

奇正藏药（002287）：藏药龙头，行业先锋

医药/中药

合理价：10.08-11.88 元

报告日期：2009 年 8 月 19 日

主要财务指标（单位：百万元）

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	413.48	504.93	620.69	791.85
(+/-)	21.87%	22.12%	22.93%	27.58%
营业利润	139.44	146.56	166.59	212.42
(+/-)	27.84%	5.10%	13.67%	27.51%
归属于母公司的净利润	141.81	147.20	168.61	197.93
(+/-)	22.42%	3.80%	14.55%	17.39%
每股收益（元）	0.35	0.36	0.42	0.49
净资产收益率	22.58%	13.85%	13.55%	13.24%

公司发行新股基本情况

发行日期/上市日期	2009.8.19/—
发行后总股本（万股）	40600
发行股数（万股）	4100
发行价格（元）	11.81
发行市盈率（倍）	35.79
发行动态市盈率（倍）	—
行业滚动市盈率（倍）	35.84
第一大股东	奇正集团
第一大股东持股比例（发行前/发行后）	77% / 69%
发行前每股净资产（元）	1.67
发行前资产负债率	7.91%

注：发行市盈率=发行价/发行前一年度摊薄后 EPS；

发行动态市盈率=发行价/发行当年预测摊薄后 EPS；

天相医药组

010-66045760

kuangw@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 公司此次发行 A 股 4100 万股，发行后总股本为 40600 万股。公司实际控制人为公司董事长雷菊芳女士，发行前合计持有公司 90.81% 股权，此次公开发行后仍持有 81.63% 的股权，仍处于绝对控股地位。
- 公司是一家以藏药生产、制造和销售为主的民族药企业。公司目前的主要产品包括奇正消痛贴膏、青鹏膏剂、铁棒锤止痛膏等外用及口服藏药。其中奇正消痛贴膏是公司的主打产品，是公司收入的主要来源，占收入和毛利比例在 85% 以上。
- 止痛市场容量巨大，公司作为龙头企业尽享行业增长。随着人口老龄化加快，风湿和类风湿等骨骼和肌肉类疼痛患者增多，止痛市场呈现稳定增长的态势。公司主打产品奇正消痛贴膏在外用止痛市场处于领导地位，将尽享行业增长所带来的市场机遇。
- 三大优势稳固市场领导地位。止痛市场竞争激烈，群雄角逐，公司凭借三大优势稳固其领导地位。这三大优势为：优质的产品、良好的品牌和卓越的市场营销能力。
- 藏药资源开发的先行者。公司也是藏药生产企业龙头，在传统藏药二次开发过程中积累了丰富的经验，并获得了丰硕的成果。未来几年公司将陆续推出新的藏药品种。
- 募股资金投向分析。本次发行后，募集资金将按照轻重缓急顺序投入以下三个项目：藏药生产线改扩建项目，藏药工程技术中心建设项目和营销网络建设项目。目前，公司生产线已不能满足未来市场战略的需要，藏药生产线改扩建项目的实施，将有效解决产能瓶颈问题。
- 盈利预测及估值。按照发行后总股本 40600 万股计算，我们预计公司 2009 年、2010 年和 2011 年全面摊薄后每股收益分别为 0.36 元、0.42 元和 0.49 元。我们认为公司 2009 年合理的 PE 区间应为 28-33 倍，对应的合理价格区间为 10.08 元-11.88 元。
- 风险提示：产品结构单一风险、专利过期风险、税收优惠政策风险

正文目录

1. 公司介绍	4
1.1 成立之初为集体企业，实为民营企业	4
1.2 公司主营业务构成状况及行业地位	5
1.3 IPO 前公司财务状况	6
1.4 IPO 基本情况	8
2. 市场容量巨大，奇正尽享行业增长	9
2.1 止痛市场容量大，稳增长	9
2.2 安全无毒，中药止痛优势	10
2.3 外用贴膏引领止痛药市场	11
2.4 群雄角逐，奇正领先	12
3. 三大优势，稳固市场领导地位	13
3.1 保密品种、技术先进、组方独特	13
3.2 品牌优势成就较高的市场占有率	14
3.3 十年练就卓越营销力	16
4. 传承创新，发掘藏药金库	16
4.1 藏药一个亟待开发的金库	16
4.2 奇正打开金库的大门	17
5. 募集资金项目分析	18
6. 盈利预测与估值分析	19
6.1 盈利预测	19
6.2 估值合理价位 10.08-11.88 元	20
7. 风险揭示	20

图表目录

图表 1: 奇正藏药股权结构图.....	4
图表 2 公司主要产品功能及主治.....	5
图表 3 主要产品占收入和毛利情况.....	5
图表 4 奇正藏药资产结构图.....	6
图表 5 奇正藏药股东权益结构图（单位：万元）.....	6
图表 6 奇正藏药历年收入及利润（单位：万元）.....	7
图表 7 奇正藏药历年费用率（单位：%）.....	8
图表 8 奇正藏药历年主要财务指标.....	8
图表 9 奇正藏药 IPO 基本情况.....	8
图表 10 全球疼痛市场规模.....	9
图表 11 国内镇痛药医药用药分析.....	10
图表 12 疼痛市场分类.....	10
图表 13 镇痛药主要类别、代表产品及毒副作用对比.....	11
图表 14 我国外用止痛贴膏近年在我国外用止痛药中的市场份额.....	11
图表 15 我国外用止痛药与我国外用止痛贴膏近年的市场规模与增长图.....	12
图表 16 2008 年我国外用止痛药排名前十位品牌的销售额与市场份额.....	12
图表 17 2008 年我国外用止痛贴膏排名前十位品牌的销售额与市场份额.....	13
图表 18: 外用贴膏剂型特点对比表.....	14
图表 19 奇正藏药历年获得的奖项.....	15
图表 20 我国医院市场外用止痛药主要竞争品牌的市场销售额及市场份额.....	15
图表 21 我国零售市场外用止痛药主要竞争品牌的市场销售额及市场份额.....	16
图表 22 2010~2012 年公司将陆续推出的新产品.....	18
图表 23 募集资金拟建设项目.....	18
图表 24 藏药生产线扩建项目的具体效益分析.....	19
图表 25 奇正藏药盈利预测（单位：百万元）.....	19

1. 公司介绍

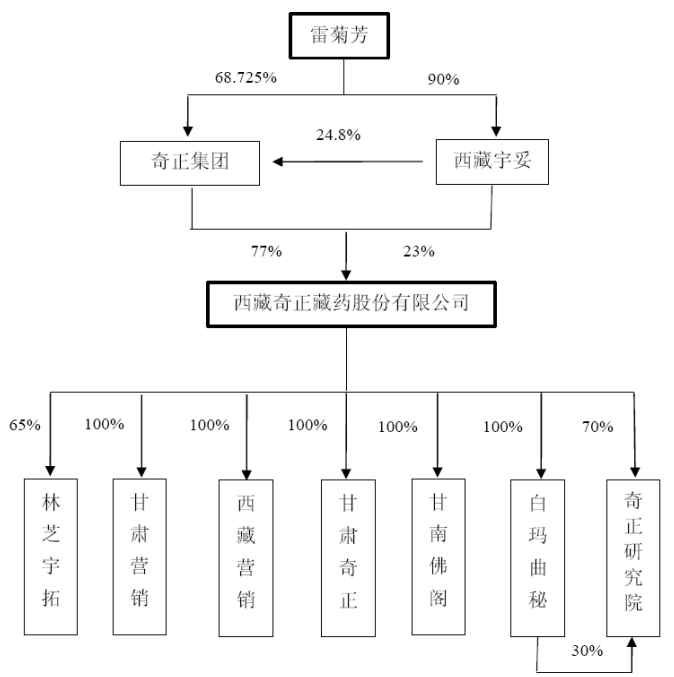
1.1 成立之初为集体企业，实为民营企业

公司前身西藏林芝奇正藏药厂于1995年12月由奇正集团、西藏宇妥和西藏林芝地区民政局共同创办设立，注册资金为1,000 万元，经济性质为集体企业。奇正集团以货币资金、设备等投入770 万元，占西藏林芝奇正藏药厂注册资金的77%；西藏宇妥以“消痛贴膏”生产及组方技术投入230 万元，占西藏林芝奇正藏药厂注册资金的23%；西藏林芝地区民政局实际向西藏林芝奇正藏药厂提供场地及厂房，由西藏林芝奇正藏药厂向其支付管理费及房屋折旧费。

1997年12月3日，奇正集团、西藏宇妥、西藏林芝地区民政局签订《协议书》，明确西藏林芝地区民政局不作为西藏林芝奇正藏药厂的投资者和管理者，2008年1月20日，西藏自治区民政厅发文确认：“1997年12月，甘肃奇正实业有限公司、西藏宇妥藏药研究所与林芝地区民政局通过协议关系明确产权关系，符合林芝奇正藏药厂的实际情况。林芝奇正藏药厂改制为私营企业符合国家和西藏自治区的相关政策和规定，不涉及国有资产。”

IPO前，公司实际控制人为公司董事长雷菊芳女士。奇正集团持有奇正藏药77%股权，西藏宇妥持有奇正藏药23%股权，同时西藏宇妥持有奇正集团24.8%股权。雷菊芳持有奇正集团68.73%股权，持有西藏宇妥90%股权，雷菊芳通过控股的两个公司合计持有奇正藏药90.81%股权。发行后，雷菊芳仍持有81.63%的股份，仍处于绝对控股地位。

图表 1：奇正藏药股权结构图



资料来源：公司招股说明书

1.2 公司主营业务构成状况及行业地位

公司目前是一家以藏药生产制造、销售为主的民族药企业，也是藏药产业中唯一的“国家首批创新型企业”。公司目前主营业务是藏药的研发、生产和销售，包括外用止痛药物、口服药等。共有药品批准文号69个，其中9个医保品种，5个中药保护品种。公司目前的主要产品包括奇正消痛贴膏、青鹏膏剂、铁棒锤止痛膏等外用及口服藏药等。

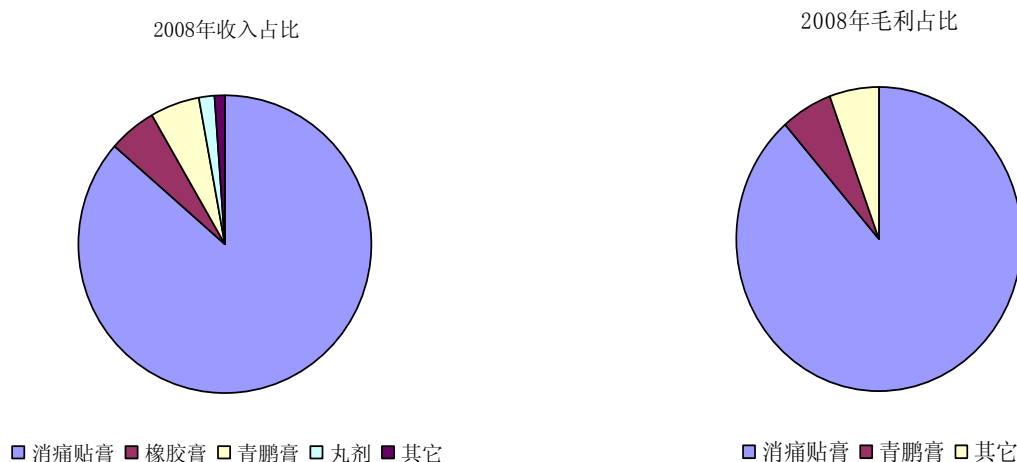
奇正消痛贴膏是公司的主导产品，该产品近三年及一期的销售收入占公司同期主营业务收入的比重分别为95.94%、87.19%、86.52%和88.82%，销售毛利占公司同期销售毛利的比例分别为97.18%、88.66%、87.87%和89.98%。我们预计未来奇正消痛贴膏仍将是公司利润的主要来源。

图表 2 公司主要产品功能及主治

序号	药品名称	剂型	用途
1	消痛贴膏	湿敷贴剂	活血化淤，消肿止痛。用于急慢性扭挫伤、跌打瘀痛、骨质增生、风湿及类风湿疼痛、落枕、肩周炎、腰肌劳损和陈旧性伤痛。
2	青鹏膏剂	软膏剂	止痛消肿。用于痛风、湿痹、“冈巴”、“黄水”病等引起的肿痛发烧，疱疹、瘟疔发烧等。
3	铁棒锤止痛膏	橡胶膏剂	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。
4	口服丸剂、饮片	丸剂	口服丸剂广泛应用于呼吸系统、消化系统、心脑血管、妇科等方面的疾病；饮片用于保健及治疗各种疾病。

资料来源：公司招股说明书、天相投顾整理

图表 3 主要产品占收入和毛利情况



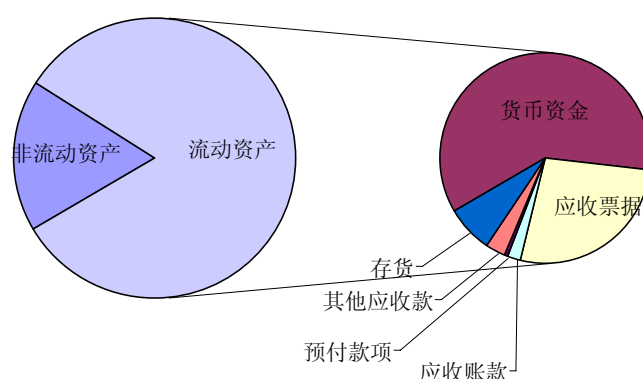
资料来源：公司招股说明书、天相投顾整理

1.3 IPO 前公司财务状况

资产负债情况

截止至2009年6月30日，公司共拥有各类资产71,512.42 万元，其中流动资产59,088.62 万元固定资产6,263.40 万元、无形资产（含土地使用权）2,303.82万元。公司最近3个会计年度流动资产占总资产比例均在75%以上，高于中药行业平均水平。流动资产结构呈现“两高一低”的特点，即货币资金和应收票据在流动资产中占比较高，应收账款占比较低。

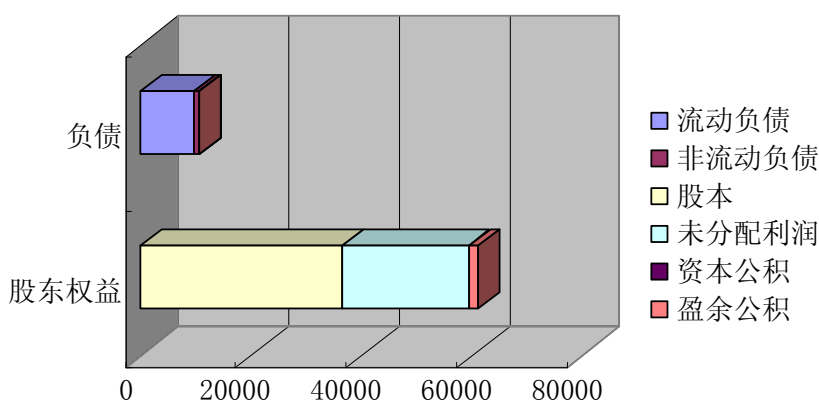
图表 4 奇正藏药资产结构图



资料来源：公司招股说明书、天相投顾整理

公司合并负债，共计1,0448.11万元，其中流动负债9,598.94万元，非流动负债849.17万元。与国内同行业上市公司相比，公司资产负债率基本上属于较低水平。截至2009年6月30日，公司合并报表资产负债率仅为14.61%。

图表 5 奇正藏药股东权益和负债结构图（单位：万元）



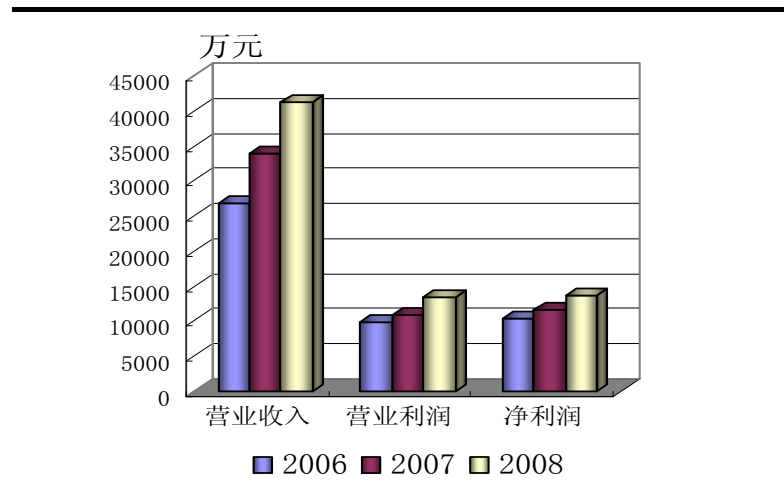
资料来源：公司招股说明书、天相投顾整理



历年经营情况

2006年至2008年，公司销售收入分别达到了2.68 亿元、3.39 亿元和4.13 亿元，复合增长率为24.24%，净利润分别为1.04 亿元、1.16 亿元和1.36 亿元，复合增长率达14.1%。

图表 6 奇正藏药历年收入及利润（单位：万元）



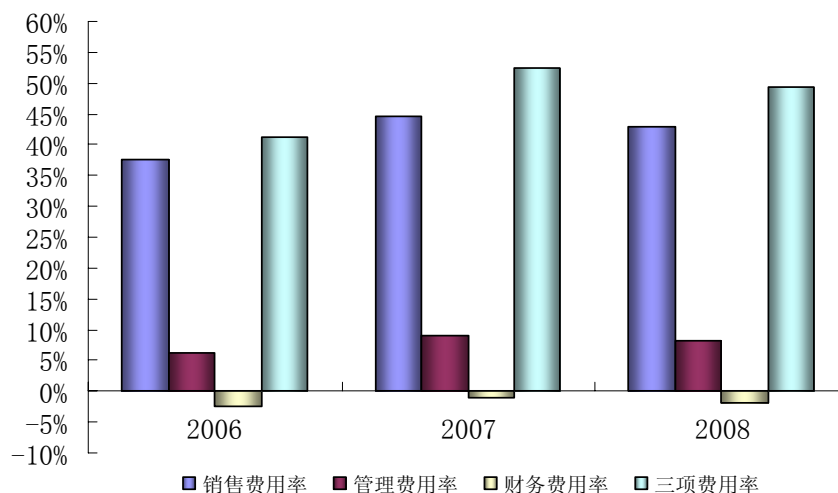
资料来源：公司招股说明书、天相投顾整理

期间费用

2006年至2008年，公司期间费用率分别为41.36%、52.47%和49.33%。公司2007年的期间费用率较2006年上升了11.20%，主要原因是合并范围扩大新增控股子公司三家。

近三年及一期，公司销售费用分别占期间费用的90.69%、84.87%、87.19%和84.03%，比重较大，略高于同行水平。同时销售费用呈逐年增加趋势，这主要有以下几点：公司从长远考虑，加大了各类媒体、店面等方面广告投放费用；2007年公司采取分线管理，使得营销管理人员有所增加，增加了营销人工成本；另为对外用止痛新品铁棒锤、青鹏膏剂等产品投入的市场推广费用较多。随着各销售地区的销量扩大，相应销售费用也同时增加。可以看出公司十分注重品牌建设，在关键的市场开拓期，对市场营销采取重点扶持政策。

公司对管理成本实施有效控制，公司的管理费用处于行业中等水平。报告期内公司的财务费用一直保持稳定，财务费用为负主要因为公司存款形成利息收入。

图表 7 奇正藏药历年费用率（单位%）


资料来源：公司招股说明书、天相投顾整理

主要财务指标

图表 8 奇正藏药历年主要财务指标

项目	2009年1-6月	2008年	2007年	2006年
流动比率	6.16	5.54	3.68	3.69
速动比率	5.71	5.19	3.47	3.57
母公司资产负债率	5.42	7.91	12.92	18.21
应收帐款周转率（次）	19.62	46.98	26	20.01
存货周转率（次）	0.82	2.55	3.16	4.36
息税折旧摊销前利润（万元）	8564.42	1477.8	12851.02	11026.66
利息保障倍数	3064.14	641.24	350.24	
每股经营活动产生的现金流量（元/股）	0.4	0.18	0.25	0.96
每股净现金流量（元/股）	0.39	0.11	-0.38	-0.49
净资产收益率（摊薄）（%）	11.85	24.94	21.62	22.06
净资产收益率（加权）（%）	12.66	28.59	18.27	20.38
基本每股收益（元）	0.2	0.36	0.23	2.51
稀释每股收益（元）	0.2	0.36	0.23	2.51

资料来源：公司招股说明书、天相投顾整理

1.4 IPO 基本情况

公司此次拟发行不超过4100万股，占发行后总股本比例10.10%。

图表 9 奇正藏药 IPO 基本情况

新股名称	奇正藏药
股票代码及申购代码	002287
发行后总股本（万股）	40600
发行股份数量（万股）	4100
网下发行（万股）	820

网上发行（万股）	3,280
发行价格（元）	11.81
发行市盈率（倍）	35.79
发行性质（首发/增发/配股）	首发
公司所属行业	中药
公司所处地区	西藏林芝

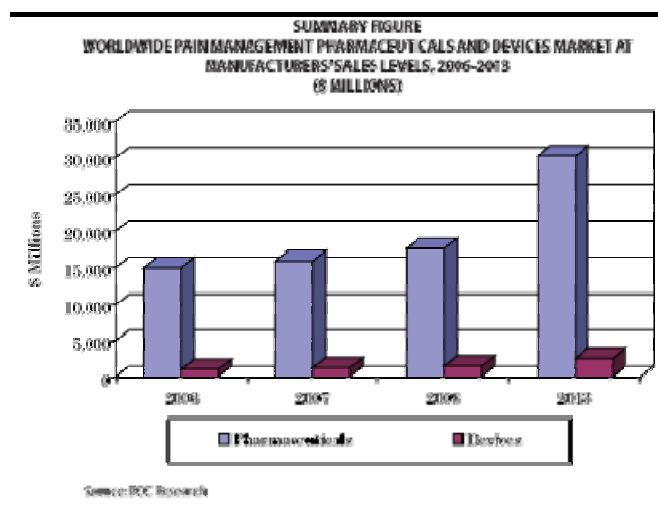
资料来源：公司招股说明书、天相投顾整理

2. 市场容量巨大，奇正尽享行业增长

2.1 止痛市场容量大，稳增长

疼痛是人类极为常见的病症，同时又是大多数疾病最常见或主要的症状之一。其中老年性骨骼肌肉系统疾病，慢性病，需长期持续用药。随着全球人口老龄化的进程加快，这类药物市场呈现出逐年快速增长的势头。据Kalorama Information 发布的最新调查数据显示：2006 年全球疼痛治疗药物和仪器的市场规模已达到了260 亿美元，预计到2010 年将上升到330 多亿美元。而BCC Research 公司针对全球疼痛管理药物及设备市场进行调查分析及预测：全球疼痛市场在2007 年的规模估计达到将近309 亿美元。该市场今后每年也将增长5.63%，到2012 年将发展为406 亿美元规模的市场。

图表 10 全球疼痛市场规模

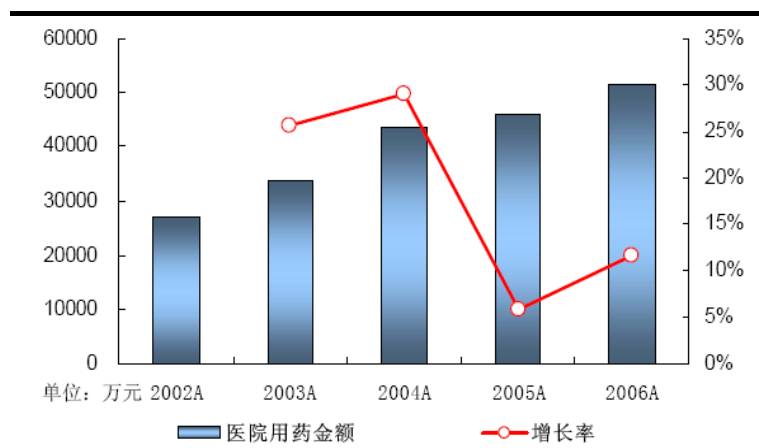


资料来源：BCC RESEARCH、天相投顾整理

中国已步入老龄化社会，中老年人口近5亿。风湿和类风湿关节炎、肩周炎、颈椎病、骨质增生等疾病在老年甚至中年人群中属于常见病、多发病，各类疼痛病患者约占中老年群体的65%，而且这一群体数量还在不断增加。数据显示，风湿等骨科疾病的发病率高达20%，患者群体约有2亿多人，其中8000万为重病患者。尤其在我国南方地区，其发病率高达40%。在消费群体结构中，50岁以上人群约有一半患有颈腰椎增生、肩周炎及风湿性关节炎。我国的关节炎患者人数已超过1 亿人，每年治疗总费用支出在135亿元以上；类风湿性关节炎也高居不下，目前，全国约有400万~500

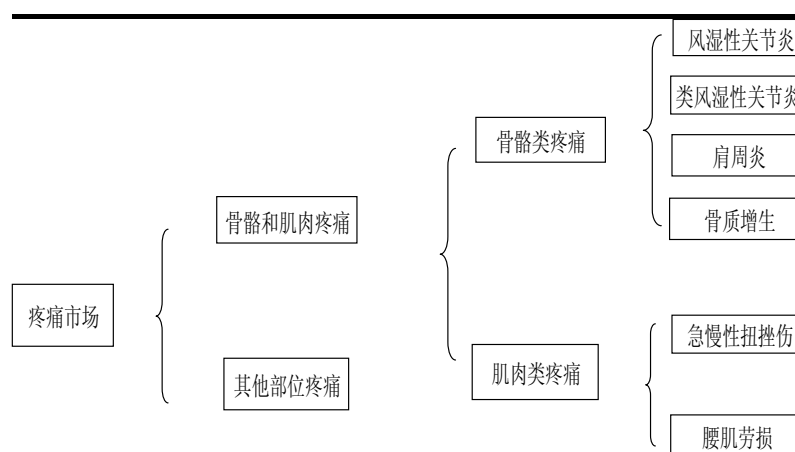
万类风湿性关节炎患者，从而形成了庞大的市场。2006 年全国样本医院14大类药物中，肌肉-骨骼系统药物以24.96%的增幅居于首位。

图表 11 国内止痛药医院市场增长情况



资料来源：上海医药工业研究院、天相投顾整理

图表 12 疼痛市场分类



资料来源：公司招股说明书、天相投顾整理

2.2 安全无毒，中药止痛优势

目前临床对疼痛采取的治疗药物有：非甾体类抗炎镇痛药(NSAIDs)，阿片类镇痛药和中药。目前医院市场镇痛药占主要地位的是芬太尼、曲马多、吗啡、美洛昔康等化学镇痛药。但化学镇痛药普遍存在毒副作用强，持续时间短等问题。特别是“万络事件”后，人们对化学镇痛药的安全性产生了质疑。而传统止痛中药却因为天然无毒而重新受到重视。现代药理研究证实，一些活血化瘀、舒筋通络的传统中药往往具有抗炎镇痛、改善微循环、免疫调节等作用。按照一定的治疗原则制成的外用药更是具有传统药物的治疗特色。因此，近年来传统外用止痛中药已经成为一个增长迅猛的药物领域，具有良好的市场成长空间。

图表 13 镇痛药主要类别、代表产品及毒副作用对比

类别		代表药物	对症	副作用
化学药	非甾体类抗炎镇痛药	美洛昔康、阿司匹林等	轻、中度疼痛	刺激胃膜、肝功能受损、有可能导致高血压 上瘾及令头痛情况恶化的可能
	阿片类镇痛药	吗啡、芬太尼、曲马多等	中、重度疼痛	
中药	口服类	独一味胶囊	各类疼痛	基本没有
	外贴类	奇正贴膏，云南白药膏	各类疼痛	

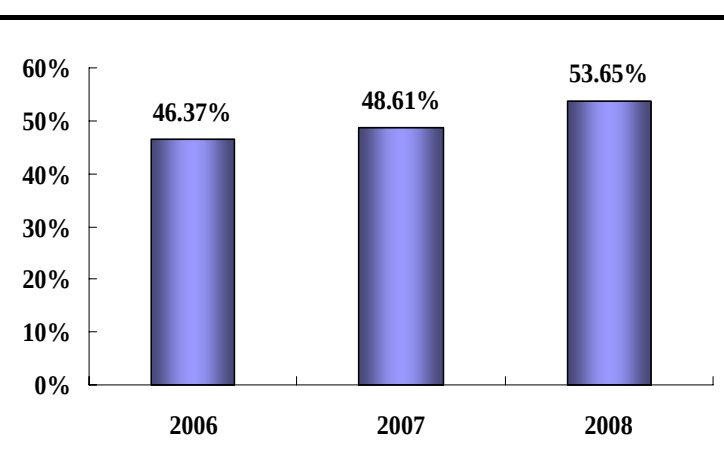
资料来源：公司招股说明书、天相投顾整理

2.3 外用贴膏引领止痛药市场

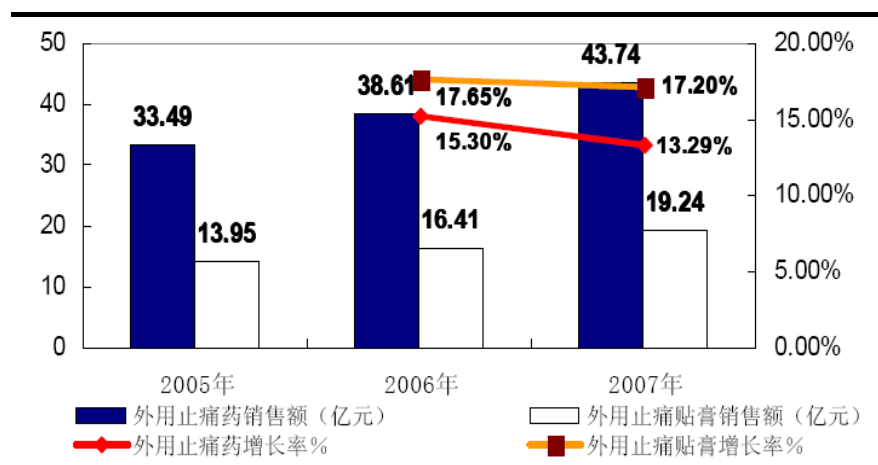
外用制剂是药品中的一种常见剂型，外用药物根据剂型分为：膏贴剂（硬膏剂）、软膏剂、溶液、喷剂等剂型，相对口服和注射两大给药方式来说，外用制剂类产品可直接作用于病患处，避免了肠胃道的降解和肝脏“首过效应”，不仅药效迅速、降低了不良反应率，而且避免了对人体内脏器官机能的破坏。

以膏贴为载体的药物透皮吸收给药系统，是全球药剂学中的一个新领域。特别是上世纪70年代中期，自美国首先提出透皮控释给药（TDDS）治疗方案并制成东莨菪碱贴片以来，透皮给药系统不断完善并得到了迅猛的发展。在国际上，透皮吸收剂是先进给药方式的代表，现今已进入全面发展阶段。全球透皮释药系统销售额正以平均25%的年增长率发展，年增长率超过口服和吸入剂市场。我国膏药可以说是传统的“透皮吸收剂”，所以市场的目光不仅仅把这小小的膏药停留在传统的继承上，而且将其推向了世界先进给药方式的潮流。这无疑将给各大橡胶膏剂制药企业一个通过中药现代化迈向中药国际化舞台的重要契机。

根据SFDA 南方医药经济研究所的数据分析：2008 年度外用止痛贴膏在国内医院市场的销售规模约为5.51 亿元，较上年同期增长45.51%以上；零售市场的销售规模为21.27 亿元，占整个止痛贴膏79.41%的市场份额，并保持了快速增长的势头。2008 年度我国外用止痛贴膏用药的总体市场规模达到26.78 亿元，占整个外用止痛53.65%的市场份额，与上年同期比增长25.95%，高于外用止痛药14.13%的增长率。

图表 14 我国外用止痛贴膏近年在我国外用止痛药中的市场份额


资料来源：公司招股说明书、天相投顾整理

图表 15 我国外用止痛药与我国外用止痛贴膏近年的市场规模与增长图


资料来源：公司招股说明书、天相投顾整理

总之，近几年来我国外用止痛贴膏的销售额保持快速增长的势头，预计在未来三到五年内，我国外用止痛贴膏市场规模仍将保持快速的增长势头，其年增长率预计保持在15%~25%之间。

2.4 群雄角逐，奇正领先

从我国外用止痛贴膏用药竞争格局来看，形成了十分明显的三梯队竞争格局：第一梯队主要由奇正消痛贴膏、天和骨通贴膏和羚锐通络祛痛膏三大品牌形成三足鼎立局面，三大品牌的销售额均超过1亿元，市场份额均达到10%以上；第二梯队，由白云山何济公制药厂、上海强生药业、黄石卫生材料厂、吉民药业、南京中医药大学药厂等为代表的8~10个厂家组成，年销售额在1,000~9,000 万元之间；第三梯队，则是由各地小厂或附带生产经营该类产品的厂家组成，年销售额相对较少，均不超过1,000 万元。

公司凭借“奇正消痛贴膏”十多年形成的品牌及技术优势，在行业内占据重要的地位，2008 年度的销售额为4.99 亿元，占整个外用止痛贴膏市场18.63%的份额，在市场中居领导者的地位。

图表 16 2008 年我国外用止痛药排名前十位品牌的销售额与市场份额

排名	品牌	生产厂家	2008 年销售额 (亿元)	市场份额
1	奇正消痛贴膏	西藏奇正藏药股份有限公司	4.99	10.00%
2	云南白药膏	云南白药集团	2.94	5.89%
3	云南白药气雾剂	云南白药集团	2.59	5.18%
4	天和骨通贴膏	桂林天和药业有限公司	2.23	4.47%
5	扶他林乳胶剂	北京诺华制药公司	1.87	3.75%
6	通络祛痛膏	河南羚锐制药	1.83	3.66%
7	壮骨麝香止痛膏	河南羚锐制药	1.63	3.26%
8	复方南星止痛膏	南京中医药大学制药厂	1.19	2.39%
9	701 跌打镇痛膏	何济公制药厂	0.93	1.86%
10	麝香壮骨膏	黄石卫生材料药业	0.89	1.79%

资料来源：公司招股说明书、天相投顾整理

图表 17 2008 年我国外用止痛贴膏排名前十位品牌的销售额与市场份额

排名	品牌	生产厂家	2008 年销售额（亿元）	市场份额
1	奇正消痛贴膏	西藏奇正藏药股份有限公司	4.99	18.63%
2	云南白药膏	云南白药集团	2.94	10.98%
3	天和骨通贴膏	桂林天和药业有限公司	2.23	8.34%
4	通络祛痛膏	河南羚锐制药	1.83	6.81%
5	壮骨麝香止痛膏	河南羚锐制药	1.63	6.07%
6	复方南星止痛膏	南京中医药大学制药厂	1.19	4.46%
7	701 跌打镇痛膏	何济公制药厂	0.93	3.46%
8	麝香壮骨膏	黄石卫生材料药业	0.89	3.33%
9	辣椒颠茄贴膏	上海强生制药有限公司	0.63	2.34%
10	麝香追风膏	广东湛江吉民药业	0.56	2.08%

资料来源：公司招股说明书、天相投顾整理

3. 三大优势，稳固市场领导地位

3.1 保密品种、技术先进、组方独特

公司主导产品奇正消痛贴膏为中药保护品种和国家保密品种。奇正消痛贴膏与市场上其他类型的膏药相比，技术先进、组方独特，其采用真空冻干技术保持了植物药活力成份，运用透皮吸收技术，保证了药物安全有效地抵达病患部位，最大限度减少对人体的刺激，恰恰契合了药物透皮吸收给药系统发展方向，保持了“外用给药系统”与“天然药物”相结合的竞争优势，目前奇正消痛贴膏已成为国内传统外用止痛药物的代表。而且，奇正消痛贴膏具有较高的性能价格比，被患者普遍接受。

图表 18：外用贴膏剂型特点对比表

项目	传统膏药	改进型膏药	新型膏药
产品描述	系以食用植物油与黄丹或铅粉等经高温炼制成的铅硬膏为基质，并含有药物或中药材提取物的外用制剂。	橡胶膏剂系指药材提取物或/和化学药物与橡胶等基质混匀后，涂布于背衬材料上制成的外用贴膏剂。	湿敷剂型，采用专利药垫与药水分置技术，将真空冻干技术处理的新鲜原生药粉均匀布点于药垫之内，再用独特组方的润湿剂加以润湿后溶出有效成分，保证有效成分的快速溶出、释放、透皮，达到快速持久起效。
性能特点	疗效确切，应用范围广，沿用历史悠久，价格低廉。质量可控性、稳定性较差；使用、保存不方便。因为含“铅”，所以安全性方面值得关注。使用时，多数自行剪切，故其剂量不易掌握。	橡皮膏粘着力强，使用携带方便，不经预热软化就可直接粘贴于患处，不污染衣物，对机体几乎无损害。因制备工艺中有高温过程，对部分挥发性有效成分的损耗较难控制；药物释放慢；载药量低，且久贮易硬化。	药物有效成分保存完整；载药量高，药物浓缩在药垫之内；药物释放快，能快速溶出药物活性成分；药粉与润湿剂分离，便于药材的长期保存；润湿剂能有效促进透皮吸收；使用方便、新颖。
代表品种	狗皮膏等	通络祛痛膏、云南白药膏、天和骨通贴膏、铁棒锤止痛膏等	奇正消痛贴膏（独家）
生产方法	传统膏药一般含铅，制作过程中包括：炒丹、炸药、炼油、下丹、去火毒、摊涂；工艺较复杂。	多采用溶剂法，有用热压法生产者，较传统膏药，具有规范化程度高、制备工艺简便易操作等特点。但溶剂法存在安全生产、溶剂残留等问题，目前正逐步向热压法过渡。	低温真空冻干技术，工艺独特、科学、合理；生产符合 GMP 生产要求。
使用方法	使用时先切开使用部分文火熔化，再进行贴敷。	直接贴敷，粘着力强	先将药贴润湿，再进行贴敷。独特、方便。
价格状况	价格普遍较低	价格处于中低水平	价格较高
疗程疗效	药物吸收缓慢，贴敷时间长，疗程较长。	药物含量低，吸收不完全，疗程较长	药物透皮吸收完全，疗效确切、明显；疗程短（急性期 1 贴，慢性 5 贴）
接受程度	有较长的传统用药历史，使用范围很小	易于接受	易于接受
市场特点	因污染、重金属、使用便利性问题，市场接受度不高。同时存在不规范的民间制作应用的情况。	在我国外用膏药贴市场上销量最大，产品单价相对较低，存在同类产品竞争激烈等问题，需要进行差异化经营。	奇正消痛贴膏为国家保密品种，独家生产经营，产品附加值高，性价比高，在市场竞争中具有明显销售优势。
发展趋势	原有的传统膏药逐渐被淘汰，改进型橡胶膏药目前仍然占据了市场主流，但随着外用止痛膏药技术水平发展和消费者对产品价格接受程度提高，代表透皮吸收给药方式的新型膏药发展前景广阔。		

资料来源：招股说明书、天相投顾整理

3.2 品牌优势成就较高的市场占有率

自成立以来，公司就十分注重品牌形象的塑造。全年上亿元的广告投入，对“奇正藏药”品牌进行了全方位、多层次的立体式宣传，建立了广泛的品牌知名度和美誉度，牢牢树立了止痛领域领先品牌地位。

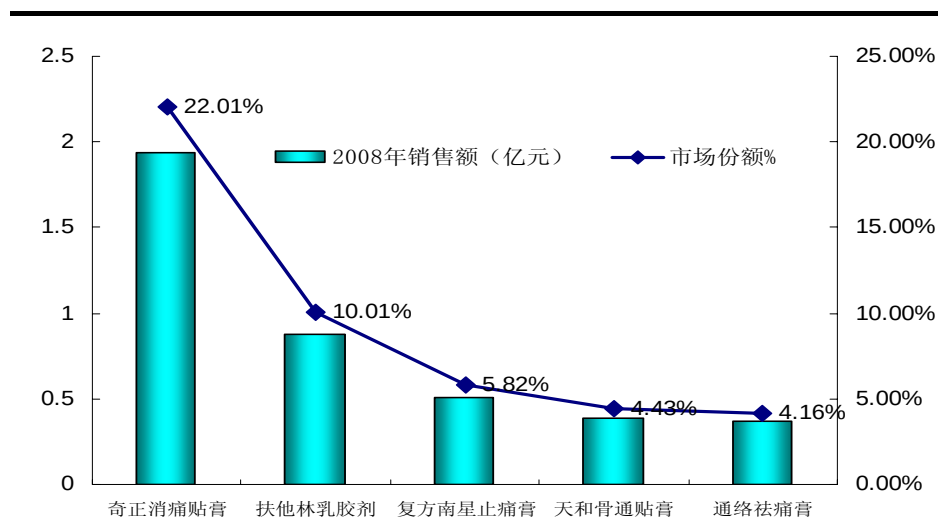
图表 19 奇正藏药历年获得的奖项

年份	奖项
1997	第26届日内瓦国际发明与新技术展览会金奖
2002	“奇正”商标被评为甘肃省著名商标
2003	中国2002年十大潜力商标称号。
2004	“奇正”商标被认定为驰名商标
2006	七大城市中成药医院市场最畅销的品牌前十
	首届OTC产品排行榜中药外科类第一名，入选非处方药重点品牌

资料来源：招股说明书、天相投顾整理

2008 年，从外用止痛贴膏类医院市场产品排名分析，奇正消痛贴膏在外用止痛贴膏类产品中市场占有率依然排名第一。

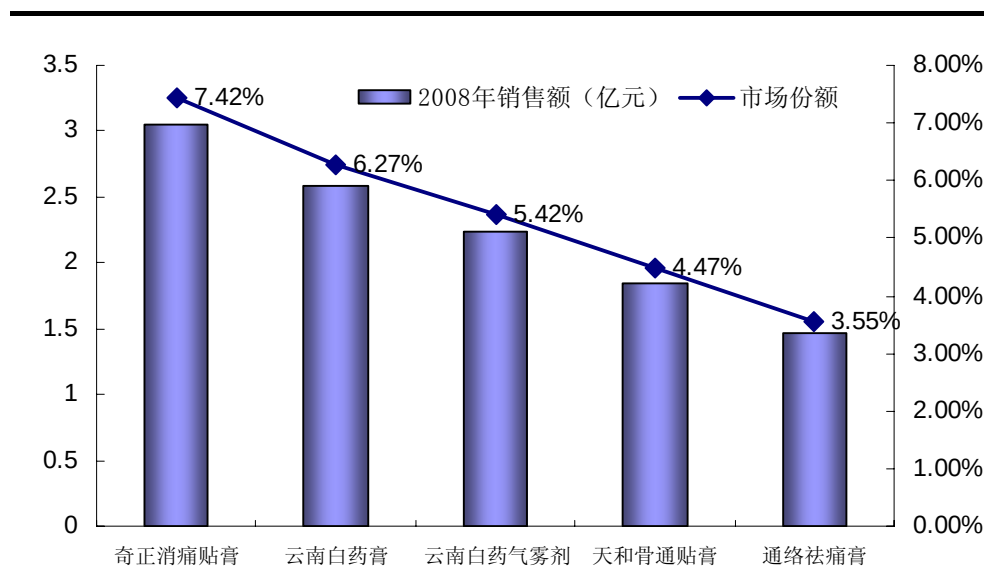
图表 20 我国医院市场外用止痛药主要竞争品牌的市场销售额及市场份额



资料来源：公司招股说明书、天相投顾整理

在国内药品零售市场，外用止痛药物保持了17%~20%的年增长率；奇正消痛贴膏连续六年排名市场份额第一名，已经占据了强势的品牌地位。公司采用与奇正消痛贴膏形成协同作用的外用止痛系列产品组合，借助专业化的零售销售团队，依托强势连锁等销售终端在供应价值链上的工商协作，打造外用止痛品类的领导地位，实现消费者价值。

图表 21 我国零售市场外用止痛药主要竞争品牌的市场销售额及市场份额



资料来源：公司招股说明书、天相投顾整理

3.3 十年练就卓越营销力

公司经过十多年的营销探索和实践，逐步建立起完善的三级市场营销网络和销售渠道。目前，在全国 31 个省市均设立了专门的办事机构，拥有一支 400 多人的专业化销售管理和推广队伍。

公司在业内首倡供应价值链合作模式，通过与医药商业的深度沟通共同制定销售计划和合作方式，保证双方最大程度的“双赢”合作。至 2007 年试行以来，公司产品借助合作伙伴的市场渠道遍布零售、医院和第三终端，同时销售量和回款速度都有明显改善。

公司依据国内医药市场和主要产品奇正消痛贴膏的特点，同时在医院市场及药品零售市场采用专业化学术推广模式。专业化学术推广是当前医药产品推广的主流模式。公司产品具有充足的临床疗效验证，并集藏药经典和现代透皮给药等先进技术于一体，与学术推广良好结合，自然在患者和医生中建立品牌的认同感。

依托西藏丰富多彩的自然资源和悠久博大的文化资源优势，公司在业界首创了文化营销的新模式。每年都邀请数百位学术专家与商业企业高层人士“走进藏区、走进奇正”，感受独特的藏药文化，体味“人与自然和谐共存”、“心理和生理平衡统一”等治疗理念，获得了较高的赞誉与认同感，提升了奇正藏药深厚文化内涵的认知度和品牌形象，扩大了品牌的影响力。

4. 传承创新，发掘藏药金库

4.1 藏药一个亟待开发的金库

藏医药作为一门独特民族医药，是中华民族医药学中的“奇葩”。藏医药是凝聚

高原民族的千年智慧,并融合了印度、波斯和中医学的主要精髓并自成体系的医药学。独有的藏药材资源,严谨完整的医学理论体系,独特的藏药配伍和炮制工艺,独到的疾病治疗措施等等,造就了藏药突出的疗效。经过千年的发展,藏医药已具有较为系统的教育、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,特别是由于其属于植物性、天然性药物而成为当今快速发展的新兴药物产业之一。

目前,全国藏药企业的藏药工业总产值约为 10 亿元,仅占我国医药工业总产值的 0.2%左右,但每年的增长速度约为 50%,利润和税金年平均增长速度达 65%。

高速增长的背后是极具潜力的藏药资源。据不完全统计,流传至今的藏医药共有秘方 1 万多个,已经在临床中使用的用三四百个,其中专门针对疑难杂症的秘方、验方约有 300 多个。青藏高原是藏医藏药学的发源地,特有的地理气候环境孕育了丰富和独特的天然药物资源。据有关部门考证,青藏高原有各类藏药植物 2584 种,动物类药 175 种,矿物类药 200 多种。其中仅生长在海拔 3500 米以上高寒缺氧地带的珍贵药材就多达 300 多种。冬虫夏草、红景天等著名药材皆产自青藏高原。由于高海拔和独特的地理气候特性,高原药材的活性成分含量远高于平原地区,而且天然无污染。如此种类丰富的藏药资源形成一个巨大的天然化合物库,包含各种俱有抗肿瘤、抗病毒、提高免疫等高活性的化合物,亟待进一步的研究和开发。

4.2 奇正打开金库的大门

长期以来,传统藏药因为缺乏统一的标准和生产技术落后等因素未能得到很好的发展。这与藏药自身的特点有关。据了解,传统藏药剂型以丸剂为主,主要有丸剂、散剂、胶囊剂、膏贴剂等。像二十五味珍珠丸这样的传统藏药只有水丸一种剂型,很难迎合现代人的需求。大多数藏药生产企业工艺落后,传统成药规模化生产困难。在产业化过程中还存在传统炮制工艺与现代制药规范的矛盾及藏成药传统质量规范与现代制药标准的矛盾。并且,小批量、多批次的生产模式还造成成本价格居高不下。此外,传统藏成药多组分方剂难以符合主流医药市场对药物成分明确、质量可控、作用机理清楚等方面的要求。

当社会各界仍在思考如何发展藏药产业和实现藏药现代化之时,奇正藏药已走在行业的最前面。多年来,公司坚持“传承、融合、再创新”的道路开发藏医药,对传统藏药的二次开发积累了丰富的研究经验并获得丰硕的成果。针对传统藏药制备工艺中存在的崩解度差、丸重差异、菌含量超标、水分含量超标等四大顽症,奇正藏药开发出自动制丸技术,实现丸剂生产的自动化、标准化、产业化,为藏药产品走向国内、国际市场提供了技术保障。目前正在研究的还有草本原药材瞬时灭菌、非辐照灭菌等技术,这些关键技术的突破将从根本上解决制约藏药发展的几大生产技术难题。公司在未来 2~3 年内将陆续推出新开发的藏药品种,形成三级产品梯队,公司依靠单一产品的风险也将降低。

图表 22 2010~2012 年公司将陆续推出的新产品

		1 神经类
	1妇科类+1消化类	1妇科类+1消化类
1消化类	1消化类	1消化类
2010	2011	2012

资料来源：天相投顾整理

奇正藏药对藏药产业发展和藏药现代化所作的贡献有目共睹。2006 年公司入选由国家科技部主办的“首批国家级创新型试点企业”，获得来自国家和地方各级政府的一系列科技、税收、金融等方面全方位、有针对性的大力扶持。2004 年，通过 GMP 认证的藏药生产企业只有 49 家，工业总产值在 10 亿元左右，但大部分为多为中小企业。无论从资金还是研究实力方面分析，公司作为全国最大的藏药生产企业，将是藏药开发和藏药现代化的最大受益者。

5. 募集资金项目分析

本次发行后，募集资金将按照轻重缓急顺序投入以下三个项目。

图表 23 募集资金拟建设项目

序号	项目名称	总投资额（万元）	投资计划（万元）	
			T~T+12	T+12~T+24
1	藏药生产线改扩建项目	18,178.64	3,436.61	14,742.03
2	藏药工程技术中心建设项目	6,888.15	6,888.15	-
3	营销网络建设项目	3,960.95	3,960.95	-
合计	-	29,027.74	14,285.71	14,742.03

[注]T 为初始投资月份。

资料来源：招股说明书 天相投顾整理

公司止痛类产品受到市场的欢迎，市场需求旺盛。2007 年和 2008 年公司的生产线基本上全部满负荷生产，个别产品由于产能原因出现不能向市场及时供货的情况，生产能力已成为快速响应市场需求的瓶颈。因此我们重点关注藏药生产线扩建项目的具体效益情况和具体达产情况。

图表 24 藏药生产线扩建项目的具体效益分析

项目	盈利能力分析
贴膏剂生产线	产品规模3,600 万贴/年, 年利润总额为10,307 万元, 该生产线投资7,329万元, 建设投资利润率为140.63%, 静态建设投资回收期为2.71 年(含2 年建设期)
橡胶膏剂生产线	产品规模5,750 万贴/年, 橡胶膏剂两种产品年利润总额为2,594 万元, 生产线投资3,000 万元, 建设投资利润率为86.50%, 静态建设投资回收期为3.16 年(含2 年建设期)
软膏剂生产线	产品规模300 万支/年, 年利润总额为1,400 万元, 该生产线投资800 万元, 建设投资利润率为175%, 静态建设投资回收期为2.57 年(含2 年建设期)
口服制剂生产线	产品规模15,000 万粒/年, 年利润总额为1,701 万元, 该生产线投资3,369万元, 建设投资利润率为50.50%, 静态建设投资回收期为3.98 年(含2 年建设期)
药材饮片加工生产线	产品规模1,100 吨/年, 年利润总额为375 万元, 该生产线投资1,000 万元, 建设投资利润率37.50%, 静态建设投资回收期为4.67 年(含2 年建设期)

资料来源: 招股说明书 天相投顾整理

6. 盈利预测与估值分析

6.1 盈利预测

我们认为公司 2009-2010 年的业绩亮点在于: 1) 止痛贴膏市场规模增长, 公司作为行业龙头, 主打产品消痛贴膏将随行业发展而稳定增长; 2) 随市场推广力度加大, 二线产品青鹏膏和铁棒锤膏有望进入放量期; 3) 消化类和妇科类等新产品将陆续推出。

综合上述分析, 我们预计公司 2009 年、2010 年和 2011 年分别实现销售收入 5.05 亿元、6.20 亿元和 7.92 亿元, 同比增长 22.12%、22.93%和 27.58%; 实现净利润 1.48 亿元、1.69 亿元和 1.98 亿元, 同比增长 3.94%、14.56%和 17.35%; 按照首发 4600 万股计, 总股本扩大至 40600 万股, 全面摊薄后 2009、2010 年和 2011 年每股收益分别为 0.36 元、0.42 元和 0.49 元。

图表 25 奇正藏药盈利预测 (单位: 百万元)

项目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
一. 营业收入	267.92	339.27	413.48	504.93	620.69	791.85
增长率		26.63%	21.87%	22.12%	22.93%	27.58%
减: 营业成本	56.75	63.28	70.63	87.35	112.41	138.97
营业税金及附加	4.38	5.65	6.38	8.04	9.75	12.66
销售费用	100.51	151.07	171.86	230.42	295.21	383.21
管理费用	16.99	30.65	33.95	44.23	60.22	72.84
财务费用	-6.68	-3.71	-7.82	-12.02	-16.00	-20.02
期间费用率	41.36%	52.47%	47.88%	52.01%	54.69%	55.06%
减: 资产减值损失	0.82	0.33	-0.96	0.35	0.73	0.93
投资收益	2.13	17.07	0.00	0.00	8.22	9.16
二. 营业利润	97.28	109.07	139.44	146.56	166.59	212.42
营业利润率	36.31%	32.15%	33.72%	29.03%	26.84%	26.83%
营业外收入	7.70	8.95	15.44	13.22	10.22	15.00
减: 营业外支出	0.55	0.47	11.73	9.10	4.23	4.03
营业外收支净额	7.15	8.48	3.71	4.12	5.99	10.97
三. 利润总额	104.43	117.55	143.15	150.68	172.58	223.39
增长率		12.56%	21.78%	5.26%	14.54%	29.44%
利润率	38.98%	34.65%	34.62%	29.84%	27.81%	28.21%
减: 所得税	0.07	1.62	1.19	3.13	3.55	25.03
实际税负比率	0.07%	1.38%	0.83%	2.08%	2.06%	11.20%
四. 净利润	104.36	115.93	141.96	147.54711	169.03304	198.36033
增长率		11.09%	22.45%	3.94%	14.56%	17.35%
净利润率	38.95%	34.17%	34.33%	29.22%	27.23%	25.05%
每股收益(元)	0.25	0.28	0.35	0.36	0.42	0.49

资料来源：公司招股说明书、天相投顾整理

6.2 估值合理价位 10.08-11.88 元

在综合考察了 A 股上市公司中同类型中成药生产企业的平均估值水平后，我们认为给予公司 2009 年 28-33 倍 PE 比较合理，对应我们对公司 2009 年 EPS 为 0.36 元的盈利预测，公司股票上市后的合理价格区间为 10.08 元-11.88 元。

A 股部分中药企业平均估值水平

代码	公司名称	每股收益（元）			市盈率（倍）		
		2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E
600750	江中药业	0.44	0.54		32	26	
000538	云南白药	0.96	1.16	1.43	38	32	26
000423	东阿阿胶	0.55	0.60	0.79	34	31	23
600436	片仔癀	1.01	1.11	1.21	29	26	24
600085	同仁堂	0.50	0.57	0.65	33	29	26
600351	亚宝药业	0.58	0.36	0.46	21	34	27
	平均				31	30	25

资料来源：天相投顾整理

7. 风险揭示

产品结构单一的风险：奇正消痛贴膏是公司的主导产品，该产品近三年及一期的销售收入占公司同期主营业务收入的比例分别为 95.94%、87.19%、86.52%和 88.82%，销售毛利占公司同期销售毛利的比例分别为 97.18%、88.66%、87.87%和 89.98%；通过多年的市场推广，奇正消痛贴膏已树立了良好的产品形象，市场占有率逐年提高，已占据外用止痛药物领域的领导地位。但是，国内医药市场上与奇正消痛贴膏适用病症类似的贴膏药品种类较多，如云南白药膏、天和骨通贴膏、羚锐通络祛痛膏、复方南星止痛膏等，尤其是来自西药止痛贴膏的威胁，如中国诺华的扶他林乳膏，近年来市场增长迅速，挤占中药贴膏市场。奇正消痛贴膏产品生产、销售的异常波动将对本公司经营业绩产生较大的影响；

秘密技术外泄风险以及主导产品被仿制的风险：公司的主导产品奇正消痛贴膏被国家食品药品监督管理局认定为“国家二级中药保护品种”，保护期限截止到 2011 年 9 月 2 日，亦被国家科技部、国家保密局认定为“秘密级国家秘密技术”，保密期限截止到 2010 年 8 月 16 日。虽然公司可以在到期前申请延长保护期或保密期，但奇正消痛贴膏仍存在到期后未被延长、秘密技术外泄而导致其他企业仿制的可能。如果出现上述情况，必然导致该产品的价格下降、盈利能力降低，公司生产经营将可能面临一定的风险。同时，尽管公司对奇正消痛贴膏享有实用新型专利权（便于贮存和携带的药垫），但该专利保护期限也将于 2012 年 4 月到期，因此保护期届满后该实用新型也将面临被仿制的风险；

税收优惠政策风险：根据西藏自治区的税收优惠政策和政府主管税务机关批准，本公司近三年及一期免缴企业所得税：2006 年 5 月 30 日，经西藏自治区人民政府办公厅藏政办函[2006]19 号文件批复，西藏自治区人民政府同意继续延长西藏林芝奇正藏药厂企业所得税免征 5 年（2006~2010 年）政策。虽然本公司享受的税收优惠有明确的法律和文件依据，但如果国家对西藏的税收政策发生变化，将对本公司产

生不利影响；

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%---(+) 5%
4	减持	(-) 5%---(-) 15%
5	卖出	<(-) 15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦 2808 室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路 1825 号嘉恒商务大厦 A 座 1005 室

电话：0531-88162375

传真：0531-88162317

邮编：250100