

中药 III

李昱

0755-82026737

liyu@cjis.cn

九芝堂

000989

推荐

稳健成长的价值型企业

我们近日调研了九芝堂，公司是品牌优势明显的价值型企业，过去五年主业利润增长远快于行业水平，未来仍将保持稳健增长。

投资要点：

6-12 个月目标价： 16.80 元

当前股价： 14.85 元

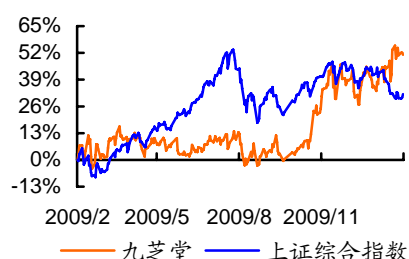
评级调整： 首次

基本资料

上证综合指数	2982.50
总股本(百万)	298
流通股本(百万)	298
流通市值(亿)	44
EPS (TTM)	0.40
每股净资产(元)	4.14
资产负债率	20.4%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
九芝堂	11.07	20.73	33.18
上证综合指数	-6.68	-6.17	-8.22



■ **公司盈利能力提升迅速，主业利润增长水平远超行业平均。**九芝堂是一个品牌优势明显的价值型公司，自 2005 年以来，公司主业利润增长幅度均在 40% 以上，远超行业平均水平，在医药上市公司中也首屈一指。而公司近年的收入规模基本没有增长，主业利润的增长完全来自于盈利能力的持续提高，公司经营性利润占主营收入的比率从 05 年的 3% 提升到了 09 年前三季度的 14.67%，公司盈利能力的提升原因在两个方面：1、业务结构的变化，公司业务分为医药工业和商业两块，在工业稳步增长的同时，盈利水平的商业规模不断缩小。2、产品毛利率的提升，毛利率水平的提升主要是产品价格有所上涨，同时公司成本控制良好。公司医药工业的毛利率从 05 年的 58% 提升到 08 年的 68%。商业毛利率由于压缩毛利率较低的批发业务，也有较大幅度的提升。

■ **我们认为未来公司盈利能力提升仍有潜力。**公司 10 年的工作重点即是加强基础建设，实施精细化管理，其成果会逐步体现，也将反映在公司的费用率下降上。

■ **产品结构合理，经营质量优良。**九芝堂的业务结构清晰，分为医药工业及商业两块。医药工业是公司的主要盈利来源。公司目前产品梯队丰富，共有 331 个品种，其中主导品种包括浓缩丸系列，驴胶补血颗粒和斯奇康注射液，浓缩丸和驴胶补血颗粒是 OTC 品种，公司广告投入较多，目前处在稳定增长阶段，二三线品种包括裸花紫珠片、足光散、补肾固齿丸、健胃愈疡片等。公司在产品上的发展规划是“稳住中央，两翼突破”。稳住中央即保持三个核心品种的稳定增长。

■ **我们预计公司 09-10 年 EPS 分别为 0.48、0.56、0.65 元。**公司品牌价值突出，经营质量优良，是很好的价值型品种。按照 10 年 30X PE，公司 6-12 月目标价为 16.8 元，给予“推荐”的投资评级。

主要财务指标

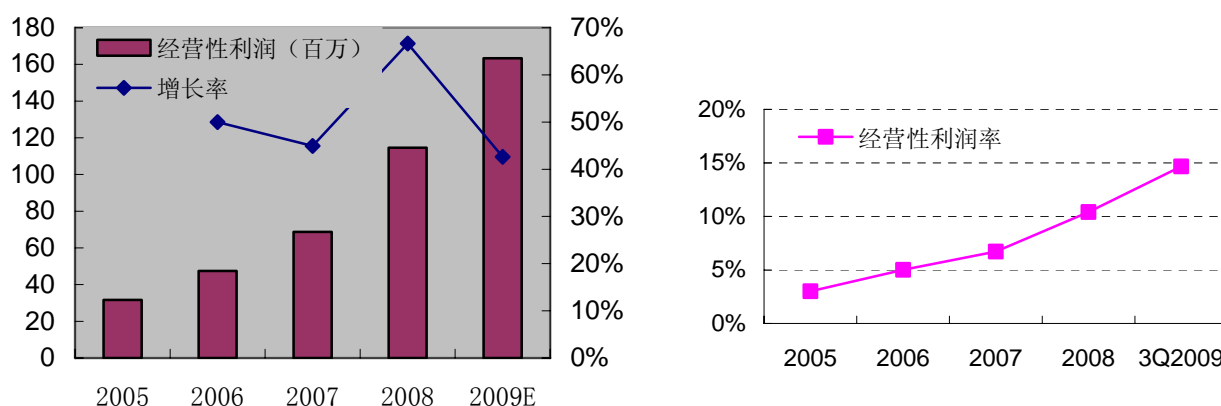
单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1101	1069	1107	1177
同比(%)	8%	-3%	4%	6%
归属母公司净利润(百万元)	200	144	166	194
同比(%)	56%	-28%	15%	17%
毛利率(%)	55.9%	60.4%	62.2%	63.7%
ROE(%)	16.3%	11.5%	11.7%	12.0%
每股收益(元)	0.67	0.48	0.56	0.65
P/E	22.76	31.61	27.39	23.46
P/B	3.70	3.63	3.21	2.82
EV/EBITDA	25	20	17	15

相关报告

1、主业经营良好，利润增长远超行业水平

九芝堂一直被认为是一个收入和利润增长水平略低于行业平均的稳健型公司，但实际上，2005年以来，公司主业利润增长幅度均在40%以上，远超行业平均水平。

图 1：公司主业利润增长迅速



资料来源：公司报告 中投证券研究所

为了反应公司的实际主业利润水平，我们用公司的营业利润扣除了其中非经常性的影响得到经营性利润，发现公司从05年到09年，经营性利润的增长均在40%以上，不仅远高于行业平均水平，在医药行业上市公司中也首屈一指。

而公司近年的收入规模基本没有增长，主业利润的增长完全来自于盈利能力的持续提高，公司经营性利润占主营收入的比率从05年的3%提升到了09年前三季度的14.67%，预计09年可望达到15%的水平，是05年的5倍之多。

公司盈利能力的提升原因在两个方面：1、业务结构的变化，公司业务分为医药工业和商业两块，工业是盈利的主要来源，商业基本不贡献利润。根据公司的规划，在工业稳步增长的同时，盈利水平的商业规模不断缩小。2、产品毛利率的提升，毛利率水平的提升主要是产品价格有所上涨，同时公司成本控制良好。公司医药工业的毛利率从05年的58%提升到08年的68%。商业毛利率由于压缩毛利率较低的批发业务，也有较大幅度的提升。

我们认为未来公司盈利能力提升幅度相对会较小，但仍有潜力。公司10年的工作重点即是加强基础建设，实施精细化管理。公司新任管理层上任以来，在管理和费用控制上实施了一系列措施，目前已经初步取得成效，其成果会逐步体现，也将反映在公司的费用率下降上。

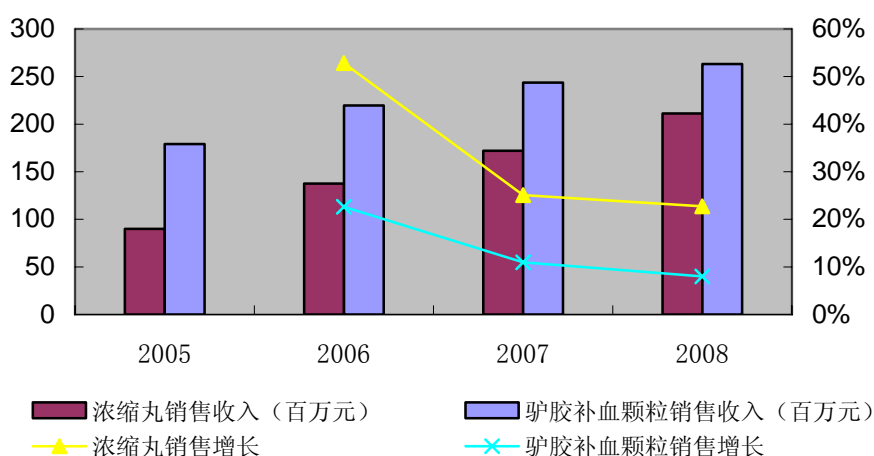
2、产品结构合理 经营质量优良

九芝堂的业务结构清晰，分为医药工业及商业两块。

医药工业是公司的主要盈利来源。公司目前产品梯队丰富，共有 331 个品种，其中主导品种包括浓缩丸系列，驴胶补血颗粒和斯奇康注射液，二三线品种包括裸花紫珠片、足光散、补肾固齿丸、健胃愈疡片等。

公司在产品上的发展规划是“稳住中央，两翼突破”。稳住中央即保持三个核心品种的稳定增长。

图 2：公司主要产品增长情况



资料来源：公司报告 中投证券研究所

浓缩丸系列增长较快，其中六味地黄浓缩丸占浓缩丸销售收入比例在 70%-80% 之间。六味地黄丸作为一种滋阴补肾的传统中药，生产厂商众多，在目前的六味地黄丸市场上，公司的份额低于宛西制药及同仁堂。但在浓缩丸这一剂型上，公司具备明显优势，由于服用较传统的蜜丸便利，所以浓缩丸的增长幅度快于整个市场增速，份额不断提升，公司浓缩丸在经过初期的迅速成长后，目前增长基本稳定，07，08 年增速均在 20% 以上，公司在销售上以广告宣传为主，六味地黄丸请张国立代言，也起到一定效果，预计未来能维持至少 10-15% 的销售增长。

驴胶补血颗粒主要应用于补血市场，补血市场同类产品也较多，但驴胶补血颗粒的市场定位在中低端，面向对象是女性，与东阿阿胶的阿胶系列产品定位存在差异。从公司的品牌美誉度与市场潜力来看，驴胶补血颗粒的市场空间仍然很大，目前其销售收入仅为 2.6 亿，存在提升空间，但在市场开拓上，公司策略比较保守，09 年前三季度销售有所下滑，预计全年基本持平。

斯奇康注射液由子公司九芝堂斯奇生物制药有限公司生产，是公司最大的处方药品种，对用于皮肤病、感冒、哮喘、鼻炎等，由于该产品有助于免疫力提升，所以在 03 年 SARS 时期，销售达到高峰，目前年销售额维持在 8、9000 万元。

两翼突破则是力争二三线品种实现快速增长。目前，裸花紫珠片的销售收入达到 6000 万，足光散、补肾固齿丸、健胃愈疡片等品种的规模也均在千万以上。

公司的工业销售体系分为两块：母公司下属的 OTC 销售部门以及销售处方药的九芝堂医贸。公司的销售质量控制较严，应收账款周转及经营性现金流均处在较好的水平。

公司商业主要分为批发与零售两块，主要由子公司九芝堂医药有限公司经营，其中零售业务主要是九芝堂大药房，批发业务由于市场竞争较为激烈，公司逐渐压缩。商业对公司利润贡献较小，未来有可能进一步压缩。

3、盈利预测和投资评级

我们预计公司 09-10 年 EPS 分别为 0.48、0.56、0.65 元。公司品牌价值突出，经营质量优良，是很好的价值型品种。按照 10 年 30X PE，公司 6-12 月目标价为 16.8 元，给予“推荐”的投资评级。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1131	1082	1232	1433	营业收入	1101	1069	1107	1177
现金	582	681	822	1001	营业成本	485	424	419	427
应收账款	84	86	89	95	营业税金及附加	14	14	14	15
其它应收款	22	25	25	27	营业费用	377	379	388	412
预付账款	11	9	9	9	管理费用	93	82	80	82
存货	114	101	100	102	财务费用	17	11	11	12
其他	318	181	187	199	资产减值损失	64	1	0	0
非流动资产	415	467	457	457	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	20	20	20	20	投资净收益	58	3	0	0
固定资产	197	279	285	286	营业利润	108	162	196	229
无形资产	114	114	114	114	营业外收入	102	9	0	0
其他	84	54	38	36	营业外支出	3	1	0	0
资产总计	1546	1549	1689	1889	利润总额	207	170	196	229
流动负债	315	292	266	272	所得税	7	25	29	34
短期借款	0	0	0	0	净利润	200	144	167	194
应付账款	55	48	47	48	少数股东损益	0	0	0	0
其他	260	245	219	224	归属母公司净利润	200	144	166	194
非流动负债	1	1	1	1	EBITDA	153	191	227	263
长期借款	1	1	1	1	EPS (元)	0.67	0.48	0.56	0.65
其他	-0	0	0	0					
负债合计	315	293	267	272	主要财务比率				
少数股东权益	3	3	3	4	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	298	298	298	298	成长能力				
资本公积	588	588	588	588	营业收入	7.5%	-2.9%	3.5%	6.3%
留存收益	342	367	533	727	营业利润	-18.8%	50.6%	20.8%	16.7%
归属母公司股东权益	1228	1253	1419	1613	归属于母公司净利润	56.4%	-28.0%	15.4%	16.7%
负债和股东权益	1546	1549	1689	1889	获利能力				
					毛利率	55.9%	60.4%	62.2%	63.7%
					净利率	18.2%	13.5%	15.0%	16.5%
					ROE	16.3%	11.5%	11.7%	12.0%
					ROIC	29.9%	26.8%	30.1%	34.2%
					偿债能力				
					资产负债率	20.4%	18.9%	15.8%	14.4%
					净负债比率	0.18%	0.20%	0.21%	0.21%
					流动比率	3.59	3.70	4.63	5.27
					速动比率	3.23	3.35	4.26	4.90
					营运能力				
					总资产周转率	0.74	0.69	0.68	0.66
					应收账款周转率	13	12	13	13
					应付账款周转率	8.33	8.27	8.82	8.96
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.67	0.48	0.56	0.65
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.44	0.38	0.58	0.71
					每股净资产(最新摊薄)	4.13	4.21	4.77	5.42
					估值比率				
					P/E	22.76	31.61	27.39	23.46
					P/B	3.70	3.63	3.21	2.82
					EV/EBITDA	25	20	17	15

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 $\pm 10\%$ 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

分析师简介

李昱, 中投证券研究所医药行业分析师, 理学硕士。2008 年度卖方分析师水晶球奖"医药行业第二名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名。

主要研究覆盖生物医药、传统中药、医疗器械: 云南白药、三九医药、康美药业、通化东宝、天坛生物、科华生物、达安基因等。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 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。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
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	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	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