

## 大战略+执行力，贯穿全产业链

公司动态

### ◆灵活运用资本市场平台，大战略+执行力

我们认为公司是A股中药企业中战略架构最清晰，执行力最强，且充分利用资本市场进行外延式并购的企业。目前公司已逐步完成全产业链布局，业务上至中药材GAP种植、中药材交易市场，中药材贸易，下至中药饮片、保健品、食品生产研发、自有门店渠道销售、直销、医院、电子交易平台，贯穿中药产业链的上、中、下游，并渗透到中药产业链的各个关键环节，为最大程度整合全产业链资源创造了优势条件。

### ◆布局道地贵细药材，垄断上游资源

公司对于贵细药材的资源属性非常明确，公司在上市后一直进行人参、虫草、燕窝等相关品种的贸易以及下游产品的加工和销售，对于其供需关系影响的价格中枢判断有一定经验，近年来，公司利用资本市场快速在人参和虫草两大贵细品种上进行布局，垄断上游资源的同时构筑了护城河，我们认为掌控上游资源是非常正确的战略。

### ◆线上线下共发展，或掌握中药材定价权

公司目前的主营业务中中药材贸易占比最大，而中药材贸易盈利的核心在于对药材价格的把握。公司通过不断收购目前旗下拥有包括亳州、普宁、玉林数个大型中药材交易市场，而这几个市场交易规模超过全国的一半。公司从中药材市场建设开始，未来将参与到中药材市场的经营管理中，同时为交易各方提供仓储、物流、质检等第三方服务，可以最大程度接近中药材交易环节，或将拥有市场的一手量价数据，对上游资源的掌控加虚拟平台的设立，可能更有利于公司判断中药材价格走势，乃至未来对中药材具有一定定价权。

### ◆人参全产业链战略布局

公司在人参这一资源上构筑了GAP种植、饮片保健品和食品加工、销售的完整产业链，GAP种植从源头上保证品质和原料供给，深加工提升产品附加值，销售保证产品放量。根据我们测算公司人参贡献利润将逐年增长，到2016年或超过6.4亿元，康美目前净利润14亿元，人参未来利润贡献接近于半个康美，而随着其他贵细药材等经营管理模式的跟进，未来贵细药材部分业务将为公司带来丰厚的回报。

◆盈利预测和估值。我们认为公司基本面平稳，全产业链发展，13-15年每股收益分别为0.90元、1.22元和1.48元，给予13年27倍PE估值水平，对应目标价24.30元，给予公司买入评级。

◆风险提示。中药材贸易增速下滑；人参食品推广不及预期。

### 业绩预测和估值指标

指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	6,081	11,165	14,548	19,055	24,202
营业收入增长率	83.77%	83.62%	30.30%	30.98%	27.01%
净利润(百万元)	1,005	1,441	1,989	2,690	3,264
净利润增长率	40.46%	43.40%	37.99%	35.27%	21.34%
EPS(元)	0.46	0.66	0.90	1.22	1.48
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.87%	13.62%	16.40%	18.15%	18.05%
P/F	42	30	21	16	13

### 买入(维持)

当前价/目标价: 19.40/24.30元

目标期限: 6个月

### 分析师

江维娜 (执业证书编号: S0930513060003)  
021-22169102  
[jiangwn@ebsec.com](mailto:jiangwn@ebsec.com)

### 联系人

孙媛媛  
021-22169123  
[sunyy@ebsec.com](mailto:sunyy@ebsec.com)

### 市场数据

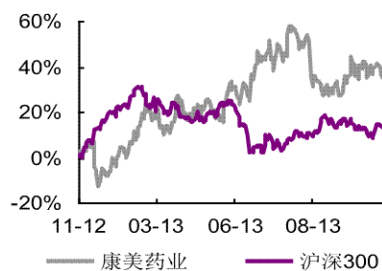
总股本(亿股): 21.99

总市值(亿元): 426.55

一年最低/最高(元): 12.05/23.22

近3月换手率: 66.51%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-1.04	-4.79	21.01
绝对	1.78	0.41	36.29

### 相关研报

布局玉林中药材交易，树立东盟品牌  
..... 2013-11-10  
收购医疗机构全产业链发展  
..... 2013-11-04  
获得直销牌照打通下游保健品销售渠道  
..... 2013-10-30

## 目 录

1、 灵活运用资本市场，大战略+执行力.....	5
1.1、 公司逐步推进全产业链的战略布局 .....	5
1.2、 灵活运用资本市场平台确保大战略执行 .....	7
2、 布局道地贵细药材，垄断上游资源.....	8
3、 线上线下共发展，或掌握中药材定价权 .....	9
3.1、 坐拥四大中药材实体交易市场 .....	9
3.2、 积极布局互联网虚拟交易平台 .....	11
4、 人参资源属性强，价格趋势向上 .....	15
4.1、 供给减少 .....	17
4.2、 需求增加 .....	17
5、 人参种植、加工、销售全产业链发展 .....	14
5.1、 种植：重质重量，双管齐下 .....	19
5.2、 加工：提升人参附加值，未来有望复制正官庄 .....	20
5.3、 销售：渠道整合 .....	23
5.4、 人参产业未来有望贡献丰厚利润 .....	24
6、 盈利预测与估值 .....	26
7、 风险分析 .....	26

## 图表目录

图 1：康美分产品收入占比情况 .....	5
图 2：康美分产品毛利占比情况 .....	5
图 3：公司产业布局 .....	5
表 1：公司发展历程 .....	6
表 2：公司融资行为 .....	7
图 4：康美产业布局发展历程 .....	8
表 3：公司上游资源 .....	9
表 4：现有中药材市场情况（黑体字为公司旗下） .....	9
表 5：中药材市场未来盈利模式 .....	10
图 5：中药材定价模式的变迁 .....	10
图 6：康美中药网信息网络 .....	11
表 6：公司各地服务中心情况 .....	11
图 7：康美中药网药材通手机客户端 .....	12
表 7：实体交易市场与电子交易平台区别 .....	13
表 8：中药材电子交易平台 .....	14
图 8：人参主产区 .....	16
图 9：吉林人参产区 .....	16
表 9：人参历年价格波动情况 .....	16
表 10：中国和韩国人参产业对比 .....	17
表 11：韩国人参相关产品 .....	18
图 10：公司人参完整产业链 .....	14
表 12：新开河和大地参业种植概况 .....	19
表 13：人参种植基地管理模式对比 .....	19
图 11：人参加工品类 .....	20
图 12：各类人参制品 .....	20
图 13：大地参业红参 .....	21
图 14：大地参业大力参 .....	21
表 14：生晒参、大力参和红参 .....	21
表 15：新开河参类产品介绍 .....	22
表 16：新开河人参食品介绍 .....	22
图 15：参娃与天池怪兽动漫图片 1 .....	23
图 16：参娃与天池怪兽动漫图片 2 .....	23
图 18：康美人生活 .....	24
图 19：康美人生产品陈列 .....	24
表 17：种植过程人参价值测算 .....	25



表 18 : 加工后人参价值测算..... 25

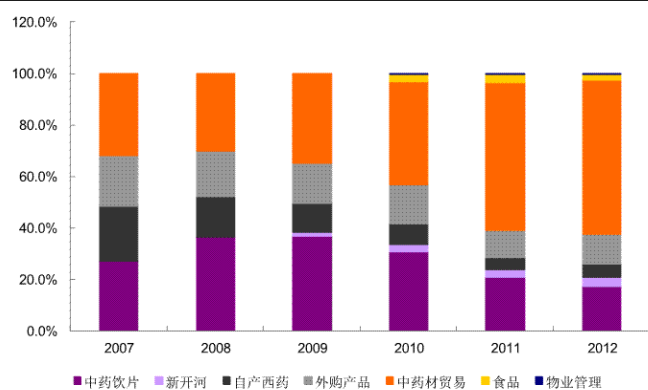


## 1、灵活运用资本市场，大战略+执行力

### 1.1、公司逐步推进全产业链的战略布局

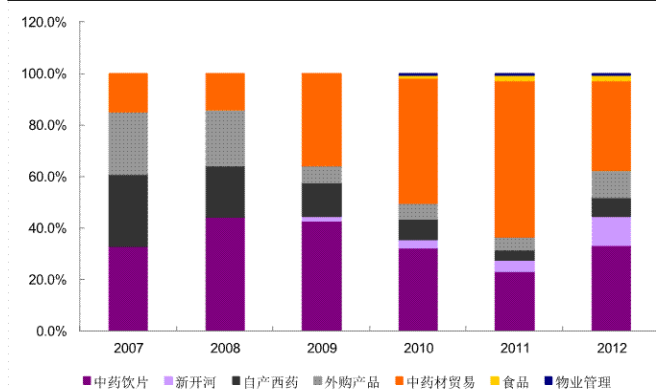
我们从08年开始持续跟踪公司，认为公司是A股中药企业中战略架构最清晰，执行力最强，且充分利用资本市场进行外延式并购的企业。目前公司已逐步完成全产业链布局，产品包括新开河人参、中药材贸易、中药饮片、西药、食品等。公司业务上至中药材GAP种植、中药材交易市场，中药材贸易，下至中药饮片、保健品、食品生产研发、自有门店渠道销售、直销、医院、电子交易平台，贯穿中药产业链的上、中、下游，并渗透到中药产业链的各个关键环节，为最大程度整合全产业链资源创造了优势条件。

图1：康美分产品收入占比情况



资料来源：公司年报

图2：康美分产品毛利占比情况



资料来源：公司年报

上游：公司凭借资源和资金优势围绕道地药材进行了产业布局，并通过收购国内大型中药材交易市场未来货获取中药材定价权。中游：生产中药饮片、红参、食品和保健品等。下游：开展中药材贸易，产品通过医院、OTC终端、旗舰店、人保直销、商超便利店等来销售。

图3：公司产业布局



资料来源：公司公告，公司年报

我们将公司自 2001 年上市以来的大事记进行了整理，可以看到公司在短短数年内通过资本市场已经基本实现突破地域限制的全产业链大战略布局，而这种战略扩张的执行力可能只有在民营体制下，如公司这般长年浸淫于行业内的企业才能拥有。

表 1：公司发展历程

时间	事件	意义
2001 年	上市，化学药是主要产品	中游：化学药起家
2002-2005 年	中药饮片 I 期产能建设 4000 吨，并建立饮品配送中心、仓储工程，生产基地等	自古中药是“手抓称量”。康美推行“小包装”饮片；抓药时不再是称量，质量和剂量的稳定，并且避免了手抓的不卫生。公司当时是广东唯一通过 GMP 认证的中药饮片生产厂家
2006 年	筹建中药物流港，借助普宁中药材专业市场进行中药材贸易	上游：战略性布局中药材贸易
	7 月 II 期产能建设 8000 吨，贡献约 4.8 亿元收入	中游：不断扩建中药饮片产能
2008 年	投资 3 亿元建设“成都康美中药饮片生产基地”投资 3 亿元建设普宁市康美中医院	中游：中药饮片产能扩建
	收购“北京隆盛堂”，并成立康美（北京）公司，进入北京、天津市场；	下游：自建医院，下游延伸
2009 年	投资 4 亿元建设东北人参基地，收购“集安新开河”	上游：产业链向上游延伸人参， 中游：扩建产品品类人参相关产品
	“加洲宝贝”西洋参含片和“菊皇茶”等系列新产品陆续投放市场，投资约 4000 万收购上海美峰、金像	中游：扩大产品品类食品
	与“国药一致”、“海王星辰”展开中药品类战略合作，采用“店中店”和“中药专柜”等方式拓展连锁药店网络的营销渠	下游：下游渠道建设



	道	
2010 年	投资约 9 亿元于安徽亳州市建设中药饮片 III 期工程, 产能 2 万吨	中游: 进一步扩大中药饮片产能
	收购四川滕王阁和保宁制药, 投资 3 亿元建设阆中毒性饮片基地。保宁制药拥有化药及中成药的生产批文	上游: 收购并建设中药材市场
	以 1.68 亿元收购安徽亳州中药材交易市场的收购工作, 并投资 15 亿建设康美(亳州) 华佗国际中药城	
	完成对普宁市中药材市场的收购, 并投资 10 亿元建设普宁中药材专业市场项目, 占地 650 亩	
	7000 万收购安国中药材交易中心并进行改造	
	推出全国唯一的“实体市场与虚拟市场”相结合的综合型医药贸易服务平台: 康美中药网, 推出康美(普宁) 中药材价格指数	上游: 中药材贸易市场的电子交易平台
2011 年	合计投资 15 亿元分别建设甘肃定西中药饮片及药材提取生产基地项目, 以及中药材现代仓储物流及交易中心项目	中游: 扩建饮片产能
2012 年	与“人保”合作, 成立合资健康管理公司	下游: 开拓人保直销模式
	1100 万收购上海中德大堂国药有限公司。 普宁市康美医院获得《医疗机构执业许可证》	下游: 布局和整合下游
2013 年	投资 8.5 亿建设青海中药城, 虫草终端销售额达到几百亿。	上游: 进一步布局中药材市场
	收购广西玉林交易市场。 拟收购梅河口市	下游: 拓展下游

资料来源: 公司公告

## 1.2、灵活运用资本市场平台确保大战略执行

公司融资能力强, 自上市以来, 充分利用融资平台, 为大战略的铺开提供了财力保障。从现阶段来看, 公司经营风险和财务风险不大。2013 年三季报显示, 公司账面资金 67.7 亿元, 净经营性现金流 13.3 亿元, 为公司的内生外延提供了支撑。资产负债率 42.02%, 现金比率 1.27, 显示公司短期偿债能力和长期偿债能力较好, 财务风险较低。

表 2: 公司融资行为

时间	融资事件	融资金额(亿元)	募投项目
2001	IPO	2.16	磺酸多沙唑嗪新建原料药与制剂生产线项目、盐酸丙哌维林新建原料药与制剂生产线项目、氨酚伪麻片生产线扩建项目、克拉霉素分散片新建制剂生产线项目
2006	增发 6000 万股	4.85	全部用于中药饮片扩产项目, 8000 吨/年
2007	增发 7100 万股	10.23	建设中药物流配送中心

2008	发行可分离债券	8.87	偿还银行贷款、短期融资券和补充流动资金
2009	权证行权	8.87	补充流动资金
2010	每 10 股配 3 股	34.7	补充营运资金，扩大贸易规模
2011	配股发行	34.36	补充中药材业务所需的营运资金
2011	发行公司债	24.88	偿还银行贷款和补充公司流动资金

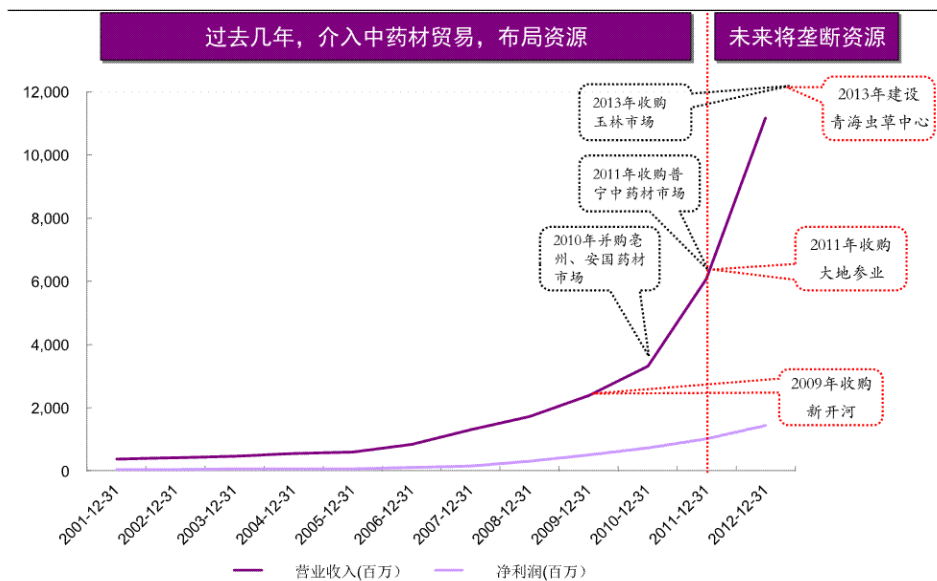
资料来源：公司公告

在中药材贸易市场建设上，公司根据情况分期滚动投入资金，分期运营，缓解了公司的财务压力。目前除亳州一期工程竣工，公司收购的中药材贸易市场均处于建设期，我们认为参考亳州市场的成功经验，未来几大贸易市场均会采取类似的建设模式和商业模式。安徽亳州华佗国际中药城 I 期投入 15 亿元，已经出售完毕并完成回款，目前正进行 II 期建设，未来公司还将通过出租剩余商铺，收取物业管理费，中药材交易佣金，提供仓储、期货服务等方式获取持续的现金流。

## 2、布局道地贵细药材，垄断上游资源

过去几年，公司凭借资源和资金优势围绕道地药材进行了产业布局，同时进一步加大对上游资源的掌控力度，逐步形成对稀缺中药材比如虫草、人参的垄断。

图 4：康美产业布局发展历程



资料来源：公司公告，公司年报

公司在多年中药材经营中，深知“药材好，才是真的好”这个道理，目前传统中医药发展疲弱，很大一部分原因也是由于药材质量控制差，非道地、非药用部位、炮制不正确的药材在市面上广泛流通。公司近年来逐步进入上游种植领域，通过“公司+农户”的方式与产地农民合作，在云南文山、吉林集安等全国药材产地建立 GAP 种植基地，品种超过 150 个、面积超过 5 万亩，确保道地中药材来源稳定。同时，公司充分认识到部分中药材的稀缺性，利



用资本市场快速在人参和虫草两大贵细品种上进行布局，垄断上游资源的同时构筑了护城河。

**表 3：公司上游资源**

地 理 位 置	涉及品种	占地面积			仓 储	时 间
		种 植 基 地	交 易 中 心	加 工		
陇西	当归、党参、黄芪		1000 亩	300 亩 (1 万吨加工能力)	50 吨	11 年 6 月
文山	三七					
集安	人参	2.6 万亩		20 万平方米	3 亿元	11 年 1 月
青海	虫草		200 亩			12 年 4 月
四川	毒性饮片			350 亩		11 年 1 月

资料来源：公司公告，公司官网

公司从普宁发源，总部面对普宁中药材市场，该市场与其他中药材市场不同，主营人参、鹿茸、虫草等贵细药材，市场内的商户每年都会前往产地，根据自己对于价格的涨跌进行或多或少的药材收购，该市场商户的行为对于全国贵细药材价格走势有一定影响。公司对于贵细药材的资源属性非常明确，同时对于其供需关系影响的价格中枢判断有一定经验，贵细药材贸易是公司非常熟悉的业务，公司在上市后一直进行人参、虫草、燕窝等相关品种的贸易以及下游产品的加工和销售。因此，公司前往产地掌控虫草和人参也是水到渠成顺理成章的，我们认为掌控上游资源是非常正确的战略规划，同时也体现了公司强大的执行力。

### 3、线上线下共发展，或掌握中药材定价权

#### 3.1、坐拥四大中药材实体交易市场

依托药材产地和传统集散地，全国已经形成了 17 个主要的药材交易市场，目前我国中药材交易主要通过中药材专业市场完成，销售额占全国中药材销售总额的 70% 以上，05 年交易额达 1200 亿元以上。公司通过此次广西玉林中药材市场的收购，旗下拥有包括亳州、安国、普宁在内的四个大型中药材交易市场，而这四个市场在全国十七大中药材交易市场中交易额排名靠前，市场交易规模超过全国的一半，我们认为此次收购完成后，公司已经基本完成对一定交易规模中可整合中药材交易市场的收购。

**表 4：现有中药材市场情况（黑体字为公司旗下）**

	地点	收购日期	目前交易金额	其他	
	亳州	安徽	2010.3	200 亿	
	普宁	广东	2010.8	20 亿	
	安国	河北	2010.9	150 亿	
	玉林	广西	2013.11	150 亿	
	定西	甘肃	2010.10	33 亿	甘肃惠森药业收购
	荷花池	成都		近 100 亿	2010.7 发布国家级中药材行业价格指数，已调迁
	樟树	江西		15 亿	

清平	广东		超过 20 亿元	产权式国家专营专控牌照的中药材专业市场
----	----	--	----------	---------------------

资料来源：公司公告，公司官网，光大证券研究所整理

亳州中药材市场 I 期目前已经交付使用并基本回款完毕，目前 II 期正破土动工，11 月中旬将整体搬迁进入交易中心，该中药材市场由公司聘请香港设计师进行设计，建筑风格以徽派为主，并融入现代仓储物流模块。而此次收购的玉林市场有望借鉴亳州的成功经验，同时考虑到地处中国-东盟自贸区，或建成兼具中国和东盟风格的中药材市场。通过上述收购，公司的中药材贸易也由初期的单纯“低买高卖”贸易转向为中间服务商和流通商，盈利模式也将在此基础上拓宽，未来公司还将通过出租剩余商铺，收取物业管理费，中药材交易佣金，提供仓储、期货服务等方式获取持续的现金流。

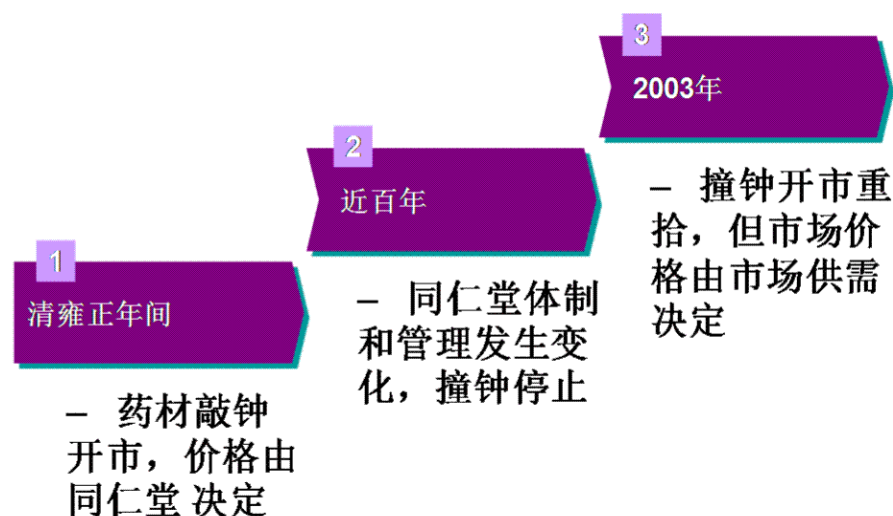
表 5：中药材市场未来盈利模式

中药材市场盈利模式	现在	建设完成后
收取租金	☆	☆
贸易，赚差价	☆	☆
物业管理费		☆
提供仓储、期货等服务		☆
销售商铺		☆
中药材交易佣金		☆
中药材定价权		☆

资料来源：公司公告，公司官网，光大证券研究所整理

清雍正年间,由于同仁堂资金雄厚历年采购金额较大,对于采购的药材品质要求高于一般厂商,同时又有供奉御药房的特殊身份一直承办官药,因此当时国内的领衔药市有“同仁堂不到不开市”这个约定,除了行使敲钟开市外,每天各种药材的开市价格由同仁堂决定,可以说同仁堂当时对于药材价格有一定定价权。在近百年中,同仁堂的体制和经营管理发生了较大变化,撞钟这一仪式由于种种原因停止,直到 03 年这一传统才被重拾,但目前包括开盘价在内的中药材价格由市场机制决定,没有哪家企业可以为当天的中药材交易开盘价定价。

图 5：中药材定价模式的变迁



资料来源：光大证券研究所整理

当年同仁堂的定价能力可以用承办官药前提下不惜重金的带量采购对中药材的价格影响来解释，而在现有的政治经济体制下，中药材价格大部分由市场供需决定，且决定因素更多更复杂。公司从中药材市场建设开始，未来将参与到中药材市场的经营管理中，同时为交易各方提供仓储、物流、质检等第三方服务，可以最大程度接近中药材交易环节，或将拥有市场的一手量价数据，考虑到上文所述对于上游资源的掌控，外加虚拟平台的设立，可能更有利于公司判断中药材价格走势，乃至未来对中药材具有一定定价权。中药材市场为公司带来一定的营收，从公司整体战略层面来看，此项业务意义远大于此，拥有交易市场的管理权，掌握中药材供给需求，贴近市场价格能使公司准确把握价格信息并作出未来价格判断，是公司掌握中药材定价权的重要一步。

### 3.2、积极布局互联网虚拟交易平台

除了实体中药材市场外，公司还积极布局互联网虚拟交易平台，康美中药网于11年11月12日在亳州成立，并将实体市场作为虚拟平台的信息采集来源之一，信息网络包括8大市场分中心+300余家产地信息采集点。

图6：康美中药网信息网络



资料来源：光大研究所整理

12年公司先后在河北安国、广西玉林、云南昆明、四川成都、甘肃陇西设立服务中心并投入运营，同时在各专业药材市场、传统地道产区、区域性药材集散地设立信息采集点。

表6：公司各地服务中心情况

服务中心名称 (成立时间)	图片	服务项目	备注
安国服务中心		免费开通网上商铺	

(12.8.6)		免费短信发送 免费供求信息查询 免费广告刊登 免费咨询服务	
玉林香料服务 中 心 (12.10.18)		免费查看香料信息 免费开通网上商铺 全方位广告推广服务 一站式第三方交易服 务	➤ <b>价格超低</b> ：打造产地 直销平台，即产地价、 全国卖。 ➤ <b>质量放心</b> ：承担第三 方质量检测和退货换 货责任 ➤ <b>品种齐全</b> ：依托中国 香料之乡广西的资源 优势 ➤ <b>交易保障</b> ：为买卖双 方交易保驾护航
亳州服务中心 (11.11.12)		免费查看信息资讯 免费发布供求信息 免费开通网上商铺 商信通认证 广告服务 论坛互动	

资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

康美中药网承担国家发改委“康美·中国中药材价格指数”的采集与发布，这将使传统的中药材行业提升到国家层面，对于规范和提升整个中药行业标准化有着重要的作用。13年7月14日手机移动客户端“药材通”正式上线，药材通囊括了药材行情、价格查询、供求信息发布、价格指数与e药谷行情查阅等功能，用户足不出户便可掌上查阅、发布药材供求信息，了解最新药讯，寻得商机。

图7：康美中药网药材通手机客户端





资料来源：公司官网

电子商务没有地域限制，能在短时间内迅速积聚行业信息和人气，被业内称为中药行业“继坐商、行商后的又一次革命”，谁掌握了足够多、足够专业的信息流，谁就会赢得这场竞争的最后胜利。

表 7：实体交易市场与电子交易平台区别

	实体交易市场	电子交易平台
地域限制	受限	不受限
中间环节（仓储、物流配送）	货物仓储受市场规模的影响，自办配送	利用定点仓库的地域优势，完善的物流体系，简化了流通环节，降低流通成本，通过市场调剂、就近提货
交易成本	有租金费用	无租金费用
交易方式	一手交钱一手交货，单一的摊位对手交易，可能会有违约风险	平台自主选购，第三方支付，减低违约风险
沟通方式	必须到市场进行面对面交流	任何时间可通过聊天软件进行文字沟通
经营风险	受季节变化影响，以及人流带动物流的商业模式影响销售收入	四通八达的网络不受限制
信息流通	信息不畅，不利于业务扩展	提供丰富的商业信息资源，市场运作效率提高

资料来源：光大研究所整理

中药材电子交易系统有以下几方面优点，一是可以减少采购中的流通环节，节省中间成本；二是通过中药材数字化仓储运输管理系可以提高仓储的安全性；三是能对中药材物流进行全程监控；四是可以创建巨大交易数据库，把握供求状况和价格走势；五是可以通过分析供求信息指导农户合理种植。基于电子商务的特性，我们有理由相信电子交易平台有望在中药材交易中快速发展，其市场份额或进一步上升。

09年中药材天地网基于网站的信息流交易额已经超过了50亿，而第一年只有2亿。此外，业内期货交易平台中国南京同仁堂·绿金在线中药材交易中心是南药集团搭建的中草药材期货交易平台，11年7月13日正式在西丰县投入运营，至10月下旬，已拥有交易客户800余户，总交易额超过400亿元。

**表 8：中药材电子交易平台**

	经营主体	交易金额	现货 or 期货
康美中药网、药材通	康美药业		期货、现货
绿金在线	南京医药	650 亿	期货
中药材天地网	中药材天地网信息科技有限公司	150 亿 (2012)	现货
中药材买卖通	中药材天地网自主开发的中药材网上交易平台		现货
“药财盈”中药材电子交易市场	甘肃惠森药业集团	3000 万	现货、中远期
东方中药材网	职业中药材信息人戴伟等		

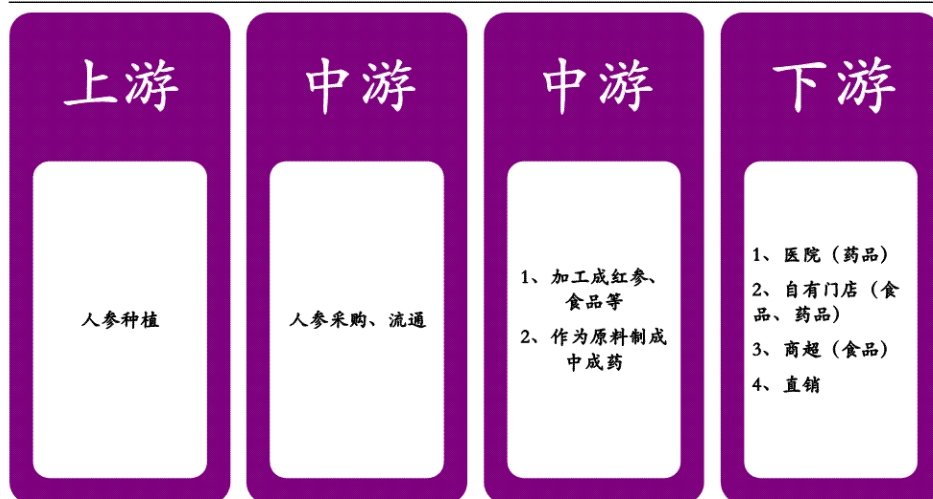
资料来源：光大证券研究所整理

## 4、人参种植、加工、销售全产业链发展

我们在上文中阐述，公司在近年来已经基本完成了中药行业大战略上的全产业链构建。对于大宗药材，公司更多的是通过建立实体和电子中药材贸易平台来掌控定价权，而对于贵细药材，公司则注重对资源的垄断和提升终端产品价值。

人参作为贵细药材之一，代表了公司在贵细药材上的发展战略。公司在人参这一资源上构筑了 GAP 种植、饮片保健品和食品加工、销售的完整产业链，GAP 种植从源头上保证品质和原料供给，深加工提升产品附加值，销售保证产品放量。

**图 8：公司人参完整产业链**



资料来源：光大研究所整理

**2009年，公司收购新开河，2011年收购大地参业，是公司向人参上游延伸，掌控人参资源的重大布局。**

新开河前身是集安市参茸总公司，始创于1981年，拥有最优质的园参品种—边条参，新开河集种植、加工和销售为一体，人参产品系列丰富，新开河红参总皂苷含量 $\geq 2.81\%$ ，为各种红参之首，其红参开创了我国“模压红参”中药饮片的历史，是我国红参的唯一品牌。收购前由于体制和资金的原因，公司无法开展大规模的营销，收购后康美通过渠道整合，极大促进了新开河红参的销售。

大地参业2003年开始进行农田种参，开创了我国大面积农田栽参的先河，吸取了国外先进的人参种植技术并因地制宜本土化，亩产量为农田栽参之首。大地在基地建设上采取公司+农户+科技服务模式，提升了生产效率。2013年公司农田人参专用生物有机肥厂建成，预计明年能供肥养地，进一步保障人参的品质。

我们认为，新开河园参未来将着力于提升品牌，发展高端边条参，而大地参业则会走上不断扩张之路，栽参面积不断扩大，品质也将不断提高。

#### 4.1、人参资源属性强，价格趋势向上

人参是重要的中药材原料，世界上的人参可分为“四大家族”。即中国—长白山人参，朝鲜—高丽人参，美国、加拿大—西洋参，日本—东洋参。目前中国市场上前三个品种比重大。

按照人参的品质状况和产地及生长环境的不同，可以把人参分为野山参、园参。其中野山参在国家药典里统指野外山间生长的人参，但实际上也分为纯正的野山参和人工种植的野山参，培植的就是林下参。而培植的林下参属于野播的，普通园子参生长6年采收，林下参生长8或9年采收，野山参生长15年以上采收。采收以9月上、中旬为宜。

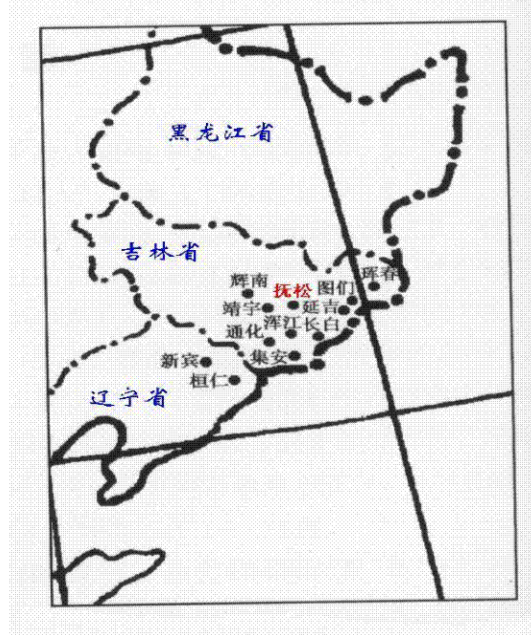
园参主要产于吉林，辽宁及黑龙江亦产；山参主要产于东北三省，量少。由于人参适宜生长土地较少，并且人参种植地需要20-30年培育才可再次种植，因此人参具备资源属性。

图 9：人参主产区



资料来源：百度文库，光大研究所整理

图 10：吉林人参产区



资料来源：百度文库，光大研究所整理

人参根据不同品种和不同加工工艺可以制作成不同的参类产品。其中边条参具备芦长、体长的特点，种植过程中经过两次移栽两次修整，皂苷含量高、体形较普通参修长优美，是园参中最为优质的品类。

从历史上人参的价格走势来看，由于国内人参附加值小，依赖出口，且出口时主要以原料出口，容易受到价格操纵。近年来，地方政府意识到人参价值与价格严重偏离，开始大力发展人参产业，通过控制种植面积，扩大国内人参需求量等方法来促进国内人参价值回归。人参的总供给量和需求量无确切数字，2012 年吉林省干参约 5000-6000 吨，占全国 70-80%。人参年需求量约为 8000 吨，其中药厂约 3000 吨，红参约 1000 吨，饮片约 2000-3000 吨，出口约 2000 吨。未来人参的供给和需求将发生变动，受益于药食同源需求将大幅增加，而供给则由于土地稀缺及限制伐林种植将减少。2010 年以来，人参价格不断上涨，渠道中的低价库存被逐渐消耗，从供求关系分析来看人参价格短期可能会有波动，但总体来看未来两年将在波动中上涨。

表 9：人参历年价格波动情况

时间	事件	人参价格
1982 年-1984 年	国外利益集团游说中国参农，订立收购合同，大量种植人参。	1980:40 元/斤，
1988 年	价格高峰	
1989 年-1990 年	1989 年惨跌，国外利益集团以重金属、农药残留超标为由，拒绝收购几年前订购的人参，造成当年人参价格大跌。	1989 年中国因当年春夏之交的政治风波，遭受西方国家贸易制裁，人参出口骤然被冻结，大量中国人参堆积，以至参价进入长达 6 年的低迷。
1991 年	趁人参价格大跌之际，国外利益集团疯狂收购，并再次以各种理由对中国参农游说，承诺高价，向他们大量订购人参。	
1997 年	以国内人参储备已充足为理由，不仅拒	





	绝以当初的许诺价收购，更抛出低于1990年的价格，当年参价遭受到前所未有的打压。	
2001-2005年	同样的情况再度上演，在人参成熟之时，国外利益集团再次以重量、品质、农药残留等为借口拒绝接收，人参价格当年参价暴跌至谷底。至此，人参从1982年的40元/斤，跌至2000年的6.6美元/公斤，近似萝卜价。	
2009年-2010年	吉林省政府多次出台有关人参产业振兴的文件和指示，卫生部2010年批准吉林省开展人参“药食同源”试点工作，首次批准了“人参可以用于食品”，国内企业纷纷加入到人参种植中，需求推动人参价格从2009年开始一路上升。	

资料来源：中药材天地网

#### 4.1.1、供给减少

**林地栽参将逐渐减少。**吉林是我国人参主产地，山地栽参土地恢复可种植需要30年以上，吉林的山地栽参规模逐年减少，为将山地栽参控制在合理范围内，吉林省振兴人参产业政策规定每年林地栽参面积不得超过1000公顷，长期看由于供应减少，林地种植的人参将逐渐变得稀缺。

**农田栽参渐渐发展，但可使用农田稀缺。**农田栽参对土地质量和气候等要求较高，目前可供使用的农田仅在吉林、辽宁和山东部分地区，农田栽参在国内刚刚起步，相较于原来仅有的林地栽参模式，虽然在一定程度上增加了人参供给，但是可供使用的农田稀缺，未来供给量仍然会有瓶颈。

#### 4.1.2、需求增加

韩国总人口4900万，每年人参消费量为2.5万吨，平均每人每天消费人参1.32克，每人每周两次以上，其人均消费量是我国的20倍，而国内目前正处于食用放开初期。在出口上，中国人参与韩国高丽参相比处于劣势。参考国外人参价格及销售额，国内人参具备巨大的消费潜力，目前国内对人参需求和价值的挖掘远远不够，未来随着人参摆脱初级原料地位，品牌价值和消费潜力将被挖掘。

表 10：中国和韩国人参产业对比

类别	中国	韩国
生态环境	地貌、土壤、阳光、水分等一系列影响植物生长的环境极为近似	
生药形态组织	基本相同	
化学成分	人参皂苷、人参多糖、挥发油、氨基酸、多肽、酶活性、微量元素等各个方面分析，成分含量都极为相似，个别成分含量中国红参还高于韩国高丽参	
价格	价差8倍	
出口市场	前四位出口市场日本、中国香港、新加坡和中国台湾占总市场份额的67.6%	前四位出口市场分别为中国香港、中国台湾、日本和中国大陆，这四个市场占总市场份额的89.9%
人参食用情况	极小	每人每周两次以上

资料来源：光大证券研究所整理

➤ 药食同源放开

人参自古以来就是药食同源植物。据《神农本草经》记载：“人参主补五脏，安精神，定魂魄，止惊悸，除邪气，明目开心益智，久服轻身延年”，这明确指出了人参的药用和食用价值，更强调了必须“久服”方可长寿有明显效果。

人参在韩国大多作为食品消耗。在韩国，人参及其产品大量出现在超市及街头的自动售货机里，产品多达 600 余种，每年有 80% 多的人参是作为食品吃掉的。此外，日本、德国等国都视人参为食品。

人参被新批准为食品使用。自 2010 年 9 月，卫生部批准吉林人工种植人参进入食品试点工作以来，共有吉林省教东、修正科技生物有限公司等 76 户企业成为试点企业，有 257 个人参食品为试点品种，涵盖了茶类、饮料类、米类、酒类等 10 多个食品种类。2012 年 9 月 4 日，卫生部正式发布《关于批准人参(人工种植)为新资源食品的公告》，由于人参不再局限于药材使用，未来人参消费需求将大幅增长。目前，国内已开始在人参食品上大力发展，除公司外，吉林教东对长白山参茸公司投资 8000 万元进行人参新资源食品的产品研发和销售，通化一洋的元秘—D 人参饮品销售过亿。人参作为食品放开后国内未来的需求空间巨大。

➤ 人参还可用于药妆

人参还可用于化妆品和日化品，韩国人参美容产品已经较为广泛，我国人参化妆品日化品的研发尚处于初期，未来一旦推广，市场空间也较大。

表 11：韩国人参相关产品

红参类产品	人参类家庭产品	功能性产品	饮品与零食	美容产品
<p><b>正官庄的代表产品</b></p> <p>根参按照品质将红参的原型分为天参、地参、良参、切参四个等级。红参浓缩液是长时间煎制六年根红参，将其精液浓缩而成的高纯度产品。红参浓缩液只使用六年根红参，直接将根参成分提取而成。</p> <p><b>根参</b> 天参、地参、良参、切参  <b>红参浓缩液</b> 红参精-天、红参精、红参精-地、红参精GOLD  <b>红参提取液</b> 地、良、切</p> 	<p><b>家庭健康的守护者——家庭产品</b></p> <p>为了增进全家的健康，正官庄提供从儿童到老年层的，按不同年龄段、性别分类的个性化产品。特别是，红伊将军、孩宝等以儿童、青少年为对象的红参产品是守护一生健康的坚实基础。</p> <p><b>全家福</b> 红参根胶囊、红参根冲剂、红参精玉膏、红参精丸、红参精胶囊GOLD、红参粉、红参药片、红参粉胶囊、蜂蜜切片红参、红参蜜源、活气丹、活气力</p> <p><b>儿童和青少年</b> 孩宝、红伊将军养孩乳、红伊将军、红伊将军奥儿康</p> <p><b>夫妇</b> 红天雄、和爱乐本</p> <p><b>老人(成年人)</b> 红白作</p> 	<p><b>红参中添加健康成分的功能性产品</b></p> <p>在六年根红参成分中科学添加其他有助健康的成分的产品。正官庄的功能性产品可以增进活力、维护关节功能、调节血糖等。</p> <p><b>功能性</b> OLKAN、RHUMA-Q、红参巴拿巴、多维他命</p> 	<p><b>方便享用的饮品及零食</b></p> <p>正官庄饮品是可以随时随地享用的产品。正官庄饮料是六年根红参与有助于增进现代人健康的植物成分、维他命等调和而成的健康饮品，零食是补充现代人消耗的热量和能量的健康食品。</p> <p><b>饮料类</b> 红参元、活参、红参园GOLD、双和参、红参维他、红参蜂蜜、情浓缘深恋人茶、红润我心黑色时刻、清静浓缩红参水、SPOMAX</p> <p><b>红参茶类</b> 红参精茶、红参精茶冲剂、红参茶</p> <p><b>糖果类</b> 红参糖-秀、无糖红参糖-秀、红参软糖</p> <p><b>其他</b> 礼本(韩国产蜜)、VITASENSE、红参羊羹、红参巧克力</p> 	<p><b>生活中的美容产品</b></p> <p>正官庄美容产品是在六年根红参成分中添加植物成分，从而达到追求健康美容效果的产品。</p> <p><b>美容</b> 我真、真丝帕</p> 



资料来源：韩国正官庄

小结：未来人参需求增加，林地供应减少产量减少，种参土地恢复能力差，人参资源属性明显，后续价格将继续走高，即使因 2009-2011 年价格高涨人参种植量较大，2014-2016 年产新可能量较大，价格或出现一定波动，但总体来说，人参价格将在波动中上涨。

## 4.2、种植：重质重量，双管齐下

公司收购大地参业和新开河之后，基本留任了两个公司的大部分员工包括核心高管，人才基本没有流失，因此人参的种植经验也得以保留。除大地参业目前进行的农田平地栽参是新引进的技术外，公司沿用了之前的种植技术，同时在经营管理上又进行了一系列的调整。

表 12：新开河和大地参业种植概况

	种植方法	种植面积存量	种植面积增量	今年产新	预计产新
新开河	林地栽参	3000 亩	年增 1000 亩	400 吨	以后稳定在 1000 亩
大地参业	农田栽参	2.3 万亩	年增 3000-4000 亩种植	600 吨	09 年第一年，明年 2000 亩，后年达产，每年能收 3000 亩以上

资料来源：光大研究所整理

### 4.2.1、基地管理模式改进、优选种子，提高生产效率

大地参业每亩产量 800kg，新开河参每亩产量 700 公斤，高于行业亩产量，其核心之一在于公司基地种植模式由“农户+基地+公司”转型到“公司+农户+科技服务”。公司先期交付租金租赁土地用于建设种植基地，种子、肥料等材料全包，将管理部分承包给农户，农户自己经营管理，公司按月给农户付管理工资，同时与农户约定亩产 500 公斤，超过部分给予分成（农户：公司=7:3），这在确保土地和产出品归属的同时，提高了农民种植和管理积极性，公司和农户能在人参种植中做到双赢。

表 13：人参种植基地管理模式对比

基地种植方式	说明	风险承担者	特点
农户+基地+公司	公司租赁土地建设种植基地，雇佣农民工作，按月付工资	公司承担全部风险	产量与农民无关，农民无提高产量动力
公司+农户	农户自种，公司与农户签订采购合同，约定未来以某种价格或者数量成交	农民承担全部风险	农民有极大提升产量动力，但是一旦遇到天灾人祸，损失惨重
公司+农户+科技服务	公司租赁土地建设种植基地，种子、肥料等材料全包，承包给农户，让农户自己经营管理，按月给农户付工资，同时对农户每亩超过 500 公斤的人参给予分成（农户：公司=7:3）	公司承担全部风险，但是农民有降低风险的动力	农民一方面有固定工资保障自身生活，一方面又动力提升产量

资料来源：光大研究所整理

亩产量高的另一核心在于公司优选种子，公司的种子并非直接从韩国引进，而是因地制宜自己培育，如康美 1 号和新开河 1 号等，经过优选的

种子能提高人参在种植过程中的抗病能力，提高亩产量。

#### 4.2.2、人参种植集中度提升，公司人参种植面积有较大增量

中药材溯源制度为原料的规范和行业进一步整合带来机会。近年来中药材农残、重金属问题频出，严重影响着中药的质量和标准，2012年中药材溯源制度提出，未来在原料的种植上，对于土地的培育和种植的环境要求会愈来愈高，而能做到标准化管理的必须是具备资金和技术支持的大型企业。

人参种植于大型企业可以采取标准化管理降低风险，而对于农户是一项风险投资，6年的种植期中，需要多方面管理，防止各种灾害发生，同时人参价格波动较大，加之没有仓储能力，农户很可能面临高风险低收益尴尬处境，“公司+农户+科技服务”为农户带来稳定收益，同时在现有地价不断上涨的情况下，农户也很愿意把土地租赁出去，这就为如康美这样的大型企业提供了良好契机，人参种植集中度未来有望继续提升，公司凭借资金和技术优势将成为未来掌控人参种植资源的领军企业。

新开河主要是林地栽参，近年吉林省政府开始限制林地人参，规定年新增种植用地在1000公顷以下，分配到延边吉林白山通化4个地区，集安约占100公顷（1500亩），公司占集安整体额度的2/3约1000亩，新开河现有3000亩地，未来每年按照分配的指标将新增1000亩种植地，但根据我们了解，每年公司和集安能获得的土地额度可能会有一定变动，因此我们这里只是按照现有情况进行推测。

大地参业现有2.3万亩地，分布在集安清河镇、头道镇、台上镇、榆林镇、菜园子镇，通化金斗、大全元、西江，辽宁省宽甸太平哨等地，种苗基地主要在宽甸。目前已种植的面积全口径（1年生-6年生合计）约为3000亩，1年生-6年生约各占500亩，大地参业完全达产后将保证每年3000-4000亩，因林地栽参面积受限，我们认为未来面积大规模扩张还是在于大地参业的农田扩张。

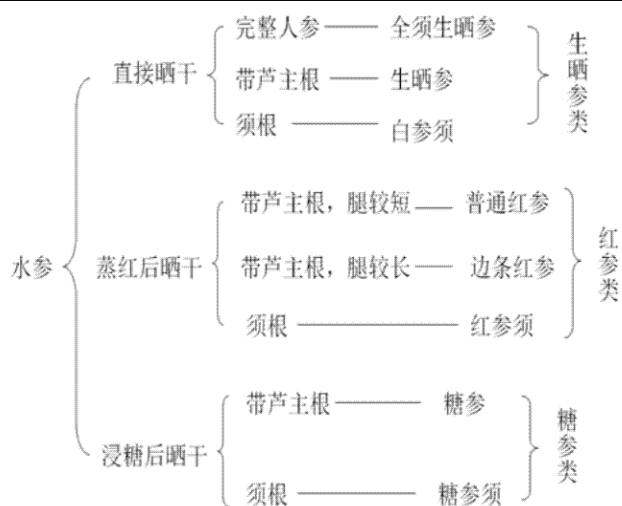
#### 4.3、加工：提升人参附加值，未来有望复制正官庄

中国人参与韩国人参相比，从人参种属到内在品质几无差别，但是韩国高丽参的国际价格却高于中国人参8倍多。这主要在于中国人参以粗加工产品出口，人参附加值未被深入挖掘。人参在“鲜参—初级品干参—人参提取液等终端产品”等不同加工环节，利润呈加速增加趋势，人参从初级品到深加工，价值能达到原来的8倍以上。新开河人参品质不次于韩国高丽参，若在加工上精耕细作挖掘产品潜力，在营销上多着笔墨，并与总部营销渠道协同，未来有望复制正官庄的成功之路。

新开河产能无瓶颈，在原有产能基础上，2012年公司投资建设吉林人参产业园基地项目，人参加工能力4000吨以上，加工设备从韩国正官庄的设备提供商进口，产品加工、分拣自动化程度高，在硬件上与正官庄保持一致。

图 11：人参加工品类

图 12：各类人参制品

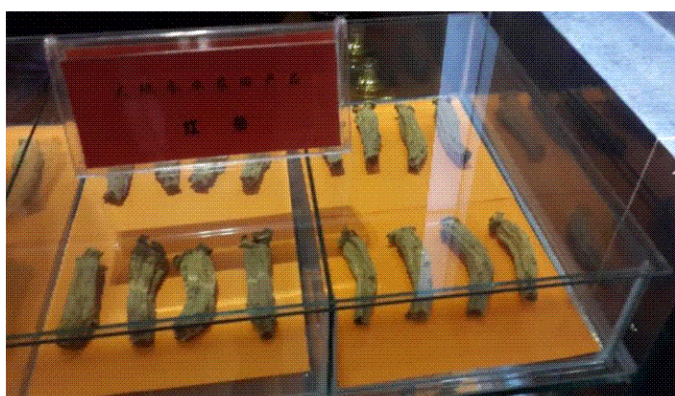


资料来源：百度文库，光大研究所整理

资料来源：百度文库，光大研究所整理

新开河产品主要分为药品、保健品和食品三大系列。药品类主要是人参加工制作成的生晒参、大力参和红参。三者的差别就在于由鲜参制成干参时，鲜参分别处于生、半熟或熟的状态再干燥。

图 13：大地参业红参



资料来源：康美新开河资料，光大研究所整理

图 14：大地参业大力参



资料来源：康美新开河资料，光大研究所整理

从疗效来看，三者的性味存在差异，生晒参性平，红参性温（通俗理解，更容易上火，劲更大），大力参介于两者之间。

表 14：生晒参、大力参和红参

商品	制作方法	2000 年版药典正名	性味归经	功能	主治
生晒参类	直接晒干	人参	甘、微苦、平。归脾肺心经	大补元气，复脉固脱，补脾益肺，生津，安神	体虚欲脱，肢冷脉微，脾虚食少，肺虚喘咳，津伤口渴，内热消渴，久病虚羸，惊悸失眠，阳痿宫冷；心力衰竭，心原性休克
大力参	用沸水浸煮后	NA	味苦而甘	大补元气、复脉固脱、补脾益肺、生津止渴、安神	抗疲劳，增强肝脏解毒功能、改善骨髓造血能力、活跃内分泌系统、增强肌体免疫和抗肿




	晒干			益智功效;	瘤
红参类	蒸汽蒸熟后晒干	红参	甘、微苦、温。归脾肺心经	大补元气，复脉固脱，益气摄血	体虚欲脱，肢冷脉微，气不摄血，崩漏下血；心力衰竭，原发性休克

资料来源：百度文库，光大研究所整理

公司收购新开河后，对红参产品进行了分级管理，目前新老包装两套价格体系并存，新包装有“家府国贡”四大等级，产品分层定价针对不同的消费群体，产品附加值较老包装更高。这一方式与韩国高丽参的“天地良切尾”分级类似，不同级别对应不同包装和价格。

今年9月1日起新开河人参产品（红参品类）出厂价上调35%，未来还有继续提升的可能性。我们认为未来随着消费者对新开河红参品牌认知的提高，新开河红参量价齐升均是可预期的。

表 15：新开河参类产品介绍

等级	贡参	国参	府参	家参
产品				
规格		50g/5g*10 包	50g/5g*10 包	50g/5g*10 包
价格	价格不定	2500 元	550 元	300 元

资料来源：康美新开河官网，光大研究所整理

公司大力发展人参食品，今年将备案 14 个食品，我们预计年底有望拿到 5 个认证，借鉴人参食品在韩国、德国、台湾、香港等地的畅销状况，中长期来看人参食品将成为新开河新的增长点。

表 16：新开河人参食品介绍

产品	规格	预计价格（元）
人参枸杞酒	500ML	100
人参糖	5g*30 块/罐	52
人参软糖	8g*30 块/罐	80
新开河红参粉	散装 1kg/袋	2600
超微参粉胶囊	0.3g*42 粒*2 瓶/盒	320

资料来源：康美新开河官网，光大研究所整理

## 4.4、销售：渠道整合

公司注重市场需求的培育，我们认为过硬的产品品质加广而深的营销宣传将继续强化康美新开河的人参品牌，人保直销和旗舰店等多元化的销售渠道能促进放量。

### 4.4.1、多手段培育市场需求，新开河知名度将继续提升

公司通过制作儿童动漫《参娃与天池怪兽》塑造人参保健意识，培育未来消费者，《参娃与天池怪兽》以长白山天池和新开河为主要场景，以“康康”、“美美”、“新新”、“开开”、“河河”等为主人公，讲述了长白山人参精灵和天池怪兽之间发生的故事。该片反映了以康美新开河为代表的吉林人参文化，《参娃与天池怪兽》在中央电视台少儿频道播出，播出当天，点播和转载量超过万次，公司以动漫作为宣传手段，为人参品牌价值提升和全产业链发展奠定了基础。

公司同时还邀请著名演员唐国强制作了国参传奇 MTV 来对公司人参进行宣传。公司在打造新开河品牌上不吝投入，我们预计借力于人参价值回归政策支持，未来新开河有望成为家喻户晓的知名品牌。

图 15：参娃与天池怪兽动漫图片 1



资料来源：康美官网

图 16：参娃与天池怪兽动漫图片 2



资料来源：康美官网

同时，公司还制作有多个 MTV 在中央台滚动播出，提升公司品牌以及新开河产品品牌。

图 17：国参传奇 MV



资料来源：康美官网

#### 4.4.2、渠道多元化

公司产品现有渠道包括自有康美人生旗舰店、批发市场（各地中药材市场）、人保直销，目前以加州宝贝为主要的食品还进驻了便利店和超市卖场，未来新开河食品获批后进一步在超市等渠道中铺货。

康美收购新开河后，在营销渠道上进行了调整，在全国建立了经销模式，产品代理销售分一级代理、二级代理和连锁终端，终端门店须有协议才能销售人参。同时公司对经销过程中利润进行合理分配，目前新开河一级商 50 多个，二级商 200 多个，终端有 13600 个，已经覆盖到全国。

图 18：康美人生店



资料来源：公司官网

图 19：康美人生产品陈列



资料来源：公司官网

康美新开河人参与人保健康合资公司进入直销行业，公开资料显示人保集团有 160 万个团体客户，30 万个个人客户，康美将向合资公司提供新开河红参、西洋参、菊皇茶等一揽子健康产品，合资公司通过人保集团网点和销售人员向保险客户销售，打造健康产品的安利模式。

康美人生是康美旗下的全资中药养生品专卖店，经营冬虫夏草、西洋参、人参、鹿茸、灵芝等高端中药产品，同时也有满足消费者日常生活需要的中药产品，如：山药、红枣、枸杞、菊花等药食同源系列中药材。目前公司已有 24 家旗舰店，分布在深圳、北京、西安、广州、昆明、成都等。

#### 4.5、人参产业未来有望贡献丰厚利润

公司现有 2 个冷库，可储存 2000 吨干参（折合 7000 吨鲜参），公司去年三季度在低价位收了 3 亿的人参，按照 250 元/公斤测算，库存近 1200 吨干参，目前干参已经涨价到 510 元/公斤，目前公司还有部分库存结余，因此生产成本相对较低。

根据我们的测算，基于以下假设，新开河和大地参业人参未来贡献利润将逐年增长，到 2016 年毛利可达到 8 亿元以上，扣除三费和税率（参考公司现有费用率和税率，营业费用率 3%，销售费用率 3.86%，财务费用率 2.8%，税率 14%），可贡献利润约 6.4 亿元。

- 产新亩数逐年增加，2017 年新开河产新数正好达到分配的林地指标 1000 亩，即产新 700 吨，以后每年新增产新面积 1000 亩。大地参业 2014 年达产，以后每年约新增 3000 亩
- 新开河单价按照每年 50 元/公斤递增，大地参业按照每年 30 元/公斤递



增（按照第四节的分析，此预测较为保守，单价增长速度完全有超预期可能）

- 亩产量不变，亩成本不变
- 所有自己种植的鲜参加工制作成参类产品。
- 供小于求，产销率 100%。
- 加工过程中会产生附加值。对于附加值，按照较为保守的算法，我们预测参类产品销售收入在粗产品基础上至少增加 50%。理由在于：1、采用售价相对低的新开河家参作为终端产品，单价为 1800 元/斤，按照 3.5 斤鲜参一斤红参的比例，经过加工后的鲜参相当于到终端变为 514 元/斤，考虑出厂价是零售价的 45%，我们测算加工后的鲜参出厂价较单价更贵的新开河林地边条参已增值 2 倍。而上文分析指出，正官庄与国内红参的价差在 8 倍，未来红参的价格将继续提升，附加值还将继续增加。我们预测增值 50% 已是保守测算。

表 17：种植过程人参价值测算

种植过程				
新开河	2013	2014	2015	2016
产新面积（亩）	400	500	600	700
单价（元）	260	300	350	400
亩产量（公斤）	700	700	700	700
亩收入（元）	182000	210000	245000	280000
亩成本（元）	80000	80000	80000	80000
收入（元）	72800000	105000000	147000000	196000000
成本（元）	32000000	40000000	48000000	56000000
毛利（元）	40800000	65000000	99000000	140000000
大地参业	2013	2014	2015	2016
产新面积（亩）	1600	2400	2400	2400
单价（元）	150	180	210	240
亩产量（公斤）	800	800	800	800
亩收入（元）	120000	144000	168000	192000
亩成本（元）	35000	35000	35000	35000
收入（元）	192000000	345600000	403200000	460800000
成本（元）	56000000	84000000	84000000	84000000
毛利（元）	136000000	261600000	319200000	376800000

资料来源：光大研究所整理

表 18：加工后人参价值测算

加工过程	2013	2014	2015	2016
种植粗产品收入合计	264800000	450600000	550200000	656800000
加工产品较粗产品的增值幅度	50%	50%	50%	50%
加工产品销售收入增加值	132400000	225300000	275100000	328400000
加工产品销售收入合计	397200000	675900000	825300000	985200000
<b>种植、加工全过程中的毛利</b>	<b>309200000</b>	<b>551900000</b>	<b>693300000</b>	<b>845200000</b>

资料来源：光大研究所整理

康美目前净利润 14 亿元，人参未来利润贡献接近于半个康美，而随着其他贵细药材等经营管理模式的跟进，未来贵细药材部分业务将为公司带来

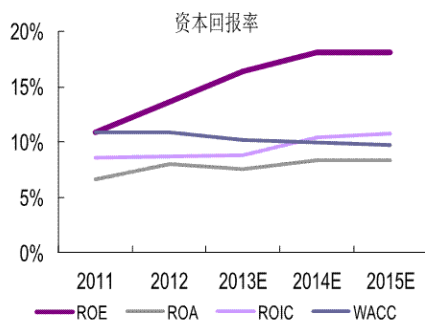
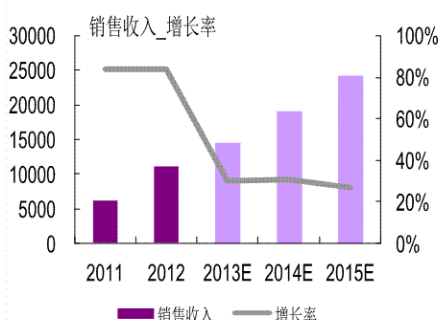
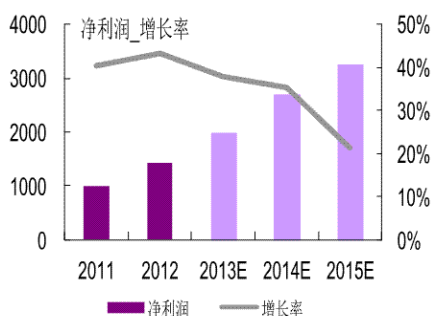
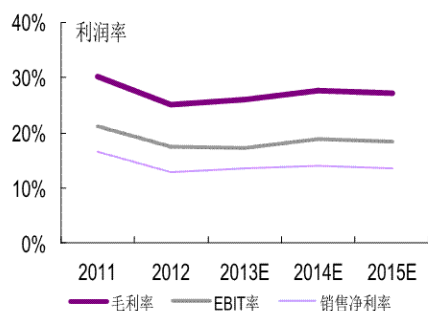
丰厚的回报。

## 5、盈利预测与估值

我们维持原有盈利预测，13-15 年每股收益分别为 0.90 元、1.22 元和 1.48 元，目标价 24.30 元，给予“买入”的投资评级，公司目前股价 19.40 元，对应 13 年 PE21 倍，远远低于行业 13 年平均估值 35 倍。如我们上文所述，公司是中药行业内少有的强执行力公司，战略发展方向明确，近年来通过资本市场实现上游稀缺资源掌握，并有望通过线上线下交易平台获取中药材定价权，构筑护城河，目前估值明显低估。

## 6、风险分析

中药材贸易增速下滑；人参食品推广不及预期。



利润表 (百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	6,081	11,165	14,548	19,055	24,202
营业成本	4,245	8,356	10,762	13,790	17,610
折旧和摊销	122	178	452	488	511
营业税费	27	58	77	84	119
销售费用	236	344	562	715	915
管理费用	267	422	639	837	1,062
财务费用	205	313	274	571	767
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	56	48	56	56	56
营业利润	1,148	1,697	2,291	3,103	3,772
利润总额	1,180	1,693	2,321	3,133	3,802
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	1,005.03	1,441.19	1,988.74	2,690.20	3,264.41

资产负债表 (百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
总资产	15,237	17,958	26,526	32,428	39,080
流动资产	9,454	11,514	20,279	26,369	33,533
货币资金	6,323	6,106	12,366	16,197	20,572
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	676	1,331	1,576	2,065	2,622
应收票据	102	53	244	320	407
其他应收款	45	48	131	171	218
存货	1,906	3,560	4,843	6,206	7,924
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	205	232	232	232	232
固定资产	1,762	2,600	2,852	2,953	2,723
无形资产	1,953	1,877	1,845	1,812	1,780
总负债	5,989	7,375	14,394	17,606	20,993
无息负债	995	1,764	1,957	2,387	2,917
有息负债	4,994	5,611	12,437	15,218	18,076
股东权益	9,248	10,583	12,132	14,822	18,087
股本	2,199	2,199	2,199	2,199	2,199
公积金	5,064	5,206	5,405	5,674	5,843
未分配利润	1,983	3,176	4,526	6,947	10,043
少数股东权益	2	2	2	2	2

现金流量表 (百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	575	1,008	343	1,864	2,229
净利润	1,005	1,441	1,989	2,690	3,264
折旧摊销	122	178	452	488	511
净营运资金增加	3,322	5,858	5,188	5,660	6,633
其他	-3,874	-6,469	-7,285	-6,973	-8,180
投资活动产生现金流	-2,285	-1,382	-194	-244	56
净资本支出	2,308	1,405	300	300	0
长期投资变化	205	232	0	0	0
其他资产变化	-4,798	-3,019	-494	-544	56
融资活动现金流	5,273	148	6,112	2,211	2,090
股本变化	504	0	0	0	0
债务净变化	2,140	617	6,825	2,782	2,857
无息负债变化	567	769	193	430	530
净现金流	3,563	-225	6,260	3,831	4,375

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	83.77%	83.62%	30.30%	30.98%	27.01%
净利润增长率	40.46%	43.40%	37.99%	35.27%	21.34%
EBITDA/EBITDA 增长率	49.67%	50.82%	38.36%	38.67%	21.64%
EBIT/EBIT 增长率	51.90%	51.30%	27.91%	44.19%	23.90%
<b>估值指标</b>					
PE	42	30	21	16	13
PB	5	4	4	3	2
EV/EBITDA	33	24	19	14	12
EV/EBIT	36	26	22	16	13
EV/NOPLAT	42	31	26	19	16
EV/Sales	8	5	4	3	2
EV/IC	4	3	2	2	2
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	30.18%	25.16%	26.03%	27.63%	27.24%
EBITDA 率	23.33%	19.17%	20.35%	21.55%	20.64%
EBIT 率	21.32%	17.57%	17.25%	18.99%	18.52%
税前净利润率	19.41%	15.16%	15.95%	16.44%	15.71%
税后净利润率 (归属母公司)	16.53%	12.91%	13.67%	14.12%	13.49%
ROA	6.60%	8.03%	7.50%	8.30%	8.35%
ROE (归属母公司) (摊薄)	10.87%	13.62%	16.40%	18.15%	18.05%
经营性 ROIC	8.61%	8.66%	8.83%	10.42%	10.71%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	4.61	3.07	1.88	1.88	1.93
速动比率	3.68	2.12	1.43	1.44	1.47
归属母公司权益/有息债务	1.85	1.89	0.98	0.97	1.00
有形资产/有息债务	2.62	2.82	1.97	2.00	2.05
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.46	0.66	0.90	1.22	1.48
每股红利	0.05	0.20	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.26	0.46	0.16	0.85	1.01
每股自由现金流(FCFF)	-2.00	-2.45	-1.31	-1.07	-1.03
每股净资产	4.21	4.81	5.52	6.74	8.23
每股销售收入	2.77	5.08	6.62	8.67	11.01

资料来源：光大证券、上市公司

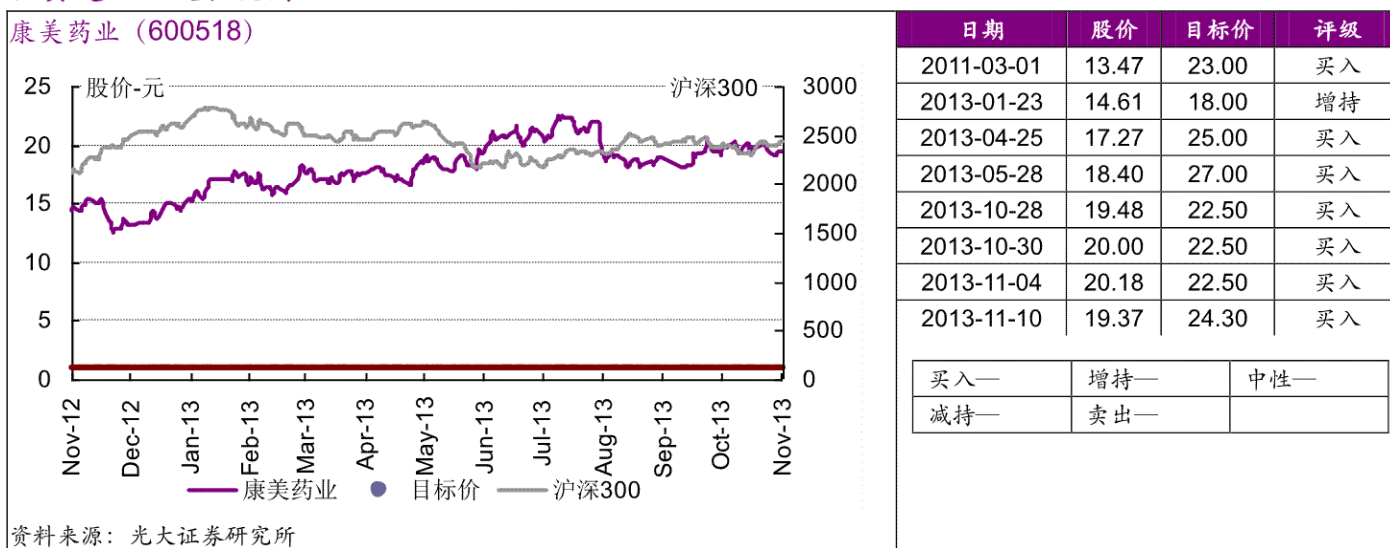
## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

江维娜，上海交大医学院临床医疗（法语班）普外科硕士，光大研究所医药行业研究员，此前历任海通、东方证券医药行业研究员。 主要覆盖公司：天士力、康美药业、科伦药业、海正药业、恩华药业、科华生物、和佳股份等

## 投资建议历史表现图



## 行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

## 光大证券股份有限公司研究所 销售交易部 机构业务部

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
北京	王汗青(总经理)	010-56513035	-	wanghq@ebsecn.com	
	孙威(执行董事)	010-56513038	-	sunwei@ebsecn.com	
	郝辉	010-56513031	-	haohui@ebsecn.com	
	黄怡	010-56513050	-	huangyi@ebsecn.com	
	梁晨	010-56513153	-	liangchen@ebsecn.com	
	上海	严非(执行董事)	021-22169086	-	yanfei@ebsecn.com
上海	周薇薇	021-22169087	-	zhouww1@ebsecn.com	
	徐又丰	021-22169082	-	xuyf@ebsecn.com	
	韩佳	021-22169491	-	hanjia@ebsecn.com	
	冯诚	021-22169083	-	fengcheng@ebsecn.com	
	任静雯	021-22169131	-	renjingwen@ebsecn.com	
	席代昭	021-22167056	-	xidz@ebsecn.com	
	深圳	黎晓宇(副总经理)	0755-83553559	-	lixxy1@ebsecn.com
	黄鹂华(执行董事)	0755-83553249	-	huanglh@ebsecn.com	
	李潇	0755-83559378	-	lixiao1@ebsecn.com	
	罗德锦	0755-83551458	-	luodj@ebsecn.com	
机构客户业务部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
	濮维娜(副总经理)	021-62152373	13611990668	puwn@ebsecn.com	
上海	顾超	021-22167106	18616658309	guchao@ebsecn.com	
	计爽	021-22167101	18621181721	jishuang@ebsecn.com	
北京	朱林	010-59046212	18611386181	zhulin1@ebsecn.com	
	徐放	010-56513051	18618469955	xufang@ebsecn.com	
国际业务	陶奕	021-62152393	18018609199	taoyi@ebsecn.com	
	戚德文	021-22169152	13585893550	qidw@ebsecn.com	
	顾胜寒	021-22167094	18352760578	gush@ebsecn.com	

