

太安堂 002433.SZ

整合完毕，亟待放量

研究结论

- **行医 500 年，太安堂重焕生机。**太安堂是拥有近 500 年历史的中药老字号，第十三代传人柯树泉先生荟萃祖传御医宝典《万氏医贯》的医药精髓创立太安堂股份有限公司，将其打造成一家集研发、生产、销售于一体的中成药制造企业并在 2010 年登陆中小板市场，百年老字号重焕生机。
- **三大传统中药业务奠定盈利基石，产品整合最具看点。**公司目前主营收入主要来源于皮肤病类药物、治疗慢性心血管疾病的心宝丸和治疗不孕不育的麒麟丸。其中，皮肤病药物是公司的起家产品目前已具备一定规模；心宝丸和麒麟丸都是公司 2007 年的新品，投产以来发展迅速，心宝丸主打红海战略以低价策略攻取第三终端，麒麟丸植根于传统中药阴阳补肾、治疗不育的蓝海市场。三块传统业务的确定性成长将为公司提供稳定的现金流。此外，公司通过代理贵州绿太阳的苗药产品和收购 300 年老字号宏兴集团完成了皮肤科、心血管、生殖保健和妇幼保健四大产品体系的整合，我们认为公司将利用省内强势渠道将绿太阳和宏兴的产品资源培育成为公司新的盈利增长点。
- **品牌、营销、渠道三管齐下。**品牌建设上，公司通过“五一工程”升华品牌形象，弘扬中药国粹的同时提高了品牌文化底蕴、提升了知名度。营销策略上，公司建立了四支特色营销队伍深耕终端市场，六大销售事业部独立结算、激励充分。渠道建设上，公司立足华南地区强势销售渠道，将营销中心迁往上海，逐步推行人海战术布局全国市场。品牌、营销、渠道的三管齐下将推动公司旗下产品体系的进一步推广。
- **定向增发打通产业链保驾护航之路。**11 年末公司推出定向增发预案，计划募集资金 8.02 亿，募投项目中的两个中药种植基地建设将公司产业链延伸到上游以确保原材料的供应和质量；营销网络和物流中心两个下游项目的建设将有助于公司形成更高效的销售配送服务。此外，太安堂生产线项目和宏兴中药生产线项目也将打破公司产能上的瓶颈，为公司扩张之路保驾护航。
- **盈利预测与投资建议。**我们认为公司目前已经整合完毕，未来放量可期，预计公司 2012-2014 年实现 1.06、1.34、1.73 元的 EPS（考虑到总股本以及财务费用的变化，预计摊薄后 12-14 年的每股收益分别为 0.84、1.02、1.28），净利润实现 35% 的复合增长。我们参照可比公司估值水平，对应目标价 26.50 元，首次给予公司“增持”评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

江维娜

8621-63325888 × 6005

jiangweina@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0850210040012

李淑花

8621-63325888 × 6088

lishuhua@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860208110154

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (首次)

股价 (2012 年 2 月 15 日) 23.79 元

目标价格 26.50 元

总股本/A 股 (万股) 10000/10000

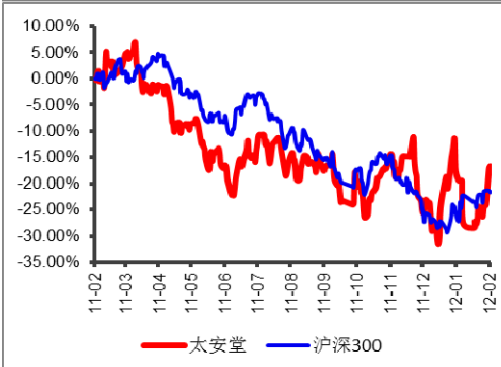
A 股市值 (亿元) 23.62

国家/地区 中国

行业 医药

报告发布日期 2012 年 2 月 16 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测单位：百万元

主要财务指标	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	417	598	784	1052
同比(%)	32.9%	50.7%	29.6%	29.1%
归属母公司净利润	74	106	134	173
同比(%)	31.4%	43.2%	24.5%	29.7%
毛利率(%)	42.4%	41.3%	41.4%	43.1%
ROE(%)	7.3%	10.3%	11.8%	13.3%
每股收益(元)	0.74	1.06	1.34	1.73
P/E (倍)	31.85	22.33	17.68	13.63
P/B (倍)	2.37	2.25	1.99	1.74

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目录

1 传奇延续，500 年老字号焕发生机	4
2 主营业务构成	5
3 三足鼎立，传统业务奠定盈利基石	6
3.1 看家法宝：皮肤病药需求旺盛稳健增长	6
3.2 蓝海战略：麒麟丸独辟蹊径开辟 70 亿市场新格局	8
3.3 红海战略：心宝丸以价取胜攻取第三终端	8
4 好风借力，布局医药保健业铸就未来	11
4.1 品牌建设：“五一工程”弘扬国粹	11
4.2 渠道优势：立足华南，布局全国	11
4.2 看点之一：金蝉脱壳——收购 300 年老字号重整河山	13
4.3 看点之二：多元发展——代理绿太阳试水苗药衍生品	14
5 定向增发，打通产业链保驾扩张之路	14
5 估值与投资建议	15
6 主要风险	17

图表目录

图 1: 公司股权结构图	4
图 2: 太安堂子公司情况	5
图 3: 公司 2008-2011 年收入利润状况	6
图 4: 公司 2008-2011 年毛利净利状况	6
图 5: 公司 2008-2011 年主营收入构成	6
图 6: 公司 2008-2011 年收入地区构成	6
图 7: 公司 2008-2011 皮肤病类药物收入状况	7
图 8: 皮肤病药物市场规模	7
图 9: 公司广州地区市场份额	8
图 10: 部分中心城市皮肤病药物市场规模	8
图 11: 公司 2008-2011 年麒麟丸收入状况	9
图 12: 补肾市场和不孕不育市场容量	9
图 13: 公司 2008-2011 年心宝丸收入状况	10
图 14: 公司主要销售渠道	12
图 15: 公司两个战略营销阶段	12
图 16: 杉源投资股权结构	13
表 1: 主要子公司简介	4
表 2: 公司皮肤病类药品	6
表 3: 公司皮肤病类药品上市前产销状况	7
表 4: 不孕不育中成药主流品种	9
表 5: 慢性心脏病中药市场份额	10
表 6: 心宝丸上市前产销状况	11
表 7: 公司五大事业部和四大销售队伍	12
表 8: 太安堂四大药品体系	14
表 9: 定向增发募投项目	15
表 10: 产能扩张项目明细	15
表 11: 可比公司估值	16
表 12: 业务拆分表	16

1 传奇延续，500 年老字号焕发生机

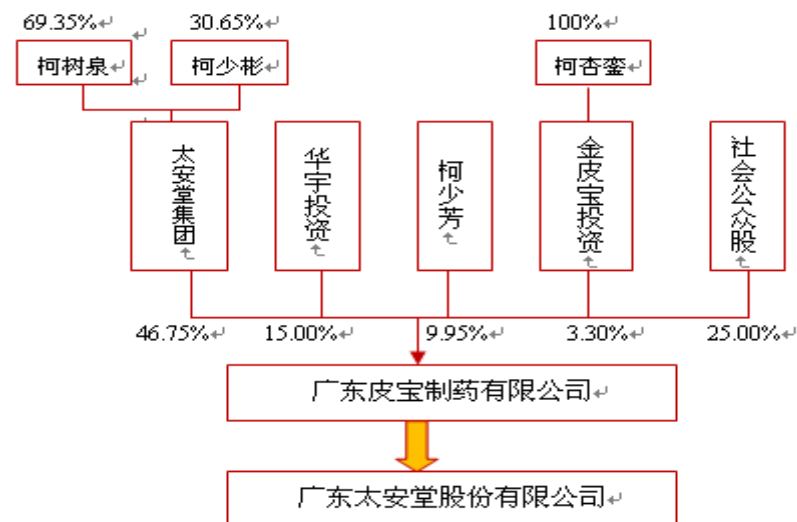
太安堂是中医药著名的老字号，始创于明隆庆元年即 1567 年，其医药核心技术源自太医院。创始人柯玉井结交落难太医万邦宁并受赠《万氏医贯》，最终辞去广西梧州府正堂、创办太安堂悬壶济世的传奇故事在公司投资摄制的电视剧《太安堂 玉井传奇》中广而告之。

“太安堂”第十三代传人柯树泉先生秉承太安堂训“秉德济世，为而不争”的精神，荟萃祖传御医宝典《万氏医贯》的医药精髓，从医 25 年后于一九九五年接过祖传“法宝”，创办制药企业，复兴五百年老字号“太安堂”，如今已发展成为一家集科研、生产、销售一体，主营皮肤用药、心血管药物、男女生殖保健药品以及妇儿科药物的中成药生产企业。

公司于 2010 年 6 月登陆中小板，同年 9 月为配合公司战略发展需要拓展产品的品牌和业务范围，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、其妻柯杏銮通过太安堂集团、金皮宝投资累计控制了公司 60% 的股份，属于典型的家族式企业。

图1：公司股权结构图



资料来源：东方证券研究所

如下图所示，公司拥有五个全资控股子公司，分别为上海金皮宝制药有限公司、广东太安堂制药有限公司、上海太安堂医药药材有限公司和广东皮宝药品有限公司以及 11 年底新近收购的潮州市杉源投资有限公司。

表 1：主要子公司简介

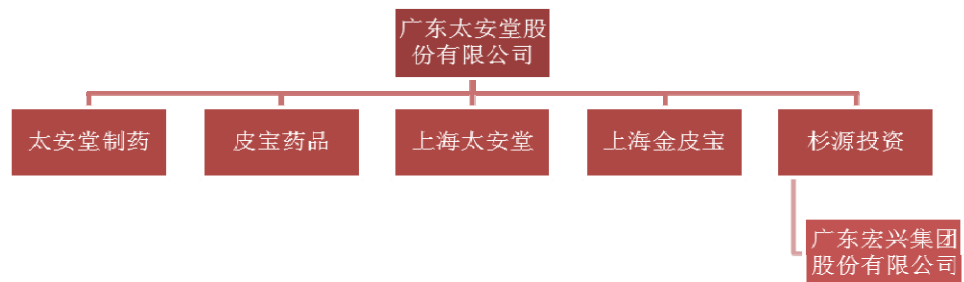
子公司	持股比例	业务范围	2011 利润（单位：万）
上海金皮宝	100%	从事治疗皮肤病类药品的研发、生产和销售。	1206.39
太安堂制药	100%	主要生产治疗心血管病类和不孕不育	-6.33

		症类的中成药。	
皮宝药品	100%	药品销售。	-55.19
上海太安堂	100%	药品销售。	-36.02
杉源投资	100%	持有广东宏兴集团 52.396%的股份。	

资料来源：公司 2011 年年报，东方证券研究所

其中，上海金皮宝从事治疗皮肤病类药品的研发、生产和销售，太安堂制药主要生产治疗心血管病类和不孕不育症类的中成药，皮宝药品和上海太安堂则主营药品销售，而杉源投资属于投资控股公司，自身无实体经营业务，累计持有广东宏兴集团 52.396%的股份，300 年老字号宏兴集团主营具有保健性质的中成药产品。此次收购具有重要战略意图，公司将通过整合其旗下产品，完善营销策略，利用其强势营销渠道将其打造为未来重要的盈利来源，详见后文论述。

图2：太安堂全资子公司情况



资料来源：东方证券研究所

2 主营业务构成

公司的主营业务由四块构成，分别为皮肤病类药品、以心宝丸为代表的心血管疾病类药品和以麒麟丸为代表的不孕不育症药品以及妇幼保健产品等一系列其他产品构成。

由下图可见：**从总量层面来看**，公司近四年来形成的产品体系除了 2010 年受制于产能瓶颈以外都维持着稳健快速的的增长，净利润与收入增速基本保持了同步的增长。**从结构层面来看**，公司近年来七成收入都源于拳头产品皮肤病类药物，随着心宝丸和麒麟丸业务步入快速发展的轨道，其占比呈现逐步下滑的趋势但依然为公司主要收入来源，上述三块业务当前供销两旺的市场格局将为公司未来盈收提供重要保障。同时公司通过代理收购等方式不断扩充其他药物品种，力图通过资源整合培育新的利润增长点。**从区域层面来看**，公司收入主要集中在公司起家的华南地区，占比接近七成、华东地区占比不足两成，公司营销渠道主要分布在华南地区，随着营销中心迁往上海以及扩张计划的实施未来将逐步实现全国层面的扩张。**从盈利水平来看**，公司主营业务毛利率随着高毛利的心宝丸和麒麟丸的崛起而稳步攀升超过了 40%，净利率水平稳定在 20% 以下。

图 3：公司 2008-2011 年收入利润状况

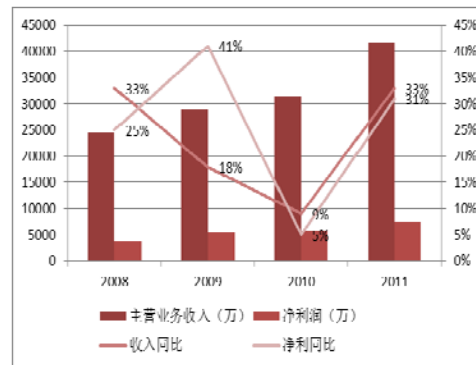


图 4：公司 2008-2011 年毛利净利状况

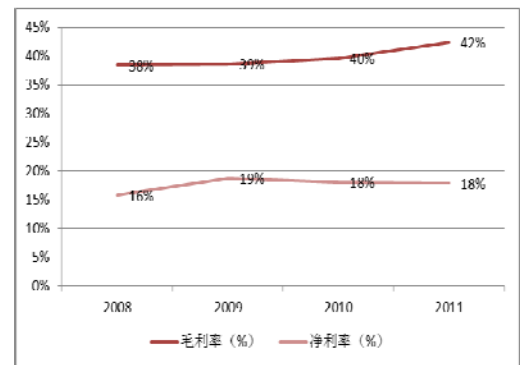


图 5：公司 2008-2011 年主营收入构成

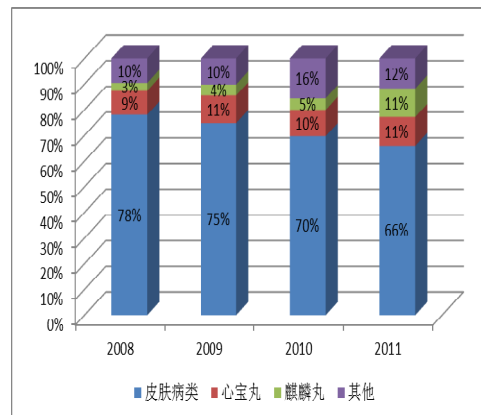
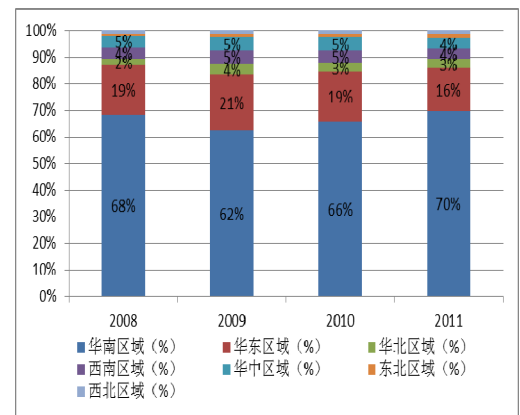


图 6：公司 2008-2011 年收入地区构成



资料来源：公司年报，东方证券研究所

3 三足鼎立，传统业务奠定盈利基石

3.1 看家法宝：皮肤病药需求旺盛稳健增长

皮肤病药物是太安堂的起家产品也是公司的主要收入来源。在我国，皮肤病的发病率很高，是一种常见病、多发病。据有关资料统计，国内皮肤病总患病率为 1.23%，即约有 0.16 亿人患有不同程度的皮肤病，带来了巨大的皮肤病用药市场空间。

表 2：公司皮肤病类药品

品名	治疗范围
消炎癣湿药膏	头癣、体癣、足癣、慢性湿疹、滋水瘙痒、疥疮等。
解毒烧伤膏	凉血解毒，活血止痛，祛腐生肌。
肤特灵	用于皮肤、粘膜受各种细菌、真菌感染引起的炎症的消毒。

克痒敏酊 收敛止痒，消炎解毒。用于急慢性湿疹、荨麻疹、虫咬性皮炎。

资料来源：公司 2011 年年报，东方证券研究所

公司针对不同皮肤病类型，开发出一系列中药皮肤药药品系列，为皮肤病的治疗提供了一个较为完善的治疗方案。消炎癣湿药膏可以用于治疗头癣、体癣、足癣、慢性湿疹、滋水搔痒、疥疮等疾病，解毒烧伤膏用于治疗皮肤烧伤，克痒敏酊用于治疗急慢性湿疹、荨麻疹等疾病。其中消炎癣湿药膏占据皮肤病药物收入的半壁江山。

表 3：公司皮肤病类药品上市前产销状况

类别	品名	项目	2007	2008	2009
皮肤病类	消炎癣湿药膏、 肤特灵等	产能（万支）	1000	1000	1000
		产量（万支）	993.34	1237.15	1495.5
		产能利用率	99.33%	123.72%	149.55%
		销量（万支）	993.98	1224.57	1493.81
		产销率	100.06%	98.98%	99.89%

资料来源：公司 2011 年年报，东方证券研究所

从上表的产能利用率和产销率数据可见公司该业务近年来始终面临着需求旺盛的局面，主要原因在于公司上市前只有一条产能 1000 万支的软膏剂生产线。因而公司在 10 年下旬登陆资本市场募集资金打破产能瓶颈，由于产能未能立刻释放所以当年收入几乎没有增长，11 年逐步投产实现了 25.71% 的收入增长，毛利率达到 40%。

图 7：公司 2008-2011 皮肤病类药物收入状况

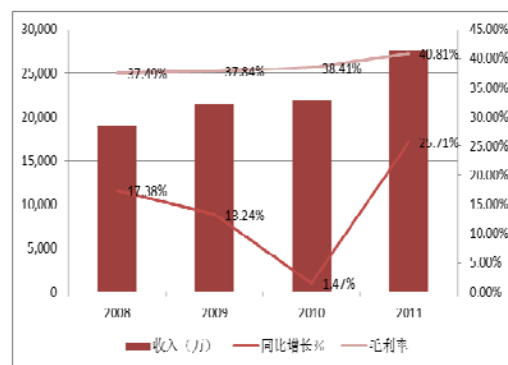


图 8：皮肤病药物市场规模

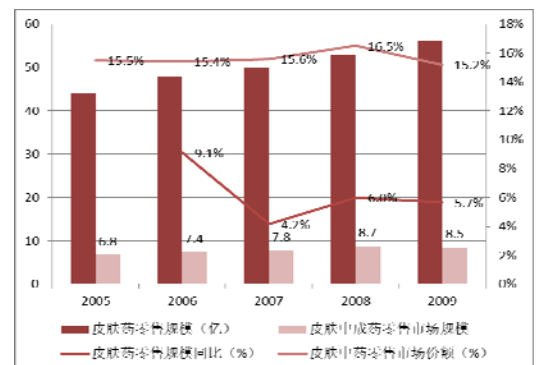


图 9：公司广州地区市场份额

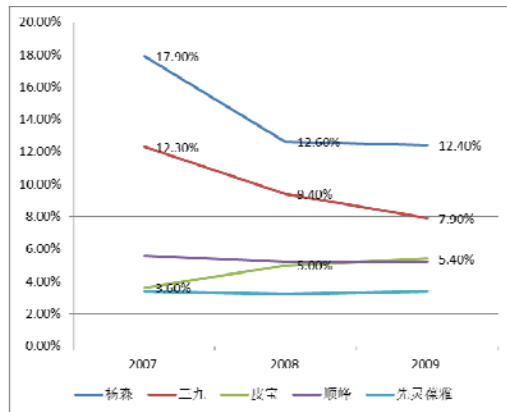
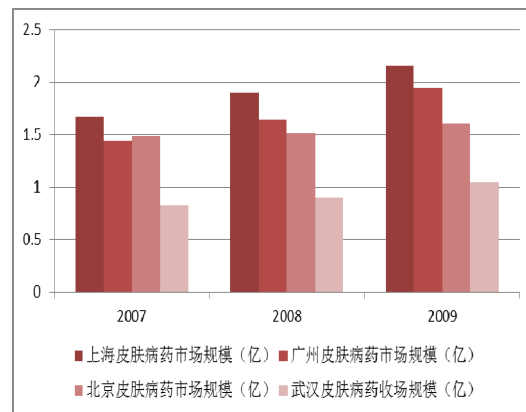


图 10：部分中心城市皮肤病药物市场规模



资料来源：CMH Health Data 东方证券研究所

我国皮肤病药物市场近年来呈现出复合增速 5% 左右温和增长的态势，目前已经突破 60 亿，如上图所示其中中成药的市场份额停留在 15% 层面，总市场不到 10 个亿。化学药凭借着先入为主的优势占据了绝大多数的市场份额，其中西安杨森的“达克宁”系列产品份额接近 20%、三九药业的皮炎平软膏系列份额也接近 10%、其余诸如滇虹、中美史克、先灵葆雅等公司产品份额均不足 5%。虽然西药见效更迅速但随着使用延长，诸如皮肤萎缩、色素异常、耐受性差等现象也逐步反应出来。公司由于起步较晚、目前也处于扩张的起步期，因而收入都集中在华南地区，占整个皮肤病药物市场份额约 3%，但如上图所示在广州地区市场份额近年来逐步攀升与之对应的杨森、三九、先灵葆雅等化学药厂商份额呈逐步下滑趋势，可见随着公司营销到位，中成药取材自然、治标治本的特质以及太安堂 500 年老字号的美誉进一步为市场所认同。

综上所述，我们认为太安堂的皮肤病药物在横向和纵向上都有比较大的发展空间。纵向层面来看，我们预计公司产销两旺的格局未来三年在华南地区仍将延续，市场份额将进一步提升。横向层面来看，虽然皮肤病市场在南方温热气候以及人口基数大的城市里更大，但上图显示该类疾病不仅在华南地区普遍，在华中、华东、华北等地区也都具有较大的市场，由于公司皮肤病产品未列入医保目录主攻 OTC 和第三终端，因而不存在降价的风险。

3.2 蓝海战略：麒麟丸独辟蹊径开辟 70 亿市场新格局

麒麟丸是公司 07 年投产新的项目，四年来发展迅速 11 年收入 4617 万占主营收入比重已达 11%，毛利率维持在 50% 左右。麒麟丸是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，拓宽了传统中药产品适用人群和适用功能，有望在公司强势推广之下分享不孕不育市场和补肾市场 70 亿大蛋糕的蓝海收益。

图 11：公司 2008-2011 麒麟丸收入状况

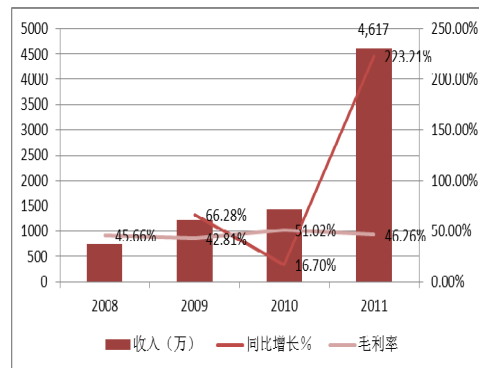
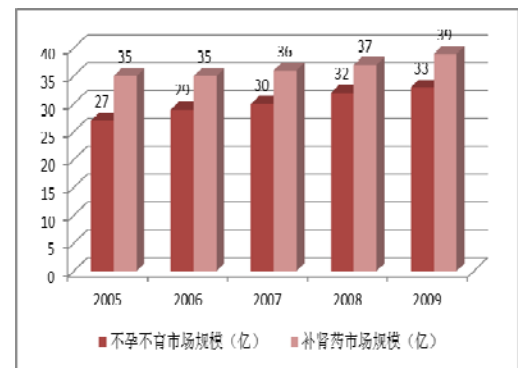


图 12：补肾市场和不孕不育市场容量



资料来源：CMH Health Data 公司年报 公司招股说明书 东方证券研究所

受压力增大、环境污染、不健康生活方式以及晚婚晚育等因素的影响，不孕不育症在我国日益蔓延，目前我国育龄患者比率达到了 12.5% 大约有 1300 万对不孕夫妇，为 20 年前的 3 倍。根据世界卫生组织的预测，21 世纪不孕不育将成为仅次于肿瘤和心血管疾病的第三大疾病。

治疗不孕不育症一直是医学界的难题，西医的主要治疗方式是使用促卵泡素药物，通过运用辅助生殖技术治疗患者的不孕不育症。主要药物有：药物有非甾体类抗炎药物、叶酸、锌制剂、 α 受体阻滞剂、尿激酶、精氨酸、激肽释放酶、曲尼司特（肥大细胞阻滞剂）等。这一治疗方法存在两个隐患，一是使用激素类药物的副作用较大，二是部分生殖辅助技术有创，患者存在一定心理障碍。

因此使用西医治疗为主，取材天然的中成药辅助疗效的治疗方法逐步兴起。目前国内治疗不孕不育症的中成药品种较少，仅有太安堂制药生产的麒麟丸、北京同仁堂股份有限公司生产的调经促孕丸以及洛阳君山制药有限公司生产的五子衍宗丸等少数药品具备治疗此症的能力。中成药 补肾市场主要产品有六味地黄丸、复方玄驹胶囊、黄精赞育胶囊等。在中成药的同类产品中，公司麒麟丸产品特色在于适用范围更广和主治人群更多而通吃男女两性的补肾和不孕不育市场。

表 4：不孕不育中成药主流品种

	五子衍宗丸	调经促孕丸	麒麟丸
功能主治	由于肾虚阳萎而导致的 的不孕不育症。	由于月经不调而导致的 的不孕不育症。	由于肝肾不足引起的 生殖及性功能减退。
主要对象	男性	女性	男女
生产厂家	92	5	独家

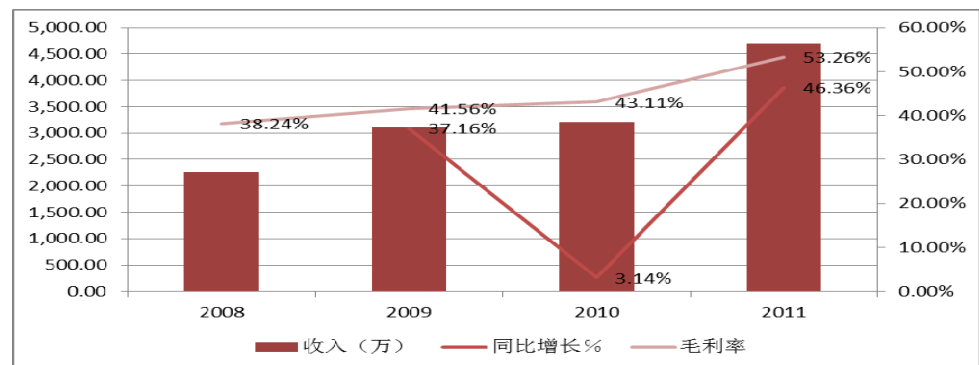
资料来源：公司 2011 年年报，东方证券研究所

麒麟丸在公司未来五年的营销计划中占据重要地位，我们预计该项业务将成为公司未来盈利的中药增长点。首先，品牌建设上公司与北医三院发起成立了男性生育诊治联盟并且在北京赞助协办了第一届男性不育诊治新进展研讨会扩大宣传影响。其次，在营销策略上公司在 11 年成立了麒麟丸专项事业部着重推广这一新兴产品，配置了约 150 名专业营销人员重点参与麒麟丸的营销。再次，在渠道建设上公司开始利用医院专业推广队伍的营销渠道由主攻医院男科转向生殖医学中心、泌尿科、妇产科等科室多点开花的战略充分挖掘蓝海市场。

3.3 红海战略：心宝丸以价取胜攻取第三终端

以心宝丸为代表的心血管类药物是公司近年来的新兴业务，自 07 年下旬试产以来取得了快速的发展成为公司第二大收入来源，11 年公司主营业务收入的 11%，在提价 6% 的情况下毛利也上升至 53%。中药在治疗心血管疾病方面具有适应症范围广、耐受性好、毒副作用小、价格经济等优势，在心血管病药物市场中占据了相当重要的位置。尤其在治疗慢性心脏病方面，中药的功效更加显著，使其逐渐成为患者的首选。慢性心脏病作为心血管疾病中的一个主要病种，容易引发许多与心血管相关的重要病种，其药品市场规模巨大。

图 13：公司 2008-2011 年心宝丸收入状况



资料来源：公司年报 公司招股说明书 东方证券研究所

根据天士力复方丹参滴丸 2009 年约 13 亿的销售额以及 8% 的份额推算，慢性心脏病药物市场的规模大约为 100 亿元。太安堂心宝丸主打红海战略，发挥公司在华南地区的渠道优势以价格优势进军以农村乡镇医药市场为主要对象的第三终端。新医改第一阶段的落幕标志着乡镇基础医疗设施的基本完善，为第三终端药物市场打开了更广阔的空间，根据南方所的数据 07 年至 10 年第三终端药物销售规模维持了 30% 的复合增长率远高于第一、第二终端 20% 的增速也从侧面印证了这一点。由上表可见公司即便在提价后日最大服用量单价比我国前六大慢性心脏病药物平均价格依然低 68%，在疗效为市场认可的前提之下有望在中低端市场维持核心竞争力而延续供销两旺的景气格局。

表 5：慢性心脏病中药市场份额（单位：元）

药品	2009 年份额	日最大服用量单价
天士力复方丹参滴丸	8.04%	5.07
以岭通心络胶囊	4.04%	11.17
步长脑心通胶囊	3.60%	8.25
地奥心血康	3.34%	3.60
国风养心氏片	2.41%	9.06
沃华心可舒片	0.91%	4.95
心宝丸		2.34

资料来源：公司 2011 年年报，东方证券研究所

综上所述，我们认为心宝丸在打破产能瓶颈后将在华南地区进一步深耕中低端市场，同时随着公司走出华南布局全国的营销战略在异地实现扩张且依然有着提价的空间。

表 6：心宝丸上市前产销状况

品名	项目	2007	2008	2009
心宝丸	产能（万瓶）	500	500	500
	产量（万瓶）	62.6	511.9	755
	产能利用率	12.52%	102.38%	151%
	销量（万瓶）	17.25	552.68	733.11
	产销率	27.56%	107.97%	97.10%

资料来源：公司 2011 年年报，东方证券研究所

4 好风借力，布局医药保健业铸就未来

4.1 品牌建设：“五一工程”弘扬国粹

公司非常注重品牌建设，实施了“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”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立的太安堂中医药博物馆，成为潮汕地区旅游观光的重要景点之一吸引海内外游客，被大世界吉尼斯认定为“规模最大的中医家族展示馆”；一部电视剧即公司投资 2500 万拍摄的《太安堂 玉井传奇》被大世界吉尼斯认定为“医案最多的弘扬中医药文化电视剧”，陆续在全国 500 多家县市电视台播出；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。

4.2 渠道优势：立足华南，布局全国

营销策略上，公司建立了医院专业推广队伍、OTC 销售队伍、深度市场推广队伍和招商队伍四支专业销售队伍深耕市场。并在 11 年成立的九大事业部明确权责，其中的六大销售事业部采用独立结算的模式实现充分的激励机制，进一步确立了在经销商加深度分销模式之下，下沉渠道主攻 OTC 和第三终端同时进军第一终端的营销策略。

其中医院专业推广队伍以学术推广为先导，打造 2 支专业学术队伍，一是以麒麟丸为拳头产品的男科、妇科、生殖中心临床推广队伍，另一是以丹田降脂丸、心灵丸、滋肾宁神丸为代表的心脑血管临床推广队伍，快速锁定高端医院阵地；OTC 销售队伍以痛经软膏为主要产品，加强与主流连锁药店的战略合作开拓第三终端市场；深度市场推广队伍以丰富的适合深度基层市场的产

品，用人海战术对市场精耕细作，挖掘市场容量；招商队伍将部分适合代理操作的品种通过专业招商服务支持。

表 7：公司六大销售事业部和四大销售队伍

六大销售事业部	主要职责
皮肤科处方药事业部	负责皮肤科处方药推广
麒麟丸事业部	负责麒麟丸销售推广
商务分销事业部	负责呼吸科等系列药物的深度分销
OTC 事业部	负责痛经软膏等 OTC 终端销售
宏兴销售部	负责宏兴集团的妇幼药品销售
电子商务部	负责心宝丸系列销售
四大销售队伍	主要职责
医院专业推广队伍	打造 2 支专业学术队伍进军高端医院
OTC 销售队伍	开拓第三终端市场
深度市场推广队伍	人海战术对市场精耕细作
招商队伍	专业招商服务招揽强势经销商

资料来源：公司公告 东方证券研究所

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。公司目前拥有逾 100 家经销商、600 位销售人员，营销网络以广州、上海为中心，辐射全国 18 个省、直辖市，6 万多个 OTC 销售终端的营销网络，通过与各大医药公司的合作以及推行深度分销，基本形成了 OTC 零售终端与第三终端并驾齐驱的销售模式。从数量角度来看，在渠道层面，公司逾九成收入来源于第二终端和第三终端，两者各占 50%；在地区层面，公司七成收入来自华南地区、两成收入来自华东地区。**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育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。

图 14：公司收入渠道构成

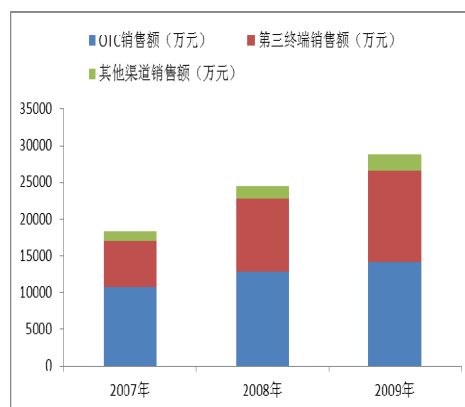


图 15：公司全国渠道扩张战略

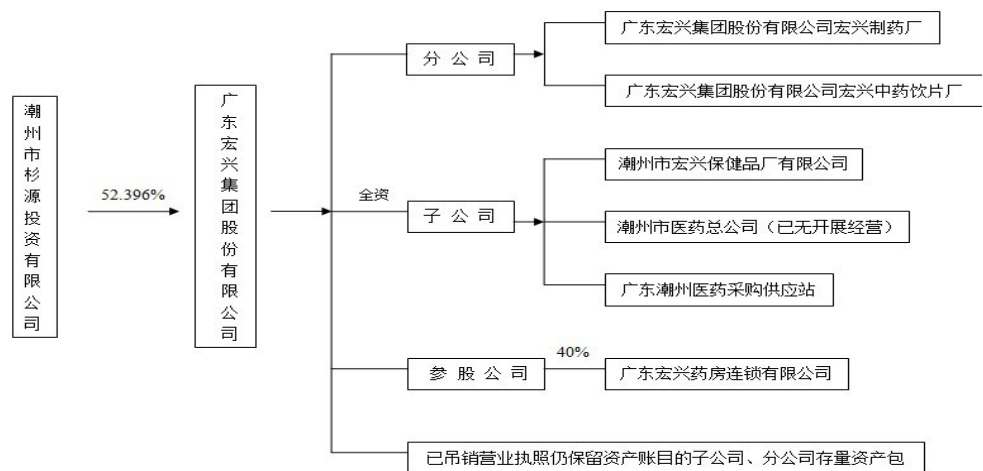


资料来源：公司招股说明书 东方证券研究所

4.2 看点之一：金蝉脱壳——收购 300 年老字号重整河山

公司 2011 年 12 月使用资金 1.36 亿元收购潮州市杉源投资有限公司 100% 股权，该公司持有“南宏兴，北同仁”之称的“中华老字号”广东宏兴集团股份有限公司 52.4% 的股权。宏兴集团所属制药厂拥有 203 个药品批准文号。其核心产品为心血管类药物（丹田降脂丸、心灵丸、参七脑康胶囊构成）、生殖保健药物（滋肾宁神丸）和妇幼保健药物（复方鹌鹑菜散、调经白带丸），此外还包括银翘解毒片等感冒药、牛黄解毒片等清热解毒药、舒筋活络丸等抗风湿药、川贝枇杷糖浆等去咳感冒、利胆片等肝胆病药物等等。

图 16：杉源投资股权结构



资料来源：公司年报 公司招股说明书 东方证券研究所

我们认为，宏兴集团的产品将在未来三年内成为公司新的利润增长点。主要基于以下几点：首先，300 年老字号的宏兴品牌具有巨大的商业价值。虽然账面来看公司 2010 年净利润仅仅 28 万、经营性现金流为负，我们认为这是由公司国企改制不彻底带来经营效率低下所致，其 12 个国家独家品种依然具有广泛的市场影响力和品牌知名度。其次，产品批文资源间接节省了太安堂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，将使公司的内服中成药规模迅速扩大。再次，公司此次完成收购后将裁汰冗员、置换管理层，通过定向增发重整宏兴旗下产品生产线并将其产品置入太安堂华南地区强势渠道之下，有望在 12 年进一步贡献利润。此外宏兴旗下的产品将补强公司内服中成药产品不足的短板，奠定了公司皮肤科药物、心血管类药物、生殖保健药物和妇幼保健药物四大产品体系。

此次收购对于宏兴集团而言如同金蝉脱壳，褪去国有体制的负重并有望在太安堂的强势渠道下重塑产品体系。对于太安堂来说，宏兴的品牌知名度和中成药品类将与公司现有产品体系结构互补发挥协同效应，充分发挥华南地区的营销渠道优势使其在未来三年内成为重要的盈利来源。

表 8：太安堂四大药品体系

四大药物体系	具体药物（蓝色标注为宏兴产品）
皮肤科药物	消炎癣湿药膏、解毒烧伤膏、肤特灵、克痒敏酊等
生殖保健药物	麒麟丸、 滋肾宁神丸 等
心血管类药物	心宝丸、 丹田降脂丸 、 心灵丸 、 参七脑康胶囊
	妇女保健：痛经软膏、 产后补丸 、 调经白带丸 等
妇幼保健药物	幼儿保健：驱蛔虫： 复方鹌鹑菜散 ；健胃消食： 宝儿康散

资料来源：公司公告 东方证券研究所

4.3 看点之二：多元发展——代理绿太阳，试水苗药衍生品

2011 年 2 月，公司与贵州绿太阳制药有限公司签订了《合作协议》，获得贵州绿太阳制药有限公司生产的肤痔清软膏、日晒防治膏、貂胰防裂膏、痛经软膏、复方辣椒碱乳膏等五个产品所有规格的国内外市场的十年总代理权。这 5 个产品主打苗药概念，市场反响良好。后续如果推广顺利，公司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。

其中痛经软膏最值得关注。我国约有 3.5 亿育龄妇女，按最低发病率 33.19% 计算大约有 1.16 亿妇女有此困扰，根据统计 60% 的妇女花费 50 元治疗中轻度痛经，那么**我们粗略估算该类产品对应着一个 35 亿元的细分市场**。目前市场上治疗痛经的药物多为内服药，代表产品有河南宛西制药股份有限公司生产的月月舒痛经宝颗粒、吉林金宝药业股份有限公司的金妇康胶囊等，痛经软膏是目前市场上较少见的外用治疗痛经的药品，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，这几个产品是公司的主要竞争对手。痛经软膏对轻、中度痛经有效率分别达到了 92.9% 和 89.7%，且使用方便。

公司积极布局痛经软膏的营销，首先利用其在华南市场的影响力试点运行，随后再择机向其他省市拓展。公司在重庆、上海、广东三地重点突击，在公交车的车身、办公楼宇以及网络上大力推广这一产品，将在 12 年打响第一枪。鉴于其独特的产品特性和广阔的细分市场以及中高端的市场定位，我们认为该产品将在未来几年逐步成为公司的重要盈利点之一。

5 定向增发，打通产业链保驾扩张之路

2012 年 1 月 19 日公司发布定向增发预案拟以不低于 20.55 元/股的价格，发行不超过 3900 万股，募资不超过 8.02 亿元，主要投资项目如下表所示。

表 9：定向增发募投项目

项目	计划募集额度（万）
太安堂中成药技术改造项目	15,087.50
宏兴中成药技术改造项目	23,030.60
中药 GAP 种植基地建设项目	10,021.00

物流中心建设项目	10,018.10
营销网络及信息化建设项目	18,032.00
上海安堂研发中心升级改造项目	4,000.00
合计	80,189.20

资料来源：公司公告 东方证券研究所

中药 GAP 种植基地建设项目以及营销网络、物流中心建设项目有助于公司打通产业链上下游，提高生产销售效率，顺应产能扩大导致的销售规模扩张。

公司计划在梅州兴宁市和上海崇明建立两个 GAP 种植基地，项目建成后将在保障公司中药材的供应、保证中药原材料的质量、降低公司采购及生产成本等方面发挥重要作用。下游营销网络的建设将扩大营销网络布局、进一步下沉渠道，巩固公司在全国 10 个省直辖市营销机构的实力，并为进一步开辟市场奠定基础。物流中心的建设也将有助于公司扩大产能、扩张销售版图后更高效地实现对全国 6 万多个销售终端的配送。

太安堂中成药技术改造项目和宏兴中成药技术改造项目主要用以扩大产能顺应公司日益完善的四大产品体系的扩张需求。具体扩产项目如下表所示：

表 10：产能扩张项目明细

太安堂项目	全自动小丸剂生产线 1 条：年产量 375 吨
	全自动蜜丸生产线 1 条：年产量 300 吨
	全自动片剂生产线 1 条：年产量 3 亿片
	全自动软膏剂生产线 1 条：年产量 1000 万支
	全自动外用酊剂生产线 1 条：年产量 1000 万瓶
宏兴项目	小丸剂年产量 375 吨
	大蜜丸年产量 300 吨
	片剂年产量 3 亿片
	硬胶囊剂年产量 5 亿粒
	散剂年产量 60 吨
	口服液年产量 3000 万瓶
	糖浆剂年产量 1000 万瓶

资料来源：公司公告 东方证券研究所

两个项目建成后将打破公司产能上的瓶颈，在供给层面奠定公司未来五年盈利的基石，与公司立足华南、布局全国的渠道策略以及营销物流下游产业链的建成形成共振将是公司未来盈利超预期的重要看点。

5 估值与投资建议

总体来看，我们认为公司四大产品体系净利润在未来三年可以维持 35%复合增长率。皮肤病药物由于基数较大预计未来三年收入增速保持在 25%，麒麟丸是公司目前重点品种鉴于其独特功能以及公司强力的销售计划预计未来三年将保持 50%的复合增速，心宝丸主攻中低端慢性心脏病药物市场虽然市场广大但由于竞争也比较激烈保守给与未来三年 30%的复合增长，以痛经软膏为代表的高毛利苗药产品鉴于基数较低可以维持 50%的复合增速，脱

离旧体制的宏兴集团有望利用公司强势渠道优势发挥品种优势，给与未来三年 40%的复合增长速度。根据以上假设，我们预计 2012-2014 年公司 EPS 为 1.06、1.34、1.73（考虑到总股本以及财务费用的变化，摊薄后 12-14 年的每股收益分别为 0.84、1.02、1.28）。

表 11：可比公司估值

公司	股价	EPS			PE		
		2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E
云南白药	50.92	1.33	1.73	2.19	38.29	29.43	23.25
同仁堂	14.17	0.66	0.32	0.39	32.20	44.28	36.33
马应龙	15.18	0.74	0.58	0.76	28.72	26.17	19.97
武汉健民	14.66	0.47	0.49	0.61	31.19	29.92	24.03
均值					32.60	32.45	25.90

资料来源：东方证券研究所

我们参考可比公司估值水平，对应目标价 26.5 元。根据 12 年 1.06 元 EPS，给予 A 股同类可比上市公司 25 倍 PE 的估值水平，对应目标价为 26.5 元，首次给予公司“增持”评级。

表 12：业务拆分表

		2010	2011	2012E	2013E	2014E
皮肤病类	收入	21,874	27,498	34,373	42,966	53,707
	同比增长%	1.47%	25.71%	25.00%	25.00%	25.00%
	成本	13,473	16,276	20,345	25,431	31,789
	同比增长%	0.71%	20.80%	25.00%	25.00%	25.00%
	毛利率	38.41%	40.81%	40.81%	40.81%	40.81%
心宝丸	收入	3,206	4,693	6,570	8,541	11,103
	同比增长%	3.14%	46.36%	40.00%	30.00%	30.00%
	成本	1,824	2,193	3,071	3,992	5,190
	同比增长%	0.39%	20.23%	40.01%	30.00%	30.00%
	毛利率	43.11%	53.26%	53.26%	53.26%	53.26%
麒麟丸	收入	1,428	4,617	7,156	10,376	14,526
	同比增长%	16.70%	223.21%	55.00%	45.00%	40.00%
	成本	700	2,481	3,845	5,576	7,806
	同比增长%	5.29%	254.62%	54.99%	45.00%	40.00%
	毛利率	51.02%	46.26%	46.26%	46.26%	46.26%
宏兴集团	收入		5000	6,500	9,425	13,195
	同比增长%			30.00%	45.00%	40.00%
	成本		3000	3900	5655	7917
	同比增长%			30%	45.00%	40.00%
	毛利率		40%	40.00%	40.00%	40.00%

其他	收入	4868	4898	5289.84	5713.0272	6170.069376
	同比增长%	65.75%	0.62%	8.00%	8.00%	8.00%
	成本	2932.56	3078.16	3324.135456	3590.066292	3877.271596
	同比增长%	65.48%	4.96%	7.99%	8.00%	8.00%
	毛利率	39.75%	37.16%	37.16%	37.16%	37.16%
苗药产品	收入			3000	4500	6525
	同比增长%				50.00%	45.00%
	成本			1500	2250	3262.5
	同比增长%				50.00%	45.00%
	毛利率			50.00%	50.00%	50.00%

资料来源：东方证券研究所

6 主要风险

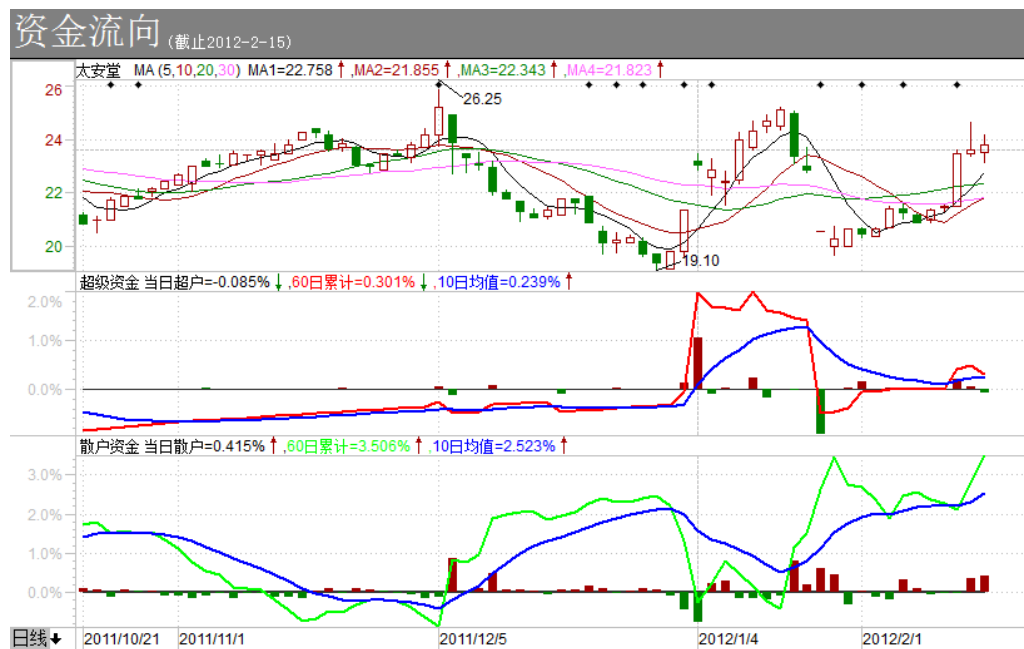
- 1) 宏兴集团产品整合不顺利
- 2) 麒麟丸在医院渠道推广不顺利
- 3) 苗药产品市场推广不顺利
- 4) 定向增发搁浅

附表：公司财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	781	780	972	1207	营业收入	417	629	815	1052
现金	275	69	90	116	营业成本	240	360	465	598
应收账款	109	164	213	275	营业税金及附加	4	5	7	9
其它应收款	3	4	6	7	营业费用	60	82	106	137
预付账款	50	70	96	129	管理费用	28	42	54	70
存货	319	430	511	605	财务费用	-1	10	14	18
其他	27	43	57	76	资产减值损失	2	0	0	0
非流动资产	613	655	697	740	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1	1	1	1	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	215	242	268	293	营业利润	85	130	168	220
无形资产	92	86	79	73	营业外收入	4	0	0	0
其他	305	327	349	373	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	1394	1435	1669	1948	利润总额	88	130	168	220
流动负债	380	360	452	544	所得税	13	20	26	34
短期借款	267	228	299	365	净利润	74	110	143	186
应付账款	27	41	53	68	少数股东损益	0	4	9	13
其他	85	92	100	111	归属于母公司净利润	74	106	134	173
非流动负债	4	4	4	4	EBITDA	101	150	194	253
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.74	1.06	1.34	1.73
其他	4	4	4	4	主要财务比率				
负债合计	384	365	456	549	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
少数股东权益	14	18	27	40	成长能力				
股本	100	100	100	100	营业收入	32.9%	50.7%	29.6%	29.1%
资本公积	695	695	695	695	营业利润	33.3%	53.2%	29.6%	30.5%
留存收益	201	257	391	564	归属于母公司净利润	31.4%	42.7%	26.3%	29.7%
归属母公司股东权	1010	1070	1213	1399	获利能力				
负债和股东权益	1394	1435	1669	1948	毛利率	48.6%	42.8%	43.0%	43.1%
现金流量表					净利率	17.8%	17.8%	16.8%	16.4%
单位:百万元					ROE	7.3%	10.3%	11.8%	13.3%
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	ROIC	5.5%	9.1%	10.2%	11.4%
经营活动现金流	-112	-70	3	13	偿债能力				
净利润	74	110	143	186	资产负债率	27.5%	25.4%	27.3%	28.2%
折旧摊销	14	20	23	25	净负债比率	47.2%	2.1%	38.5%	34.7%
财务费用	4	10	14	18	流动比率	2.06	2.16	2.15	2.22
投资损失	0	0	0	0	速动比率	1.22	0.97	1.02	1.11
营运资金变动	-205	-210	-177	-216	营运能力				
其它	2	0	0	0	总资产周转率	0.09	0.11	0.13	0.15
投资活动现金流	-303	-49	-50	-50	应收账款周转率	5	1	1	1
资本支出	-95	-50	-50	-50	应付账款周转率	21.45	18.41	17.37	17.39
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他	-208	1	0	0	每股收益	0.74	1.06	1.34	1.73
筹资活动现金流	205	-99	56	49	每股经营现金流	-1.12	-0.70	0.03	0.13
短期借款	267	-39	71	67	每股净资产	9.96	10.52	11.86	13.59
长期借款	0	-32	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	31.85	22.33	17.68	13.63
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	2.37	2.25	1.99	1.74
其他	-62	-28	-14	-18	EV/EBITDA	18	14	12	10
现金净增加额	-209	-218	9	12					

资料来源: wind, 东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的12个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见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、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn