



基础牢 好起跑

——九芝堂（000989）调研快报

2012年2月13日

强烈推荐/首次

九芝堂

调研快报

陈恒	医药行业分析师	执业证书编号: S1480510120015
	010-6655 4018	Email: chenheng@dxzq.net.cn

事件:

近期，我对九芝堂进行了实地调研，和高管进行了经营和销售方面的交流沟通，形成以下观点。

1. 新总经理到任将改善营销体系。

公司1月30日晚间发布公告，董事会聘任程继忠先生为公司总经理。程总曾任步长集团商务、OTC总经理，到九芝堂之前在东阿阿胶股份有限公司任副总经理，具有丰富的营销经验。九芝堂拥有较高的品牌知名度，多年来的广告投入和产品的优良品质已经在客户群中积累了良好的口碑。公司原来的短板在于营销体系的终端覆盖能力较差。如果品牌的空中优势能够配合终端的地面覆盖，就将形成立体式的营销体系。原来的扁平化营销模式要求公司具有强大的后台管理能力，比较适合市场导入期的产品迅速占领市场，但不适合于驴胶补血颗粒这样的成熟品种，因此终端价格比较混乱。现在公司已针对这个缺点将省区管理改为五大区管理，放权给大区经理。这样，公司直接维护的经销商数量减少，营销体系效率提高，终端价格的维护明显加强。相信有了良好的渠道架构基础，加上程总的加盟，公司的起跑将更加轻松。

2. 良好的品种储备和充裕的资金为改革提高坚实基础

公司三个过亿产品：驴胶补血颗粒、六味地黄丸和斯奇康。二线品种有裸花紫珠片、补肾固齿丸、足光散等。其他还有三百多个储备品种，良好的储备品种提供了坚实的发展基础。从增长情况来看，虽然原材料价格在2011年出现大幅上涨，但通过加强到原材料产地的直接采购和控制销售费用，成本和费用都得到了有效控制。而原材料价格的回落，为公司的利润增长添加了有利因素。2011年中报显示，公司的货币资金达到7.6亿元，流动资产12.11亿元。公司现金充足，可以给营销改革提供更大的腾挪空间。

3. 九芝堂是涌金集团的医药实业平台，将得到更多支持

涌金集团是九芝堂的实际控制人，虽然集团在医药行业里面有诸多投资，上市公司里面包括九芝堂、千金药业、科伦药业等。但除九芝堂外，其他的均为财务投资，换言之，九芝堂是涌金集团唯一的医药实业平台。公司将得到更多的集团支持。

结论:

总的来看，九芝堂的不利因素已经消化殆尽，有利条件逐步增多，公司有望步入快速增长阶段。大股东的支持、成本压力的缓解、营销渠道的清理、品牌的良好辐射力都为起飞提供了必要的条件，管理人员的调整到位有望使有利条件充分发挥出来，公司未来值得期待。

我们将积极跟进公司的改革情况，及时更新公司状态。预计公司2011-2013年EPS为0.5元、0.64元和0.81元，对应最新股价12.4元的PE分别为25倍、19倍、15倍，首次给予“强烈推荐”评级，六个月目标价位19.2元。

风险提示：营销改革进程慢于预期；原材料成本上升。

表格 1：九芝堂盈利预测

百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1122	1153	1343	1544
(+/-)%	1.20%	2.76%	16.48%	14.97%
净利润	163	149	190	241
(+/-)%	9.60%	-8.71%	28.00%	26.56%
每股收益 (元)	0.55	0.5	0.64	0.81

资料来源：东兴证券

分析师简介

陈恒

生物工程和金融工程专业毕业，2010 年加盟东兴证券，从事生物医药行业研究三年，医药生物行业资深研究员。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用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。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。