

生物医药行业

九芝堂（000989）

公司点评报告

评级：增持

收盘价（元）14.35

目标价（元）17.30

九芝堂 2010 年报点评

市场数据

52 周最高/最低(元)17.99/10.23

总股本(百万)298

流通 A 股(百万)298

流通 B 股/H 股（百万）-/-

总市值（亿元）42.7

流通 A 股市值（亿元）42.7

事件：

公司于2011年4月21日发布2010年年报。年报披露公司在2010年实现营业收入11.2亿元，比09年同期增长1.19%；实现营业利润1.82亿元；实现净利润1.63亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为1.63亿元；实现每股收益0.55元。

相关研究

《九芝堂（000989）：老品牌期待新发展》

	2010 年	2009 年	本年比上年增减	2008 年
营业总收入（元）	1,122,389,752.66	1,109,212,005.73	1.19%	1,101,092,595.36
利润总额（元）	190,406,316.14	178,710,382.64	6.54%	206,880,319.15
归属于上市公司股东的净利润（元）	162,691,134.56	148,315,410.29	9.69%	199,893,946.78
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润（元）	153,030,536.20	138,887,491.37	10.18%	66,897,152.12
经营活动产生的现金流量净额（元）	185,789,943.10	220,921,862.35	-15.90%	131,212,474.08
	2010 年末	2009 年末	本年末比上年末增减	2008 年末
总资产（元）	1,738,510,955.52	1,547,532,889.81	12.34%	1,546,201,271.99
归属于上市公司股东的所有者权益（元）	1,378,649,831.87	1,257,462,350.35	9.64%	1,228,189,047.26
股本（股）	297,605,268.00	297,605,268.00	0.00%	297,605,268.00

数据来源：公司年报

生物医药研究小组

证书编号 S0120209080060

联系人

杨莹

8621-68761616-8565

yangying.nju@gmail.com

郑一宁

8621-68761616-8519

zhengyn@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

点评：

1. 商业占比持续下降，战略转型持续进行：公司从2005年开始进行战略转型，通过不断降低毛利率较低的商业部分业务，并且通过降低批发业务，扩张零售业务提高毛利率。2010年度医药工业营业收入

单位：万元

主营业务分行业情况						
行业	营业收入	营业成本	毛利率（%）	营业收入比上年增减（%）	营业成本比上年增减（%）	毛利率比上年增减（%）
医药工业	88,647.85	30,243.60	65.88	3.06	17.52	下降 4.20 个百分点
医药商业	22,773.74	17,384.59	23.66	-6.86	-9.05	上升 1.84 个百分点

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼

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

请务必阅读正文后的免责声明部分

为8.86亿元，比上年同期增长3.06%；医药商业营业收入为2.28亿元，比上年同期减少6.86%。从毛利率上来看，公司工业毛利率为65.88%，同比下降4.20%；商业毛利率为23.66%，同比上升1.84%，这和公司有目的地减少毛利率低的批发业务有很大关系。

2. **收入增长平稳，二线品牌有待突破：**公司营业收入同比上年增长1.19%，主营产品驴胶补血颗粒营业收入比上年减少2.43%，六味地黄丸浓缩丸营业收入比上年增加6.60%。毛利率在60%以上，总体上来看，收入平稳增长，主打产品保持较稳定收入，但是公司二线品牌的开发和推广有待突破，对于公司的持续发展有重要影响。

单位：万元

主营业务分产品情况						
产 品	营业收入	营业成本	毛利率（%）	营业收入比上年增减（%）	营业成本比上年增减（%）	毛利率比上年增减（%）
驴胶补血颗粒	24,253.92	8,393.01	65.40	-2.43	8.87	下降 3.59 个百分点
浓缩丸	25,456.13	9,969.17	60.84	6.60	28.43	下降 6.66 个百分点

资料来源：公司年报

3. **区域拓展持续进展，全国性战略布局意图显著：**公司是湖南品牌，因此业务主要集中在湖南省内，九芝堂具有很好的品牌资源，但是目前该品牌资源并未体现出该有的品牌价值。从公司近年来的区域分布情况看，公司正在进行区域拓展，将九芝堂的品牌推广到全国各地，形成以湖南为中心，逐步向周边扩展，最后形成全国性的营销网络系统。但是，目前来看，这种区域拓展的速度还尽不如人意，期待公司更大的举措和进展。

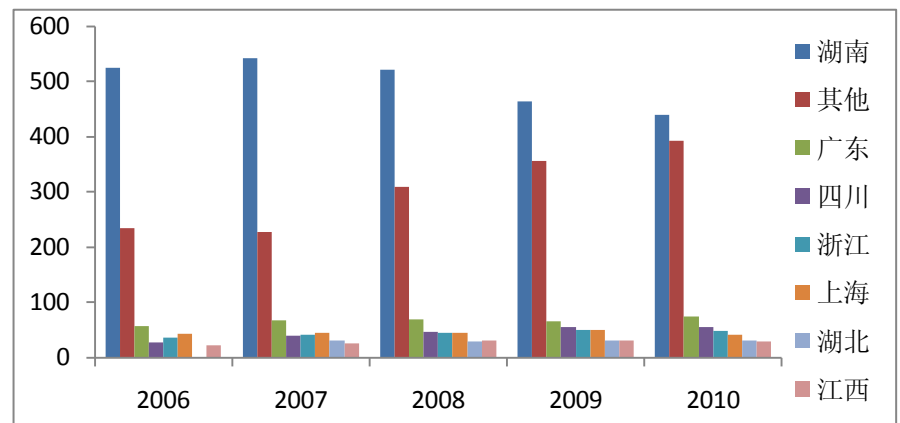


图1 九芝堂2006-2010年区域收入占比图

4. **销售费用率逐年提升：**公司2000-2010年销售费用率从14.16%提升到33.64%，可以看出公司在营销网络建设上的投入在逐渐加大，这也是导致公司营业利润增长平缓的原因之一。管理费用率基本稳定，在8%左右，这也在一定程度上体现公司在管理方面所发挥的作用不够突出，未能体现管理绩效。

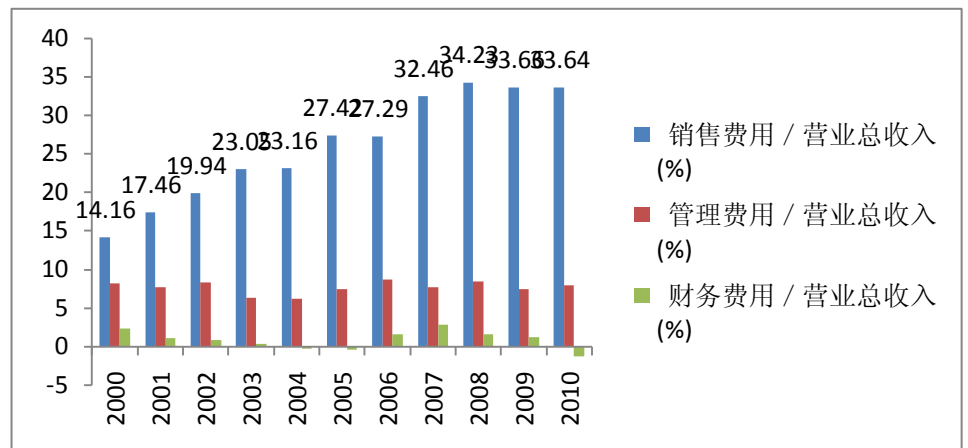


图1 公司2000-2010年费用率

5. **盈利预测：**公司年报披露每股收益0.55元，与我们的预测接近（2010-2012年EPS预测为0.59元，0.74元，0.85元）。因此，维持增持评级，根据年报数据相应调整，我们预计公司2011-2012年EPS0.72元，0.84元，12个月目标价为17.30元，对应2011年市盈率为24倍。

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。