

奇正藏药（002287）

主营业绩稳健，并购基金增添外延预期 买入(维持)

投资要点

- **设立并购基金，积极外延：**群英基金优先服务于奇正藏药的产业整合，主要投资方向为医疗健康类（包括但不限于药品、医疗器械、诊断试剂、健康保健品、功能食品以及医疗服务等）企业、投资基金和项目。为公司寻找业务领域内具有良好增长潜力及战略价值的目标企业的同时关注其它非高风险业务领域内具有良好收益预期且发展阶段已较为成熟的投资机会，包括对优质的拟上市公司或非上市公司进行股权及债权投资。
- **营收稳健，净利润增长 26.82%：**2015 年前三季度，公司实现营业收入 6.51 亿元，较上年同期增长 5.44%；实现归属于上市公司股东净利润 1.87 亿元，较上年同期增长 8.57%；实现归属于上市公司股东扣除非经常性损益后净利润 1.75 亿元，较上年同期增长 26.82%。
- **三轮驱动持续发力：**我们预计前三季度公司大医院市场销售收入增长约 5%-7%；基药销售线终端增长有望达到 28%-32%；在外用止痛类零售市场下滑的大背景下，公司零售业务逆势增长，预计前三季度销售增长 34%-36%。
- **药品业务稳步增长：**我们预计 2015 年前三季度公司奇正消痛贴膏实现销售收入 4.5-5.5 亿元，产品稳健增长；青鹏软膏实现销售收入 4500-5500 万元，2015 年有望实现 20%-30% 的增长；白脉软膏实现销售收入 1800-2200 万元，2015 年有望实现 20%-30% 的增长。
- **依托道地药材优势加码市场：**药材饮片生产线改扩建项目于 2014 年 12 月 31 日实施完毕，目前处于试生产状态。目前具有全产业链掌控能力的核心品种枸杞在销售结构中已占据绝对优势。我们预计前三季度公司枸杞累计收入约 4000-4500 万元，全年有望实现收入 6000-8000 万元。
- **渤海所平台审慎对待：**2014 年 6 月，公司为拓展药材交易渠道，利用天津渤海商品交易所有限责任公司现货交易平台开展药材贸易业务。然而鉴于渤海所平台功能尚待完善，我们认为公司将对该销售模式采取更加审慎的态度。
- **盈利预测及投资评级：**我们预测奇正藏药 2015-2018 年营业收入分别为 11.1 亿、13.0 亿、15.1 亿和 17.4 亿元，归属母公司净利润为 3.9 亿、4.6 亿、5.3 亿和 6.1 亿元。折合 2015-2018 年 EPS 为 0.95 元、1.13 元、1.31 元和 1.50 元，对应动态市盈率为 41.7 倍、35.3 倍、30.5 倍和 26.5 倍。公司专注藏药，医院、基药、OTC 三轮驱动业绩稳步增长，消痛贴膏分享基药红利，二线品种快速增长。随着疼痛一体化方案落实，公司有望进入发展新阶段。同时考虑到公司设立并购基金，外延预期强烈。故我们维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**行业政策风险、招标降价风险、药材价格波动风险。

2015 年 12 月 15 日

证券分析师 洪阳

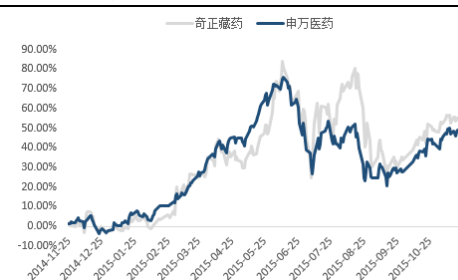
执业资格证书号码：

S0600513060001

0512-62938572

Hongyang614@gmail.com

股价走势



市场数据

收盘价（元）	39.82
一年最低价/最高价	22.05 / 50.61
市净率	8.37
流通A股市值(百万元)	12834.0

基础数据

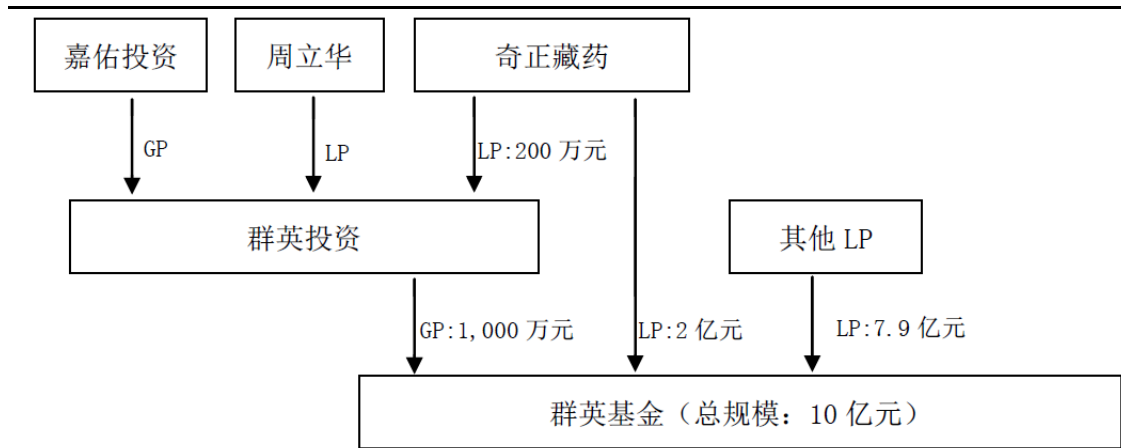
每股净资产（元）	3.78
资产负债率（%）	13.41
总股本（百万股）	406
流通A股（百万股）	406

三轮驱动业绩稳健增长
中报点评 2015.09.21
借助藏药，能走的更快些吗？
年报点评 2015.04.24
一个开始“变化”的公司
调研报告 2013.11.20

1. 设立并购基金，积极外延

奇正藏药（002287）拟出资 2 亿元，与西藏群英投资管理合伙企业（有限合伙）共同设立西藏群英投资基金合伙企业（有限合伙）（基金名称以企业登记机关最终核准登记的名称为准），同时公司拟出资 200 万元成为群英投资的有限合伙人（LP），以上资金均为公司自有资金。

图表 1：并购基金架构图



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

基金的目标总认缴出资额为人民币 10 亿元，公司控股股东、实际控制人、持股 5% 以上的股东、董事、监事、高级管理人员未参与基金份额认购。

投资方向：群英基金优先服务于奇正藏药的产业整合，主要投资方向为医疗健康类（包括但不限于药品、医疗器械、诊断试剂、健康保健品、功能食品以及医疗服务等）企业、投资基金和项目。为公司寻找业务领域内具有良好增长潜力及战略价值的目标企业的同时关注其它非高风险业务领域内具有良好收益预期且发展阶段已较为成熟的投资机会，包括对优质的拟上市公司或非上市公司进行股权及债权投资。

退出机制：基金所投资的项目以并购、股权转让、回购、IPO 等方式或法律法规允许的其他方式退出。以奇正藏药为最终收购主体的目标项目中，奇正藏药享有同等条件下的优先收购权。

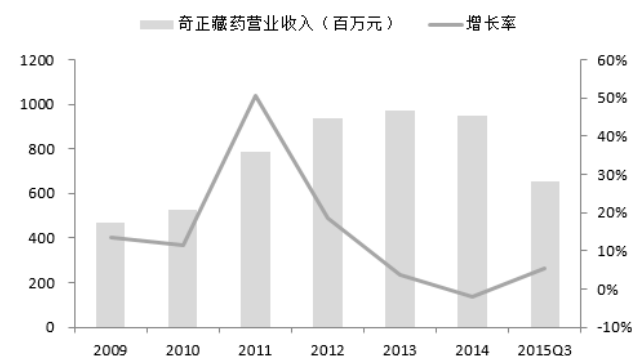
公司参与设立并购基金，可通过借助专业团队的专业经验和社会资源及基金的资金优势，一方面在医疗健康领域搜寻、孵化、培育优秀项目，为公司并购符合发展战略的技术、项目和企业提供支持，有利于推动公司积极稳健地并购整合及外延式扩张，实现持续、健康、快速成长。另一方面公司作为基金的有限合伙人，也将参与基金专业投资所产生的收益分配，提高公司的投资水平，增强公司的盈利能力。

目前并购基金已完成工商登记注册手续，取得营业执照。

2. 营收稳健，扣非后净利润增长 26.82%

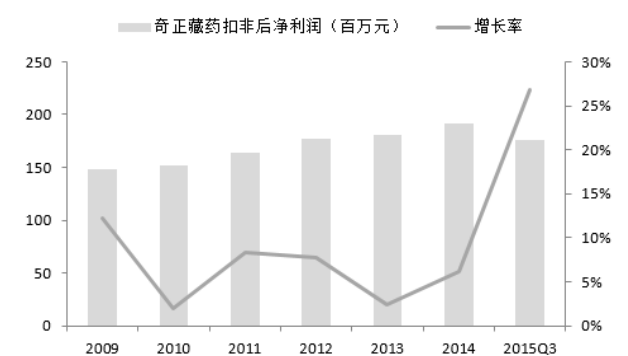
2015 年前三季度，公司实现营业收入 6.51 亿元，较上年同期增长 5.44%；实现归属于上市公司股东净利润 1.87 亿元，较上年同期增长 8.57%；实现归属于上市公司股东扣除非经常性损益后净利润 1.75 亿元，较上年同期增长 26.82%。

图表 2: 2009-2015Q3 奇正藏药营业收入及增长率情况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 3: 2009-2015Q3 奇正藏药扣除非经常性损益后净利润及增长率情况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

其中，第三季度公司实现营业收入 2.00 亿元，较上年同期减少 11.14%；实现归属于上市公司股东净利润 0.35 亿元，较上年同期减少 15.99%。

我们分析公司第三季度营收同比下降 11.14%，主要受药材业务中冬虫夏草政策因素影响及终端销量下跌影响；归属母公司净利润同比下降 15.99%，主要原因为第三季度公司未收到政府补助，而上年同期计入损益的政府补助为 881.0 万元。

3. 三轮驱动持续发力

2015 年前三季度，公司围绕“一轴两翼一支撑”的既定战略开展各项工作，聚焦药品业务，通过学术营销专业化、品牌管理精准化、销售管理精细化推动大医院、基层、零售三大渠道持续发力。

3.1 大医院市场

我们预计前三季度公司大医院市场销售收入增长约 5%-7%。

其中，核心产品消痛贴膏依托完善的产品作用机制与物质基础研究，结合药物经济学研究，形成缜密的学术推广证据链条，彰显出独特的疗效价值，通过学术营销的深化进一步巩固医院市场占有率。同时，青鹏软膏在皮肤科、白脉软膏在康复科、红花如意丸在妇科都取得增长。新品的加快成长使得大医院销售布局更加合理。

3.2 基药市场

公司在扩大基药市场覆盖的同时，加大对已开发端点的挖掘。针对不同客户类型制定相应的策略方案，开展丰富的推广项目，通过精细化的管理和高效的团队执行，达到预期设定的目标，加强公司与基层端点的合作，增加客户覆盖率，同时增强基层医生对公司产品的了解，提升基层市场的产品销量。

我们预计 2015 年前三季度公司基药销售线终端增长达到 28%-32%。

3.3 零售市场

公司围绕为消费者提供疼痛一体化解决方案的目标制订“消痛家族”的产品组合规划，拓展新人群、采用新媒体组合，确保传播信息精准到达。与此同时，微信、互联网等新型传播渠道活动的深化进一步强化与消费者和零售店员之间的沟通。

通过与百强连锁合作的深化、消痛贴膏新规格的加快上市、药店终端管理的精细化以及样板市场成功社区推广模式的总结和复制，在外用止痛类零售市场下滑的大背景下，公司零售业务逆势增长，我们预计前三季度公司零售终端销售增长达到 34%-36%。

4. 药品业务稳步增长

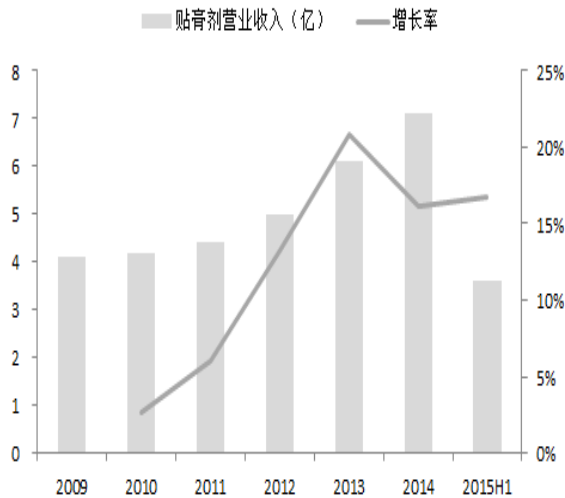
公司主打产品消痛贴膏为独家基药产品，二线产品主要有青鹏软膏、白脉软膏、红花如意丸等。

4.1 贴膏剂

公司贴膏剂类产品主要为消痛贴膏，铁棒锤止痛膏、伤湿止痛膏所占比重较小。2015 年上半年贴膏剂类产品营业收入约 3.6 亿，较上年同

期增长 16.77%。

图表 4: 2009-2015H1 奇正藏药贴膏剂营业收入及增长率情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 5: 奇正消痛贴膏示意图



资料来源: 公开资料

4.1.1 奇正消痛贴膏

奇正消痛贴膏为公司主导产品, 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疗效, 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。

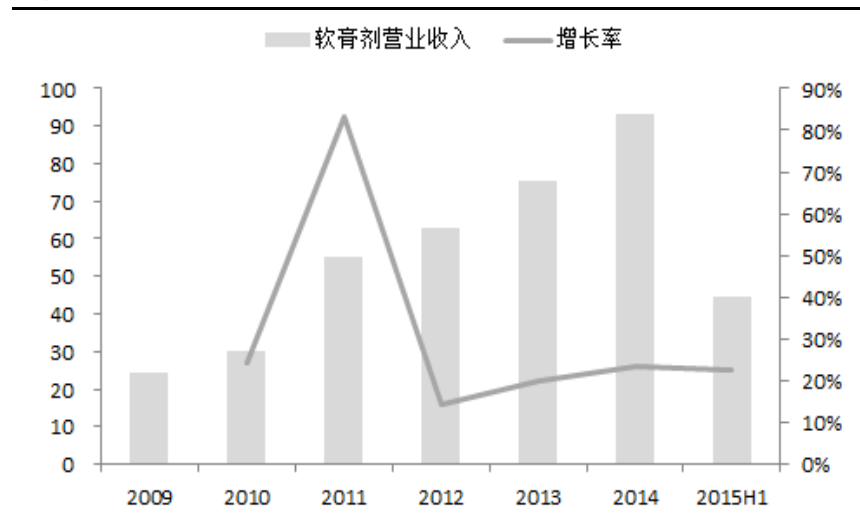
2014 年奇正消痛贴膏实现销售收入约 7 亿元, 我们预计 2015 年前三季度奇正消痛贴膏实现销售收入 4.5-5.5 亿元, 产品稳健增长。

3.2 软膏剂

公司二线品种梯队已趋于完备, 品种多来自于历史悠久的藏医验方, 有独特疗效同时享受单独定价优势。目前二线品种以青鹏软膏、白脉软膏、红花如意丸为主, 上述产品未来有望接过成长接力棒。

2015 年上半年, 软膏剂实现营业收入 4461.01 万元, 较上年同期增长 22.39%。

图表 6: 2009-2015H1 奇正藏药软膏剂营业收入（百万元）及增长率情况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

4.2.1 青鹏软膏

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，以开发皮肤科为主，优势在于纯天然不含激素，可以避免皮质激素类外用药物所引发的诸多副作用，在赢得医生认可方面具有优势。

公司青鹏软膏 2014 年销售收入约 6000 万元，预计 2015 年前三季度收入 4500-5500 万元，2015 年有望实现 20%-30% 的销售增长。

4.2.2 白脉软膏

白脉软膏是国内首个用于治疗神经系统阻滞所引起疼痛和中风康复治疗的外用药物，是唯一促进肢体功能康复的国家批准外用药品，开创外用药物用于神经系统的新领域。

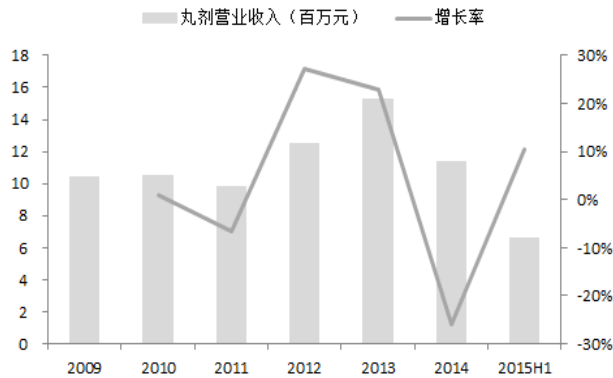
白脉软膏当前采用招商方式进行销售，2014 年市场规模约 3000 万。预计 2015 年前三季度销售收入 1800-2200 万元，2015 年有望实现 20%-30% 的增长。

4.3 丸剂

公司丸剂类产品主要有红花如意丸、洁白丸等。2015 年上半年，丸

剂实现营业收入 658.99 万元，较上年同期增长 10.52%。

图表 7: 2009-2015H1 奇正藏药丸剂营业收入及增长率情况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 8: 红花如意丸示意图



资料来源：公开资料

4.3.1 红花如意丸

红花如意丸是唯一含有“藏红花”的妇科调经止痛药，主要采取传统配方生产。该产品为独家药品，采用代理的方式进行销售，主要销售区域为广东、山东、重庆。

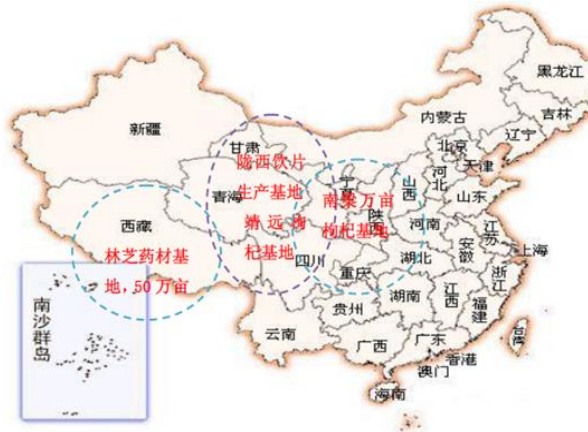
我们认为伴随公司三轮驱动销售策略的推动，公司丸剂销售亦将相应增长，预计 2015 年公司丸剂销售将实现 10%-20% 的增长。

5. 药材业务—依托道地药材优势加码市场

公司生产集中在母公司和甘肃奇正藏药有限公司，生产基地分布于甘肃榆中、西藏林芝和甘肃甘南，营销通过下属子公司开展。

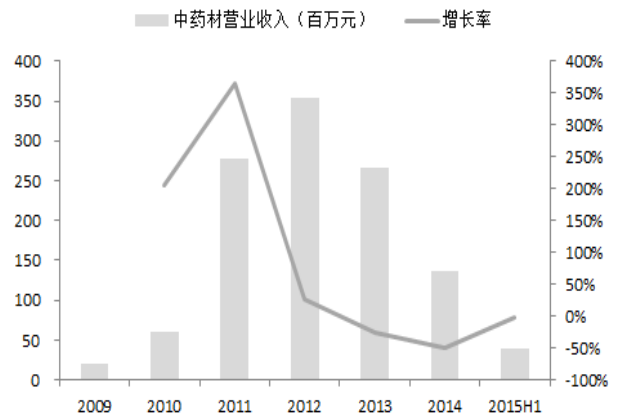
药材饮片生产线改扩建项目于 2014 年 12 月 31 日实施完毕，目前处于试生产状态，未进入效益回收期。2015 年上半年，公司药材业务实现整体销售收入 3894.38 万元，同比下降 2.89%。

图表 9: 奇正藏药天然药材种植基地分布图



资料来源: 东吴证券研究所

图表 10: 2009-2015H1 奇正藏药药材业务营业收入及增长率情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

我们分析未来公司药材业务品种结构将进一步聚焦陇药材核心品种以及枸杞业务, 目前具有全产业链掌控能力的核心品种枸杞在销售结构中已占据绝对优势。我们预计前三季度公司枸杞累计收入约 4000-4500 万元, 全年有望实现收入 6000-8000 万元。

6. 渤海所平台审慎对待

2014 年 6 月, 公司为拓展药材交易渠道, 利用天津渤海商品交易所有限责任公司现货交易平台开展药材贸易业务。然而鉴于渤海所平台功能尚待完善, 我们认为公司将对该销售模式采取更加审慎的态度。

7. 投资建议

盈利预测基础:

- 2014 年贴膏剂类产品营业收入 7.1 亿, 预计 2015 年增长 15%-25%;
- 2014 年软膏剂类产品营业收入 9335 万元, 预计 2015 年增长 20%-30%;
- 2014 年丸剂类产品营业收入 1135 万元, 预计 2015 年增长 10%-20%;
- 2014 年药材业务营业收入 1.37 亿元, 预计 2015 年增长 -10%-10%。

我们预测奇正藏药 2015-2018 年营业收入分别为 11.1 亿、13.0 亿、15.1 亿和 17.4 亿元，归属母公司净利润为 3.9 亿、4.6 亿、5.3 亿和 6.1 亿元。折合 2015-2018 年 EPS 为 0.95 元、1.13 元、1.31 元和 1.50 元，对应动态市盈率为 41.7 倍、35.3 倍、30.5 倍和 26.5 倍。

公司专注藏药，医院、基药、OTC 三轮驱动业绩稳步增长，消痛贴膏分享基药红利，二线品种快速增长。随着疼痛一体化方案落实，公司有望进入发展新阶段。同时考虑到公司设立并购基金，外延预期强烈。故我们维持公司“买入”评级。

8. 风险提示

- 行业政策风险
- 招标降价风险
- 药材价格波动风险

附表 1: 奇正藏药主要财务数据及估值 (百万元)

资产负债表	2015E	2016E	2017E	2018E	利润表	2015E	2016E	2017E	2018E
流动资产	1562	1722	1931	2135	营业收入	1107	1305	1513	1740
货币资金	429	564	673	891	营业成本	213	259	315	388
应收账款	21	25	28	31	营业税金及附加	16	20	24	28
存货	102	98	99	103	营业费用	411	467	530	585
非流动资产	523	653	787	905	管理费用	107	122	128	137
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	-1	0	1	2
固定资产	228	276	331	387	投资收益	5	5	5	5
无形资产	91	96	101	107	营业利润	366	442	520	605
资产总计	1925	2131	2345	2587	营业外收入	62	58	60	57
流动负债	153	177	188	195	营业外支出	2	0	3	2
短期借款	0	4	8	12	利润总额	426	500	577	660
应付账款	25	30	35	40	所得税	39	43	47	51
预收款项	11	13	15	18	少数股东损	0	0	0	0
非流动负债	157	221	329	385	归属母公司净利润	387	457	530	609
负债总计	312	398	517	588	EBITDA	433	507	584	669
少数股东权益	46	49	52	56	重要财务	2015E	2016E	2017E	2018E
未分配利润	547	557	519	428	估值指标				
负债和股东权益总计	1925	2109	2317	2552	每股收益 (元)	0.95	1.13	1.31	1.5
现金流量表	2015E	2016E	2017E	2018E	每股净资产	3.99	4.13	4.27	4.42
(百万元)					营业收入增长	16.7%	17.8%	15.9%	14.8%
经营活动现金流	241	276	289	307	资产负债率	13%	16%	18%	21%
投资活动现金流	73	75	36	53	P/B	7.7	7.4	7.1	6.7
公允价值变动收益	0	0	0	0	ROE	16.7%	17.3%	17.6%	18.2%
筹资活动现金流	-154	-147	-132	-139	EV/EBITDA	45.0	42.1	39.7	36.8
资本公积增加	0	0	0	0	市盈率	41.7	35.3	30.4	26.5
现金净增加额	132	157	113	128	总股本	406	406	406	406

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。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。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。

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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

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）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>