

谁会收购九芝堂

增持首次评级

目标价格：元

投资要点:

- 如果大股东易主，华润医药集团是上选
- 上药集团和国药集团都是潜在的竞争者
- 加多宝在快销领域取得了极大的成功，不排除加入并购行列

报告摘要:

- **九芝堂，十年营销困境，等待破局。**自2002年湖南涌金入主九芝堂之后，历经十年九芝堂依然没有做大做强。公司产品市场份额停滞不前，2012年公司引入新的营销人才担任总经理，但改革缓慢，空降高管与老管理层的磨合出现问题。2012年度业绩预减30%-50%，我们认为公司只有引入新第一大股东才能改变当前困境。
- **华润集团是最有可能的收购者，其他潜在收购者各有优势。**华润集团在医药领域依靠并购进行快速扩张，并拥有强大的营销网络，可以使快消与中药老字号良好嫁接，华润完善的公司治理机制有助于改变九芝堂长达十年的营销困境。从华润集团的发展策略、收购动机，到九芝堂自身的发展需要来看，华润集团都是最有可能收购九芝堂的公司。上药集团收购方向转向医药工业，九芝堂具有多个有市场竞争力的产品，是其收购的标的；国药集团几年来在医药商业领域持续并购，收购九芝堂有助于涉足中医药领域，完善其产业链的发展；加多宝，在快消领域取得了极大的成功，不排除加入并购行列。
- **盈利预测与投资建议：**预计2012-2014年公司的销售收入分别为10.3亿、12.4亿、13.9亿；实现净利润1.22亿、2.08亿、2.56亿，EPS分别0.41、0.7、0.86元。对应PE 32X、19X、15X。给予增持评级。
- **风险提示：**本报告所探讨的是新的大股东入主九芝堂，并给公司带来新的产品、销售渠道或新的利润增长点，如果现有大股东无意退出此分析的前提及结论无效。

主要经营指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1122	1150	1035	1242	1391
YoY(%)	1%	2%	-10%	20%	12%
净利润	163	202	122	209	256
YoY(%)	10%	24%	-39%	71%	23%
EPS	0.55	0.68	0.41	0.70	0.86
PE	24	19	32	19	15

中小市值上市公司研究组

首席分析师:

王凤华(S1180511010001)

电话: 010-88013568

Email: wangfenghua@hysec.com

资深分析师:

李坤阳(S1180511030001)

电话: 010-88013558

Email: likunyang@hysec.com

研究助理:

史余森

电话: 010-88013570

Email: shiyusen@hysec.com

岳苗

电话: 010-88085965

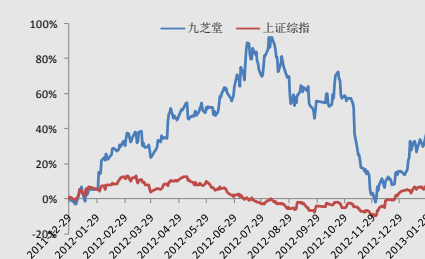
Email: yuemiao@hysec.com

邓锐

电话: 010-88085986

Email: dengrui@hysec.com

市场表现



数据来源: Wind

行情数据

当前股价	9.27
总股本(千股)	718,851
总市值(百万)	6,664
流通市值(百万)	6,664
12月最高价(前复权)	9.34
12月最低价(前复权)	6.09

目录

一、公司基本情况	4
1、公司简介	4
2、股权结构：涌金系绝对控股	4
3、产品结构	4
4、行业布局	5
二、公司主要产品	6
1、驴胶补血颗粒，品牌营销需发力	6
2、六味地黄丸，持续稳定发展	7
3、二线产品，有望突破	8
三、公司财务分析	9
1、成长性分析	9
2、盈利能力分析	10
3、现金流分析	11
四、谁会全面收购九芝堂？	12
1、华润医药集团，最有可能的收购者	13
2、上药集团，开启工业并购	13
3、国药集团，重点在流通领域	14
4、加多宝，快销品销售为王	14
五、盈利预测与估值	14
财务报表及附录	16

插图

行情数据	1
图 1: 公司股权结构	4
图 2: 医药工业和医药商业营收走势图	6
图 3: 医药工业和医药商业毛利率	6
图 4: 2002-2011 公司驴胶补血颗粒与东阿阿胶阿胶产品营收对比	7
图 5: 2002-2011 公司驴胶补血颗粒与东阿阿胶阿胶产品毛利率对比	7
图 6: 2004-2011 九芝堂六味地黄丸营收	8
图 7: 2004-2011 公司六味地黄丸毛利率	8
图 8: 同类公司营收及增长率比较	9
图 9: 净利润及其增长率比较	10
图 10: 销售毛利率和净利率比较	10
图 11: ROE 与同类公司相比较低	11
图 12: “经营活动产生的现金流净额”占营业收入的比重	11
图 13: 传统中药企业总市值比较 (2013 年 1 月 30 日)	11
图 14: 传统中药企业价值比较 (2013 年 1 月 30 日)	12

表格

表 1: 九芝堂主要产品简介	5
表 2: 公司分产品收入结构	5
表 3: 九芝堂二线产品简介	8
表 4: 国药、上药、华润对比	12
表 5: 九芝堂 2012-2014 年财务报表预测	16
表 6: 九芝堂 2012-2014 年财务指标预测	17

一、公司基本情况

1、公司简介

九芝堂前身“劳九芝堂药铺”创建于 1650 年公司是中国著名老字号。经过 300 多年的发展，九芝堂已经成为全国知名的中药企业，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。

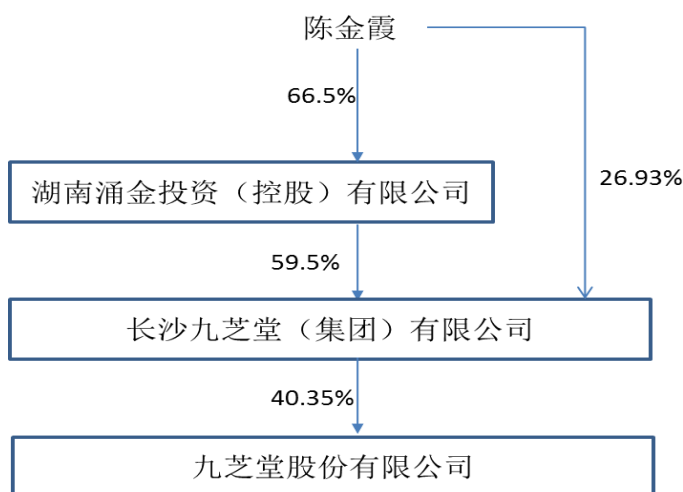
2004 年 2 月，“九芝堂”商标被国家工商行政管理总局商标局认定为中国驰名商标；2006 年 9 月，“九芝堂”被国家商务部认定为“中华老字号”；2008 年 6 月，九芝堂传统中药文化被列入国家级非物质文化遗产保护目录。

2、股权结构：涌金系绝对控股

公司注册资本为 297,605,268 元，控股股东为长沙九芝堂（集团）有限公司，持有公司 40.35% 的股权。湖南涌金投资（控股）有限公司（简称“湖南涌金”）持有长沙九芝堂（集团）有限公司 59.5% 的股份。

公司的实际控制人为陈金霞，她除了持有湖南涌金 66.5% 的股权外，还个人持有长沙九芝堂（集团）有限公司 26.93% 的股份。陈金霞女士与湖南涌金共同持有长沙九芝堂（集团）有限公司 86.43% 的股份，处于绝对控股地位。

图 1：公司股权结构



资料来源：公司年报，宏源证券研究所

3、产品结构

公司主要产品包括中成药、西成药、生物制药等几类，其中中成药主要包括驴胶补血颗粒和以六味地黄丸为代表的浓缩丸剂，另外还有一些中成药包括裸花紫珠片、足光散、补肾固齿丸、健胃愈疡片等；生物制药主要是斯奇康注射液。

表 1: 九芝堂主要产品简介

产品名称	驴胶补血颗粒	六味地黄丸
原材料	阿胶、黄芪、党参、当归、白术、熟地黄	熟地黄、山茱萸（制）、牡丹皮、山药、茯苓、泽泻
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。	滋阴补肾。用于头晕耳鸣，腰膝酸软，盗汗遗精。

图样



资料来源：公司网址，宏源证券研究所

从公司产品收入结构来看，公司以经营传统核心药品为主，中成药的营业收入所占比重始终维持在 70% 以上，其中以六味地黄丸为主的浓缩丸和驴胶补血颗粒对主营收入贡献 40% 以上。生物制药的营收也稳定增长，公司通过对二线产品的研发逐步寻求新的营收增长点。

表 2: 公司分产品收入结构

产品	2009A		2010A		2011A	
	金额 (百万元)	占比 (%)	金额 (百万元)	占比 (%)	金额 (百万元)	占比 (%)
中成药						
浓缩丸	238.80	21.62	254.56	22.85	247.08	21.63
驴胶补血颗粒	248.57	22.50	242.54	21.77	238.06	20.84
其他中成药	290.43	26.29	306.38	27.50	341.94	29.93
西成药	235.56	21.32	210.56	18.90	206.57	18.08
生物药品	87.75	7.94	84.89	7.62	93.66	8.20
计生品	2.04	0.18	1.91	0.17	1.95	0.17
其他收入(产品)	1.48	0.13	13.37	1.20	13.26	1.16
合计	1,104.63	100.00	1,114.22	100.00	1,142.53	100.00

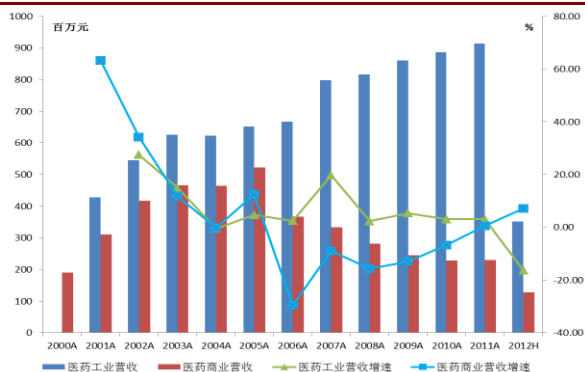
资料来源：wind，宏源证券研究所

4、行业布局

从行业布局上来看，目前九芝堂主营业务覆盖了医药流通中的医药工业和医药商业两个领域。在医药工业方面，公司加紧研发二线产品，在保持核心产品驴胶补血颗粒和六味地黄丸稳定增长的前提下，期望在生物制药方面需求突破，并已经初见成效。在医药商业方面，公司采取直营连锁药店+加盟药店的方式进行药品批发和零售。

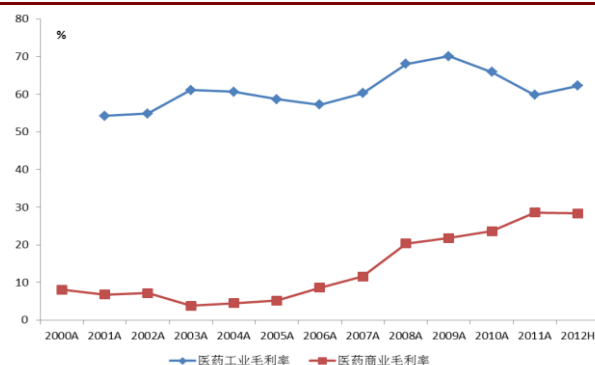
在 2006 年之前医药工业的营业收入一直略高于医药商业，医药工业所占比重在 2007 年以后迅速提高。公司在整体结构方面做出调整，注重产品研发，寻求医药工业产品新的突破；同时精简医药商业部门，维持利润率较高的环节。

图 2：医药工业和医药商业营收走势图



资料来源：wind，宏源证券

图 3：医药工业和医药商业毛利率



资料来源：wind，宏源证券

二、公司主要产品

1、驴胶补血颗粒，品牌营销需发力

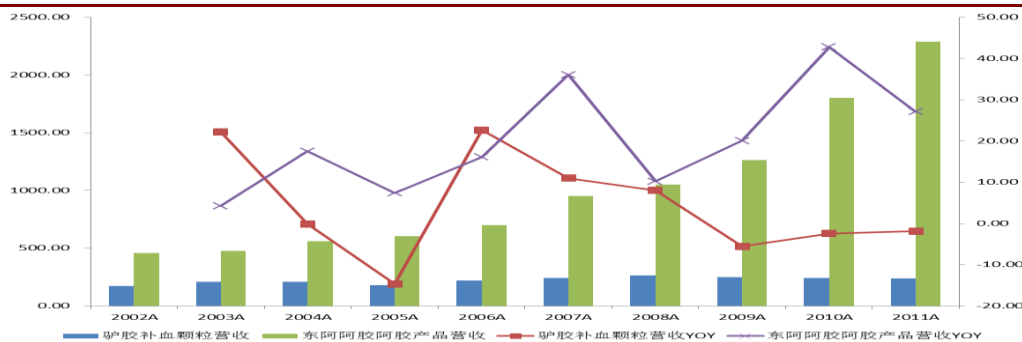
驴胶补血颗粒属于补血产品。补血产品可分为保健品和药品两大类，其中保健类产品有红桃 K、太太口服液、血尔等，药品则以阿胶、当归等中药材衍生的相关产品。保健类补血产品具有一般保健品营销能力强、快速兴起、快速衰退的特点，随着消费者对补血知识的认知以及补血药品企业在营销能力上的加强，中药材产品逐渐成为消费者的首选，近年来阿胶类产品更是以绝对的优势占据了几乎整个补血产品市场。

2011 年，全国补血类药品市场规模约为 46 亿，其中行业龙头东阿阿胶 2011 年阿胶及系列产品年销售额约 22.9 亿，占据了补血类产品市场份额的 49.33%。九芝堂的驴胶补血颗粒 2011 年销售额约 2.38 亿，占补血类产品市场份额的 5% 左右。此外，生产阿胶补血相关产品的企业还有湖南东健药业、福胶集团、同仁堂等，补血产品年销售额都超过了 1 个亿。

各个企业生产的阿胶产品，主要原材料都是阿胶、当归、党参等中药材，功效基本一致，存在一定程度上的同质化竞争。其中东阿阿胶和同仁堂的阿胶块要面向高端阿胶市场，价格较高；九芝堂的驴胶补血颗粒相对价格较为便宜，主要面向低端市场。

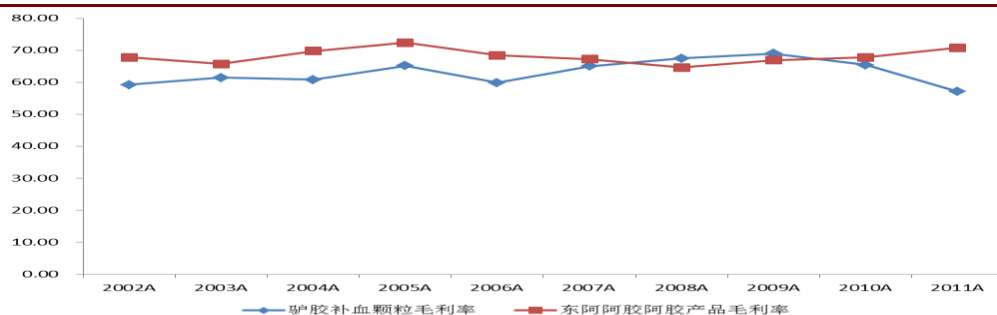
从补血类药品的发展历程来看，中药类补血药品的发展取决于以下几个方面：第一是品牌，像东阿阿胶，凭借其在阿胶补血领域的品牌优势占据龙头地位，而九芝堂也有 300 多年的发展历史，“九芝堂，善补女人血”的品牌形象深入人心；第二是营销渠道；第三是价格，阿胶补血产品大部分为消费者自用而非送礼或应酬，价格过度提升可能会导致销量的下滑，因此必须在提价和增量两个方面进行权衡。

图 4：2002-2011 公司驴胶补血颗粒与东阿阿胶阿胶产品营收对比



资料来源：wind，宏源证券研究所

图 5：2002-2011 公司驴胶补血颗粒与东阿阿胶阿胶产品毛利率对比



资料来源：wind，宏源证券研究所

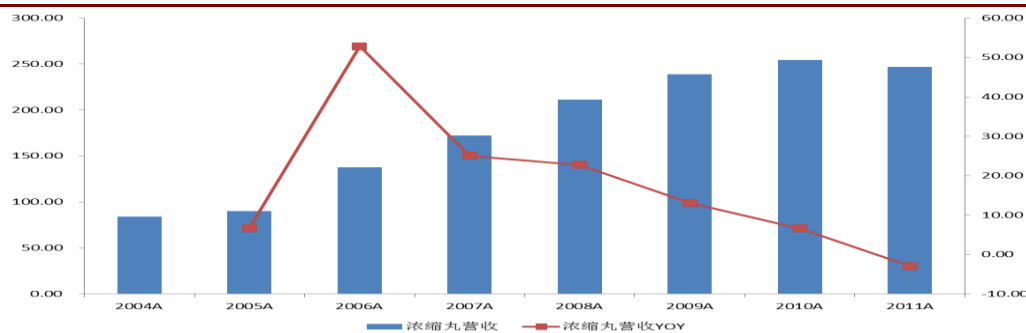
在行业发展早期，九芝堂的驴胶补血颗粒与行业龙头东阿阿胶的差距相差并不大，但 2004 年以后，九芝堂驴胶补血颗粒的销量增长缓慢，始终在 2 亿元销售规模徘徊，而东阿阿胶营收获得迅速提升。一直以来，九芝堂的驴胶补血颗粒和东阿阿胶的阿胶系列产品的毛利率相差不大，虽然驴胶补血颗粒与东阿阿胶系列产品在市场份额方面差距较大，但九芝堂的驴胶补血颗粒的产品议价能力并不弱。驴胶补血颗粒的营收与其品牌地位并不相称，如果营销能够有所改善，加上其在价格上的优势，未来有望获得快速发展。+

2、六味地黄丸，持续稳定发展

六味地黄丸有滋阴补肾的功效，用于头晕耳鸣，腰膝酸软，遗精盗汗等症状。近年来六味地黄丸市场规模稳步上升，估计已达到约 30 亿。

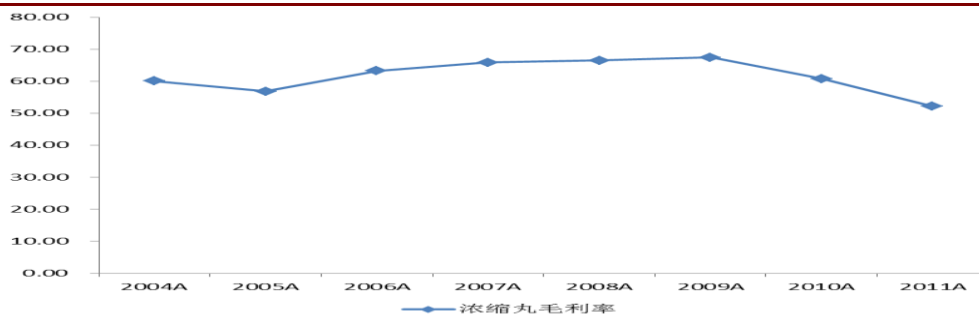
目前国内生产六味地黄丸的企业有上百家，绝大部分属于中小规模、地方性企业，市场认可度较高的企业有宛西制药、同仁堂、九芝堂和佛慈制药等，这些企业的六味地黄丸营收都超过亿元，由于六味地黄丸在生产上都执行行业标准，故不同企业的产品没有明显区别，同质化竞争比较激烈，企业之间集中主要集中在品牌和价格上。

从 2004-2011 年，公司六味地黄丸的营业收入 CAGR8 16.6%，2011 年由于营销渠道调整，六味地黄丸首次出现负增长，下降至 2.47 亿，但随着营销的调整完毕，公司浓缩丸的营收有望恢复正增长。

图 6：2004-2011 九芝堂六味地黄丸营收


资料来源：wind，宏源证券研究所

六味地黄丸的毛利率基本维持稳定在 60% 左右，2009 年以来，由于中药材原材料价格上涨，毛利率有所下降，未来随着相关药材价格回归合理价位，毛利率将有望回升至 60% 以上。

图 7：2004-2011 公司六味地黄丸毛利率


资料来源：wind，宏源证券研究所

3、二线产品，有望突破

九芝堂作为历史悠久的企业，医药产品有三百多种，品种资源丰富，涵盖中医药各个领域。目前公司二线产品中营收过亿的品种是斯奇康注射液，过千万的品种包括裸花紫珠片、足光散、补肾固齿丸、健胃愈疡片、小金丸、天麻钩藤颗粒、乙肝宁冲剂、逍遥丸等 8 个。

表 3：九芝堂二线产品简介

产品名称	原材料	功能主治	销售情况
斯奇康注射液	卡介菌多糖、核酸	免疫调节剂，主要用于应用于呼吸系统疾病、耳鼻咽喉科疾病、皮肤科疾病、泌尿系统疾病、风湿性疾病、传染性疾病、肿瘤、妇科等疾病的治疗。	近几年都保持在 8000-9000 万左右的销售水平，2008 年销售额突破亿元。
裸花紫珠片	裸花紫珠	消炎、解毒、收敛、止血。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。	近几年保持 30% 左右的增长速度，11 年销售额突破 5000 万元。
足光散	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。	09 年销售收入超过 3000 万元。
补肾固齿丸	熟地黄、紫河车、骨碎补(盐)	补肾固齿、活血解毒。用于肾虚血热性牙	近年来增速较快，11 年销售收入

产品名称	原材料	功能主治	销售情况
	水灸)、枸杞子、鸡血藤、野菊花、牡丹花、郁金(醋灸)、丹参(酒灸)、丹参(酒灸)等 18 味。	周病、牙齿酸软、咀嚼无力、松动移位、牙龈出血。	超过 5000 万，是公司未来销售额可能突破亿元的产品之一。

资料来源：公司网址，宏源证券研究所

公司目前采取“稳住中间，两翼突破”的发展方针——两个核心产品六味地黄丸和驴胶补血颗粒保持稳定增长，在生物药和其他中成药中寻求突破。由于二线产品基数小，因此增长较快，二线产品可能成为公司未来重点突破的方向。

二线产品中，公司的斯奇康注射液目前在市场上居主导地位，2011 年销售收入达到 1 亿规模。目前完成了新适应症临床试验，未来临床应用空间将得到拓展，预计 2012 年销售增速将超过 10%。

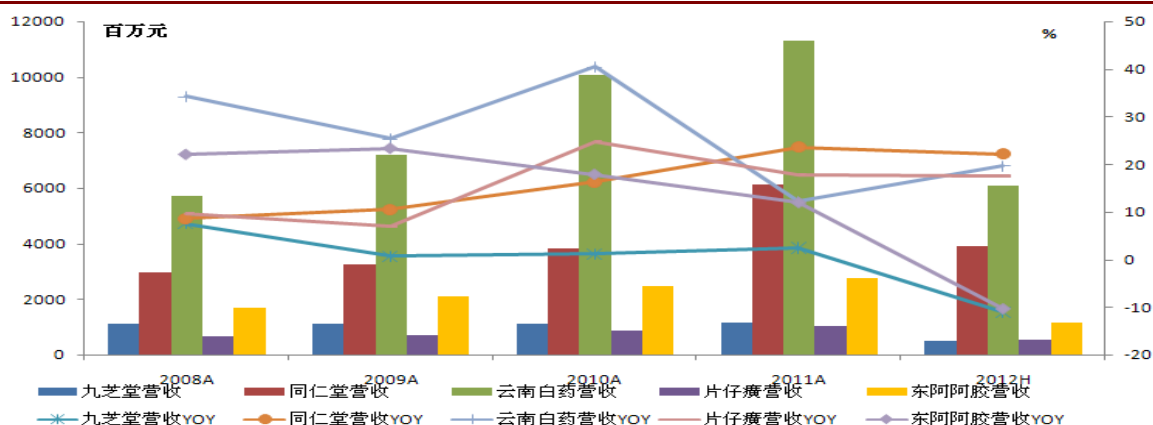
裸花紫珠片、足光散、补肾固齿丸、健胃愈疡片和乙肝宁颗粒等销量在 3000-5000 万之间，具备较好的成长性。随着未来几年公司对二线产品的培育力度不断加大，销售队伍和渠道建设将得到加强，这些产品有望实现较快增长。

三、公司财务分析

1、成长性分析

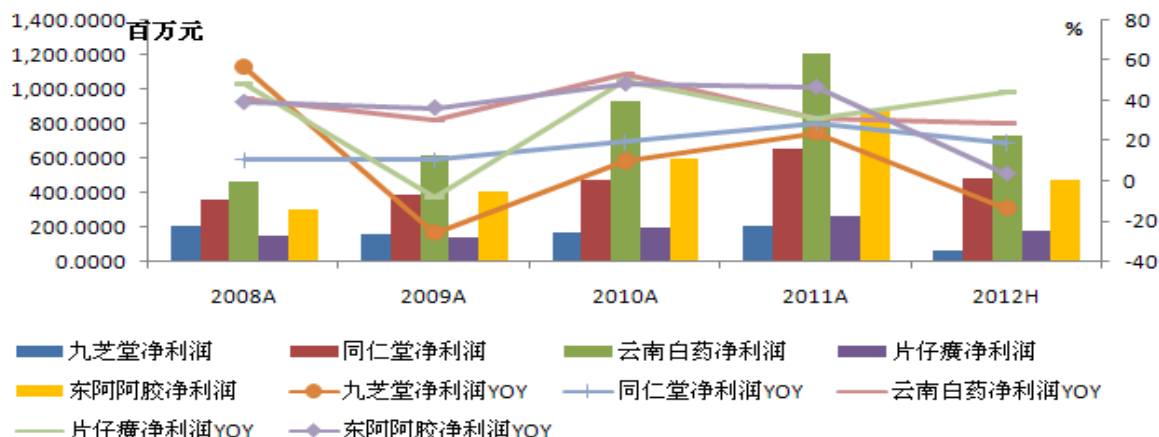
通过比较营业收入及其增长率，净利润及其增长率，可以发现九芝堂虽然营业收入和净利润保持稳定增长，但在增量和增长率方面都弱于行业内同类公司，与公司的品牌价值和行业地位不相称。虽然 2012 年九芝堂引入新的营销人才，但改革需要过程，空降高管与公司文化磨合需要时间，2012 年公司业绩预减 30%-50%。

图 8：同类公司营收及增长率比较



资料来源：wind，宏源证券研究所

图 9：净利润及其增长率比较



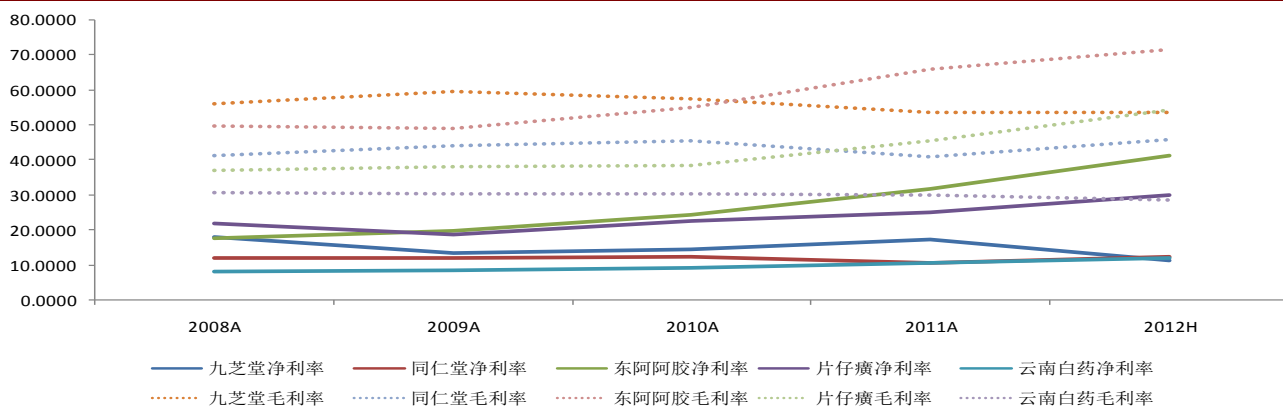
资料来源：wind，宏源证券研究所

2、盈利能力分析

九芝堂、同仁堂、云南白药、片仔癀、东阿阿胶等多家老字号中成药生产企业都维持在较高的毛利率水平。九芝堂在销售毛利率方面仅次于东阿阿胶，净利率也仅次于东阿阿胶和片仔癀，公司的中成药产品依然具备较强的盈利能力。

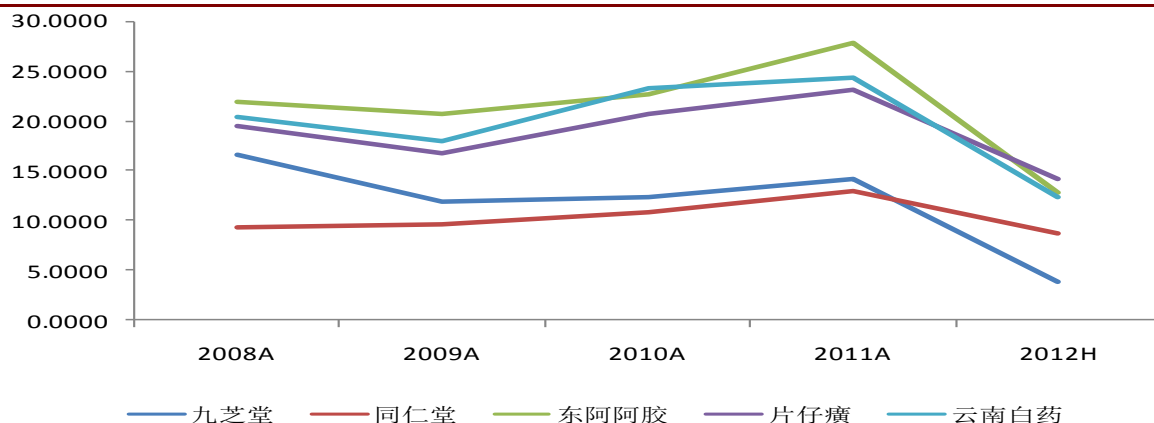
通过比较几家公司的 ROE 可以发现，九芝堂的 ROE 较低，仅高于同仁堂，投资回报率不佳，公司的盈利能力还有较大的改善空间。

图 10：销售毛利率和净利率比较



资料来源：wind，宏源证券研究所

图 11: ROE 与同类公司相比较低

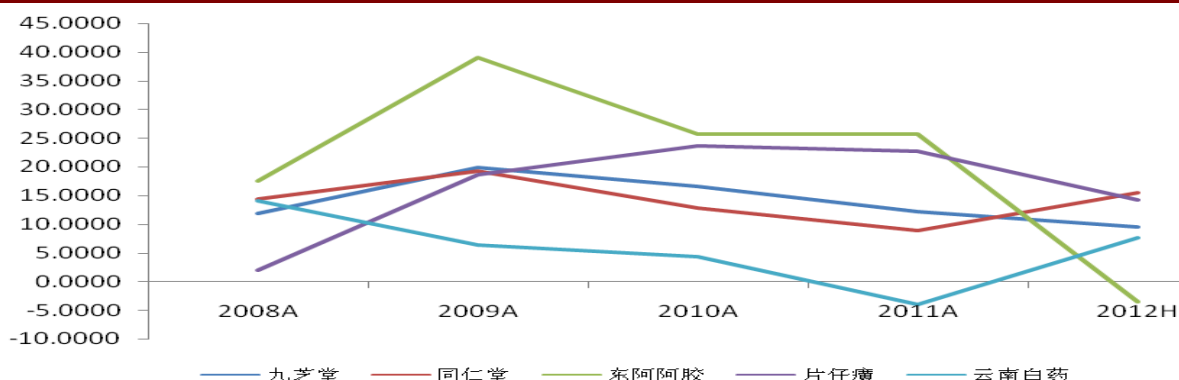


资料来源: wind, 宏源证券研究所

3、现金流分析

九芝堂经营性现金流位于同类公司的中等水平, 相对稳定。公司的多个药品都是历经多年市场检验的品种, 持续获得现金的能力较强。

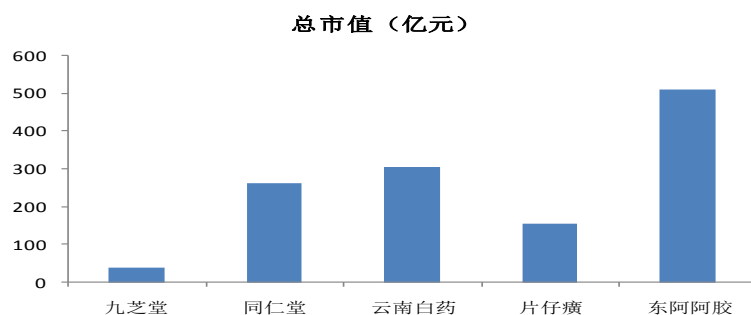
图 12: “经营活动产生的现金流净额”占营业收入的比重



资料来源: wind, 宏源证券研究所

作为一个老字号中药企业, 尽管公司拥有较高的品牌价值、众多的中药品种和强大的消费群体, 但无论在营业收入、净利润、ROE, 还是在总市值方面, 都无法和行业内同类公司相比, 与其行业知名度并不相称。近年来, 公司认识到自己的问题所在, 通过不断在营销上下功夫, 未来有望与行业内同类公司看齐, 市值实现质的飞跃。

图 13: 传统中药企业总市值比较 (2013 年 1 月 30 日)



资料来源: wind, 宏源证券研究所

图 14：传统中药企业价值比较（2013 年 1 月 30 日）

公司名称	总市值（亿元）	PE	PS	营业收入（百万元）			净利润（百万元）		
				2010	2011	2012Q3	2010	2011	2012Q3
九芝堂	38.62	21.35	3.56	1,122	1,150	752	163	202	86
同仁堂	262.76	49.53	3.20	3,824	6,108	5,837	471	655	688
云南白药	307.06	31.27	11.14	10,075	11,312	9,540	926	1,211	1,123
片仔癀	156.77	45.82	13.38	867	1,022	898	195	257	281
东阿阿胶	512.37	34.74	3.91	2,463	2,759	1,861	594	870	749

资料来源：wind，宏源证券研究所

四、谁会全面收购九芝堂？

自 2002 年湖南涌金入主九芝堂以来，历经十年九芝堂的发展相对较慢。湖南涌金试图通过收购九芝堂从资本市场向实业投资转型，但是涌金作为投资公司，没有充分的市场经验，在产品市场、营销策略和销售渠道方面没有给九芝堂带来实质性的变革，使九芝堂的产品在当前激烈竞争的同类产品中提高程度有限。九芝堂作为国家级非物质文化遗产，拥有强大的品牌价值，旗下的两类产品驴胶补血颗粒和六味地黄丸为传统的中药深入人心，但公司的营收、利润、市值增速远低于其他同类公司，如东阿阿胶、云南白药等。从实业经营的角度，九芝堂或许存在较高的产业资本并购价值。国内主要从事医药整合的多家公司如华润集团、上药集团、国药集团、加多宝都有可能成为并购方。

伴随着新医改纵深推进及基本药物制度全面实施，传统的渠道模式正在被多元化、纵横延展的立体网络模式所替代。为了全面打造立体网络，各大商业巨头加紧在全国范围内跑马圈地，重构医药商业版图，行业集中度加速提升。观察近年药企重组历程可以发现，国药、上药、华润三大医药巨头以北京、上海为主战场，沿东部沿海地区与各省药企合纵连横，形成了覆盖全产业链的势力范围。

目前国药集团仍遥遥领先，全国布局都已经完成。在三大巨头中，国药已经达到千亿级，上药、华润不分伯仲。国药集团凭借外界难以撼动的固有地位，凭靠旗下上海的现代制药、深圳的国药一致、北京的天坛生物和国药股份等一批实力突出的上市公司，进入国内医药研发、制造、流通的各个领域。

而华润收购北药后，华润北面有北药集团，南面有华润三九，从南北两个点向四面辐射。上药则是以上海为主，朝南、朝西北发展。

表 4：国药、上药、华润对比

	国药	上药	华润
2011 年销售额	1022 亿元	549 亿元	679 亿港元
旗下上市公司	国药控股、国药股份、天坛生物、现代制药、国药一致	自身就是综合性上市公司	华润三九、华润双鹤、华润万东、东阿阿胶
优势区域	覆盖全国	以华东地区为主，朝南、朝西北发展	依靠北京的北药集团与深圳的华润三九，南北呼应

	国药	上药	华润
并购特征	重点放在流通领域，立志做产业链的服务提供商，同时也向医药制造尤其是生物医药等上游产业链	重点在商业，2011 年之后并购速度显著减缓，今后并购重点在工业	中药、化学药、医疗设备、保健品和医药流通全面出击
最新发展动向	进军大健康领域，主要分三块：收购医院、进军体检行业以及登陆电商平台。寻求收购海外科技企业	侧重工业并购	整合成中药、化学药、医疗设备、保健品和医药流通 5 个业务板块在 H 股整体上市

资料来源：公司网址，宏源证券研究所

1、华润医药集团，最有可能的收购者

华润集团自 2000 年以来将触角伸向医药领域，利用资本和政府资源，在十年时间内，通过整合东阿阿胶、华源集团、三九集团，形成了中药、化学制药、医疗设备、保健品和医药流通等五大业务平台。

从收购动机角度来看，华润能够迅速做大，位列国内医药企业第二位的原因，可以归结为借助资本优势大肆购并，打破行业自然整合的节奏，快速成为行业垄断者。一般而言，华润选择的行业市场集中度较低，没有行业领导者，没有市场标准和产业方向的代表。随着老龄化时代临近，医药作为高速发展的新兴行业，市场集中度较低，正好符合华润整合的要求。2004 年华润实现对东阿阿胶的实际控制；2011 年，华润医药集团与片仔癀实际控制人漳州市人民政府签署《投资合作协议》，为华润医药参与片仔癀股权重组做出铺垫。华润如此高频率大规模的收购模式在未来仍会延续下去，通过并购在医药领域做大做强思路会使华润有着强烈的收购九芝堂的动机。

从九芝堂自身发展来看，九芝堂可以利用华润集团强大的营销网络，使快销渠道和中药老字号良好的嫁接。华润集团拥有国内外发达的营销网络，公司业务遍及内地、港澳、东南亚、北美，仅在内地就有超市 320 间门店，大型超级连锁式购物广场 8 间，属下的零售集团开展品牌代理业务和中成药连锁店。如此强大的营销网络加之深入人心的中药老字号品牌，会为九芝堂营销渠道方面带来很大变革。此外，华润集团对于此类收购早有成功的先例，2003 年华润入股东阿阿胶集团时，东阿阿胶成功利用华润强大营销网络，运用有效的营销策略营收获得迅速的提升。从产品定位来看，东阿阿胶面向中高端阿胶市场，如果华润收购九芝堂，公司将占领阿胶类补血产品的高、中、低端市场，成为市场的主导者。

从公司治理的角度来看，由于地域、人才、管理水平等方面的限制，企业规模膨胀的速度并不十分理想，华润收购成功会将其先进的管理、营销等方面的经验带入九芝堂。华润收购东阿阿胶后实施了有效的激励机制，同时多次提价、控制营销策略也使东阿阿胶迅速占领此类产品的高端市场。因此从华润集团的发展策略、收购动机，到九芝堂自身的发展需要看，华润集团都是最有可能收购九芝堂的公司。

2、上药集团，开启工业并购

2010 年新上药集团重组之后，医药商业销售规模位居华东和上海第一，分别占据上

海市 52.6%和华东地区 16.3%的市场份额。2010 年以后，上海医药开始跑马圈地，基本确定商业的全国战略格局框架。

2010 年以来上药为了尽快完成全国战略的布局，不断进行商业并购，但在 2011 年之后，上药的收购速度实际上已经放缓。2011 年 5 月，上海医药登陆香港联交所，募集资金总额逾 20 亿美元，目前公司账面上仍然有充足的现金储备可供对外并购。

从上药的并购特征来看，上药集团 2013 年以后的收购重点将放在工业并购。2012 年 4 月份，周杰接替吕明方成为上海医药董事长后，表示将不再进行商业并购，而转向工业并购，但是实质性进展不大。

目前九芝堂主营业务覆盖了医药流通中的医药工业和医药商业两个领域，并且医药工业的营业收入所占比重逐年增大，营业收入远都高于医药商业，与上药集团进行医药工业并购的要求十分契合。

3、国药集团，重点在流通领域

国药旗下的上市公司国药控股（HK）、国药股份、一致药业均为医药商业公司，天坛生物和有望在港上市的中生集团隶属于医药工业领域，主要从事生物药及医疗器械的生产和销售。与上药、华润不同的是，国控仍把重点放在流通领域，立志做产业链的服务提供商，同时也向医药制造尤其是生物医药等上游产业链延伸。

从国药集团的发展方向上来看，虽然九芝堂的产品不是国药集团当前的重点经营领域，但是作为中国最大的医药类公司，收购九芝堂可以使公司在中医药领域占有一席之地，有利于公司的全产业链发展。

从对医药产品的营销上来看，国药集团遍布全国的分销网络会给九芝堂的营销困境带来新的契机。国药集团分销网络已覆盖了全国 174 个城市，2011 年斥资 27 亿元人民币扩建网络及并购，未来目标是把分销网络渗透至地级市。国药在辽宁、河南、湖南、四川、江苏、广西、甘肃等地的物流中心都在筹建或建设过程中，国药如果收购九芝堂，会完善后者的营销模式，在直营连锁药店+加盟药店的基础上充分利用国药的渠道，国药集团的分销经营不论在区域覆盖程度还是在分销经验上都能够给九芝堂的销售提供较大的帮助。

4、加多宝，快销品销售为王

加多宝集团是一家香港独资、以北京为大陆总部的国内大型专业饮料、矿泉水生产及销售企业。目前，加多宝旗下产品包括红色罐装、瓶装“加多宝”和“昆仑山天然雪山矿泉水”。所经营的红色罐装“加多宝”是凉茶行业的第一大品牌，将凉茶这一全新饮料品类发展成为能与果汁饮料、碳酸饮料相抗衡的饮料第三大品类。

加多宝在快销行业有丰富的营销经验，但其营销主要领域在快消品方面，对于九芝堂主营的医药类产品未曾涉及，加多宝通过收购九芝堂来介入中药老字号的竞争存在跨品种的不确定性。

五、盈利预测与估值

预计 2012-2014 年公司的销售收入分别为 10.3 亿、12.4 亿、13.9 亿；实现净利润 1.22

亿、2.08 亿，2.56 亿，EPS 分别 0.41、0.7、0.86 元。对应 PE 32X、19X、15X。给予增持评级。

财务报表及附录

表 5: 九芝堂 2012-2014 年财务报表预测

利润表	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,122.4	1,149.8	1,034.8	1,241.8	1,390.8
减:营业成本	477.3	533.6	455.3	509.1	563.3
营业税费	13.4	13.6	12.5	14.9	16.7
销售费用	377.6	308.4	372.5	409.8	445.1
管理费用	89.6	87.3	92.1	99.3	104.3
财务费用	-14.1	-17.2	-18.2	-14.9	-16.9
资产减值损失	-0.7	0.5	0.6	1.4	1.6
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	3.0	9.7	17.0	15.0	16.0
营业利润	182.2	233.3	137.0	237.0	292.7
加:营业外净收支	8.2	9.6	6.8	8.7	8.7
利润总额	190.4	242.8	143.8	245.7	301.4
减:所得税	27.4	40.9	21.6	36.9	45.2
净利润	162.7	201.8	122.2	208.8	256.2
资产负债表	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	826.5	747.9	469.5	525.2	605.4
交易性金融资产	1.0	-	-	-	-
应收帐款	117.5	119.1	119.1	142.9	160.0
应收票据	152.7	226.5	-	-	-
预付帐款	7.1	11.5	16.0	21.1	26.8
存货	146.0	156.2	128.5	143.7	159.0
其他流动资产	-	0.0	-1.1	0.9	2.4
可供出售金融资产	112.0	97.7	120.0	130.0	140.0
持有至到期投资	-	-	450.0	470.0	500.0
固定资产	216.4	208.7	308.2	335.2	344.5
在建工程	8.9	66.5	33.3	16.7	13.3
无形资产	108.0	140.1	139.3	140.5	141.6
其他非流动资产	42.5	24.3	25.5	29.7	33.5
资产总额	1,738.5	1,798.3	1,808.3	1,955.9	2,126.5
短期债务	-	-	-	-	-
应付帐款	278.4	257.7	209.6	234.3	259.3
应付票据	2.5	-	-	-	-
其他流动负债	59.6	85.7	62.6	87.7	118.0
长期借款	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
其他非流动负债	17.8	4.0	2.9	4.9	6.4
负债总额	358.9	348.0	274.5	328.5	386.7
少数股东权益	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1
股本	297.6	297.6	297.6	297.6	297.6
留存收益	1,081.0	1,151.6	1,235.1	1,328.6	1,441.1
股东权益	1,379.7	1,450.3	1,533.8	1,627.3	1,739.8

表 6: 九芝堂 2012-2014 年财务指标预测

财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
成长性					
营业收入增长率	1.2%	2.4%	-10.0%	20.0%	12.0%
营业利润增长率	6.0%	28.0%	-41.3%	73.0%	23.5%
净利润增长率	9.7%	24.0%	-39.4%	70.9%	22.7%
EBITDA 增长率	-6.0%	19.0%	-34.3%	69.4%	21.9%
EBIT 增长率	-9.4%	28.6%	-45.0%	87.0%	24.2%
NOPLAT 增长率	-9.6%	24.5%	-42.4%	87.0%	24.2%
投资资本增长率	45.4%	53.5%	-13.5%	4.4%	0.9%
净资产增长率	9.5%	5.1%	5.8%	6.1%	6.9%
利润率					
毛利率	57.5%	53.6%	56.0%	59.0%	59.5%
营业利润率	16.2%	20.3%	13.2%	19.1%	21.0%
净利润率	14.5%	17.5%	11.8%	16.8%	18.4%
EBITDA/营业收入	17.8%	20.7%	15.1%	21.4%	23.2%
EBIT/营业收入	15.0%	18.8%	11.5%	17.9%	19.8%
投资回报率					
ROE	11.8%	13.9%	8.0%	12.8%	14.7%
ROA	9.4%	11.2%	6.8%	10.7%	12.0%
ROIC	45.9%	39.3%	14.8%	31.9%	38.0%
费用率					
销售费用率	33.6%	26.8%	36.0%	33.0%	32.0%
管理费用率	8.0%	7.6%	8.9%	8.0%	7.5%
财务费用率	-1.3%	-1.5%	-1.8%	-1.2%	-1.2%
三费/营业收入	40.4%	32.9%	43.1%	39.8%	38.3%
偿债能力					
资产负债率	20.6%	19.4%	15.2%	16.8%	18.2%
负债权益比	26.0%	24.0%	17.9%	20.2%	22.2%
流动比率	3.67	3.67	2.70	2.58	2.51
速动比率	3.24	3.22	2.23	2.14	2.09
利息保障倍数	-11.90	-12.58	-6.53	-14.95	-16.32
业绩和估值指标					
EPS(元)	0.55	0.68	0.41	0.70	0.86
BVPS(元)	4.64	4.87	5.15	5.47	5.85
PE(X)	24.7	19.9	32.9	19.3	15.7
PB(X)	2.9	2.8	2.6	2.5	2.3
P/FCF	170.6	-109.8	18.7	22.0	16.0
P/S	3.6	3.5	3.9	3.2	2.9
EV/EBITDA	15.4	13.7	19.7	11.4	9.0
ROIC/WACC	4.6	3.9	1.5	3.2	3.8
REP	1.5	1.2	3.5	1.5	1.2

分析师简介:

王风华: 宏源证券研究所中小市值上市公司研究组组长、首席分析师,《新财富》2012 年度最佳中小市值研究机构第四名。中国人民大学硕士研究生,本科毕业于江西财经大学。15 年从业经历,曾在多家券商任职,任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职,2010 年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖:宏观策略研究、区域经济主题、能源行业、煤炭电力行业、新兴产业、主题投资研究、中小市值上市公司研究等。

主要研究覆盖公司:浙江震元、中弘股份、中福实业、双塔食品、利亚德、蒙草抗旱、黄海机械、中文传媒、同洲电子、壹桥苗业、中银绒业、德力股份、长信科技、金陵药业、煌上煌、积成电子、开尔新材、凯恩股份、光线传媒、超华科技、鑫龙电器、探路者、滨江集团、海宁皮城、永新股份、皖维高新、围海股份、航民股份、报喜鸟等。

机构销售团队

华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云		13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越		13424300435	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-82934785	18682185141	sunwanying@hysec.com
QFII	胡玉峰	010-88085843	15810334409	huyufeng@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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,不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果,本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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,也可能争取为这些公司提供投资银行、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、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为宏源证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,宏源证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。