

# “王老吉” 的姿态 广药的未来



茶

CHA = TEA

草

T'SAO = GRASS

王老吉

人

T'ING=MAN  
STANDING AT  
HIS PLACE ON  
EARTH

木

MU = TREE



**凉** 茶并不是茶，  
而是中草药熬出来  
的药汤；凉茶也不  
一定凉，热着喝效

果更好，“王老吉”是其中一种。从中药演变成饮料，不管怎么宣传，脱胎换骨，“王老吉”的核心仍然是这个具有清热解毒功能的配方。怕上火喝“王老吉”，真是说到了十亿中国人的心坎里面。什么时候会上火？考试上火，面试上火，比赛上火，天热上火，天冷更上火--吃火锅呀，等等。中国人（包括海外华人）看来越来越离不开这个有名有姓，本土原创的配方饮料了。

## 配方 VS. 配方

04年，经历转型阵疼的广药在香港曾经跌到1.5元附近，开时引起了我们对这个拥有7个百年老字号的中药企业的关注和了解。我们的港股投资组合从2006年初成立以来（见 [www.yikuo.com](http://www.yikuo.com)），广州药业一直是我们组合中最稳定的元素之一。广州药业是中药产业的一个视窗，他所拥有的众多品牌的价值是这个公司最让人着迷的魅力所在。如果投资广州药业，广药旗下那个年约170岁的姓王叫老吉的品牌，值得投资人想了再想。

可乐在中国被凉茶打败是2003年以后的事情了，其中代表人物“王老吉”是也。为此，可口可乐被迫和一家广东企业合作来生产凉茶类饮料。可口可乐说到底也是一种配方，笼罩着一层神秘面纱的可乐秘方充其量不过是一种糖浆的母液，据考证也是用来抗感冒或提神的。现在这个充满咖啡因和糖分的饮料在全球的地位可想而知。单单品牌价值就670亿美元，稳居世界品牌价值之冠。投资巨匠巴菲特组合中最耀眼和自豪的就是他了。但是以可口可乐为代表的碳酸饮料始终会让已经在火上的中国人火上浇油。糖分，咖啡因，碳酸造成痴肥，糖尿病，骨质疏松，心脏疾患，这些都是世纪难症。总之可乐对人类的健康威胁或许制约他进一步发展。“王老吉”似乎在这方面更IN，更符合我们的生活潮流。



## 红罐 VS. 绿砖

目前，“王老吉”占到凉茶饮料 60-70% 的市场份额。可以说“王老吉”就是凉茶，凉茶就是“王老吉”。“王老吉”有两个形象，红色易拉罐就是中央电视台那个怕上火广告的主角。90 年代广药将“王老吉”罐装商标租用给香港加多宝，为期 20 年，广药收取品牌使用费。加多宝开始集中发展红罐“王老吉”时的 2002 年，红罐不过 1.8 亿销售额，SARS 横扫中国改变了所有人对健康和生命的看法。“王老吉”流行开来，2003 年达到 8 亿，2004 年极度成功的广告定位让红罐出现井喷增长，销售额上升到 18 亿，2005 年达到 25 亿，预计 2006 年超过 30 亿。

绿色利乐砖“王老吉”是广州药业自己生产经营。红罐原来走餐饮路线，绿色走超市和商场路线。现在我们看到，红色已经渗透到超市商场，绿色同样利用了红罐在全国的影响力。05 年“王老吉”药业与香港同兴药业合资成立新公司（广药占 48% 股权）自主力推绿色“王老吉”成绩同样斐然。从目前的趋势看，广药“王老吉”从 2007 年以后有望走向一个销售新台阶，预计 2006 年含税销售额超过 5 亿，2007 年超过 9 亿，2008 年有望达到 15-18 亿，2010 年可能达到 30 亿。当然，在我看来，这两种简单的包装远没有迸发出“王老吉”的销售潜能，可不可以有更多的选择呢？比如塑料瓶装的，从小瓶运动型到大瓶家庭型，到捆装经济型等等。另外，绿色利乐装的“王老吉”与可乐比价格不低，但在喝不完时无法如可乐般放置，如果希望持续高速增长，不改头换面，完善产品线恐怕难。



## 现在的价值 VS. 未来的价值

尽管以饮料面貌示人的王老吉药业在广药旗下持续高速增长，但谨慎地看，目前广药还是一个非常传统的中药企业。医药贸易一体化的广药 05 年销售额 90 亿，其中制造部分 21.4 亿，包括批发和零售的贸易部分 68.8 亿，净利润 1.8 亿，每股 0.23 元。以最近 8 元的 A 股市价计算的广药目前市值 64 亿。资本市场上，和广药最相似的应该是北方的同仁堂，目前市值 65 亿，同仁堂产品线稍显单薄，主打产品乌鸡白凤丸和六味地黄丸在近年无序的竞争下增长乏力。与之比较，广药是全国独家品牌最多的药企，目前每年销售上亿的 4 个品种：消渴丸，华佗再造丸，夏桑菊，和王老吉凉茶系列，全部为广药首创；销售 3000 万-1 亿的则有 17 个。如以更能反映品牌价值的市销率估值，制造 2 倍，贸易 0.5 倍，则公司目前的合理市值为 75 亿左右，每股大约 9.2 元。以此看，目前 5 元的港股未来空间仍不小，A 股短期则未必会有明显趋势，仍会在 7.5-9 元区间波动。尽管以 9.2 元的当前合理价折合市盈率短期未算低，05PE40 倍，06 预测 PE30 倍，但考虑其未来几年以王老吉为首的诸多品种的长期增长潜力，持有价值不容忽视。

市场目前普遍预期广药未来 3-5 复合年增长率在 25%-30 左右，广药的转折点来自一个可称“企业医生”的领头人杨荣明的加盟，对投资人而言，看到的是广药在公司治理，激励机制，员工士气，市场的快速反应等方面的变化，以及一个较为清晰和可以预见的未来。当然，和其他以传统中药生产为主的企业一样，广药中药现代化的路刚刚开始，期望出现如西药般的爆炸性新药（Blockbuster）的可能性短期不现实，因此，在中药行业普遍面临规范和政策性降价措施的影响下，广药未来 3-5 年的增长未必来自新药，而主要是现有品种相关新剂型的研制和销售潜力的挖掘，公司变革和整合的效果，以及管理和财务费用的控制。其中，“王老吉”能否如预期般持续高速增长，对广药有不小的影响。

### 瑞象免责声明：

本版文章内容纯属作者个人观点，仅供投资者参考，并不构成投资建议，投资者据此操作，风险自担。

