



## 二季度业绩出现下滑为短期阵痛， 藏药龙头崛起在即

——奇正藏药（002287）2016年中报点评

2016年08月17日

首次覆盖/强烈推荐 |  
华东医药 | 财报点评

杨若木	分析师 yangrm@dxzq.net.cn 010-66554032	执业证书编号: S1480510120014
张金洋	联系人 zhangjy@dxzq.net.cn 010-66554035	

### 事件:

奇正藏药发布年中报，上半年实现营业收入 4.40 亿元，同比增下降 2.41%；归属于上市公司股东的净利 1.61 亿元，同比增长 5.91%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 1.54 亿元，同比增长 9.57%。实现 EPS 为 0.40 元。

公司 2016 年 Q2 实现营业收入 2.49 亿元，同比下降 9.17%；实现归属于上市公司股东的净利润 9626 万元，同比下降 0.48%；归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 8841 万元，同比下降 0.13%。实现 EPS 为 0.24 元。

公司公告预计 1-9 月归属上市公司股东净利润区间为 1.87-2.43 亿元，变动幅度为 0-30%。

### 观点:

#### 1、受药材业务影响收入端下滑，业绩略低于预期

公司二季度业绩略微下滑，净利润下降 0.48% (Q1 业绩增速 15.37%)，影响了上半年业绩。我们认为主要是医院端承压较大。

公司上半年收入端出现轻微下滑，拆开来看主要也是二季度影响，Q2 单季度收入同比下降 9.17%。药品收入增长 3.25%，药材业务收入下滑较多，拖累收入端增长。

其中按业务构成来看，药品业务销售增长 3.25%。药材业务销售下降 64.84%。药品方面，公司贴膏剂、软膏剂、丸剂收入增速分别为-0.96%、19.70%、121.68%。贴膏剂大医院市场受招标降价和竞争加剧的影响，收入轻微下滑，二线品种白脉软膏和红花如意丸同比大幅增长，“一轴两翼一支撑”战略逐渐清晰，销售模式也由单一招商模式变为招商加自营模式，为自营医院渠道丰富了产品。未来随着对零售市场和基药市场的进一步开发，公司药品业务收入增速有望提升。药材方面，公司正逐步从药材贸易向饮片加工转型，亿提高产品附加值，进一步提升业务盈利水平。同时公司通过成本控制全面提升了一线业务的毛利率，总毛利率 85.65%，比去年同期提高 6.71%。

财务指标方面销售费用率 36.61%, 相比去年同期(25.70%)增长了 0.91%, 主要是由于药品销售整体增长, 开拓市场导致。管理费用率 13.55%, 相比去年同期 (11.75%) 增长了 1.79%, 主要是研发费用和折旧摊销增长所致。

## 2、厚积薄发积蓄力量、现代医学背书民族药龙头崛起在即

公司是藏药板块的龙头, 民族药稀缺标的, 肩负着传承中华藏药文化的使命。公司有 55 个藏药品名和 74 个藏药批准文号, 其中 5 种产品被列入“国家中药保护品种”, 主导产品“奇正消痛贴膏”被认定为“国家中药保密品种”。公司一直致力于对藏药经典验方的二次开发以填补医药市场中藏药的空白。公司通过筛选藏药的优势病种, 从中找出经典方剂、经典疗法, 进行现代化改造, 对其安全性、功能主治、临床等方面进行研究。这些经典方剂、经典疗法一般都经过长期的验证, 疗效方面是有保证的。公司目前优势是骨伤科, 正在拓展神经、心脑血管、妇科、消化方向, 未来会开发肝病等领域, 这些品类都是藏医药的优势治疗领域。

此外, 公司成功开发了真空均质乳化技术、真空冻干干燥技术、透皮吸收技术、全粉自动制丸技术、粉碎技术等, 逐步实现传统藏药与现代科技结合, 充分发挥藏药优势。

报告期内, 公司增加研发费用, 引入高端研发团队, 提升整体研发能力, 目前, 公司的二线产品梯队趋于完备, 多是拥有悠久历史的藏医药方, 疗效独特。

很多研究所、实验室对奇正藏药旗下产品做过研究, 或针对其适应症进行临床实验, 验证其药效及与其他药物、治疗联合用药进行评价, 或对其潜在适应症进行动物实验, 实现药物再开发, 并试图阐述其对机体的作用机理。现已证明消痛贴膏可以有效缓解多种原因导致的疼痛, 是未来公司疼痛一体化战略的基石。较西药而言, 镇痛贴膏局部作用于患处, 避免了口服药物及其他注射药物的不良反应。白脉软膏可以有效治疗对神经损伤有显著疗效, 确立了其在治疗肢体功能康复领域的临床定位, 未来有希望在康复领域大放异彩。青鹏软膏皮肤屏障重建研究及皮炎湿疹预后中有显著作用。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)。其中白脉软膏和红花如意丸的二次开发规划已被列入 2015 年中国民族医药学会启动的“百大民族药培育工程计划”, 公司梯队产品有充分询证医学证据, 都是在研发充分的情况下再进行开发, 未来厚积薄发, 成长潜力巨大。

**表 1: 2016 上半年奇正藏药相关产品科研论文发表情况**

类别	分类
	奇正消痛贴抑制完全弗氏佐剂引起的炎性痛和神经炎症;
	玻璃酸钠联合奇正消痛贴膏对老年创伤性关节炎的治疗机制研究;
	奇正消痛贴联合红外线治疗体能训练软组织损伤疗效观察;
	激光照射联合奇正消痛膏外贴治疗带状疱疹后遗肋间神经痛临床观察
消痛贴膏	奇正消痛贴抑制完全弗氏佐剂引起的炎性痛和神经炎症;
	玻璃酸钠联合奇正消痛贴膏对老年创伤性关节炎的治疗机制研究;
	奇正消痛贴联合红外线治疗体能训练软组织损伤疗效观察;
	激光照射联合奇正消痛膏外贴治疗带状疱疹后遗肋间神经痛临床观察
	奇正消痛贴抑制完全弗氏佐剂引起的炎性痛和神经炎症;
	白脉软膏治疗紧张型头痛疗效观察;
	白脉软膏对家兔坐骨神经损伤的保护作用;
白脉软膏	电针结合白脉软膏以及超声波推拿治疗腰椎间盘突出症的临床疗效;
	藏医白脉疗法对局灶性脑缺血再灌注大鼠脑损伤的保护作用及对海马齿状回 Jagged1 表达的影响;
	白脉软膏配合电针刺治疗肩颈背筋膜炎的疗效观察
	青鹏软膏治疗黄褐斑疗效观察;
	青鹏软膏封包治疗慢性湿疹疗效观察;
	青鹏软膏治疗皮炎湿疹 40 例疗效评估报道;
青鹏软膏	卤米松乳膏联合青鹏软膏治疗局限性湿疹的近远期疗效分析;
	青鹏软膏、新癀片与阿昔洛韦软膏外敷治疗带状疱疹后神经痛的疗效观察;
	半导体激光联合普瑞巴林及青鹏软膏治疗护理 2 型糖尿病合并带状疱疹神经痛的临床观察
红花如意丸	红花如意丸对子宫附件炎所致的慢性疼痛的疗效及部分机制探讨;
	红花如意丸联合秦氏风湿灵治疗女性风湿性关节炎临床研究;

资料来源: CNKI, 东兴证券研究所

### 3、群英并购基金助力外延, 有望进一步巩固龙头地位

公司规模 10 亿元的群英基金成立已快一年, 虽然还没有动作落地, 但公司一直在积极寻找机会。未来日渐严格医药监管规则将使大量企业面临重新洗牌, 优胜劣汰, 这对龙头企业来说是巨大的机遇。产业集中度的不断提高会为公司带来更多外延并购机会。我们预计, 未来公司有望通过并购拥有特色藏药、中药项目来实现外源式扩张, 助推公司长期发展。

### 结论:

我们预计 2016-2018 年归母净利润分别为 3.03 亿元、3.44 亿元、3.91 亿元, 增长分别为 14.4%、13.6%、13.6%。EPS 分别为 0.75、0.85、0.96, 对应 PE 分别为 51x、45x、39x。公司二线品种青鹏软膏及白脉软膏持续发力, 有望迎来业绩拐点。长期来看, 公司大力推进产品研发和品牌建设, 丰富产品线, 积极寻找外延投资机会, 未来发展值得期待。首次覆盖, 给予“推荐”评级。

**公司盈利预测表**

资产负债表					利润表					单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E			
<b>流动资产合计</b>	1355	1389	1629	1802	1998	<b>营业收入</b>	950	995	1101	1228	1393			
货币资金	284	352	800	881	955	<b>营业成本</b>	250	201	259	293	343			
应收账款	13	21	24	27	31	<b>营业税金及附加</b>	13	16	10	11	13			
其他应收款	11	5	6	6	7	<b>营业费用</b>	353	410	341	368	404			
预付款项	23	12	12	12	13	<b>管理费用</b>	98	117	110	123	140			
存货	88	57	82	93	109	<b>财务费用</b>	-4	-4	0	0	0			
其他流动资产	376	302	28	28	28	<b>资产减值损失</b>	8.12	5.19	0.00	0.00	0.00			
<b>非流动资产合计</b>	437	681	416	387	357	<b>公允价值变动收益</b>	0.28	-0.28	0.00	0.00	0.00			
长期股权投资	0	0	0	0	0	<b>投资净收益</b>	2.10	23.92	0.00	0.00	0.00			
固定资产	251	292	274	269	281	<b>营业利润</b>	233	273	381	433	492			
无形资产	85	85	76	68	59	<b>营业外收入</b>	53.92	18.92	0.00	0.00	0.00			
其他非流动资产	18	6	6	6	6	<b>营业外支出</b>	0.77	0.63	0.00	0.00	0.00			
<b>资产总计</b>	1792	2070	2045	2189	2355	<b>利润总额</b>	286	291	381	433	492			
<b>流动负债合计</b>	174	348	214	219	225	<b>所得税</b>	51	30	76	87	98			
短期借款	0	130	0	0	0	<b>净利润</b>	235	261	305	347	394			
应付账款	19	35	32	36	42	<b>少数股东损益</b>	-2	-4	2	2	3			
预收款项	6	4	4	4	4	<b>归属母公司净利润</b>	238	265	303	344	391			
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	<b>EBITDA</b>	337	384	408	462	523			
<b>非流动负债合计</b>	69	71	56	56	56	<b>BPS (元)</b>	0.59	0.65	0.75	0.85	0.96			
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>								
应付债券	0	0	0	0	0	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E				
<b>负债合计</b>	242	419	271	275	282	<b>成长能力</b>								
少数股东权益	46	40	42	44	47	<b>营业收入增长</b>	-2.00%	4.70%	10.72%	11.51%	13.40%			
实收资本(或股本)	406	406	406	406	406	<b>营业利润增长</b>	6.01%	17.25%	39.54%	13.70%	13.65%			
资本公积	411	411	411	411	411	<b>归属于母公司净利润</b>	11.32%	11.53%	14.40%	13.62%	13.60%			
未分配利润	568	645	645	645	645	<b>盈利能力</b>								
归属母公司股东权	1504	1611	1732	1870	2026	<b>毛利率(%)</b>	73.68%	79.79%	76.50%	76.18%	75.34%			
<b>负债和所有者权</b>	1792	2070	2045	2189	2355	<b>净利率(%)</b>	24.78%	26.27%	27.68%	28.22%	28.29%			
<b>现金流量表</b>					<b>单位:百万元</b>	<b>总资产净利润(%)</b>	12.90%	13.26%	12.80%	14.82%	15.73%			
2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		<b>ROE(%)</b>	15.79%	16.44%	17.49%	18.41%	19.30%			
<b>经营活动现金流</b>	311	258	534	288	309	<b>偿债能力</b>								
净利润	235	261	305	347	394	<b>资产负债率(%)</b>	14%	20%	13%	13%	12%			
折旧摊销	108	114	0	29	31	<b>流动比率</b>	7.81	4.00	7.60	8.24	8.88			
财务费用	-4	-4	0	0	0	<b>速动比率</b>	7.30	3.83	7.21	7.81	8.39			
应收账款减少	0	0	-3	-3	-4	<b>营运能力</b>								
预收帐款增加	0	0	0	0	0	<b>总资产周转率</b>	0.57	0.52	0.54	0.58	0.61			
<b>投资活动现金流</b>	-418	-161	241	0	0	<b>应收账款周转率</b>	43	59	49	48	48			
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	<b>应付账款周转率</b>	69.40	36.74	32.97	36.06	35.45			
长期股权投资减少	0	0	238	0	0	<b>每股指标(元)</b>								
投资收益	2	24	0	0	0	<b>每股收益(最新摊薄)</b>	0.59	0.65	0.75	0.85	0.96			
<b>筹资活动现金流</b>	-134	-79	-327	-207	-235	<b>每股净现金流(最新)</b>	-0.59	0.04	1.10	0.20	0.18			
应付债券增加	0	0	0	0	0	<b>每股净资产(最新摊</b>	3.70	3.97	4.27	4.61	4.99			
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>								
普通股增加	0	0	0	0	0	<b>P/E</b>	64.22	58.29	50.76	44.68	39.33			
资本公积增加	0	0	0	0	0	<b>P/B</b>	10.23	9.55	8.88	8.23	7.59			
<b>现金净增加额</b>	-241	18	447	81	75	<b>EV/EBITDA</b>	44.84	39.49	35.74	31.39	27.57			

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 杨若木

基础化工行业小组组长, 9年证券行业研究经验, 擅长从宏观经济背景下, 把握化工行业的发展脉络, 对周期性行业的业绩波动有比较准确判断, 重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名, “今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名, 金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师, 《证券通》化工行业金牌分析师。

## 联系人简介

### 张金洋

医药生物行业小组组长, 3年证券行业研究经验, 3年医药行业实业工作经验。2015年新财富第七名团队核心成员, 2015年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士, 和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016年7月加盟东兴证券研究所, 整体负责医药行业投资研究工作。

## 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。