

2013 年中药材行业分析报告

康美药业

2013 年 12 月

目 录

一、灵活运用资本市场，大战略+执行力	3
1、公司逐步推进全产业链的战略布局	3
2、灵活运用资本市场平台确保大战略执行	6
二、布局道地贵细药材，垄断上游资源	7
三、线上线下共发展，或掌握中药材定价权	9
1、坐拥四大中药材实体交易市场	9
2、积极布局互联网虚拟交易平台	13
四、人参种植、加工、销售全产业链发展	15
1、人参资源属性强，价格趋势向上	17
(1) 供给减少	19
(2) 需求增加	20
①药食同源放开	20
②人参还可用于药妆	21
2、种植：重质重量，双管齐下	22
(1) 基地管理模式改进、优选种子，提高生产效率	23
(2) 人参种植集中度提升，公司人参种植面积有较大增量	23
3、加工：提升人参附加值，未来有望复制正官庄	25
4、销售：渠道整合	27
(1) 多手段培育市场需求，新开河知名度将继续提升	28
(2) 渠道多元化	29
5、人参产业未来有望贡献丰厚利润	30
五、盈利预测	32
六、风险分析	33

一、灵活运用资本市场，大战略+执行力

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

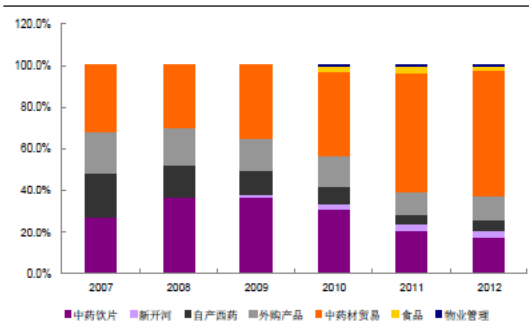
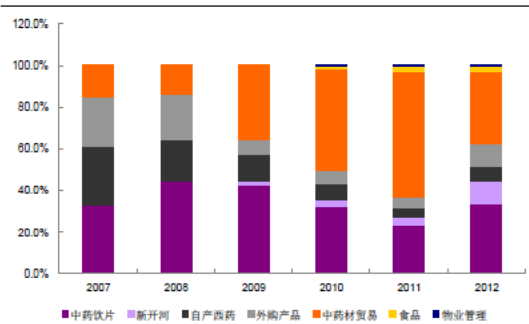


图 2：康美分产品毛利占比情况



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



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道	下游：下游渠道建设
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 亿元建设阁中毒性饮片基地。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 万收购上海中德大壹国药有限公司。 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

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

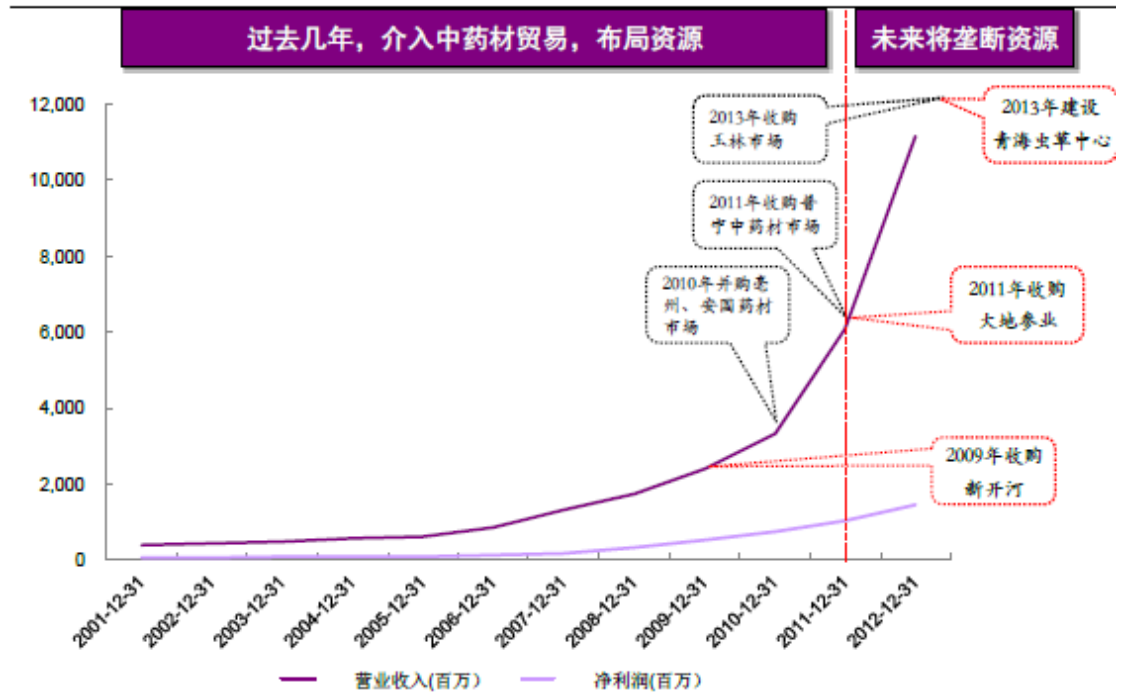
2008	发行可分离债券	8.87	偿还银行贷款、短期融资券和补充流动资金
2009	权证行权	8.87	补充流动资金
2010	每 10 股配 3 股	34.7	补充营运资金，扩大贸易规模
2011	配股发行	34.36	补充中药材业务所需的营运资金
2011	发行公司债	24.88	偿还银行贷款和补充公司流动资金

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。

二、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



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

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。

三、线上线下共发展，或掌握中药材定价权

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

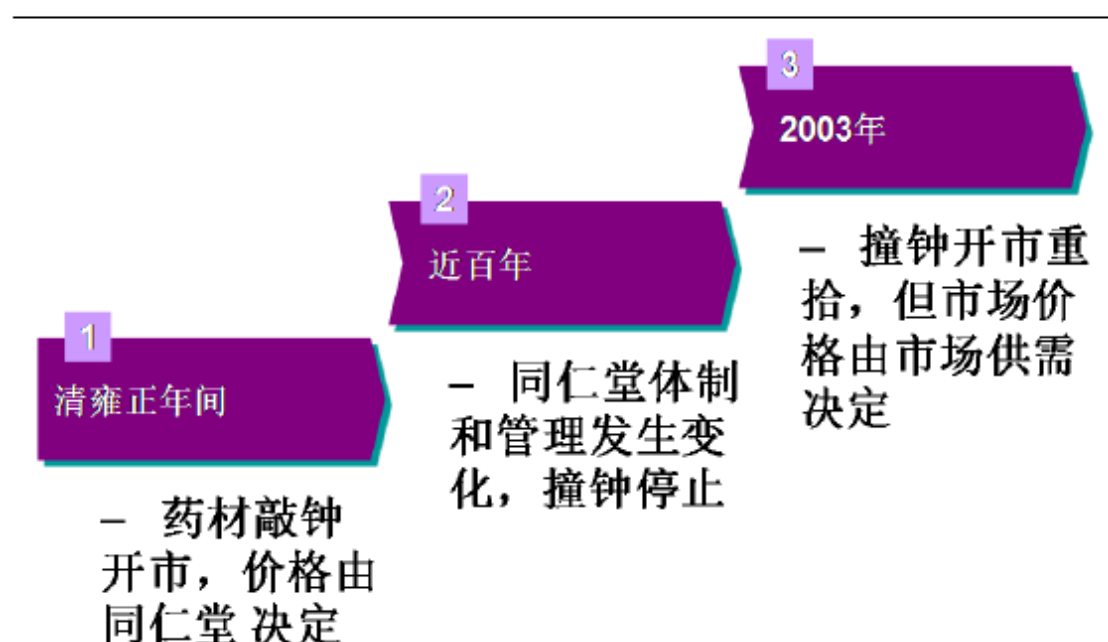
亳州中药材市场 I 期目前已经交付使用并基本回款完毕，目前 II 期正破土动工，11 月中旬将整体搬迁进入交易中心，该中药材市场由公司聘请香港设计师进行设计，建筑风格以徽派为主，并融入现代仓储物流模块。而此次收购的玉林市场有望借鉴亳州的成功经验，同时考虑到地处中国-东盟自贸区，或建成兼具中国和东盟风格的中药材市场。通过以上收购，公司的中药材贸易也由初期的单纯“低买高卖”贸易转向为中间服务商和流通商，盈利模式也将在此基础上拓宽，未来公司还将通过出租剩余商铺，收取物业管理费，中药材交易佣金，提供仓储、期货服务等方式获取持续的现金流。

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		☆

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



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。

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



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。

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，药材通笼括了药材行情、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。

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

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

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。

如要下载或阅读全文，请访问：

<https://d.book118.com/847011132026006120>