



方正证券研究所证券研究报告

高级分析师：刘亚明

执业证书编号：S1220511010002

TEL: (010) 68584825

E-mail: liuyaming@foundersec.com

联系人：蒯学章

TEL: (010) 68584823

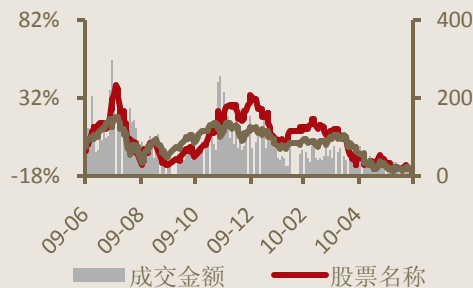
E-mail: kuaixuezhang@foundersec.com

联系人：李元元

TEL: (010) 68584859

E-mail: liyuanyuan@foundersec.com

历史表现



盈利预测

单位:百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	1122.39	1169.53	1321.57	1519.80
(+/-)	1.19%	4.20%	13.00%	15.00%
净利润	162.69	169.23	209.65	261.88
(+/-)	9.69%	4.02%	23.89%	24.91%
EPS(元)	0.55	0.57	0.70	0.88
P/E	23.07	21.81	17.60	14.09

数据来源：港澳资讯，方正证券研究所

相关研究

请务必阅读最后特别声明与免责条款

老字号静待新气象

九芝堂(000989)

公司研究调研报告

2012.02.13 买入

医药行业

事件：

近日我们对公司进行了实地调研，就公司新任总经理上任、公司经营状况进行了交流，并在湖南省内的几家代表性的连锁药店进行了调研。以下是调研中得到的主要观点和信息：

➤ 新任总经理将进一步推动渠道和终端管控

程总低调上任，暂未公开发表任何言论，正着手调研，有望在未来2-3个月左右拿出较系统的改革方案。

程总认为公司现有的基础良好（主要是现金充裕、回款管理好、品牌有优势、产品质量和成本控制好、产品丰富等）。

目前公司最大的难题是价格维护困难、给经销商的实际利润偏低，以六味地黄浓缩丸为例，出厂价9.5元，最高零售价14.5元，而市场实际售价往往是10元左右，以至于终端渠道销售拉动不足。

前任总经理刘总的营销改革主要是提出“扁平化”分级管理，控制经销商的数量，从而起到价格维护的作用。我们预计未来公司发展的重点之一仍将是营销体系的进一步理顺。最近几年来在多个省级卫视的广告投放为公司巩固品牌优势奠定了良好基础，但空中品牌传播优势与地面渠道覆盖缺乏充分结合，除了湖南、四川等省市以外，产品渠道拓展并不理想，品牌价值和市场潜力有待进一步挖掘。

目前众多品牌OTC药品普遍面临药店用高毛利同类产品终端拦截的问题，品牌药往往作为聚客产品往往以低毛利甚至负毛利销售。程总对于这些营销难题正好有成功的理论与实干经验。其早年在葵花药业集团有限公司销售部门任职时，摸索出一套营销策略，成为医药界“控制营销”的创始人。从2003年进行渠道改革，用3年时间把普药从3亿元做到了7亿元；在陕西步长集团，2006年回款14个亿，到2009年回款52个亿；在山东东阿阿胶公司，2008年回款12亿元，2010年突破21亿元。程总之前成功主导了东阿阿胶“价值回归”的提价策略，其负责的东阿阿胶销售团队一直把湖南地区作为营销的战略重点区域，其产品尤其是阿胶补血颗粒是驴胶补血颗粒的主要竞争对手。程总对于渠道和终端销售控制的主要举措是实施控制营销、让终端、控渠道，以客户id并提供并经核实的网络明细表为发货和考核依据，以“两优于，一维护、两到位”维护开发终端（产品陈列优于竞品，展示效果优于竞品，铁腕维护价格，市场策略落地终端到位，产品定位卖点传播推介到位）。（参见附录）虽然每家企业有不同的

情况，但九芝堂和程总之前效力的企业基本上都属于竞争相对激烈、存在“劣币驱逐良币”现象的品牌 OTC 产品领域，基本的营销策略和具体的操作思路有很多相通之处，不难做到举一反三，因此对程总将给九芝堂带来的变化，值得期待，也不难大致做出相对乐观的展望。

这次公司花大力气挖来程总这样的腕级营销人才，并委以总经理的重任（区别于东阿阿胶聘请程总为副总，无实际经营决策权不同），可以看出公司实际控制人对公司未来的发展充满信心，也对程总高度信任。魏总作为董事长一般只负责战略层面，并不会直接干预到具体的公司运营。据悉，为迎接新的主将，九芝堂营销人员从 2011 年下半年起就从以前 300 多人的中低层营销人员，裁下来只剩 30 余人。有人曾怀疑程总作为山东人来到湖南是否会出现水土不服的情况，但从之前作为公司大发展引路人的余克建董事长也并非本土湖南人，而是安徽人，可见南北文化差异应该并不妨碍程总在公司领导岗位发挥应有的能力和水平。

我们认为随着居民健康需求和消费能力的提升，OTC 市场终将回归品牌药消费为主流导向的趋势，九芝堂的品牌潜力将进一步被挖掘。

➤ 一线品种增速放缓，二线品种保持快速增长

2011 年由于营销方面存在的上述问题，一线品种收入增长乏力，驴胶补血颗粒销售收入维持在 3 亿元左右，六味地黄丸销售收入约 2.5 亿左右。六味地黄丸市场竞争激烈，3000 多个批号，70 多个品牌，九芝堂与同仁堂、宛西三家最强，但三家集中度仍不足 50%。同仁堂主要是传统剂型，其它两家推出了浓缩丸，服用剂量相对较小。驴胶补血颗粒在同类产品中市场占有率为 80-90% 左右，由于同类产品的激烈竞争，估计近两年占有率有所下滑，推出的无糖型颗粒更满足高端人群的需要。斯奇康（卡介苗注射液）销售额徘徊在亿元左右。公司近一次的营销改革从 2011 年 3 月才开始正式启动，下定决心维护价格体系，为了清理渠道库存，一直在进行控货，2011 年 3 季度来看，业绩增速明显提高，说明前期营销改革可能已经见效，主力产品增长有望提速。二线品种中，裸花紫珠片、足光散、补肾固齿丸由于广告拉动、疗效明确，销售收入均保持快速增长，目前都在几千万左右的收入水平，均有望成为过亿产品。另外 300 多个已有产品中也不乏具备潜力的品种。裸花紫珠片具有消炎、解毒、收敛、止血的功效，用于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，应用领域广泛，且在抗生素限制使用的大背景下有较大的替代性增长空间，由于其药用价值并未充分被市场认识和挖掘，潜力巨大。还可以开发成保健牙膏等类健康消费品，市场空间更为广阔。

➤ 中药材价格回落将使毛利率回升

山茱萸、党参等中药材价格回落，有望使 2012 年工业部分毛利率由 2011 年 60% 左右提升到 65% 左右，整体毛利率由 2011 年 54% 左右提升到 58% 左右。

➤ 新基地加快建设

新基地过去由于选址靠近博云新材，存在空气污染，后来重新购地，

因此拖了多年时间，目前正加紧建设，生产线将逐步投入使用，按计划将在 2014 年全面投产。

➤ 盈利预测与估值

基于以上前提假设，预计 2011、2012、2013 年 EPS 为 0.57、0.70、0.88 元，合理价格为 15-18 元。

附录 1:

程继忠：合理运用控制营销 提升销售业绩

（摘自程总在 07 年中国医药企业营销经理高峰论坛上的演讲）

我们提倡的控制营销有这么几点：

第一点，要控制企业，或者说我们做销售人员，做管理的，要控制企业或者自己单独发展或者是赚钱的这种欲望，我们讲己所不欲，勿施于人，大家都在讲平等合作、互利双赢、共同发展，光讲口头上不行，要落实在实际行动上，你在企业总的战略规划的时候，在营销政策设计的时候，首先你的思维方式、思维理念就要基于我首先要控制自己单独站起来、单独发展的欲望，我要和我的目标合作伙伴共同发展，真正达到强强联合，或者说真正市场经济化之后，我们政府干预市场的作用降低之后，我们通过我们强强联合达到在某个区域强者制订游戏规则这样一个目标，你要是不控制自己单独赚钱这种欲望，总想一共有一百块钱利润，商业公司、药店、医院一分不给，这一百块钱都装在生产企业的腰包里面，那就意味着你的路越走越窄，如果你能换位思考，站在合作伙伴的角度上思考问题，站在企业老板的角度上做事情，你就会考虑互利、双赢，就会跟你的合作伙伴共同获利，共同发展。

第二，要制定客户愿意接受并且能遵守的游戏规则。这主要是我个人的经历做的这套方案。我在五年前我制定了一套，因为我原来是卖普药的，我们的产品有一百多个都在生产，我们的价格相对比较高，同名产品的企业规模又比我们大，像广药集团、哈药集团，都比我们大若干倍，我们比较弱小，我们要想在这个渠道领域里面排他性销售，我们才能达到提高我们产量、销量的目的，我们确实也是费了一番周折，企业小、规模小，知名度没有这些大企业高，你又想让九州通这样的公司不能卖其他企业的产品，在协议里面又不能明文规定，让他们自愿的不去销售其他厂家的同名产品，比如我们现在生产的比较多的阿莫西林、六味地黄丸这些产品，不是很容易的，你就要制定一些客户愿意接受并且能遵守的游戏规则。我们协议里面没有这个条款，但实际上我们的产品卖进去了，其他厂家的产品，比如九州通、潍坊海王这些大的公司，他们就卖不进去，不是说我给他的让利多，因为我们当时那个企业才一两个亿的销售，我们再让利能让出多少，主要是我们设定了一种平等合作、互利双赢、共同发展，我们帮助我们的目标渠道做大做强，我们在各个领域里边，后来我跟邱波探讨，

我说你是山西企业，我们是黑龙江企业，我们这套做法实际上是典型的一种反晋商理论。晋商理论就是说鸡蛋不能放在一个篮子里边，为了保险，我们就是把鸡蛋通过择优、筛选，把它放在一个我们认为相对安全的一个篮子里面，我们就告诉刘树林，你要好好的把这个鸡蛋保管好，不然把鸡蛋弄打了，我们都没饭吃。我们控制营销理论和晋商理论是背道而驰的，但是邱波的合力营销在某些方面已经超过了我的控制营销。

第三个就是营造本企业主营产品良好的市场销售氛围，有的企业做广告，有的做招商，有的做网络维护，我们是广告加网络，在签定协议之后，在核心条款这一块就跟我们阐明，比如我们跟朝阳医药公司就规定在核心条款上如果你要是违背协议了，那对不起，那我就终止合作，因为我们首先要对等，如果你店大欺客，拿我们生产制药企业，总觉得说我要求你，要你给我开发医院，开发终端，要你给我付款，你总让我做下里巴人，我不干，我们合作是对等的，是双赢的，我们可以共同合作，共同发展的，核心条款上说不能经营其他同类同名产品，比如说你不能向辖区以外销售，我限定沈阳，限定辽宁，限定福建，你的货要是流到外省的终端去，我该给你佣金给你佣金，该给你折扣给你折扣，如果你一下流到外省市去了，预付款我可以还给你，一个企业也不缺少这几十万、几百万，从此以后，起码在短时间内你没有机会再跟我们合作了。为这件事情，有两家在全国比较大型的医药公司董事长亲自带着道歉书和承诺书，我们真的终止跟他们的合作了。这里面没有说我们生产企业要控制经销商，没有这个意思，就是我们一旦达成协议，在核心条款上，为什么说每个制药企业都有自己的销售政策，都有自己的协议版本，跟医药企业签完之后 99%都没有执行呢？责任不在医药公司，在我们制药企业的高管人员的管理思路和管理态度和这支团队的执行力，造成协议的核心条款窜货横行，包括平价药房到医药公司对我们制药企业怨声载道，说没有利润，责任在我们制药企业。在关键时候，在威胁到我们企业生死存亡的核心原则问题上，我们是不是敢于坚持，我们是不是敢于和我们的合作伙伴叫板。试想一下，南京医药最终为什么我说他会妥协呢？如果南京医药整个系统里面，比如南通健桥，再加上福建同春等等，如果这些公司都没有这个企业的产品的时候，会怎么样呢？他无法满足下游客户的需求，所以他也一定会做出让步，这家企业首先是理亏。营造本企业主营产品良好的市场销售氛围包括价格管控，包括渠道维护都是营造良好市场销售氛围的基本手段。

附录 2

OTC 品牌产品渠道控制营销之道

2010-05-17 第一营销网 李从选

一、品牌 OTC 产品的渠道势能

OTC 品牌产品，笔者从营销的角度对其进行分类：称之为“大普药”或者“品牌普药”，所谓“大‘普药’”就是通过连续多年的市场培养，成为同类产品中的知名品牌，销量在同类产品中进入前三强，因此具备普药的特点：消费者和渠道终端都广泛认知和认可；价格透明且一路走低；终

端铺货广泛且会终端自主购进，消费者指名购买；渠道广泛分销且可以在一、二级渠道构架中自然流通；有仿制品拦截者出现等特征。

大普药生产厂家由于历史的原因，大多是商业渠道成员偏多，规模都偏小，造成谁也不重视你，这是大普药上量的第一大障碍；大普药都被渠道和终端当成争取客源的产品，都用来打价格战，导致价格体系混乱致使渠道终端没有利润不愿卖而又不得不卖，这是其上量的第二大障碍；大普药厂家由于企业自己的销售压力，多采用饮鸩止渴的短期渠道促销方式回款，即给渠道政策压货回款，形成促销依赖症和价格体系持续走低，直至倒挂，这是大普药上量的第三大障碍。这几个原因一起就把渠道流通势能搞没有啦。

大普药能否持续扩大销售规模，其中一个关键环节之一就是必须重新构建好渠道流通势能。渠道流通势能主要由三个方面组成：一是价差体系，保证渠道各级成员有钱赚；二是经营品牌产品的各级商业有一定的销售规模，保证有利润总额足够；三是维护好价差体系和销售区域，保证渠道秩序。所有这些流通势能的重构，都需要渠道控制营销才能形成，下面谈谈渠道控制营销的关键点。

二、渠道控制营销的五个关键点

1、渠道整合营销的成败，关键在于生产企业自己的执行力和坚持精神。渠道促销最终必然会形成典型的促销依赖症，形成生产企业和渠道成员博弈的局面，你不给政策我就不进你的货。最后有些企业往往迫于销售压力而让步，其实渠道整合工程的成败主要就是企业自己的决心信心恒心。只要有决心把控制营销做到底不怕短期内的销售波动，就一定能成功。渠道管控既是系统工程，也是日常工作，必须长期坚持。

商业企业始终是被动的，渠道秩序要靠工业企业强力建立，因为商业公司在快速整合中，必然有些违规者以求苟延残喘。工业企业只要下决心，就没有做不好的控制营销。

2、做好渠道整合和归拢，提高渠道集中度

渠道控制营销一般都应该缩减直接发货回款的一级商数量，目的一是提高渠道集中度，通过规模集中扩大提升渠道经营自己产品的积极性；二是为了便于控制渠道流通区域和价格体系，渠道成员越少，价格体系控制的难度越小，跨区域串货也容易控制；三是渠道成员少了，才能构建起战略合作体系，受到渠道成员的重视，互为VIP。

控制营销就是渠道重组重构的过程，要把终端归拢到自己想要的渠道成员来进货。这其实就是渠道成员间利益体系的重新分配过程，必然导致原来的渠道成员由于利益受损短期内抵制和不配合，短期内对可能销售有些影响，企业无论遇到什么困难都必须坚持渠道整合和渠道强力管控，坚持渠道归拢。

3、渠道控制营销的关键是构建一个体系和两个规则

首先是构建一个体系：即高效、有序、可控的一二级渠道分销与终端

覆盖渠道网络体系。

没有秩序，大家都乱卖我们的产品，混乱就是必然。我们必须建立起畅通的渠道流通体系。

二是树立两个规则：一是建立强有力的品牌产品的渠道价格价差体系秩序和规则，二是渠道分销流通秩序与规则。大家都按照规定的价格销售，利益都有保证。

这也是渠道整合的目的。秩序和规则建立起来了，渠道流通势能也就慢慢形成了。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					现金流量表				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1250.75	1386.66	1476.24	1587.29	经营活动现金流	185.38	188.45	174.54	298.07
现金	826.46	971.23	968.36	1045.66	净利润	162.99	169.54	210.03	262.36
应收账款	92.91	89.54	122.44	121.74	折旧摊销	38.67	31.67	36.24	39.07
其它应收款	24.61	17.78	33.03	25.26	财务费用	-14.13	2.05	0.78	-1.39
预付账款	7.11	14.26	7.70	17.05	投资损失	-2.98	-21.88	-9.97	-11.61
存货	145.99	134.08	156.47	173.16	营运资金变动	-11.06	14.31	-63.41	7.81
其他	153.68	159.76	188.23	204.42	其它	11.90	-7.25	0.86	1.84
非流动资产	487.76	395.93	423.49	465.50	投资活动现金流	-120.85	80.11	-53.16	-69.27
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-24.70	-3.36	12.47	22.59
固定资产	216.45	204.98	211.56	221.96	长期投资	20.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	107.98	108.09	117.83	131.26	其他	-125.55	76.75	-40.69	-46.68
其他	163.33	82.86	94.10	112.28	筹资活动现金流	-23.37	-123.78	-124.26	-151.50
资产总计	1738.51	1782.59	1899.72	2052.79	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债	340.47	346.06	375.11	416.68	长期借款	0.01	-0.14	-0.10	-0.09
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-23.38	-123.64	-124.16	-151.41
应付账款	69.14	63.19	74.49	81.49	现金净增加额	41.16	144.77	-2.87	77.31
其他	271.33	282.87	300.62	335.18					
非流动负债	18.38	6.37	8.25	10.80	主要财务比率	2010	2011E	2012E	2013E
长期借款	0.58	0.44	0.34	0.26	成长能力				
其他	17.80	5.93	7.91	10.55	营业收入	1.19%	4.20%	13.00%	15.00%
负债合计	358.85	352.44	383.37	427.48	营业利润	6.00%	4.63%	24.78%	25.61%
少数股东权益	1.01	1.32	1.70	2.17	归属母公司净利润	9.69%	4.02%	23.89%	24.91%
归属母公司股东权益	1378.65	1428.84	1514.66	1623.14	获利能力				
负债和股东权益	1738.51	1782.59	1899.72	2052.79	毛利率	57.47%	54.00%	58.00%	59.00%
					净利率	14.52%	14.50%	15.89%	17.26%
利润表	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	11.81%	11.85%	13.85%	16.14%
营业收入	1122.39	1169.53	1321.57	1519.80	ROIC	10.25%	10.24%	12.20%	14.55%
营业成本	477.32	537.98	555.06	623.12	偿债能力				
营业税金及附加	13.43	13.99	15.81	18.19	资产负债率	20.64%	19.77%	20.18%	20.82%
营业费用	377.58	359.05	422.90	486.34	净负债比率	0.04%	0.04%	0.03%	0.02%
管理费用	89.63	87.71	99.12	106.39	流动比率	3.67	4.01	3.94	3.81
财务费用	-14.13	2.05	0.78	-1.39	速动比率	3.24	3.62	3.52	3.39
资产减值损失	-0.66	0.00	0.00	0.00	营运能力				
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.68	0.66	0.72	0.77
投资净收益	2.98	21.88	9.97	11.61	应收帐款周转率	12.06	12.82	12.47	12.45
营业利润	182.19	190.62	237.86	298.77	应付帐款周转率	7.78	8.13	8.06	7.99
营业外收入	10.34	10.34	10.34	10.34	每股指标(元)				
营业外支出	2.12	2.91	2.84	2.62	每股收益	0.55	0.57	0.70	0.88
利润总额	190.41	198.06	245.36	306.49	每股经营现金	0.62	0.63	0.59	1.00
所得税	27.42	28.52	35.33	44.14	每股净资产	4.64	4.81	5.10	5.46
净利润	162.99	169.54	210.03	262.36	估值比率				
少数股东损益	0.30	0.31	0.38	0.48	P/E	0.00	21.81	17.60	14.09
归属母公司净利润	162.69	169.23	209.65	261.88	P/B	0.00	2.58	2.44	2.27
EBITDA	204.31	202.78	252.52	315.36	EV/EBITDA	-4.02	13.42	10.79	8.40
EPS (元)	0.55	0.57	0.70	0.88					

数据来源：港澳资讯 公司公告 方正证券研究所

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，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。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。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。

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制度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，本公司的董事、高级职员或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。

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“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com