

生物医药行业  
公司研究报告

# 太安堂 (002433)

评级: 首次 买入

收盘价 (元) 24.15  
目标价 (2012E) 29.10

## 百年太安堂, 新品助增长

### 市场数据

52周内最高价 (元) 36.40  
52周内最低价 (元) 20.49  
市净率 2.47  
总股本 (亿股) 1.00  
流通 A 股 (亿股) 0.40  
流通 B 股或 H 股 (亿股) 0.00  
总市值 (亿元) 23.86  
流通 A 股市值 (亿元) 9.54  
流通 B 股或 H 股市值 (亿元) 0.00

### 相对股价表现



### 生物医药研究小组

李顶峰

证书编号 S0120511030002

联系人

郑一宁

8621-68761616-8519

zhengyn@tebon.com.cn

杨莹

8621-68761616-8565

yangying@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中

心 26 楼

<http://www.tebon.com.cn>

### 投资要点:

- **五百年太安堂品牌, 助力基业长青:** 太安堂是著名的中医药老字号, 具有将近500年的历史, 核心技术源自明代太医院。公司创始人柯树泉先生是太安堂始祖柯玉井公的第十三代传人, 太安堂品牌在消费者心中有一定的市场地位, 对公司产品的推广有促进作用。
- **麒麟丸和痛经软膏提供新的增长点:** 麒麟丸能够治疗男女性不孕不育症, 具有独特的治疗效果和使用客户群, 目前在科室推广较好, 未来通过精细化营销和科室推广, 在男科、妇科、生殖科以及泌尿科等科室的推广将为产品提供新的增长点; 痛经软膏是公司代理产品, 首先在广东、重庆和上海三个城市试点, 是市场上少见的外用治疗痛经产品, 广告的大量投入和营销队伍的建设将助力这一产品的爆发式增长。
- **五大事业部配合清晰产品定位:** 公司营销中心分为五大事业部, 分别是麒麟丸事业部、OTC事业部、深度销售部、医院事业部和商务部。各事业部各司其职, 分工明确, 主业突出, 麒麟丸事业部主要负责麒麟丸的销售推广, OTC事业部负责痛经软膏的销售, 深度销售部负责第三终端的队伍建设, 销售人员从300人扩充到600人左右。
- **新老产品共同维持业绩稳定增长:** 我们用波士顿矩阵将公司产品进行分类, 皮肤类用药消炎癣湿膏具有良好的药效, 独特的中药配方, 不含激素, 具有一定的竞争优势, 属于现金牛产品, 为公司发展提供稳定的现金流。新产品麒麟丸和痛经软膏使用领域的市场前景广阔, 由于处于市场推广时期, 市场占有率还较低, 市场前景广阔, 增长空间巨大。心宝丸由于定价过低和原材料成本上升的问题, 公司和经销商获利空间不大, 价格的理顺是当务之急。
- **风险提示:** 1. 代理产品痛经软膏的试点推广不顺利的风险; 2. 麒麟丸在扩大科室精细化营销推广不顺利的风险; 3. 大量存货减值损失的风险。
- **盈利预测及估值分析:** 预计未来三年的营业收入分别为4.11, 5.58和7.45亿元; 归属于母公司净利润分别为0.73, 0.97和1.30亿元; 每股收益分别为0.73, 0.97和1.30元。按照2012年EPS, 给予30倍PE, 目标价为29.10元。

### 重要财务指标

单位□: 百万元

主要财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	288.33	314.04	410.70	558.38	745.05
收入增幅 (%)	18.28%	8.91%	30.78%	35.96%	33.43%
净利润	53.89	56.45	72.75	97.22	130.44
净利增幅 (%)	40.76%	4.75%	28.88%	33.64%	34.16%
毛利率 (%)	38.85%	39.72%	40.24%	40.46%	40.48%
ROE (%)	24.36%	5.81%	6.96%	8.51%	10.25%
摊薄 EPS (元)	0.539	0.564	0.727	0.972	1.304

## 正文目录

1. 公司简介 .....	3
2. 公司的主要产品 .....	4
2.1. 皮肤类用药：小市场，稳定增长 .....	7
2.2. 心血管用药：大市场，理顺价格是关键 .....	7
2.3. 不孕不育症用药：公司重点品种，有发展潜力 .....	8
2.4. 代理贵州绿太阳制药产品 .....	8
3. 营销管理分析 .....	9
3.1. 五大事业部分工明确，重点产品定位清晰 .....	9
3.2. 产品销售区域性强，集中于华南区域 .....	10
4. 公司财务分析 .....	10
5. 风险提示与盈利预测 .....	12
5.1. 风险提示 .....	12
5.2. 盈利预测 .....	13

## 图表目录

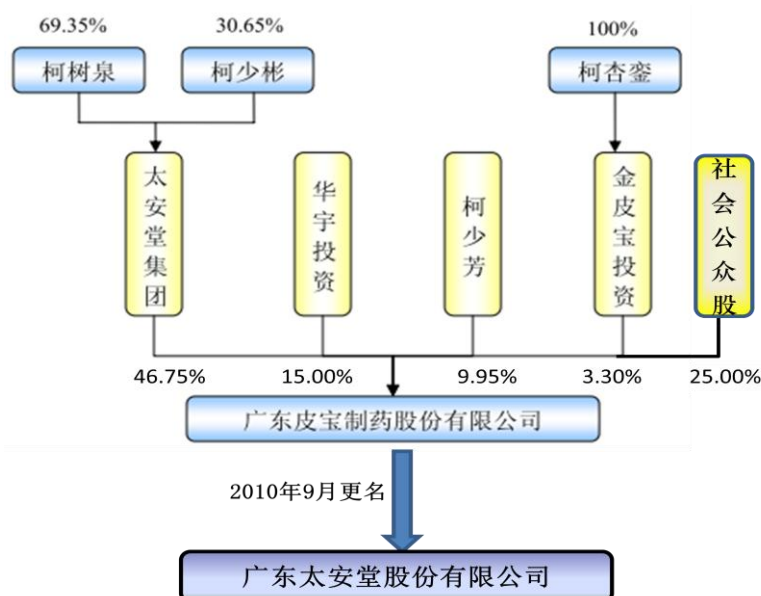
图 1：太安堂公司股权结构情况 .....	3
图 2：太安堂全资子公司情况 .....	4
图 3：太安堂各系列产品收入占比情况 .....	5
图 4：太安堂各系列产品毛利率 .....	5
图 5：太安堂自有系列产品的波士顿矩阵图 .....	6
图 6：太安堂 2010 年各区域营收占比 .....	10
图 7：太安堂 2007-2011 年三季度营业收入和净利润变化 .....	11
图 8：太安堂 2007-2011 年三季度盈利能力 .....	11
表 1 太安堂主要产品功能及竞争格局 .....	6
表 2 部分地区 OTC 皮肤用药分析 .....	7
表 3 心血管中成药最大服用量价格对比表 .....	8
表 4 太安堂五大营销事业部职能范围 .....	9
表 5 太安堂 2010-2011Q3 单季度利润表数据 .....	12
表 6：公司分产品收入预测 .....	14
表 7 公司未来三年预测财务数据摘要 .....	15
表 8 公司未来三年财务报表预测 .....	15

## 1. 公司简介

太安堂公司由皮宝制药更名而来，皮宝制药于 2010 年 6 月中小板上市，同年 9 月，公司拓展产品的品牌和范围，超越皮肤病用药范围，为配合公司战略发展需要，公司名称由“广东皮宝制药股份有限公司”改为“广东太安堂股份有限公司”。公司拥有多个系列产品品牌：太安堂、麒麟、铍宝、柯医生等；系列产品包括：特效皮肤药（以消炎癣湿膏为代表）、心血管药（心宝丸）、治疗不孕不育用药（麒麟丸）。同时，公司通过代理贵州绿太阳制药的苗药产品，引入肤痔清和痛经软膏等优质品种，产品涉足妇科用药领域，为公司提供新的利润增长点。

公司第一大股东为太安堂集团，上市之后持股比例为 46.75%，实际控制人为柯树泉先生。柯树泉先生是太安堂的创始人柯玉井公的第十三代传人，太安堂是著名的中医药老字号，具有将近 500 年的历史，核心技术源自明代太医院。1982 年，柯树泉先生开办诊所，主治妇科和皮肤病，2000 年，创办皮宝制药有限公司，主营中药皮肤病产品。2007 年，整合汕头麒麟药业，丰富产品品种，增加不孕不育症用药麒麟丸和心血管药心宝丸等。其他几位直接或间接持股的大股东柯少彬、柯少芬、柯杏銮，均为柯氏家族成员。

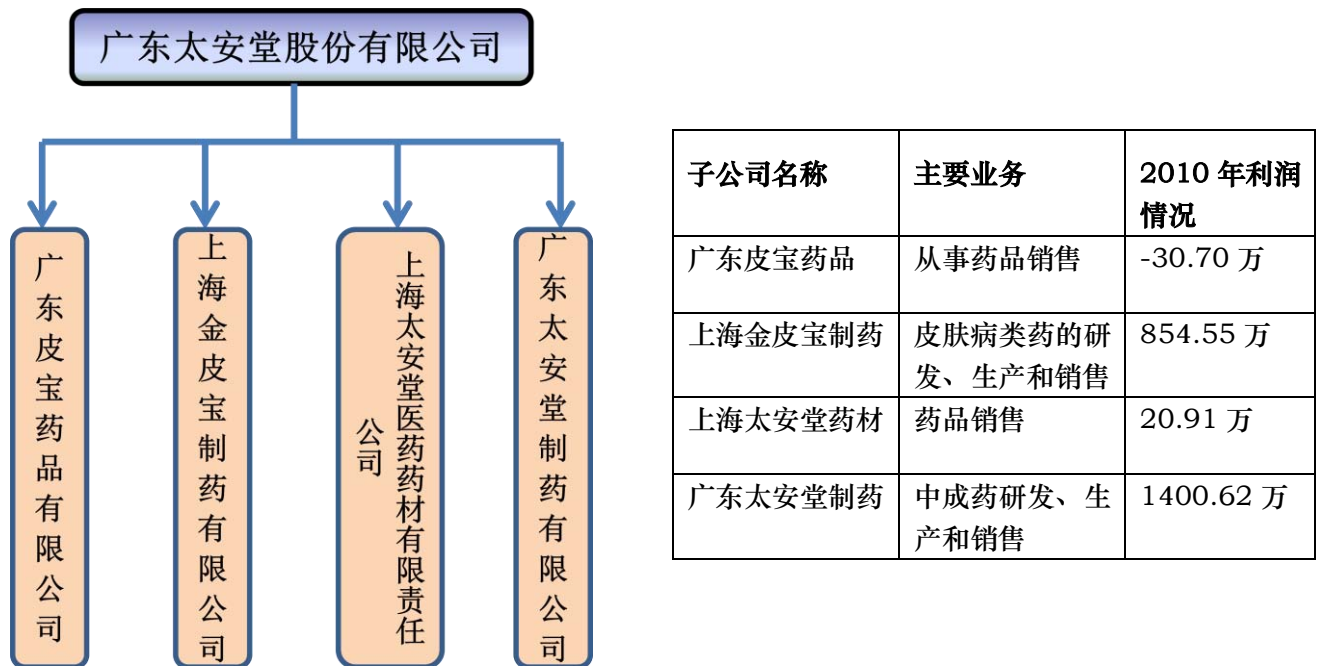
图 1：太安堂公司股权结构情况



资料来源：德邦证券研究所

公司有四个全资子公司，分别为广东皮宝药品有限公司、上海金皮宝制药有限公司、上海太安堂医药药材有限责任公司和广东太安堂制药有限公司，四个子公司的主要业务见下图所示：

图 2：太安堂全资子公司情况

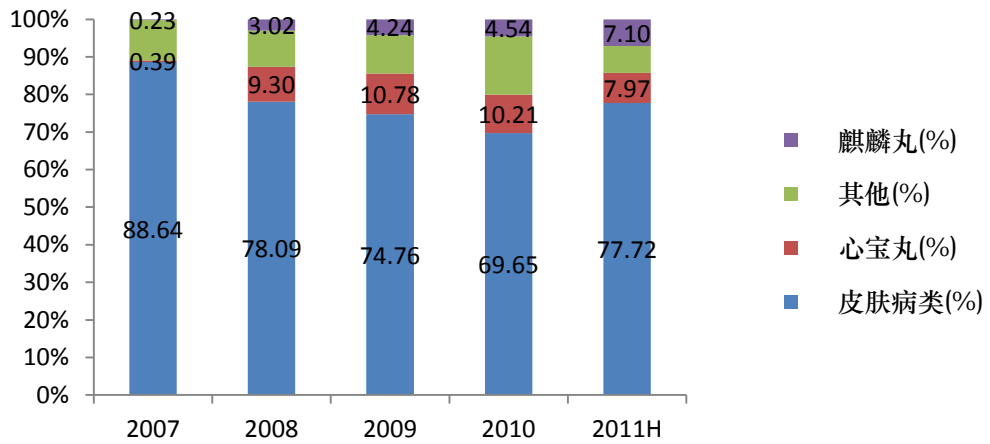


资料来源：德邦证券研究所

## 2. 公司的主要产品

公司主营皮肤类用药、心血管用药和不孕不育症用药等，其中皮肤类用药收入占比最高，可达 77%。各类别产品收入占比及毛利率情况见下图：

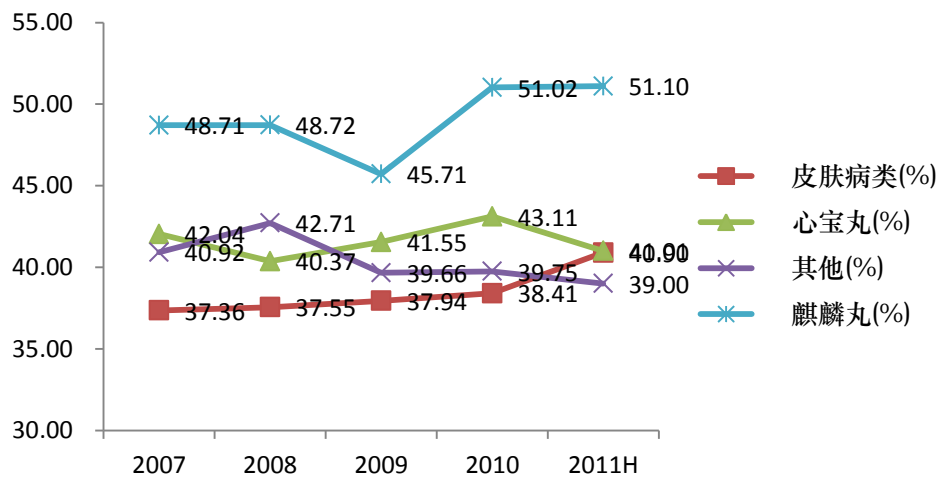
图 3：太安堂各系列产品收入占比情况



资料来源：wind，德邦证券研究所

从上述数据可以看到，公司皮肤病类产品占比在逐年下降，逐渐将重心转移到新品麒麟丸和痛经软膏等代理产品上，皮肤类产品的竞争激烈，公司对产品结构的调整利于产品多样化，降低风险。毛利率上看，麒麟丸的毛利率维持在 50%左右，2011 年上半年皮肤病类用药毛利率有所提升，达 40%，心宝丸毛利率有所下降。

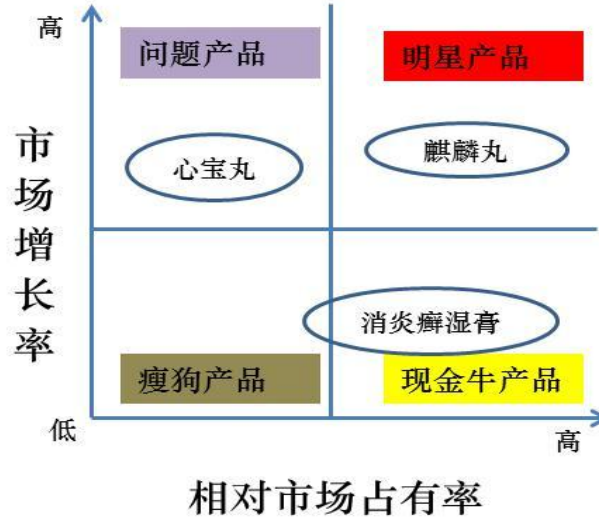
图 4：太安堂各系列产品毛利率



资料来源：wind，德邦证券研究所

我们将公司的各类产品所处的市场地位以及市场增长率情况进行分析，利用波士顿矩阵原理，把他们分到矩阵中的不同象限，更加形象地帮助我们理解公司的产品特性，并且深入地剖析公司的产品策略。

图 5：太安堂自有系列产品的波士顿矩阵图



资料来源：德邦证券研究所

表 1 太安堂主要产品功能及竞争格局

产品名称	主要成分	适应症	同类竞争产品
消炎癣湿膏	升药底、樟脑、蛇床子、升华硫、冰片等	杀菌、收湿、止痒。用于头癣、体癣、足癣、慢性湿疹、滋水瘙痒和疥疮等。	达克宁，皮炎平等
心宝丸	洋金花、人参、鹿茸、肉桂、附子、三七、冰片、人工麝香、蟾酥	温补心肾，益气助阳，活血通脉。用于治疗心肾阳虚，心脉瘀阻引起的慢性心功能不全；窦房结功能不全引起的心动过缓、病窦综合症以及缺血性心脏病引起的心绞痛及心电图缺血性改变。	速效救心丸（中新药业）、芪蒯强心胶囊（以岭药业）、心宝丸（广州真和新君宝药业有限公司）、
麒麟丸	何首乌、淫羊藿、菟丝子、锁阳、党参等	补肾填精，益气养血。适用于肾虚精亏、血气不足、腰膝酸软、倦怠乏力、面色不华，男子精液清稀、阳痿早泄，女子月经不调。或男子不育症、女子不孕症见有上述症候者。	培坤丸（治疗女性不孕不育）、龙鹿丸
痛经软膏	吴茱萸，延胡索，干姜，姜黄	活血散寒，调经止痛。用于痛经、下腹坠胀、腰背疼痛等。	经舒宁、安琪、金百合痛经贴等
肤痔清	金果榄、上大黄、黄柏、朱砂根、野菊花、紫花地丁、血胆、苦参、冰片、重楼、黄药子、姜黄、地榆、苦丁茶、薄荷脑	清热解毒，化瘀消肿，除湿止痒，用于湿热蕴结所致手足癣、体癣、股癣、浸淫疮、内痔、外痔，肿痛出血，带下病。	麝香痔疮栓、马应龙麝香痔疮膏、肛泰等

资料来源：德邦证券研究所

## 2.1. 皮肤类用药：小市场，稳定增长

公司主要业务收入来自于皮肤类用药，其中以消炎癣湿膏为主要代表。皮肤病用药竞争激烈，市场上同类产品较多，竞争对手也都是实力很强的明星产品。根据南方所的数据显示，西安杨森的金达克宁和华润三九的 999 皮炎平软膏是 OTC 市场皮肤用药销量较好的品种，公司的消炎癣湿膏属于处方药，纯中药配方不含激素，具有独特的优势，加上良好的疗效，在市场上有一定的占有率，毛利率也比较稳定，但是由于市场竞争激励而且充分，这一类产品市场空间增长有限，属于现金牛产品，为公司提供稳定的现金流，保证盈利能力。公司产品疗效好，销售集中于华南区域，是一个区域性品牌。皮肤病类用药市场空间有限，公司作为区域性品牌能够维持稳定的增长。

表 2 部分地区 OTC 皮肤用药分析

2011 年 5 月中南地区	2011 年 6 月西部地区	2011 年 7 月华北地区																																				
<p><b>● 皮肤类用药明星产品</b></p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>排名</th> <th>品名</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>1</td> <td>金达克宁</td> </tr> <tr> <td>2</td> <td>达克宁乳膏</td> </tr> <tr> <td>3</td> <td>999 皮炎平软膏</td> </tr> <tr> <td>4</td> <td>派瑞松乳膏</td> </tr> <tr> <td>5</td> <td>百多邦软膏</td> </tr> </tbody> </table>	排名	品名	1	金达克宁	2	达克宁乳膏	3	999 皮炎平软膏	4	派瑞松乳膏	5	百多邦软膏	<p><b>● 皮肤类用药明星产品</b></p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>排名</th> <th>品名</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>1</td> <td>金达克宁</td> </tr> <tr> <td>2</td> <td>复方聚维酮碘搽剂</td> </tr> <tr> <td>3</td> <td>皮舒克软膏</td> </tr> <tr> <td>4</td> <td>百多邦软膏</td> </tr> <tr> <td>5</td> <td>999 皮炎平软膏</td> </tr> </tbody> </table>	排名	品名	1	金达克宁	2	复方聚维酮碘搽剂	3	皮舒克软膏	4	百多邦软膏	5	999 皮炎平软膏	<p><b>● 皮肤类用药明星产品</b></p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>排名</th> <th>品名</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>1</td> <td>金达克宁</td> </tr> <tr> <td>2</td> <td>艾洛松软膏</td> </tr> <tr> <td>3</td> <td>复方薄荷脑软膏</td> </tr> <tr> <td>4</td> <td>百多邦软膏</td> </tr> <tr> <td>5</td> <td>复方聚维酮碘搽剂</td> </tr> </tbody> </table>	排名	品名	1	金达克宁	2	艾洛松软膏	3	复方薄荷脑软膏	4	百多邦软膏	5	复方聚维酮碘搽剂
排名	品名																																					
1	金达克宁																																					
2	达克宁乳膏																																					
3	999 皮炎平软膏																																					
4	派瑞松乳膏																																					
5	百多邦软膏																																					
排名	品名																																					
1	金达克宁																																					
2	复方聚维酮碘搽剂																																					
3	皮舒克软膏																																					
4	百多邦软膏																																					
5	999 皮炎平软膏																																					
排名	品名																																					
1	金达克宁																																					
2	艾洛松软膏																																					
3	复方薄荷脑软膏																																					
4	百多邦软膏																																					
5	复方聚维酮碘搽剂																																					

资料来源：南方所，德邦证券研究所

## 2.2. 心血管用药：大市场，理顺价格是关键

公司心血管用药以心宝丸为主，目前销售收入占总收入比重为 8% 左右。心宝丸目前不是公司重点推广的产品，其原因在于心宝丸的产品定价问题，由于上市之初发改委定价较低，加上目前的限价因素，导致产品售价降低。随着中药材价格的上涨以及人工成本的不断提高，产品的盈利空间被不断压缩。而且出厂价与零售价之间的空间也很小，经销商没有动力去销售心宝丸，因此，销售遇到一个瓶颈。中新药业的单个产品速效救

心丸 2010 年销售收入就达 3.46 亿元，心血管用药市场空间巨大。目前理顺价格是公司亟待解决的一个难题，价格问题解决了之后，产品的特性以及心血管用药的市场空间决定了这一产品的未来发展潜力很大，可以想象的空间很大。这一产品属于问题产品，只要把价格问题解决了，随时可能转化成明星产品。

表 3 心血管中成药最大服用量价格对比表

产品名称	产品规格 粒(片)/盒	零售单价(元)	最大服用量 粒(片)/日	日最大服用量单 价(元/日)
通心络胶囊	24	29.8	9	11.17
舒血宁(银杏叶片)	24	38.3	6	9.58
养心氏片	48	29	15	9.06
步长脑心通胶囊	36	33	9	8.25
天保宁(银杏叶片)	18	28.7	6	9.57
复方丹参滴丸	100	16.9	30	5.07
心可舒片	48	19.8	12	4.95
地奥心血康	20	12	6	3.6
其他药品平均	—	26.8	—	8.04
心宝丸	20	7.7	12	2.21

资料来源：公司公告，德邦证券研究所

### 2.3. 不孕不育症用药：公司重点品种，有发展潜力

2007 年，公司收购汕头麒麟药业，开始进入不孕不育症用药领域。麒麟丸属于国家三类新药，具有补肾益气的作用，适用于男女不孕不育症，同时还具有保健的功效。该产品是公司近期要着重推广的产品之一，目前主要使用在男科，公司通过精细化营销和扩大科室，希望将产品向生殖科、泌尿科、妇产科等科室推广。市场上与麒麟丸同类的产品非常少，具有同样效果的产品几乎没有，因此麒麟丸在竞争上具有很大的优势，未来通过在更多科室推广开来，能够维持较高的增长率，属于明星产品。

### 2.4. 代理贵州绿太阳制药产品

#### 2.4.1 痛经软膏

痛经软膏是目前市场上较少见的外用治疗痛经的药品，大部分药品属于内服药。市场上同样外用治疗痛经的产品还有经舒宁痛经贴、安琪痛经贴和金百合痛经贴等。这几



个产品的市场反响还不错，是公司产品的主要竞争对手。公司过去植根于区域营销，在华南区具有一定的市场地位，如今要向全国市场推广，有一定的难度。因此，公司选择了广东、重庆和上海三个试点城市，先在这几个相对熟悉的市场做起来，随后再向其他省市拓展就更加有经验。重庆已经投入广告在公交车的车身、办公楼宇，以及网络广告，上海市近期将拿到价格批文，也将开始投放大量的广告进行营销。该产品是公司未来业绩的主要增长点，和麒麟丸一样，都具有独特的产品特性，未来增长空间可期，属于明星产品。

#### 2.4.2 肤痔清软膏

肤痔清软膏具有清热解毒，化瘀消肿，除湿止痒的功效，主要用于湿热蕴结所致手足癣、体癣、腹癣、浸淫疮、内痔、外痔，肿痛出血，带下病等。该产品属于皮肤病类用药，作为此类药物的一个补充，为公司提供稳定现金流。今年预计销售收入达 1000 万元，公司希望明年能够翻番。

公司代理的这两个品种，后续如果推广顺利，很有可能会直接收购该产品的生产权，对于丰富公司产品线，提升竞争力有很大帮助。

## 3. 营销管理分析

### 3.1. 五大事业部分工明确，重点产品定位清晰

公司为了配合新产品的上市，集中管理渠道，将营销中心分为五个事业部，分别是麒麟丸事业部、OTC 事业部、深度营销事业部、商务事业部和医院事业部，各事业部的职能和责任范围见下表：

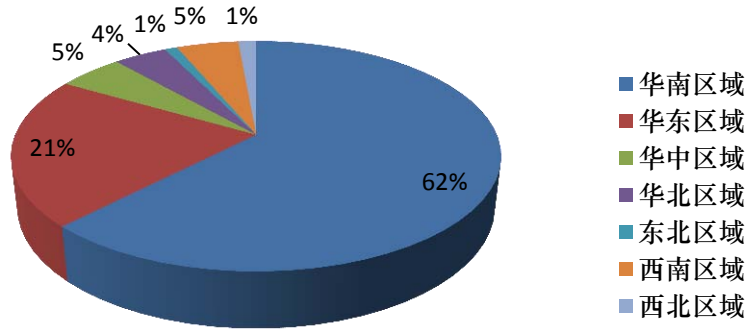
表 4 太安堂五大营销事业部职能范围

事业部	职能范围	销售人员数
麒麟丸事业部	负责麒麟丸的销售	
OTC 事业部	主要负责痛经软膏的销售	200 人左右
深度营销事业部	负责第三终端市场的开拓	500-600 人左右（一半为非编制人员）
商务事业部	负责借款，心宝丸及普药的销售	
医院事业部	负责医院市场的产品推广	

资料来源：德邦证券研究所

### 3.2. 产品销售区域性强，集中于华南区域

图 6：太安堂 2010 年各区域营收占比



资料来源：公司公告，德邦证券研究所

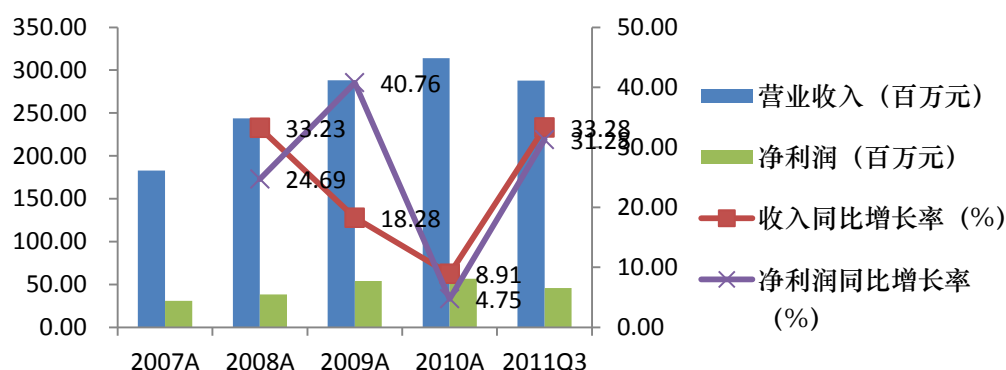
从产品区域销售情况来看，公司的产品仍然比较集中在华南地区，特别是广东省。我们从公司产品销售渠道的数据来分析，也许可以得到一些解释。公司产品销售的 OTC 渠道占比约为 50-60%，第三终端占比为 30-40%，医院终端 5-6%，而从全国各省市 OTC 药店数量来看，全国 6 万多家 OTC 药店，广东省就占有六分之一，达到 1 万家以上。由此可以看出，广东省的 OTC 药市场非常发达，公司作为一个广东省本土的医药公司，在广东省乃至华南地区的销售占比较大也是可以理解的。

从公司这次选择痛经软膏的试点城市来看，广东和上海是公司的两个营销中心，重庆市在西部具有重要的战略地位，因此，公司选择了最有把握和最重要的城市作为试点，为以后的市场推广打下良好的基础。

## 4. 公司财务分析

公司 2010 年 6 月份上市，上市之后，加大了对公司产品的市场投入，对营销人员进行调整，开发第三终端，拓宽了销售渠道，通过细分产品、细分市场、细分人员，营业收入增长率下降至 8.91%，净利润增长率也下降至 4.75%。随着营销队伍和渠道的逐步建立，2011 年公司将营销中心分为五大营销事业部，针对公司不同的产品分类营销，营销改革的效果已经有所显现，截止 2011 年前三季度，营业收入和净利润同比增长率达到 30% 以上。

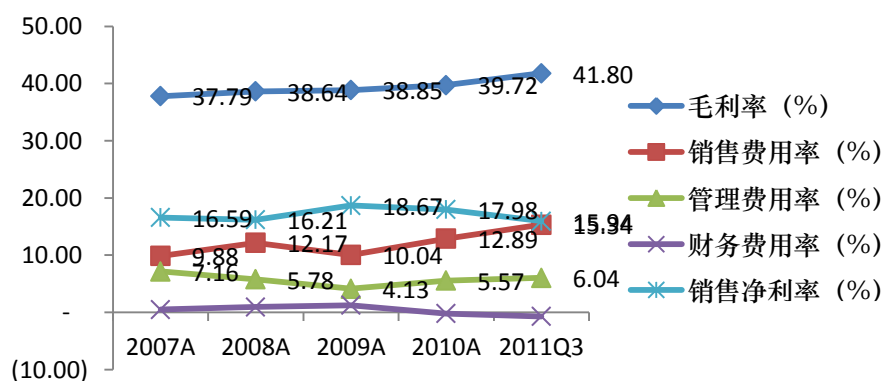
图 7：太安堂 2007-2011 年三季度营业收入和净利润变化



资料来源：wind，德邦证券研究所

公司毛利率从 2007 年的 37.79% 稳步提升，2011 年前三季度达到 41.80%，产品毛利率的提高源于成本的控制以及毛利率高的品种占比提高引起的产品结构变化。销售费用率有所提高，主要用于麒麟丸和新代理产品痛经软膏的市场推广；管理费用率基本持平，稳定在 6% 左右。

图 8：太安堂 2007-2011 年三季度盈利能力



资料来源：wind，德邦证券研究所

从单季度利润表数据来看，2011Q3 公司营业收入大幅提升，同比增长 48.37%，环比增长 35.21%，从历史数据来看，公司单季度收入和利润逐季增加，四季度收入最高，考虑到今年公司几个新产品的上市推广，我们预计四季度公司销售收入能达 1.23 亿元，全年营业收入同比增长达 30.78%。销售费用同比增长 278%，主要来自于销售

收入的增加以及新产品的广告投入和市场营销费用的增加。财务费用的同比减少，是由于去年下半年公司上市募集资金到位，利息收入的增加，今年随着募集资金的投入使用，利息收入大幅减少。

表 5 太安堂 2010-2011Q3 单季度利润表数据

利润简表（单季度）								2011Q3	
单位：百万元	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3	同比增长	环比增长
营业收入	58.29	69.01	88.61	98.12	59.05	97.24	131.48	48.37%	35.21%
营业成本	35.59	42.27	52.37	59.07	35.21	56.23	76.05	45.23%	35.24%
营业税金及附加	0.40	0.48	0.67	0.78	0.57	0.97	1.21	79.77%	24.59%
销售费用	4.57	17.22	5.04	13.63	5.04	20.04	19.06	278.55%	-4.88%
管理费用	2.88	2.90	4.98	6.74	4.75	6.46	6.16	23.85%	-4.63%
财务费用	0.98	1.03	0.08	-2.72	0.00	-1.14	-0.89	-1231.73%	-21.92%
资产减值损失	0.00	3.33	0.49	-2.39	1.13	1.53	1.15	133.70%	-24.94%
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
营业利润	13.87	1.77	24.99	23.00	12.97	12.53	28.74	14.98%	129.39%
营业外收入	0.35	1.25	0.15	2.71	1.23	0.58	1.74	1060.37%	198.60%
营业外支出	0.00	0.00	0.82	0.28	0.00	0.10	1.17	41.49%	1078.99%
利润总额	14.22	3.02	24.32	25.44	14.21	13.01	29.31	20.53%	125.26%
所得税	2.29	-0.10	4.43	3.94	2.03	4.30	4.32	-2.50%	0.31%
净利润	11.93	3.12	19.89	21.50	12.18	8.71	24.99	25.65%	187.01%
归属于母公司净利润	11.93	3.12	19.89	21.50	12.18	8.71	24.99	25.65%	187.01%

资料来源：wind，德邦证券研究所

## 5. 风险提示与盈利预测

### 5.1. 风险提示

#### ➢ 代理产品痛经软膏的市场推广不顺利：

公司代理贵州绿太阳制药的 5 个苗药产品，未来几年将逐个发力，今明两年主要针对痛经软膏和肤痔清，公司将加大广告投入经费，明年预计投入 2500 万广告费用于痛经软膏的营销推广，广东、上海和重庆三个城市的试点对后期产品在全国范围内的推广有很重要意义，如果试点城市推广不成功，将直接影响产品在其他城市的销售以及后续产品的全面推广。

#### ➢ 麒麟丸在扩大科室中的推广不顺利：

麒麟丸是能够同时治疗男性和女性不孕不育症的，而目前使用科室有限，公司希望能够拓展使用范围，提高麒麟丸的覆盖面，促进销售量的提升；由于在新的科室，患者和医生的认可需要一定的时间，这一时间的长短可能使得麒麟丸的实际销

量高于或低于我们的预期判断。

➤ **存货减值损失的风险：**

公司为了降低中药材价格上升带来的成本压力，从今年一季度起，开始大量购买原材料，囤积存货，存货数量剧增，截止 2011 年三季度，存货金额比 2010 年底增加了 1.58 亿元。大量的存货积压增加了在保存和管理上的损害风险，同时还可能受到中药材价格下降带来的冲击。

## 5.2. 盈利预测

### 关键假设

- 1、公司营业收入未来三年的增长率分别为 30.78%、35.96%和 33.43%；
- 2、公司毛利率未来三年分别为 40.24%、40.46%、40.48%；
- 3、公司销售费用比例未来三年分别为 16%、16%、15.50%；
- 4、公司管理费用比例未来三年分别为 6.0%、6.0%、6.0%；
- 5、分产品收入预测如下表：

表 6：公司分产品收入预测

项目	2008A	2009A	2010A	2011H	2011E	2012E	2013E
皮肤病类(百万元)	190.37	215.57	218.74	121.48	262.49	314.99	377.98
增长率(%)		13.24%	1.47%		20.00%	20.00%	20.00%
毛利率(%)	37.55%	37.94%	38.41%	40.90%	39.00%	39.00%	39.00%
心宝丸(百万元)	22.67	31.09	32.06	12.46	36.87	40.56	46.64
增长率(%)		37.14%	3.12%		15.00%	10.00%	15.00%
毛利率(%)	40.37%	41.55%	43.11%	41.01%	41.00%	41.00%	41.00%
麒麟丸(百万元)	7.36	12.24	14.28	11.10	35.70	64.26	96.39
增长率(%)		66.30%	16.67%		150.00%	80.00%	50.00%
毛利率(%)	48.72%	45.71%	51.02%	51.10%	51.00%	51.00%	51.00%
痛经软膏(百万元)					7.50	50.00	100.00
增长率(%)						566.67%	100.00%
毛利率(%)					40.00%	40.00%	40.00%
其他(百万元)	23.38	29.37	48.68	11.25	68.15	88.60	124.04
增长率(%)		25.62%	65.75%		40.00%	30.00%	40.00%
毛利率(%)	42.71%	39.66%	39.75%	39.00%	39.00%	38.00%	37.00%
营业收入合计(百万元)	243.78	288.33	314.04	156.29	410.71	558.40	745.05
增长率(%)		18.28%	8.91%		30.78%	35.96%	33.43%
毛利率(%)	38.64%	38.83%	39.64%	41.50%	40.24%	40.46%	40.48%
净利润(百万元)	38.29	53.89	56.45	20.89	72.75	97.22	130.44
每股收益(元)	0.383	0.539	0.564	0.209	0.727	0.972	1.304

资料来源：wind，德邦证券研究所

### 估值和投资建议

按照上述假设，我们预计公司未来三年的营业收入分别为 4.11，5.58 和 7.45 亿元；归属于母公司净利润分别为 0.73,0.97 和 1.30 亿元；摊薄后每股收益分别为 0.73，0.97 和 1.30 元。

结合公司独特的中医品牌和产品销售的可持续性增长，根据 2012 年 EPS，给予太安堂 30 倍 PE，12 个月目标价：29.10 元。

表 7 公司未来三年预测财务数据摘要

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	243.78	288.33	314.04	410.70	558.38	745.05
增长率(%)	33.23%	18.28%	8.91%	30.78%	35.96%	33.43%
归属母公司股东净利润	38.29	53.89	56.45	72.75	97.22	130.44
增长率(%)	24.69%	40.76%	4.75%	28.88%	33.64%	34.16%
每股收益(EPS)	0.383	0.539	0.564	0.728	0.972	1.304
每股股利(DPS)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
每股经营现金流	0.216	0.473	-0.363	2.849	-1.615	3.175
销售毛利率	38.64%	38.85%	39.72%	40.24%	40.46%	40.48%
销售净利率	16.21%	18.67%	17.98%	17.71%	17.41%	17.51%
净资产收益率(ROE)	22.88%	24.36%	5.81%	6.96%	8.51%	10.25%
投入资本回报率(ROIC)	34.75%	28.64%	22.47%	11.87%	29.03%	21.61%

表 8 公司未来三年财务报表预测

报表预测						
利润表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	243.78	288.33	314.04	410.70	558.38	745.05
减: 营业成本	149.57	176.32	189.30	245.43	332.46	443.45
营业税金及附加	1.74	2.04	2.33	3.04	4.13	5.52
营业费用	29.66	28.96	40.46	65.71	89.34	115.48
管理费用	14.10	11.92	17.50	24.64	33.50	44.70
财务费用	2.33	3.66	-0.63	-13.72	-15.44	-17.56
资产减值损失	-0.08	0.73	1.44	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	46.46	64.71	63.64	85.59	114.38	153.46
加: 其他非经营损益	0.71	2.32	3.36	0.00	0.00	0.00
利润总额	47.18	67.03	67.00	85.59	114.38	153.46
减: 所得税	7.67	13.18	10.55	12.84	17.16	23.02
净利润	39.51	53.85	56.45	72.75	97.22	130.44
减: 少数股东损益	1.23	-0.05	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	38.29	53.89	56.45	72.75	97.22	130.44
资产负债表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	30.62	61.27	460.58	759.15	613.12	948.14
应收和预付款项	57.70	67.70	108.69	65.80	171.38	145.09
存货	28.08	41.53	116.61	-2.85	156.94	48.59
其他流动资产	0.00	0.00	17.72	17.72	17.72	17.72
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	114.12	140.08	253.00	225.54	198.08	170.62

无形资产和开发支出	7.13	8.97	32.35	28.80	25.25	21.70
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	<b>237.65</b>	<b>319.55</b>	<b>988.95</b>	<b>1094.17</b>	<b>1182.51</b>	<b>1351.87</b>
短期借款	19.50	40.84	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	17.93	25.42	16.98	49.45	40.57	79.49
长期借款	28.00	32.11	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>负债合计</b>	<b>65.43</b>	<b>98.37</b>	<b>16.98</b>	<b>49.45</b>	<b>40.57</b>	<b>79.49</b>
股本	75.00	75.00	100.00	100.00	100.00	100.00
资本公积	25.63	25.59	694.92	694.92	694.92	694.92
留存收益	66.70	120.59	177.04	249.80	347.02	477.46
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>167.34</b>	<b>221.18</b>	<b>971.97</b>	<b>1044.72</b>	<b>1141.94</b>	<b>1272.38</b>
少数股东权益	4.88	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>股东权益合计</b>	<b>172.22</b>	<b>221.18</b>	<b>971.97</b>	<b>1044.72</b>	<b>1141.94</b>	<b>1272.38</b>
负债和股东权益合计	237.65	319.55	988.95	1094.17	1182.51	1351.87
<b>现金流量表</b>	<b>2008A</b>	<b>2009A</b>	<b>2010A</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
经营性现金净流量	21.56	47.32	-36.33	284.86	-161.47	317.46
投资性现金净流量	-58.05	-34.75	-191.21	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	5.03	21.91	623.98	13.72	15.44	17.56
<b>现金流量净额</b>	<b>-31.46</b>	<b>34.48</b>	<b>396.44</b>	<b>298.58</b>	<b>-146.03</b>	<b>335.02</b>



## 分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级

### 一、行业评级

推荐 – Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数  
中性 – In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平  
回避 – Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

### 二、股票评级

买入 – Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$   
增持 – Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 10%-20%  
中性 – Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为-10% - +10%  
减持 – Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

## 特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。