

中药 III



王晔

医药行业研究员

021-38565926

wangx@xyzq.com.cn

江中药业（600750）

中药保健品的领导者

推荐（维持）

2010 年 2 月 23 日

投资要点

- 我们近期调研了江中药业，了解公司渠道变革带来的积极变化。我们认为，公司有清晰的发展战略，未来侧重点逐步由 OTC 向保健品、功能食品领域发展，拓展更大的市场空间。江中在渠道管理方面可以说是业内翘楚，我们对公司未来发展前景乐观，在不考虑新增产品的前提下，预估 2010 - 2012 年业绩分别是：0.86、0.99 和 1.10 元。公司会不断有新的产品线填充到渠道中，我们认为这一业绩还有上调可能，维持“推荐”评级。

调研要点：

- **2009 年业绩增长超预期。**公司业绩快报披露，2009 年实现营业收入 18.9 亿元，同比增长 30%，归属母公司所有者的净利润 1.95 亿元，同比增长 30%，每股收益 0.66 元。我们分析认为，收入大幅增长的原因是：1）OTC 和保健品业务的增长；2）江西九州通的快批业务增长。
- **渠道变革提升对终端的控制力，促进主业收入增长。**2008 年江中药业进行了针对渠道的变革，这一变化在 2009 年带来了明显成效，主打产品健胃消食片、草珊瑚含片收入明显增长。我们估计 2009 年消食片超过 10 亿元，而草珊瑚超过 2 亿元。公司的渠道变革，重新梳理了经销商队伍，统一了终端价格，有效的平衡了企业、经销商、终端药店的利益，较好的解决了 OTC 企业最头痛的串货和终端价格混乱问题。公司未来还会继续对这一模式做微调，促使其良性循环。
- 过去几年我们跟踪研究了多家 OTC 的龙头企业，OTC 的营销，不外乎广告和渠道，但各家企业都有自己独特的“招牌动作”，在某一细节上尤其突出。江中药业的特点是在对终端的掌控方面，具有非常强的优势。公司市场部门对终端消费的跟踪，能做到及时汇总反馈，响应速度业内领先。
- **初元增长明显，但贡献业绩可能还未到时候。**初元 2008 年推广了半年，实现了近 5000 万的销售，这一成绩比较理想。2009 年推广力度加大，公司目前有约 1000 人的队伍做初元的销售。我们估计 2009 年初元销售在 2 亿元左右。初元能成功，首先是切入了一个空白的细分市场，其次得益于公司 OTC 营销的成功经验。我们估计 2010 年这一产品会达到 3.5 亿左右。
- **初元的成功，意义不在于这一品种本身的利润贡献，首先建立了面对商超的营销队伍。**初元是公司开发的纯粹的保健食品，虽然从营销和渠道上看，与原有 OTC 业务有交集，但面对的终端不同。过去公司推广亮嗓，也是进入商超这一终端，但亮嗓面对的竞争很多，在商超终端，公司没有很强的队伍。而初元的推广过程，正是公司建立完善销售队伍的过程，目前初元的销售队伍，与传统 OTC 产品线的队伍几乎一样多，这一产品正进入爆发期，从 OTC 类产品的销售增长曲线来看，今年可能接近单产品盈亏平衡，明年进入盈利期。
- **初元的成功，也是公司发展战略转型的一个重大事件。**OTC 与保健品的营销有很多相似的地方，都具有

快速消费品特性。“OTC 就是消费品”，这一观点已经逐步被市场认同。但 OTC 与保健品相比，有很多不同之处。OTC 属性还是药品，消费者存在一个心理暗示：“有病才吃药”，但保健品不同，“防病就吃保健品”，因此市场空间来看，保健品远大于 OTC 药品。另外，OTC 大的领域已经被分割完毕，一些龙头企业都有自己的“势力范围”，比如三九的感冒类、皮肤类用药，哈药的钙制剂、中药感冒类；江中的助消化类等等，找到新的空白市场非常困难。而保健品市场经过几次大起大落，很多巨无霸都如落花般凋零，像三株，巨能钙，红桃 K，都已经消亡或没落。保健品市场发展过快，乱象丛生，政策调控打压，规模已经不如高峰时期，这也是很少见的市场出现过萎缩的消费品行业。消费者对保健品缺乏信任感，一方面是行业的危机，另一方面，恰恰反映出这一行业需要有较高品牌知名度和美誉度的企业担当领导者。

- 初元这样定位于“看病人，送初元”的康复礼品，面对上百亿空间的空白市场，目前没有特定的强力品牌，这种机会对于惯于在 OTC 红海拼杀的江中药业而言，真是“河伯入海，望洋兴叹”。**从企业发展战略上看，我们非常看好这种由小市场向大市场发展的品牌迁移**，如云南白药已经证明了自己的成功，而江中向保健品的发展，也体现了这种跃迁。未来公司还有大量的产品储备，可以用来填充自己的销售队伍，提高单位价值。
- **我们对江中药业的认同，来自于：1) 公司有清晰准确的战略，2) 公司有很强的执行力。**公司的优势在于对中医中药核心价值的理解，将自己定位于开发中药保健功能的创新产品企业。公司管理团队稳定，浸淫行业多年，对 OTC 和消费品的品牌与营销经验丰富。公司对消费者诉求的把握、对渠道的管理、对终端的掌控力强。
- **江西九州通对利润贡献小。**与九州通合资的江西九州通，业务是医药快批。收入增长很快，但利润率很低。快批的盈利模式，就是高速周转，以资金使用效率换取利润。这一业务会做大规模，但对公司的利润贡献有限。
- **未来产品线。**公司储备的 OTC 和保健品很多，我们认为随着初元的市场推广，进入收获期后，公司会择时推出新的产品。但 OTC 行业的特点不是以多取胜，而是集中优势，重点突破。我们估计 2-3 年公司会有重磅产品进入推广。
- **盈利预测。**我们只考虑消食片、草珊瑚、初元这些主导产品的增长贡献，对未来可能推出的产品不做预测。预估公司 2010-2012 年 EPS 分别是：0.86、0.99 和 1.10 元。我们相信公司未来会不断有新产品推广，因此未来业绩还有上调可能。我们认为江中药业已经是典型的白马股，未来是稳健成长，维持“推荐”评级。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	615	679	824	1138
货币资金	131	95	114	292
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	14	25	30	34
其他应收款	153	88	128	182
存货	101	134	181	193
非流动资产	971	982	976	984
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	68	71	69	70
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	487	486	488	492
在建工程	8	16	18	19
油气资产	0	0	0	0
无形资产	382	380	378	375
资产总计	1586	1661	1800	2122
流动负债	614	616	500	527
短期借款	364	295	204	150
应付票据	2	28	12	19
应付账款	45	86	86	109
其他	203	207	198	249
非流动负债	2	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	2	0	0	0
负债合计	617	616	500	527
股本	296	296	296	296
资本公积	195	195	195	195
未分配利润	329	389	619	883
少数股东权益	48	45	45	45
股东权益合计	969	1046	1300	1594
负债及权益合计	1586	1661	1800	2122

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	131	195	255	294
折旧和摊销	60	55	58	62
资产减值准备	-64	-6	10	5
无形资产摊销	14	13	13	14
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	25	16	12	8
投资损失	-7	0	0	0
少数股东损益	-1	-4	0	0
营运资金的变动	-54	21	158	60
经营活动产生现金流量	181	235	186	308
投资活动产生现金流量	-184	-71	-63	-67
融资活动产生现金流量	17	-200	-103	-63
现金净变动	14	-36	19	178
现金的期初余额	113	131	95	114
现金的期末余额	126	95	114	292

利润表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1458	1893	2276	2636
营业成本	539	709	842	982
营业税金及附加	16	21	25	29
销售费用	594	804	956	1107
管理费用	106	104	125	145
财务费用	25	16	12	8
资产减值损失	11	2	1	1
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	7	0	0	0
营业利润	174	236	314	363
营业外收入	3	2	1	1
营业外支出	10	2	1	1
利润总额	167	237	314	363
所得税	37	45	60	69
净利润	129	192	255	294
少数股东损益	-1	-4	0	0
归属母公司净利润	131	195	255	294
EPS (元)	0.44	0.66	0.86	0.99

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	24.7%	29.8%	20.3%	15.8%
营业利润增长率	42.3%	35.8%	33.1%	15.6%
净利润增长率	33.7%	49.4%	30.5%	15.6%
盈利能力(%)				
毛利率	63.0%	62.6%	63.0%	62.8%
净利率	9.0%	10.3%	11.2%	11.2%
ROE	14.2%	19.5%	20.3%	19.0%
偿债能力(%)				
资产负债率	38.9%	37.1%	27.8%	24.9%
流动比率	1.00	1.10	1.65	2.16
速动比率	0.83	0.87	1.27	1.77
营运能力(次)				
资产周转率	1.04	1.17	1.32	1.34
应收帐款周转率	25.20	69.08	66.76	65.62
每股资料(元)				
每股收益	0.44	0.66	0.86	0.99
每股经营现金	0.91	0.80	0.63	1.04
每股净资产	3.11	3.38	4.24	5.24
估值比率(倍)				
PE	60.64	40.59	31.12	26.91
PB	8.60	7.91	6.31	5.11

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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构客户部

上海地区销售经理

邓亚萍	电话: 021-38565916	Email: dengyp@xyzq.com.cn
盛英君	电话: 021-38565938	Email: shengyj@xyzq.com.cn
过 枫	电话: 021-38565966	Email: guofeng120@hotmail.com
姜 洋	电话: 021-38565910	Email: jydadao@sina.com

北京地区销售经理

韩吟华	电话: 021-38565933	Email: hanyh@xyzq.com.cn
-----	------------------	---

广东地区销售经理

朱元戥	电话: 021-38565941	Email: zhuyy@xyzq.com.cn
-----	------------------	---

重要声明

兴业证券系列报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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, 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。