

奇正藏药（002287）新股定价

——民族药生产企业中的排头兵

定价区间

14.00-16.00 元

健康护理/中成药

2009 年 8 月 26 日

投资要点:

- 奇正藏药是以民族药为主营业务的制药企业，其主要产品奇正消痛贴膏在外用祛痛类药物中占据第一的市场份额，给公司带来丰厚的利润，同时公司作为最大的民族药生产企业，具有较多的藏药成方和生产批文，肩负着促进民族药发展的重任，在国家促进民族药发展的大背景下，如果公司能够在其他藏药品种上取得和奇正消痛贴膏一样的成功，将会给公司带来二次增长的机会；
- 公司的主要产品奇正消痛贴膏 2008 年销售收入达到 3.57 亿元，占公司销售收入比重达到了 86%，凭借着藏药的良好疗效和独特的剂型，虽然市场价格远高于市场同类产品，但是依然占据市场份额第一，目前公司通过医院推广带动 OTC 市场的销售模式，未来将会重点开发销售比较薄弱的华南市场；
- 公司其他品种的销售额较小，但是铁棒锤贴膏和青鹏软膏作为藏药和公司的独家品种，也有一定的市场增长空间，公司在口服藏药中也拥有较多的生产批文，将会选择其中的适宜品种进行市场推广；
- 公司的财务指标良好，本次 IPO 后将会拥有更多的现金储备，公司的募集资金项目投向主要产品的扩产，研发中心和营销网络的建设；
- 公司面临的主要风险包括不能获得免税的风险，产品单一的风险，销售模式的风险以及大股东持股过高的风险。
- 预计公司 2009 年-2011 年每股收益为 0.41 元、0.49 元和 0.59 元，上市后合理价格为 2009 年 35-40 倍市盈率，预计在 14.00-16.00 元之间。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利收 益率 (%)
2008	41,348	21.87	13,579	17.23	0.33			
2009E	49,072	18.68	16,488	21.42	0.41			
2010E	57,911	18.00	19,792	20.04	0.49			
2011E	69,931	20.75	24,149	22.01	0.59			

发行数据	2008 年
发行前股本（万股）	36500
发行数量（万股）	4100
发行价格（元）	11.81
发行前 EPS（元）	0.37
发行后 EPS（元）	0.33
发行每股净资产（元）	2.70
发行日期	2009-8-19
上市日期	2009-8-28
主承销商	平安证券

分析师：宋晗

TEL: (8621)6336 7000-254

FAX: (8621)6337 3209

Email: songh@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号

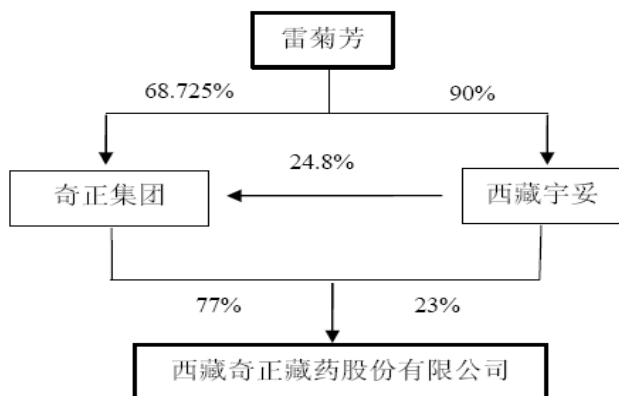
20F (邮编 200002)

奇正藏药是以民族药为主营业务的制药企业，其主要产品奇正消痛贴膏在外用祛痛类药物中占据第一的市场份额，给公司带来丰厚的利润。公司绝大部分的销售收入和利润来自于奇正消痛贴膏，具有一定的市场风险。但是公司作为最大的民族药生产企业，具有较多的藏药成方和生产批文，肩负着促进民族药发展的重任，在国家促进民族药发展的大背景下，如果公司能够在其他藏药品种上取得和奇正消痛贴膏一样的成功，将会给公司带来二次增长的机会。

1. 大股东绝对控股的企业

公司的董事长和实际控制人雷菊芳女士间接持有奇正药业发行前 90.80% 的股份，在公司发行 4100 万股以后，依然持有 81.635% 的股份，占据绝对控股的地位。其进行的经营决策对公司的发展有决定性的影响力。大股东的高比例持股可以增加决策的速度，增加公司的灵活性，但是另一方面高持股比例对公司的治理结构会有一些负面影响。

图一、奇正藏药股东持股结构图



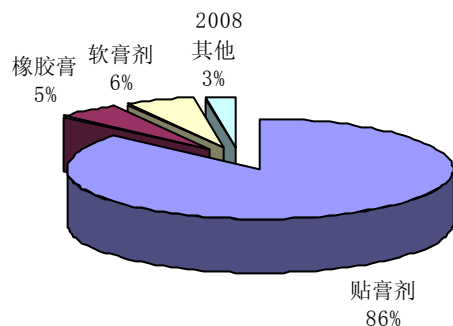
2. 专注于外用藏药的开发

传统的中成药以膏、丸、散、贴作为主要的剂型，在中成药的外用药中，多数是采用贴膏剂的剂型。贴膏剂主要用于跌打损伤、骨质增生、风湿类风湿等骨科疾病的治疗，由于其适用方便，见效快，所以一直是治疗骨科疾病的主要品种之一。奇正藏药充分发挥了贴膏剂型在中成药外用药上的优势，把治疗骨科疾病的藏药和贴膏剂型相结合，并开发出更为有效的贴膏剂剂型，从而占据了中成药贴膏剂市场份额第一的位置。在贴膏剂的基础上，公司又进一步开发其他的外用药品种，使得公司在外用药上形成了一定的产品系列。目前外用药占公司产品销售收入和毛利润 97% 以上的比例，对公司的业绩有决定性的影响。

公司在其他口服藏药上也有很多的成方和生产批文，但是由于口服藏药生产厂家众多，竞争激烈而又在全国范围内知名度不高，因此目前销路并不看好，但是藏

药毕竟有其悠久的历史和一定的特色，公司在做大作强外用用药后，如果能够在口服藏药上有所突破，将会给公司未来的二次发展打下良好的基础。

图二、奇正藏药主要品种销售收入占比



数据来源：上市公司公告

1) 消痛贴膏——外用中成药市场份额第一

奇正消痛贴膏是公司销售收入的主要来源，也是外用中成药的第一品牌，单品的销售收入甚至超过了外伤、骨伤用药中的第一品牌云南白药。2008年消痛贴膏实现销售收入3.57亿元，占公司销售收入比重达到了86%。在零售市场上的销售收入接近5亿元，占外用中成药市场份额的18.93%。

表一、2008年我国外用贴膏市场份额

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表²²

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%

数据来源：上市公司公告

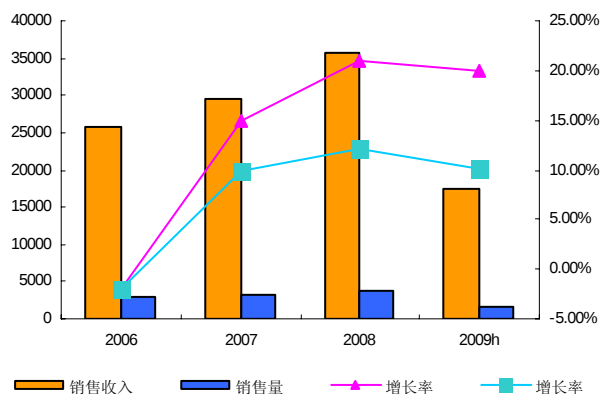
奇正消痛贴膏能够占据市场份额第一主要有两个因素，一方面其采用了传统藏药的配方，成份中含有独一味、棘豆、花椒、水牛角等活血化淤、消肿止痛的药物，对肌肉和关节疼痛具有较好的疗效，另一方面采用了特殊的剂型，使得药效能够更

容易被皮肤吸收，增加了药效。

奇正消痛贴膏在剂型上的特殊性在于其采用了溶剂和药膏分开的方式，在使用前才进行混合，可以使药剂更充分的分散在贴膏的表面，并且容易从膏剂中析出。而传统的剂型是用橡胶和药剂经过溶剂混合，在挥发溶剂形成，药物的渗出率并不高，影响了疗效。但是目前贴膏剂生产企业都在准备引入巴布剂剂型，巴布剂剂型由于采用水溶性高分子聚合物为基质骨架材料，相比于橡胶作为骨架的剂型有更好的皮肤耐受性和药物吸收性，而且使用更为方便。在这种情况下，奇正消痛贴膏可能会受到一定的市场冲击。

奇正消痛贴膏销售收入保持着 15-20% 的增长速度，和行业水平基本相同，销售收入增长的主要动力一方面来自于销售量的增长，增长速度在 10% 左右，另一方面出厂价格每年都提高 5-8%，也增加了销售收入和毛利润。

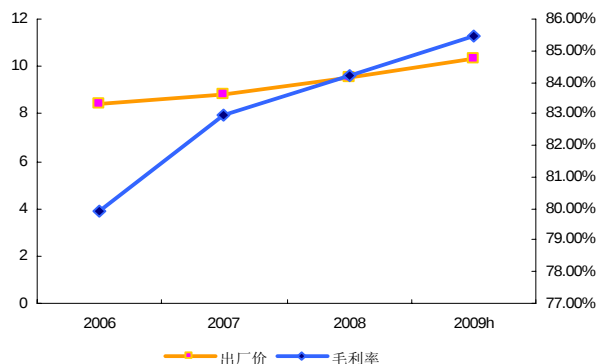
图三、奇正消痛贴膏销售收入和销量增长图



数据来源：上市公司公告

奇正消痛贴膏的毛利率随着价格的逐步上调，毛利率也逐步提高，并带动公司整体毛利率的提高。

图四、奇正消痛贴膏价格和毛利率同向上升



数据来源：上市公司公告

从市场价格上来看，奇正消痛贴膏要明显高于竞争对手，公司 5 贴装的奇正消痛贴膏的市场价格在 78.5 元，而竞争对手同样的 5 贴装的药物价格在 15-25 元之间，但是奇正消痛贴膏每贴可以使用 24 小时，而普通的贴膏只能使用 12 小时，这一优势可以使奇正消痛贴膏保持高于竞争对手的价格。

2009 年上半年，云南白药膏率先提价，把白药膏的价格从 9.9 元提高到 24 元，随着贴膏产品普遍采用新的技术生产以后，价格都会有一定的上涨，因此奇正消痛贴膏也会有上调价格的空间。

由于藏药的特殊性，所以奇正藏药在奇正消痛贴膏的营销上采用了与竞争品种不同的模式，公司在医院销售的比例达到 40% 以上，远高于其他竞争品种在医院销售的比重。公司一般先进入新地区的医院市场，通过医院的学术推广来让医生和患者了解奇正消痛贴膏的特点和优势，然后再通过医院的处方来带动 OTC 市场的销售。这种销售模式有利于奇正消痛贴膏这种成分和剂型特殊，价格定位较高的品种的销售。

公司目前主要的市场在北方和华东地区，华南地区是公司未来计划重点开发的地区。

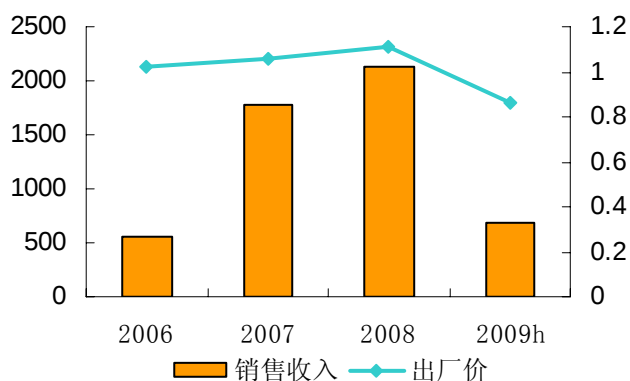
2) 橡胶贴——消痛贴膏的有效补充

奇正藏药除了消痛贴膏以外，还生产普通的橡胶贴膏，包括伤湿止痛膏和铁棒锤止痛膏，这两种普通贴膏主治是关节和肌肉疼痛等病症。伤湿止痛膏是比较大众的品种，国内生产贴膏的企业大多有这个品种的批文，而铁棒锤止痛膏是奇正藏药的独家品种。这两种贴膏的市场价格在 8-15 元之间，和普通贴膏的价格相仿，借助奇正消痛贴膏的品牌效应进行市场竞争。

普通贴膏近些年来增长很快，2006 年的销售收入只有 550 万元，到 2008 年已经增长到 2135 万元，几乎增长了 3 倍，2009 年上半年的增长速度有所放缓，而且出厂的单价也有所降低，预示着市场的整体竞争加剧。

普通贴膏虽然出厂价格较低，但是由于成本同样低廉，因此毛利率也保持在 80% 以上，我国医药市场发展并不平衡，价格较低的普通贴膏也有市场空间，依靠公司的品牌影响力，普通贴膏在低端市场也将会有较好的增长。

图五、普通贴膏销售额和出厂价格

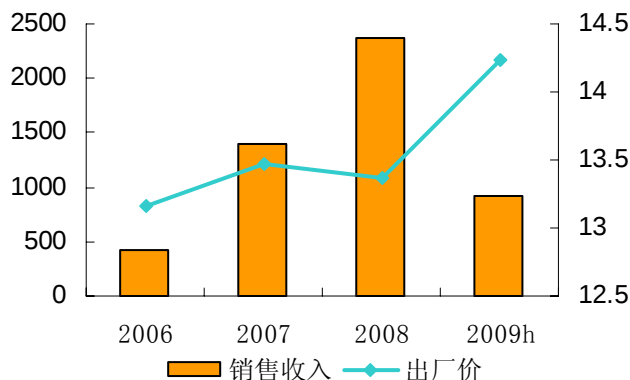


数据来源：上市公司公告

3) 软膏

软膏作为外用药的一种重要的剂型，一般是用于皮肤疾病的治疗，但是奇正藏药生产的软膏主要用于风湿性、类风湿性关节炎造成的关节肿痛。在软膏剂中，青鹏软膏是公司的主要品种，也是公司的独家品种。青鹏软膏也是源自藏药古方，销售收入从2006年的421万元增长到2008年超过2000万元，成为公司第二大品种。作为奇正消痛贴膏的配套药物，可以随着奇正消痛贴膏共同销售。

图六、软膏销售额和出厂均价



数据来源：上市公司公告

4) 丸散剂

藏药作为民族药的一个重要的分支，也留有很多的成方，相对于汉方中药来说，民族药的开发更为滞后，一些成方由于不能进行药理分析而不能获得生产批文，只能以辅助食品销售，而一些拿到生产批文的药物由于没有企业进行推广，也无法推

广到全国，只能在一些地区销售。

奇正藏药的子公司林芝字拓和甘南佛阁拥有 40-50 种藏药丸剂和散剂品种，由于并没有进行推广，因此目前的销售额只是在 1000 万元左右。

未来公司在保持在贴膏剂上的优势的情况下，能够借助国家扶持民族药的政策支持，打开在丸散剂上的销路，无疑会改变目前公司品种单一的情况，实现更广阔的发展空间。

3. 财务分析

奇正藏药的毛利率高达 82.92%，其中奇正消痛贴膏的毛利率接近 85%，这在中成药行业中也是极高的毛利率水平，一般中成药产品的毛利率在 60-80%之间，只有少数企业的少数产品的毛利率能达到 80%以上的水平，即使是东阿阿胶、云南白药、片仔癀和同仁堂这样的老字号企业的产品也达不到这样的水平。说明小企业在某个细分领域可以有较高的定价能力。

伴随着高毛利率，公司的费用率也接近 50%，远高于其他企业，其中销售费用率达到 43%，在所有企业中仅低于益佰制药，公司的销售模式决定了公司的高销售费用。管理费用率为 8.21%，在所有中药企业中保持中等水平，民营企业良好的费用控制能力得到充分的体现。

由于公司是藏药企业，符合国家税收减免的范围，因此公司在 2006-2010 年间免征企业所得税，因此公司的销售净利润率高达 32%，在中成药上市公司中名列第一位，公司具有超强的盈利能力。

从成长性上来看，公司的销售收入除了 2006 年由于行业的原因负增长以外，其他每年都保持 20%以上的增长速度，但是净利润的三年复合增长率只有 10%。2009 年上半年，由于主要产品奇正消痛贴膏再次提价，因此毛利率有较大幅度的增长，所以 2009 年上半年利润同比有 36%的增长。

从运营能力上来看，由于公司采用票据方式结算，因此公司的应收账款和存货都较少，应收账款和存货的周转率都高于行业平均水平。

从资产质量上来看公司的资产负债率低于 15%，流动资产占总资产的比例超过 80%，现金占总资产的比例达到 50%，没有有息负债，资产质量在医药上市公司中也是名列前茅的。

从现金流量上来看，公司经营性现金流一直低于净利润，但是在 2009 年上半年，经营性现金流达到了 1.46 亿元，远超过净利润，主要是收回应收票据。从历史数据上来看，公司一般在上半年收回应收票据，而在年内发货时期应收票据会大幅上升，因此 2009 年全年的经营性现金流能否超过净利润还有待观察。不过应收票据的无法

收回风险远低于应收账款，因此公司的流动性风险很低。

总体来看，公司的各项财务指标在医药类上市公司中也是非常好的企业，通过IPO融资后，财务指标将会更为出色。

4. 募集资金投向

公司募集资金主要投向于原有产品的扩产项目、工程技术中心和营销体系建设。目前公司主要产品的产量和销量都超过了公司原有的产能设计，需要新的生产能力来满足市场需求。新的生产能力建成后，其主要产品的生产能力将扩大 1-4 倍，能满足 5 年的市场需求。

表二、公司募集资金投向

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

数据来源：上市公司公告

表三、公司扩产前产能和新增产能

名 称	原有产能	新增产能
奇正消痛贴膏	3,600 万贴/年	3,600 万贴/年
铁棒锤止痛膏	370 万贴/年	1,450 万贴/年
伤湿止痛膏	1,080 万贴/年	4,300 万贴/年
青鹏膏剂	150 万支/年	300 万支/年

数据来源：上市公司公告

营销网络建设主要是在北京、西安和广州建立三个营销中心，通过营销中心覆盖全国市场，整合全国的营销网络资源，提高营销网络的信息化程度，有利于公司销售规模的扩大和销售费用的控制。

工程技术中心包括了位于拉萨的藏药工程中心和位于兰州的透皮给药实验中心，主要负责藏药固体制剂和贴膏的研发工作，提高公司整体的研发水平。

5. 盈利预测与投资建议

作为藏药这种民族药的领先企业，奇正藏药有着很好的发展空间，但是公司目前依然主要依靠奇正消痛贴膏发展，奇正消痛贴膏的销售额和市场份额决定着其继

续快速增长的空间较小。而其他的产品和奇正消痛贴膏的销售额相差较大，藏药产品还需要进行进一步的推广，才能被广大医生和消费者认可，在这一期间会表现为销售收入增长缓慢而费用增长较快。因此虽然公司目前的销售规模并不是很大，但是公司上市后的一段时间内增长并不会很快，基本能够保持行业平均的增长速度。

目前和奇正藏药可比的中成药上市公司 2008 年净资产收益率中值在 16% 左右，2006 年到 2008 年净利润的 3 年复合增长率在 30%。奇正藏药上市以后净资产收益率大概在 16% 的水平，而 2006 到 2008 年 3 年的复合增长率只有 10%。可类比公司 2009 年预测市盈率中值为 32 倍。奇正藏药是一家民族药生产企业，具有一定的特色，而且如果民族药能够进入主流市场，公司的盈利和市场估值都会有显著的提升，因此给予公司 2009 年 35-40 倍估值，合理的市场价值在 14-16 元之间。

表四、可类比公司数据

证券代码	证券简称	2009 年预测 市盈率	净资产收益 率	3 年复合增长 率
000538. SZ	云南白药	32. 33	29. 40	26. 42%
600285. SH	羚锐股份	45. 45	1. 85	-17. 22%
002219. SZ	独一味	57. 45	16. 55	36. 30%
000423. SZ	东阿阿胶	28. 92	21. 85	37. 80%
600436. SH	片仔癀	32. 22	18. 93	17. 70%
600085. SH	同仁堂	30. 51	9. 41	-4. 92%
002275. SZ	桂林三金	40. 14	31. 92	28. 99%
600479. SH	千金药业	28. 41	15. 29	29. 46%
000989. SZ	九芝堂	21. 58	16. 22	103. 93%
600351. SH	亚宝药业	31. 13	13. 97	51. 94%
中位数		31. 68	16. 39	29. 23%

数据来源：Wind 资讯

6. 风险因素

公司最大的风险来自于目前的税收优惠，如果 2010 年以后不能获得免除所得税的优惠，将会对公司的业绩产生重大的影响。

公司目前的品种较为单一，存在着市场风险。

另外公司目前高毛利率、高销售费用率的营销模式可能也会受到整个医改环境的影响，进而影响到公司的销售收入和利润。

公司大股东股权占比过高，其他管理层持股数量过低将会影响到公司的激励，对公司发展产生影响

盈利预测表

报表预测				
利润表	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	41348.01	49071.60	57911.50	69930.67
减: 营业成本	7063.35	7794.67	8990.81	10559.13
营业税金及附加	637.51	700.00	780.00	870.00
营业费用	17786.35	21100.79	24901.95	30070.19
管理费用	3395.01	3778.51	4343.36	5454.59
财务费用	-782.42	-300.00	-400.00	-600.00
资产减值损失	-95.53	40.00	100.00	0.30
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	13343.73	15957.63	19195.38	23576.46
加: 其他非经营损益	370.11	700.00	800.00	800.00
利润总额	13713.84	16657.63	19995.38	24376.46
减: 所得税	118.63	150.00	180.00	200.00
净利润	13595.21	16507.63	19815.38	24176.46
减: 少数股东损益	15.68	20.00	23.00	27.00
归属母公司股东净利				
润	13579.53	16487.63	19792.38	24149.46
每股收益	0.37	0.41	0.49	0.59

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209