

买入(首次)

目标价格:

17.63-18.46 元

当前价格:

12.95 元

市场数据

医药指数	3479.78
三个月涨跌幅	-5.99%
上证综合指数	2607.50
沪深 300 指数	2850.21

基础数据

每股净资产(元)	4.23
资产负债率(%)	16%
总股本(百万)	297
流通股(百万)	297

相对股价表现

相关研究

九芝堂：老品牌期待新发展

报告摘要:

公司简介: 九芝堂是一个就有悠久历史的品牌。悠久的历史赋予了九芝堂较高的品牌价值。九芝堂目前利润来源有医药工业和医药商业。医药工业是公司的主要营业收入来源。公司的支柱产品主要有两类：一类是补血产品驴胶补血颗粒；另一类是浓缩丸系列，主要产品是六味地黄丸。近五年，医药商业的收入占比逐年萎缩，公司正在压缩医药商业利润较低的批发业务，将重点转向利润较高的零售业务。因此公司目前的商业正处在转型期和零售业务的培育期。

公司产品特点: 公司的主打产品市场竞争都十分激烈。公司的补血产品和浓缩丸系列在市场上就有一定的市场地位和知名度，尤其在南方市场。从全国范围来看，公司的产品处于二线品牌的一线地位，如果利用好公司的品牌效应，还具有发展空间。

公司商业情况: 公司正在进行商业的转型，批发业务被压缩，零售发展还局限于湖南省内，商业给公司带来更高的利润还有待时间。

投资亮点: 公司具有很好的品牌价值，目前市盈率只有 25 倍左右，低于同行可比公司。公司价值存在被低估。

公司主要风险: 公司产品众多，但有能力成为未来公司新的支柱产品还未观察到，公司“两翼突破”的战略还有待突破。

盈利预测及估值分析: 我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.59 元/0.74 元/0.85 元。根据 FCFF 和 PE 估值法，公司目标价格为 17.63-18.46 元/股,对应 2010-2012 年 PE 分别为 30 倍/24 倍/21 倍。

医药研究小组:

郑一宁(联系人)

8621-68761616-8519

zhengyn@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼,200122

<http://www.tebon.com.cn>

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2007	2008	2009	2010 E	2011E	2012E
营业收入	1,024	1,101	1,109	1,194.	1,298.	1,412.
收入增幅(%)	8.02	7.52%	0.73%	7.72%	8.68%	8.74%
净利润	127.83	200.01	148.75	177.39	220.17	253.98
净利增幅(%)	190.9%	56.47%	-25.6%	19.26%	24.12%	15.35%
毛利率(%)	50.59%	55.93%	59.55%	61.98%	64.31%	65.38%
ROE (%)	10.87%	16.28%	11.79%	12.96%	14.65%	15.32%
EPS(元)	0.429	0.672	0.498	0.594	0.738	0.851

目录

1.公司简介：区域品牌，具有一定品牌溢价.....	1
2.公司分析：发展稳中有升，医药工业是经营主体.....	2
2.1 公司经营：医药工业占比上升，医药商业正在转型.....	3
2.2 公司产品：一线产品浓缩丸发展迅猛，二线产品突破有待时日.....	6
3.产品市场分析：补血类产品突破困难，浓缩丸产品存在机会.....	8
3.1 驴胶补血颗粒：补血市场竞争激烈，阿胶地位难以撼动.....	8
3.2 浓缩丸产品：六味地黄丸：属于二线领头产品，有发展机会.....	10
4.九芝堂公司总结：品牌质地良好，缺少优势品种.....	12
5.公司盈利预测及估值：有上升空间，保持适当关注.....	12
5.1 盈利预测.....	12
5.2 公司估值.....	13

图表目录

图 1：九芝堂股权结构.....	1
图 2：九芝堂近五年营业收入和净利润变化情况.....	2
图 3：九芝堂近五年营业收入组成变化情况.....	3
图 4：医药工业和医药商业近五年经营情况.....	3
图 5：医药工业和医药商业近五年经营情况.....	4
图 6：近五年三项费用率的变化.....	4
图 7：近五年主打产品的营业收入.....	5
图 8：近五年主打产品所占收入比.....	5
图 9：近五年主打产品毛利率情况.....	6
表 1：09 年不同省份补血产品市场竞争情况.....	7
图 10：不同品牌六味地黄丸市场占有率.....	10
图 11：不同品牌六味地黄丸终端市场提及率.....	11
表 2：九芝堂盈利预测.....	13
表 3：九芝堂财务报表预测.....	14

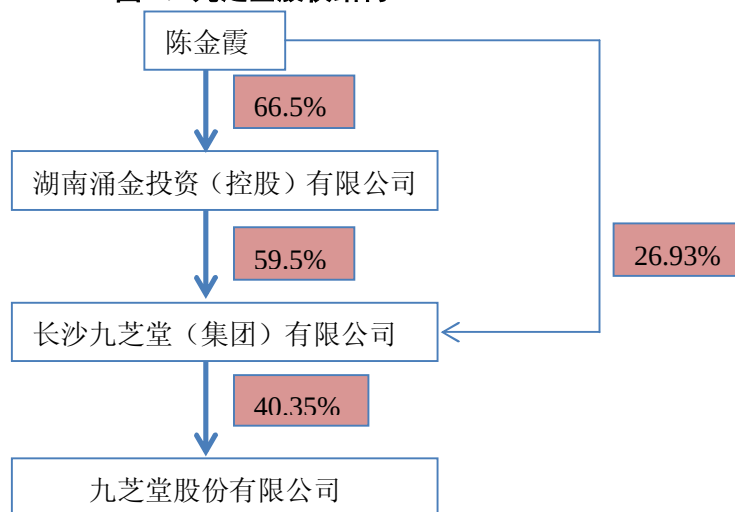
1. 公司简介：区域品牌，具有一定品牌溢价

九芝堂前身“劳九芝堂药铺”创建于 1650 年，现为国家重点中药企业。2004 年 2 月，“九芝堂”商标被国家工商行政管理总局商标局认定为中国驰名商标；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被列入国家级非物质文化遗产保护目录。“北有同仁堂，南有九芝堂”，在首届中华老字号品牌价值百强榜上，九芝堂以 13.55 亿的品牌价值排在第 13 位，“九芝堂”的品牌估值不可小觑。

九芝堂主要从事补血系列、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，主导产品有驴胶补血颗粒、六味地黄丸等。驴胶补血颗粒和以六味地黄丸为代表的浓缩丸系列年销售收入超过 2 亿元。2010 年，九芝堂被《医药经济报》评为“中国制药工业企业百强”。

据公司 2009 年年报披露，公司于 2009 年 5 月 22 日，公司原非流通股股东长沙九芝堂（集团）有限公司持有的本公司有限售条件股份 90,330,242 股解除限售。截至报告期末，公司有限售条件股份为 0 股，无限售条件股份和总股本为 297,605,268 股，且无内部职工股。九芝堂股份有限公司的股权结构如下，公司的实际控制人是陈金霞女士。

图 1：九芝堂股权结构



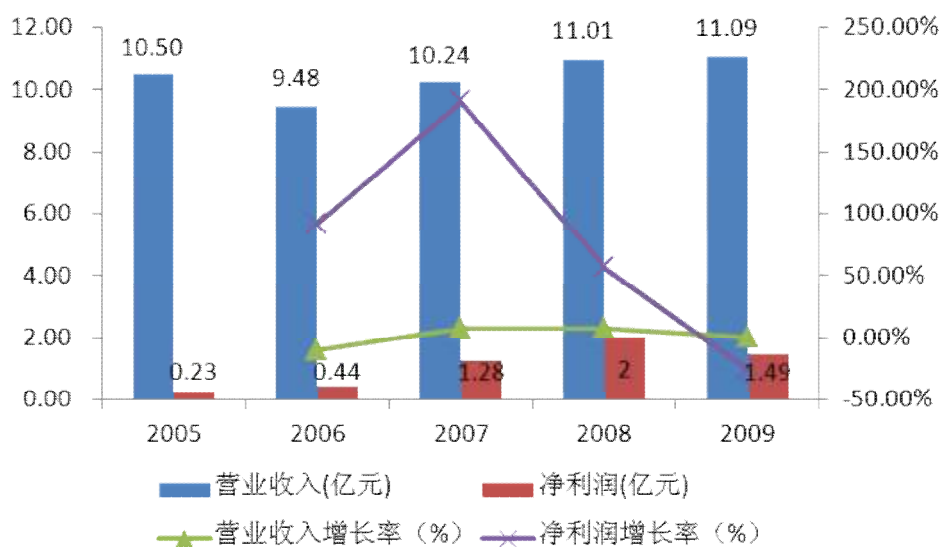
资料来源：公司公告，德邦研究

2. 公司分析：发展稳中有升，医药工业是经营主体

2.1 公司经营：医药工业占比上升，医药商业正在转型

九芝堂，最近五年营业收入变化较为平稳，除 2006 年业绩出现下滑外，其余几年都呈增长态势，但增长幅度有限。公司的净利润变化幅度较大，在 05-08 年净利润有过提升后，09 年，净利润出现下滑趋势。但从分析公司两年的利润表，08 年实际的营业利润有 10769 万元，投资收益为 5761 万元，营业外收支净额为 9919 万元；而 09 年实际的营业利润为 17187 万元，投资收益为 505 万元，营业外收支净额为 684 万元。09 年来自主营业务收入实际高于 08 年。

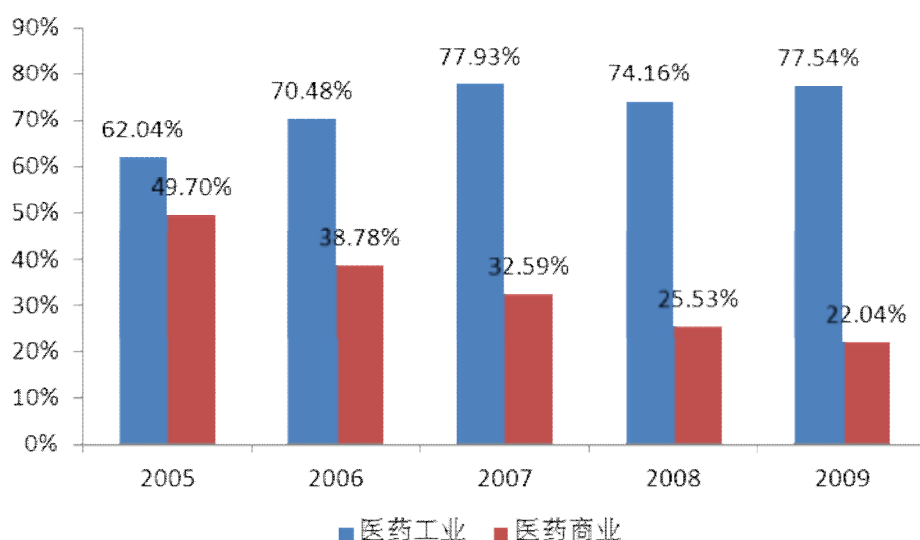
图 2：九芝堂近五年营业收入和净利润变化情况



资料来源：公司公告，德邦研究

九芝堂的营业收入主要来自两部分，一部分是医药工业，另一部分是医药商业。其中医药工业是九芝堂营业收入的主要来源，医药商业占总营业收入的比重呈下降趋势。医药商业比重的下降，是公司刻意压缩医药商业规模所致。公司正在调整商业战略，压缩批发业务规模，扩张零售规模，但目前公司的零售布局还局限于湖南省境内，既有直营店也有加盟店。

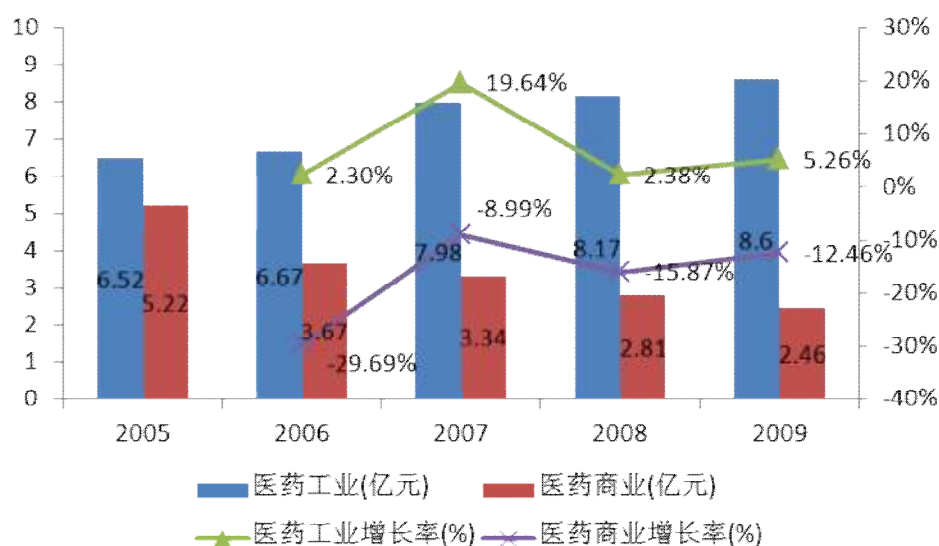
图 3：九芝堂近五年营业收入组成变化情况



资料来源：公司公告，德邦研究

分行业来看，医药工业的营业收入逐年上涨，但涨幅不大；医药商业营业收入逐年下滑，主要是公司对商业经营政策调整所致。

图 4：医药工业和医药商业近五年经营情况

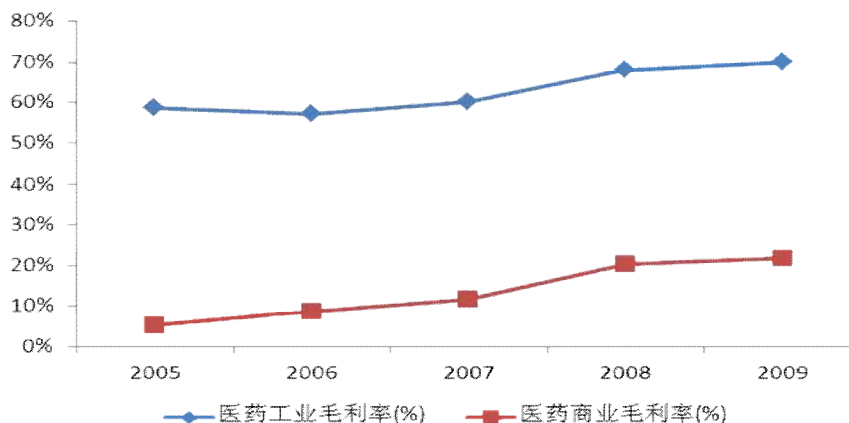


资料来源：公司公告，德邦研究

从毛利率来看，医药工业和医药商业的毛利率都有提高，尤其是医药商业由于毛利低的

批发业受到压缩，毛利高的零售导致整个医药商业的毛利增长幅度较快。

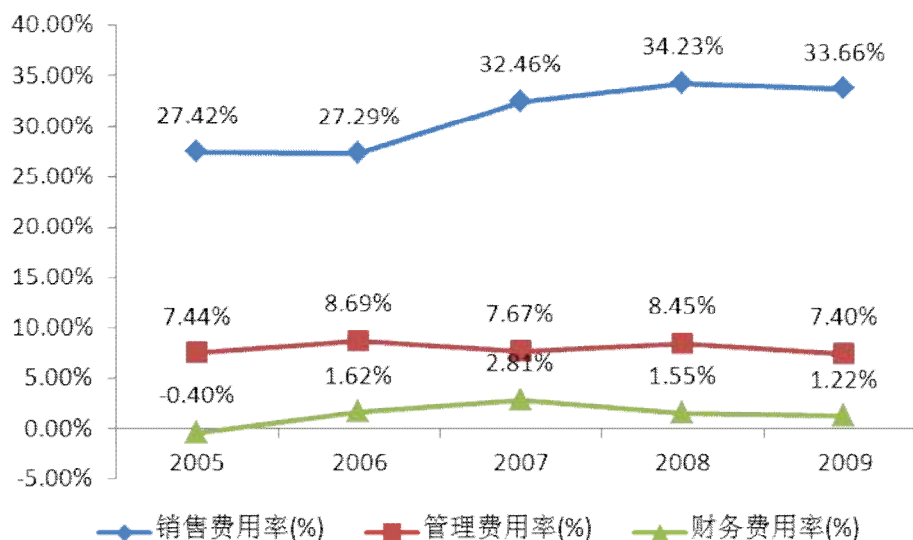
图 5：医药工业和医药商业近五年经营情况



资料来源：公司公告，德邦研究

从公司近五年的三项费用率来看，除销售费用率在 06-09 年有增长外，管理费用率和财务费用率波动不大。

图 6：近五年三项费用率的变化



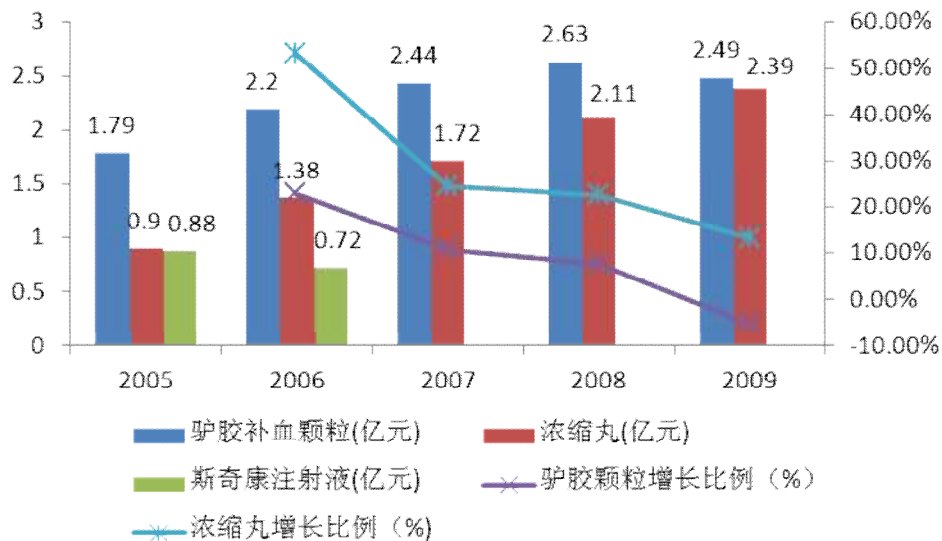
资料来源：公司公告，德邦研究

总之，公司的经营最近几年发展比较稳健。医药工业发展势头平稳，医药商业正在转型。公司的各项费用变化不大，销售费用的增加，可能暗示了公司营销力度的加强。

2.2 公司产品：一线产品浓缩丸发展迅猛，二线产品突破有待时日

公司一线产品是驴胶补血颗粒和浓缩丸，驴胶补血颗粒的营业收入在 09 年略降，浓缩丸的营业收入一直保持较快的增长势头。

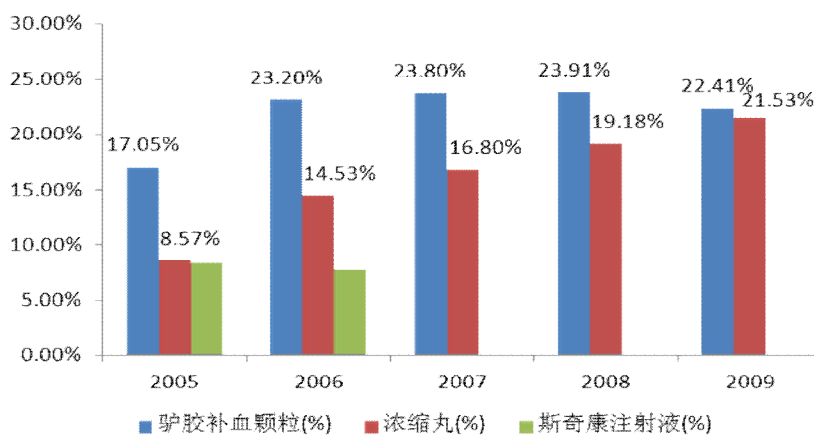
图 7：近五年主打产品的营业收入



资料来源：公司公告，德邦研究

从营业收入构成来看，浓缩丸的收入占比也逐年增加，09 年收入占比几乎和驴胶补血颗粒产品平齐。

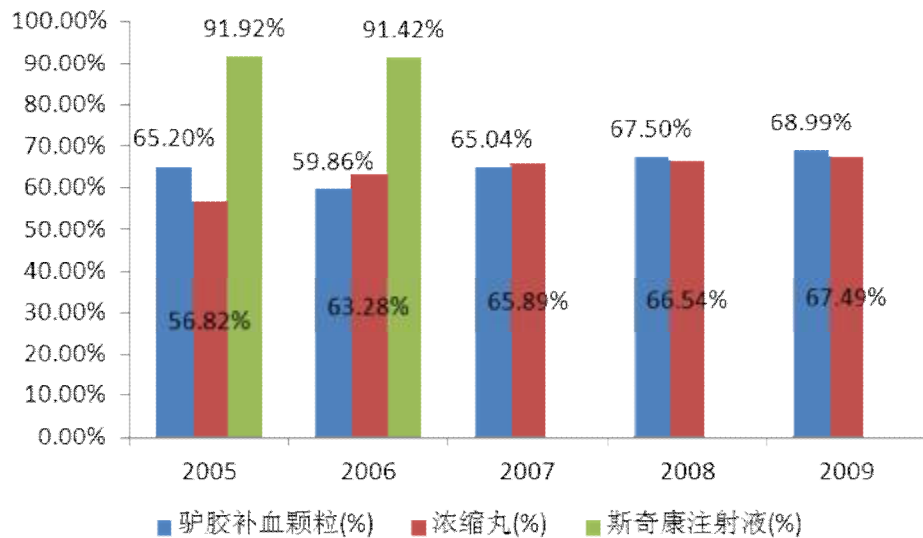
图 8：近五年主打产品所占收入比



资料来源：公司公告，德邦研究

从产品的毛利率来看，斯奇康注射液的毛利率最高，但该产品销售收入一直不大，浓缩丸和驴胶补血颗粒的毛利率呈增长趋势。

图 9：近五年主打产品毛利率情况



资料来源：公司公告，德邦研究

从产品上来看，浓缩丸的销售收入在逐年上升，09 年浓缩丸的收入占比几乎和驴胶补血颗粒齐平，应该是公司近五年着力培养的另一个利润增长点。公司另一个产品斯奇康注射液由公司的控股子公司湖南斯奇生物制药有限公司生产，产品毛利率高，但产品的销售收入并未成为公司一线产品。

总的来说，公司一线产品浓缩丸发展迅猛，但公司二三线产品如裸花紫珠片、足光散、补肾固齿丸、健胃愈疡片等销售额一直在千万级，还未能进入第一梯队，公司“突破两翼”的战略还有待时日。从财报披露的数据来看，公司的主要销售地域还是在湖南省，医药商业和医药工业营业收入均超过 2 亿元，其次是在广东地区，营业收入接近 7 千万，因此九芝堂的地域性品牌特征较为明显。

3. 产品市场分析：补血类产品突破困难，浓缩丸产品存在机会

3.1 驴胶补血颗粒：补血市场竞争激烈，阿胶地位难以撼动

补血类产品市场竞争较为激烈，该产品有一定的特殊性，由原来的“药健字号”一分为二后，一部份转为药准字的产品，一部份转为食健字号的产品。驴胶补血颗粒是药准字产品（国药准字 Z43021017）。

从补血产品成份工艺看，大体上可分三类，第一是化学制剂类，以“卜啉铁”为原料的红桃 K；以“药食同源”为原理的产品，如康福来的“血尔”（成分：卜啉铁，鲜鸡，黄芪，当归），第三，以阿胶当归等中药材为君药的补血类产品，东阿阿胶是当然的“领导者”。

从补血产品市场容量来看，根据上海致联与《医药经济报》的分析预测，整个补血产品市场容量约为 60-80 亿左右，现有规模已达 40-45 亿，药准字号补血产品和补血保健品的市场规模相当。今后，补血类产品市场将会在小幅攀升中逐步发展。全国药准字号补血类药品市场份额约为 20 多个亿，东阿阿胶最大。

根据健康网对部分城市 09 年补血产品的调查数据，可以看出，九芝堂的驴胶补血颗粒在南方城市和二三线城市具有较高的市场份额，整个补血品牌竞争激烈，市场集中度低。

表 1：09 年不同省份补血产品市场竞争情况

天津市场（09 年 01 月份）

排序	产品名称	市场份额
1	阿胶	28.32%
2	养血清脑颗粒	20.26%
3	螺旋藻片	18.54%
4	复方阿胶浆	9.47%
5	阿胶补血膏	6.08%
6	柏子养心丸	3.10%
7	养血清脑丸	2.51%
8	驴胶补血颗粒	1.93%
9	阿胶软胶囊	1.68%
10	养血安神片	1.11%

天津市场（09 年 11 月份）

排序	产品名称	市场份额
1	阿胶	37.64%
2	复方阿胶浆	25.95%
3	养血清脑颗粒	23.49%
4	螺旋藻片	4.97%
5	柏子养心丸	2.41%
6	阿胶补血膏	2.27%
7	阿胶补血颗粒	1.20%
8	养血清脑丸	0.89%
9	阿胶软胶囊	0.36%
10	驴胶补血颗粒	0.34%

天津市场（09 年 12 月份）

排序	产品名称	市场份额
1	养血清脑颗粒	48.46%
2	复方阿胶浆	20.19%
3	阿胶	20.10%
4	螺旋藻片	6.78%
5	阿胶补血膏	1.87%
6	柏子养心丸	1.35%
7	阿胶补血颗粒	0.42%
8	阿胶软胶囊	0.32%
9	驴胶补血颗粒	0.19%
10	养血清脑丸	0.13%

佛山市场（09 年 02 月份）

排序	产品名称	市场份额
1	阿胶补血膏	28.68%
2	驴胶补血颗粒	14.86%
3	阿胶膏	14.44%
4	阿胶益寿口服液	10.59%
5	复方阿胶浆	7.41%
6	山东东阿阿胶浆	5.75%
7	太阳神口服液	5.47%
8	阿胶原粉	4.74%
9	阿胶补血颗粒	3.36%
10	血尔口服液	2.67%

佛山市场（09 年 04 月份）

排序	产品名称	市场份额
1	驴胶补血颗粒	23.04%
2	复方阿胶浆	15.66%
3	阿胶益寿口服液	11.32%
4	阿胶膏	10.44%
5	保灵孕宝口服液	9.81%
6	血尔口服液	9.17%
7	山东东阿阿胶浆	7.62%
8	阿胶原粉	3.85%
9	阿胶	2.16%

佛山市场（09 年 05 月份）

排序	产品名称	市场份额
1	阿胶膏	22.06%
2	阿胶益寿口服液	20.61%
3	驴胶补血颗粒	20.01%
4	山东东阿阿胶浆	9.75%
5	复方阿胶浆	7.74%
6	血尔口服液	5.36%
7	阿胶补血颗粒	4.90%
8	保灵孕宝口服液	3.71%
9	太阳神口服液	2.84%
10	红桃 K 生血剂	1.37%

佛山市场(09 年 08 月份)

排序	产品名称	市场份额
1	驴胶补血颗粒	20.25%
2	阿胶膏	17.00%
3	复方阿胶浆	13.01%
4	阿胶益寿口服液	9.60%
5	山东东阿阿胶浆	8.70%
6	血尔口服液	7.18%
7	保灵孕宝口服液	6.97%
8	阿胶补血膏	4.63%
9	红桃 K 生血剂	4.10%
10	太阳神口服液	3.17%

佛山市场(09 年 09 月份)

排序	产品名称	市场份额
1	阿胶益寿口服液	21.50%
2	阿胶膏	17.76%
3	驴胶补血颗粒	17.68%
4	参茸阿胶	10.84%
5	保灵孕宝口服液	10.02%
6	复方阿胶浆	6.91%
7	阿胶补血颗粒	5.16%
8	血尔口服液	4.77%
9	太阳神口服液	3.58%
10	红桃 K 生血剂	0.93%

佛山市场(09 年 10 月份)

排序	产品名称	市场份额
1	驴胶补血颗粒	23.36%
2	阿胶益寿口服液	14.40%
3	复方阿胶浆	11.32%
4	血尔口服液	10.95%
5	阿胶膏	9.73%
6	阿胶原粉	7.11%
7	阿胶补血颗粒	5.05%
8	保灵孕宝口服液	4.73%
9	山东东阿阿胶浆	3.76%
10	太阳神口服液	3.43%

佛山市场（09 年 11 月份）

排序	产品名称	市场份额
1	驴胶补血颗粒	30.83%
2	阿胶益寿口服液	15.73%
3	阿胶膏	14.28%
4	保灵孕宝口服液	9.70%
5	复方阿胶浆	7.36%
6	山东东阿阿胶浆	6.08%
7	血尔口服液	4.41%
8	阿胶补血膏	4.38%
9	阿胶补血颗粒	3.11%
10	红桃 K 生血剂	2.35%

佛山市场（09 年 12 月份）

排序	产品名称	市场份额
1	驴胶补血颗粒	26.35%
2	阿胶益寿口服液	22.55%
3	血尔口服液	11.30%
4	山东东阿阿胶浆	9.06%
5	阿胶膏	7.80%
6	复方阿胶浆	7.01%
7	太阳神口服液	3.91%
8	保灵孕宝口服液	3.78%
9	阿胶补血颗粒	3.55%
10	参茸阿胶	2.92%

吉林市场（09 年 04 月份）

排序	产品名称	市场份额
1	阿胶	22.75%
2	驴胶补血颗粒	18.27%
3	螺旋藻口嚼片	16.16%
4	硫酸亚铁口服液	12.66%
5	养血清脑颗粒	10.96%
6	复方阿胶浆	7.11%
7	维铁缓释片	3.09%
8	柏子养心丸	2.40%
9	补血营养液	1.64%
10	螺旋藻胶囊	1.11%

吉林市场（09 年 05 月份）

排序	产品名称	市场份额
1	螺旋藻口嚼片	21.11%
2	驴胶补血颗粒	18.19%
3	阿胶	18.18%
4	养血清脑颗粒	14.11%
5	复方阿胶浆	7.37%
6	硫酸亚铁口服液	6.88%
7	维铁缓释片	3.63%
8	柏子养心丸	2.99%
9	阿胶口服液	1.55%
10	螺旋藻胶囊	1.55%

吉林市场（09 年 06 月份）

排序	产品名称	市场份额
1	阿胶	19.37%
2	驴胶补血颗粒	18.06%
3	螺旋藻口嚼片	16.93%
4	复方阿胶浆	14.88%
5	硫酸亚铁口服液	9.13%
6	养血清脑颗粒	8.32%
7	补血营养液	2.87%
8	维铁缓释片	2.72%
9	红桃 K 生血剂	1.55%
10	柏子养心丸	1.15%

吉林市场（09 年 07 月份）

排序	产品名称	市场份额
1	螺旋藻口嚼片	20.23%
2	驴胶补血颗粒	16.46%
3	阿胶	15.36%
4	硫酸亚铁口服液	11.88%
5	养血清脑颗粒	10.71%
6	复方阿胶浆	9.00%
7	维铁缓释片	4.30%
8	柏子养心丸	3.71%
9	补血营养液	1.90%
10	止血宝胶囊	1.61%

资料来源:健康网,德邦研究

从竞争态势来看,驴胶补血颗粒竞争对手强大,阿胶类产品的强势地位不可撼动。不管在哪个地域,阿胶类产品占据了补血类中成药产品四成以上的市场份额,并且市场份额的扩大是在广告投入远低于太太血乐、血尔、驴胶补血颗粒等产品的情下达到的。

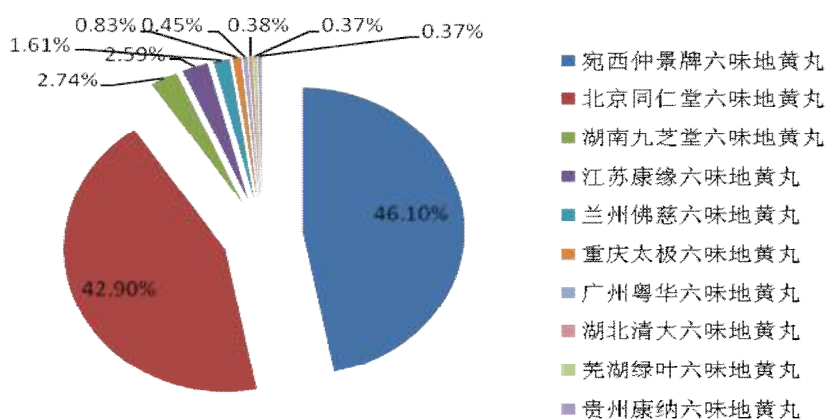
另外,最近国家对“驴皮”市场的整治,对于补血产品市场是一个利好消息。

3.2 浓缩丸产品：六味地黄丸：属于二线领头产品，有发展机会

六味地黄丸是滋阴补肾的古方名药，用于头晕目眩、腰膝酸痛、心烦失眠、耳鸣口干、手足心热、神疲倦怠等症状。自 20 世纪末开始，六味地黄丸的市场开始走强，产销量一路飚升。按 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。

六味地黄丸近几年能取得如此良好的市场表现，主要原因是：第一：疗效确切，效果长久，治标治本。声誉良好，长期以来，其传统中药古方的正宗身份，中医滋阴补肾的代表方剂已经深入人心，形成了重金难买的无价品牌。第二：价格低廉。按正常剂量服用，每天费用为 1.2~1.8 元左右，可以满足不同层次消费者的需求。第三：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，另一个是杞菊地黄丸。同时，它也进入了我国非处方药行列。正因为六味地黄有如上特点，引得众多医药企业涉足该药品的研制。目前有近百个厂家生产六味地黄产品。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，这其中包括宛西的仲景、北京同仁堂、九芝堂、兰州佛慈等，还有三株、雷氏、童涵春、雷允上等多家实力颇大的医药企业都在进军六味地黄市场，同质竞争十分激烈。

图 10：不同品牌六味地黄丸市场占有率

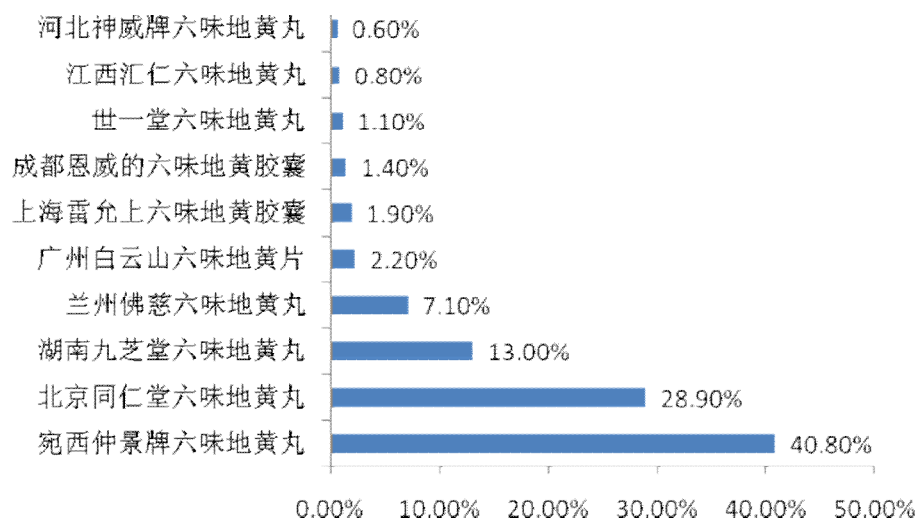


资料来源：医药经济信息网，德邦研究

从上图可以看出，宛西仲景牌六味地黄丸和北京同仁堂六味地黄丸在市场上占有绝对优势，两者占有 89% 的市场份额。九芝堂六味地黄丸位居第三，市占率仅为 2.74%。

根据健康网的终端调查，08 年近半年其药店中销售最好的六味地黄产品时，药店店员提及率前十位的品牌分别是：宛西制药仲景牌六味地黄丸、北京同仁堂六味地黄丸、湖南九芝堂六味地黄丸、兰州佛慈六味地黄丸、广州白云山六味地黄片、上海雷允上六味地黄胶囊、成都恩威的六味地黄胶囊、世一堂六味地黄丸、江西汇仁六味地黄丸、河北神威牌六味地黄丸，提及率分别是：40.80%、28.90%、13.00%、7.10%、2.20%、1.90%、1.40%、1.10%、0.80%、0.60%。

图 11：不同品牌六味地黄丸终端市场提及率



资料来源：健康网，德邦研究

从市场来看，六味地黄丸市场虽然生产厂家众多，但市场集中度较高，前两大品牌占据了主要的市场份额。九芝堂的六味地黄丸可以跻身二线品牌的领军品牌，但和前两名相比，同仁堂，宛西仲景还有较大差距。对于中药这个特殊品种，老字号是非常有价值和市场影响力的资源。九芝堂如果能运用好这个品牌资源，继续保持或超越目前的市场地位是十分有可能的。

4. 九芝堂公司总结：品牌质地良好，众多优势品种还未形成规模

九芝堂公司具有很好的品牌资源，但从目前来看，该品牌资源并未完全体现其价值。公司产品众多，但独家品种和优势品种还未形成规模，这都是制约公司发展的因素，也是公司面临的主要风险。

公司优势：品牌优势，现金流动性优势（09 年财报账面流动资金接近 8 个亿），各项财务指标良好；

公司劣势：公司虽然拥有独家品种，但还未形成销售规模；

公司机会：浓缩丸产品有进一步增长机会，流动资金的充裕可以有投资机会；

公司威胁：后继产品的断档对公司长期发展不利，商业模式转型成功与否也存在不确定性。

5. 公司盈利预测及估值：有上升空间，保持适当关注

我们认为公司具有较高的品牌价值，尤其在南方地区。品牌对于 OTC 产品至关重要。其次公司也有一定的渠道优势，但该优势更多的是集中在湖南省内。公司的主打产品竞争激烈，公司的经营作风保守有余，进取不足，成长性不高。但公司一直进行业务调整和管理提升，新的管理团队的组建有可能实践涌金系“金融+实业”的战略设想，盈利能力有望逐年提升。

5.1 公司盈利预测

假设 1：公司医药工业的主要来源还是来自补血产品和浓缩丸产品

假设 2：补血产品的营业收入未来三年增长率为 10%，8%，8%；浓缩丸系列未来三年的营业收入增长率分别为 20%，18%，15%

假设 3：补血产品未来三年毛利率保持 70%；浓缩丸未来三年的毛利率分别为 68.44%，69.42%和 70.41%

假设 4：其他产品未来三年增长率保持 10%；毛利率分别为 72%，75%和 75%

假设 5：医药商业未来三年将处于转型期向培育期过渡，增长率分别为-10%，-5%和-3%；
毛利率保持 25%

假设 6：公司销售费用率未来三年增长率为 35%，其余费用率取过去三年均值

根据以上预测，我们预测至 2010-2012 年公司 EPS 分别为 0.59 元、0.74 元和 0.85 元。

表 2：九芝堂盈利预测

项目	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
驴胶补血颗粒（亿元）	2.63	2.49	2.74	2.96	3.19
增长率	7.79%	-5.32%	10.00%	8.00%	8.00%
毛利率	67.50%	68.99%	70.00%	70.00%	70.00%
浓缩丸系列（亿元）	2.11	2.39	2.87	3.38	3.89
增长率	24.64%	22.67%	20.00%	18.00%	15.00%
毛利率	66.54%	67.49%	68.44%	69.42%	70.41%
其他（亿元）	3.46	3.75	4.13	4.54	4.99
增长率	-9.42%	8.68%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	63.01%	69.60%	72.00%	75.00%	75.00%
医药商业（亿元）	2.81	2.46	2.21	2.10	2.04
增长率	-15.87%	-12.46%	-10%	-5.00%	-3.00%
毛利率	20.35%	21.83%	25.00%	25.00%	25.00%
营业收入合计(亿元)	11.01	11.09	11.95	12.98	14.12
增长率	7.50%	0.73%	7.72%	8.68%	8.74%
毛利率	55.93%	59.55%	61.98%	64.31%	65.38%
净利润（亿元）	2.00	1.48	1.77	2.20	2.54
每股收益（元）	0.67	0.50	0.59	0.74	0.85

资料来源：德邦研究

5.2 公司估值

（1）绝对估值：FCFF 法

根据 FCFF 估值模型计算，公司合理价值为 17.63 元。

估值参数假设	数值
过渡期年数	0
永续期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.41%
市场组合报酬率 Rm	7.5%
有效税率 Tx	15.00%
β 系数	0.85
债务资本成本 Kd	0.05
债务资本比重 Wd	15.00%
股权资本成本 Ke	6.88%
WACC	6.49%

WACC	永续增长率(g)										
	1.24%	1.37%	1.50%	1.65%	1.82%	2.00%	2.20%	2.42%	2.66%	2.93%	3.22%
4.03%	28.45	29.71	31.24	33.13	35.50	38.56	42.62	48.26	56.56	69.90	94.74
4.43%	24.90	25.86	27.00	28.38	30.09	32.23	34.99	38.67	43.77	51.27	63.33
4.87%	21.91	22.64	23.50	24.53	25.78	27.32	29.26	31.76	35.08	39.68	46.46
5.36%	19.36	19.92	20.57	21.35	22.28	23.41	24.81	26.56	28.81	31.81	35.97
5.90%	17.17	17.61	18.11	18.70	19.40	20.24	21.26	22.52	24.10	26.14	28.85
6.49%	15.28	15.62	16.01	16.46	17.00	17.63	18.39	19.31	20.44	21.87	23.71
7.14%	13.64	13.90	14.21	14.56	14.97	15.45	16.02	16.71	17.53	18.56	19.84
7.85%	12.21	12.41	12.65	12.92	13.24	13.61	14.04	14.56	15.17	15.92	16.84
8.64%	10.95	11.11	11.30	11.51	11.76	12.04	12.38	12.77	13.23	13.78	14.46
9.50%	9.84	9.97	10.12	10.28	10.48	10.70	10.95	11.25	11.60	12.02	12.52
10.45%	8.86	8.96	9.08	9.21	9.36	9.54	9.74	9.97	10.23	10.55	10.92

(2) 相对估值

分产品对公司进行估值。补血产品按照东阿阿胶的市盈率给予估值，由于考虑到九芝堂补血产品同东阿阿胶的差距，给予九芝堂补血产品 35PE；浓缩丸系列参照同仁堂的市盈率给予估值，同样考虑同仁堂产品较强的市场地位，给予九芝堂浓缩丸系列 30PE；其他产品和医药商业分别给予 30PE；将各个产品折合计算公司的目标股价为 18.46 元。

表 3：九芝堂财务报表预测（单位：百万元）

利润表	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1109.21	1194.84	1298.56	1412.05
减：营业成本	448.64	454.28	463.45	488.85
营业税金及附加	13.68	14.74	16.02	17.42
营业费用	373.31	418.20	454.49	494.22
管理费用	82.07	93.64	101.77	110.67
财务费用	13.59	5.29	3.79	2.09
资产减值损失	11.10	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	5.05	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	171.87	208.70	259.03	298.80
加：其他非经营损益	6.84	0.00	0.00	0.00
利润总额	178.71	208.70	259.03	298.80
减：所得税	29.96	31.30	38.85	44.82
净利润	148.75	177.39	220.17	253.98
减：少数股东损益	0.43	0.52	0.64	0.74
归属母公司股东净利润	148.32	176.88	219.53	253.24

资产负债表	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	781.68	908.19	1102.10	1263.57
应收和预付款项	244.72	297.52	290.08	348.02
存货	113.44	119.94	118.16	132.99
其他流动资产	0.94	0.94	0.94	0.94
长期股权投资	20.00	20.00	20.00	20.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	232.31	185.98	139.66	93.33
无形资产和开发支出	109.71	96.51	83.30	70.10
其他非流动资产	4.84	2.42	0.00	0.00
资产总计	1507.62	1631.49	1754.23	1928.95
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	246.51	262.26	250.80	270.71
长期借款	0.58	0.58	0.58	0.58
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	247.09	262.84	251.37	271.29
股本	297.61	297.61	297.61	297.61
资本公积	588.32	588.32	588.32	588.32
留存收益	371.54	479.15	612.71	766.77
归属母公司股东权益	1257.46	1365.07	1498.63	1652.70
少数股东权益	3.07	3.59	4.23	4.97
股东权益合计	1260.53	1368.66	1502.86	1657.67
负债和股东权益合计	1507.62	1631.49	1754.23	1928.95

现金流量表	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	234.51	176.81	257.29	234.06
投资性现金净流量	103.33	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	-119.04	-50.29	-63.39	-72.59
现金流量净额	218.80	126.52	193.90	161.47

财务分析和估值指标汇总	2009A	2010E	2011E	2012E
收益率				
毛利率	0.60	0.62	0.64	0.65
三费/销售收入	0.42	0.43	0.43	0.43
EBIT/销售收入	0.16	0.16	0.18	0.19
EBITDA/销售收入	0.19	0.21	0.23	0.23
销售净利率	0.13	0.15	0.17	0.18
资产获利率				
ROE	0.12	0.13	0.15	0.15
ROA	0.12	0.12	0.13	0.14
ROIC	0.28	0.33	0.43	0.56
增长率				
销售收入增长率	0.01	0.08	0.09	0.09
EBIT 增长率	-0.10	0.06	0.25	0.15
EBITDA 增长率	-0.05	0.18	0.19	0.11
净利润增长率	-0.26	0.19	0.24	0.15
总资产增长率	0.01	0.08	0.08	0.10
股东权益增长率	0.02	0.09	0.10	0.10
经营营运资本增长率	-0.27	0.36	0.02	0.32
资本结构				
资产负债率	0.16	0.16	0.14	0.14
投资资本/总资产	0.32	0.29	0.24	0.21
带息债务/总负债	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比率	4.63	5.06	6.03	6.45
速动比率	4.17	4.60	5.55	5.96
股利支付率	0.80	0.39	0.39	0.39
收益留存率	0.20	0.61	0.61	0.61
资产管理效率				
总资产周转率	0.74	0.73	0.74	0.73
固定资产周转率	4.88	6.42	9.30	15.13
应收账款周转率	5.17	4.67	5.08	4.70
存货周转率	3.95	3.79	3.92	3.68

资料来源：德邦研究

投资评级

一、行业评级

- 推荐 – Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
 中性 – In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
 回避 – Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 – Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
中性 – Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 – Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $>10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。