

中药  
署名人: 余方升  
S0960511090002  
021-52286447  
yufangsheng@cjis.cn

#### 6-12 个月目标价:

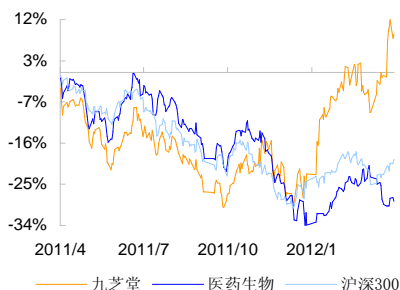
当前股价: 15.35 元  
评级调整: 维持

#### 基本资料

上证综合指数	2452.01
总股本(百万)	297
流通股本(百万)	297
流通市值(亿)	45
EPS	0.68
每股净资产(元)	4.87
资产负债率	19.35%

#### 股价表现

(%)	1M	3M	6M
九芝堂	22.51	36.34	49.43
医药生物	7.04	9.44	-12.08
沪深 300 指数	9.64	8.26	-1.86



#### 相关报告

九芝堂

000989

推荐

## 经营战略和营销调整处于改善途中

#### 投资要点:

- **公司区域性品牌竞争优势较为突出。**作为拥有数百年历史的中药老字号之一,公司的品种资源丰富,销售网络比较健全,拳头产品在湖南等地区具备较高知名度,但也面临着经营机制固化等亟待解决的问题。通过理顺销售资源,促进战略转型,顺利实现省外市场扩张是公司未来发展突破点;
- **营销变革正在开展中,后续进展值得关注。**公司医药工业以中成药为主,驴胶补血颗粒、六味地黄丸等浓缩丸销售收入均在 2 亿元以上,今后在终端让利等有效措施推动下,预计两大产品将实现稳健增长。斯奇康注射液、裸花紫珠片、足光散、补肾固齿丸、健胃愈疡片等二线产品具备较好成长性,随着渠道的调整到位,未来将迎来较快增长期。医药商业处于转型优化中,近年销售规模保持稳定。今后仍将进行结构调整,增加毛利较高的零售业务比例;
- **保健产品成规模尚需时日。**公司目前已经计划进入保健品、食品等领域,将通过自产/独家代理/收购来丰富产品线。由于具备一定品牌优势和零售连锁药店资源,预计通过参考同仁堂健康药业经营模式,开发保健食品等是公司今后的重要发展趋势之一,但成效有待观察;
- **管理层趋于稳定。**近年公司高管变动比较频繁,在今年 1 月新总经理上台后,经营层已日趋稳定团结,预计大股东将继续给予公司较大支持力度;
- **推荐评级。**综合来看,公司主导产品所处市场竞争激烈,今年将是营销基础夯实之年,费用投入较多,今后我们将密切跟踪公司的销售拓展进度。预计公司 2012-14 年的 EPS 分别为 0.71、0.89 和 1.13 元,同比分别增长 5%、25%和 26%,给予推荐的投资评级,建议适时介入。

**风险提示:** 主要产品面临竞争比较激烈; 销售改革进度不顺。

#### 主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1150	1370	1607	1862
收入同比(%)	2%	19%	17%	16%
归属母公司净利润	202	212	266	335
净利润同比(%)	24%	5%	25%	26%
毛利率(%)	53.6%	55.5%	57.5%	58.8%
ROE(%)	13.9%	12.8%	14.7%	16.7%
每股收益(元)	0.68	0.71	0.89	1.13
P/E	22.64	21.54	17.20	13.64
P/B	3.15	2.75	2.52	2.28
EV/EBITDA	15	15	11	9

资料来源: 中投证券研究所

## 目 录

一、公司具有较强的区域性品牌竞争优势.....	3
二、营销变革正在进行时，后续进展值得关注.....	5
2.1 驴胶补血颗粒－品牌地位需要巩固 .....	5
2.2 六味地黄丸－市场份额有望逐步攀升 .....	7
2.3 二线产品－蕴育多个上亿品种 .....	8
三、保健产品形成规模尚需等待时日.....	10
四、销售体系相对清晰，省外市场扩张是未来发展重点.....	11
五、其它：管理层日趋稳定，新厂房建设有序实施.....	12
五、投资建议：择机介入 .....	13
附录：公司简介 .....	14

## 一、公司具有较强的区域性品牌竞争优势

公司前身“劳九芝堂药铺”创建于1650年，比同仁堂还要早19年，是中国著名老字号之一。公司产品资源丰富，拥有338个药品生产批文，30多个独家品种。经过多年市场培育，目前拳头产品在湖南等省份已具备较高知名度，但也面临着激励机制不足、品牌形象老化等很多老字号的通病。

表1：与公司类似的著名传统中药品牌

品牌	主要简介	主导产品
同仁堂	中药行业著名的老字号，创建于清康熙八年（1669年），自雍正元年（1723年）正式供奉清皇宫御药房用药，历经八代皇帝，长达188年。历代同仁堂人恪守“炮制虽繁必不敢省人工，品味虽贵必不敢减物力”的传统古训。	安宫牛黄丸，大活络丸，牛黄清心丸，六味地黄丸，乌鸡白凤丸，阿胶块等
九芝堂	公司前身“劳九芝堂药铺”创建于1650年。2008年公司传统中药文化被列入国家级非物质文化遗产保护目录。	驴胶补血颗粒，六味地黄丸，斯奇康注射液，健胃愈疡片、补肾固齿丸、裸花紫珠片等
佛慈制药	1929年，创始人玉慧观先生在上海创立，取“我佛慈悲，药物普救众生”之意，是我国第一家采用“中药西制”的方式生产浓缩丸的企业。	六味地黄丸，浓缩当归丸，桂附地黄丸，知柏地黄丸，杞菊地黄丸，参茸固本还少丸等
童涵春堂	拥有创建于清朝乾隆四十八年（公元1783年）的著名百年中华老字号“童涵春堂”国药品牌。	六味地黄丸，杞菊地黄丸，香砂养胃丸等中成药，中药饮片，参茸补品等
胡庆余堂	清末著名红顶商人胡雪岩于1874年创立，承南宋太平惠民和剂局方，广纳名医传统良方，精心调制庆余丸、散、膏、丹、济世宁人。	强力枇杷膏，胃复春片，宁心安神胶囊，神香苏合丸，复方丹参片，石斛夜光丸等
陈李济	创建于公元1600年（明朝万历年间），在继承历代古方验方的基础上，研制生产数十种中成药，包括膏、丹、丸、散、茶、酒等，销售遍及南北大地，远至东南亚各国。	壮腰健肾丸、乌鸡白凤丸、补脾益肠丸、喉疾灵胶囊、咳喘顺丸等。

资料来源：各公司网站 中投证券研究所 据不完全统计

目前公司主营业务形成了以医药工业为主、医药商业为辅的合理布局。

医药工业方面，中成药是主要收入和利润来源，主导产品为驴胶补血颗粒、六味地黄丸等浓缩丸，二大产品贡献了公司约50%的利润。生物制药方面主要是斯奇康注射液，二线产品包括裸花紫珠片、足光散、补肾固齿丸、健胃愈疡片等。

从2001年来看，医药工业发展比较波折。除了2002、2003年和2007年增速较好外，其余年份基本上没有增加。2009年之后毛利率出现下降主要是受中药材成本上涨影响所致，约60%水平。

图 1: 2001-2011 年公司医药工业营收及增速

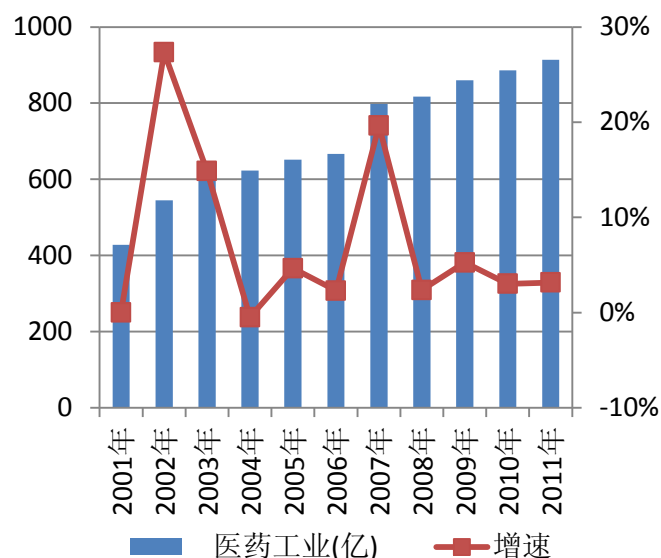


图 2: 2000-2011 年公司医药商业营收及增速

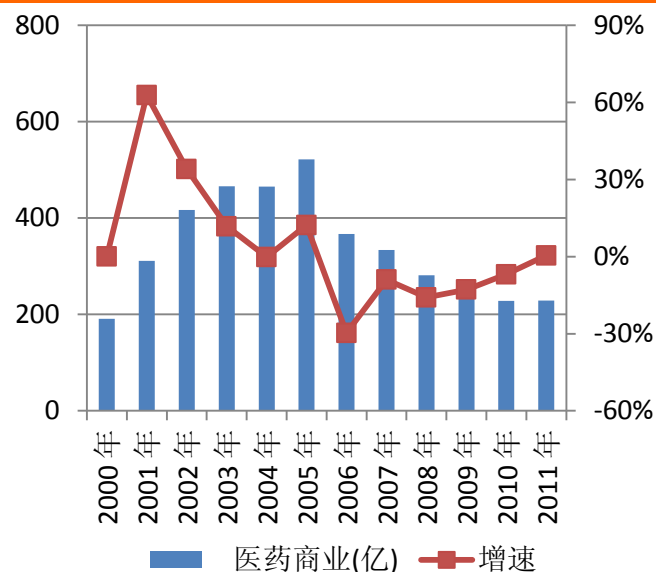


图 3: 2001-2011 年公司医药工业毛利率

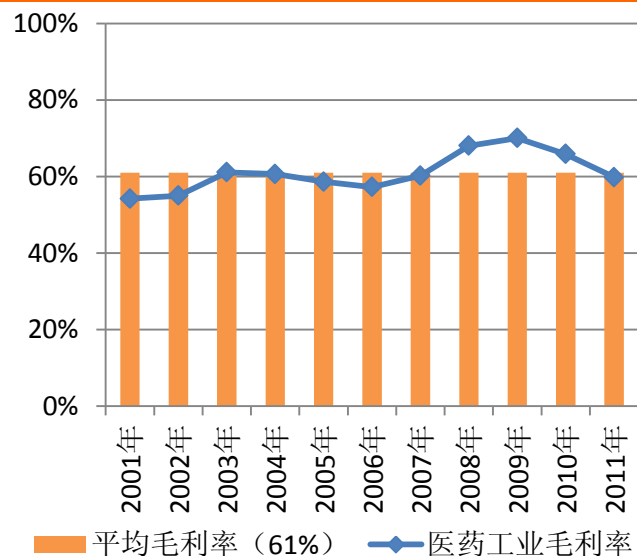
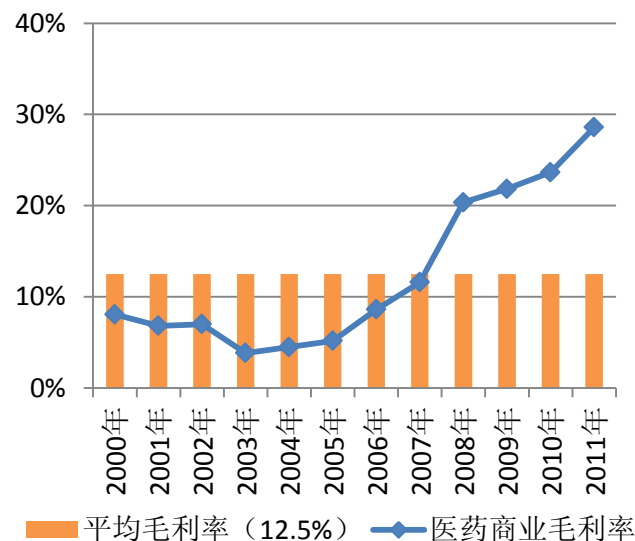


图 4: 2000-2011 年公司医药商业毛利率



资料来源: 公司历年年报 中投证券研究所 单位: 百万

医药商业处于转型优化中，近年销售规模经过大幅缩减后趋于稳定。2011 年实现销售收入 2.29 亿，同比持平。主要原因是公司进行结构调整，压缩了毛利较低的批发业务，而增加了利润率相对较高的零售业务。

2011 年公司积极完成药店拓展并对加盟部机构进行整理，加大了重点品种、自带品种的推广力度，确保了中药材特别是贵细药品的毛利空间，使得毛利率增加约 5 个百分点至 28.59%，预计今后将会继续有所提升。

## 二、营销变革正在进行时，后续进展值得关注

### 2.1 驴胶补血颗粒 - 品牌地位需要巩固

补血市场是较早形成深度竞争格局的品类，具有一定的特殊性。由于兼有保健及药品治疗概念，使得补血类药品受进入门槛较低、广告依赖程度较高、保健补血产品的冲击，使得该领域产品很多，竞争比较激烈。目前国内整个补血市场销售额约为 50 亿，市场份额较大的保健类产品有红桃 K、太太口服液、血尔等保健品，药品则以阿胶类为主。

公司的驴胶补血颗粒即属阿胶类药品，相比其它直接竞争品种，经过多年的持续广告宣传，凭借“善补女人血”的精准定位和“300 年、九芝堂”的品牌形象，使得其品牌知名度和销量稳居阿胶类颗粒市场首位，市场占有率达到 80%-90%。

表 2：驴胶补血颗粒类似竞争品种情况

名称	驴胶补血颗粒	复方阿胶补血颗粒	阿胶补血颗粒	当归养血颗粒
生产厂家	九芝堂，时代阳光制药	湖南东健药业	东阿阿胶	同仁堂
原材料	阿胶、黄芪、党参、熟地黄、当归、白术。	阿胶、熟地黄、党参。	阿胶、熟地黄、党参、黄芪、枸杞子、白术。	当归、阿胶、党参、白芍、甘草(蜜炙)、茯苓、黄芪、熟地黄、川芎
功能主治	滋阴补血、健脾益气、调经活血。用于久病体虚、气虚血亏型月经不调。	补气养血。用于气血所致的倦怠乏力，面色无华，头晕目眩，失眠多梦，心悸气短等症，以及缺铁性贫血见上述症候者	益气补血。用于久病体弱，气虚血亏。	补养气血，用于面色萎黄，头晕乏力，月经量少色淡。
价格	20g*30 袋/盆（九芝堂约 50 元，时代阳光制药约 40 元）	20gx30 袋/盆/50 元	4g*30 袋/盆/60 元	10g*40 袋/盆/约 40 元
日服用费	3.3 元/2.6 元	3.3 元	4 元	3 元

资料来源：各公司网站 中投证券研究所

总体来说，与东阿阿胶和同仁堂的阿胶块占据高端阿胶类市场不同，公司的驴胶补血颗粒价格较为便宜，属于低端市场，与东阿的复方阿胶浆和福胶的产品、其它中小品牌等竞争更为直接激烈。由于农村市场的饱和，公司前些年推出了无糖型的规格，以满足城市高端消费者的需要。

目前该产品销售集中在湖南市场，超过 1 亿，增长空间比较有限。而且来自东健药业的复方阿胶补血颗粒等竞品对公司终端销售构成了不小冲击，未来必须加大省外市场扩张力度。

图 5: 公司驴胶补血颗粒 (左图: 含糖型-搪瓷盆, 右图: 无糖型-盒装)



资料来源: 公司网站 中投证券研究所

价格方面, 从零售终端来看, 20g\*30 袋/盆规格平均零售价约 50 元, 其中比较低的还不到 50 元, 而高的甚至有 60 多元, 价格秩序并不规范。

作为湖南省乙类医保品种, 目前驴胶补血颗粒规定的最高零售价是 72 元, 因此客观来说, 未来还有约 40% 的调价空间。未来应适时保持小幅上涨供货价, 逐步将零售价提到最高限价附近, 给渠道让出更多的盈利空间, 以促进销量的拉升。

图 6: 2002-2011 年公司驴胶补血颗粒毛利率

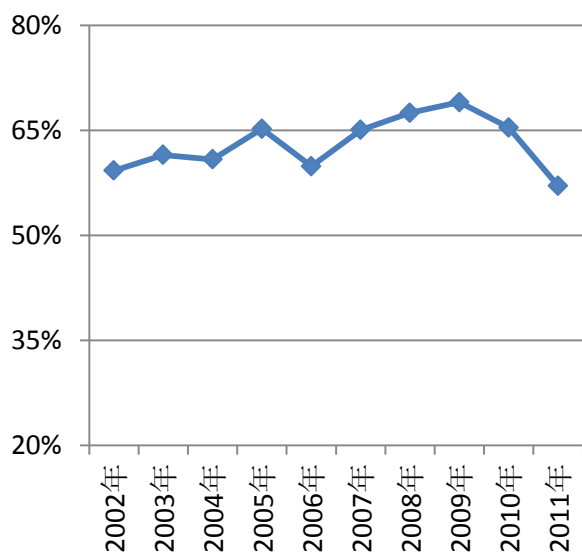
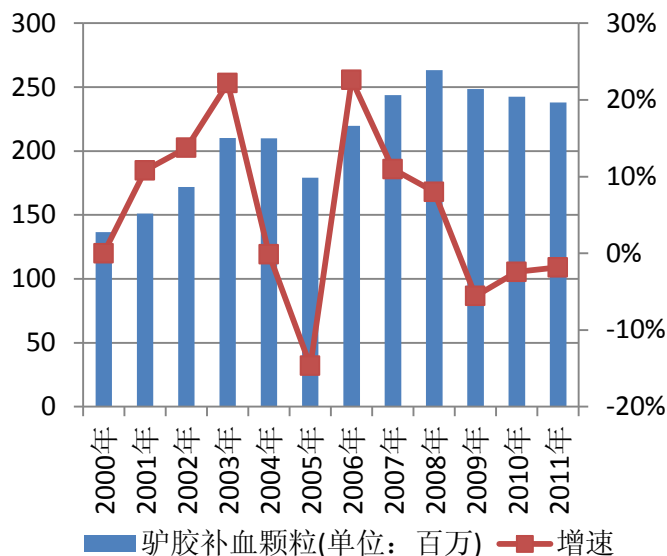


图 7: 2000-2011 年公司驴胶补血颗粒营收情况



资料来源: 公司历年年报 中投证券研究所

营收方面, 从 2000 年到 2003 年销售呈现加快增长的势头, 但 2004 年至 2005 年因营销改革调整不当使销量出现一定幅度下降, 经过调整后 2006 年开始恢复增长, 之后进入平缓发展期, 销售收入始终在 2 个多亿规模徘徊。

由于受某些因素限制, 我们预计今年驴胶补血颗粒将保持稳定, 从 2013 年开始增速开始会有所回升。



## 2.2 六味地黄丸 - 市场份额有望逐步攀升

作为滋阴补肾的古方名药，六味地黄丸常用于头晕目眩、腰膝酸痛、心烦失眠、耳鸣口干、手足心热、神疲倦怠等症状。近年市场终端销售额估计已达到约 30 亿，且呈继续稳增的态势。

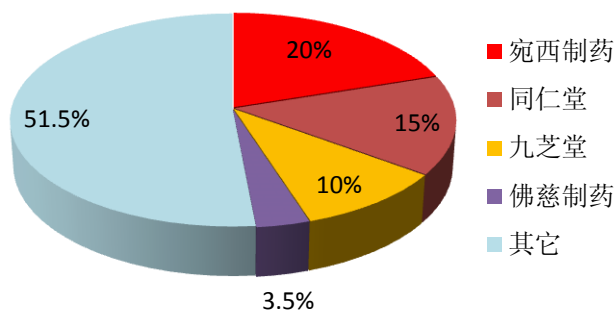
据统计，目前国内有 100 多家企业的多个六味地黄丸品牌销售，消费者认知度较高的品牌主要有同仁堂、宛西仲景、九芝堂、佛慈制药，区域强势品牌有童涵春堂、汇仁、白云山、太极等。而在医院用药市场，除同仁堂、宛西仲景之外，康缘药业的六味地黄胶囊、软胶囊（2011 年销售收入 4400 万）、贵州康纳圣方、四川泰华堂等也占据了一定份额。

总体来看，这些品牌在原药材、药理和配方上无明显差别，功效基本一致，价格也比较接近，多集中在 5-15 元区间。只是产品的剂型、成分比例和服用量等不同而已，同质化竞争比较激烈。

表 3: 六味地黄丸发展阶段

过程	发展情况
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的工艺提升，即以九芝堂、兰州佛慈、宛西仲景为代表的六味地黄浓缩丸，通过有力的品牌宣传及消费者教育，成为目前六味产品中的“领导品牌”；
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，进行的二次开发，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、滴丸等。

图 8: 六味地黄丸市场竞争格局（占比%）



资料来源：根据相关资料整理得到 公司公告 中投证券研究所

公司的六味地黄浓缩丸有体积小、服用方便、疗效好、外观精美等特点。从 2002-2011 年，公司以六味地黄丸为主的浓缩丸销售收入整体实现了年均 18% 的复合增长率。毛利率由于 2009 年以来药材价格上涨而有明显下降，预计随着今后当归等价格的回落，毛利率将回升至 60% 中位水平。

2011 年由于营销渠道调整，营收有所下降至 2.47 亿，毛利率下降约 8.67 个百分点。其中，我们估计六味地黄丸销售额约 2 亿，同比保持稳定，占国内市场份额约 10%，仅次于宛西制药和同仁堂。

我们认为，公司这几年尽管坚持大量广告投入和渠道优化，但浓缩丸始终没有起色，主要跟终端销售积极性不高有关。由于同类品牌众多，而药店在销售公司的六味地黄浓缩丸等产品时由于只有利润空间比较小，因此存在较多的终端拦截现象，影响了销量。

图 9：2004-2011 年公司浓缩丸毛利率

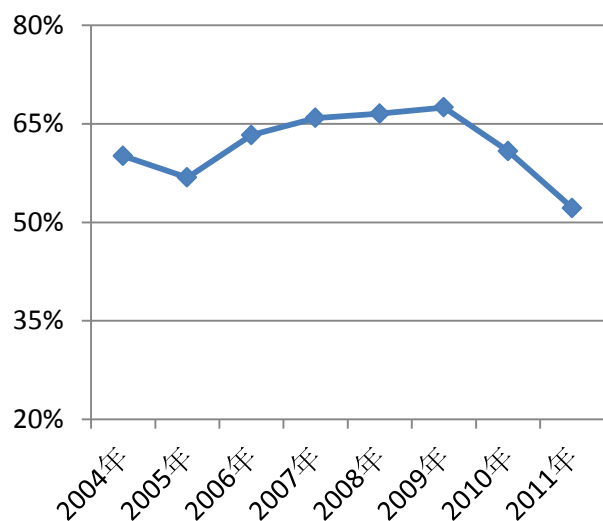
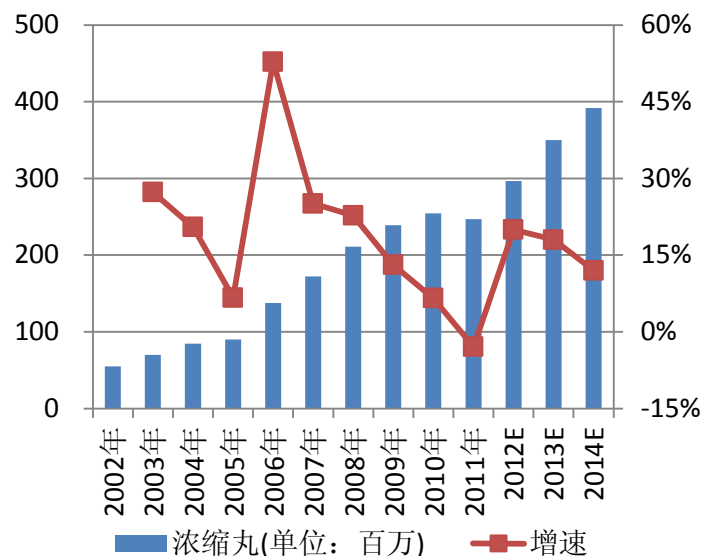


图 10：2002-2014 年公司浓缩丸营收情况及预测



资料来源：根据相关资料整理得到 公司公告 中投证券研究所 注：估计其中约 70%多比例为六味地黄浓缩丸

对此，公司新管理层已意识到这些问题所在。今后的营销改革思路首先是让利终端，提高渠道利润率至 30%-40%，保证与大连锁品牌药店时处于首推位置，实现互利互惠。其次，把按五大区调整为省区管理，加强控制，维护价格秩序等措施会陆续加强实施。

作为今年公司重点推广的品种，我们预计经过加大市场投入，浓缩丸系列未来 3 年的增速将会加快，市场占有率得到提升。

## 2.3 二线产品—蕴育多个上亿品种

公司的品种丰富，斯奇康注射液、裸花紫珠片等二线产品销量都超过千万。

表 4：公司主要二线产品情况

品种	生产厂家	原材料	功能主治
斯奇康注射液（处方药）	斯奇康生物制药	卡介菌多糖、核酸	系免疫调节剂，主要用于预防和治疗慢性支气管炎、感冒及哮喘。
裸花紫珠片（处方药）	海南九芝堂药业	裸花紫珠	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。
足光散（OTC）	成都金鼎	水杨酸、苯甲酸、硼酸、苦参。	热燥湿，杀虫敛汗。用于湿热下注，外染虫毒所致的手足癣及臭汗症。
补肾固齿丸（OTC）	成都金鼎	熟地黄、紫河车、骨碎补（盐水炙）、枸杞子、鸡血藤、野菊花等 18 味。	用于肾虚血热性牙周病、牙齿酸软、咀嚼无力、松动移位、牙龈出血。
健胃愈疡片（处方药）	九芝堂	柴胡、党参、白芍、延胡索、白及、珍珠层粉、青黛、甘草。	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、嗳气等。
乙肝宁颗粒（处方药）	九芝堂	黄芪、党参、白花蛇舌草、绵茵陈、蒲公英、制何首乌、川楝子等 13 味。	用于慢性迁延性肝炎、慢性活动性肝炎属湿热内蕴、肝郁脾虚、气虚血瘀证者等。

资料来源：公司网站 中投证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分



斯奇康注射液属于免疫调节剂，主要用于抗哮喘，生产所需卡介苗原粉的主要原材料为土豆，由公司自行在甘肃，内蒙古等产地收购。从 SFDA 南方所数据来看，公司目前在市场上居主导地位，浙江万马和成都蓉生也占据了一定市场份额。

公司该产品在 2003 年非典期间销量得到快速提升，之后在经历过数年徘徊后，2011 年销售收入恢复到 1 亿规模。目前新适应症临床试验已完成，简化使用方法的其它剂型也在研发中，未来临床应用空间将得到拓展，我们预计 2012 年销售增速将超过 20%，并保持约 90% 的高毛利率。

图 11: 2006-2010 年样本医院斯奇康销售收入

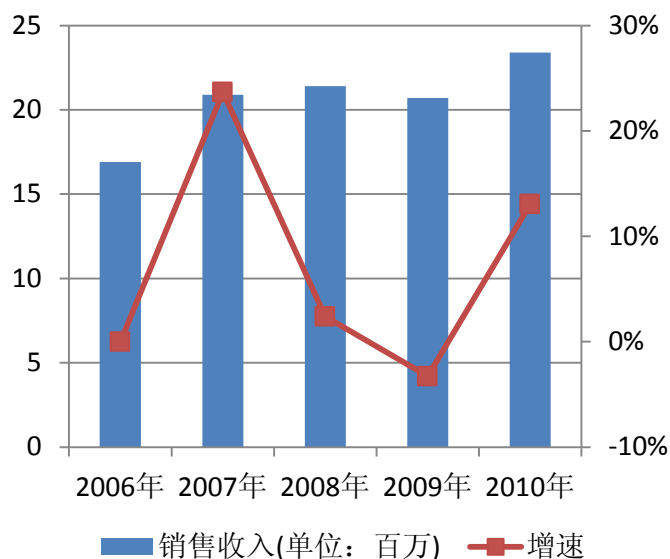


图 12: 2011 年样本医院斯奇康竞争格局

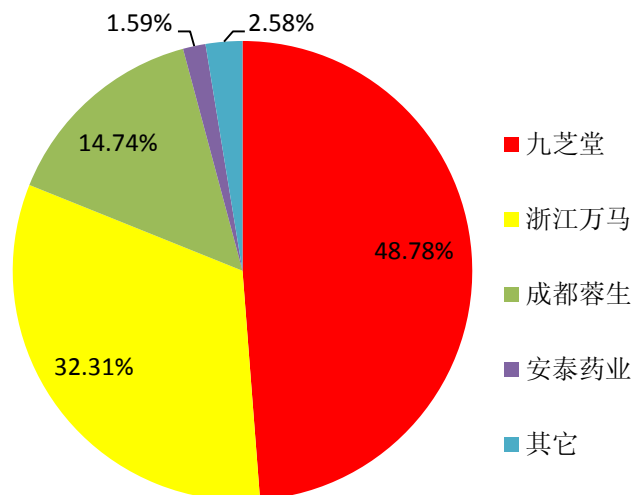


图 13: 2006-2011 年样本医院裸花紫珠片销售收入

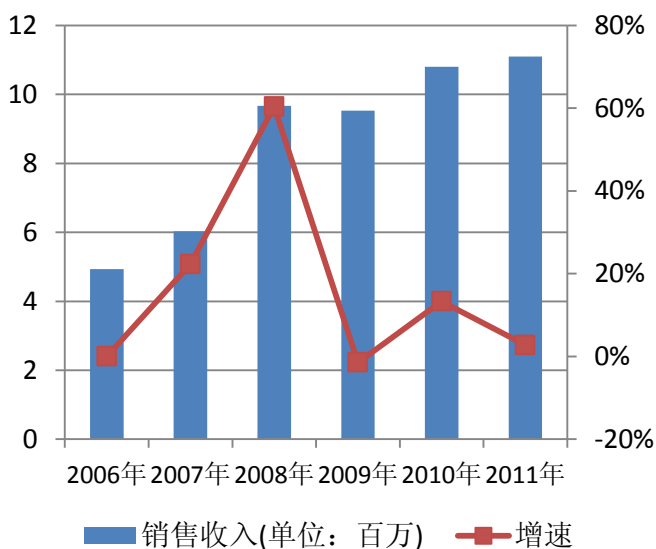
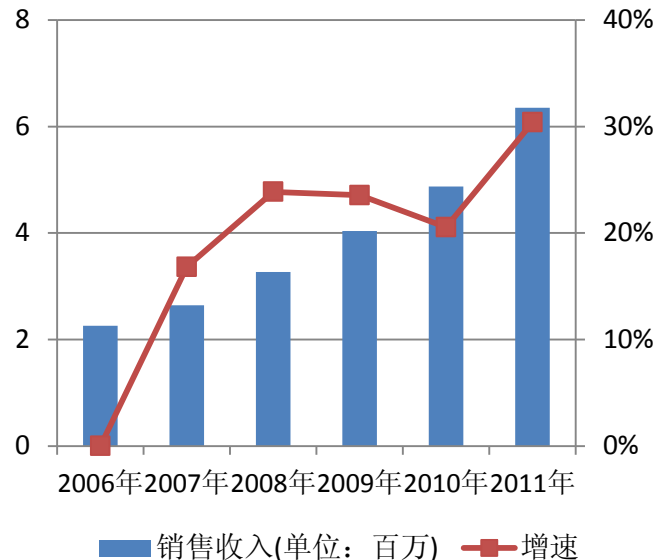


图 14: 2011 年样本医院健胃愈疡片销售收入



资料来源: SFDA 南方所 中投证券研究所

其它品种方面，裸花紫珠片 2011 年收入有 5000 多万，未来将继续受益于抗生素限制政策，且可以开发成保健牙膏等健康产品，潜在增长空间较大，预计今年将达到 30% 以上增长，销售收入约 7000 万，2013 年将成为公司第 4 个过亿品种。

足光散、补肾固齿丸、健胃愈疡片和乙肝宁颗粒等销量在 3000-5000 万之间，具备较好成长性，预计随着渠道的调整到位，这些产品将实现较快增长。

### 三、保健产品形成规模尚需等待时日

4 月 17 日，为了丰富业务种类，培育新的利润增长点，公司拟投资 5000 万成立了九芝堂养生科技。该公司计划开展保健品、食品等领域的业务，未来将通过九芝堂品牌优势打造时尚健康的养生理念，促进公司战略转型，实现突破性发展。我们预计公司以后将通过自产/独家代理/收购来丰富产品线。

健康产业市场潜力巨大，是整个国民经济增长的主要推动力。而中药作为我国具有独特竞争力的传统产业，在医药行业政策日趋严格、成本上涨等大背景下，未来除了坚持专业化发展道路之外，向健康产品扩张也是主要发展方向之一。

从国内来看，同仁堂健康药业无疑是最佳典范。公司以虫草、燕窝、鱼翅等营养食品，蜂蜜、蜂王浆、乌鸡精等现代保健食品，虫草、人参等参茸饮片类为主业，通过全国近 500 家专卖店和千家形象专柜的商业网络销售，实现了“生命健康产业”的突破。2003 年销售额仅为 1.8 亿，2004 年就上升到 4.17 亿，而 2009 年的销售收入已高达约 30 亿，利润 3.24 亿，并呈持续稳增态势。

**表 5：同仁堂健康药业产品系列**

主要系列	主要产品
中成药	参杞颗粒、紫河车胶囊、珍珠散、健身宁片、香砂养胃软胶囊等
参茸饮片类	冬虫夏草、吉林长白山参和鹿茸系列、韩国高丽山参、美国花旗参、灵芝系列及精制饮片等
现代保健食品	虫草乌鸡精口服液、即食雪蛤、蜂系列产品（如蜂王浆口服液、鲜王浆、蜂花粉胶囊、蜂胶软胶囊、蜂王浆软胶囊等），维生素制品包括维生素 E 软胶囊、维生素 AD 软胶囊、儿童维生素软糖、维生素 C 片等
普通营养食品	冰糖燕窝、鱼翅、鲍鱼、燕窝等即食系列、即食纯鲜燕窝系列等

资料来源：同仁堂健康药业网站 中投证券研究所

上海的百年老店--蔡同德堂以经营贵细饮片、滋补保健食品为主，2011 年该单店销售额达到 1.25 亿，并以每年 20% 速率递增，也是值得业内借鉴的成功范例。

我们认为，九芝堂具备较强的区域性品牌竞争优势，旗下拥有上百家零售连锁药店，本身就有较好的资源基础。预计通过参考同仁堂健康等经营模式，打造精品零售店，积极开展保健食品等产品是公司未来的重要发展趋势之一，前景值得关注。

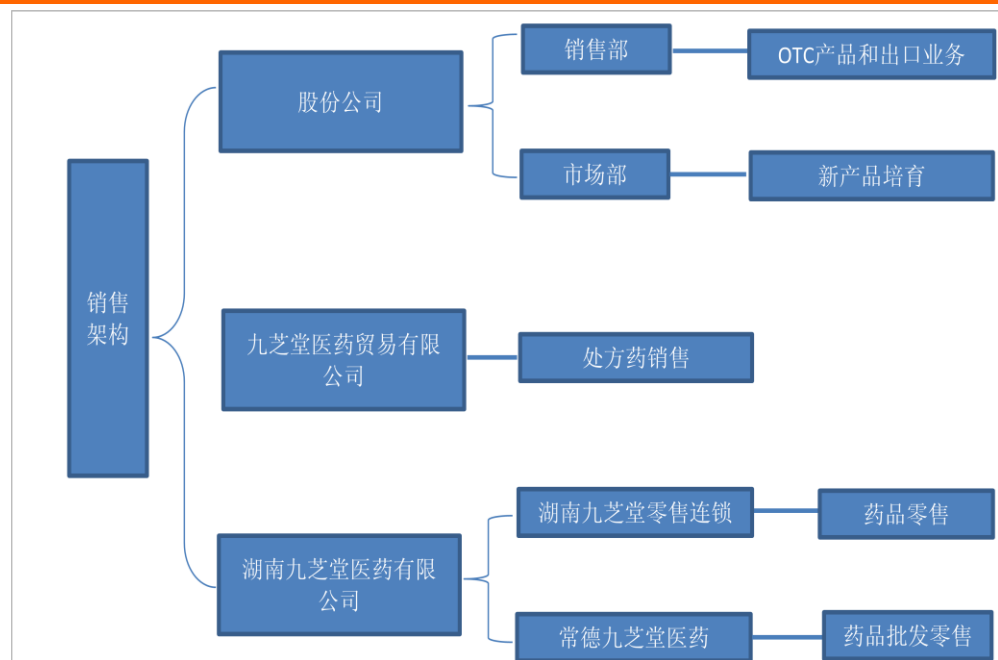
#### 四、销售体系相对清晰，省外市场扩张是未来发展重点

公司的销售架构分为医药工业、商业两大体系。

工业方面，根据不同的产品特点有 3 支营销队伍：股份公司销售部担负着 OTC 产品和出口业务的重任；市场部负责新品种开发推广及招商模式的尝试；医药贸易公司则主攻医院处方药市场。目前这些队伍有约 500 名销售代表，拥有着全国数千家商业客户的终端网络；

医药商业包括湖南九芝堂零售连锁和常德九芝堂医药两大销售子公司，承担了公司体系下 2 个多亿的药品零售和批发业务（剔除工业销售抵消），是公司不可或缺的掌握医药市场前沿信息的横向平台。

图 15：公司销售架构比较健全



资料来源：公司年报资料 中投证券研究所

事实上，针对经营停滞不前的状况，公司 2004 年早就对营销进行了一轮大幅度改革，即大力进行终端促销、预算费用制、压缩会务营销、增加广告投入等，结果导致销量反而下降，丧失了部分原有渠道。后来公司又调整至原有做法，即巩固重点区域，在其它地区采取相对稳妥的市场步伐。

因此，仅有区域优势，不具备优秀的营销，在目前激烈的市场竞争中，要跨地区取得突破还是比较困难的，国内许多地方品牌药企都面临这个问题。宛西制药之所以能从偏居一隅的地方品牌成功走向全国，主要原因是其经营理念弘扬张仲景医药文化、突出地道药材优势、广告到位和终端的有效配合等，再加上六味地黄丸属于基药品种，在省外推广取得了明显成效，仲景牌地黄丸 2003 年已超过同仁堂，跃居为第一品牌。

目前来说，公司的区域竞争优势还主要以精耕细作的湖南本土市场为主，在广东、四川、浙江、上海、湖北等也具备一定品牌知名度。我们认为，与宛西制药相比，公司的产品结构有一定相似性，在一定程度上可以借鉴其经验，以重点推广六味地黄丸等品种借此打造全国性品牌，从而间接带动其它产品上量。未来在新总经理擅长的控制营销推动下，预计在省外市场的销售逐渐放量是值得期待的。

## 五、其它：管理层日趋稳定，新厂房建设有序实施

公司管理层方面，由于 2008 年大股东涌金集团经营理念由资本运作向实业转型的调整，加上主业状况乏善可陈，使得近年许多高管纷纷离职，人事变动频繁。直到今年 1 月，公司聘请原东阿阿胶销售总监程继忠担任总经理后，管理层已趋于稳定团结，大股东将继续给予公司较大的扶持力度。

另外，公司的新生产基地建设方面，成品仓库已完工并投入使用，综合车间工程于 2011 年 10 月开工，并完成了初步设计评审。预计新基地将于 2014 年全部建成达产，届时将有效的解决当前公司产能偏紧问题。

## 五、投资建议：择机介入

整体来看，公司具有较好的品牌基础，丰富的产品资源，营销网络较全，现金流充足等竞争优势。今年将深化营销改革，打破 OTC 和处方药业务多年来停滞不前的局面。同时继续拓展零售业务，开发保健产品等，着力提升公司的产品结构和规模。

由于公司主导产品所处市场竞争比较激烈，今年将是营销基础夯实之年，费用投入较多，今后我们将密切跟踪公司的销售拓展进度。预计公司 2012-14 年 EPS 为 0.71、0.89 和 1.13 元，同比分别增长 5%、25%和 26%，首次给予推荐的投资评级，建议择机介入。

表 6：公司主营收入和成本预测（单位：百万）

年度	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>							
医药工业：	816.58	860.13	886.48	913.64	<b>1,098.50</b>	1,308.63	1,534.06
驴胶补血颗粒	263.25	248.57	242.54	238.06	<b>249.96</b>	274.95	302.45
浓缩丸	211.16	238.80	254.56	247.08	<b>296.50</b>	349.87	391.85
斯奇康注射液		87.75	84.89	100.00	<b>125.00</b>	150.00	172.50
其它品种	342.17	285.01	304.49	328.50	<b>427.05</b>	533.81	667.26
医药商业	281.06	244.50	227.74	228.89	<b>263.23</b>	289.55	318.51
其它业务收入	3.45	4.58	8.17	7.28	<b>8.00</b>	8.80	9.68
合计	1101.09	1109.21	1122.39	1149.81	<b>1369.74</b>	1606.99	1862.25
<b>营业成本</b>							
医药工业：	260.82	257.34	302.44	366.91	<b>416.66</b>	471.34	533.95
驴胶补血颗粒	85.56	77.09	83.93	102.23	<b>104.28</b>	109.49	114.96
浓缩丸	70.66	77.63	99.69	118.17	<b>135.90</b>	149.49	164.44
斯奇康注射液		9.07	8.37	10.09	<b>12.10</b>	14.28	16.85
其它品种	104.60	93.55	110.45	136.42	<b>164.38</b>	198.08	237.69
医药商业	223.87	191.14	173.85	163.46	<b>188.79</b>	207.67	228.44
其它业务成本	0.60	0.16	1.03	3.23	<b>3.55</b>	3.91	4.30
合计	485.29	448.64	477.32	533.59	<b>609.00</b>	682.92	766.69
<b>毛利率</b>							
医药工业：	68.06%	70.08%	65.88%	59.84%	<b>62.07%</b>	63.98%	65.19%
驴胶补血颗粒	67.50%	68.99%	65.40%	57.06%	<b>58.28%</b>	60.18%	61.99%
浓缩丸	66.54%	67.49%	60.84%	52.17%	<b>54.17%</b>	57.27%	58.04%
斯奇康注射液		89.66%	90.14%	89.91%	<b>90.32%</b>	90.48%	90.23%
其它品种	69.43%	67.18%	63.73%	58.47%	<b>61.51%</b>	62.89%	64.38%
医药商业	20.35%	21.82%	23.66%	28.59%	<b>28.28%</b>	28.28%	28.28%
其它业务	82.54%	96.51%	87.40%	55.61%	<b>55.61%</b>	55.61%	55.61%
合计	55.93%	59.55%	57.47%	53.59%	<b>55.54%</b>	57.50%	58.83%

数据来源：公司历年年报 中投证券研究所

## 附录：公司简介

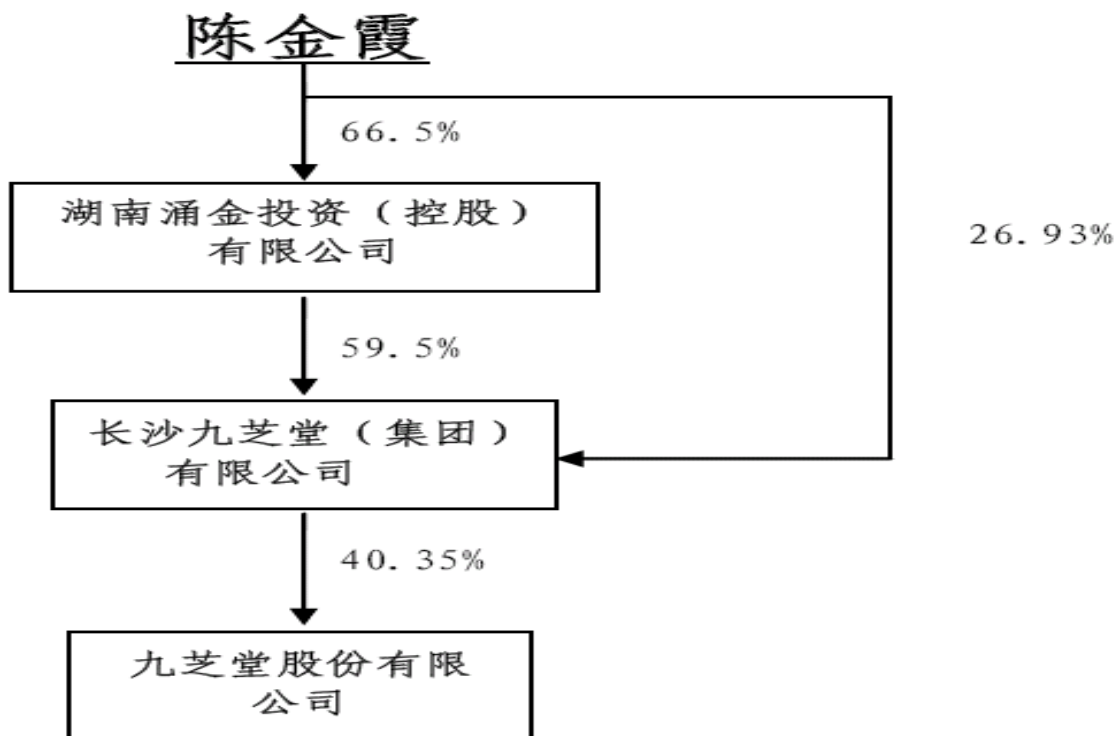
### 公司基本情况

九芝堂前身“劳九芝堂药铺”创建于1650年。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。

公司综合经济实力在湖南省医药行业中排名第一，截至2010年底，公司已发展成为拥有总资产17.39亿元，净资产13.8亿元，年销售近13亿元，利税过3亿元，下辖7家直接控股子公司、3家间接控股子公司，1家分公司，拥有近200家连锁门店的工商一体化的现代大型医药企业。

公司主要从事补血系列、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，正在形成销售过亿产品、过千万产品（健胃愈疡片、补肾固齿丸、逍遥丸、小金丸、足光散颗粒、裸花紫珠片、杞菊地黄丸、乙肝宁颗粒）、迅速成长产品构成的一个产品阶梯，为可持续发展奠定了产品基础。主导产品浓缩六味地黄丸单品销售突破2亿元，位于全国同种产品销售第一；驴胶补血颗粒年销售收入近3亿元，位于全国天然补血类产品同剂型销售第一名；斯奇康注射液销售收入1亿元。公司的中成药片剂、散剂、颗粒剂、浓缩丸系列产品等出口欧美、日本、东南亚等地区，其中十多种浓缩丸、片剂出口日本已将近20年。

附图 1：九芝堂股权结构



资料来源：2011年公司年报 中投证券研究所



**附表 1: 九芝堂控股子公司情况**

公司名称	控股比例	经营范围	主要业务/产品
九芝堂医药贸易	100%	销售中成药、化学制剂、抗生素制剂、生化药品、生物制品（限非冷藏药品）	销售处方药
湖南九芝堂医药	98.57%	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	零售批发
成都金鼎药业	100%	生产中成药，销售本公司产品，房屋租赁	足光散，补肾固齿丸等 10 多个独家品种
湖南斯奇康生物制药	99.50%	免疫制剂生产销售；生物制药、生物制剂的研究；自营和代理各类商品和技术的进出口等	斯奇康注射液
海南九芝堂药业	98.46%	片剂、胶囊剂、颗粒剂、栓剂的生产销售	裸花紫珠片等
湖南星辉塑业	99.99%	塑料容器及其他注塑成型产品、塑料管道的生产、销售	塑料产品
九芝堂商南植物药	70%	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	中药材种植，收购
湖南九芝堂医药科技	100%	医药产品、食品、保健用品、制剂工艺、生物技术的研究、开发及相关的技术咨询	产品研发
九芝堂养生科技	100%	生产和销售保健品、食品、乳制品、食品添加剂、饮料、日化用品及化妆品	保健食品

资料来源：2011 年公司年报 中投证券研究所

**附表 2: 公司三大主要产品情况**

药物领域	品种	原材料	功能主治	图样
补血	驴胶补血颗粒（湖南省乙类医保）	阿胶、黄芪、党参、熟地黄、当归、白术	滋阴补血、健脾益气、调经活血。用于久病体虚、气虚血亏型月经不调。	
补肾	六味地黄丸（基药）	熟地黄、山茱萸（制）、牡丹皮、山药、茯苓、泽泻	滋阴补肾。用于头晕耳鸣，腰膝酸软，盗汗遗精。	
哮喘类	斯奇康注射液	卡介菌多糖核酸	呼吸系统疾病——哮喘、慢性支气管炎、反复呼吸道感染、感冒、慢性肺心病、肺癌伴胸腔积液、肺癌伴等。	

资料来源：公司网站 中投证券研究所

## 附：财务预测表

## 资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	1261	1526	1685	1966
现金	748	1013	1080	1271
应收账款	100	110	132	155
其他应收款	19	26	31	34
预付账款	11	12	13	15
存货	156	165	186	214
其他流动资产	226	200	244	276
<b>非流动资产</b>	537	460	569	595
长期投资	0	0	0	0
固定资产	209	250	378	415
无形资产	140	140	140	140
其他非流动资产	188	70	51	40
<b>资产总计</b>	1798	1986	2254	2561
<b>流动负债</b>	343	323	440	553
短期借款	0	0	98	200
应付账款	55	73	82	93
其他流动负债	288	250	260	260
<b>非流动负债</b>	5	1	1	1
长期借款	1	1	1	1
其他非流动负债	4	0	0	0
<b>负债合计</b>	348	324	441	554
少数股东权益	1	1	2	2
股本	298	298	298	298
资本公积	654	654	654	654
留存收益	498	710	861	1053
归属母公司股东权益	1449	1661	1812	2005
<b>负债和股东权益</b>	1798	1986	2254	2561

## 现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	140	193	259	311
净利润	202	212	266	335
折旧摊销	29	30	43	58
财务费用	-17	-18	-17	-12
投资损失	-10	-6	-8	-7
营运资金变动	-86	-24	-73	-81
其他经营现金流	22	-1	48	18
<b>投资活动现金流</b>	-99	54	-192	-93
资本支出	114	50	200	100
长期投资	1	-98	0	0
其他投资现金流	17	6	8	7
<b>筹资活动现金流</b>	-119	18	0	-27
短期借款	0	0	98	103
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-12	0	0	0
其他筹资现金流	-107	18	-98	-130
<b>现金净增加额</b>	-78	265	67	192

## 利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	1150	1370	1607	1862
营业成本	534	609	683	767
营业税金及附加	14	16	19	22
营业费用	308	418	498	559
管理费用	87	110	129	149
财务费用	-17	-18	-17	-12
资产减值损失	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	10	6	8	7
<b>营业利润</b>	233	241	303	385
营业外收入	11	11	11	11
营业外支出	1	2	2	2
<b>利润总额</b>	243	250	313	394
所得税	41	37	47	59
<b>净利润</b>	202	212	266	335
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	202	212	266	335
<b>EBITDA</b>	245	253	330	431
<b>EPS (元)</b>	0.68	0.71	0.89	1.13

## 主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>				
营业收入	2.4%	19.1%	17.3%	15.9%
营业利润	28.0%	3.3%	26.0%	27.0%
归属于母公司净利润	24.0%	5.1%	25.2%	26.1%
<b>获利能力</b>				
毛利率	53.6%	55.5%	57.5%	58.8%
净利率	17.5%	15.5%	16.5%	18.0%
ROE	13.9%	12.8%	14.7%	16.7%
ROIC	34.1%	34.9%	35.7%	40.9%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	19.4%	16.3%	19.6%	21.6%
净负债比率	0.17%	0.18%	22.31	36.28%
流动比率	3.67	4.73	3.83	3.55
速动比率	3.22	4.21	3.40	3.16
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.65	0.72	0.76	0.77
应收账款周转率	11	12	13	12
应付账款周转率	8.58	9.47	8.78	8.74
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.68	0.71	0.89	1.13
每股经营现金流(最新摊薄)	0.47	0.65	0.87	1.05
每股净资产(最新摊薄)	4.87	5.58	6.09	6.74
<b>估值比率</b>				
P/E	22.64	21.54	17.20	13.64
P/B	3.15	2.75	2.52	2.28
EV/EBITDA	15	15	11	9

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 投资评级定义

### 公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性：预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内  
回避：预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

看好：预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性：预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡：预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

### 研究团队简介

中投医药团队荣誉：2007—2011 年连续 5 年在新财富最佳分析师评选中入围和上榜，2008 年和 2011 年在卖方分析师水晶球奖中获得第 2 名；2010 年和 2011 年财经风云榜最佳证券分析师；团队成员余文心获得 2011 年度医药信息达人称号（证券行业唯一一个）；

中投医药团队成员：

周锐，医药行业首席分析师，理学博士，3 年医药行业从业经验，8 年证券行业从业经验，整体负责中投医药团队研究工作；  
余方升，医药行业分析师，理学学士，经济学硕士，2009 年加入中投证券研究所，2 年证券行业从业经验，负责中药研究；  
余文心，医药行业分析师，北京大学药学、经济学双学士，北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所，负责化学药、医疗服务及政策研究；  
江琦，医药行业分析师，上海交大生物工程学士，金融学硕士，2010 年加入中投证券研究所，负责生物制药及医药流通研究；  
王威，医药行业分析师，工学硕士，5 年医疗器械行业从业经验，2010 年加入中投证券研究所，负责医疗器械及境外上市中资医药股研究。

### 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.cjis.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编：200041 传真：(021) 62171434