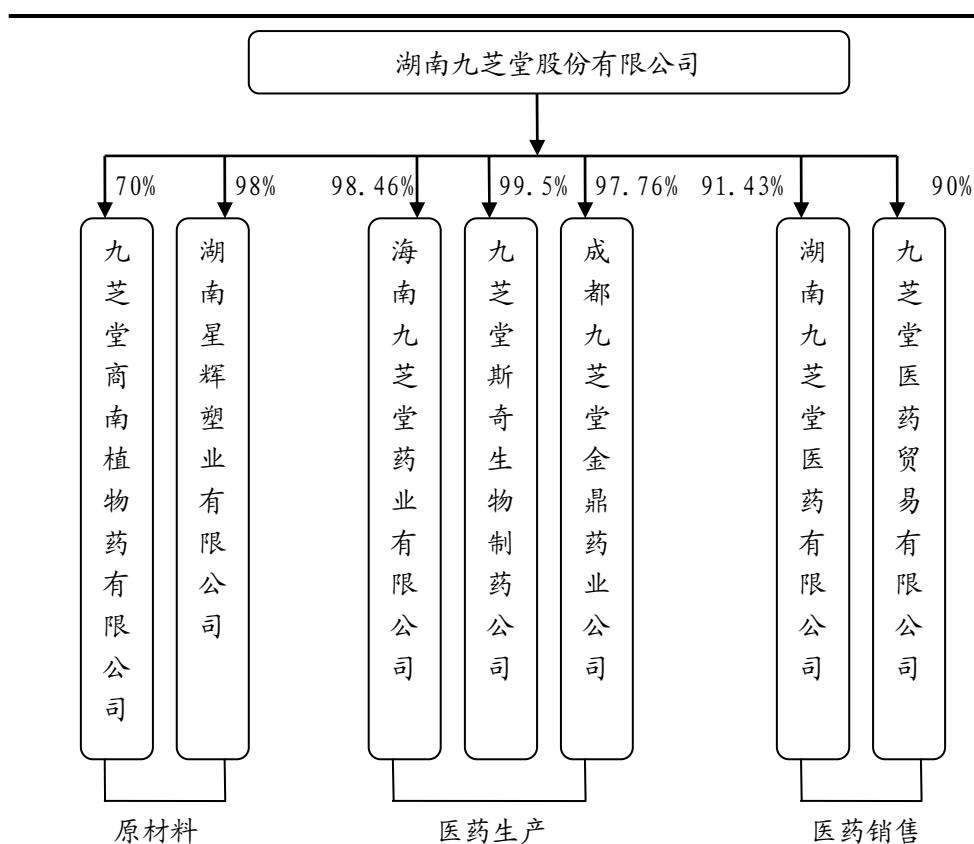


资料来源：公司公告、国都证券研究所

1.3 组织结构

公司拥有完整的产业链，旗下公司涉及原材料、医药制造和医药销售等各个环节，其中公司本部生产六味地黄丸和驴胶补血颗粒等产品；海南九芝堂生产裸花紫珠片等；成都金鼎生产足光散、桂枝茯苓丸等产品；斯奇生物负责生产斯奇康注射液。销售方面，公司本部销售部负责六味地黄丸和驴胶补血颗粒等 OTC 产品销售，九芝堂医药贸易公司负责裸花紫珠片等处方药销售，湖南九芝堂医药公司则从事药品的批发和零售业务。

图表 2：公司组织结构



资料来源：公司公告、国都证券研究所

2、公司经营状况

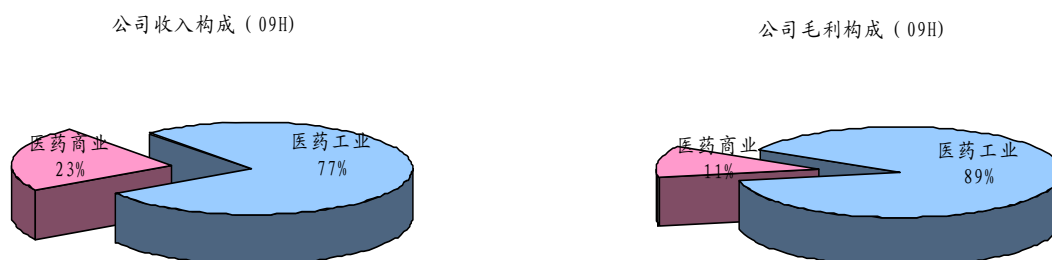
2.1 工业增长平稳，商业持续收缩

目前，公司主业分为医药工业和医药商业两部分，其中工业业务是公司收入和利润的主要来源，占公司收入的 77%和毛利的 89%（以 09H 计）。公司工业收入

在 2005 年之前增长缓慢，2005 年公司实施了一系列营销改革，在加大广告投入的基础上加强了终端上柜的力度，此后，公司的主导产品六味地黄丸和驴胶补血颗粒的销售都出现了恢复性增长。但由于公司主导产品所处的补益、补血类市场竞争十分激烈，公司医药工业业务总体增长仍然较为平稳。

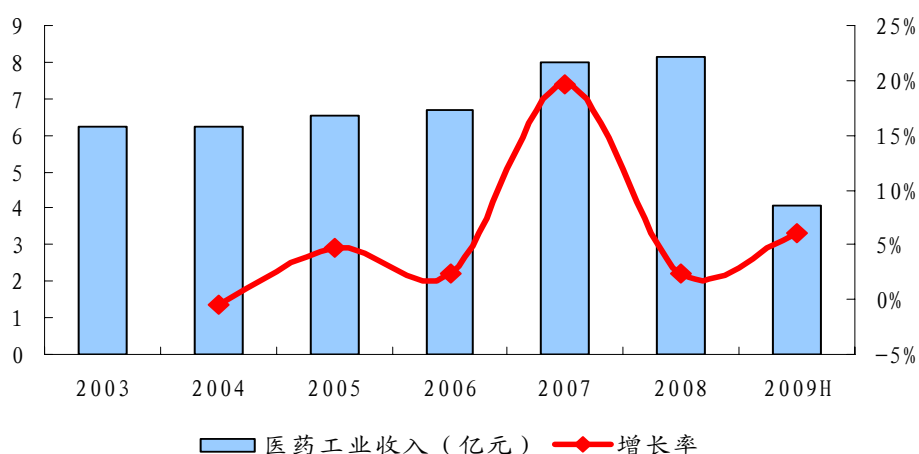
公司商业业务包括了一部分药品批发业务，由于药品批发业务的毛利率很低，因此公司近几年在不断压缩药品批发业务的占比，今年 3 月，公司已经全面终止了医药批发业务，同时公司积极扩展了毛利更高的零售业务。这一方面导致了公司商业部分收入持续收缩，但另一方面也提升了公司商业部分的毛利率，商业业务盈利能力有所增强。

图表 3：公司收入和毛利构成（09H）



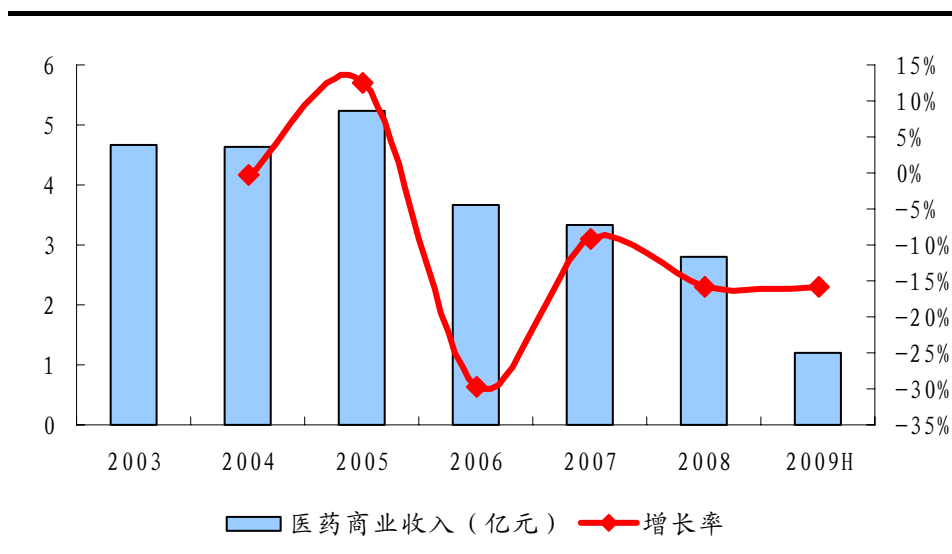
资料来源：公司公告、国都证券研究所

图表 4：公司医药工业收入变化情况



资料来源：公司公告、国都证券研究所

图表 5: 公司医药商业收入变化情况

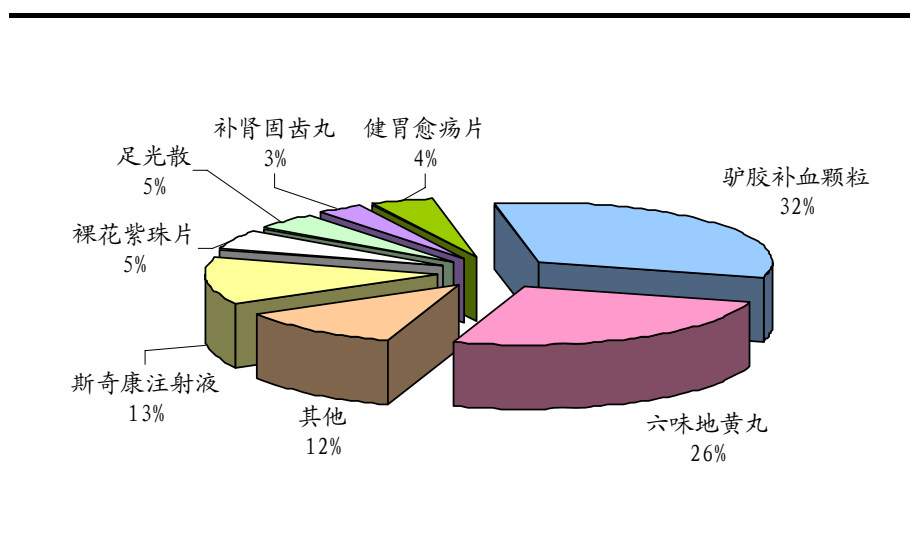


资料来源: 公司公告、国都证券研究所

2.2 核心产品市场竞争激烈

目前公司销售额过亿的品种有 3 个: 驴胶补血颗粒、六味地黄丸、斯奇康注射液; 过千万产品有 8 个: 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、逍遥丸。其中浓缩六味地黄丸和驴胶补血颗粒是目前公司的核心产品, 是公司利润的主要来源。

图表 6: 公司产品结构图 (以 08 年收入计)



资料来源: 公司公告、国都证券研究所

2.2.1 六味地黄丸具有较强品牌优势

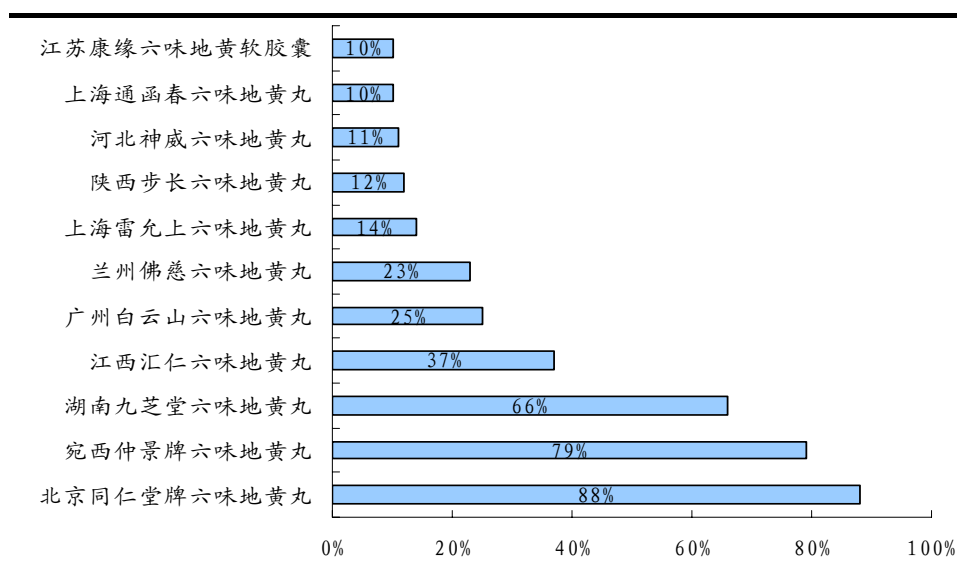
六味地黄丸为中医滋补肾阴的代表方剂，由金匱肾气丸衍化而来，方出于宋代钱乙所著的《小儿药证直诀》，至今已有一千年历史。由熟地、山茱萸、山药、泽泻、丹皮、茯苓 6 味中药组成。中医传统应用于治疗因肾阴不足、虚火上炎所致的头晕、耳鸣、腰膝酸软、盗汗、遗精、手足心热等症。

2006 年六味地黄系列产品的推算销售额在 24—27 亿元之间，且仍处于快速增长阶段，其理论市场容量可达到 100 亿元左右。目前六味地黄丸已列入我国《国家基本医疗保险药品目录》，是滋补肾阴类的二个甲类品种之一；在新的国家基本药物目录中，六味地黄丸也是滋阴补肾类中药中唯一入选的品种。其市场在未来几年将会进一步扩容。

但目前该产品同质化竞争较为严重，市场竞争也十分激烈，生产厂家多达数百家，具有一定品牌影响力的企业也超过几十家，包括同仁堂、宛西制药、康缘药业等。而且从产品原料、药理功效与制剂配方上看，市场上现有的六味地黄产品并无明显区别，药理几乎一致，只是产品剂型、成分比例、服用量等不同而已。

因此，品牌和营销仍是决定六味地黄丸销售的最关键因素。公司的六味地黄丸在业内具有较强的品牌优势，公司聘请了张国立担任品牌代言人，投放了大量的媒体广告，加大了公司的品牌宣传。另一方面公司从 05 年开始实施了一系列营销改革，在加大广告投入的基础上加强了终端上柜的力度，产品在终端药店的铺货率也位列行业前三。08 年公司的六味地黄丸销售额达到 2.11 亿元，同比增长 22.73%，未来几年随着市场的不断扩容，公司营销改革的不断推进，其仍有望保持两位数的快速增长态势。

图表 7：六味地黄丸产品药店铺货率排名（京沪杭等 8 城市，240 个样本）



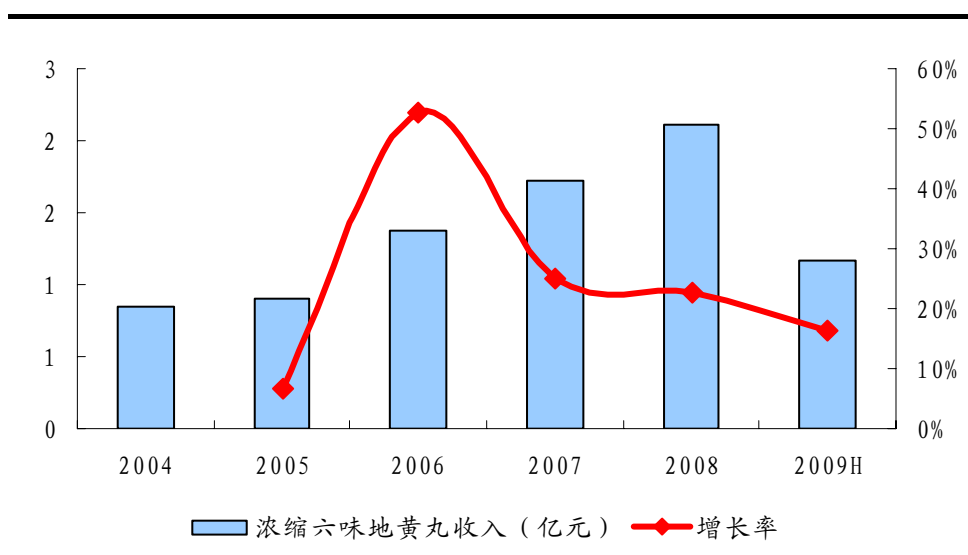
资料来源：中国医药报、国都证券研究所

图表 8：部分公司六味地黄丸产品销售情况

	销售额（2008）
同仁堂	3.26
康缘药业	0.93
宛西制药	4.00
九芝堂	2.11

资料来源：公司公告、国都证券研究所

图表 9：公司六味地黄丸销售情况



资料来源：公司公告、国都证券研究所

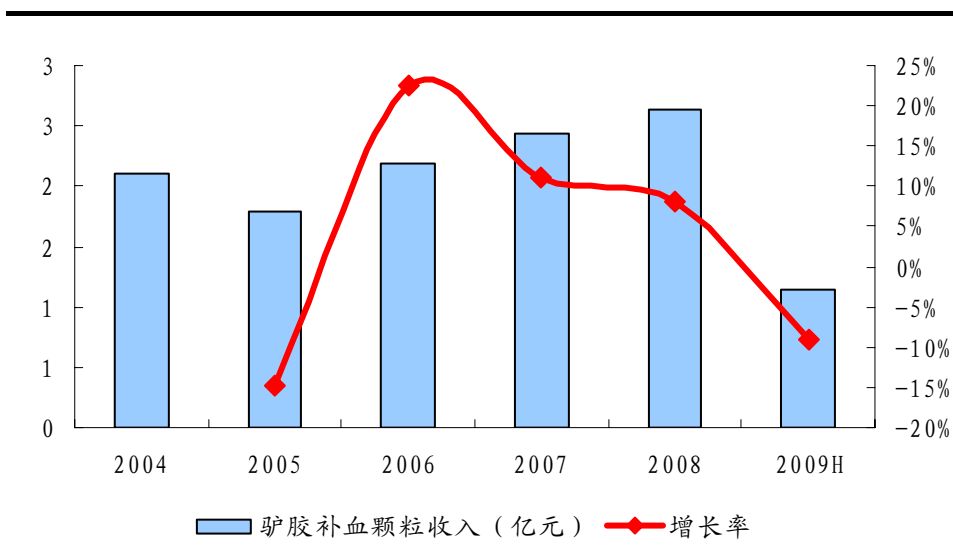
2.2.2 驴胶补血颗粒增速有所下滑

公司的驴胶补血颗粒主要用于滋阴补血，健脾益气，调经活血，属于补血类药品，但目前国内补血市场规模并不大，全国补血类药品市场份额约为 20 多个亿，其中龙头企业东阿阿胶的阿胶系列产品 2008 年销售额已达约 10.51 亿元，占据补血市场的半壁江山。而九芝堂的驴胶补血颗粒 2008 年的销售额只有 2.63 亿元，与东阿阿胶仍有较大差距。而且由于人们生活水平的提高，基于基层市场的单纯补血类产品的市场空间正在不断萎缩。公司的驴胶补血颗粒近几年的销售增速也有所下滑。09 年上半年该产品实现销售收入 1.15 亿元，同比下滑了 9.0%。

为了扭转驴胶补血颗粒销量下滑的趋势，公司上半年对驴胶补血颗粒进行了重新定位，将产品定位在更高端的城市白领女性市场，聘请了周迅担当产品的形象代言人，由张艺谋指导重新拍摄了广告片。随着产品的重新定位，该产品有望

扭转下滑趋势，实现恢复性增长。

图表 10：公司驴胶补血颗粒销售情况



资料来源：公司公告、国都证券研究所

2.3 二线产品不乏亮点

公司二线产品众多，其中不乏亮点，目前销售额较大的品种包括斯奇康注射液、裸花紫珠片、健胃愈疡片、足光散、补肾固齿丸等。

斯奇康注射液是卡介菌多糖核酸注射液，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，另外还可应用于皮肤病等症。其08年销售额就已突破亿元。

裸花紫珠片也属于处方药，用于由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等症。今年其销售额将有望达到6,500万元（含税），增速超过30%。

健胃愈疡片用于疏肝健脾、解痉止痛，止血生肌，主治肝郁脾虚，肝胃不和型消化性溃疡活动期，症见胃脘胀痛，嗳气吐酸，烦躁不食，腹胀便溏等症，今年其销售额将有望突破5,000万元（含税）。

足光散用于湿热下注所致的角化型手足癣及臭汗症，今年其销售额将有望达到6,000万元左右（含税），较去年同期增长30-40%。

补肾固齿丸用于补肾固齿、活血解毒，主治肾虚血热性牙周病、牙齿酸软、咀嚼无力、松动移位、牙龈出血。目前其年销售额在3000万元左右（含税）。

此外，公司的小金丸、天麻钩藤颗粒、乙肝宁冲剂、逍遥丸的销售额也在千万以上。

目前，公司正在实施“稳住中间、两翼突破”的发展战略，大力培育和发展二线产品，特别是上述优势品种。公司已经成立了 80 多人的处方药销售队伍，对裸花紫珠片、斯奇康注射液等产品进行学术推广。未来几年，公司新的过亿产品将会不断涌现。

2.4 稳健的财务结构为扩张提供可能

公司最新中报显示，公司财务结构相当稳健，资产负债率仅为 19.96%，流动比率和速动比率高达 3.62 和 3.23，公司现金十分充沛，账上现金高达 7.49 亿元。公司稳健的财务结构为公司进行外延式扩张提供了可能，同时公司也表示将会谨慎的进行一些财务投资以提高现金的利用效率。

公司对四川科伦药业股份有限公司 2,000 万元的长期股权投资，由于科伦即将上市，将会对公司产生积极影响。

3、盈利预测和投资评级

3.1、盈利预测

图表 11：公司主要产品销售收入预测(单位：万元)

		2008A	2009E	2010E	2011E
六味地黄丸	收入	21,116	24,494	28,169	32,394
	增速	22.73%	16.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	66.54%	70.00%	70.00%	70.00%
驴胶补血颗粒	收入	26,325	25,009	27,510	30,261
	增速	8.02%	-5.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	67.50%	70.00%	70.00%	70.00%
医药工业	收入	81,658	89,734	103,172	118,959
	增速	2.31%	9.89%	14.98%	15.30%
	毛利率	68.06%	67.76%	67.70%	67.63%
医药商业	收入	28,106	25,295	25,295	25,295
	增速	-15.78%	-10.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	20.35%	29.00%	29.00%	29.00%
合计	收入	109,764	115,029	128,467	144,254
	增速	-3.02%	4.80%	11.68%	12.29%
	毛利率	55.84%	59.24%	60.08%	60.86%

资料来源：公司公告、国都证券研究所

图表 12: 盈利预测表 (单位: 万元)

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业总收入	110,109	115,029	128,467	144,254
营业收入	110,109	115,029	128,467	144,254
营业总成本	105,101	98,034	108,597	120,867
营业成本	48,529	46,891	51,286	56,463
营业税金及附加	1,417	1,495	1,670	1,875
销售费用	37,696	39,455	44,578	50,489
管理费用	9,300	8,972	9,892	10,963
财务费用	1,712	920	771	577
资产减值损失	6,448	300	400	500
其他经营收益				
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	5,761	0	0	0
营业利润	10,769	16,995	19,870	23,387
加: 营业外收入	10,230	1,000	800	600
减: 营业外支出	311	200	200	200
利润总额	20,688	17,795	20,470	23,787
减: 所得税	687	2,549	2,981	3,508
净利润	20,001	15,246	17,490	20,279
减: 少数股东损益	12	30	35	41
归属于母公司的净利润	19,989	15,215	17,455	20,238
每股收益	0.67	0.51	0.59	0.68

资料来源: 公司公告、国都证券研究所

3.2、公司估值和投资建议

我们选取与公司业务较为相似的 6 家公司, 以 09 年 09 月 18 日的收盘价进行动态市盈率比较。目前公司 09 年、10 年的动态 PE 仅为 20.5 倍和 17.7 倍, 都要远低于行业均值, 具有非常明显的估值优势。

虽然目前公司的核心产品面对激烈的市场竞争, 短期内难以实现爆发性增长, 但考虑到公司独特的品牌价值, 以及出色的营销能力。我们认为其估值回归行业平均水平还是合理的。随着近期医药板块的整体走强, 板块估值重心正在不断上移, 我们认为公司股价也应该会迎来一个估值修复的过程。我们给予公司“短期-推荐, 长期-A”的投资评级。

图表 13：同类上市公司主要估值指标比较（单位：元、倍）

公司代码	公司简称	股价（元）		EPS			PE			
		2009-9-18	2008A	2009E	2010E	2011E	2008A	2009E	2010E	2011E
000538	云南白药	46.42	0.87	1.16	1.51	1.94	53.4	40.0	30.7	23.9
600085	同仁堂	17.31	0.5	0.57	0.65	0.74	34.6	30.4	26.6	23.4
000999	三九医药	18.70	0.51	0.65	0.80	0.95	36.7	28.8	23.4	19.7
600557	康缘药业	14.72	0.53	0.54	0.68	0.80	27.8	27.3	21.6	18.4
600750	江中药业	18.10	0.44	0.55	0.66	0.79	41.1	32.9	27.4	22.9
000423	东阿阿胶	19.85	0.55	0.53	0.66	0.84	36.1	37.5	30.1	23.6
000989	九芝堂	10.45	0.67	0.51	0.59	0.68	15.6	20.5	17.7	15.4
	平均值		0.58	0.64	0.79	0.96	35.0	31.0	25.4	21.0

资料来源：公司公告、国都证券研究所

4、风险揭示

大盘系统性风险。

国都证券投资评级

表1：国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内，该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内，该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内，该行业竞争力低于所有行业平均水平

表2：国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	减持	预计未来6个月内，股价跌幅在5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内，公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内，公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内，公司竞争力低于行业平均水平

免责声明：本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，投资者据此操作，风险自负。