



2011年靠节流，2012年靠开源 ——九芝堂（000989）年报点评

2012年4月17日

强烈推荐/维持

九芝堂

财报点评

陈恒	医药行业分析师	执业证书编号：S1480510120015
	chenheng@dxzq.net.cn 010-66554018	

事件：

九芝堂披露年报：2011年实现收入11.5亿元，同比增长2.44%；归属于母公司净利润2.02亿元，同比增长24.03%，每股收益0.68元，分配预案为每十股派现4元。

公司分季度财务指标

指标	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4
营业收入（百万元）	260.92	277.86	253.70	329.90	263.59	278.33	273.63	334.25
增长率（%）	0.54	2.29	-4.47	5.58	1.03	0.17	7.85	1.31
毛利率（%）	59.52	57.11	56.67	56.78	53.91	52.28	52.55	53.59
期间费用率（%）	41.79	39.45	43.68	37.47	38.12	40.39	32.03	32.92
营业利润率（%）	16.62	16.30	12.06	19.08	14.64	10.20	19.60	20.28
净利润（百万元）	39.29	40.26	29.21	53.93	31.92	31.58	43.36	94.92
增长率（%）	18.18	-1.14	-13.77	33.26	-18.77	-21.55	48.43	76.01
每股盈利(季度, 元)	0.13	0.14	0.10	0.18	0.11	0.11	0.15	0.31
资产负债率（%）	18.60	20.95	19.72	20.64	20.30	22.08	22.09	19.35
净资产收益率（%）	3.08	3.20	2.33	4.06	2.28	2.29	3.18	6.55
总资产收益率（%）	2.50	2.57	1.86	3.23	1.81	1.80	2.48	5.28

评论：

- 净利润增长超预期。如果单从净利润增长的情况来看，公司业绩超市场预期。WIND的2011年的一致预期为EPS0.54元。2011年中药材价格高企，医药工业业务毛利率大幅度下降6个百分点至60%。主打产品驴胶补血颗粒和浓缩丸的毛利率降幅均超过8个百分点。但公司依靠大幅压缩销售费用和管理费用使得公司的净利润增长得到保障。其中销售费用最为明显，下降了近7000万元，同比减少18%。从这个角度来看，我们认为2011年的净利润是省出来的。
- 从收入的角度来看，公司的情况不容乐观。2011年公司收入仅增长2.44%，较为乏力。主要原因是医院终端出现波动，零售市场增速放缓。

业务展望：

预计随着九芝堂新的管理层到位，营销策略将发生较大改变。2011年公司全面启动OTC营销改革为未来增长提供了前提。2012年公司把开拓新市场列为工作重点，计划通过2-3年营销变革带来突破式增长。在此经营方针前提下，我们认为2012年公司将从精简高效、增收节支逐渐过渡到创新营销、深度挖掘。九芝堂将举人、财、物全面服务于营销改革。因此销售费用将随着收入的增加而有较大幅度增加，今年的利润只能靠赚出来，不再靠省。今年改革的重点着重理顺销售的各个环节，以现代中药为核心，大力拓展零售业务。OTC营销将通过规范渠道、严管物流、掌握渠道主动权，并通过产品分类管理、分线操作市场、连锁深入合作、终端维护确保利益共享、促进纯销增长。

盈利预测

基于对公司营销策略调整的假设（产品提价、新产品上市、销售费用增加等），我们调高了公司2012-2014年盈利预测，调整后EPS分别为0.79元、1.02元和1.32元，对应最新股价13.61元的PE分别为17倍、13倍和10倍，维持强烈推荐评级，给予2012年25倍PE，六个月目标价19.75元，上涨空间45%。

风险提示：

销售费用大幅上升，产品降价风险，新产品进展不达预期风险，投资收益减少风险。

表格 1：九芝堂盈利预测

百万元	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入	1122	1150	1342	1544
(+/-)%	1.19	2.44	16.67	14.97
净利润	163	202	235	303
(+/-)%	9.69	24.03	16.17	29.11
每股收益(元)	0.55	0.68	0.79	1.02

资料来源：东兴证券

分析师简介

陈恒

先后毕业于南昌大学生物工程系、北京工商大学金融工程系，从事医药行业研究4年。2010年加盟东兴证券研究所。医药行业资深研究员。

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。