

## 药品业务稳定增长，藏药龙头未来可期

### ——奇正藏药（002287）中报点评

#### 核心观点：

#### 1. 事件

公司发布中期报告。2016H1，公司实现营业收入 43,987.00 万元，同比降低 2.41%；实现归属于上市公司股东的净利润 16,125.62 万元，同比增长 5.91%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 15,432.09 万元，同比增长 9.57%；实现 EPS 0.40 元。

公司 2016Q2 实现营业收入 2,4872.69 万元，同比降低 9.17%，环比增加 30.13%。实现归属净利润 9,626.37 万元，同比下降 0.48%，环比增加 48.12%；EPS 0.24 元。

受益于药品业务持续稳定增长，预计 2016 年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润 18,748.24-24,372.71 万元，同比增长 0%-30%。

#### 2. 我们的分析与判断

##### （一）业绩略有下滑系受二季度药材业务影响

公司 2016Q1 营收同比增长 8.05%，归属净利同比增加 17.03%；Q2 营收同比降低 9.17%，归属净利同比下降 0.48%。主要是由报告期内药材业务持续受市场环境和价格波动影响。报告期内中药材实现营收 3,894.38 万元，同比下降 64.84%。

**药品业务虽受不利外部因素影响，仍稳中有增。**报告期内药品营业收入 42,442.45 万元，同比增长 3.25%。公司是国内最大的藏药生产企业，主打外用镇痛药产品线。按产品拆分开来看，贴膏剂实现营收 35,987.48 万元，同比增长 16.77%；软膏剂实现营收 4,461.01 万元，同比增长 22.39%；丸剂实现营收 658.99 万元，同比增长 19.74%。报告期内公司在开拓零售、基药各销售线积极进行市场拓展。在占业务主体的大医院销售稳步增长的同时，基药终端、零售终端和招商业务的增长均取得了喜人业绩，并保持了整体终端销售的增长。

##### （二）藏药龙头面临更好发展机遇，未来可期

2016 年，公司核心竞争力未发生重大变化。围绕“一轴两翼一支撑”的战略目标，公司进一步聚焦药品业务的拓展，不断强化已形成的品牌优势、产品优势、营销优势、研发优势及资源优势等核心竞争力，做大做强主业，着力打造学术营销专业化、品牌管理精准化、销售管理精细化、市场准入系统化、新品上市规范化、生产管理精益化六大能力。

##### （1）国家政策有利龙头企业发展

作为藏药龙头企业，公司在将面临更好的发展机遇。2016 年以

## 奇正藏药(002287.SZ)

### 谨慎推荐 维持评级

#### 分析师

李平祝

: 010-83574546

: lipingzhu@chinastock.com.cn

职业资格证书编号: S0100511030004

特此鸣谢

王晓琦 010-66568589

(wangxiaqi@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息。

#### 市场数据

2016-08-19

A 股收盘价(元)	37.30
A 股一年内最高价(元)	55.88
A 股一年内最低价(元)	23.00
上证指数	3108.10
市盈率	57.17
总股本(万股)	40600.00
实际流通 A 股(万股)	40600.00
限售的流通 A 股(万股)	0.00
流通 A 股市值(亿元)	151.44

#### 相对上证指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

#### 相关研究

相关研究

来，医药行业市场环境依然复杂多变。随着《十三五规划》、《深化医改 2016 年重点工作任务》等多项重要政策相继出台，医药健康行业长期发展方向逐渐明朗。随着国家和消费者对药品质量、安全的关注度日益加强，医药企业的运营成本也进一步升高。医药产业短期发展面临一定挑战，但长期来看，政策严格调控将逐步淘汰掉市场上的劣质产品，具有自身优势的龙头企业将面临更好的发展机遇。

### (2).以药品业务为核心，开拓营销渠道并打造各项能力建设

报告期内，公司积极开拓药品业务销售渠道，积极在大医院市场、零售市场、基药市场稳扎稳打，并丰富招商市场。如扩大红花如意丸、白脉软膏的医院开发，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。

公司围绕药品业务打造的各项能力建设亦取得阶段性成果。学术营销方面，公司积极参与疼痛学术平台活动，加大学术营销活动力度，积极拓展产品推广科室与处方医生；品牌营销方面，公司通过在样本市场持续的广告投入显著提升品牌知名度，通过社会化媒体实现针对目标消费者的产品教育与试用；药品研发方面，正乳贴、消痛气雾剂、催汤颗粒、乙烷哌啶、夏萨德西胶囊的临床试验进展顺利；消痛贴膏骨关节炎方面的循证研究正常开展；白脉软膏关节功能恢复的临床研究启动。此外，公司还在市场准入、精细化管理、新产品上市、人才培养等方面取得了明显进展。

### (3).药材业务转型

报告期内，公司药材业务营收持续下降，同比减低 64.84%。公司已将 2016 年定为药材业务转型年，将陇西奇正药材有限公司定位为道地药材原产地大品种品牌加工基地，逐步从单纯的药材贸易向药材饮片加工转型，发育饮片终端销售能力。

## 3. 投资建议

预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.75、0.86、0.98 元，以 5 月 4 日收盘价 39.48 元/股计算，对应 PE 分别为 53、46、40 倍。短期来看，公司一线品种消痛贴膏有望迅速覆盖基药市场，二线品种青鹏软膏及白脉软膏持续发力，通过大医院、基药、零售三驱动实现业绩高速增长。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。首次给予“推荐”评级。

## 4. 风险提示

以消痛贴膏为核心的止痛药物市场渗透不达预期，中药材价格波动等。

附表 1. 主要财务指标

指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	950.11	994.73	1131.09	1293.81	1482.41
营业收入增长率	-2.00%	4.70%	13.71%	14.39%	14.58%
净利润（百万元）	237.53	264.91	303.26	348.63	399
净利润增长率	11.32%	11.53%	14.48%	14.96%	14.45%
EPS（元）	0.59	0.65	0.75	0.86	0.98
P/E	67	61	53	46	40

P/B	10.7	9.9	9.2	8.5	7.9
EV/EBITDA	51.75	49.2	38.1	34	30.01

资料来源：中国银河证券研究部

附表 2: 公司财务报表 (百万元)

指标(百万)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	指标(百万)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	120	180	206	231	390	营业收入	950	995	1131	1294	1482
应收票据	0	0	0	0	0	营业成本	250	201	229	261	300
应收账款	571	658	571	834	776	营业税金及附加	13	16	18	21	24
预付款项	23	12	32	18	39	销售费用	353	410	445	508	583
其他应收款	11	5	13	8	16	管理费用	98	117	102	116	133
存货	88	57	100	80	126	财务费用	-4	-4	-1	-5	-7
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	8	5	5	5	5
固定资产净额	252	292	294	241	187	公允价值变动损益	0	0	0	0	0
在建工程	40	55	0	0	0	投资收益	2	24	0	0	0
无形资产净值	85	85	75	65	55	营业利润	233	273	334	386	445
递延所得税资产	18	6	6	6	6	营业外净收入	53	18	18	18	18
资产总计	1624	1892	1836	2022	2134	税前利润	286	291	352	405	463
短期借款	0	130	0	0	0	所得税	51	30	53	61	69
应付票据	0	1	2	3	4	净利润增长率	12%	11%	14%	15%	14%
应付账款	19	35	-17	37	-15	归属母公司净利润	238	1	1	1	2
预收款项	6	4	11	6	13	少数股东损益	-2	214	273	348	429
应付职工薪酬	0	0	0	0	0	基本每股收益	0.585	0.652	0.747	0.859	0.983
应交税费	0	1	2	3	4	摊薄每股收益	0.585	0.652	0.747	0.859	0.983
其他应付款	51	73	73	73	73						
一年内到期的非						<b>指标</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
长期借款	0	1	2	3	4	<b>成长性</b>					
长期借款	0	0	0	0	0	收入增长率	-2%	5%	14%	14%	15%
长期应付款	0	0	0	0	0	净利润增长率	11%	12%	14%	15%	14%
专项应付款	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	14%	2%	22%	14%	14%
其他非流动负债	0	0	0	0	0	<b>盈利能力</b>					
负债合计	76	241	66	116	72	毛利率	74%	80%	80%	80%	80%
所有者权益合计	1,550	1,651	1,770	1,907	2,063	净利率	25%	26%	26%	27%	27%
现金流量表 (百						EBITDA/营业收入	32%	32%	36%	35%	35%
万)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	ROE (摊薄)	16%	16%	17%	19%	20%
净利润	235	261	299	344	394	ROIC	20%	17%	21%	24%	26%
折旧与摊销		33	319	212	375	<b>估值指标</b>					
经营活动现金流	311	258	319	212	375	P/E	67.48	60.51	52.85	45.98	40.17
投资活动现金流	-418	-161	16	16	16	P/S	16.87	16.11	14.17	12.39	10.81
融资活动现金流	-134	-79	-309	-202	-230	P/B	10.66	9.95	9.24	8.55	7.87
净现金流	-241	18	25	25	160	EV/EBITDA	51.75	49.2	38.1	34	30.01
期初现金余额		284	180	206	231	股息收益率	1%	1%	1%	1%	1%
期末现金余额		180	206	231	390						

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。

截至本证券研究报告发布之日，本公司持有本篇报告涉及之上市公司的股份达到或超过其已发行股份的 1%，特此提醒投资人注意。

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

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  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼  
公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn  
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn  
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn  
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn  
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn