

贴膏产品经营稳健，药材业务贡献增量

2012 年 3 月 26 日

推荐/维持

奇正藏药

财报点评

——奇正藏药（002287）年度财报点评

陈恒	执业证书编号： S1480510120015
联系人：杨帅	电话： 010-66554019 Email: yangshuai@dxzq.net.cn

事件：

奇正藏药近日公布 2011 年报：实现营业收入 7.89 亿元，同比增长 50.72%；利润总额 2.03 亿元，同比增长 16.68%，净利润 1.71 亿元；同比增加 0.15%，基本每股收益 0.42 元，分配方案为向全体股东每 10 股派发现金股利 2.80 元（含税）。

公司分季度财务指标

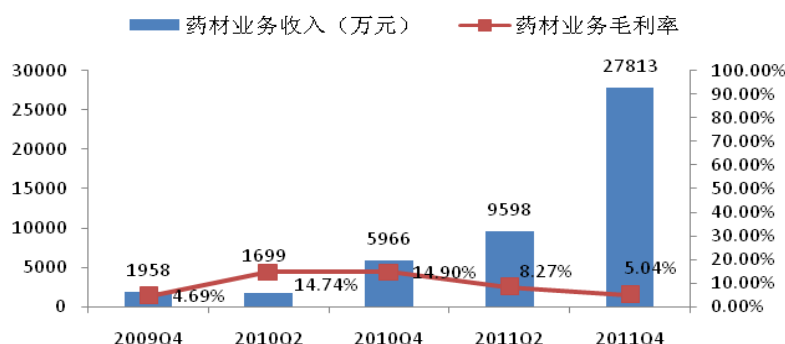
指标	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4
营业收入（百万元）	150.70	102.70	191.73	77.91	239.36	183.40	288.55
增长率（%）	13.76	5.48	9.45	-0.76	58.83	78.59	50.50
毛利率（%）	80.03	63.91	75.31	81.87	52.64	43.97	55.30
期间费用率（%）	39.92	46.17	45.57	42.98	22.83	34.22	25.91
营业利润率（%）	37.95	16.89	28.73	37.02	28.65	8.40	28.58
净利润（百万元）	56.90	24.42	63.97	25.34	57.99	12.47	74.86
增长率（%）	2.92	-3.60	11.28	0.17	1.92	-48.96	17.02
每股盈利（季度，元）	0.14	0.06	0.16	0.06	0.14	0.03	0.18
资产负债率（%）	11.5	7.6	8.39	7.28	8.35	6.34	5.89
净资产收益率（%）	2.2	5.54	2.1	4.9	1.08	6.2	2.2
总资产收益率（%）	1.98	5.04	1.91	4.41	0.97	5.67	1.98

评论：

积极因素：

- 药材贸易为近几年来公司发展最快的一个业务板块，2011年实现营业收入2.78个亿，同比增长366%。公司立足和聚焦于西北道地药材全产业链的经营发展模式，药材收入中西北道地药材占比药材总收入的96.61%，公司通过基地建设、采购能力、生产加工能力、销售能力的建立及加强等措施手段，力争把此业务板块打造成西部药材贸易与药材贸易服务相结合的平台。目前公司该项业务处于药材贸易产业链上中下游相关客户拓展积累阶段，毛利水平相对较低，2011年毛利率只有5.04%。但随着公司陇西高标准饮片加工基地的建设及向枸杞等西部特色药材种植等产业链上游环节延伸，该业务收入及毛利率水平有望进一步提高，药材业务整体发展正在建立和夯实的过程之中，未来将着重打造公司高品质全产业链药材饮片供应商的企业形象。

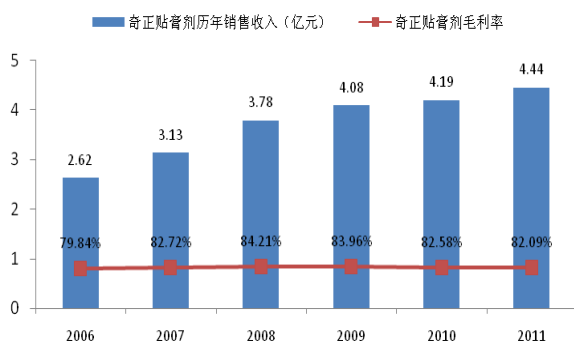
图 1：药材业务收入及毛利率变化图



资料来源：东兴证券

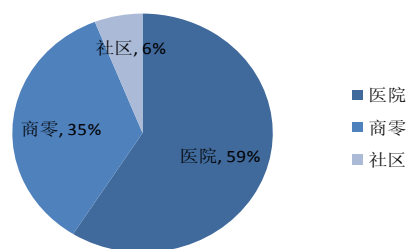
- 2011年贴膏系列产品实现销售收入4.44亿元，同比增长6.02%。公司通过强化核心产品在医院渠道和社区医疗服务中心的终端渗透等措施，积极推进贴膏类产品的销售收入。目前贴膏剂各销售终端的占比约为医院：商零：社区=59%：35%：6%。消痛贴目前进入北京，上海等十个省市的基药增补目录，针对基层医疗市场，公司专门加大力度对社区医生及中老年患者进行骨骼肌肉疼痛概念及知识的普及教育，同时建立营销队伍，提高教育可及性和配送可及性。2011社区医疗销售收入3527万元，同比增长率超过50%。我们认为相对于医院及商零市场，社区等基层医疗市场的竞争激烈程度更低，预计这一终端在未来仍为奇正贴膏类产品增长最快的市场领域。

图 2：奇正贴膏产品销售收入及毛利率变化



资料来源：东兴证券

图 3：奇正贴膏三大终端销售收入占比情况



资料来源：东兴证券

- 二线及新推出产品销售收入增速较快，2011年公司软膏系列产品实现销售收入5500万元，同比增长83.28%。青鹏软膏和白脉软膏等产品采取了自主营销+招商合作相结合的营销模式，销售收入实现了较快的增长。白脉软膏是唯一促进肢体功能康复的外用药，患者使用后可显著降低肌张力，改善神经功能，潜力较大。另外，公司新产品整体的销售收入超过了1000万元，其中含有藏红花的妇科祛斑止痛药红花如意丸等产品疗效较好，销售收入增速较快，未来有较大的市场空间。

消极因素：

- 公司2011年实现营业利润1.95亿元，同比增长了26.6%，而全年净利润增速为0.15%，报表净利润增速大幅低于收入增速主要是由于公司所得税优惠政策到期，而再免征两年的审批文件尚未得到批复通过，11年共缴纳所得税3229万元，同比增长867.43%，对净利润影响较大，公司所得税优惠政策的批复时间尚无无法确定。

业务展望：

- 2011年公司实现了较快的收入及营业利润的增长，但由于所得税优惠政策的到期及同期政府补助的减少，公司的全年的净利润增速较低。剔除税收政策的影响，公司在传统的一线贴膏制剂产品保持市场份额稳定的基础之上，积极探索推进药材贸易，药材交易服务等新业务板块公司，并且初步完成了药品、药材、保健养生三大业务板块的战略布局及顶层设计，利用品牌，文化及地域的优势积极开展了多元化的经营举措，整体而言，公司正在一个良性向上的发展过程之中。

盈利预测

- 我们预测公司 2012, 2013 年 EPS 分别为 0.49 元、0.58 元，目前股价对应 PE 分别为 33 倍和 28 倍。虽然估值相对偏高，但我们考虑到“奇正”民族品牌药的优势及未来多元化的空间，未来除奇正贴膏外新的潜力业绩利润增长点将逐渐增多，维持“推荐”的投资评级。

表 1：盈利预测与估值

万元	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入	522.75	788.80	964.00	1,178.00
(+/-)%	11.91%	50.89%	22.21%	22.20%
经营利润（EBIT）	154.10	195.30	238.04	283.37
(+/-)%	2.88%	26.74%	21.88%	19.04%
净利润	170.46	170.72	198.59	236.72
(+/-)%	6.00%	0.15%	16.33%	19.20%
每股净收益（元）	0.420	0.420	0.489	0.583

资料来源：东兴证券

分析师简介

陈恒

先后毕业于南昌大学生物工程系、北京工商大学金融工程系，从事医药行业研究 3 年。

联系人简介

杨帅

北京协和医学院硕士，2010 年加盟东兴证券。

苏进进

北京协和医学院硕士，2010 年加盟东兴证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。