



业绩稳健符合预期，藏药龙头剥离 药材聚焦药品

——奇正藏药（002287）2016 年报点评

2017 年 04 月 26 日

推荐/维持

奇正藏药

财报点评

张金洋	分析师	执业证书编号：S1480516080001
	zhangjy@dxzq.net.cn	010-66554035
胡偌碧	联系人	
	hurb@dxzq.net.cn	010-66554044

事件：

奇正藏药发布 2016 年年度报告，2016 年全年公司实现营业收入 9.68 亿元，同比下降 2.65%；归属于上市公司股东的净利 2.90 亿元，同比增长 9.42%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 2.23 亿元，同比下降 1.30%。实现 EPS 为 0.71 元。

公司 2016 年 Q4 实现营业收入 3.26 亿元，同比下降 5.10%；实现归属于上市公司股东的净利润 0.89 亿元，同比增加 14.35%；归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 0.40 亿元，同比下降 21.54%。实现 EPS 为 0.22 元。

公司公告利润分配预案，向全体股东每 10 股派发现金红利 3.90 元（含税）。

公司发布 2017 年第一季度报告，2017 年一季度公司实现营业收入 1.94 亿元，同比增长 1.44%；归属于上市公司股东的净利 0.69 亿元，同比增长 6.65%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 0.70 亿元，同比增长 6.34%。实现 EPS 为 0.17 元。

观点：

1、业绩稳健符合预期，收入端轻微下滑

公司全年营收 9.68 亿，同比下降 2.65%，净利润 2.9 亿，同比增长 9.42%。Q4 收入 3.26 亿元，同比下降 5.10%，归母净利润 0.89 亿元，同比增加 14.35%。业绩稳健符合预期。全年收入端下降尤其 Q4 下降较多主要由于 4 季度公司剥离了药材业务所致，但药材业务的剥离提高了公司整体的盈利能力，未来将集中资源聚焦核心药品业务。

分板块来看

公司药品业务增速平稳。药品板块销售收入 9.35 亿元，同比增长 1.36%。

药材业务持续下滑，已剥离。药材业务 1—9 月实现销售收入 3,015.19 万元，比上年同期降低 56.97%。

分产品线来看

贴膏剂收入 7.40 亿（收入占比 76.42%），同比下降 6.55%；软膏剂收入 1.57 亿（收入占比 16.23%），同比增加 40.55%；丸剂收入 0.37 亿（收入占比 3.86%），同比增加 104.18%；

核心产品消痛贴膏终端略有下降（大医院市场受招标降价和竞争加剧的影响，收入轻微下滑），**二线新品增长势头强劲**，白脉软膏、红花如意丸均同比增长 100%以上。口服藏成药多品种销售明显提升，总体销售收入同比增长超过 50%。

同时公司通过成本控制全面提升了业务线的毛利率，总毛利率 84.51%，比去年同期（79.79%）提高 4.72%。其中丸剂的毛利率提升显著。

财务指标方面，公司销售费用率 47.81%，较去年同期 41.23%上升 6.58pp（公司市场推广投入加大）。公司管理费用率 8.56%，比去年同期 11.74%，下降 3.18（主要一是由于经营业绩未达绩效考核指标，本年度未计提绩效激励以及转让子公司后人工成本降低导致人工成本整体较上年同期降低 59.2%）。财务费用较上年进一步减少。

一季度情况：公司一季度营业收入 1.94 亿，同比增长 1.44%，净利润 0.69 亿元，增速 6.65%，收入端已经开始恢复。趋势向好。

2、剥离药材业务，聚焦药品板块，围绕“一轴两翼一支撑”推动研发

报告期内，公司转让了与药材业务有关的子公司西藏那曲正健冬虫夏草生物科技有限公司、陇西奇正药材有限责任公司及其子公司靖远奇正免洗枸杞有限公司、宁夏奇正沙湖枸杞产业股份有限公司、西藏正健雪域药材有限公司股权，公司除药品生产经营所需的原材料及药材采购外，不再从事药材收购、加工及销售。**剥离药材业务将有效减少上述亏损业务对公司整体经营业绩的影响，未来将更加集中资源聚焦核心药品业务。**

研发方面，公司研发根据“一轴两翼一支撑”战略（消痛贴膏为轴、疼痛一体化方案，神经康复+妇科新品两翼）开展相关工作。在新药临床研究方面，催汤颗粒完成感冒和流感 II 期临床研究，正在启动 III 期临床。正乳贴完成 II 期临床研究。夏萨德西胶囊按计划在 II 期临床研究中，乙烷硒林分散片根据国家食品药品监督管理局下发的临床批件，在进一步完善 I 期临床研究。消痛气雾剂治疗急性扭挫伤的 IIa 期临床研究继续开展。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，未来成长潜力巨大。

3、政策支持，民族药有望进一步发扬光大，藏药龙头有望崛起

2016 年 12 月国务院印发的《“十三五”脱贫攻坚规划》中表示**支持中医药和民族医药事业发展**，提出“要加强中医医院、民族医医院、民族医特色专科能力建设，加快民族药药材和制剂标准化建设。加强民族医药

基础理论和临床应用研究。加强中医、民族医医师和城乡基层中医、民族医药专业技术人员培养培训，培养一批民族医药学科带头人。加强中药民族药资源保护利用。将更多具有良好疗效的特色民族药药品纳入国家基本医疗保险药品目录。”

2017年2月，2017版国家医保目录出台，目录中西药与中成药的占比分别达到51%和49%，基本持平。而民族药从47个增加至88个，增幅达到90%，比例明显高于其他药品。

2017年3月5日，十二届全国人大五次会议在北京人民大会堂开幕。国务院总理李克强代表国务院向十二届全国人大五次会议作政府工作报告，报告中再次强调“支持中医药、民族医药事业发展”。

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，公司近年来致力于在循证医学支持下的民族药的再开发，意义重大。而有了政策的进一步支持，我们认为未来越来越多的好的民族药能够被挖掘出来，帮助患者，公司作为藏药龙头和最大的藏药生产企业，有望进一步丰富产品线、厚积薄发。

结论：

我们预计2017-2019年归母净利润分别为3.20亿元、3.60亿元、4.13亿元，增长分别为10.38%、12.39%、14.79%。EPS分别为0.79元、0.89元、1.02元，对应PE分别为54x、48x、41x。公司二线品种青鹏软膏及白脉软膏持续发力，剥离原料药业务盈利能力提升有望迎来业绩拐点。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。我们看好公司发展，维持“推荐”评级。

风险提示：

招标降价压力，新品推广低于预期

公司盈利预测表

资产负债表					单位:百万元		利润表			单位:百万元		
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
流动资产合计	1389	1391	1460	1626	1815	营业收入	995	968	1068	1259	1487	
货币资金	352	458	658	686	713	营业成本	201	150	149	179	209	
应收账款	21	42	23	28	33	营业税金及附加	16	21	10	11	13	
其他应收款	5	40	44	52	62	营业费用	410	463	470	567	684	
预付款项	12	10	10	10	10	管理费用	117	83	88	107	126	
存货	57	44	43	52	61	财务费用	-4	0	0	0	0	
其他流动资产	302	233	28	28	28	资产减值损失	5.19	2.78	0.00	0.00	0.00	
非流动资产合计	681	685	631	612	592	公允价值变动收益	-0.28	0.00	0.00	0.00	0.00	
长期股权投资	0	200	200	200	200	投资净收益	23.92	26.77	0.00	0.00	0.00	
固定资产	292	182	171	172	192	营业利润	273	275	352	395	454	
无形资产	85	51	46	41	36	营业外收入	18.92	39.29	0.00	0.00	0.00	
其他非流动资产	6	68	68	68	68	营业外支出	0.63	0.84	0.00	0.00	0.00	
资产总计	2070	2076	2091	2238	2407	利润总额	291	314	352	395	454	
流动负债合计	348	263	155	158	162	所得税	30	26	32	36	41	
短期借款	130	116	0	0	0	净利润	261	288	320	360	413	
应付账款	35	6	16	19	22	少数股东损益	-4	-2	0	0	0	
预收款项	4	9	10	10	10	归属母公司净利润	265	290	320	360	413	
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	384	353	368	414	474	
非流动负债合计	71	61	56	56	56	BPS (元)	0.65	0.71	0.79	0.89	1.02	
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
应付债券	0	0	0	0	0							
负债合计	419	324	211	215	218							成长能力
少数股东权益	40	17	17	17	17	营业收入增长	4.70%	-2.65%	10.30%	17.87%	18.09%	
实收资本(或股本)	406	406	406	406	406	营业利润增长	17.25%	0.82%	27.71%	12.39%	14.79%	
资本公积	411	411	411	411	411	归属于母公司净利润	11.53%	9.42%	10.38%	12.39%	14.79%	
未分配利润	645	741	741	741	741	获利能力						
归属母公司股东权	1611	1734	1862	2006	2171	毛利率(%)	79.79%	84.51%	86.02%	85.79%	85.91%	
负债和所有者权	2070	2076	2091	2238	2407	净利率(%)	26.27%	29.72%	29.96%	28.57%	27.77%	
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润(%)	12.90%	12.80%	13.96%	15.30%	16.07%	
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	16.44%	16.71%	17.18%	17.92%	19.01%	
经营活动现金流	258	389	477	244	274	偿债能力						
净利润	261	288	320	360	413	资产负债率(%)	20%	16%	10%	10%	9%	
折旧摊销	114	78	0	18	21	流动比率	4.00	5.29	9.42	10.27	11.22	
财务费用	-4	0	0	0	0	速动比率	3.83	5.12	9.14	9.94	10.84	
应收账款减少	0	0	18	-4	-5	营运能力						
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.52	0.47	0.51	0.58	0.64	
投资活动现金流	-161	-101	38	0	0	应收账款周转率	59	31	33	49	49	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	36.74	46.98	95.86	72.07	71.93	
长期股权投资减少	0	0	38	0	0	每股指标(元)						
投资收益	24	27	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.65	0.71	0.79	0.89	1.02	
筹资活动现金流	-79	-239	-315	-216	-248	每股净现金流(最新	0.04	0.12	0.49	0.07	0.07	
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	3.97	4.27	4.59	4.94	5.35	
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	64.91	59.10	53.53	47.63	41.49	
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	10.63	9.88	9.20	8.54	7.89	
现金净增加额	18	49	200	28	26	EV/EBITDA	44.04	47.52	44.73	39.76	34.62	

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

胡诺碧

医药行业分析师。2016 年水晶球第一名团队核心成员，公募榜单第一名，非公募榜单第二名。北京大学医学部分子药理学博士，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。