



未来的疼痛慢病管理专家

——奇正藏药（002287）年度财报点评

2015年04月09日

推荐/首次

奇正藏药

财报点评

姓名	分析师 宋凯 Email:songkai@dxzq.net.cn	执业证书编号: S1489512040001 Tel:010-66554087
姓名	联系人 张文录 Email: zhang-wl @dxzq.net.cn	Tel:010-66554022

事件:

4月9日，奇正藏药公布了2014财年报告。报告期内，公司实现营业收入9.50亿元(-2.00%)，其中药品业务实现营收8.11亿元(+16.06%)，以消痛贴为主的贴膏剂实现营业收入7.06亿元(+16.20%)，市场增长动力主要来自于基药市场，增长率为63%；实现净利润2.38亿元，扣非后净利润1.92亿元，EPS为0.59元，符合市场预期。

公司分季度财务指标

指标	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3
营业收入(百万元)	209.99	245.51	208.59	305.38	147.84	244.15	225.57
增长率(%)	56.00%	20.80%	-15.03%	-12.99%	-29.60%	-0.55%	8.14%
毛利率(%)	51.16%	68.57%	62.98%	67.44%	75.50%	77.03%	63.94%
期间费用率(%)	33.58%	37.51%	36.04%	40.29%	43.03%	44.41%	43.24%
营业利润率(%)	16.26%	29.06%	21.81%	22.50%	29.22%	29.98%	18.67%
净利润(百万元)	45.03	68.82	37.07	60.24	49.70	80.56	41.55
增长率(%)	68.08%	09.93%	70.89%	-21.46%	10.38%	17.05%	12.08%
每股盈利(季度,元)	0.11	0.17	0.09	0.15	0.12	0.20	0.10
资产负债率(%)	4.83%	5.80%	5.19%	5.63%	6.00%	-	10.25%
净资产收益率(%)	3.22%	5.14%	2.69%	4.16%	3.32%	-	2.81%
总资产收益率(%)	3.07%	4.84%	2.55%	3.93%	3.12%	-	2.52%

观点:

- **疼痛一体化解决方案服务商战略清晰。**公司制定了2015-2017三年发展战略，将凭借在外用止痛市场领域的竞争优势和产品储备，致力打造从消痛贴产品销售到疼痛一体化解决方案服务商。疼痛的种类有很多，如慢性疼痛中的软组织及关节劳损性或退变疼痛、椎间盘源性疼痛和神经源性疼痛等，如顽固性疼痛的三叉神经痛和椎间盘突出疼等，从预防到治疗，从单一的药品治疗到饮食起居内服外治的一体化解决方案，藏医药的理论体系、资本市场的平台和公司近20年在疼痛市场的积累，为公司在新的市场环境下抢抓机遇快速发展提供了契机。
- **期待公司二线产品快速增长。**公司拥有以消痛贴膏、白脉软膏等12个独家品种或独家剂型品种为核心的

55个藏药品，期待青鹏软膏、白脉软膏和红花如意丸潜力巨大。青鹏软膏皮肤屏障重建研究及皮炎湿疹预后的证据链条及文章发表，为其在皮科推广提供更有力的学术证据，使其从一个治疗湿疹的经验用药，逐步走向循证验证的藏药；白脉软膏参与治疗脑卒中肢体功能障碍的国家十二五课题，确立了其在治疗肢体功能康复领域的临床定位；红花如意丸列入中华医学会盆腔炎症疾病诊疗规范（修订版），为其学术营销提供循证医学支持。

结论：

我们认为，随着公司在疼痛疾病管理领域横向细化的研究和纵向产业链扩展的探索，公司的发展将进入上一个新的台阶。预计2015-2017年EPS分别为0.71/0.85/1.04元，对应PE 分别为43/36/32x，首次覆盖，给予“推荐”的投资评级。

公司盈利预测表

资产负债表					利润表						
	单位:百万元					单位:百万元					
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产合计	1163	1355	1558	1807	2100	营业收入	969	950	1140	1368	1642
货币资金	525	284	425	527	642	营业成本	356	250	300	360	432
应收账款	31	13	16	19	22	营业税金及附加	17	13	16	19	23
其他应收款	15	11	13	15	18	营业费用	282	353	424	509	611
预付款项	27	23	23	23	23	管理费用	90	98	118	142	170
存货	99	88	82	99	118	财务费用	-11	-4	-3	-4	-3
其他流动资产	8	376	376	376	376	资产减值损失	15.63	8.12	1.00	1.00	1.00
非流动资产合计	372	437	360	338	315	公允价值变动收益	0.00	0.28	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	38	0	0	0	0	投资净收益	0.00	2.10	0.00	0.00	0.00
固定资产	203.78	250.54	236.76	222.98	209.20	营业利润	220	233	284	341	408
无形资产	76	85	77	68	60	营业外收入	39.73	53.92	65.00	80.00	107.00
其他非流动资产	1	18	0	0	0	营业外支出	1.54	0.77	0.00	0.00	0.00
资产总计	1535	1792	1918	2145	2415	利润总额	258	286	349	421	515
流动负债合计	39	174	162	165	167	所得税	47	51	62	75	91
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	211	235	287	347	424
应付账款	8	19	8	10	12	少数股东损益	-2	-2	0	0	0
预收款项	7	6	6	6	6	归属母公司净利润	213	238	287	347	424
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	EBITDA	233	255	303	360	427
非流动负债合计	47	69	6	13	21	EPS (元)	0.53	0.59	0.71	0.85	1.04
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	
负债合计	86	242	168	177	187	成长能力					
少数股东权益	39	46	46	46	46	营业收入增长	3.77%	-2.00%	20.00%	20.00%	20.00%
实收资本(或股本)	406	406	406	406	406	营业利润增长	6.14%	6.01%	21.87%	20.21%	19.53%
资本公积	411	411	411	411	411	归属母公司净利润增长	20.88%	20.75%	20.88%	20.75%	22.23%
未分配利润	493	568	539	504	461	盈利能力					
归属母公司股东权益合计	1409	1504	1619	1758	1927	毛利率(%)	63.24%	73.68%	73.68%	73.68%	73.68%
负债和所有者权益	1535	1792	1833	1980	2160	净利率(%)	21.78%	24.78%	25.18%	25.34%	25.81%
现金流量表						总资产净利润(%)	13.90%	13.26%	14.97%	16.17%	17.55%
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	ROE(%)	15.15%	15.79%	17.73%	19.72%	21.99%
经营活动现金流	198	311	231	221	270	偿债能力					
净利润	211	235	287	347	424	资产负债率(%)	6%	14%	9%	9%	9%
折旧摊销	24.02	25.41	0.00	22.31	22.31	流动比率	29.64	7.81	9.59	10.98	12.60
财务费用	-11	-4	-3	-4	-3	速动比率	27.13	7.30	9.09	10.38	11.89
应收账款减少	0	0	-3	-3	-4	营运能力					
预收账款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.65	0.57	0.63	0.72	0.79
投资活动现金流	-74	-418	54	-1	-1	应收账款周转率	22	43	80	80	80
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	144.46	69.40	82.81	151.28	151.28
长期股权投资减少	0	0	38	0	0	每股指标(元)					
投资收益	0	2	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.53	0.59	0.71	0.85	1.04
筹资活动现金流	-115	-134	-164	-197	-243	每股净现金流(最新摊薄)	0.02	-0.59	0.30	0.06	0.06
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.47	3.70	3.99	4.33	4.75
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	58.26	52.34	43.66	36.16	29.58
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	8.90	8.33	7.74	7.13	6.51
现金净增加额	10	-241	122	23	26	EV/EBITDA	51.64	48.14	39.96	33.41	27.85

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

分析师: 宋凯

生物工程和金融工程专业毕业, 2010 年加盟东兴证券, 从事生物医药行业研究五年, 医药生物行业资深研究员。

联系人简介

联系人: 张文录

吉林大学生物科学与金融学双学士, 军事医学科学院与吉林大学药物化学硕士, 医药行业从业经验八年, 具有医药行业研发、销售与股票股权市场投资经历, 2013 年加盟东兴证券, 任医药生物行业资深研究员。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与, 未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。