



## 业绩符合预期，向疼痛一体化解决方案领域拓展

核心观点：

### 1、事件

公司发布中报，公司实现营业收入 45,073.15 万元，较上年同期增长 14.99%，实现营业利润 16,588.10 万元，较上年同期增长 42.54%，实现归属于上市公司股东净利润 15,226.09 万元，较上年同期增长 16.45%。实现 EPS0.38 元。

### 2、我们的分析和判断

#### (一) 业绩基本符合预期，药品业务保持平稳较快增长。

分产品看，公司贴膏剂实现收入 3.60 亿元，同比增长 16.77%。软膏剂实现收入 4461 万元，同比增长 22.39%。丸剂实现收入 660 万元，同比增长 10.52%。

药品业务保持较快增长，基本符合预期，主要是公司在中大医院、基层、零售各业务线加大了终端开发力度。2015 年上半年公司基药销售增长达到 32%，零售增长达到 35%。预计公司药品下半年增速将保持在 20% 左右。

中药材实现收入 3894 万元，同比减少 2.89%，与 2014 年 (-48.72%) 相比增速有明显改善。目前公司核心品种枸杞在销售结构中已占有绝对优势，冬虫夏草的比重大幅降低，预计下半年增速有望实现加快增长。

三大费用方面，销售费用率同比下降 0.73 个百分点，管理费用率同比下降 0.81 个百分点，财务费用率同比上升 0.59 个百分点。

奇正藏药 (002287)

谨慎推荐 首次

### 分析师

■ 李平祝

✉: lipingzhu@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130515040001

特此鸣谢

全铭

■: (8610) 66568837

✉: quanming@chinastock.com.cn

对本报告的编制提供信息

市场数据	时间 2015.8.14
A 股收盘价(元)	42.70
A 股一年内最高价(元)	51.00
A 股一年内最低价(元)	21.60
上证指数	3965.34
市净率	11.57
总股本 (亿股)	4.06
实际流通 A 股 (亿股)	4.06
流通 A 股市值(亿元)	173.36

### 相关研究

## (二)积极推动“一轴两翼一支撑”战略，从消痛贴膏向疼痛一体化解决方案领域拓展。

公司积极推动“一轴两翼一支撑”战略，目标在未来3年，借助核心产品消痛贴膏已经形成的优势，从消痛贴膏产品销售向疼痛一体化解决方案业务领域拓展。

2015年上半年，公司已经围绕为消费者提供疼痛一体化解决方案的目标制订了“消痛家族”的产品组合规划，为疼痛患者提供组合的解决方案。其中奇正消痛管家微信平台自去年年底上线以来，已吸引了逾万名店员参与互动。

## 3、盈利预测与投资建议

预计2015-2017年EPS分别为0.71、0.85、1.01元，对应PE分别为57、48、40倍。我们认为公司在藏药方面有绝对优势，业务稳健增长，公司计划打造疼痛一体化解决方案。我们看好公司长期发展，首次覆盖，给予公司“谨慎推荐”评级。

## 4、风险提示

主导品种招标降价风险，药材业务受价格波动的风险。

附表1：公司财务报表（百万元）

利润表	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	950	1122	1320	1536	毛利率	73.7%	73.7%	73.7%	73.7%
营业成本	250	295	347	404	三费/销售收入	47.2%	47.0%	46.0%	44.7%
营业税金及附加	13	16	19	22	EBIT/销售收入	29.7%	29.6%	29.9%	30.5%
营业费用	353	416	480	550	EBITDA/销售收入	32.4%	34.1%	33.7%	33.8%
管理费用	98	116	132	144	销售净利率	24.8%	25.5%	25.8%	26.4%
财务费用	-4	-5	-6	-8	销售收入增长率	-2.0%	18.1%	17.6%	16.4%
资产减值损失	8	0	0	0	EBIT 增长率	14.4%	17.5%	19.0%	18.8%
投资收益	2	0	0	0	EBITDA 增长率	13.5%	24.2%	16.5%	16.5%
公允价值变动损益	0	0	0	0	净利润增长率	11.5%	21.4%	19.1%	19.0%
其他经营损益	0	0	0	0	总资产增长率	6.5%	6.0%	9.2%	7.8%
营业利润	233	283	347	423	股东权益增长率	6.8%	7.8%	8.6%	9.4%
其他非经营损益	53	53	53	53	经营营运资本增长率	62.1%	-1.5%	25.5%	0.5%
利润总额	286	336	401	477	资产负债率	4.7%	3.5%	4.3%	3.3%
所得税	51	50	60	71	投资资本/总资产	86.3%	77.6%	81.7%	73.7%
净利润	235	286	341	405	带息债务/总负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
少数股东损益	-2	-3	-3	-4	流动比率	1568.1%	2243.5%	1891.4%	2635.7%
归属母公司股东净利润	238	288	344	409	速动比率	956.4%	1445.5%	1283.6%	1861.2%
资产负债表	2014A	2015E	2016E	2017E	股利支付率	59.8%	59.5%	59.5%	59.5%
货币资金	120	302	239	446	收益留存率	40.2%	40.5%	40.5%	40.5%

应收和预付款项	605	560	810	784	总资产周转率	58.5%	65.2%	70.2%	75.8%
存货	88	100	121	136	固定资产周转率	376.9%	444.7%	621.8%	891.9%
其他流动资产	376	376	376	376	应收账款周转率	166.3%	222.2%	173.4%	215.7%
长期股权投资	0	0	0	0	存货周转率	283.8%	294.8%	286.3%	296.4%
投资性房地产	0	0	0	0	业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E
固定资产和在建工程	292	252	212	172	EBIT	282.11	331.61	394.61	468.92
无形资产和开发支出	85	76	66	56	EBITDA	307.77	382.32	445.33	518.74
其他非流动资产	57	56	55	55	NOPLAT	186.64	236.56	290.12	353.28
资产总计	1624	1722	1880	2026	净利润	237.53	288.41	343.58	408.69
短期借款	0	0	0	0	EPS	0.59	0.71	0.85	1.01
应付和预收款项	76	60	82	66	BPS	3.70	3.99	4.33	4.74
长期借款	0	0	0	0	PE	72.98	60.11	50.46	42.42
其他负债	0	0	0	0	PB	11.53	10.70	9.85	9.00
负债合计	76	60	82	66	PS	18.25	15.45	13.13	11.29
股本	406	406	406	406	PCF	55.72	57.18	191.57	43.62
资本公积	411	411	411	411	EV/EBIT	61.09	51.42	43.37	36.05
留存收益	687	804	943	1108	EV/EBITDA	55.99	44.60	38.43	32.59
归属母公司股东权益	1504	1621	1760	1925	EV/NOPLAT	92.33	72.08	58.99	47.85
少数股东权益	46	43	40	36	EV/IC	12.30	12.77	11.14	11.32
股东权益合计	1550	1664	1800	1962	ROIC-WACC	0.20	0.17	0.22	0.23
负债和股东权益合计	1626	1724	1882	2028	股息率	0.01	0.01	0.01	0.01

资料来源：中国银河证券研究部

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

**李平祝，行业分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)

海外机构：李笑裕 010-83571359 [lixiaoyu@chinastock.com.cn](mailto:lixiaoyu@chinastock.com.cn)

北京地区：王婷 010-66568908 [wangting@chinastock.com.cn](mailto:wangting@chinastock.com.cn)

海外机构：刘思瑶 010-83571359 [liusiyao@chinastock.com.cn](mailto:liusiyao@chinastock.com.cn)