



# 三季度业绩平稳增长，看好藏药龙头未来发展

2016年10月26日

维持/推荐

奇正藏药

财报点评

## ——奇正藏药（002287）2016年三季报点评

张金洋	分析师 zhangjy@dxzq.net.cn 010-66554035	执业证书编号：S1480516080001
胡培碧	联系人 <a href="mailto:hurb@dxzq.net.cn">hurb@dxzq.net.cn</a> 010-66554044	

### 事件：

奇正藏药发布三季报，前三季度实现营业收入 6.42 亿元，同比下降 1.36%；归属于上市公司股东的净利 2.01 亿元，同比增长 7.38%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 1.83 亿元，同比增长 4.55%。实现 EPS 为 0.50 元。

公司 2016 年 Q3 实现营业收入 2.02 亿元，同比增加 1%；实现归属于上市公司股东的净利润 4006 万元，同比增加 13.75%；归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 2907.37 万元，同比下降 15.9%。实现 EPS 为 0.10 元。

公司公告业绩预告，全年业绩略增，预计 2016 年全年归属上市公司股东净利润区间为 2.65-3.44 亿元，变动幅度为 0-30%。

### 观点：

#### 1、前三季度收入端整体轻微下滑主要受二季度影响，全年业绩将平稳增长

公司前三季度收入增速略降，净利润同比增长 7.38%（拆分单季度来看 Q1 业绩增速 15.37%，Q2 业绩增速 -0.14%，Q3 业绩增速 13.46%），主要受二季度增速降低影响，三季度单季度增速向好。同时预告全年业绩略增，我们预计公司将保持平稳增长。

公司前三季度收入端出现轻微下滑（-1.36%），拆开来看主要也是二季度影响较大，Q2 单季度收入同比下降 9.17%。我们分析认为主要原因还是医院端承压，药材业务收入下滑较多，拖累收入端增长。展望全年，公司“一轴两翼一支撑”将成为重点发力方向，即以做强消痛贴膏为轴，加快神经康复和妇科疼痛两翼产品的开发推广，以数据信息、运营、人才和机制为支撑。

药品业务方面，公司未来将进一步开发零售和基药市场从而拉动收入。

药材业务方面，公司将持续向饮片加工转型，提高产品附加值和盈利水平。

公司前三季度综合毛利率 84.04%，去年同期 79%左右，成本控制情况良好。

财务指标方面, 公司前三季度销售费用率 41.34% (去年同期 39.39%), 第三季度单季度销售费用率 51.61% (去年同期 47.67%), 单季度销售费用增长较快, 主要由于药品销售增长, 开拓市场投入较大。前三季度管理费用率 8.98%, 相比去年同期 (8.86%) 略有增长。

## 2、看好公司长期发展, 藏药龙头崛起在即

公司是藏药龙头, 国内最大藏药生产企业, 民族药稀缺标的, 主打产品是备受认可的“奇正消痛贴膏”(国家中药保密品种), 同时在外用镇痛领域有着多年深厚积淀。公司除优势领域之外, 正在积极拓展神经、心脑血管、妇科、消化等方向, 未来二线产品梯队将逐渐趋于完善。同时, 公司还不断增加研发费用, 引入引入高端研发团队, 提升整体研发能力, 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。

## 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一年有余, 致力于在医疗健康领域寻找、孵化、培育优质项目, 虽然暂时还没有动作落地, 但未来公司将持续推进的推进。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 48x, 43x, 37x。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。维持“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	P/E	61.19	55.54	48.36	42.57	37.47			
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	9.74	9.10	8.46	7.84	7.23			
<b>现金净增加额</b>	-241	18	447	81	75	EV/EBITDA	42.68	37.60	33.96	29.81	26.18			

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 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。

## 联系人简介

### 胡偌碧

北京大学医学部分子药理博士，和君商学院六届学子。2016年8月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于化学药、创新产业链、精准医疗等领域投资机会。

## 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。