

奇正藏药（002287）调研报告一

一个开始“变化”的公司！

2013 年 11 月 15 日

11 月 12 日，我们与公司高管就公司药材业务发展现状与未来整体规划，公司“大健康”业务进展，以及“消痛贴膏”进入基药的影响等问题进行深入交流，现将具体内容介绍如下：

调研内容要点

1、“消痛贴膏”进入新版基药目录后，降价是一定的，但是公司将通过中药保护品种、民族药和保密配方等方式保护价格，虽然所有竞品都会降价，预计“消痛贴膏”降幅应该是最低的。

2、“消痛贴膏”今年销量有所增长，但是幅度不大，主要由于各地都还没有完成招标。公司已进 12 省市的增补目录，今年的增长主要是来自于这里。目前二级以上医院公司仅覆盖其中 2700-2800 家，占比 30%。未来的方向主要通过扩大基层市场的覆盖率来增加销售，今年已经增加 200 人的销售队伍来做基层市场，明年预计会增加更多在县级及社区医院的销售覆盖。

3、公司已经建立了一套完整的枸杞清洗-破蜡-烘干-筛分-色选-真空塑装生产线，今年已经解决生产问题，明年开始进入销售推进阶段，第一款产品即将上市。目前大部分枸杞还是以“原果”的产品形式进行销售，深加工产品还在研发中。由于枸杞采摘季在夏初，考虑到销售周期，因此枸杞业务的销售收入将体现在明年下半年。

4、预计公司 2013 年实现营业收入为 10.51 亿元，同比增长 12.45%。归属于母公司净利润 2.45 元，同比增长 28.92%，折合每股收益 0.60 元（较上次报告大幅上调）。公司的增量主要还是来自于“消痛贴膏”进入基药后，公司通过招标和对基层医疗终端覆盖率的提升，来推动该产品的稳定持续增长。同时通过培育新的大品种，来实现公司完整产品线的销售序列。综合考虑中期“消痛贴膏”业务持续快速增长，新品不断培育，中药饮片和枸杞产业进入销售周期，公司将开始逐步“变化”。因此给予公司“谨慎推荐”评级。

分析师—许希晨

执业资格证书 S0600512080001

021-63123162

jenny1727@gmail.com

分析师—刘晨彬

执业资格证书：S0600513070001

0512-26298572

hanwj@mail.dwstock.net

联系人—韩文静

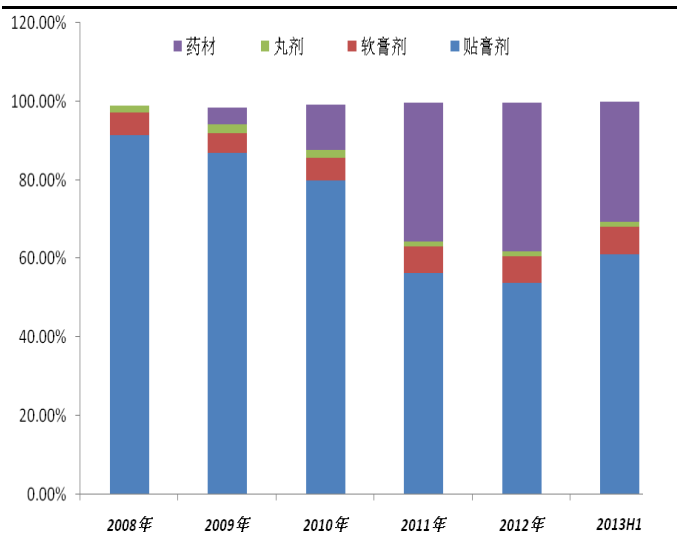
18600581960

hanwj@mail.dwstock.net

一、“消痛贴膏”进入新基药的影响

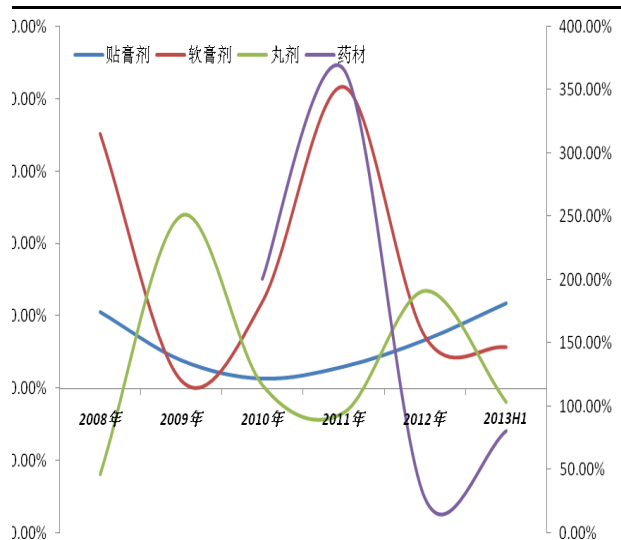
公司最主要的产品是“消痛贴膏”，占贴膏剂产品线销售收入的92%-95%。我们从图1可以看到，贴膏产品线目前占主营业务收入的比例基本稳定在50%-60%左右，2013年H1占营收比例为61.04%。公司各个产品线中，只有“贴膏剂”自2011年以来稳步加快增长，其它产品波动幅度剧烈，尤其是中药材贸易和丸剂产品。

图表1：奇正藏药产品营收结构图



资料来源：东吴证券研究所

图表2：奇正藏药主要产品增长图



资料来源：东吴证券研究所

1、“消痛贴膏”价格变化

“消痛贴膏”进入基本药物后，降价依然是趋势。最近5地招标都出现价格下降，独家品种也被列入价格管制。

“消痛贴膏”进入新版基药目录后，也将面临降价的问题，但是公司将通过中药保护品种、民族药和保密配方等方式予以保护。

“消痛贴膏”在市场上价格明显高于同类竞争产品，但是患者使用量却反而多。主要还是在于该产品止痛效果明显，见效速度快，比一般外用止痛产品缩短2天。这两年公司一直在开展“药效经济学”研究，目前有两个专家组分别做急性疼痛和慢性疼痛疗效研究，已经完成一项，将对于公司在终端医院的销售提供强有力的学术支持。

今年“消痛贴膏”在几个省的招标价格非常稳定，公司对于招标价格控制非常严格，避免各地价格紊乱。通过对临床终端处方的分析，

在三甲医院中，相关科室中，平均每张处方约 150-200 元，而该产品只占 75 元（5 贴），留给其它药品的空间充足。社区医院单张处方约为 80 元，公司开发出 3 贴装，大概在 40-45 元。也给处方中其它产品留下空间。

“消痛贴膏”在《国家基本药物临床指南（中成药）》中有 5 个适应症，而其它竞品（如云南白药）一般只有 3 个，“福建南星”只有 1 个适应症。

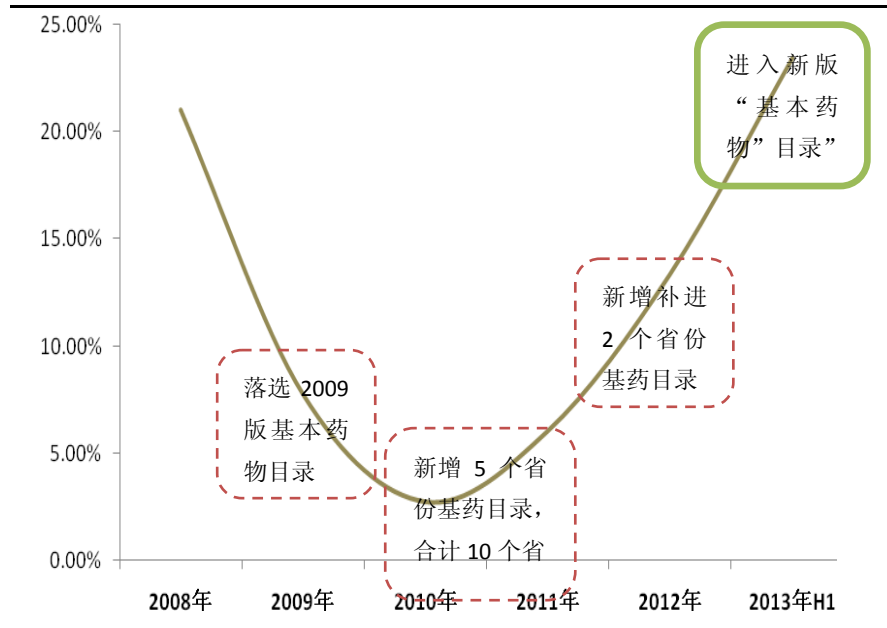
（2）、“消痛贴膏”销量

“消痛贴膏”今年销量有所增长，但是幅度并不大，主要是由于各地都还没有完成招标。公司已进 12 省市的增补目录，因此今年的增长主要是来自于这里。图 3 中，我们可以看到公司贴膏剂业务受“基药目录”影响较大，2009 年由于未进入基本药物目录，公司的销售增长率从 2008 年的 21%，直线回落至 7.73%。随后 2010 年更是跌至 2.72% 的历史增速低点。随着公司通过不断努力增补进各省的基药目录，增长开始恢复。2012 年增长率达到 13.34%，首次恢复至两位数水平。2013 年上半年随着增补区域的销售增加，公司的贴膏剂继续快速复苏增长。

前三季度，消痛贴膏营收增长约 22%-24%，主要是上海、北京、江西、甘肃等市场增长较快。公司的药品销售主要问题在于市场覆盖率不足，同时这也是未来的增长点，公司做得比较好的是北京市、上海市和江西省。今年江西省从去年的 100 多万，通过增加终端覆盖率，迅速做到 3000 万。北京市目前的社区服务中心只覆盖了 40%，计划今年增加至 70%。

目前二级以上医院有 9000 多家，公司才覆盖其中 2700-2800 家，仅占 30%。未来的方向主要通过扩大基层市场的覆盖率来增加销售，今年已经增加 200 人的销售队伍来做基层市场，明年预计会增加更多在县级及社区医院的销售覆盖。公司目前对于销售队伍的主要考核指标有两项“市场覆盖率和潜力挖掘度”，可见公司对于市场扩张的野心。

图表 3: “贴膏剂”系列成长性分析



资料来源: 东吴证券研究所

消痛贴膏去年销售约 7 亿元 (含税), 预计未来将可以保持 20% 以上增长, 医院市场会有所增长 (目前占公司销售收入 50% 以上), 但由于医院开发周期长, 竞品多, 因此增幅有限, 基本在 10%-20% 的区间。未来主要增量来自于基药 (社区卫生服务中心和乡镇卫生院, 必须 100% 配备, 并且外用止痛贴膏类产品也适合基层医疗服务), 增速可达到 40%-50%, 目前占销售额的 20% 多比例。零售终端则基本持平。

公司今年主要在做全国网点排查, 筛选出明年重点覆盖的基层市场点, 约 38000 个, 其中社区服务中心 9000 个, 辐射终端乡镇卫生院 (所) 29000 家。这些重点市场由公司的专业营销人员点对点的销售。其余则通过商业渠道来覆盖。为了增加产品线, 公司也在积极将白脉软膏等产品增补进广东、重庆地区基药目录。

公司目前医院终端都是通过经销商配送, 基本没有太大应收款压力。零售渠道现在要求支付各种补贴和费用, 大幅增加营销费用压力, 同时也加大公司对各地渠道管理难度, 未来公司将适度控制零售端的营销, 强化医院和基层医疗终端。

3、其它产品

公司对“青鹏软膏”产品定位进一步进行梳理，一方面在传统骨科发挥“消肿功能”的产品优势，同时开始进入皮肤科，该产品是唯一经过随机双盲多中心安慰剂对照研究，验证可有效治疗湿疹的纯天然中药品种。希望可以将该产品培育成过亿品种，不过我们认为该产品的定位一直不够清晰，产品亮点不足，在终端市场营销摇摆导致终端医生的认可度不高，如果不能尽快准备落实产品定位和强学术推广，未来成为大产品难度较大。

公司通过研究发现，主要的大型中药企业发展路径都是通过大产品线的带动。因此通过在 73 个品种中筛选出核心治疗领域的重点产品，构成未来三年的增长动力。

第一梯队：包括白脉软膏（唯一可用于中风后遗症，促进肢体功能康复的外用药）和红花如意丸（是唯一含有“藏红花”的妇科调经止痛药），希望可以做到 5 亿的产品。

第二梯队：包括如意珍宝丸（用于治疗脑卒中、痛风）、六味能消片（用于胃脘胀痛、厌食；高脂血症及肥胖症），目标是做到过亿品种。

核心产品消痛贴膏市场空间预期可以做到 15 亿，我们对“消痛贴膏”的市场前景保持相对乐观，通过进入基药后的市场快速覆盖扩张，该产品有望进入新的增长期，但是其它产品“卖点”定位不够精确，而且也没有足够的临床试验数据给予学术支持，同时市场中存在的竞品也相对较多，尤其是藏药中的部分原材料和理论未必能得到广泛认同，是个营销难点。

二、大健康业务

1、公司今年与“和君”咨询合作“大健康品牌开发”方面研究工作，得出三个结论：

- （1）、西部独特药材资源丰富，但是需要建立品牌。
- （2）、必须要开发高附加值产品
- （3）、必须要做缜密的营销通路规划

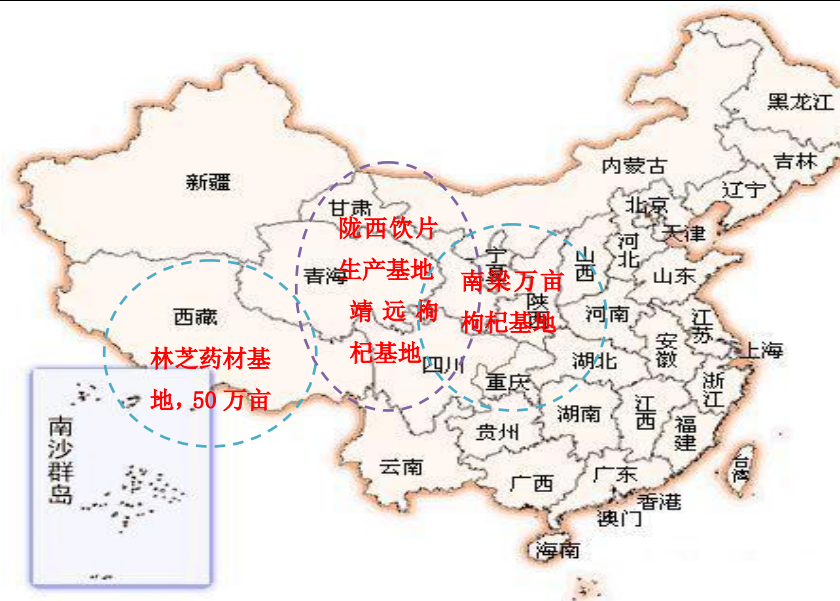
公司将打造“枸杞”的高品质饮片品牌，第一条销售通路是零售药店；第二条销售通路是网上销售；第三条销售通路走商超。明年将率先尝试零售药店和网上电子商务渠道。

2、枸杞业务—“掌生响杞”

枸杞树种植 3-8 年树龄采摘的鲜果是最好的。树龄太大容易招虫，产品质量大幅降低，农民就会大量使用农药，导致农药残留超标，品质下降。枸杞每年分两季采收，一般夏果是 6 月中旬-7 月底，占全年采摘量的 80%，秋果占 20% 左右。由于产新时间非常集中，因此存储时间就很长，但是枸杞产品是全年可以食用，所以保鲜就成为核心问题。公司过去几年重点在于“提高枸杞新果质量”和“解决保鲜问题”。

(1)、公司在甘肃、宁夏大量寻找适宜种植枸杞的优质土地，与当地政府、农业合作社和农民开展各种形式合作。

图表 4：“奇正药业”天然药材种植基地分布图



资料来源：东吴证券研究所

(2)、公司建立了一套完整的枸杞“清洗-破蜡-烘干-筛分-色选-真空塑装”生产线。公司今年已经解决生产线问题，明年将开始进入销售推进阶段，第一款产品即将上市，预期将有几千万的销售额。现在已经有 2 条生产线完成试生产，明年 3 月份预计将增加到 5 条。目前大部分枸杞还是以“原果”的产品形式进行销售，深加工产品还在研发

中。公司接下来将会围绕着“枸杞”的“养肝、润肺、明目”之功效来开发“快消品”，但是时间周期较长，预计要等到公司的枸杞业务全面开展后才可能拓展到这一步。由于我们前述的枸杞采摘季在夏初，考虑到销售周期，因此枸杞业务的销售收入将体现在明年下半年。

3、枸杞产业市场巨大

“枸杞”是最具特色的药食同源产品，在 2000 多保健品中，有 870 可以使用枸杞。340 多个保健饮品中，有 87 中可以添加枸杞。主要原因还是在于枸杞几千年来养肝滋肾润肺明目的明确功效。

目前药食同源的产品中冬虫夏草市场规模最大，约 300 多亿，其次是人参（300 亿）。排名第三的是枸杞，约有 200 亿元的市场。但是枸杞产业上游是农业，因此对于产品质量的把控要求非常困难，被称之为“良心产业”。公司目前已经完成“优质土地资源控制”——“规划化种植基地管理”——“高标准生产线建设”完整的体系构建。

“优质土地资源”，公司与宁夏枸杞产业集团（核心资产是南梁农场，土地面积 3 万亩，其中 1.5 万亩种植枸杞，主要是当地的富硒枸杞）合作，目前已经种植 8000 亩，由于劳动人员都是南梁农场职工，因此对产品质量和产品采摘数量都有很强的保障，同时公司在甘肃靖远，通过土地流转获得 2000 亩土地，租赁期 20 年，采取企业提供管理，雇佣流转土地的农民种植方式来运作，这种模式下由于土地的经营权和管理权都在企业手中，农民既获得了土地流转收入，还获得劳动收入，因此公司对枸杞产品的质量和产量控制力也较强。

最后公司采取与当地农业合作社合作的方式获得 14000 亩土地，管理权在公司，经营权在农民。公司派遣管理人员控制整个种植过程，尤其是控制农药的使用。我们对这种模式稍有担心，主要在于公司对农民的控制力实际有限，如果市场出现恶性竞争，农民可能会“择价而卖”，但是由于农民在加工干果的过程中，会存在二次污染，因此现在市场接受度较低。而由于鲜果保存时间有限，一般在运输距离超过 20 公里即有可能开始出现腐坏。所以公司的加工中心基本都是建在种植基地附近。也有助于公司在原产地收购鲜果。

目前西北地区“枸杞”种植面积约为 160 万-200 万亩，终端的干果产量 30 万吨。宁夏地区有 60 万-80 万亩、甘肃地区 30 万亩、青海约为 20 万亩。有 150 多家从事枸杞的生产加工企业，但是通过 QS 认证的只有 10 家，大部分都是小企业。而通过 GMP 认证的只有公司一家，公司试图通过严格的产品质量控制打造高端枸杞品牌“掌生响杞”。

公司 2.4 万亩枸杞种植面积，每亩产 275kg 干果（远高于正常水平 150-200kg/亩），产量可以达到 6600 吨。但是由于南梁农场的 8000 亩树龄普遍都在 20-30 年，因而需要更新，无法实现产量供应。所以中期内公司的枸杞产量大约在 1.6 万亩*275kg/亩=4400 吨，根据目前干果均价 40-50 元/kg，则销售收入可以达到 1.76-2.2 亿元。

图表 5：“枸杞”历史价格变化图



资料来源：东吴证券研究所

4、药材业务：公司今年药材业务增长不太理想，主要是冬虫夏草受市场环境影响，量价齐跌。渠道价格下 20%-30%。去年冬虫夏草销售额约为 2 亿多，占 2012 年药材业务的 80%以上。

5、公司陇西优质中药饮品基地项目，主要用于生产陇西当地地道药材黄芪、当归和党参等品种。按原计划建设期 2 年，但是公司在规划过程中进行定位调整，从过去简单的饮品加工，转变成集药材种植—饮片加工—仓储物流—交易平台为一体的大型中药材基地。预计将于 2014 年可以投产。

三、盈利预测及投资建议

我们预计公司 2013 年实现营业收入为 10.51 亿元，同比增长 12.45%。归属于母公司净利润 2.45 元，同比增长 28.92%，折合每股收益 0.60 元（较上次报告大幅上调），对应 13 年 PE32 倍，处于估值区间的上限。

公司三季度的业绩增长超出预期，其核心因素在于中药材贸易中的冬虫夏草业务出现量价齐跌，虽然营业收入在三季度出现较大下降，但是由于药材贸易的毛利率较低，推动公司整体毛利率快速提升，同时公司费用控制较为合理，导致利润增速大幅加快。

经过此次调研与沟通，我们对公司未来的发展路径理解较为清晰，在中短期内，公司的增量主要还是来自于“消痛贴膏”进入基药后，公司通过招标和对基层医疗终端覆盖率的提升，来推动该产品的稳定持续增长。同时通过培育新的大品种，来实现公司完整产品线的销售序列。我们认为这是一个相辅相成的过程，一方面对终端覆盖的强化，既有助于推动核心产品的增长，又能为后续产品的上量提供渠道基础。而要实现终端单位销售成本降低，提高营销效率，就必须有足够多的好产品推出。但是我们对公司后续的产品线略有担忧，需要公司做更详细的市场调研和营销策略分析。

公司另一方面则是探索性地从“枸杞”产业开发，在大健康领域发力。同时积极开拓中药饮片和西北道地药材资源。但是这一块业务，从短期来看还是处于探索模式的阶段，我们寄希望于公司可以在药食同源类保健食品和养生产品领域尝试创新模式，公司拥有丰富的原材料资源、完整的医药质量管理体系和成熟的零售终端营销经验，具备成功开展此项业务领域的多重条件，完全值得投入更多的资源和人才进行尝试。

综合考虑中期“消痛贴膏”业务持续快速增长，新品不断培育，中药饮片和枸杞产业进入销售周期，公司将开始逐步“变化”。因此给予公司“谨慎推荐”评级。

“奇正藏药”主要财务数据

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2010	2011	2012	2013E		2010	2011	2012	2013E
流动资产	1167.4	1087.1	1135.2	1139.1	营业收入	523.6	789.2	934.3	1050.6
现金	761.1	521.1	515.5	508.3	营业成本	135.9	359.3	436.6	441.8
应收款项	284.8	394.6	455.3	462.3	营业税金及附加	7.1	9.0	10.5	11.6
存货	80.9	136.2	117.8	134.5	营业费用	186.5	184.0	217.8	250.1
其他	40.6	35.1	46.7	33.9	管理费用	49.9	52.8	70.2	95.6
非流动资产	152.6	270.5	297.4	311.9	财务费用	-10.5	-11.0	-10.7	-10.0
长期股权投资	0.0	37.5	37.5	37.5	投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	127.7	155.5	180.8	193.7	其他	-0.6	0.0	-2.9	
无形资产	23.5	76.4	75.6	76.2	营业利润	154.1	195.3	207.0	251.6
其他	1.4	1.1	3.4	4.5	营业外净收支	19.8	7.6	15.8	36.0
资产总计	1320.0	1357.5	1432.6	1451.2	利润总额	173.9	202.9	222.8	287.6
流动负债	102.3	71.2	60.3	58.3	所得税费用	3.3	32.3	35.0	45.4
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	0.1	-0.1	-2.4	-3
应付账款	6.4	7.9	5.4	4.4	归属母公司净利润	170.5	170.7	190.2	245.2
其他	95.8	63.3	55.0	53.9	EBIT	144.2	184.2	199.2	247.3
非流动负债	8.5	8.8	20.6	18.5	EBITDA	153.1	196.4	214.8	261.1
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	8.5	8.8	20.6	18.5					
负债总计	110.7	80.0	80.9	76.8					
少数股东权益	21.6	32.8	30.4	29.9					
归属母公司股东权益	1187.7	1244.7	1321.2	1374.4					
负债和股东权益总计	1320.0	1357.5	1432.6	1451.2					
现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2010	2011	2012	2013E		2010	2011	2012	2013E
经营活动现金流	96.9	-11.7	169.7	173.2	每股收益 (元)	0.42	0.42	0.47	0.60
投资活动现金流	-56.8	-125.8	-61.6	-40.8	每股净资产 (元)	2.93	3.07	3.25	2.99
筹资活动现金流	-105.9	-102.4	-113.7	-87.1	发行在外股份 (百万股)	406.0	406.0	406.0	406.0
现金净增加额	-65.9	-240.0	-5.7	45.3	ROIC (%)	12.1%	12.8%	13.3%	14.7%
折旧和摊销	8.8	12.2	15.6	17.3	ROE (%)	14.4%	13.7%	14.4%	17.8%
资本开支	-40.1	-37.8	-37.9	-37.4	毛利率 (%)	74.0%	54.5%	53.3%	57.9%
营运资本变动	-98.2	-190.6	-52.7	-54.9	EBIT Margin (%)	27.5%	23.3%	21.3%	20.9%
企业自由现金流	12.8	-34.1	122.0	113.8	销售净利率 (%)	32.6%	21.6%	20.4%	23.3%
					资产负债率 (%)	8.4%	5.9%	5.6%	5.5%
					收入增长率 (%)	11.6%	50.7%	18.4%	12.5%
					净利润增长率 (%)	6.0%	0.2%	11.4%	28.9%
					P/E	48.95	35.82	40.99	32.0
					P/B	7.02	4.91	5.90	6.42
					EV/EBITDA	55.23	31.54	36.66	38.71

资料来源：东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，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，需征得东吴证券研究所同意，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

看好： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%~5%；

看淡： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

公司投资评级：

强烈推荐： 预期未来 6 个月内强于大盘指数 20%以上；

推 荐： 预期未来 6 个月内强于大盘指数 10%以上；

谨慎推荐： 预期未来 6 个月内强于大盘指数 5%以上；

观 望： 预期未来 6 个月内相对大盘指数 -10%~10%；

卖 出： 预期未来 6 个月内弱于大盘指数 10%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码： 215021

传真： 0512-62938663

公司网址： <http://www.dwzq.com.cn>