

太安堂（002433）——“先看特色中药，再尝名贵山参”

2013年12月26日，我们前往太安堂，与公司管理层就“特色中药”产品销售现状，人参业务进展以及未来发展战略进行深入交流，现将核心要点介绍如下：

1. 关于人参：公司从2013年开始销售15年以上的林下参，都是自己种植的，现在还是以名贵药材出售，按克出售，公司的人参种植基地都是在抚松，目前已经有两块地，面积大约几千亩，其它的正在和政府谈，规划是5万亩。公司命名为太安堂“极参”（康美药业已经申请“国参”），一部分自己的药店渠道销售，另一部分走合作的金牌药店渠道。预计2014年6-7月份开始销售，预计全年销售过千万元。

2. 公司的战略目标是2017年品牌特色中成药达到30亿元的销售额，2012年才不过5.18亿元，复合增长率40%-50%。药品业务始终要保持在60%-70%的比例，人参+饮片业务约为30%-40%，公司不会偏离特色中成药主业。麒麟丸、心灵丸和丹田降脂丸将贡献20亿元，主要走医院市场。“心宝丸”由于一直都是在零售终端销售，而且价格低廉，因此未来也将持续在OTC和第三零售终端销售，未来如果进入基药，将扩大市场范围，并配合其它产品合计做到10个亿。

3. 公司会抓住机遇在上海建设100家药店，除了计划通过收购的方式获得药店外，还要通过租赁的方式新建60多家“太安堂”药店，其他省份则以“国医馆”的形式来建零售渠道（国医馆规模更大，除了销售药品外，还要销售保健品、器械、名贵药材、名医坐馆和肌肤理疗等）。拟通过自建连锁药店，在上海和各省份树立“太安堂”品牌，销售公司全药品及名贵药材产品线。预计将在上海开设3家国医馆，其它各省会城市1家，未来3-5年开设30家，公司不排除通过加盟形式来加快开馆速度。

4. 我们认为公司明年营收实现50%的营收是有希望的，但是由于中药饮片贸易以及部分新产能释放，毛利率会有所下降。同时销售费用和管理费用很难下降，虽然公司会加强费用的控制。我们预计公司2013年和2014年每股收益0.49元和0.68元（2014年暂不考虑定增的1亿股）。综合分析，我们给予公司“谨慎推荐”评级（**请注意我们的投资风险**）

2013年12月31日

证券分析师——许希晨

执业资格证书：S0600512080001

021-63123162

jenny1727@gmail.com

证券分析师——刘晨彬

执业资格证书：S06005130700

0512-26298569

caelyn18@163.com

联系人-韩文静

18600581960

hanwj@mail.dwstock.net

一、关于人参业务的发展

公司主要做林下参种植，大部分为野山参（紫须参），自然生长，所以农残少，品质高。徐总专门负责人参业务，经验丰富。

益盛药业和康美药业搞的非林地种植的都是六年参，今年涨势比较好，因此不排除市场供给加大，有企业会把 4-5 年参都拿出来销售。

图表 1: 人参种植方法分类表

按生态环境分类	种植方法	特点
野山参	在高山密林荒野的自然环境生长，没有人工的痕迹。	但野山参价格高昂，一般是同等重量的黄金的 3 倍价格以上。
园参	人工培植的山参	园参 5-6 年可以长到 100 克左右，生长快的原因主要是移栽，每 2-3 年移栽 1 次，5-6 年就可以做货。
移山参	属于半野生人参，将野山参苗植于野山林生长或是园参收获后被遗留下的人参自然生长	生长年限较长

资料来源：东吴证券研所

吉林省关于 1000 公顷的控制，公司认为主要是针对红参（采伐迹地种植），但是公司主要种植的紫参（林下参），没有影响，甚至是鼓励支持品类。但从我们了解的资料，应该是支持推广益盛药业的非林地种植人参。

图表 2: 人参“四宝”简要对比分析表

上市公司	种植面积	加工能力	品种	产地
太安堂	20000 亩 (2000-3000 亩)	220t/a	林下参(野山参)	抚松
益盛药业	12000 亩 (2500 亩)	480t/a	非林地种参	集安
康美药业	3000 亩 (新开河)、 2.3 万亩 (大地参业)	1000t/a	边条参(新开河) 非林地种参	集安
紫鑫药业	2200 亩	800t/a	林地参	通化、延吉、 磐石、敦化

资料来源：东吴证券研所

公司从 2013 年开始销售 15 年以上的林下参，基本都是自己种植的，现在还是以名贵药材出售，按“克”出售，据沟通 15 年以上的野山参出产非常难，时间越久，种植的人参越可能烂根，有可能 15 年间 1000

支中只剩下 100 支。但据我们的分析，野山参播种主要依靠飞机撒种，而优质野山参的生长对土质、采光、周边植物、温度和气候等方面的要求也非常苛刻，上述两个原因导致即使人工播种的野山参，其十五年生野山参总体成活率也仅有播种数量的 3%，但野山参在生长至 5 年后，存活率基本稳定。

不同于其他几家公司做的普通大宗人参饮片产品，公司深加工产品预计将于明后年陆续推出。公司的人参种植基地都是在抚松，目前已经有两块地，面积超过千亩，其它的正在和政府谈，规划面积是 5 万亩，采取“公司+农户”的模式。

由于国家对“伐林栽参”传统模式的控制，导致人参产业投资成本增加，人参市场供应端表现出投入大、见效慢、风险高、效益低等特点，参农和小型种参企业和个人将被市场淘汰。与之相比，野山参产业的投入更高、风险也相应更大，因此近年来大型野山参管理企业成为该行业发展的主导力量，以雄厚的资金和管理实力快速控制了稀有的野山参林地资源，完成对行业上游优质资源的整合，同时具备更强的抗风险能力。

公司判断未来人参的价格变化要受市场参与者的囤积数量影响。

公司每年也会采购和种植部分红参，主要作为心血管产品的原材料，采购金额大约为 2000-3000 万元。“野山参”则全部用于销售，公司命名为太安堂“极参”（康美药业已经申请“国参”），一部分自己的药店渠道销售，另一部分走合作的金牌药店渠道。预计 2014 年 6-7 月份开始销售，预计全年销售过千万元。

注释 1: 《吉林省人民政府关于振兴人参产业的意见》:“科学调整优化种植结构。按照可持续发展原则，适度利用采伐迹地种植人参，规范发展林下参，示范推广非林地种植人参。切实加强参地资源管理，合理确定人参种植规模，现阶段每年用于种植人参的采伐迹地净增面积控制在 1 0 0 0 公顷以内，并向生产水平高、产业链条长、经济效益好的县（市、区）倾斜。”

注释 2: 紫须参：仅产于我国辽宁及长白山少数地区。紫须参有效成分为其它参种的 7-8 倍，有着极高的药用价值，其有大补元气，补肾壮阳的功效。紫须参相关产品需经严格检验后强制加贴紫须参防伪标识及紫须参封口防拆标识。

未加贴这二种标识的紫须参相关产品不得进入市场。普通消费者辨别紫须参真伪的唯一方法，即通过紫须参产品防伪标识上的 16 位防伪码，登陆紫须参防伪查询中心验证真伪。

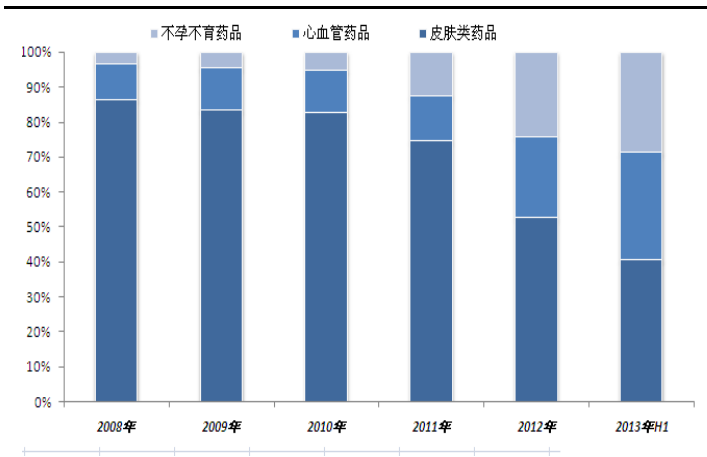
二、公司未来发展战略

公司“明确只做医药产业!”，前些年有人找过公司做房地产，都被拒绝。公司聚焦医药的战略是清晰的。

“太安堂”现在开始尽全力进入医院市场，确定以“麒麟丸”、“心血管类”和“皮肤类”为重点产品线，其中由于皮肤类市场竞争激烈，而且增速平稳，因此增长空间有限。主要增长来自于麒麟丸和心血管类产品。

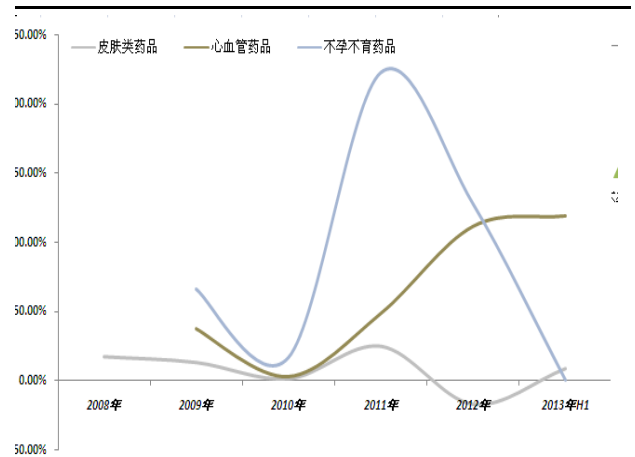
公司的心血管和不孕不育类产品自 2011 年以来则实现快速增长，以“心宝丸”为主的心血管类产品从 2010 年的 3203 万元，快速上量至 2012 年的 1.01 亿，轻松过亿，复合增长率 77.43%。“麒麟丸”为主的不孕不育类产品增长更是惊人，直接从 2010 年的 1430 万元，增长至 2012 年的 1.053 亿元，再造一个过亿产品线。

图表 3：“太安堂”产品结构分析图



资料来源：聚源数据库、东吴证券研究所

图表 4：“太安堂”主要产品增长图



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

公司处方药的战略目标是 2017 年特色中成药达到 30 亿元的销售额，2012 年才不过 5.18 亿元，复合增长率 40%-50%。药品业务始终要保持在 60%-70%的比例，人参+饮片业务约为 30%-40%，公司不会偏离特

色中成药主业。

在品牌特色中成药 30 亿的盘子中麒麟丸、心灵丸和丹田降脂丸将贡献 20 亿元，主要走医院市场。公司的麒麟丸是二类中药保护品种，而且是独家品种，其它两个竞争产品分别都有众多的生产厂家。同时麒麟丸是可以用于男女二者的不孕不育症，治疗范围更广。心灵丸增补进 2013 年广东省基药目录，丹田降脂丸则是医保乙类独家品种。

“心宝丸”由于一直都是在零售终端销售，而且价格低廉，因此未来也将持续在 OTC 和第三零售终端销售，公司希望可以进入基药来扩大市场范围，并配合其它产品合计做到 10 个亿。“心宝丸”可用于治疗冠心病、心功能不全、心律失常等心血管疾病，特别是在治疗心功能不全方面有显著的疗效。“心宝丸”不仅疗效显著，而且价格低廉，该产品日最大服用量价格为 4.20 元，比上述品牌心血管中成药价格均价便宜近 43.51%，“性价比”明显，有利于降低患者的经济负担。“心宝丸”是乙类医保，生产批件只有 2 家，市场竞争力更强。

图表 5：心血管中成药日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	最大服用量 粒（片）/日	日最大服用 单价（元/日）
复方丹参滴丸（天士力）	150	25	30	5.00
脑心痛胶囊（步长药业）	48	45	12	11.25
通心络胶囊（以岭药业）	30	26	12	10.40
稳心颗粒（步长药业）	9	28	3	9.33
参松养心颗粒（以岭药业）	36	27	12	9.00
速效救心丸（中新药业）	120	23	18	3.45
地奥心血康胶囊（地奥）	20	8.5	6	2.55
平均价				7.28
心宝丸（太安堂）	20	7.0	12	4.20

资料来源：东吴证券研究所

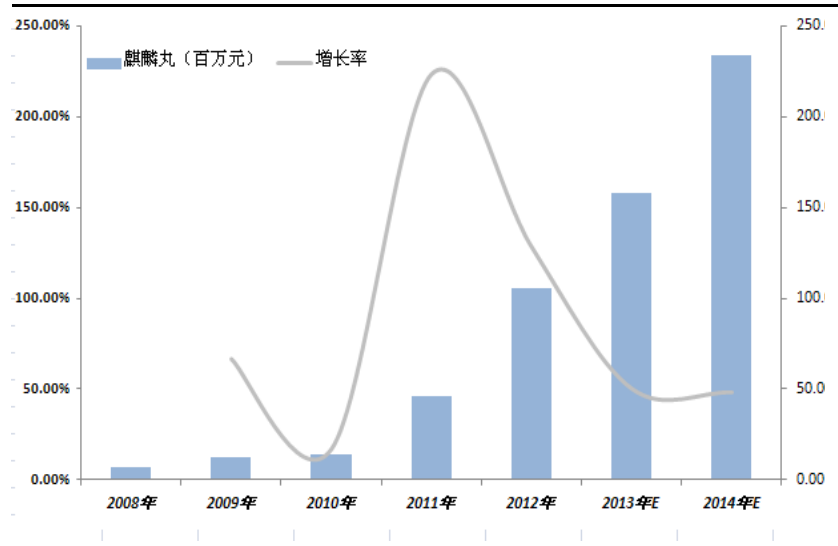
三、主要特色中药产品

➤ 麒麟丸

目前“麒麟丸”进入基药可能时机还不成熟，主要是存在降价风险，而且该产品独特，市场竞品很少，市场空间巨大。今年销售有望实现高速增长，上半年控货所以增长放缓。明年预计可以销售过2亿元，同比继续大幅增长。

公司认为麒麟丸最终可以卖到10个亿，目前也是按这个量级来做营销策划，投入2000多万元在医院做“循证医学”临床试验。“麒麟丸”现在主要是在男科推广，大概是销售额在1亿元，未来最多做到2亿。从今年开始加大在妇科和计划生育生殖医院销售，这个市场将是男科的2倍。公司现在针对不同科室采取不同营销策略，男科则通过学术交流和专家引导的方式，自上而下建立男科联盟实现产品推广。而妇产科则通过临床试验的数据，进行学术推广和专家认同的方式，自下而上逐步做工作。

图表 6: 麒麟丸销售收入增长变化图



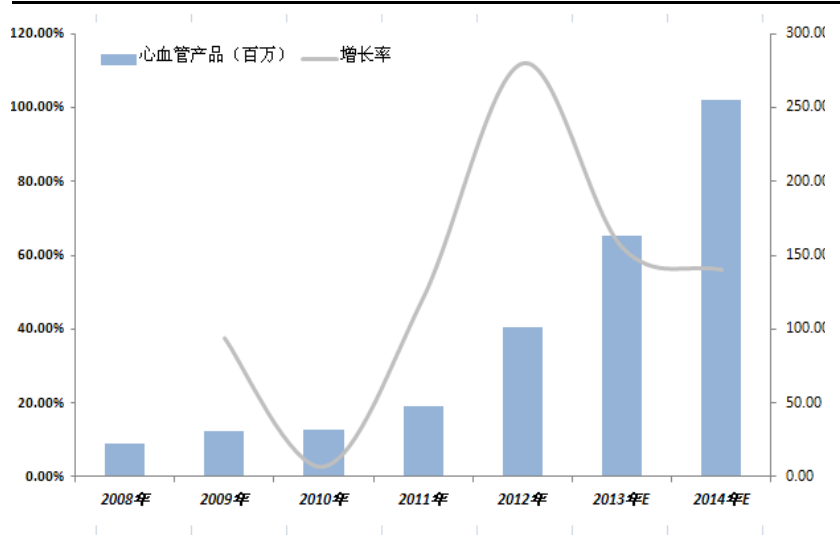
资料来源：公司年报、东吴证券研究所

➤ 心血管类产品

公司目前心血管类重点产品是“心宝丸、心灵丸和丹田降脂丸”，这三个产品也是公司报表中心血管类收入的组成。心宝丸和丹田降脂丸都是国家乙类医保，但是宏兴的心灵丸还没有进入国家医保对于销

售造成一定的困难，公司目前正在做努力，争取明年进入。未来的心血管产品线目标是做到 5 个亿销售额，明年预计将实现过 2 亿销售额。

图表 7: 太安堂“心血管”产品销售收入增长变化图



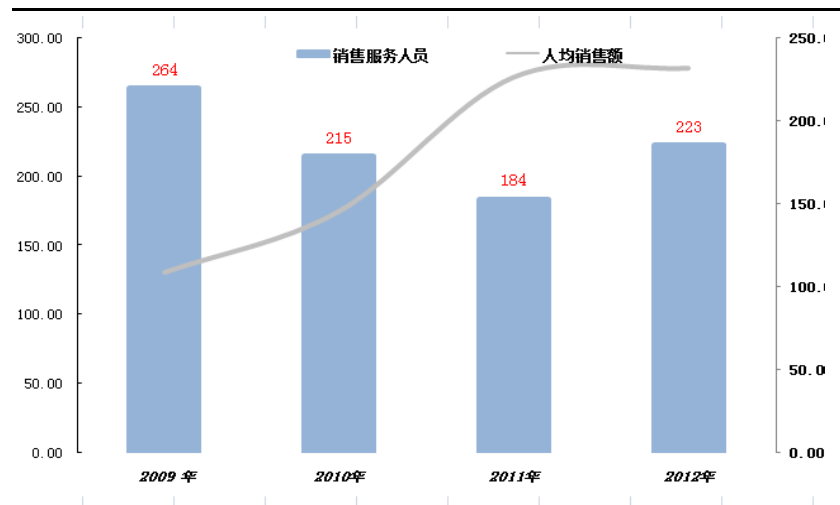
资料来源：公司年报、东吴证券研究所

四、关于营销

➤ 发力处方药

公司目前专职营销人员约 400 人,其它辅助销售人员也超过 400 人。公司现在在内部尝试“员工创业模式”，实给部分销售单位和人员一定的价格优惠，其余都由他们自己负责，极大地激发营销人员的积极性，目前人均销售额逐年大幅上升。

图表 8: “太安堂”销售服务人员数量级人均销售变化图



资料来源：聚源数据库

公司非常看重 6 万家金牌零售终端，公司目前与 5000 家零售药店在合作，明年预计增加到 1 万家，筛选出其中 2000 家药店重点扶植，如果每家销售 50 万元，则零售终端即可以实现 1 亿元销售额，主要是为宏兴的新产品上市铺渠道，我们预计明年宏兴做到 2.5 亿的销售，2012 年为 7110.06 万元，今年预计约为 1.2-1.3 亿元。

“麒麟丸”目前在 12 个省市是自己销售，其余由代理商负责，预计明年自营的省份将增加到 15 个。

心宝丸的价格未来有向上的空间，但是有难度，目前已经被发改委列入低价目录，因为每日最低消费单价小于 5 元。实际公司的心宝丸分为轻度 2.2 元/6 粒、中度 4.4 元/12 粒，重度 6.6 元/18 粒。发改委按中度来测算，向上的空间也只有 10%-15%。今年心宝丸又增补进广东省、青海省和重庆市地方基本药物目录，将有利于该产品销售。

公司目前处方药线（心血管+麒麟丸）有 200 人在做，我们预计明年可以做到 5 亿销售。OTC 和第三终端各做到 2 个亿；商务分销实现 1 个亿销售收入，综合可以实现 10 亿销售额。

➤ 电子商务

公司的电子商务业务会沿着“化妆品—保健品—药品”的顺序依次去做，明年预计会拿到广东和上海两个地方的双证（“互联网药品信息服务资格证”和“互联网药品交易服务资格证”），但是公司拥有连锁药店才能申请，所以公司计划通过收购的方式来完成。化妆品目前有 4 个祛痘系列产品，女性卫生用品等，后续还有 20 几个产品在申报上市，今年销售 300 多万，明年预计可以做到 3000 万。

抚松的野山参正在做包装设计，预计明年将可以通过电子商务销售。未来还将陆续推出人参洗发剂系列产品和小儿皮肤用药产品。

➤ 零售药店

公司会抓紧时间在上海建 100 个药店，除了可能通过收购的方式获得药店外，还要通过租赁的方式新建 60 多家“太安堂”药店，其他

省份则以国医馆的形式来建零售渠道（国医馆规模更大，除了销售药品外、还要销售保健品、器械、名贵药材、名医坐馆和肌肤理疗等）。公司希望通过自建连锁药店，在上海和各省份树立品牌，销售公司全产品线。计划在上海开设 3 家国医馆，其它各省会城市 1 家，未来 3-5 年开设 30 家，公司不排除通过加盟形式来加快开馆速度。

公司还希望未来从合作的药店中选择部分优质资源，采取加盟的形式增加零售药店数量，类似于更紧密的药店联盟，公司会对加盟药店有销售公司药品、保健品和野山参的营销任务，但是也允许从当地商业企业采购其他厂家产品。但统一挂牌“太安堂”。对于一些规模不大的连锁或单体药店，严格的 GSP 标准可能存在较大的成本和医师资源压力，公司在这个方面以及产品采购方面都能提供支持。

五、关于收购

公司可能考虑参与收购连锁药店，并且公司对收购医院很有兴趣，未来有可能在上海、汕头和广州收购体量较大的医院，目前正在观察在 11 个省市进行的医院改革试点工作进展。

公司对中药医院端销售的大产品很感兴趣，例如中药注射液和特色中成药，考虑到公司的管理便利，最好是在上海和广东省，最主要还是要看品种（大品种、独家品种）。

六、其它

公司募投项目一般五年达产，目前丸剂生产线的产能利用率已经达到 90%，洗剂约为 30%，其它生产线稍微差一些。宏兴的 2012 定增项目，实际是先通过贷款建设，今年开始和太安堂以及人参业务都开始贡献利润。

宏兴集团的 100 亩地和太安堂前处理车间的 50 亩地已经开始建设。宏兴老厂房的三旧改造已经获得省政府批准，目前土地价值几亿元，每亩约 700 万元。

注释 3 “三旧改造”：广东三旧改造是指广东省特有的改造模式，分别是“旧城镇、旧厂房、旧村庄”改造。“三旧”改造是国土资源部与广东

省开展部省合作，推进节约集约用地试点示范省工作的重要措施。

七、盈利预测及投资建议

公司明年营收实现 50%的营收是有希望的，但是由于中药饮片贸易以及部分新产能释放，毛利率会有所下降。同时销售费用和管理费用很难下降，虽然公司强调会严格控制费用。由于今年定增未完成，2012 年定增资金逐步投入，今年借贷资金的利息费用将在明年开始体现，因此明年的利润增速未必能同步实现 50%。

我们预计公司 2013 年和 2014 年分别实现营业收入为 7.44 亿元和 10.71 亿元，同比增长 43.72%和 43.94%。归属于母公司净利润 1.36 亿元和 1.88 亿元、分别同比增长 54.80%和 38.09%，折合每股收益 0.49 元和 0.68 元（2014 年暂不考虑定增的 1 亿股）。

我们认为“太安堂”现有特色中药产品有做大的潜力，后续产品线丰富，且产能充足，如果公司的营销建设顺利，有望实现持续快速增长。公司在人参产业和中药饮片业务仍需要观察，公司并不具备先发优势，同时竞争对手也较为强大。另外巨额定增的实施将是未来对于企业发展的一个重要事件，存在着很大的不确定性。综合分析，我们给予公司“谨慎推荐”评级（请注意我们的投资风险）

八、投资风险

- 1、公司治理结构风险
- 2、公司产能快速扩张的折旧和各项费用大幅增加风险
- 3、公司定增小非解禁风险
- 4、公司人参业务进展低于预期风险
- 5、公司优秀管理人员流失风险

太安堂主要财务数据

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
元)	2010	2011	2012	2013E		2010	2011	2012	2013E
流动资产	704.2	781.3	1221.9	1234.6	营业收入	314.0	417.4	517.9	744.3
现金	459.2	249.9	623.5	335.7	营业成本	189.3	240.3	279.5	408.9
应收账款	72.5	136.6	197.8	242.6	营业税金及附加	2.3	3.6	3.8	5.2
存货	116.6	318.8	346.0	593.8	营业费用	40.5	59.9	51.1	77.4
其他	56.0	76.1	54.7	62.5	管理费用	17.5	28.3	54.2	66.2
非流动资产	288.5	612.6	955.5	1053.6	财务费用	-0.6	-1.4	20.5	9.7
长期股权投资	0.0	1.0	1.0	1.0	投资净收益	0.0	0.0	-0.2	0.0
固定资产	143.0	215.1	582.1	604.3	其他	-1.4	-1.8	-6.0	-8.0
无形资产	32.3	91.8	103.2	113.4	营业利润	63.6	84.8	102.7	168.9
其他	3.2	150.0	202.7	335.9	营业外净收支	3.4	2.7	9.3	4.0
资产总计	992.8	1393.9	2177.3	2288.2	利润总额	67.0	87.5	112.0	172.9
流动负债	20.8	379.5	179.5	385.8	所得税费用	10.6	13.4	21.5	32.9
短期借款	0.0	267.6	61.6	250.0	少数股东损益	0.0	0.0	2.4	4.0
应付账款	11.6	27.4	39.0	42.2	归属母公司净利润	56.4	74.2	88.1	136.1
其他	9.3	84.6	78.9	93.6	EBIT	64.4	85.2	129.3	143.5
非流动负债	0.0	4.5	84.5	93.0	EBITDA	71.6	99.2	155.0	176.1
长期借款	0.0	0.0	70.0	65.5					
其他	0.0	4.5	14.5	27.5					
负债总计	20.8	384.0	264.0	478.8	重要财务与估值指标	2010	2011	2012	2013E
少数股东权益	0.0	13.8	62.2	73.8	每股收益(元)	0.56	0.74	0.63	0.49
归属母公司股东权益	972.0	996.1	1851.1	1809.4	每股净资产(元)	9.72	9.96	13.32	6.51
负债和股东权益总计	992.8	1393.9	2177.3	2288.2	发行在外股份(百万股)	100.0	100.0	139.0	278.0
					ROIC(%)	8.7%	6.8%	6.9%	7.7%
					ROE(%)	5.8%	7.4%	4.8%	7.5%
					毛利率(%)	39.7%	42.4%	46.0%	45.1%
					EBIT Margin(%)	20.5%	20.4%	25.0%	27.3%
					销售净利率(%)	18.0%	17.8%	17.0%	18.3%
					资产负债率(%)	2.1%	27.5%	12.1%	20.9%
					收入增长率(%)	8.9%	32.9%	24.1%	43.7%
					净利润增长率(%)	4.7%	31.4%	18.7%	54.8%
					P/E	0.00	0.00	24.03	31.06
					P/B	0.00	0.00	1.14	2.34
					EV/EBITDA	0.29	3.87	15.36	13.49

资料来源: 东吴证券研究所

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，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，需征得东吴证券研究所同意，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

看好：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5%~5%；

看淡：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

公司投资评级：

强烈推荐：预期未来 6 个月内强于大盘指数 20% 以上；

推荐：预期未来 6 个月内强于大盘指数 10% 以上；

谨慎推荐：预期未来 6 个月内强于大盘指数 5% 以上；

观望：预期未来 6 个月内相对大盘指数 -10%~10%；

卖出：预期未来 6 个月内弱于大盘指数 10% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：0512-62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>