

**宏源证券**  
HONGYUAN SECURITIES

证券研究报告/奇正藏药(002287)/公司深度报告

2013年08月22日

# 两大独家品种打造藏药传奇

**增持 首次**

目标价格: 24.00

## 投资要点:

- ☞ 止痛贴膏入主基药目录, 期待更大的增长空间
- ☞ 独家品种白脉软膏成为新宠, 有望成为新的增长点
- ☞ 更改募投项目, 推进药材饮片业务发展

## 报告摘要:

- **止痛贴膏入主基药目录, 期待更大的增长空间。**公司的主导产品奇正止痛贴膏入选 2012 年版《基本药物目录》并进入 12 个省的基药增补目录。此前奇正止痛贴通过基药渠道实现销售占比仅为 10%, 此次入选基药目录将在该领域实现 40%-60% 的放量增长, 且作为独家品种, 价格下降空间有限, 整体来说, 此次基药扩容为公司带来了广阔的市场空间, 发展前景可观。
- **独家品种白脉软膏成为新宠, 有望成为新的增长点。**白脉软膏与止痛贴膏同为公司的独家品种, 是国内首个用于治疗神经系统阻滞引起的疼痛和中风康复的外用药物。未来, 公司将逐步收回代理商, 重新安排代理机制。预测未来会实现 60% 的增长幅度, 这将促使该产品成为公司的新的主打产品。
- **更改募投项目, 推进药材饮片业务发展。**2012 年, 公司秉承源头战略和大健康战略, 顺应国家食品安全的政策要求和绿色健康食品的市场需求, 协同药品板块和自身的发展优势, 将募投项目中的药材饮片生产线改扩建项目的实施地点从榆中变更到陇西, 以更加充分的利用陇西的地域、政策、原材料和生产成本等优势。作为公司快速增长的第二大业务板块, 药材饮片业务的未来发展不容小觑。
- **盈利预测与估值。**根据我们的盈利预测模型, 预计 2013-2015 年公司营业收入 13.11 亿、18.08 亿、24.71 亿元, 净利润 2.43 亿、3.09 亿和 3.70 亿, 对应的 EPS 0.60、0.76、0.91, 目前的 PE 31.63、24.97 和 20.86 倍。给予公司“增持”评级, 目标价 24 元。

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	789.23	934.27	1311.9	1808.6	2471.3
增长率(%)	50.72	18.38	40.4	37.9	36.6
归母净利润(百万)	170.72	190.18	243.8	308.8	369.9
增长率(%)	0.15	11.40	29.8	26.7	19.8
每股收益	0.42	0.47	0.60	0.76	0.91
市盈率	57.60	51.71	31.63	24.97	20.86

## 中小市值研究组

### 首席分析师:

王凤华(S1180511010001)

新财富中小市值最佳分析师

电话: 010-88013568

Email: wangfenghua@hysec.com

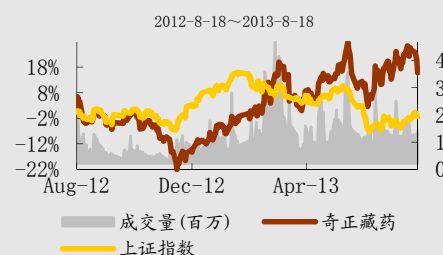
### 研究助理:

岳苗

电话: 010-88013564

Email: yuemiao@hysec.com

## 市场表现



## 行情数据

当前股价	18.98
总股本(千股)	406,000
总市值(百万)	7,706
流通市值(百万)	7,706
12个月最高价	20.68
12个月最低价	12.02

## 相关研究

《中小市值周报: 循着行业政策, 走精选个股路线》

2013/8/12

《中小市值周报: 乌龙指打乱节奏, 市场面临多维冲击》

2013/8/17

## 目录

<b>一、藏药龙头企业 .....</b>	<b>4</b>
(一) 公司简介 .....	4
(二) 股权结构 .....	4
(三) 经营业绩 .....	5
<b>二、民族药——医药行业的一道独特风景线 .....</b>	<b>6</b>
<b>三、公司主要产品及前景 .....</b>	<b>10</b>
(一) 药品行业 .....	10
1、主导产品奇正消痛贴膏进入基药，未来发展依旧良好 .....	10
2、白脉软膏成为新宠，或将成为公司新的增长点 .....	10
3、公司的其他药品，实现了稳步增长 .....	11
4、药品的销售渠道逐步拓宽 .....	11
(二) 药材行业 .....	12
<b>四、公司未来发展战略——“大藏药，大健康” .....</b>	<b>13</b>
(一) “大藏药”——基药扩容，进一步提升藏药大品种竞争力 .....	13
(二) “大健康”——更改募投项目，推进药材饮片业务发展 .....	13

## 插图

图 1: 公司股权结构图 .....	4
图 2: 公司营业收入增长状况 .....	5
图 3: 公司净利润增长情况 .....	5
图 4: 期间费用分析 .....	6
图 5: 营业收入按产品构成划分 .....	6
图 6: 毛利率按产品构成划分 .....	6
图 7: 医药行业构成 .....	7
图 8: 2006-2012 年医药工业总产值 .....	7
图 9: 2012 年医药工业子行业划分 .....	8
图 10: 2006-2012 年中成药工业总产值 .....	8
图 11: 2006-2012 年中药饮片工业总产值 .....	8
图 12: 公司各销售渠道占比 .....	12

## 表格

表 1: 公司子公司经营情况及主要业务 .....	4
表 2: 中药和藏药的对比 .....	9
表 3: 四大民族药对比 .....	9
表 4: 公司主要产品对比 .....	11
表 5: 财务报表预测 .....	15

## 一、藏药龙头企业

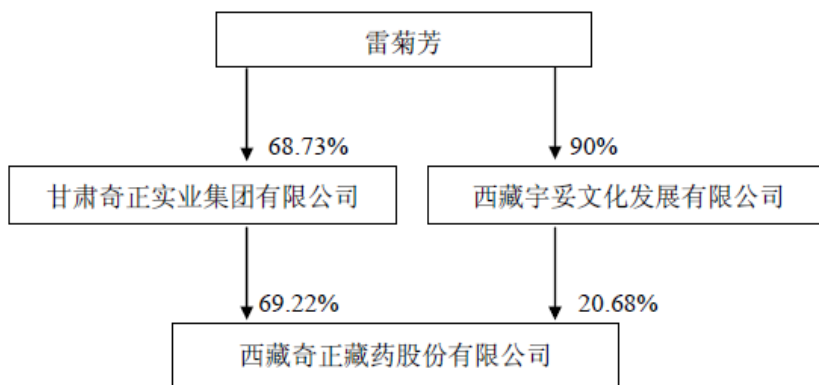
### （一）公司简介

奇正藏药股份有限公司（以下简称奇正藏药）于 1995 年创办于西藏灵芝，是国内最大的藏药生产企业。公司目前的注册资本为 4.06 亿元，与 2009 年上市。主要从事新型藏药的研发、生产和销售，包括外用止痛药物、口服液等。公司的主要产品包括奇正消痛贴膏、青鹏软膏、白脉软膏等外用及口服藏药、藏药材等，其中奇正消痛贴膏（主导产品）已畅销多年，在中国外用止痛药物市场连续六年销售排名第一，位居首届 OTC 产品排行榜中药外科类榜首，名列非处方药重点品牌。

### （二）股权结构

公司最大的股东为甘肃奇正实业集团有限公司，雷菊芳女士为公司实际控制人，分别持有甘肃奇正实业集团有限公司和西藏宇妥文化发展有限公司 68.73% 和 90% 的股权。

图 1：公司股权结构图



资料来源：公司公告, 宏源证券

公司现拥有 15 家子公司，其中通过设立或投资方式取得的子公司 12 家，通过同一控制下企业合并取得的子公司 3 家。

表 1：公司子公司经营情况及主要业务

子公司名称	持股比例	主要业务
西藏奇正藏药营销有限公司	100%	藏药材、藏成药销售
北京白玛曲秘文化发展有限公司	100%	洗浴、制售中餐
奇正（北京）传统藏医药外治研究院有限公司	100%	藏医外治研究推广
甘肃奇正藏药营销有限公司	100%	中成药、中药材批发、零售；农副产品收购
陇西奇正药材有限责任公司	100%	国家允许经营的地产中药材购销
西藏宇妥藏药产业集团有限公司	80%	藏药生产和销售；药品批发零售；藏药研发、藏药材种植、藏药材贸易
北京奇正天麦力健康科技有限公司	100%	以青稞及高原药食两用植物资源为原料的功能性营养食品的技术开发
西藏那曲地区奇正宇妥土特商贸有限责任公司	80%	虫草收购、销售；红景天、红花、贝母、人参果类农畜产品收购、销售

宁夏奇正沙湖枸杞产业股份有限公司	55%	枸杞种植; 试验示范; 技术开发、技术咨询和指导; 农业观光旅游; 电子商务服务
西藏宇妥药材有限责任公司	80%	药材加工、销售; 手掌参、木耳、灵芝、松茸、枸杞、丹参、红景天、红花、贝母、人参果、土特产品加工、销售
靖远奇正免洗枸杞有限公司	100%	农产品的种植、收购、筛选烘干、销售、试验示范、技术开发、咨询服务。
林芝奇正白玛曲秘花园酒店有限公司	100%	住宿、洗浴、中餐、销售饮料、酒、销售旅游商品
甘肃奇正藏药有限公司	100%	藏药生产、销售
西藏林芝宇拓藏药有限责任公司	65%	藏药、藏药材生产加工
甘南佛阁藏药有限公司	100%	藏药制造、销售

资料来源: 公司公告, 宏源证券

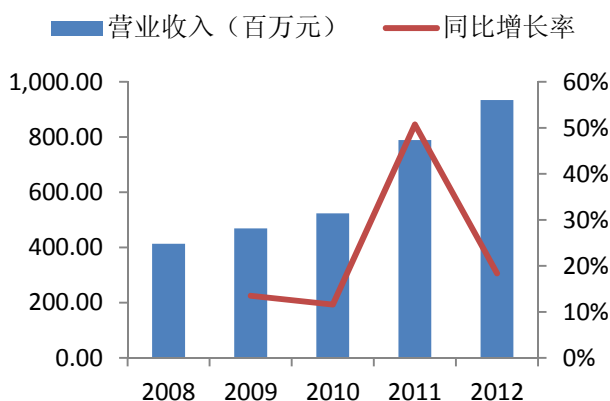
### (三) 经营业绩稳步增长

公司近几年来营业收入和净利润都实现了稳步的增长。2012 年, 公司实现营业收入 9.34 亿元。主要是药品销售 (消痛贴膏) 收入 5.78 亿元, 较上年同期增长 13.72%; 药材销售收入 3.54 亿元, 较上年同期增长 27.3%。另外, 公司也从事于养生会所的业务, 但是其对于利润的贡献不大。

2013 年第一季度的营业收入为 2.1 亿元, 同比增长 56%, 归属于上市公司股东的净利润为 4530 万元, 同比增长 68.10%。单季度实现了极高的增长速度。

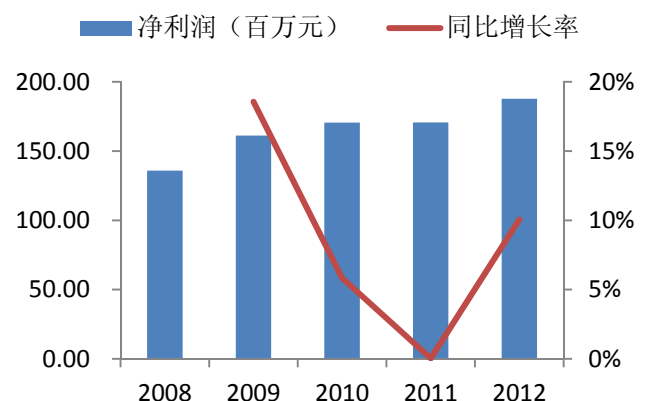
2013 上半年公司实现营业收入 4.56 亿元, 较上年同期增长 34.83%, 主要是药品销售收入 3.16 亿, 较上年同期增长 21.38%; 药材销售收入 1.39 亿, 较上年同期增长 80.47%。报告期内, 公司实现营业利润 1.05 亿, 较上年同期增长 0.69%; 实现归属于上市公司股东的净利润 1.15 亿元, 较上年同期增长 28%, 经营业绩稳步增长。

图 2: 公司营业收入增长状况



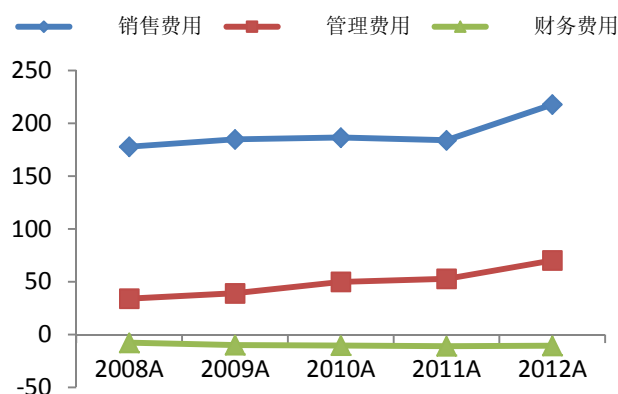
资料来源: wind, 宏源证券

图 3: 公司净利润增长情况

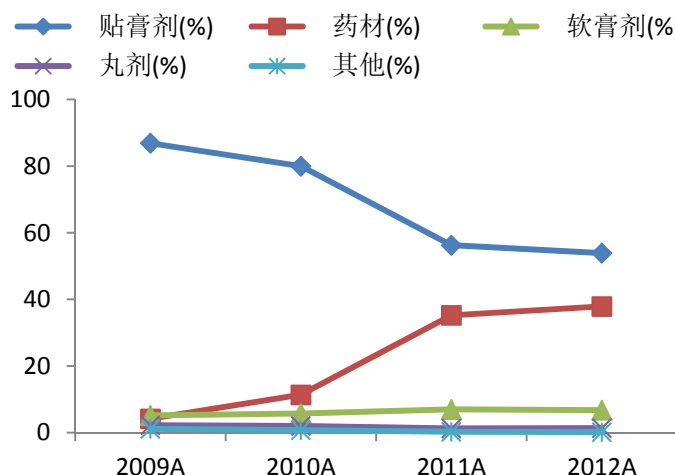


资料来源: wind, 宏源证券

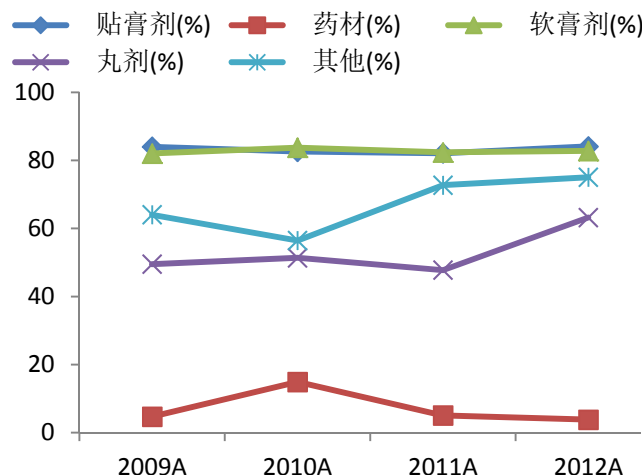
公司近五年营业收入逐年增长, 年复合增长率达到 22.5%, 净利润年复合增长率为 8.4%。

**图 4: 期间费用分析**

资料来源: 宏源证券

**图 5: 营业收入按产品构成划分**

资料来源: wind, 宏源证券

**图 6: 毛利率按产品构成划分**

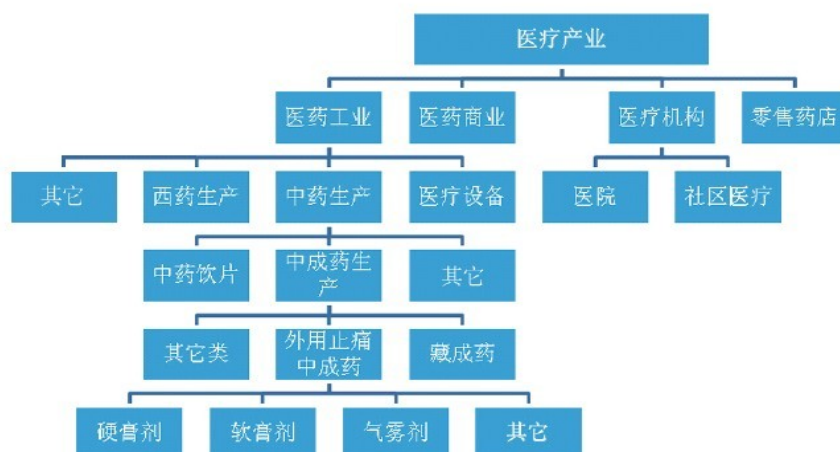
资料来源: wind, 宏源证券

近4年公司主营业务构成中,对营业收入贡献最大的是贴膏剂,构成营业收入的50%以上,由于2011年起公司开始布局药品、药材、保健养生三大业务板块,因此药材业务的收入显著上升,由2009年不到两千万的收入到2012年3.54亿的收入,因而导致贴膏类收入贡献下降和药材收入贡献的上升。

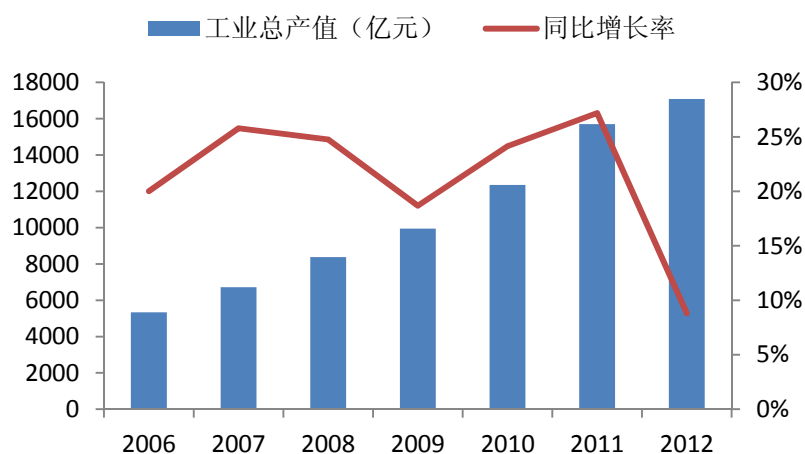
公司贴膏剂和软膏剂的毛利率最高,达到82%以上,丸剂的毛利率在50%以上,而药材的毛利率很低在4%左右。公司现在的主要产品是消痛贴膏和药材,未来公司将会在软膏剂上加大生产,相信未来软膏剂对于公司的营业收入会有进一步的贡献。

## 二、民族药——医药行业的一道独特风景线

公司所处的行业为医药行业,属于医药工业中的中药生产行业。其中,中药生产行业中的中药饮片指的是中药材经过按中医药理论、中药炮制方法,经过加工炮制后的,可直接用于中医临床的中药。中成药指的是以中草药为原料,经制剂加工制成各种不同剂型的中药制品,包括丸、散、膏、丹各种剂型。

**图 7：医药行业构成**

资料来源：公司招股说明书，宏源证券

**图 8：2006-2012 年医药工业总产值**

资料来源：宏源证券

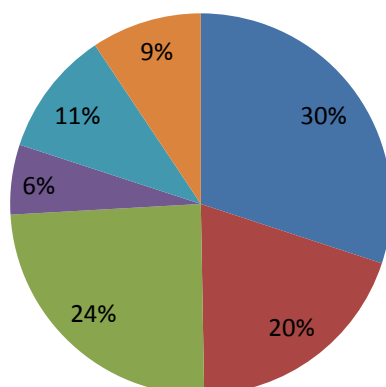
从 2006 年的 5340 亿元到 2012 年的 17000 亿元以上,我国医药工业总产值翻了两番,从根据我国《医药工业“十二五”发展规划》制定的主要发展目标,工业总产值年均增长 20%,工业增加值年均增长 16%。力促到 2015 年,销售收入超 500 亿企业达到 5 个以上,超 100 亿元企业 100 个以上,前 100 位企业销售收入占全行业 50%以上;并确保基本药物供应。

医药工业主要划分为六个子行业:化学制剂、化学原料药、中成药、中药饮片、生物制品和医疗器械。



**图 9: 2012 年医药工业子行业划分**

■ 化学制剂 ■ 化学原料药 ■ 中成药 ■ 中药饮片 ■ 生物制品 ■ 医疗器械

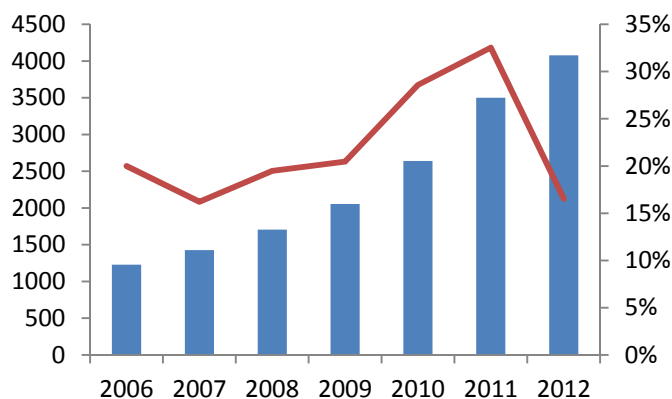


资料来源: 宏源证券

从 2012 年末医药工业的具体数据来看, 中成药和中药饮片产值为 4000 亿和 1000 亿左右, 占比分别为 24% 和 6%, 公司所涉及的领域包括中成药 (主要为藏成药) 以及中药饮片。

**图 10: 2006-2012 年中成药工业总产值**

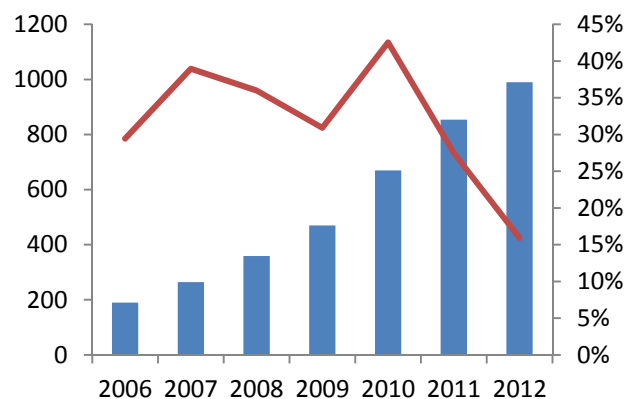
■ 工业总产值 (亿元) ■ 同比增长率 (%)



资料来源: 宏源证券

**图 11: 2006-2012 年中药饮片工业总产值**

■ 工业总产值 (亿元) ■ 同比增长率 (%)



资料来源: 宏源证券

中药饮片业从 2006 年不到 200 亿发展到 2012 年近 1000 亿, 年复合增长率超过 30%。

公司所涉及的领域包括中成药 (主要为藏成药) 以及中药饮片。藏药在我国是归属于中药, 属于四大民族药品之一, 但是藏医药的理论体系和中医药的理论体系是不同的。中药与藏药的主要区别如下表所示:



表 2: 中药和藏药的对比

	中药	藏药
历史渊源及各 自特点	有五千年历史，是临床医学，始终把人作为一个“整体”，讲求标本兼治。强调辨证论治和药物炮制，讲究药物四性五味和归经	有二千五百年的历史，基于疾病属性和药性理论的协调、平衡理论，按照藏医药组方、炮制、用药等理论，讲究系统平衡的多靶点治疗
药材来源	以植物、动物的提取物居多	以动、植、矿物等生药居多，也有动植物、矿物的提取物等
药材特点	以种植（殖）居多，使产品质量差异较大	以产自青藏高原（3500 米以上）的天然药材居多，独特的地理气候特性使高原药材的活性成分含量远高于平原地区
代表品种	安宫牛黄丸、板蓝根颗粒、鱼腥草注射液等	七十味珍珠丸、消痛贴膏、红景天胶囊等

资料来源：公司招股说明书，宏源证券

我国四大民族药分别为藏药、蒙药、维药和傣药，《医药工业“十二五”发展规划》中提到要鼓励中西部地区发展特色医药产业。发挥中西部地区能源、原材料丰富和比较成本低的优势，加强中药、民族药资源保护和开发利用，依托医药骨干企业，建设特色医药产品生产基地。《工业转型升级规划（2011—2015 年）》中提到要中药材（民族药）产业化。鼓励企业建立中药材原料基地，推广规模化种植，加强重要野生药材品种人工选育。运用生物技术进行优良种源的繁育，建立和完善种子种苗基地、栽培试验示范基地，推动野生药材的家种。加强中药材认证。到 2015 年，建成 100 个以上中药材（民族药）重点品种规模化生产示范基地。

表 3: 四大民族药对比

表格表头	主要精髓	药材特点	已有药品种类	成药特点	骨干企业
藏医药	讲究调伏增效，即各类药物适配对治	提炼，即保留原料药材中的有效成分，弃除无效成分	336 种药品已列入中华人民共和国藏药部颁标准。其中藏药材 136 种、成药 200 种	藏区动植物生命力特别顽强因此藏药效果快，药力强、纯净、天然、无污染，无毒副作用，不成瘾，组方广博	奇正藏药
蒙医药	重视对药材的炮制，吸收藏医、汉医及印度医学理论的精华	植物药为主，根据病症的生息活动规律，主证、并证灵活兼顾，由于病情不同，患者每日早、午、晚用药往往不同	一般成药有 400 余种，已知蒙医传统配方，单方、验方共 1500 多首，绝大多数为复方制剂。	蒙成药，药味浓、用量少、药力大、作用独特、疗效突出。	内蒙古蒙药股份有限公司
维吾尔医药	伊斯兰医药学的重要组成部分，四大疗法：护理疗法、饮食疗法、药物疗法和手治疗法	习用性峻毒烈的药物	常用药有 1100 多种，其中矿物药 80 多种，植物药 1000 多种，动物药 50 多种	专科专病特色突出，牛皮癣（银屑病）、白癜风的治疗独树一帜	新疆奇康哈博维药有限公司
傣医药	就地取材来解决，药物多为生用或鲜用	动物药在傣药中占有重要地位，对生长环境要求高	400 种	结合多种临床方法治疗熏蒸、睡药、洗药、坐药、推拿按摩等	云南傣药有限公司

资料来源：宏源证券

藏医药作为一门独特的民族医药, 经过千年的发展, 已经形成了较为系统的教育、研究体系, 并形成了规模化生产的产业, 在中医药行业中占据重要地位。在西药盛行的今天, 传统的中医药以其较少的副作用, 在人们的生活中发挥着越来越重要的作用。同时, 藏医药产业的产值实现了连年的快速增长, 这说明藏药的特色概念也正在被越来越多的人所接受、公司作为最大的民族药生产企业, 无疑成为了医药行业的一道独特的风景线。

### 三、公司主要产品及前景

2012 年, 公司实现营业收入 9.34 亿元。主要包括药品销售收入 5.78 亿元, 较上年同期增长 13.72%; 药材销售收入 3.54 亿元较上年同期增长 27.3%。其中, 药品行业的主要产品为消痛贴膏, 白脉软膏, 青鹏软膏等产品, 药材行业的主要产品为虫草、枸杞和当归。

#### (一) 药品行业看好奇正消痛贴和白脉软膏几大品种

##### 1、主导产品奇正消痛贴膏进入基药, 未来发展依旧良好

奇正消痛贴膏是公司的主导产品, 主要功能为活血化瘀, 消肿止痛, 对于急慢性扭挫伤、跌打瘀痛、骨质增生等具有良好的疗效。它是急性疼痛痊愈最快、慢性疼痛非麻醉类止痛效果最强的外用贴膏, 为公司的独家品种。现在单片的价格大约在 17-18 元。

同时, 奇正消痛贴膏属于国家保密品种, 取材纯天然藏药生粉入药, 并采用真空冻干技术, 保持了藏药的高活性成份, 运用透皮吸收技术、湿敷贴剂技术、真空冷冻干燥技术、自动连续制贴技术、活塞式微量多点均布给药技术, 保证了药物安全有效得抵达病患部位, 并持续探索改善对皮肤的刺激性, 契合了药物透皮吸收给药系统发展方向, 独特的剂型体现奇正藏药在“外用给药系统”与“天然药物”相结合的科研优势, 同时也推动了外用行业的发展。在外用 OTC 药品排行中, 奇正消痛贴膏多年来一直处于领先地位。

目前, 消痛贴膏在国内外用止痛药物市场上保持着领先优势。HDM 系统数据显示, 2012 年国内样本医院奇正消痛贴市场销售额已过 6000 万元, 同比增长 13.56%, 五年年平均增长率达到 21.37%。2012 年 16 个城市样本医院竞争格局中, 居前五位的城市北京、上海、济南、南京、杭州, 奇正消痛贴分别占据的市场比例是 34.87%、10.78%、8.84%、8.76% 和 8.68%, 其余 11 个城市占据 28%。进入 2012 版基药目录后, 奇正消痛贴膏的临床使用将踏上新的平台。

在 2012 年, 奇正消痛贴膏进入了 12 个省市基药增补目录, 该部分地区的基药销售实现了 60% 的增长率。同时, 消痛贴膏又进入了 2012 年版《基本药物目录》。新版基药目录的推出对于拥有独家品种的药企来说是一个重大利好, 由于独家品种比较难以仿制, 进了基药目录可以较长时间保持独家, 再加上市场和效益未来的极大扩张, 相信消痛贴膏并不会面临较大的降价压力。

现在消痛贴膏主要面向三级医院销售, 二级医院相对较少。成为基药后, 销售额增长率大致为 40%-60%。由于消痛贴膏在市场外用止痛药物市场一直是“价格最高、销量最高”的状态, 随着消痛贴膏进入新基药目录, 可全额报销, 预测消痛贴膏仍将保持较高的销售收入。

##### 2、白脉软膏成为新宠, 或将成为公司新的增长点

白脉软膏和消痛贴膏一样, 同属于独家品种, 是国内首个用于治疗神经系统阻滞引起

的疼痛和中风康复的外用药物，同时是唯一促进肢体功能康复的国家批准的外用药品，开创了外用药物用于神经系统的新领域。此产品涂抹剂量较大，每支的市场价格大约在 50-60 元，价格也相对昂贵。

此产品当前一直在用招商的方式进行销售，市场规模大约自 1500 万到 2000 万之间。未来，企业将逐步收回代理商，重新安排代理机制。2013 年 7 月白脉软膏同时入选青海和广东两地基药目录，相信该产品未来会实现 60% 的增长，成为公司新的增长点。

### 3、公司的其他药品，实现了稳步增长

青鹏软膏是目前唯一经过随机双盲多中心安慰剂对照研究验证可以有效治疗湿疹的纯天然药物。其原先的定位是小关节用药，由于和消痛贴膏的定位有所冲突，因此在临床推广时面临着挤占市场的问题，公司近几年积极促进着该产品的平稳转型。2012 年，青鹏软膏被列入《外用中成药治疗湿疹皮炎的专家共识》，成为专家推荐治疗湿疹用药。现在的市场规模大约在 4000 万元人民币，公司也在逐渐开拓此产品的市场。

另外，公司的外用止痛系列产品还有铁棒锤止痛膏，主要用于祛风除湿，活血止痛。用于风寒湿痹，关节肿痛，跌打扭伤、神经痛等。（2011 年主营产品新加入白脉软膏，铁棒槌膏从 2010 年起逐步淡化）。

红花如意丸以及桂枝茯苓等口服药主要采取传统配方生产，而非独家药品。这些药品近期一直采用代理的方式在销售，主要销售区域为民族区域，比如西藏、青海、甘肃等地。

新品开发方面以催汤颗粒、正乳贴等在研项目的新药临床研究为主，并继续进行以高原资源为主的非药类产品的开发。

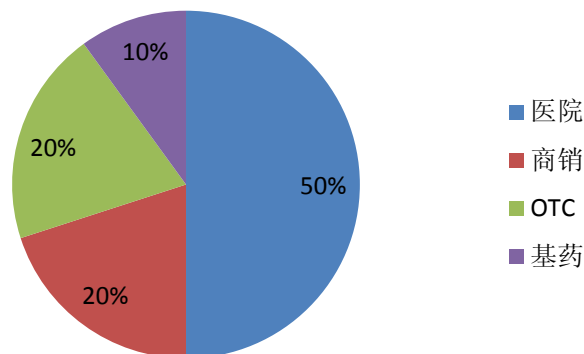
**表 4：公司主要产品对比**

日期	功效	竞争产品	是否基药	是否独家	收入规模
消痛贴膏	活血化瘀，消肿止痛	云南白药膏，云南白药气雾剂，天和骨通贴膏，通络祛痛膏	是	是	6 亿元左右
白脉软膏	舒筋活络，主治神经性疼痛、中风等	舒筋活络膏	否	是	1500-2000 万元
青鹏软膏	止痛消肿,主治湿疹	冰黄肤乐软膏	否	否	4000 万元

资料来源：宏源证券

### 4、药品的销售渠道逐步拓宽

公司药品的销售渠道主要分为四种，其中医院渠道占据了最大的份额—50%，通过商销（主要面向分销商和社区医院）方式销售的份额为 20%，OTC 和基药渠道的份额分别为 20% 和 10%。由于公司的独有品牌定价较高，所以 OTC 团队的人相对较少。

**图 12：公司各销售渠道占比**

资料来源：宏源证券

截至 2012 年底，公司自有的藏药销售团队达 600 多人，同时顺应消痛贴膏进入基药的形势，公司的基药团队今年新增了 200 人。公司的药品事业部主要采取大区分组的形式在医院市场、基层医疗市场、零售市场进行学术推广和品牌推广，直接覆盖 3,000 家二级以上医院，10,000 家基层医疗机构和 20,000 家零售药店，涉及的产品治疗领域包括骨科、疼痛科、妇科、神经内科、康复科、风湿科等多个学科，在内地医药市场树立了藏药专业形象品牌，为后续新产品上市转化提供保障，同时主要产品均被列入现行国家基本医疗保险报销目录。

## （二）药材行业规模明显扩大

2012 年公司的药材饮片业务保持着较快速度的增长。药材板块实行聚集大客户策略，10 家主要大客户销售贡献达 91.58%，主要分布在华东地区。公司的药材主要属于甘肃陇脉药材，产量比较大的是虫草、枸杞和当归。由于公司的药材生产起家甘肃，同时受到了当地政府的支持，所以重要饮片的需求量将会不断增大。公司现在有自己的饮片工厂同时有已经建立好的生产线，年产量大约在 500-600 吨。

药材贸易中产量比较大的是虫草（那曲 5000）。在生产过程中，公司对于虫草采用洁净技术，有效保持虫草的原有活性成分。虫草贸易主要供应给中间商，未来主攻的销售市场是礼品和团购市场。

另一个主要生产的品种为枸杞，公司现在有自建的无公害枸杞基地大约 1000 万亩，通过了国家绿色食品发展中心的绿色食品认证。枸杞的质量采取可追溯制度，产品的品质能够得到很好的保证。公司对种植基地实行规范管理，病虫害统防统治，确保枸杞产品中农药残留和重金属残留符合绿色食品国家标准，保证了枸杞的高品质及食用的安全性，树立枸杞行业标杆。在加工环节，将低钠脱蜡技术、低温热泵干燥技术应用于大生产中，有效提高了枸杞的品质。现在公司枸杞药材的发展方向主要是礼品和团购，其中礼品方面期望市场规模达到 1000 万元人民币左右。

目前，公司药材的推广方式主要通过文化推广。招商部来进行代理，甘南工厂将很多



口服藏成药代理出去。

在未来，对于药材方面，公司希望能够建立自有品牌和前端品牌，并且也希望继续扩展新的销售渠道，包括连锁药店以及团购等。

## 四、公司未来发展战略——“大藏药，大健康”

公司的竞争优势依托于西部高原特色药材食材资源以及独特的藏文化资源，战略愿景是成为价值领先的现代藏医药健康产业集团，并积极在大藏药与大健康业务上建立领先地位。公司的近期发展情况也再一次印证了公司的发展战略。

### （一）“大藏药”——基药扩容，进一步提升藏药大品种竞争力

大藏药的核心是把培育藏药大品种及对现有大品种进行二次开发作为实现大藏药战略的主要路径。目前药品板块是公司利润的主要来源，药品的研、产、销能力发育最为成熟，构成公司最具竞争力的运营性竞争优势；奇正品牌、9个独家品种、独特的藏药材资源形成了公司在骨科、妇科、神经科等特色治疗领域的结构性竞争优势。在目前国家审批政策下，公司的策略是发展已获文号藏药大品种，进行上市后再评价，提升产品的市场占有率。

对于公司来说，基药扩容成为了藏药进一步提升竞争力的利好因素。今年新颁布的2012年《基本药物目录》，针对2009年第一版基药目录品种较少的缺点，将基本药物从原来的307个品种新增至520种，扩容了近七成。其中中药新增品种独家品种占比达39%。基药扩容是医药板块的一个利好因素，2009版基药目录实施后，进入基药目录的、特别是独家品种快速放量。所以我们相信在进入基药后，公司作为最大的民族药生产企业也将享受到行业扩容所带来的巨大优势。

扩容带来重大利好的同时，也有一些隐患在其中。按照以往惯例，新版基药目录发布之后，国家发改委对目录中药品进行最高限价，所以基药将受制于药价限制。2009版基药目录发布后，总计2349个规格的基药中有45%被调低价格，平均降幅为12%。而整个基本药物制度实施至今，全国基层医疗卫生机构使用的基本药物价格平均下降了30%。虽然在旧版基药目录公布后，独家品种并没有出现大幅降价的情况，但是由于中药材的价格攀升，所以在成本方面的压力一直不小。

总的来说，公司的奇正消痛贴膏进入基药的利大于弊，基层放量的可能性极大，而价格却不大可能产生大幅度波动，所以基药扩容对于公司总体来说是一个重大利好，可以大幅度提升藏药在市场竞争中的竞争力。

### （二）“大健康”——更改募投项目，推进药材饮片业务发展

公司的发展战略中的“大健康”则是指依托青藏高原和黄土高原的地缘优势，顺应国家食品安全的政策要求以及绿色健康食品的市场需求，协同现有的药品板块建立起来的品牌优势、研发优势、生产优势和营销渠道优势，建立全产业链可追溯高原道地药材供应能力，并通过对特色资源的综合开发与利用，开发具有藏医药特色的绿色功能性食品，拓展大健康市场。

秉承大健康的思想，公司更改了募投项目，以更好的推进药材饮片业务的发展、近几年随着国家一系列中药饮片规范化管理措施的实施以及国家对中药饮片扶持力度的不断

加强，中药饮片工业化生产逐步发展壮大起来，加之医药行业内需型市场、刚性需求的特性促使中药饮片需求呈现稳定增长态势，为中药饮片行业的发展提供了机遇，市场前景广阔。

作为公司快速增长的第二大业务板块，药材饮片业务是公司源头战略及大健康战略的具体落实。为了形成饮片的规模效益，公司统一规划、重新定位，将募投项目中的药材饮片生产线改扩建项目的实施地点从**榆中**变更到**陇西**，以充分利用陇西的地域优势、原材料优势、政策优势、生产成本优势、交易信息优势，发展公司药材饮片业务，形成资源的优化配置及规模效应。

公司的原募投项目“藏成药及药材饮片生产线改扩建项目”原计划投资 4707 万元，现已累计投入金额 1823 万元。

按照计划，公司在陇西实施的总投资为 6380 万元，其中使用募集 4500 万元，其余投资由企业自筹解决。在保证“藏药生产线改扩建项目”其他子项目正常完成的前提下，转出“外用制剂生产线改扩建项目”节约资金及原“藏成药及药材饮片生产线改扩建项目”资金共计 4500 万元设立新的募集资金账户用于该项目。

公司预计项目建设期为 2 年，项目全部建成后预计年营业收入约 1.5 亿元，投资回收期为 7.5 年。我们相信，募投项目的改扩建会极大的支持公司的药材饮片业务，给公司的收入带来新的增长。

## 四、盈利预测与估值

根据我们的盈利预测模型, 预计 2013-2015 年公司营业收入 13.12 亿、18.09 亿、24.71 亿元, 净利润 2.44 亿、3.09 亿和 3.70 亿, 同比增长 30%、27%和 20%, 对应的 EPS 0.6、0.76、0.91 元, 按照 8 月 22 日收盘价 18.6 元计算, 目前的 PE 为 31.63、24.97 和 20.86 倍。给予公司“增持”评级, 目标价 24 元。

表 5: 财务报表预测

利润表	2012A	2013E	2014E	2015E	现金流量表	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	934	1312	1809	2471	经营活动现金流				
YoY	18%	40%	38%	37%	净利润	188	244	309	370
营业成本	437	651	951	1356	折旧与摊销	16	25	27	28
营业税金及附加	10	15	21	28	财务费用	0	-2	-2	-2
销售费用	218	282	362	494	非经常性/非经营性损益	1	-13	-13	-13
管理费用	70	92	127	173	营运资金的减少	-35	-332	-363	-486
EBITDA	215	297	375	448	长期经营性负债的增加	0	-8	1	1
YoY	9%	38%	26%	19%	经营活动现金流净额	170	-86	-41	-103
EBIT	199	272	348	420	投资活动现金流				
财务费用	(11)	(2)	(2)	(2)	固定资产购建	-62	-15	-15	-15
非经营性/经常性损益	13	13	13	13	无形资产购建	0	-10	-10	-10
利润总和	223	287	363	435	非经常性或非经营性损益	0	13	13	13
所得税费用	35	43	54	65	非核心资产的减少	0	0	0	0
净利润	188	244	309	370	投资活动现金流量净额	-62	-12	-12	-12
YoY	10%	30%	27%	20%	筹资活动现金流				
少数股东损益	(2)	0	0	0	短期借款增加	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	190	244	309	370	长期借款增加	0	0	0	0
YoY	11%	28%	27%	20%	股本及资本公积增加	0	0	0	0
					财务费用及红利等	-114	2	2	2
资产负债表	2012A	2013E	2014E	2015E	筹资活动现金流量净额	-114	2	2	2
资产					现金及现金等价物净增加额	-6	-95	-51	-113
货币资金	515	420	369	494	现金及现金等价物期末余额	515	420	369	256
应收款项	455	656	904	1236					
预付款项	46	63	92	133	主要财务指标	2012A	2013E	2014E	2015E
存货	118	250	370	531	盈利能力				
其他流动资产	0	0	0	0	ROE	13.9%	15.3%	16.2%	16.3%
流动资产合计	1135	1389	1736	2394	净利率	20.1%	18.6%	17.1%	15.0%
固定资产	174	170	165	160	毛利率	53.3%	50.3%	47.4%	45.1%
在建工程	6	8	9	10	营业费用率	23.3%	21.5%	20.0%	20.0%
无形资产	76	78	80	82	管理费用率	7.5%	7.0%	7.0%	7.0%
非核心资产	40	40	40	40	财务费用率	-1.1%	-0.2%	-0.1%	-0.1%
非流动资产合计	297	296	295	292	资本结构				
资产总计	1432	1685	2030	2686	资产负债率	5.7%	5.4%	6.2%	6.5%



负债					权益乘数	1.06	1.06	1.07	1.18
短期借款	0	0	0	0	流动资产/总资产	79.3%	82.4%	85.5%	89.1%
应付款项	41	63	92	133	流动负债/总负债	74.6%	85.7%	88.9%	91.4%
预收款项	12	13	18	25	偿债能力				
其他应付款	7	2	2	2	流动比率	18.82	17.88	15.42	15.01
其他流动负债	1	0	0	0	速动比率	16.87	14.65	12.14	11.68
流动负债合计	60	78	113	160	产权比率	0.06	0.06	0.07	0.08
长期借款	0	0	0	0	归属母公司股东权益/负债	16.33	17.25	14.81	12.86
长期经营性负债	0	0	0	0	营运能力				
其他非流动负债	21	13	14	15	存货周转率	3.44	3.54	3.07	3.01
非流动负债合计	21	13	14	15	应收账款周转率	2.20	2.36	2.32	2.31
负债合计	81	91	127	175	流动资产周转率	0.84	1.04	1.16	1.20
股本	406	406	406	406	固定资产周转率	6.80	7.62	10.80	15.20
资本公积金	411	411	411	411	总资产周转率	0.67	0.84	0.97	1.05
留存收益	504	748	1057	1427	每股和估值指标				
归属母公司股东权益	1321	1565	1874	2244	EPS(元)	0.47	0.60	0.76	0.91
少数股东权益	30	30	30	30	BPS(元)	3.25	3.85	4.62	5.53
股东权益合计	1352	1595	1904	2274	P/E(x)	40.35	31.47	24.85	20.75
负债和股东权益合计	1433	1686	2031	2449	P/B(x)	5.81	4.90	4.09	3.42

资料来源: 宏源证券

**作者简介:**

**王风华:** 宏源证券研究所首席分析师, 分管中小市值、医药、机械、旅游、农业等行业研究组,《新财富》2012年最佳中小市值研究机构第四名。中国人民大学硕士研究生, 本科毕业于江西财经大学。16 年从业经历, 曾在多家券商任职, 任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职, 10 年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖: 宏观策略研究、区域经济主题、能源行业、煤炭电力行业、新兴产业、主题投资研究、中小市值上市公司研究等。

主要研究覆盖公司: 科力远、盛运股份、海越股份、利德曼、金宇集团、德力股份、尚荣医疗、海虹控股、众生药业、华星化工、久立特材、佳都新太、中弘股份、双塔食品、利亚德、中文传媒、同洲电子、壹桥苗业、中银绒业、长信科技、中恒集团、煌上煌、积成电子、开尔新材、超华科技、探路者、滨江集团、永新股份、山大华特等。

**机构销售团队**

公 募	北京片区	李 倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗 云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	奚 曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴 蓓		18621102931	wubei@hysec.com
		蒋晓彦		18602191021	jiangxiaoyan@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵 越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周 迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
机 构	上海保险/私募	赵 佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
		李 岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张 瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	银行/信托	朱 隼	010-88013612	18600239108	zhusun@hysec.com

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、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, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。