



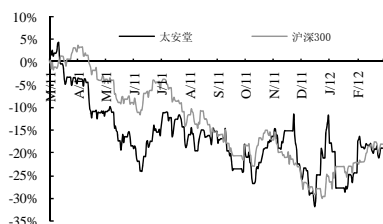
金元证券股份有限公司  
GOLDSTATE SECURITIES CO., LTD.

医药保健  
Healthcare

2012 年 3 月 14 日

市场数据	2012 年 3 月 13 日
当前价格 (元)	23.36
52 周价格区间 (元)	19.10-31.58
总市值 (百万)	2336.00
流通市值 (百万)	934.27
总股本 (万股)	10000
流通股 (万股)	3999
日均成交额 (百万)	19
近一月换手 (%)	43.57
第一大股东	太安堂集团有限公司
公司网址	www.pibao.cn

#### 一年期收益率比较



表现%	1m	3m	12m
太安堂	7.2	8.1	-19.0
沪深 300	5.2	10.0	-18.0

黄黎明

+86 755 21515595

执业证书编号:

S0340208070036

谭权胜 (协助)

+86 755 83025665

#### 合规申明

公司持有该股票是否超过该公司已发行股份的 1%?

是

否

## 太安堂 (002433)

——收凤凰之司，展鸿鹄之志

评级: 买入

赢利预测	2011	2012E	2013E	2014E
主营收入 (万元)	41,737	60,063	79,237	100,957
主营收入增长率%	32.90%	43.91%	31.92%	27.41%
净利润 (万元)	7,415	9,754	14,041	18,498
净利润增长率%	31.36%	31.54%	43.95%	31.74%
每股收益 (元)	0.74	0.70	1.01	1.33
每股净资产 (元)	9.96	13.42	14.13	15.06
PE	31.5	33.3	23.1	17.6
PB	2.35	1.74	1.65	1.55

资料来源: 金元证券研究所

- **完成两个重要转变，实现质的飞跃：**公司在上市之后进行了一系列的并购，完成对宏兴集团的并购后，公司从一个皮肤药中成药企业转变成为一个涵盖心脑血管等领域用药的综合性中成药企业；通过全国的营销布局，公司从一个区域性公司转变成为一个全国布局的企业；公司具备成为一个大公司基因，即将腾飞。
- **产品力强大，“国宝级”品种众多：**公司上市之初只有 108 个品种，现在有 352 个品种，涵盖心脑血管、呼吸系统、肝胆系统、儿科、皮肤及生殖等品类；其中有两个“国宝级”品种心灵丸、通窍益心丸是国家保密品种，中药独家品种 22 个；除现有的消炎癣湿药膏、麒麟丸和心宝丸外，预计冠心康片、心灵丸、丹田降脂丸、通窍益心丸、参七脑康胶囊、滋肾宁神丸等品种都具备成为过亿大品种的潜力。
- **管理团队胸怀大志，做大做强意愿强烈：**董事长和总经理是父子，立志弘扬太安堂 500 年中医药文化，做世界最好的中成药。2011 年末公司推出定向增发预案，计划募集资金 8.02 亿，主要投向中药种植基地、营销网络和公司信息化建设、太安堂生产线项目和宏兴中成药生产线项目；上中下游全面铺开，为公司扩张之路保驾护航。
- **文化营销先行，积极探索适合自己公司的营销体系：**“三流企业靠生产，二流企业靠营销，一流企业靠文化”。公司一直笃行文化先行策略，中成药属于文化底蕴深厚的特殊商品，公司深谙此理，非常注重品牌输出和文化输出，总部设文化中心全面负责，建立太安堂中医药博物馆、拍摄电视剧《太安堂—玉井传奇》、编撰民族医药文化发展史《太安大典》等，公司逐渐形成强势品牌；公司之前并购的企业和产品也非常具有历史底蕴和文化底蕴。我国人民对于中医药文化具有强烈的认同感，这给予太安堂肥沃的文化土壤和背景，是公司成为一个大企业强大的文化后盾。
- **风险提示：**1) 公司扩张步伐太快，管理跟不上；2) 宏兴集团的整合时间延长；3) 全国营销变革达不到预期；4) 非公开增发存在不确定性。
- **给予“买入”评级：**预计公司 2012~2014 年 EPS (按增发后 1.39 亿股摊薄) 为 0.70 元 (+32%)、1.01 元 (+44%)、1.33 元 (+32%)，对应 PE 为 33.3X、23.1X、17.6X，给予“买入”评级。

## 核心投资逻辑

- 1、公司完成资本并购，实现从皮肤药到综合性药企的重大转变。
- 2、产品力强大，国宝级产品众多。
- 3、管理团队胸怀大志，做大做强意愿强烈。

## 估值及投资评级

**绝对估值法：25.18元~27.02元/股，价值中枢为26.08元。**

我们采用三阶段模型，对公司价值进行DCF折现：1) 2012-2014年，公司开始并购后的大扩张，费用率较高，公司整体快速增长，2015年后随着整合完成收入规模扩大，业绩基数增加，增速降低到24%左右；以后略微下降。2) 毛利率稳定，营业成本稳定且呈下降趋势。3) 期间费用率2012-2014年持续较高水平，之后保持稳定下降。4) 永续增长设为2%。

**表 1：三阶段模型的主要假设**

	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	32.90%	43.91%	31.92%	27.41%	24.00%	25.00%	24.00%	23.50%	23.00%	22.50%	22.00%
营业成本/营业收入	57.58%	60.29%	60.77%	59.71%	57.00%	57.00%	57.00%	56.50%	56.50%	56.50%	56.50%
管理费用/营业收入	5.45%	6.00%	6.00%	5.80%	5.70%	5.60%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%
销售费用/销售收入	14.36%	15.50%	16.00%	15.50%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
营业税及附加/营收	0.87%	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%
所得税税率	15.30%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%
股利分配比率	72.11%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：金元证券研究所

**表 2：绝对估值的基本假设件**

永续增长率	2.0%	实际所得税率 T	16.00%
无风险利率	3.73%	Ke	11.40%
行业平均 Beta	0.93	风险溢价	7.00%
公司市值 (E)	3247	E/(D+E)	82.47%
债务总额(D)	690	D/(D+E)	17.53%
Kd	6.00%	WACC	10.29%

资料来源：金元证券研究所

**表 3：FCFE 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)**

<b>26.08</b>	10.4%	10.9%	<b>11.40%</b>	11.9%	12.4%
3.5%	35.08	32.09	29.50	27.24	25.25
3.0%	33.28	30.58	28.22	26.15	24.31
2.5%	31.71	29.25	27.09	25.18	23.47
<b>2.0%</b>	30.33	28.08	<b>26.08</b>	24.30	22.72
1.5%	29.10	27.02	25.17	23.52	22.03
1.0%	28.01	26.08	24.35	22.80	21.40
0.5%	27.02	25.22	23.60	22.15	20.82

资料来源：金元证券研究所

**相对估值法: 24.56~26.66 元/股**

我们选取品牌中成药上市公司中, 产品资源雄厚、在公司治理方面和太安堂有一定相似性的民营企业, 作为相对估值比较标的。目前 7 家同类型 A 股上市公司 11-13 年 PE 平均值为 30/24/19, 公司 12 年估值高于行业平均水平。考虑到公司核心优势, 市值较小, 并购之后的高速发展和高成长性, 我们给予公司 12 年 PE35X-38X (摊薄前 25X-27X), 合理价值区间为 24.56~26.66 元。

**表 4: 与可比公司估值比较**

代码	公司简称	股价 3/12	市值 亿元	EPS (元)				P/E				PB	EV/ EBITDA	ROE 10A	PEG 11E	Growth 11~13
				10A	11E	12E	13E	10A	11E	12E	13E					
<b>品牌中药</b>																
000538	云南白药	52.09	362	1.33	1.75	2.28	2.92	39	30	23	18	7	33	21%	1.00	30%
600085	同仁堂	15.05	196	0.26	0.34	0.43	0.53	57	44	35	28	6	27	11%	1.68	26%
000989	九芝堂	13.99	42	0.55	0.56	0.68	0.84	26	25	21	17	3	18	12%	1.62	15%
600557	康缘药业	13.32	56	0.43	0.57	0.71	0.90	31	23	19	15	4	25	15%	0.83	28%
600993	马应龙	16.48	55	0.37	0.58	0.77	0.96	45	29	21	17	5	30	12%	0.76	38%
600436	片仔癀	70.07	98	1.39	1.79	2.19	2.76	51	39	32	25	9	38	18%	1.52	26%
600329	中新药业	10.31	76	0.40	0.42	0.55	0.66	26	25	19	16	4	14	16%	1.33	19%
<b>平均值</b>			<b>142</b>					<b>40</b>	<b>30</b>	<b>24</b>	<b>19</b>	<b>5</b>	<b>27</b>	<b>14%</b>	<b>1.18</b>	<b>28%</b>
002433	太安堂	23.36	23	0.56	0.74	0.70	1.01	41	32	33	23	2	24	6%	1.47	21%

资料来源: 金元证券研究所, 使用 wind 一致预期

**给予“买入”评级:**

考虑 12 年是公司整合与扩张年, 我们预计公司 12~14 年净利增速分别为 31.54%、45.33% 和 31.72%; EPS 分别为 0.70 元、1.01 元和 1.33 元, 对应动态市盈率为 33.3X、23.1X 和 17.6X, 估值合理, 给予“买入”评级。

## 内容目录

核心投资逻辑.....	1
估值及投资评级.....	1
一、公司基础情况.....	5
二、成功的兼并收购使公司快速发展.....	8
1、    公司在不断并购中成长.....	8
2、    成功的并购显示公司睿智眼光.....	9
三、宏兴集团：价值连城的老字号药企.....	10
1、    以迅雷之势控股宏兴集团.....	10
2、    曾经辉煌的宏兴集团.....	10
3、    宏兴集团真正的价值.....	10
4、    宏兴涅槃，须解决五方面问题.....	12
四、未来产品发展战略.....	13
1、    公司产品体系.....	13
2、    公司主打三大品类.....	14
五、营销体系建设.....	15
1、    公司营销体系现状.....	15
2、    营销体系重构.....	15
3、    太安堂金牌终端联盟.....	17
4、    红海与蓝海战略.....	17
5、    主导产品非医保策略走出独特营销思维.....	18
六、文化营销先行.....	19
七、增发扩张彰显公司鸿鹄之志.....	20
八、财务分析与盈利预测.....	22
1、    主要财务数据.....	22
2、    盈利预测.....	23
九、风险因素分析.....	23
附件.....	24

图 1: 公司股权结构 .....	5
图 2: 2011 年公司收入构成 .....	6
图 3: 2011 年公司毛利构成 .....	6
图 4: 公司皮肤药收入与增长 (单位: 百万元) .....	7
图 5: 公司麒麟丸收入与增长 (单位: 百万元) .....	7
图 6: 公司心宝丸收入与增长 (单位: 百万元) .....	7
图 7: 公司历史上的重要事件和收购年表 .....	8
图 8: 公司营收、净利 11 年逐季提高 .....	22
图 9: 公司 11 年利润水平提高 .....	22
图 10: 公司 11 年财务费用下降 .....	22
表 1: 三阶段模型的主要假设 .....	1
表 2: 绝对估值的基本假设件 .....	1
表 3: FCFE 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股) .....	1
表 4: 与可比公司估值比较 .....	2
表 5: 公司产品情况 .....	6
表 6: 公司子公司利润 (单位: 万元) .....	6
表 7: 中医药百年老字号 .....	11
表 8: 宏兴集团品种情况 .....	11
表 9: 公司产品体系 .....	13
表 10: 公司九大事业部 .....	16
表 11: 公司主导产品非医保策略 .....	18
表 12: 公司资本运作项目 .....	20
表 13: 增发投资回报 .....	21
表 14: 主要财务指标纵比情况 .....	22
表 15: 公司前五年业绩及未来三年业绩预测 .....	23

## 一、公司基础情况

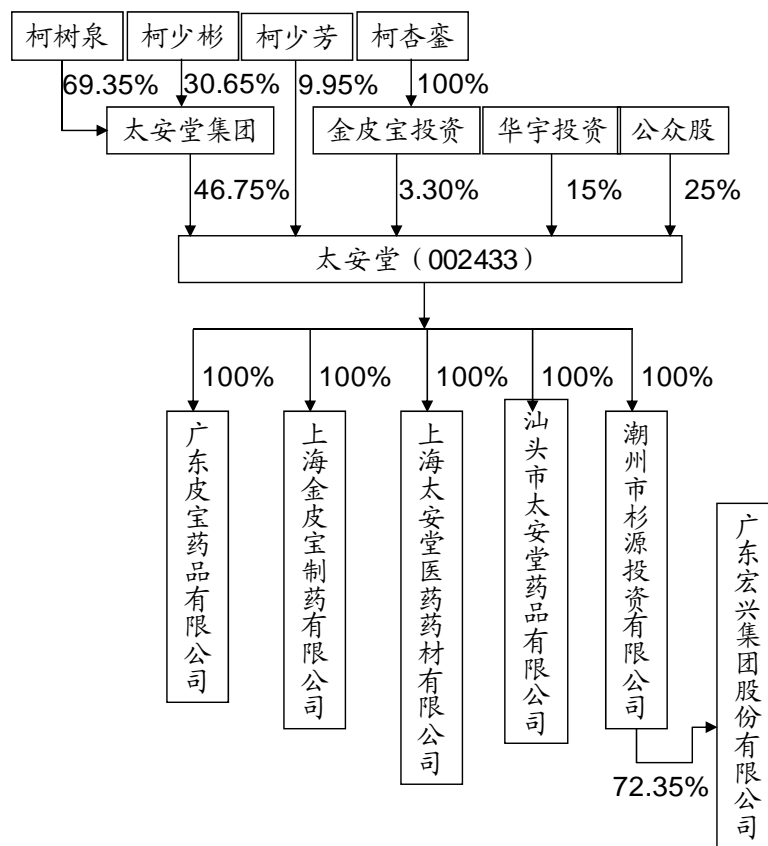
### 1、历史悠久的家族式企业

2012年是太安堂创始人柯玉井公诞辰500周年，即柯玉井于1512年出生，在其55岁时（明隆庆元年即1567年）创办太安堂开始悬壶济世，传承至今已有445年历史。

“太安堂”第十三代传人柯树泉1982年继承父辈事业，在潮州创办诊所，主治妇科病和皮肤病，由此开始了其在医药行业的经营。

公司股权结构如下图所示，控股股东为太安堂集团，其实际控制人为公司创始人柯树泉。柯树泉及其子柯少彬、其女柯少芳、其妻柯杏銮累计控制了公司60%的股份，属于典型的家族式企业。

图1：公司股权结构



资料来源：公司资料、金元证券研究所

在2011年完成对宏兴的控股之后，公司以特效的中药皮肤药、特效优生优育药及特效心血管药为主导产品，形成了企业品牌“太安堂”主导下的铍宝、麒麟、宏兴、柯医师四大子品牌体系，拥有352个药品生产批件，其中包括2个国家保密品种、22个独家药品生产品种、97个《国家基本药物目录》品种、162个《医保目录》品种。

表 5: 公司品种情况

	总品种数	国家保密品种	独家品种	基药	医保
本部	108		9	54	68
雷霆国药	41		1		
宏兴集团	203	2	12	43	94
总计	352	2	22	97	162

数据来源: 公司公告, 金元证券研究所 (注: 收购雷霆国药 70 个批文, 实际转注册 41 个)

## 2、子公司概况

公司拥有五家全资子公司和一家控股孙公司 (广东宏兴集团股份有限公司)。其中, 杉源投资属于投资控股公司, 自身无实体经营业务, 持有广东宏兴集团 72.35% 的股份。

表 6: 公司子公司利润 (单位: 万元)

子公司	定位	股权比例	2011 年
上海金皮宝	从事治疗皮肤病类药品的研发、生产和销售。	100%	1206.39
汕头太安堂	主要生产治疗心血管病类和不孕不育症类的中成药。	100%	-6.33
广东皮宝药品	药品销售。	100%	-55.19
上海太安堂	药品销售。	100%	-36.02
杉源投资	持有宏兴集团 72.35% 股权。	100%	

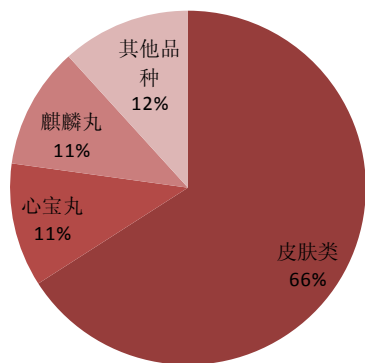
数据来源: 公司公告, 金元证券研究所

## 3、主营业务

公司目前主要收入来自于敏宝消炎癣湿药膏等皮肤药、心宝丸 (心脑血管药)、麒麟丸 (不孕不育药) 和其他中成药 (普药)。

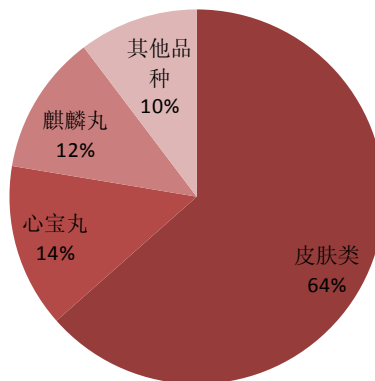
皮肤类贡献了 66% 的营业收入和 64% 的毛利。心宝丸和麒麟丸逐步成长起来, 成为公司另外两个重要的业绩支撑点。

图 2: 2011 年公司收入构成



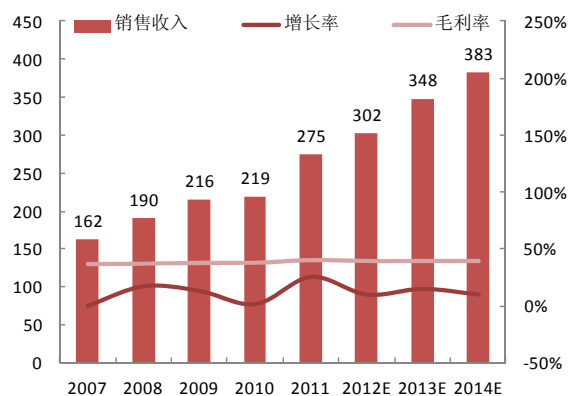
资料来源: 公司公告, 金元证券研究所

图 3: 2011 年公司毛利构成



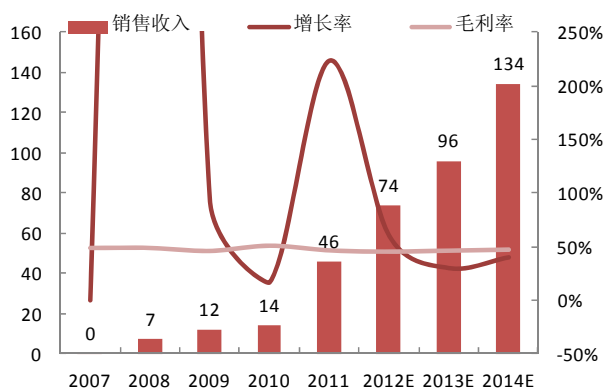
资料来源: 公司公告, 金元证券研究所

图 4: 公司皮肤药收入与增长 (单位: 百万元)



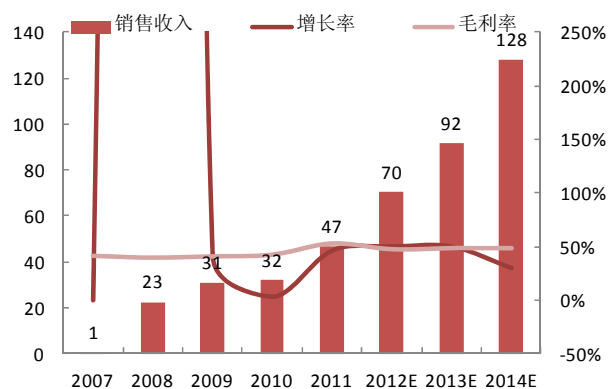
资料来源: 公司公告, 金元证券研究所

图 5: 公司麒麟丸收入与增长 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 金元证券研究所

图 6: 公司心宝丸收入与增长 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 金元证券研究所

以“敏宝”牌消炎痹湿药膏为代表的皮肤药依然是公司短期内的最主要品种之一, 预计未来平稳增长。随着公司代理的“痛经软膏”逐步进入全国市场, 公司的皮肤类中成药品牌将会得到强化。

公司心宝丸、麒麟丸、祛痹舒肩丸这三个国家中药保护品种都源于汕头中药厂。公司在2007年通过并购获得。

心宝丸现在国内有两个公司有批文, 另外一家是广东心宝制药, 其在2010年心宝丸销售收入已过亿。公司2007年从麒麟药业(汕头中药厂改制而来)接手此品种后, 2011年销售收入4693万, 预计随着招标进程的推进, 心宝丸会快速增长。

麒麟丸在2007年销售仅42万元, 太安堂接手之后, 对麒麟丸的销售进行了一系列的改革, 2011年麒麟丸销售收入达到4617万元。

未来公司的业务来源将是: 中药皮肤药、心脑血管类中成药、妇儿科中成药, 在继续强化公司已有业务优势上, 扩充产品, 丰富产品线, 完成多品牌支撑。

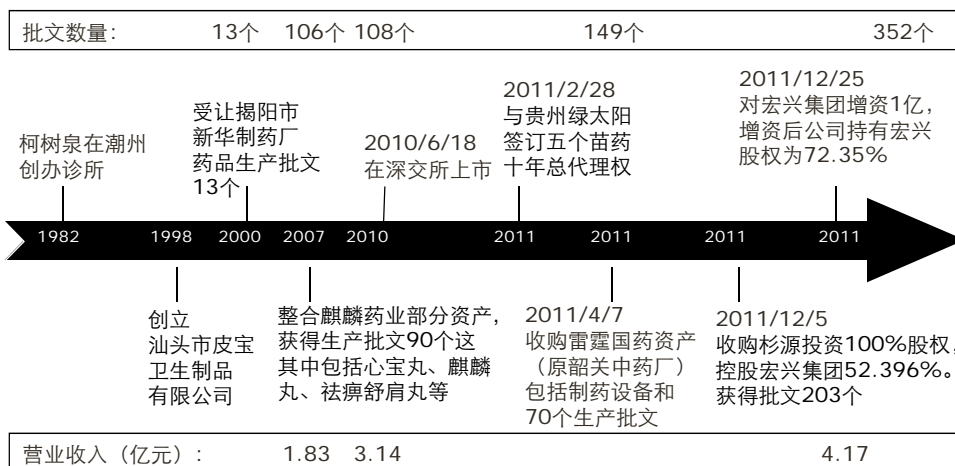


## 二、成功的兼并收购使公司快速发展

### 1、公司在不断并购中成长

**萌芽阶段：**公司董事长柯树泉先生系中医世家出身，1982年在潮州创办诊所，主治妇科病和皮肤病，由此开始了其在医药行业的经营。随着80年代市场经济的逐步活跃，柯树泉先生开始涉足医药贸易领域，从事中药材贸易及成品药的销售代理工作。这期间就曾代理过宏兴集团的中成药产品。

图 7：公司历史上的重要事件和收购年表



资料来源：公司资料、金元证券研究所（注：收购雷霆国药 70 个批文，实际转注册 41 个）

**开始创业：**1995年，柯树泉先生迁居汕头开始创业，1998年创立汕头市皮宝卫生制品有限公司。

**获得首批药品批文：**2000年1月，公司与揭阳市新华制药厂达成协议：租赁其厂房，由其协助办理好筹建公司合法开展生产经营所需的《药品生产企业许可证》、《药品生产合格证》等相关许可文件，转批其13个药品生产批准文号。从此公司拥有了13个注册药品，这里面包括目前销量最大的独家皮肤药——消炎癣湿药膏，以及二线品种克痒敏酊等。消炎癣湿药膏单品2010年已销售过亿。

**获得支柱产品：**2007年，由于汕头市麒麟药业有限公司（原汕头中药厂）长期经营不善，公司整合了其部分资产和90个注册药品，包括如今成为公司三大支柱的其中两大单品心宝丸和麒麟丸即来自于此。公司拥有的药品批文自此达到108个。公司接手心宝丸和麒麟丸时销售收入分别仅有72万元和42万元，经过公司的营销，2011年，此两个品种已分别达到销售收入4693万元和4617万元。预期这两大产品未来市场前景巨大。

**IPO上市：**2010年6月18日，公司在深交所挂牌上市，成功募集资金6.8亿，其中超募5.7亿元。

**购买雷霆国药资产，实现产品扩充：**2011年4月1日，公司购买广东雷霆国药有限公司（原韶关中药厂）资产，包含制药设备和与及70个产品生产技术和70个产品生产技术（批准文号，实际转注册41个品种）。雷霆国药始创于1970年，成功开发出70多个优质产品，其中5个产品获得国家中药保护品种，13个产品入选国家基本药物目录。1个独家产品“冠心康片”。通过本次并购，公司获得70个注册药品，其中冠心康片、冠心康胶囊与公司原有品种“心宝丸”同属心

脏病用药领域，产品功能实现了细分和互补。解毒降脂片的与公司原有品种“三白草肝炎糖浆”等品种形成互补。中药保护品种复方川贝止咳糖浆、舒咳枇杷糖浆则广泛用于上呼吸道疾病如咳嗽、支气管炎等症，与公司原有品种“解热消炎胶囊、白绒止咳糖浆”在功能上形成互补。壮腰健肾丸则与公司原有品种“麒麟丸”形成市场互补。上述品种的并入，将全面充实公司在心血管疾病用药、肝炎用药、呼吸科疾病用药、不孕不育（补肾）用药领域的药品品种，公司产品得到进一步扩充。但是由于市场原因和生产能力不足，导致批文的产品转化率不高，暂时未能为公司贡献较好的利润。

#### **绝对控股宏兴集团，公司完成重要转变：**

2011年12月23日公司公告，12月21日公司已经完成杉源投资股权过户登记及工商变更手续，公司持有杉源投资100%的股权，从而间接控股杉源投资持有52.396%股份的广东宏兴集团。四天之后即12月25日，公司对宏兴集团增资1亿，增资之后公司间接持有宏兴集团股权为72.35%，完成绝对控股。控股宏兴集团之后，公司即**从一个皮肤药中成药企业转变成为一个综合性中成药企业**。宏兴集团在经过“失去的十五年”后，即将进入凤凰涅槃阶段。

## **2、成功的并购显示公司睿智眼光**

从公司历史上的重要事件和收购年表看出，公司从最初一无所有，白手起家，通过不断并购整合，先后完成了获得揭阳制药厂13个批文，河南兴邦药业1个批文，麒麟药业（原汕头中药厂）90个批文，公司自己申请4个批文，公108个批文。2011年公司实现4.17亿元收入，主要靠这108个批文。公司在这十余年的发展和并购过程中，积累了丰富的并购整合经验和营销经验，探索出一套适合自己公司和产品的发展思路。

公司最初创业时，靠一支消字号的“皮宝霜”打天下，公司最初靠在潮汕地区使用业务员和“顺峰康王”、“达克宁”等著名皮肤药品牌进行竞争，公司后来走出潮汕进入广州，再通过上海进军全国，公司打拼出自己一套“在红海中寻找蓝海”的战略。

公司最开始面临的市场竞争非常激烈，皮肤药是小众市场，但患病期长易复发，产品有效则重复使用率高。公司面临的竞争者是跨国企业西安杨森、先灵葆雅、国内OTC大品牌三九、以及顺峰、贵州苗仁堂等众多知名企业，公司**一方面在物美价廉和疗效方面下功夫**，不断提高产品力，推出皮宝霜、肤特灵、消炎癣湿药膏等产品组合；**另外一方面则是严格区分药店终端和第三终端（农村市场）**，和区域经销商合作；**第三方面则是招聘大量吃苦耐劳的业务员“跑店”**，保证了公司产品的终端铺货。公司上下朴实勤劳，在创业过程中充满了草根精神，风里来雨里去，仿佛一个心忧劳苦大众的“游方郎中”。

“乘风破浪会有时，直挂云帆济沧海”，在公司2011年的年报中，可以看出心宝丸和麒麟丸都已超过4600万元收入，而这两个品种是公司从麒麟药业整合过来的，从最初的几十万元的小品种到四年之后现在的销售业绩，足见公司在营销方面“化腐朽为神奇”独特的能力。而2011年公司做了三个资本动作：代理苗药、收购雷霆国药70个药品批文、控股宏兴集团。虽然这三个动作在2011年的年报中对业绩的贡献甚微，但是却为公司成为一个综合性大型药企奠定了坚实的基础，公司现在拥有了352个药品批文，覆盖了中成药所有品类，在每个品

类都有非常具有竞争力的品种，假以时日，配合公司的营销和产能的扩张，预计将有数个过十亿的“重磅炸弹级”产品出现。

### 三、宏兴集团：价值连城的老字号药企

#### 1、以迅雷之势控股宏兴集团

2011年12月5日，公司公告，以1.36亿元收购杉源投资100%股权，间接控股杉源投资持有52.396%股份的宏兴集团。2011年12月21日，完成过户和工商登记。四天之后即12月25日，公司公告，通过对宏兴增资1亿，控股宏兴集团股权达到72.35%。在各方还没有来得及反应之前，公司以迅雷不及掩耳之势获得宏兴集团绝对控股权之事已尘埃落定。

而据审计，杉源投资净资产评估值仅1268.22万元，此番收购溢价达到约20倍。

而如此高溢价收购，看起来是一桩“不划算的买卖”，但是从宏兴集团目前的经营与资产状况的角度去测算其拥有的无形资产、药品批号、商标、土地等具备资质性资源的资产价值，并考虑宏兴集团目前的管理经营机制使这些资产的部分价值沉淀而未能发挥其真正价值。从这个角度看，就会发现这是一桩“多么划算的买卖”。

#### 2、曾经辉煌的宏兴集团

1992年，“宏兴”在广东省内率先实行股份制改造，募集资金近两亿元，是广东省内医药企业股份制改造最早的企业。

改制之后97年公司达到巅峰，当时销售收入过亿，进入国内医药百强。但是随后就逐步衰落：原公司领导调任，公司“进入多元化陷阱”，开始涉足房地产等多元化经营，资金链断裂，公司连年亏损，宏兴的股东10年没有任何分红。而这十年，是中国医药行业蓬勃发展，众多医药公司飞速发展，国内医药大集团初具雏形，医药行业投资并购风起云涌，但宏兴局促在潮汕地区，不问外部世界，没有任何发展，宏兴集团进入“失落的十年”。

2006年，民营企业家李志勇先生（陶瓷化工企业家）怀着“弘扬国粹”之抱负入主宏兴。最开始李志勇收购宏兴，仅持股24.43%，随后其进行了艰苦的股份收购历程，到太安堂收购杉源投资之前，李志勇先生实际持有宏兴52.396%的股权；到2011年，六年时间，李志勇先生将宏兴从生命线上拉回，2011年基本实现盈亏平衡，但由于企业股份制改造未能彻底，历史遗留包袱沉重，体制、人才和观念等原因，李志勇在辛苦经营六年多之后决定退出宏兴，此时，基于对宏兴的热爱，他选择了潮汕中药老字号企业——太安堂。

#### 3、宏兴集团真正的价值

**“中华老字号”：**宏兴集团始创于清康熙年间(1662)，由“宏兴药行”(天和堂)、“大娘中卫生馆”、“紫吉庵”(长春堂)合并沿革而来，1992年改为现名。2006年，宏兴被评定为“中华老字号”企业，成为商务部通过的第一批437家企业当中，广东省22家之一，潮州唯一一家，也是粤东地区唯一的一家制药企业。宏兴是岭南中医药文明重镇潮州的一个符号。长久以来，在华南地区民间，流传着的“北有同仁，南有宏兴”的说法也是源于这样的大背景。

表 7: 中医药百年老字号

所属集团	品牌	创建于	说明
	宏兴	1662年	由“宏兴药行”(天和堂)、“大娘巾卫生馆”、“紫吉庵”(长春堂)合并沿革而来
	太安堂	1567年	柯玉井公明隆庆元年即 1567 年创立
广药集团	陈李济	1600年	是我国现存历史最悠久的中成药制药企业, 吉尼斯世界纪录: 全球最长寿的药厂
	佛山冯了性	17世纪中叶	
	同仁堂	清康熙八年(1669年)	
广药集团	中一药业	1662年	创建于 1662 年的黄中璜及创建于 1669 年的保滋堂等多家老字号药店
上药集团	上海雷允上	清雍正十二年(1734年)	
	苏州雷允上	清雍正十二年(1734年)	
广药集团	敬修堂	清朝乾隆五十四年(1790年)	
广药集团	奇星	1864年	
	胡庆余堂	1874年	清末著名红顶商人胡雪岩创立
广药集团	潘高寿	1890年	广东开平潘百世、潘应世兄弟始创于清光绪十六年
广药集团	王老吉	1828年	广东鹤山人王泽邦(乳名王吉)创立

数据来源: 金元证券研究所

**药品批准文号“宝库”:** 宏兴拥有心灵丸、通窍益心丸两个国家保密品种; 拥有 12 个独家品种: 丹田降脂丸、复方鹧鸪菜散、心灵丸、参七脑康胶囊、龟鹿宁神丸、茸坤丸、通窍益心丸、产后补丸、调经白带丸、翠莲解毒片、宝儿康散、乌金止痛片。进入《国家基本药物目录》品种 43 个, 医保品种 94 个。这些产品批文资源间接节省了公司在研发方面的时间和资金投入, 并对补充和丰富公司的内服中成药产品线意义重大, 将使公司的中成药规模迅速扩大。丹田降脂丸目前是宏兴集团的主导品种, 销售收入超过 1000 万元, 根据此产品的临床适应症和市场容量, 短期内过亿是大概率事件。心灵丸曾经得到过中医泰斗邓铁涛首肯: “宏兴心灵丸比日本救心丹更具特色, 更适合冠心病患者长期服用”。心灵丸目前还是北京医保, 以前也进过上海医保, 由于长期没有持续营销和跟进, 产品力并没有转化为销售业绩。

表 8: 宏兴集团品种情况

	总品种数	国家保密品种	独家品种	基药	医保
宏兴集团	203	2	12	43	94

数据来源: 公司公告, 金元证券研究所

**商标和专利:** 宏兴集团及其下属企业目前拥有 21 项注册商标和 2 项商标注册申请。其中宏兴集团拥有的注册商标“宏兴”被商务部认定为“中华老字号”。同时, 宏兴集团目前还拥有 5 项专利权(其中 1 项为发明专利), 并拥有 8 项专利申请(其中 4 项为发明专利)。

**土地和其他固定资产:** 宏兴集团所处地理位置非常独特, 属于潮州“风水宝地”。有这样的说法: “南国彩凤, 彩凤在潮州”, 凤首就是西湖山, 就是在潮州广播电视局和宏兴集团所在地的上方。凤首造就了吉祥如意, 飞黄腾达的圣地, 寓意宏兴集团是只隐居在潮州的金凤凰。宏兴集团厂区土地使用权将近 42 亩, 土地符合广东省三旧改造政策, 目前申请三旧改造工作已确定, 生产基地将会在适当时机搬迁, 土地拥有较大升值空间。另外还有九十年

代中期集团多元化时在潮州市中心拥有的少量商业地产等资源，也为公司未来发展储备了较好的资源。

#### 4、宏兴涅槃，须解决五方面问题

**宏兴目前的状况是：**思维观念陈旧，工作氛围国企化，GMP 设备陈旧面临升级换代，产品规划、市场、学术营销基本没有，销售基本靠自然流量，人才青黄不接，大学生在公司待不住，职工里年轻人有点能力的大多已流失。

**太安堂完成并购后，**一次性输入了 12 个高级管理人才，从董事长到总经理到财务总监、市场总监、技术总监、物流总监等，从上到下实施全面改革，宏兴即将脱胎换骨。

**宏兴要实现凤凰涅槃，必须解决以下五方面问题：**

**第一是绝对控股权问题：**从《公司法》的规定看，涉及到公司非常规决策如公司章程的修改、增加减少注册资本以及公司解散变更等涉及到公司扩张、存亡的大问题，法律硬性规定，必须经 2/3 表决权的股东通过；因此控股 2/3 以上对于公司意义重大。公司在移交完衫源之后，在外界还没有完全反应过来之前，公司立即增资 1 个亿使股权比例占到了 72.35%。这第一步是最关键的，公司已经成功完成初战告捷，以后在重大问题（分拆、合并、土地转让）处理上，包括进一步资本运作，公司拥有绝对控制权和主动权。

**第二是员工安置问题：**宏兴现有 1400 多员工，其中 700 多人已退休，652 人属于在职员工，但在职上班者仅有 200 多人不到 300 人，宏兴要想重回市场参与竞争，必须轻装上阵，招聘年轻的生力军，注入新的活力，同时给在岗职工提供有竞争力的薪酬，激发各个岗位员工的活力。要改变目前这种局面，一定要妥善解决好退休和离职员工劳动关系，公司目前已经制定出相关解决方案，预计最迟在四月底会彻底解决此问题。对于此部分可能产生的大量费用，公司在收购之前已经有妥善的预案，相信不会影响 12 年的业绩。

**第三是产能问题：**宏兴目前的生产车间是 2002 年按 98 版的 GMP 建造的，产能承载力不超过 1 个亿，产能问题是宏兴目前发展的另外一个瓶颈，目前的产能是无法应对宏兴未来的发展的。公司目前对于此点的解决方案是分 3 个步骤：第一步委托加工，将宏兴产能不足的部分产品委托到太安堂汕头厂区生产；第二步是建厂外车间，目前在麒麟园（太安堂总部生产厂区，命名为麒麟园）正在建设；第三步需要征地建厂（潮州），按照潮州市政府的要求，宏兴是不允许搬离潮州的，这一步的实施预计是五年以后的事情了。

**第四是工艺、研发创新、质量管理等内部管理问题。**由于宏兴长期和市场脱节，对于工艺、质量、研发都处于停滞状态，并且技术人才流失严重，对于一系列的厂内生产相关方面的创新是严重不足的。公司目前暂时是通过输入生产总监、提升质量要求、在质量检验、质量保证、包材、辅料等各个方面建立全新的体系，从软件方面先按照新版 GMP 要求来操作。

**第五是营销改革：**营销改革是宏兴目前面临的最重要的工作，关系到宏兴未来发展的战略目标是否能达成。宏兴目前的现状是终端代理商自然铺货，销售人员偏少，没有建立学术营销团队。公司入主之后对于营销这一块的分两个方面，一是将宏兴的营销纳入整个太安堂营销体系，二是招聘专门的营销总监（预计三月中旬入职）负责宏兴系列产品。但具体效果还需要时间来验证。



## 四、未来产品发展战略

### 1、公司产品体系

公司目前除了 20 余个西药批文之外，其他 330 个批文全部是中成药。公司这些中成药批文覆盖了所有中成药类别，其中最多的是呼吸系统疾病用药，有 60 多个品种，消化系统疾病用药和泌尿系统疾病用药分列二三位。而其在心脑血管疾病用药中独家品种最多，有 5 个；其次是在妇科有 4 个独家品种，在骨骼肌肉系统疾病用药和呼吸系统疾病用药分别有 3 个独家品种。

公司另有消字号和健字号产品若干，但目前对公司业绩贡献不大。

另外，公司在 2011 年 2 月 28 日，签订协议获得贵州绿太阳制药生产的肤痔清软膏、日晒防治膏、貂胰防裂膏、痛经软膏、复方辣椒碱乳膏等 5 个苗药产品所有规格的国内外市场的十年总代理权。其中，痛经软膏以其独特的外用剂型在女性痛经市场潜力巨大。

表 9：公司产品体系

类别	品种	类别	品种
皮肤用药	<b>潜力品种：消炎癣湿药膏，痛经软膏</b> 二线品种：肤痔清软膏，日晒防治膏 普药：貂胰防裂膏，复方辣椒碱乳膏，解毒烧伤软膏，克痒敏酊，生化丸	心脑血管疾病用药	<b>潜力品种：心宝丸，心灵丸，丹田降脂丸，参七脑康胶囊，冠心康片</b> 二线品种：大活络丸，复方丹参片，通窍益心丸，脑得生片 普药线：安宫牛黄丸，驱风苏合丸，万氏牛黄清心丸，心可宁胶囊，冠心康胶囊，解毒降脂片
妇科用药	<b>潜力品种：产后补丸，茸坤丸，调经白带丸，乌金止痛丸</b> 二线品种：乌鸡白凤丸，逍遥丸，参茸保胎丸 普药线：八珍益母丸，白带丸，参茸白凤丸，当归丸，当归养血丸，妇科白凤口服液，更年期胶囊，宁坤丸，女金丹，千金止带丸，十二太保丸，调经丸，痛经丸，益母丸	儿科用药	<b>潜力品种：复方鸚鵡菜散，宝儿康散</b> 二线品种：健儿消食口服液，小儿退热口服液 普药线：宝儿康糖浆，保赤一粒金丹，保婴散，儿科七厘散，肥儿糖浆，肥儿丸，局方至宝散，牛黄千金散，天黄猴枣散，小儿健脾散，小儿喜食片，小儿珍珠散，小儿镇惊散，小儿止咳糖浆，婴儿健脾散
泌尿系统疾病用药	<b>潜力品种：麒麟丸</b> 二线品种：滋肾宁神丸，壮腰健肾丸 普药：六味地黄丸，杞菊地黄丸，知柏地黄丸，补肾强身片，补肾丸等 20 余品种	肿瘤疾病用药	<b>潜力品种：西黄丸</b>
消化系统疾病用药	<b>潜力品种：三白草肝炎糖浆，肝得治胶囊，护肝片</b> 二线品种：加味藿香正气丸，健肝灵胶囊 普药线：安胃片，保和口服液，保和片，保和丸，陈夏六君子丸，附子理中丸，复方胆通胶囊，等 30 余品种	呼吸系统疾病用药	<b>潜力品种：白绒止咳糖浆，翠莲解毒片，千金茶</b> 二线品种：板蓝根颗粒，小柴胡颗粒，维 C 银翘片，散痰宁糖浆 普药线：百花定喘丸，板蓝根茶，板蓝根糖浆，川贝枇杷糖浆，川贝清肺糖浆，穿心莲片等 60 余品种
骨骼肌肉疾病用药	<b>潜力品种：祛痹舒肩丸，古楼山跌打酒，古楼山跌打丸</b> 二线品种：昆明山海棠片 普药线：三七片，跌打丸，跌打药酒，骨刺平片等 10 余个品种	神经系统疾病用药	<b>潜力品种：龟鹿宁神丸</b> 普药：天王补心丸，清眩丸，安神补心丸，柏子养心丸，参芪五味子糖浆，健脑灵片，灵芝片，脑灵片，人参五味子颗粒，人丹，珍珠末
补气补血类药	普药：当归补血丸，生脉饮，补中益气丸，参杞片，参茸补酒，归脾丸，归芪养血糖浆，人参补气胶囊，生脉颗粒，生脉片，十全大补丸，长春宝口服液，长春宝丸	五官科用药	普药：石斛夜光丸，明目地黄丸，鼻渊片，防芷鼻炎片，喉舒宁片，喉痛灵片，喉痛消炎丸，喉症丸，清喉咽颗粒，润喉丸，牙痛一粒丸，珠黄吹喉散

数据来源：金元证券研究所

## 2、公司主打三大品类

公司未来5年会重点打造3个大品类，第一个是中药皮肤药，第二个是心脑血管疾病用药，第三个是妇儿科。公司对这三大品类的规划是在2017年以前（公司的“三五规划”是2013-2017年）至少各完成5亿元销售收入。

**第一大品类皮肤用药：**皮肤类中成药依然是公司短期主要看点，11年公司启动了苗药皮肤药的销售，即总代理贵州绿太阳的痛经软膏及其他共5个独家品种，其中有2个品种具有成为大品种潜力，一个是肤痔清软膏（公司规划此品种12年目标是3000-4000万，2011年是1000万左右的销售收入）；另外一个为痛经软膏：公司11年在重庆做样板，目前已经完成试点工作，预计今年会快速启动。女性痛经治疗药潜在市场容量很大，但现有产品并不能完全满足市场需求，目前最主要的产品是口服剂型的月月舒、痛经宝颗粒、田七痛经胶囊等，但这几个产品由于价格问题，操作空间较小，厂家实力和推广动力都不足。而痛经软膏是目前市场上唯一的治疗痛经的外用剂型药物，痛经软膏的特色是擦肚脐，起效快，3分钟就有止痛效果。12年，公司制定的目标是1亿元销售收入。公司本部原有的以敏宝消炎癣湿药膏为代表的皮肤药稳步增长，预计每年保持10%~15%的增长是确定的，加上肤痔清软膏、痛经软膏，未来皮肤药完成5个亿销售收入是大概率事件。

**第二大类是心脑血管疾病用药：**这一块在并购雷霆国药和宏兴集团之后，公司的产品线得到了极大丰富，目前共有15个心脑血管中成药。心宝丸2011年已做到将近4700万元，预计12年能做到1亿元，主要是由于今年有4个省新进了基药，随着基药政策的深入和终端的推广应用，预计这4个省今年有3000-4000万的销售收入，加上原来存量的增长，共计1亿元。还有刚刚并入的宏兴的4个独家品种（心灵丸、通窍益心丸、丹田降脂丸、参七脑康胶囊），公司为此专门组建了心脑血管销售部，从外部招聘了专门从事心脑血管医院市场的销售经理，通过学术营销，跟专家建立良好的关系，制定合理的分配政策，充分整合社会资源招商来推广公司的心脑血管药物。心脑血管药物营销主要是走医院市场，通过医院带动零售市场的销售，成功的关键有两个方面的因素：一个是中标，只有中了标，医院才可能采购；另一个是医保，进入医保目录产品才能保证快速上量，除了丹田降脂丸和心宝丸是乙类医保外，其他品种并没有进入全国医保，这也是公司随后积极推进的工作，但是公司这4个品种已经在广东全部进入医保，公司的策略是先把广东市场做好，在广东地区建立学术制高点，控制市场和终端，通过代理商铺货的方式来进行心脑血管疾病用药的营销。

**第三大类是妇儿科：**此类包括了妇科用药、儿科用药以及治疗不孕不育的麒麟丸。太安堂最早从医，对于妇科疾病有独到研究，并且在不孕不育方面有一定积累，现在公司通过并购获得了4个妇科药独家品种**产后补丸**，**草坤丸**，**调经白帶丸**，**乌金止痛丸**和两个儿科独家品种**复方鸚鵡菜散**，**宝儿康散**，这些产品在潮汕地区久负盛名，家喻户晓，公司将致力于扎根潮汕地区，逐步向全国推广。公司另外一个重点品种是麒麟丸：在公司的战略规划体系中，麒麟丸是公司最重要的品种之一，公司制定的12年目标是1个亿。公司通过独特的营销思维和灵活的营销方式成功的实现了11年同比增长三倍的业绩，预计今年能保持50%以上的增长。

公司这三个类别规划共计 15 亿元销售收入，另外加上公司普药和其他产品，到 2017 年规划销售收入 20 亿。公司的“三五规划（2013-2017）”即将开始，公司下一步将要召开营销战略研讨会，制定公司未来 3-5 年的销售规划。

## 五、营销体系建设

### 1、公司营销体系现状

公司 1995 年创业至今已逾 17 年，从“一支药膏打天下”到如今“一个过亿品种，三大支柱产品”，公司的营销能力究竟是强还是弱？

任何营销成功的案例，除了好的营销团队和营销方案外，强大的产品力是根本。太安堂早期并无自己的产品，2000 年才从新华拿到消炎癣湿药膏，2007 年才拿到心宝丸和麒麟丸。如今公司的当家品种消炎癣湿药膏是在市场容量不大成长较缓慢（皮肤药是小众市场）、强敌环伺（上有西安杨森、先灵葆雅，中有国内 OTC 大品牌三九，下有顺峰、贵州苗仁堂等超过 100 家公司）、公司实力弱小（资金匮乏、人才短缺）的情况下左冲右突创出来的品牌，甚至公司 IPO 上市时使用的依然是非常具有品类代表性的“皮宝制药”名称。公司 2007 年接手心宝丸和麒麟丸时，均只有几十万元的销售收入，短短四年时间，公司不仅在陌生的（公司之前一直专注于皮肤药）心脑血管用药领域、不孕不育药领域闯出了自己的特色和品牌，并且成功找到适合自己的营销路径。

到目前为止，公司营销队伍人员仅 400 人左右，产品线（公司在并购雷震国药和宏兴集团之前仅有 108 个品种）也不足以支撑营销团队的扩张。导致公司存在以下营销瓶颈：

**1) 理念的瓶颈：**由于公司长期专注皮肤药市场，市场容量较小，且为了避免与外资及强势品牌正面竞争，所以其定位一直在中低端市场，导致营销团队视野不够开阔，营销理念不够开放。

**2) 人才的瓶颈：**由于产品线较窄，且利润率较低，在人才招聘和培养方面力不从心。

**3) 模式的瓶颈：**以前产品单一、价格中低、操作空间不足，导致合作模式单一，无法和代理商利益充分共享。

**4) 资源整合的瓶颈：**产品不够丰富，无法和代理商形成强大的利益共同体，工商联盟不到位。

**5) 营销活动的瓶颈：**产品走中低端路线，则在宣传、公关活动、广告、学术等力度不够。

### 2、营销体系重构

公司在完成对宏兴的并购之后，便立即紧锣密鼓开始着手对宏兴进行改革和整体营销策略的制定，公司在春节之后公布了新的事业部架构方案：



表 10: 公司九大事业部

序号	事业部	职责
1	处方药销售部	麒麟丸为主的处方药，全国的医院销售和招商销售管理
2	OTC 销售部	痛经软膏及指定产品，全国主流连锁零售非处方药市场的拓展和销售
3	深度销售部	肤痔清 15 克等皮肤科和呼吸类重点产品在基层市场的拓展和销售
4	商务部	全国一级商客户的维护与管理，同时负责公司消癖的销售
5	招商部	肤痔清 35 克及其他公司指定产品的招商工作
6	妇儿事业部	指定的宏兴妇科、滋补类重点产品在零售 OTC 市场及基层市场的拓展及销售工作
7	KA 部	关键客户合作，负责公司特色产品在指定重点连锁的合作，通过专销合作形式建立起与连锁的战略合作
8	电子商务部	开展 B2C 业务，办好麒麟丸网站和痛经软膏网站，利用互联网网络营销
9	进出口部	负责公司产品在国际市场的拓展和销售管理

数据来源：金元证券研究所

**以华东为新中心辐射全国：**公司在 1997 年在广州设立营销中心，2003 年则将营销决策总部迁入上海。公司深知，潮汕文化是优秀中国传统文化的代表，但是其也具有强烈的封闭型和排外性，公司若长久蜗居汕头，则走出去速度太慢，所以公司将总部迁入上海，谋划全国市场乃至世界市场。

在渠道建设上，公司立足华南地区强势渠道，以华东地区作为新的战略中心统领全局。公司目前有 100 多家经销商、超过 1000 位销售人员（大部分为兼职营销人员），营销网络以广州、上海为中心，与各大医药公司的合作以及推行深度分销，基本形成了覆盖医院终端（目前以民营医院、县级医院生殖中心）、OTC 零售终端与第三终端并驾齐驱的销售模式。

公司目前逾九成收入来源于 OTC 终端和第三终端，10%来自医院终端，目前还未进入主流大医院市场，预计随着宏兴系列产品上马，公司产品会逐步进入大医院从而带动药店终端的销售；在地区层面，公司目前七成收入来自华南地区、两成收入来自华东地区，公司已确定将大力拓展西南市场。具体操作上，公司目前主要通过设立在全国的 10 个省级办事处负责各大主要市场的开拓工作。营销人员通过和医药流通企业的合作以及对多个销售终端的维护开拓公司的销售渠道。对于全国市场的开拓，公司目前正逐步实施人海战术，大力招兵买马招募培养销售人员，同时加强营销激励机制，在巩固华南地区的强势渠道基础上积极布局全国渠道。

**“农村包围城市与人海战术”：**公司在长期的市场摸索过程中，充分认识到药品营销市场是一个非常巨大的“红海”，要想在列强林立的市场抢得一席之地，必须掌握两件法宝：“农村包围城市”与“人海战术”。

“农村包围城市”是一种“先易后难”的市场拓展战略。即首先蚕食较易占领的周边市场，积蓄力量，并对重点市场形成包围之势，同时也对中心城市形成一种无形的影响，等到时机成熟时，再大举进军中心市场。粤东地区的经济相对于广东是相对较落后的，并且由于潮汕文化的影响，外面企业是非常难于进入的，这为公司最初的创业设置了一道天然屏障，公司从潮州走向潮汕，再从潮汕进入粤东，再发力广州，到定总部为上海谋划全国，正是这一战略的充分体现，公司的每一步都踏实有序，稳步推进。

“人海战术”是在我国市场经济下成长起来的民营企业很多都采用的一种策略，是目前

最符合国情和公司实际情况的商业战法之一，像杨子江、修正、步长都是上万人的销售队伍，都是人海战术的杰出代表。公司在发展之初，产品和资金都比较少，并不能像外资企业那样财大气粗的花上万的月薪请一个销售人员，但是公司可以花1000元请10个业务员，并且充分利用市场中大量的“自由人”，按业绩提成支付报酬，公司目前在职销售队伍仅有400人，但是外国的兼职销售人员有600多人，未来公司还会积极扩充销售队伍，逐步扩充销售队伍的實力。

公司通过招聘薪水较低的业务员，并通过办事处在各地尽可能的聘用当地员工，人力的成本相比于市场推广的费用来说是很低的，而且众多的业务员可以迅速填补更多的市场空间，实现销售，从而缓解公司的资金压力。另外人是具有主观能动性的，在条件各异的市场区域上，人海战术是最具有应变能力的方法。

但是大量的基层业务人员也带来巨大的管理难题，如业务员水平参差不齐，流动大，执行力不强等问题，公司通过多年的运作，成功的建立一套自己的管控模式，具体来说就是两点：**用企业文化来管理团队加合理的利润分配机制**。公司专门设立集团总部文化中心，用强大的企业文化培训全体销售人员，业务员对中医药文化、公司传承文化非常认同，也造就了忠诚的员工。另外一点，就是公司深谙“有钱大家赚”的潮商文化，建立合理分配机制，严格控制公司自己的利润率，将更多的利润空间让给渠道和终端业务员。

### 3、太安堂金牌终端联盟

公司制订了一个“五年六万家”的药店拓展计划，名为“太安堂金牌终端联盟”，希望通过五年的奋斗，在全国建立60000家药店终端联盟，主要思路是在每个镇只选一家生意最好的药店，一个县选3-5家药店，签订固定供货合同，成立终端联盟，太安堂作为联盟的秘书处，设立盟主、副盟主、通过理事会单位把这些药店串到一起。同时对于联盟内的药店进行分五个级别，从销售额1万元到100万元以上分不同的级别，制定不同的合作政策和返利政策，提供培训，不同层次的奖励等等，销售最好的药店轮流做盟主，公司支持其发展。初步预计会将宏兴的妇儿科20多产品只配送联盟内药店，形成专供，这样公司确保在一个区域(镇)只有一家药店可以买到宏兴产品，公司和药店形成利益共同体。公司今年会启动先建立5000家药店的试点，逐步推进，将公司的产品缓慢铺开。

### 4、红海与蓝海战略

公司的红海策略即在竞争激烈的市场中通过紧贴医改政策，全力拓展第三终端市场。蓝海策略则是充分挖掘公司产品特色，通过差异化开拓新的细分市场。在红海市场中寻找和创造属于自己的蓝海。

红海策略体现在心宝丸和普药的营销上，公司通过在华南市场的多年经营，在渠道方面具有一定优势，但是心宝丸的相同或相似药效的竞争对手非常多，除了广东心宝药业的心宝丸外，公司还要面临和全国性品牌如天士力的复方丹参滴丸、以岭通心络胶囊、步长脑心通、地奥心血康等心脑血管“巨头”进行竞争。公司在华南地区坚决执行主攻第三终端渠道，靠较好的性价比(日最大服用量单价比竞争对手低)和确切的疗效抢占一定的市场份额。公司今年推进心脑血管事业部制营销，另外由于心宝丸进入基药等因素，预计今年的增长更加快

速。

蓝海策略则是体现在麒麟丸上，公司 2007 年从麒麟药业接手麒麟丸时，仅有几十万元的销售收入，公司拿过来之后做了三件事情：**第一个是适度提价、第二个是深度挖掘产品特点、第三个是细分市场人群**。从而完成在价格上和同等产品明确区分，在功能上有显著差别，在人群定位上瞄准高端求子人群。同时公司已斥资 2000 万元启动麒麟丸持续研究项目，要在麒麟丸的特色和循证医学方面进行更为深度的挖掘。

**公司的提价策略**一方面保证了公司的利润率，另外一方面给渠道留了足够的操作空间。

麒麟丸是公司独家生产的国家二级中药保护品种，其**特色**在于不仅可治愈男女两性的不孕不育，还可以强肝补肾提高男女性功能，区别于市场上已有品种的补肾壮阳以及单补男性的特点，提出了男女同补的功能诉求。不孕不育症一直是医学界的难题，目前国内治疗不孕不育症的中成药较少，仅有调经促孕丸、五子衍宗丸等少数药品。中成药主要还是通过补肾来达到目的，市场主要产品有壮腰健肾丸、黄精赞育胶囊等。

今年 2 月，公司在 2012 第二届全国男性不育高峰论坛会上，成立了全国男性不育诊治联盟，公司同时对成立联盟进行了初步的规划，其中包括成立相应基金、定期召开相关学术会议、结合麒麟丸临床使用设立优秀论文奖等。

## 5、主导产品非医保策略走出独特营销思维

我国现行的药品管理方式分为医保药和非医保药，医保药为政府定价，非医保药为市场调节价，也叫企业自主定价。**公司主导产品大多是非医保产品，属于自主定价范围。**

发改委连续将近 30 次的降价，以及即将出台的医保药品降价，都对行业产生了重大影响，以前风光无两的基药和医保药在招投标制度和发改委降价令下叫苦连天，一方面终端价格节节下降，另外一方面原材料价格和各种成本急剧上涨，造成了“成本通胀价格通缩”的局面。但是，非医保药物此时则显现出另外一种风景，虽然其无法分得医保付费的一杯羹，但是只要其疗效确切，刚性需求还是保证了非医保药品的产销两旺。太安堂则充分抓住非医保药物的特点制定了一系列的策略，包括定价，渠道规划与选择、供货机制等方面都做出了独特的营销调整。

**表 11：公司主导产品非医保策略**

药品名	包装	规格	单价
消炎癣湿药膏	支	10g	19 元
麒麟丸	盒	30g*3 瓶	198 元
心灵丸	盒	0.02g*20 粒	50 元

数据来源：金元证券研究所

公司现有 352 个批文，但进入医保仅有 162 个产品，且主导产品消炎癣湿药膏和麒麟丸均未进入医保，这也是保证了 2011 年在这个医药行业遭遇寒冬时，公司依然能够保证 30% 以上增长的原因之一。

## 六、文化营销先行

**公司将文化营销放在战略最高端**，这是区别于其他医药行业公司的很独特的特点，而这种策略所带来的无形资产将为公司未来长久发展奠定雄厚的基础，为太安堂这座中医药文化殿堂打下坚实的基座。

企业界流传这么一句话，“三流企业靠生产，二流企业靠营销，一流企业靠文化”。所谓“一流企业”就是指那些追求变革创新、管理与与时俱进、谋求永续发展、为员工和社会不断创造价值的企业。这类企业所追求的文化是以企业价值观和思维方式为核心所生成的外化的企业行为规范、道德准则、风俗习惯和传统文明的有机统一，是一个企业的标志，更是企业价值观的具体体现。

**中成药营销植根于中医药文化是上上之策**：公司的目标和使命从最初的“做中国最好的皮肤药”，到现在“做世界最好的中成药”、“创建世界一流的中药现代化制药企业”，公司一直笃行文化先行策略，中成药属于文化底蕴深厚的特殊商品，公司深谙此理，非常注重品牌输出和文化输出，总部设文化中心全面负责文化传播工作，之前公司内刊《太安堂》杂志随后可能会申请刊号全国发行，办成一本推广中医养生文化的专业杂志。

公司之前的产品品种和产品力是不足以支撑“太安堂”这样一个大品牌的，但是公司依然坚持先做企业品牌，然后再逐步导入各个系列产品，在大品牌之下再建立各个产品子品牌，最后才是品牌知名度转换为实际销售业绩，公司正在一步步的按照自己的文化营销步伐在推进此策略。

**公司已实施“五一工程”**：公司实施五一工程将太安堂500年文化底蕴最大化地推广以加强品牌知名度。“五一工程”是指一个大品牌、一座博物馆、一部电视剧、一部大巨著、一颗奉献心。一个大品牌即百年老字号太安堂获得了岭南中药文化遗产和广东省非物质文化遗产的荣誉；一座博物馆即公司建设的太安堂中医药物博物馆，成为潮汕地区旅游观光的重要景点之一吸引着内外游客，被大世界吉尼斯认定为“规模最大的中医药家族展示馆”，同时博物馆通过弘扬太安堂中医药文化而带动其产品的销售；一部电视剧即公司投资2500万拍摄的《太安堂一玉井传奇》被大世界吉尼斯认定为“医案最多的弘扬中医药堂文化电视剧”，陆续在全国多家县市电视台播出，公司正在推进在央视播出工作；一部大巨著即公司投资编辑的民族医药文化发展史《太安大典》，全书共七十二卷108部被大世界吉尼斯认定为“卷数最多的弘扬中医药堂文化系列图书”；一颗奉献心即太安堂“秉德济世，为而不争”的宽广胸怀，积极承担社会责任、热心社会公益事业，并以优质的产品回报大众。太安堂的“五一工程”不仅开掘了文化遗产、弘扬了中医国粹，而且使得太安堂的品牌知名度和中医保健治疗的理念深入人心，大大提高了全国范围内的品牌知名度。

## 七、增发扩张彰显公司鸿鹄之志

公司在2000年6月上市时，募集资金6.8亿，仅仅过了一年半时间在2012年1月，公司再度抛出增发预案，拟募集资金8亿元，公司对于资金的渴求，充分彰显公司迅速打造大安堂中医药殿堂的雄心。

表 12: 公司资本运作项目

公告日期	目的	投资事项	金额(万元)	资金来源
2010-05-25	建设生产线:软膏剂	全自动软膏剂 GMP 生产线建设项目	7,019.80	IPO
2010-05-25	建设生产线:丸剂	全自动丸剂 GMP 生产线建设项目	4,587.50	IPO
2010-07-21	还贷及补充流动资金	使用部分超募资金偿还银行贷款及补充流动资金	16,549.00	超募资金
2010-09-14	购买土地建设生产基地	竞买位于汕头市月浦工业区土地使用权等相关资产	12,000.00	超募资金
2010-11-30	建设生产线:口服液	口服液体制剂全自动 GMP 生产线项目	4,100.00	超募资金
2010-11-30	建设生产线:洗剂	洗剂全自动 GMP 生产线项目	3,900.00	超募资金
2010-11-30	研发中心建设	向全资子公司上海金皮宝增资并建设上海研发中心	2,500.00	超募资金
2011-04-07	收购资产	购买广东雷霆国药资产	2,400.00	自有资金
2011-04-27	补充流动资金	使用超募资金补充流动资金	5,000.00	超募资金
2011-07-13	建设生产线:胶囊剂	建设中药胶囊口服固体制剂全自动 GMP 生产项目	2,400.00	超募资金
2011-07-13	建设生产线:丸剂	向全资子公司上海金皮宝增资并建设中药丸剂口服固体制剂全自动 GMP 生产项目	3,000.00	超募资金
2011-10-27	拟收购某公司	获得证监会核准发行 3.9 亿元公司债	未实施	
2011-12-5	收购宏兴	收购潮州市杉源投资有限公司 100% 股权，控股宏兴集团	13,600.00	超募及自有
2011-12-25	绝对控股宏兴	增资杉源投资和宏兴集团，控股其 72.35%	16000.00	
<b>2012-01-20</b>	<b>全面扩张</b>	<b>公告非公开增发预案</b>	<b>80,189.20</b>	
		项目名称	投资(万元)	募资(万元)
	改造提高产能	大安堂中成药技术改造项目	15,087.50	15,087.50
	改造提高产能	宏兴中成药技术改造项目	23,030.60	23,030.60
其中:	拓展上游资源	中药 GAP 种植基地建设项目	10,021.00	10,021.00
	物流仓储	物流中心建设项目	10,018.10	10,018.10
	营销拓展	营销网络及信息化建设项目	18,032.00	18,032.00
	研发中心建设	大安堂研发中心(上海)升级改造项目	4,000.00	4,000.00

资料来源: 公司资料、金元证券研究所

公司在2011年11月拟发行3.9亿元的公司债，是为了收购一个同类皮肤药公司，由于该目标公司估值过高而退出收购，公司可能暂停3.9亿元公司债的发行。

仔细分析公司募集资金的投向，可以发现公司主要在做三件事情，第一是补充流动资金从而减少财务费用；第二是扩充产能，为后续发展打基础；第三是购买资产。

**扩充产能:** 公司从上市之初就开始马不停蹄的在建设新的产能，目前已经建设完成或正在建设的生产线有: 软膏剂、丸剂、口服液、洗剂、胶囊剂，同时公司还在上海建设了研发中心。预计这些生产线的建成不仅是广东首批通过新版 GMP 的生产线，也将造就一个全新的具有强大生产能力的制药基地。

**购买资产:** 公司先后购买了土地、雷霆国药资产、宏兴集团资产，这些为公司跨越式发展提供了保障。而正是这一系列的并购，是公司核心质地发生了转变，公司一举从一个做皮肤药的仅拥有少数品种资源的区域药企转变成为一个拥有众多批文宝库的综合性药企。

表 13: 增发投资回报

项目名称	项目总投资额 (万元)	内部收益率 (所得税后)	投资回收期 (所得税后,含建设期)	投资利润率
太安堂中成药技术改造项目	15,087.50	38.51%	4.18 年	38.45%
宏兴中成药技术改造项目	23,030.60	20.96%	6.25 年	20.24%
中药 GAP 种植基地建设项目	10,021.00	16.23%	7.15 年	14.89%
物流中心建设项目	10,018.10	21.28%	6.38 年	29.37%
营销网络及信息化建设项目	18,032.00	16.33%	6.61 年	17.11%
太安堂研发中心(上海)项目	4,000.00			

资料来源:公司公告、金元证券研究所

从公司的增发项目可以看出公司已经开始迈出全面扩张的步伐,并购资产是第一步,第二步则是要将资产转化为公司实实在在的业绩,同时也正值新版 GMP(2010 版 GMP 要求:在 2013 年 12 月 31 日前,血液制品、疫苗、注射剂等要达到新版 GMP 要求;在 2015 年 12 月 31 日前实现全部药品达标。到规定的时间点未能达标的企业,必须停产)推行阶段,中小型药企面临生死大考,公司则借此机会全面新建符合新版 GMP 要求的现代化厂房,相对于全新建设一个药厂,这为公司宏图大展打下坚实基础。



## 八、财务分析与盈利预测

### 1、主要财务数据

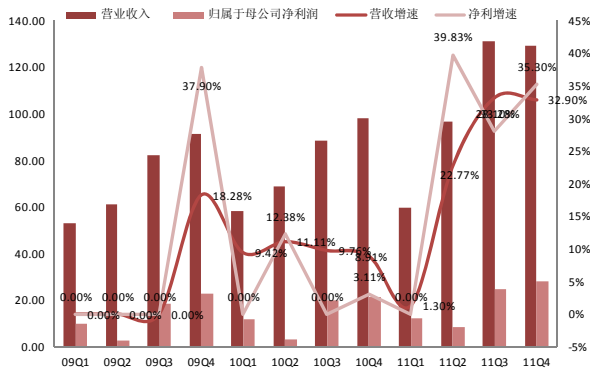
表 14: 主要财务指标纵比情况

	2007	2008	2009	2010	2011
<b>盈利能力:</b>					
毛利率	37.79%	38.64%	38.85%	39.72%	42.42%
净资产收益率	0.00%	0.00%	0.00%	5.81%	7.44%
销售净利率	16.59%	16.21%	18.67%	17.98%	17.77%
<b>偿债能力:</b>					
流动比率	1.34	2.74	2.38	33.84	2.06
速动比率	1.06	2.06	1.81	28.24	1.22
资产负债率	41.27%	28.83%	32.06%	2.10%	27.55%
<b>经营效率:</b>					
总资产周转率	0.81	1.04	1.02	0.48	0.35
存货周转率	4.30	5.49	5.07	2.39	1.10

数据来源: 公司公告, 金元证券研究所

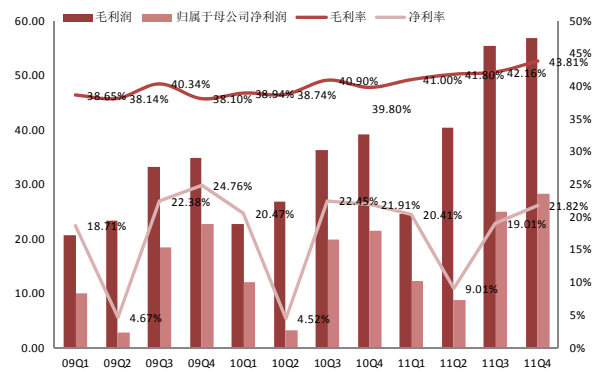
2011年, 公司毛利率较09和10年持续提高。

图 8: 公司营收、净利 11 年逐季提高



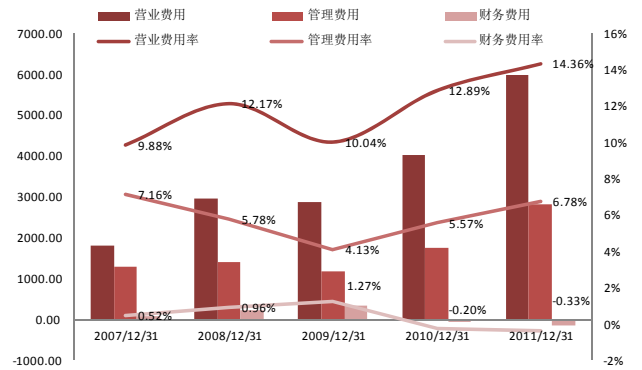
资料来源: 公司公告, 金元证券研究所

图 9: 公司 11 年利润水平提高



资料来源: 公司公告, 金元证券研究所

图 10: 公司 11 年财务费用下降



资料来源: 公司公告, 金元证券研究所

公司三项费用率发生变化, 营业费用率和管理费用率逐年提升, 表明公司这两年在积极增加营销投入; 财务费用则从10年以来一直是负数。

## 2、盈利预测

表 15: 公司前五年业绩及未来三年业绩预测

产品(百万元)	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
收入合计	182.97	243.78	288.33	314.04	417.37	600.63	792.37	1009.57
增速	0.00%	33.23%	18.28%	8.91%	32.90%	43.91%	31.92%	27.41%
毛利率	37.79%	38.64%	38.85%	39.72%	42.42%	39.71%	39.23%	40.29%
皮肤类								
销售收入	162.19	190.37	215.57	218.74	274.98	302.48	347.85	382.63
增长率	0.00%	17.37%	13.24%	1.47%	25.71%	10.00%	15.00%	10.00%
毛利率	37.36%	37.55%	38.41%	38.41%	40.81%	40.00%	40.00%	40.00%
其他品种								
销售收入	19.65	23.38	29.37	48.68	48.99	53.89	61.97	74.37
增长率	0.00%	18.98%	108.21%	65.75%	0.64%	10.00%	15.00%	20.00%
毛利率	40.92%	42.71%	39.66%	39.75%	37.16%	38.00%	39.00%	40.00%
心宝丸								
销售收入	0.72	22.67	31.09	32.06	46.93	70.40	91.51	128.12
增长率	0.00%	3048.61%	41.42%	3.12%	46.38%	50.00%	50.00%	30.00%
毛利率	42.04%	40.37%	41.55%	43.11%	53.26%	48.00%	49.00%	49.00%
麒麟丸								
销售收入	0.42	7.36	12.24	14.28	46.17	73.87	96.03	134.45
增长率	0.00%	1652.38%	94.02%	16.67%	223.32%	60.00%	30.00%	40.00%
毛利率	48.71%	48.72%	45.71%	51.02%	46.26%	45.00%	46.00%	47.00%
宏兴产品								
销售收入					50.00	70.00	150.00	220.00
增长率						40.00%	114.29%	46.67%
毛利率						30.00%	30.00%	35.00%

资料来源: 公司年报, 金元证券研究所

## 九、风险因素分析

- 1) 公司扩张步伐太快, 管理工作难度加大, 存在管理无法跟上风险;
- 2) 宏兴集团的整合不顺利风险;
- 3) 全国营销不顺利, 由于部分事业部全新组建, 医院推进工作存在难度;
- 4) 非公开增发不顺利。



## 附件

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E	利润表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	250	1713	1694	1701	营业收入	417	601	792	1010
应收款项	137	156	206	263	营业成本	240	362	482	603
存货净额	319	251	333	419	营业税金及附加	4	5	7	9
其他流动资产	76	60	79	101	销售费用	60	93	127	156
<b>流动资产合计</b>	<b>781</b>	<b>2180</b>	<b>2312</b>	<b>2483</b>	管理费用	28	40	51	62
固定资产	370	434	492	543	财务费用	(1)	(14)	(31)	(31)
无形资产及其他	92	88	84	81	投资收益	0	(0)	5	5
投资性房地产	150	150	150	150	资产减值及公允价值变动	(2)	(5)	(2)	(2)
长期股权投资	1	1	1	1	其他收入	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1394</b>	<b>2854</b>	<b>3039</b>	<b>3259</b>	营业利润	85	109	160	213
短期借款及交易性金融负债	268	300	300	300	营业外净收支	3	7	7	7
应付款项	27	125	166	209	<b>利润总额</b>	<b>88</b>	<b>116</b>	<b>167</b>	<b>220</b>
其他流动负债	85	154	206	258	所得税费用	13	19	27	35
<b>流动负债合计</b>	<b>380</b>	<b>580</b>	<b>672</b>	<b>767</b>	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	390	390	390	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>74</b>	<b>98</b>	<b>140</b>	<b>185</b>
其他长期负债	4	4	(1)	(6)					
<b>长期负债合计</b>	<b>4</b>	<b>394</b>	<b>389</b>	<b>384</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
<b>负债合计</b>	<b>384</b>	<b>974</b>	<b>1061</b>	<b>1151</b>	净利润	74	98	140	185
少数股东权益	14	14	14	14	资产减值准备	0	1	0	0
股东权益	996	1866	1964	2094	折旧摊销	14	33	43	50
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1394</b>	<b>2854</b>	<b>3039</b>	<b>3259</b>	公允价值变动损失	2	5	2	2
					财务费用	(1)	(14)	(31)	(31)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	营运资本变动	(337)	234	(63)	(74)
每股收益	0.74	0.70	1.01	1.33	其它	(0)	(1)	(0)	(0)
每股红利	0.53	0.21	0.30	0.40	<b>经营活动现金流</b>	<b>(247)</b>	<b>369</b>	<b>123</b>	<b>163</b>
每股净资产	9.96	13.42	14.13	15.06	资本开支	(124)	(100)	(100)	(100)
ROIC	7%	7%	10%	12%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	7%	5%	7%	9%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(125)</b>	<b>(100)</b>	<b>(100)</b>	<b>(100)</b>
毛利率	42%	40%	39%	40%	权益性融资	0	801	0	0
EBIT Margin	20%	17%	16%	18%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	24%	22%	21%	23%	支付股利、利息	(53)	(29)	(42)	(55)
收入增长	33%	44%	32%	27%	其它融资现金流	270	32	0	0
净利润增长率	31%	32%	44%	32%	<b>融资活动现金流</b>	<b>163</b>	<b>1195</b>	<b>(42)</b>	<b>(55)</b>
资产负债率	29%	35%	35%	36%	<b>现金净变动</b>	<b>(209)</b>	<b>1463</b>	<b>(20)</b>	<b>7</b>
息率	2.3%	1.3%	1.8%	2.4%	货币资金的期初余额	459	250	1713	1694
P/E	31.5	33.3	23.1	17.6	货币资金的期末余额	250	1713	1694	1701
P/B	2.3	1.7	1.7	1.6	企业自由现金流	(375)	250	(14)	26
EV/EBITDA	27.4	31.8	25.5	19.2	权益自由现金流	(105)	295	12	53

资料来源：公司资料和金元证券预测

**金元证券行业投资评级标准:****增持:** 行业股票指数在未来6个月内超越大盘;**中性:** 行业股票指数在未来6个月内基本与大盘持平;**减持:** 行业股票指数在未来6个月内明显弱于大盘。**金元证券股票投资评级标准:****买入:** 股票价格在未来6个月内超越大盘15%以上;**增持:** 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为5%~15%;**中性:** 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-5%~+5%;**减持:** 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-5%~-15%;。

对本报告的评价请反馈至金元证券销售交易总部

姓名	分工	电话	手机	邮箱
王睿	总经理	0755-83022499	13924591661	wangrui1@jyzq.cn
郑仲运	高级研究员	0755-83023468	18603064918	zhengzy@jyzq.cn
樊文	高级经理	0755-83023422	13828864010	fanwen@jyzq.cn
黄李南	高级经理	0755-83023499	18688960542	huanglinan@jyzq.cn

**联系地址: 深圳市深南大道4001号时代金融中心17层, 518048 传真: 0755-83024518**

本报告仅供金元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)签约客户使用。本公司不因任何人接收到本报告而视其为本公司的客户。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的观点仅供特定客户参考,并不构成对任何人的投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测等仅反映本报告发布日依据一定的标准和假设作出的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告,对此本公司没有通知义务。

本报告仅向特定客户传送,版权归本公司所有。未经本公司书面授权,本报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络本公司并获得许可,并需注明出处,且不得对报告进行有悖原意的引用和删改。

在法律许可的情况下,本公司及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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。