

九芝堂 (000989)

芝兰同芳的理想



易镜明

021-38676779

yijingming@gtjas.co

本报告导读:

公司的主要看点是六味系列和二线品种的增长

投资要点:

- 公司是中国著名老字号，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。1999 年，公司由长沙九芝堂(集团)有限公司整体变更设立，并于 2000 年首次公开发行 4,000 万股 A 股在上交所上市。公司的主营范围为补血系列、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；主要产品包括驴胶补血颗粒、六味地黄丸、斯奇康注射液等三百多个品种。
- 长沙九芝堂(集团)有限公司持有 12,009.08 万股，持股比例为 40.35%，系公司控股股东；陈金霞女士系公司实际控制人。
- 我们预计公司 09 年收入构成：六味大约 2.53 亿，驴胶补血颗粒 2.5 亿，其他品种约 3.8 亿（斯奇康 8 千万，裸花紫珠、足光散各 4200 万、健胃愈疡片 3400 万、补肾固齿丸 2500 万、杞菊六味 1700 万）。
- 根据 2009 年三季报显示，公司资产负债率较低，为 19.96%；总资产合计达到 15.21 亿元，其中货币资金高达 7.44 亿元，固定资产为 2.27 亿元，应收账款 + 其他应收款 + 应收票据为 2.42 亿元。
- 我们预计九芝堂 09、10、11 年 EPS 分别为 0.48、0.57、0.66 元。公司的增长点主要是六味以及二线品种足光散、裸花紫珠、健胃愈疡片等，目前股价 14.7 元，相当于 10 年 PE 26 倍，给予谨慎增持建议和 18.1 元目标价。

评级: 谨慎增持

上次评级: 首次覆盖

目标价格: 18.10

上次预测: 首次覆盖

当前价格: 14.46

2010.03.09

交易数据

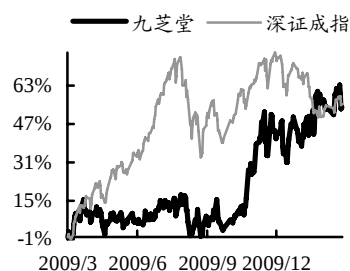
52 周内股价区间 (元)	9.40-15.75
总市值 (百万元)	4,363
总股本/流通 A 股 (百万股)	298/298
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	8
日均成交值 (百万元)	116

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,217
每股净资产	4.09
市净率	3.6
净负债率	0%

EPS (元)	2008A	2009
Q1	0.11	0.11
Q2	0.19	0.14
Q3	0.34	0.11
Q4	0.03	0.11
全年	0.67	0.47

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-1%	7%	47%
相对指数	-5%	18%	-3%

财务摘要 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,024	1,101	1,137	1,206	1,385
(+/-)%	8.0%	7.5%	3.2%	6.1%	14.8%
经营利润 (EBIT)	161	125	167	200	235
(+/-)%	127.3%	-22.7%	34.0%	19.7%	17.4%
净利润	128	200	140	168	198
(+/-)%	186.8%	56.4%	-29.8%	20.0%	17.6%
每股净收益 (元)	0.43	0.67	0.47	0.57	0.66
每股股利 (元)	0.30	0.40	0.05	0.06	0.07

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营利润率(%)	15.8%	11.3%	14.7%	16.6%	17.0%
净资产收益率(%)	10.9%	16.3%	11.2%	12.0%	12.5%
投入资本回报率(%)	32.5%	30.9%	41.9%	49.3%	54.6%
EV/EBITDA	20.6	25.4	20.5	17.3	14.9
市盈率	36.2	23.2	33.0	27.5	23.4
股息率 (%)	1.9%	2.6%	0.3%	0.4%	0.4%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

模型更新时间: 2010.03.09

股票研究

必需消费

医药

九芝堂 (000989)

评级: 谨慎增持

上次评级:

目标价格: 18.10

上次预测:

当前价格: 14.46

公司网址

www.hnjzt.com

公司简介

公司是中国著名老字号,公司主要产品
驴胶补血颗粒、斯奇康及浓缩丸系列产
品,疗效确切、定位准确。

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业收入

营业成本

税金及附加

营业费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形及其他资产

资产合计

流动负债

长期负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利润率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

PB

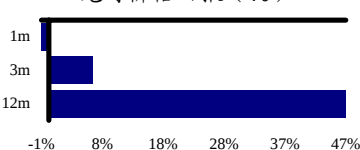
EV/EBITDA

P/S

股息率

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
损益表					
营业收入	1,024	1,101	1,137	1,206	1,385
营业成本	506	485	465	476	541
税金及附加	10	14	15	16	18
营业费用	332	377	398	417	479
管理费用	79	93	91	97	111
EBIT	161	125	167	200	235
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	90	58	0	0	0
财务费用	29	17	10	10	10
营业利润	133	108	157	190	225
所得税	25	7	25	30	35
少数股东损益	0	0	0	0	0
净利润	128	200	140	168	198
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	497	715	731	876	1,039
其他流动资产	362	417	388	407	466
长期投资	4	20	20	20	20
固定资产合计	263	197	220	224	204
无形及其他资产	111	114	114	114	114
资产合计	1,442	1,546	1,542	1,697	1,887
流动负债	250	315	289	290	299
长期负债	13	1	1	1	1
股东权益	1,178	1,231	1,252	1,407	1,588
投入资本(IC)	497	404	399	406	430
现金流量表					
NOPLAT	135	121	142	170	200
折旧与摊销	28	28	23	25	26
流动资金增量	(3)	(11)	(2)	17	50
资本支出	(25)	8	30	15	(15)
自由现金流	135	147	193	228	261
经营现金流	112	210	179	188	179
投资现金流	(71)	71	83	(19)	11
融资现金流	(149)	(165)	(129)	(24)	(27)
现金流净增加额	(108)	117	134	145	163
财务指标					
成长性					
收入增长率	8.0%	7.5%	#REF!	6.1%	14.8%
EBIT 增长率	127.3%	-22.7%	#REF!	19.7%	17.4%
净利润增长率	186.8%	56.4%	#REF!	20.0%	17.6%
利润率					
毛利率	50.6%	55.9%	59.1%	60.6%	60.9%
EBIT 率	15.8%	11.3%	14.7%	16.6%	17.0%
净利润率	12.5%	18.2%	12.3%	13.9%	14.3%
收益率					
净资产收益率(ROE)	10.9%	16.3%	11.2%	12.0%	12.5%
总资产收益率(ROA)	8.9%	12.9%	9.1%	9.9%	10.5%
投入资本回报率(ROIC)	32.5%	30.9%	41.9%	49.3%	54.6%
运营能力					
存货周转天数	95	93	90	89	85
应收账款周转天数	27	27	28	28	27
总资产周转天数	495	488	489	483	466
净利润现金含量	0.87	1.05	1.28	1.12	0.90
资本支出/收入	-2.40%	0.76%	2.64%	1.24%	-1.08%
偿债能力					
资产负债率	18.3%	20.4%	18.8%	17.1%	15.9%
净负债率	-41.3%	-47.4%	-57.3%	-61.3%	-64.6%
估值比率					
PE	36.2	23.2	33.0	27.5	23.4
PB	3.9	3.8	3.7	3.3	2.9
EV/EBITDA	20.6	25.4	20.5	17.3	14.9
P/S	3.77	4.20	4.07	3.84	3.34
股息率	1.9%	2.6%	0.3%	0.4%	0.4%

绝对价格回报 (%)



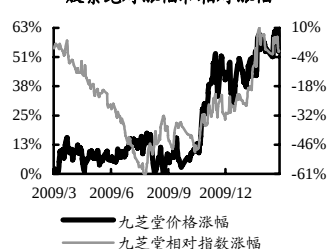
52 周价格范围

9.40-15.75

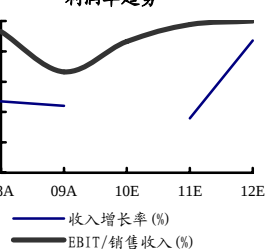
市值 (百万)

4,363

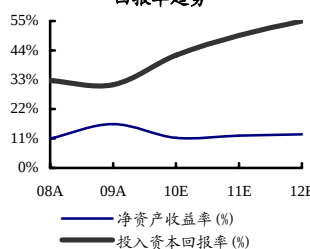
股票绝对涨幅和相对涨幅



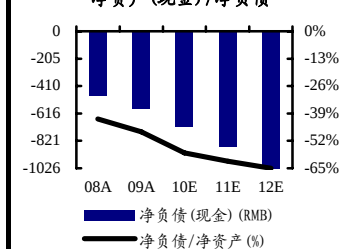
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



目 录

1. 公司背景简介.....	4
1.1 保健品业务为主，产品多元化.....	4
1.2 收入平稳增长，净利润变化较大.....	5
2. 公司业务分析.....	8
2.1 补血类市场竞争激烈，产品销售出现下滑.....	8
2.2 六味地黄丸市场领先，销售增长稳定.....	9
2.3 二线产品众多，寻找利润新增点.....	11
3. 公司现状.....	12
4. 公司销售架构.....	12
5. 财务分析.....	12
6. 投资建议.....	13

1. 公司背景简介

1.1 保健品业务为主，产品多元化

公司是中国著名老字号，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。1999年，公司由长沙九芝堂(集团)有限公司整体变更设立，并于2000年首次公开发行4,000万股A股在上交所上市。公司的主营范围为补血系列、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；主要产品包括驴胶补血颗粒、六味地黄丸、斯奇康注射液等三百多个品种。

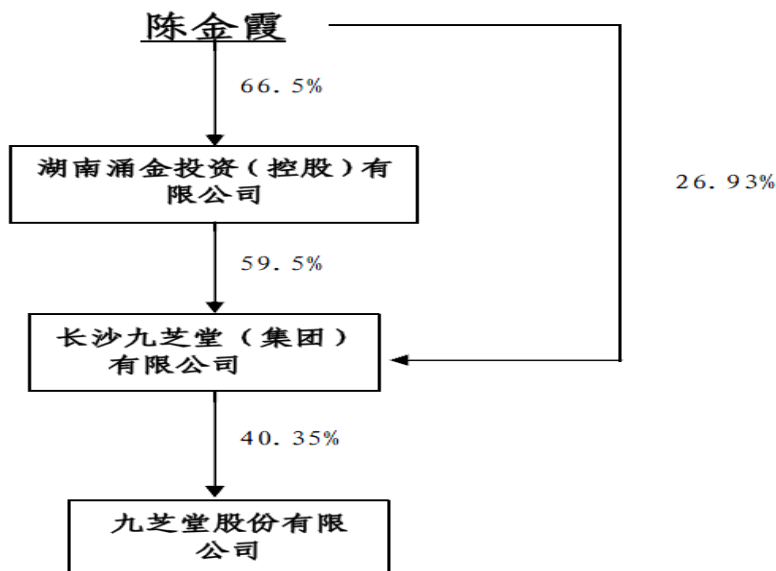
根据公司2009年三季报显示，目前股本为29,760.5268万股。长沙九芝堂(集团)有限公司持有12,009.08万股，持股比例为40.35%，系公司控股股东；陈金霞女士系公司实际控制人。

表 1: 2009 年三季度股东持股情况

股东名称	持股总数(万股)	持股比例(%)
长沙九芝堂(集团)有限公司	12,009.08	40.35
张灵伟	200.00	0.67
裕隆证券投资基金	199.99	0.67
司有山	195.73	0.66
全国社保基金一零八组合	139.99	0.47
杨燕灵	116.93	0.39
缪光媚	110.11	0.37
刘建成	104.92	0.35
尹忠明	97.80	0.33
缪光发	97.41	0.33
合 计	13,271.95	44.59

数据来源：Wind，国泰君安证券

图 1: 2009 年三季度公司股权结构



数据来源: 国泰君安证券

集团母公司主要生产六味地黄丸和驴胶补血颗粒等产品, 其旗下主要拥有 7 家控股子公司, 海南九芝堂药业、成都金鼎、斯奇生物制药三家从事生产性业务, 对公司的利润贡献较大; 此外, 九芝堂医药贸易、海南九芝堂医药从事药品批发和销售业务, 其余 2 家从事其他业务, 收入和净利润较小。

表 2: 公司主要控股公司经营情况 (万元)

公司名称	注册资本	主要产品或服务	08 年股权控制	08 年净利润*	07 年净利润*
九芝堂医药贸易	5,000	中成药、化学原料药、化学药制剂、抗生素制剂、生化药品、生物制品、保健食品、医疗器械, 政策允许范围内的对外贸易	100%	510.0	(102.0)
湖南九芝堂医药	3,500	中药材、中成药、中药饮片、化学药制剂、抗生素、生化药品、生物制品、诊断药品的研发和批发, 一、二、三类医疗器械的经营	91.43%	138.1	(38.4)
成都九芝堂金鼎药业	8,400	生产和销售中成药, 主要产品为足光散、补肾固齿丸等	100%	9,201.0	(129.0)
湖南九芝堂斯奇生物制药	5,200	生物制药、生物制剂的研究、开发、生产与销售; 保健食品的生产与销售等, 主要产品为斯奇康	99.5%	6,070.5	(10.6)
海南九芝堂药业	5,200	口服液、片剂、栓剂等的生产销售, 主要产品为裸花紫珠片	99.99%	725.9	634.9
湖南星辉塑业	500	塑料容器及其他注塑成型产品、塑料管道的生产、销售	100%	98.0	46.0
九芝堂商南植物药	100	植物药种植; 中药科研、信息技术咨询服务; 中药材 (管理品种除外) 收购、销售	70%	—	(4.2)

数据来源: 九芝堂 2008 年年报, 国泰君安证券

注: *已经处理为归属于母公司净利润

1.2 收入平稳增长, 净利润变化较大

09 年 3 季报: 主营收入、营业利润分别为 7.97、1.15 亿元, 分别同比上升 1.3%、37.4%, 净利润 1.08 亿元, 同比下降 43.1%, 主要为投资收益及营业外收入的减少所致; 营业利润率有所上升 (09-3q 14.5%, 08-3q 10.7%), 主要是公司精简了医药商业规模导致整体毛利率上升的缘故; EPS 0.36 元(一季度单季 0.11, 二季度单季 0.14 元, 三季度单季 0.11 元)。ROE 8.86%, 每股经营性现金流 0.56 元。

表 3: 利润表分析 (万元)

	083q	093q	增量	08-1Q	08-2Q	08-3Q	08-4Q	09-1Q	09-2Q	09-3q
主营收入	78,677	79,675	997	26,315	27,193	25,170	31,432	25,952	27,165	26,557
同比 %	7.4%	1.3%		12.9%	5.5%	4.1%	7.8%	-1.4%	-0.1%	5.5%
环比 %				-9.7%	3.3%	-7.4%	24.9%	-17.4%	4.7%	-2.2%
毛利率	55.1%	59.5%		53.0%	55.6%	56.8%	57.9%	60.4%	58.3%	59.7%

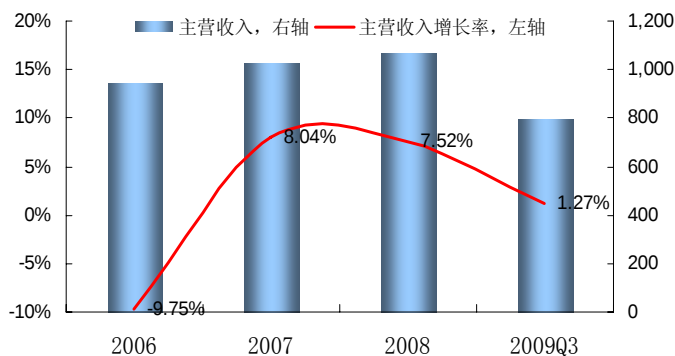
主营毛利	43,365	47,384	4,018	13,948	15,112	14,305	18,215	15,680	15,837	15,867
同比 %	18.5%	9.3%		30.0%	12.3%	15.4%	19.6%	12.4%	4.8%	10.9%
环比 %				-8.4%	8.3%	-5.3%	27.3%	-13.9%	1.0%	0.2%
主营税金/收入	1.1%	1.3%		1.2%	1.1%	1.2%	1.7%	1.3%	1.2%	1.3%
销售费用	26,151	27,966	1,815	7,973	9,147	9,031	11,545	8,990	9,237	9,739
销售费用/收入	33.2%	35.1%		30.3%	33.6%	35.9%	36.7%	34.6%	34.0%	36.7%
管理费用	6,267	6,129	(138)	1,864	2,117	2,285	3,033	2,001	2,133	1,996
管理费用/收入	8.0%	7.7%		7.1%	7.8%	9.1%	9.7%	7.7%	7.9%	7.5%
财务费用/收入	1.8%	0.7%		2.4%	2.0%	0.9%	1.0%	2.1%	-0.5%	0.6%
期间费用率	43.0%	43.5%		39.7%	43.4%	45.9%	47.4%	44.5%	41.4%	44.7%
营业利润	8,406	11,549	3,143	3,120	2,816	2,471	-3,398	3,751	4,179	3,618
营业利润率	10.7%	14.5%		11.9%	10.4%	9.8%	-10.8%	14.5%	15.4%	13.6%
同比 %	541.0%	37.4%		172.5%	-347.5%	89.5%	-215.1%	20%	48.4%	46.4%
环比 %				5.7%	-9.7%	-12.3%	-237.5%	-210%	11.4%	-13.4%
公允价值变动	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	5,533	342	(5,191)	664	4,659	209	228	8	0	334
营业外收支净额	8255	757	(7499)	170	173	7,912	1,664	134	558	64
(公允价值 + 投资收益 + 营业外收支) / 利润总额	62.1%	8.7%		21.1%	63.2%	76.7%	-125.6%	3.7%	11.8%	9.9%
利润总额	22,194	12,647	(9,546)	3,954	7,648	10,592	-1,506	3,894	4,738	4,016
税前利润率	28.2%	15.9%		15.0%	28.1%	42.1%	-4.8%	15.0%	17.4%	15.1%
同比 %	147.7%	-43.0%		48.1%	168.4%	207.7%	-123.7%	-1.5%	-38.1%	-62.1%
环比 %				-37.7%	93.5%	38.5%	-114.2%	-358.6%	21.7%	-15.2%
实际税率	14.6%	14.5%		16.5%	27.0%	4.9%	169.4%	14.5%	13.8%	15.3%
少数股东损益/利润总额	0.0%	0.2%		-0.1%	0.0%	0.1%	-0.5%	0.1%	0.3%	0.3%
净利润	18,950	10,785	(8,166)	3,305	5,586	10,060	1,039	3,325	4,072	3,388
同比 %	156.1%	-43.1%		44.3%	134.8%	268.3%	-80.7%	0.6%	-27.1%	-66.3%
环比 %				-38.6%	69.0%	80.1%	-89.7%	220.0%	22.5%	-16.8%
EPS	0.64	0.36		0.11	0.19	0.34	0.03	0.11	0.14	0.11

数据来源：国泰君安证券

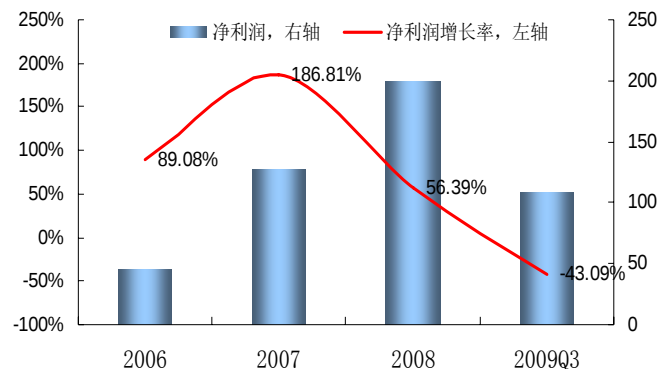
2006—2008 年,公司主营收入增长比较稳定,复合增长率为 7.78%。可以看出公司净利润的增长幅度要明显高于主营收入,三年复合增长率达到 111.79%,而 09 年第三季度净利润同比增长却出现了负值,除了公司整体毛利率提升外,主要是公司非经营性损益变化所致。08 年公司共获得 1.33 亿元的非经营性收益,包括子公司成都金鼎转让了原生产基地的土地使用权获得 7,756 万元;07 年由于证券投资收益和营业外收入,非经营性收益同样高达 1.3 亿元;相比之下,公司 09 年的该项收益却很小。

图 2: 公司业务收入变化 (百万元)

图 3: 公司净利润变化 (百万元)

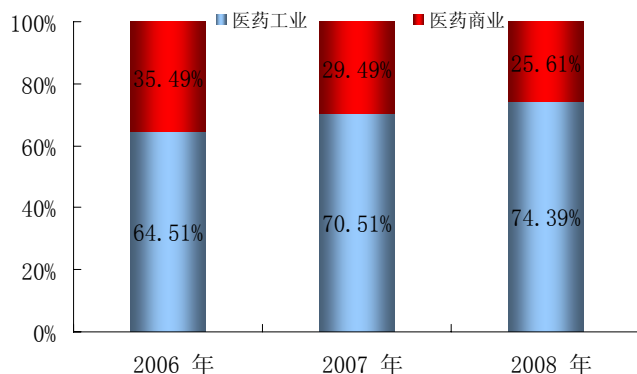


数据来源: 国泰君安证券



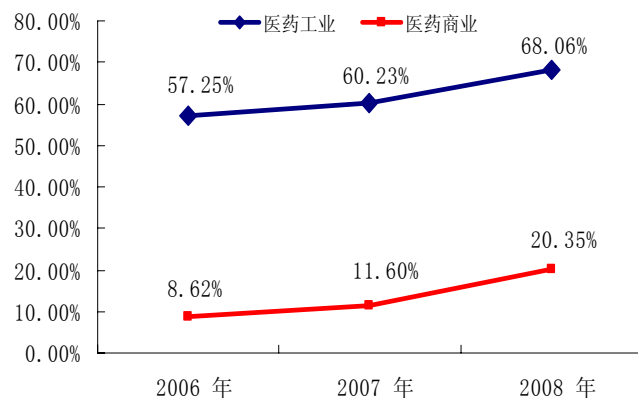
数据来源: 国泰君安证券

图 4: 公司业务收入构成



数据来源: 国泰君安证券

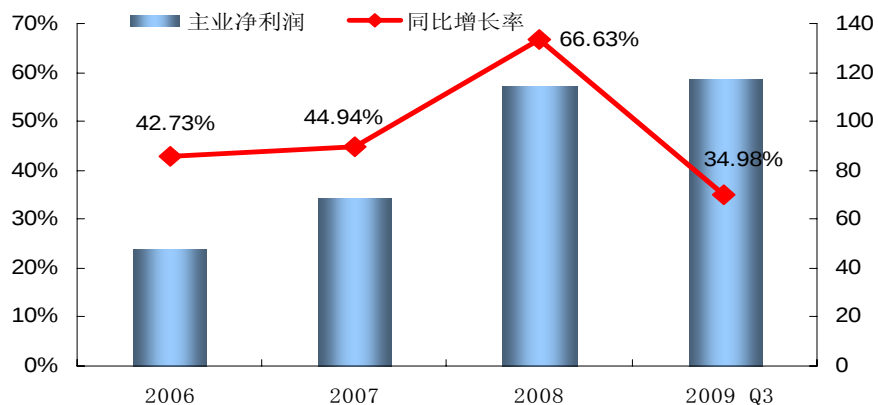
图 5: 公司毛利率变化 (百万元)



数据来源: 国泰君安证券

由于公司业绩受到非经营性损益变动影响较大，于是我们对公司的净利润进行了简单修复处理，设定主业净利润=主营业务收入-(主营成本+期间费用)。在去除近几年非经营性损益对公司净利润的影响后，我们可以看出公司的主业净利润的增长率相对比较平稳，且远高于公司同期主营收入的增长幅度，说明公司的整体营销体系比较稳定，经营销售情况良好。

图 6: 公司主业净利润变化 (百万元)



数据来源: 国泰君安证券

2. 公司业务分析

2.1 补血类市场竞争激烈，产品销售出现下滑

补血市场是保健产品近 10 年对消费者进行引导教育宣传一手打磨出来的，红桃 K 的万人销售大军，368 个子公司遍布全国，2001 年血尔的上市让补血市场的竞争从农村走向城市，从一家独大到群雄并举，最终形成目前补血市场的基本形态。补血类属于补益大类亚类品种，是补益类药物中市场开发最成熟，也是目前补益类产品市场份额最高的品类，约占 28.69%（其中单纯补血类占 1.76%，气血双补类占 26.93%），比排名第二的补阴类高出近 5%。

目前，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，而且尽管东阿阿胶集团的广告投入要远低于太太血乐、血尔、驴胶补血颗粒等产品，但其产品市场份额近年一直呈现稳步增长的趋势；**九芝堂生产的驴胶补血颗粒，2008 年的销售额为 2.63 亿元，目前市场销售规模仅次于阿胶类产品；**2007 年，该产品在北京、上海等 8 城市合计的零售终端补血类成药产品中占据 6.2% 的市场份额。

根据广州标点医药信息零售市场监测数据显示，2008 年深圳、武汉、沈阳三地补血类产品市场份额前三位的厂商分别是：山东东阿阿胶集团、山东福胶集团、武汉红桃 K 集团。**湖南九芝堂股份位列第四。**三城市前五家企业的合计市场份额由 2007 年的 67.8% 上升到 2008 年同期的 74.4%。其中，山东东阿阿胶集团的市场份额同比升幅最大，上升了 7.0%，市场份额比排在第二位的山东福胶集团高出 45.6%，遥遥领先其他企业。

表 4：我国三城市补血类前五厂商市场情况

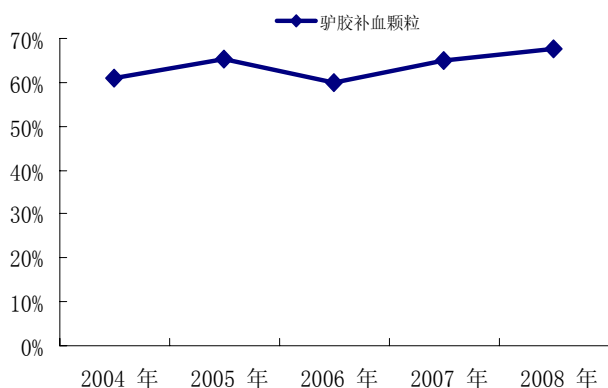
排名	2007	2008
1	山东东阿阿胶集团	山东东阿阿胶集团
2	武汉红桃 K 集团	山东福胶集团
3	山东福胶集团	武汉红桃 K 集团
4	顺德康富来保健品	湖南九芝堂股份
5	湖南九芝堂股份	顺德康富来保健品
合计	67.8%	74.4%

数据来源：健康网，国泰君安证券

驴胶补血颗粒是九芝堂在补血类成药产品的主要产品，主打气血双补，适用范围相对较广，拥有较忠实的消费群体，是九芝堂盈利的主要来源之一。在差异化营销方面，九芝堂推出了无糖型驴胶补血颗粒，吸纳更广泛的消费群；在营销区域上，湖南是其销售的根据地，是对产品销售贡献最大的地区，占总销售比重 50% 左右。

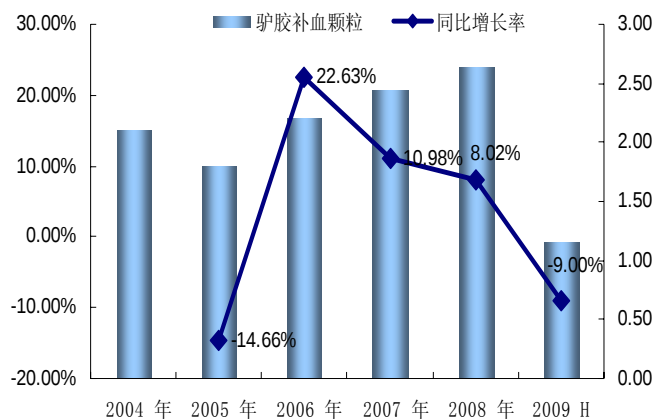
由于市场竞争激烈，公司销售业绩于 2009 年出现了负增长：2009 年上半年该产品实现销售收入 1.15 亿元，同比下滑了 9.00%。公司已加大了该产品的广告推广力度，有望在未来收到良好的效果。

图 7：公司驴胶补血颗粒产品毛利率



数据来源：国泰君安证券

图 8：公司驴胶补血颗粒收入与增长（亿元）



数据来源：国泰君安证券

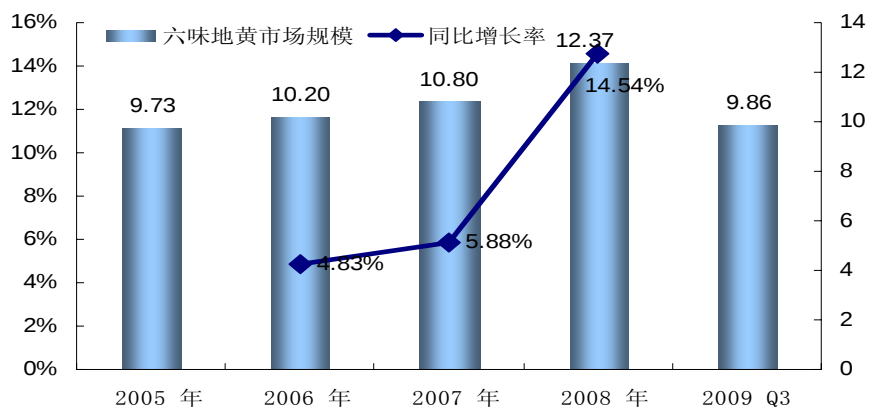
2.2 六味地黄丸市场领先，销售增长稳定

六味地黄丸是滋阴补肾的古方名药，用于治疗头晕目眩、腰膝酸痛、心烦失眠、耳鸣口干、手足心热、神疲倦怠等症状。六味地黄制剂可分为汤剂、小蜜丸、大蜜丸、口服液、浓缩丸、硬胶囊与软胶囊等，在临床上的使用频率非常高。

在过去 10 年的时间里，六味品种历经了三个变革阶段：第一阶段——传统六味制剂，以同仁堂为代表的六味地黄丸以其深厚的历史积淀，占据了市场的高端；第二阶段——在传统六味制剂基础上进行工艺提升，即以宛西仲景为代表的六味地黄浓缩丸；第三阶段——以“中药西制”为平台，在传统六味方的基础上，在保证原方配伍、疗效不变的前提下进行二次开发，以泰华堂为起点，以康缘软胶囊为品牌的新一代制剂，如胶囊、软胶囊、滴丸（神威药业）等。目前最深得消费者认可的品牌还是处于前两个阶段的代表产品。

六味地黄丸是六味地黄市场的主要系列产品，2006~2008 年，该细分市场保持了比较稳定的销售增长率。其中，药店终端市场作为六味地黄丸销售的主战场，为市场规模的增长做出了重要的销售贡献。

图 9：我国六味地黄丸市场规模情况（亿元）

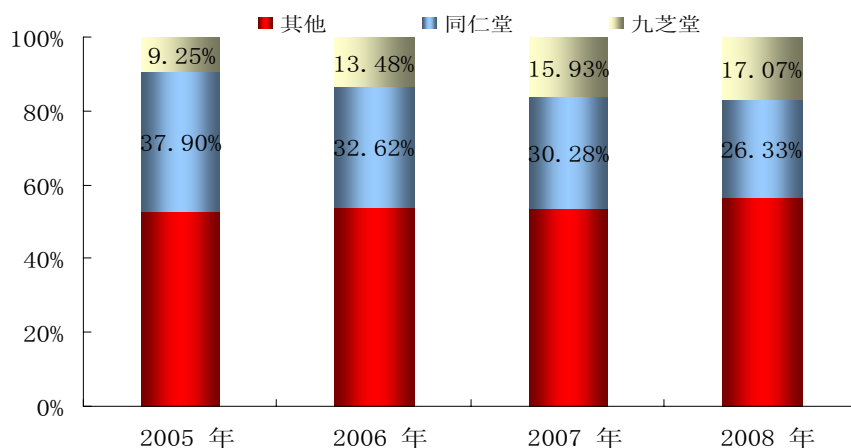


数据来源：国泰君安证券

我国六味地黄市场竞争日益激烈，目前有近百个厂家生产六味地黄系列产品。从区域市场 OTC 药品终端分布状况来看，至少有 30 个六味地黄品牌。该市场的主要竞争者包括同仁堂、宛西制药、康缘药业、九芝堂等。而且该产品竞争主要呈现同质化，表现在从产品原料、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，品牌和营销是决定六味地黄丸销售的最关键因素。

近几年，由于公司的浓缩六味地黄丸销售情况良好，增长率要高于六味地黄丸市场的整体水平，从而导致产品市场占有率逐年提升，已经从 2005 年的 9.25% 提高到 2008 年的 17.07%，而同期同仁堂的产品市场规模有所下降。2008 年公司的六味地黄丸销售额达到 2.11 亿元，同比增长 22.78%，市场销售额仅次于宛西制药（4 亿元）、同仁堂（3.26 亿元），位列第三。

图 10：我国六味地黄丸市场占有率情况

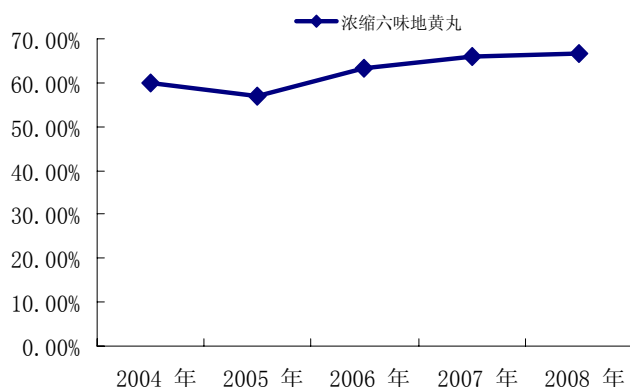


数据来源：国泰君安证券

六味地黄的药理作用已不再拘泥于过去的处方推荐，因其具有增强免疫、抗疲劳的特效，可以在一段较长时期内作为保健品服用，整个市场的增长速度比较乐观，鉴于公司主导产品占有较高的市

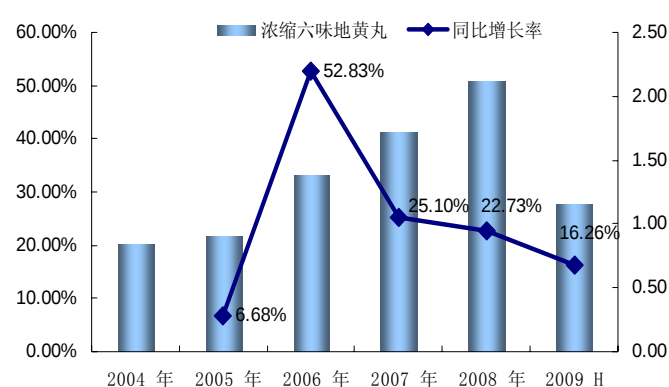
场份额，在业内具有较强的品牌优势，因此公司的浓缩六味地黄丸销售在未来几年有望继续保持两位数增长。

图 11: 公司浓缩六味地黄丸产品毛利率



数据来源: 国泰君安证券

图 12: 公司浓缩六味地黄丸收入与增长 (亿元)



数据来源: 国泰君安证券

2.3 二线产品众多，寻找利润新增点

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。由于二线产品的基数不大，因此增长都比较快。

斯奇康作为一种免疫调节剂，是公司唯一的化学药类一线产品，其近几年都保持在 8000-9000 万左右的销售水平，并且于 2008 年销售额突破亿元。但由于斯奇康的使用不是特别方便（隔天要注射一次），因此产品销量近几年的增长并不明显。

表 5: 公司主要二线产品情况

产品名称	功能主治
斯奇康注射液	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。
裸花紫珠片	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。
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
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。
足光散	用于湿热下注所致的角化型手足癣及臭汗症

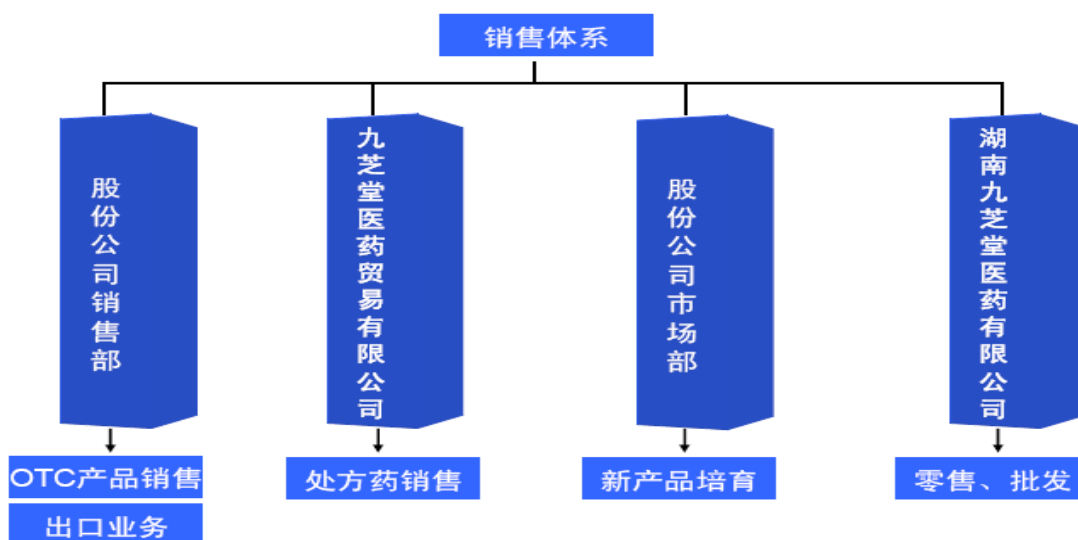
数据来源: 国泰君安证券

对公司利润贡献最大的驴胶补血颗粒和浓缩丸系列中的六味地黄丸均属于 OTC 产品中竞争非常激烈的品种，这成为制约公司进一步发展的最大问题。因此在公司加大营销力度巩固主导产品增长的同时，二线产品将可能成为公司未来重点突破的方向，如裸花紫珠片、健胃愈疡片等，增速较快，有望将成为公司业绩增长的新亮点。

3. 公司现状

我们预计公司 09 年收入构成：六味大约 2.53 亿，驴胶补血颗粒 2.5 亿，其他品种约 3.8 亿（斯奇康 8 千万，裸花紫珠、足光散各 4200 万、健胃愈疡片 3400 万、补肾固齿丸 2500 万、杞菊六味 1700 万）。

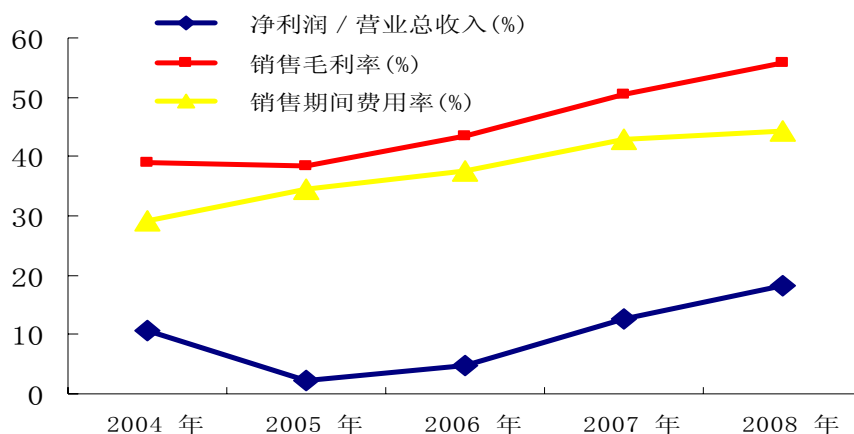
4. 公司销售架构



5. 财务分析

在稳定的经营销售策略下，公司近几年的盈利状况较好，销售毛利率和净利润率都呈现上升的趋势。由于公司在其主导产品上投入了大量的广告费用，因此其销售费用率不断增加，从而导致销售期间费用率也不断上升。

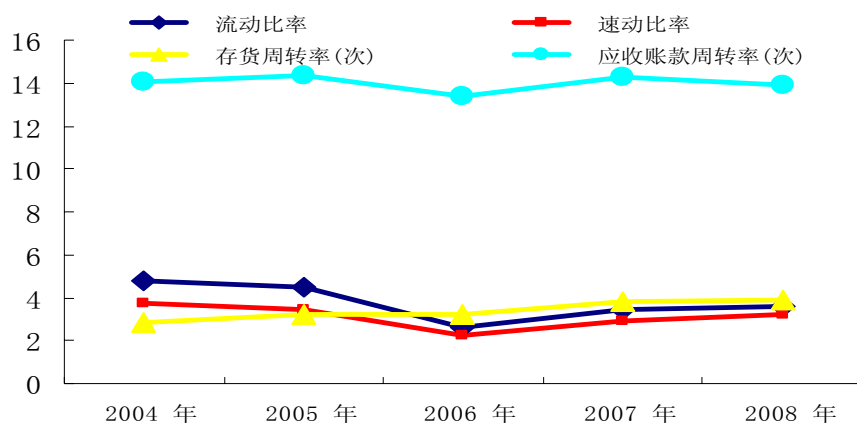
图 13: 公司盈利指标情况



数据来源：国泰君安证券

公司的财务比较稳健，健康度比较高，近几年的流动比率和速动比率均保持在较高的水平，存货周转率稳中有升，应收账款周转率亦较稳定。根据 2009 年三季报显示，公司资产负债率较低，为 19.96%；总资产合计达到 15.21 亿元，其中货币资金高达 7.44 亿元，固定资产为 2.27 亿元，应收账款 + 其他应收款 + 应收票据为 2.42 亿元。

图 14: 公司财务指标情况



数据来源：国泰君安证券

表 6: 公司资产负债表 (万元)

指标名称	09 年 Q3	08 年	07 年	06 年
货币资金	74,385.1	58,244.3	48,652.6	60,557.1
短期借款	0.0	0.0	0.0	15,000.0
长期借款	57.1	57.1	56.5	55.9
应收账款 + 其他应收款 + 应收票据	24,205.5	29,189.9	20,989.3	17,409.3
存货	11,710.5	11,426.2	13,428.8	12,969.4
固定资产	22,731.7	19,658.0	26,253.5	29,302.1
应付票据 + 应付账款 + 其他应付款	25,845.4	25,337.6	20,815.7	16,720.7
股东权益	121,991.8	123,082.6	117,820.6	100,132.0
资产合计	152,141.8	154,620.1	144,167.9	136,249.1

数据来源：国泰君安证券

6. 投资建议

我们预计九芝堂 09、10、11 年 EPS 分别为 0.48、0.57、0.66 元。公司的增长点主要是六味以及二线品种足光散、裸花紫珠、健胃愈疡片等，目前股价 14.7 元，相当于 10 年 PE 26 倍，给予谨慎增持建议。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		