

业绩稳定增长符合预期，藏药龙头未来值得期待

——奇正藏药（002287）半年报点评

核心观点：

1. 事件：

公司发布2017年半年报。2017年上半年公司实现营业收入4.58亿元，同比增长4.19%；实现归属于上市公司股东的净利润1.70亿元，同比增长5.20%；实现扣非归属净利润1.64亿元，同比增长5.98%；实现EPS0.4179元，同比增长5.21%。

2017年第二季度，公司实现营收2.64亿元，同比增长6.30%；实现归母净利1.00亿元，同比增长4.23%；实现扣非归母净利0.93亿元，同比增长5.70%；实现EPS0.25元。

公司发布前三季度业绩预告，预计2017年1-9月实现归母净利2.01-2.62亿元，同比增长0-30%。

公司自剥离药材业务后业绩持续向好发展。拆分医药业务来看，上半年贴膏剂实现营收3.45亿元，同比降低3.07%；软膏剂实现营收0.90亿元，同比增长68.79%；丸剂实现营收0.22亿元，同比增长48.30%。

财务方面，报告期内费用控制较好，销售费用1.84亿元，同比增长14.31%；管理费用0.34亿元，同比降低8.29%；财务费用-182.5万元，同比降低-713.17%，主要系报告期内公司委托理财及银行贷款业务在报告期后期展开，导致银行存款利息收入增加、银行贷款利息支出减少所致。此外，报告期内经营性现金流为2.81亿元，同比增长104.59%，主要系报告期内营收票据到期解付增加以及销售商品、提供劳务收到的银行回款增加所致。

2. 我们的分析与判断

（一）二线品种发力助推药品业务整体平稳增长

报告期内二线产品软膏剂和贴膏剂增速较快，毛利率有所提高。报告期内，公司医药业务整体保持平稳增长，实现营收4.58亿元，同比增长4.19%，毛利率提升1.85pp。其中，公司通过增强大医院市场学术营销、扩大全产品在基药市场的终端覆盖、以及在零售市场拓展疼痛一体化产品群的策略，二线品种增长势头持续强劲，其中软膏剂实现营收0.90亿元，同比增长68.79%，毛利率提升3.44pp。软膏剂实现营收0.22亿元，同比增长48.30%，毛利率提升15.15pp。公司产销大品种贴膏剂受市场竞争加剧及行业政策影响，实现营收3.45亿元，同比降低3.07%，毛利率降低2.00pp。

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

执业证书编号：S0130515040001

特此鸣谢

王晓琦 010-66568589

(wangxiaoqi@chinastock.com.cn)

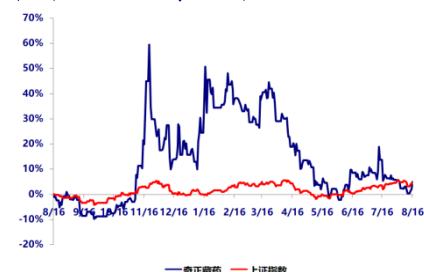
对本报告的编制提供信息。

市场数据

2017-08-17

A股收盘价(元)	39.76
A股一年内最高价(元)	64.71
A股一年内最低价(元)	33.86
上证指数	3246.45
市盈率	49.6
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)	161.43

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

1. 2017-05-02 奇正藏药年报及一季报点评：业绩平稳增长，剥离药材业务盈利能力提升在即
2. 2016-10-31 奇正藏药三季报点评：业绩符合预期，药品业务稳定增长
3. 2016-08-19 奇正藏药中报点评：药品业务稳定增长，藏药龙头未来可期
4. 2016-05-05 奇正藏药年报及一季报点评：藏药龙头业绩稳定增长，关注外延发展预期

(二) 三年战略收官之年，业绩保持稳定增长

我们认为公司未来药品板块有望保持稳定增长。2017年是公司三年战略的收官之年，公司继续围绕“一轴两翼一支撑”的战略开展业务，持续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。目前公司共有以消痛贴膏、白脉软膏等12个独家品种或独家剂型品种为核心的55个藏药品名和72个批准文号，其中OTC品种9个、国家保密品种2个，覆盖骨科、神经科、妇科、消化科等多个藏医特色治疗领域，我们认为公司的药品业务未来有望稳定增长，原因有二：(1)产品市场准入基础较好。根据人社部发布的2017年国家医保目录，公司共有17个产品进入新版医保目录，新增5个产品。并且目前公司主打产品消痛贴膏进入2012年基药目录，仁青芒觉胶囊、二十五味珊瑚丸进入国家急（抢）救药品目录，此外，公司共有38个产品进入地方医保、26个产品进入地方基药、41个产品进入新农合、以及9个产品进入地方低价药目录；(2)产品匹配“疼痛一体化”细分市场，强化疼痛一体化品牌协同推广。公司产品以自营销售模式为主，拥有1000余人的自主营销团队，通过专业化的学术推广模式和品牌推广模式，围绕“疼痛一体化”对细分市场实行品牌和产品的差异化定位。在大医院市场，一方面坚持品牌驱动的学术营销策略，为客户提高更优的临床方案，另一方面加大新产品上市力度，实现快速覆盖。在基药市场，公司持续扩大全产品的终端覆盖，依靠消痛贴膏在大医院建立的品牌优势，承接分级诊疗后的患者分流，促进销售进一步增长。在零售市场，公司一方面巩固消痛贴膏市场领先地位，另一方面拓展疼痛一体化产品群，快速提升二线产品覆盖率。

(三) 二次开发和新药研发进展顺利

公司围绕“一轴两翼”持续对已上市产品二次开发。公司经营计划始终围绕“一轴两翼”的战略举措开展，其中“一轴”即做强消痛贴膏，“两翼”即开拓产品线和加快新品市场开发。报告期内，公司围绕“一轴两翼”持续已上市产品的二次开发工作，一方面公司与国内院校合作，为培育新产品做准备，力争拓展产品线；另一方面，公司完成相关藏成药在优势适应症方面的医学研究，加快疼痛新产品的市场开发。报告期内公司继续充实核心产品消痛贴膏在骨科优势治疗领域的临床研究，丰富青鹏软膏在皮科领域的非临床安全性研究，持续推动关键藏药材的标准研究。

公司新药研发进展顺利。目前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CFDA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。

3. 投资建议

公司是藏药龙头，剥离药材业务后公司盈利能力有望进一步提升。一线品种消痛贴膏有望继续维持市场销售份额，并进一步扩张；二线品种青鹏软膏及白脉软膏有望持续发力，通过大医院、基药、零售三轮驱动实现高速增长。此外，公司大力推进产品研发和品牌建设，丰富产品线，未来发展值得期待。预计 2017-2019 年净利润为 3.34/3.80/4.21 亿元，对应 EPS 为 0.82/0.94/1.04 元，对应 PE 分别为 48/43/38 倍。维持“谨慎推荐”评级。

4. 风险提示

药品降价风险，新药研发进度不及预期，新品市场推广进度不及预期，

附表 1. 主要财务指标

指标	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	950.11	994.73	968.35	1113.61	1258.38	1396.80
营业收入增长率	-2.00%	4.70%	-2.65%	15.00%	13.00%	11.00%
净利润（百万元）	237.53	264.91	289.86	334.01	379.85	421.44
净利润增长率	11.32%	11.53%	9.42%	15.23%	13.72%	10.95%
EPS（元）	0.59	0.65	0.71	0.82	0.94	1.04
P/E	67.96	60.94	55.69	48.33	42.50	38.30
P/B	10.73	10.02	9.31	8.63	7.96	7.34
EV/EBITDA	52.12	49.55	46.20	36.10	31.76	29.28

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）

报表预测（百万元）						
利润表	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	950.11	994.73	968.35	1113.61	1258.38	1396.80
减：营业成本	250.05	201.05	150.03	155.90	176.17	195.55
营业税金及附加	13.41	15.85	20.77	23.39	26.43	29.33
营业费用	353.44	410.08	462.97	473.28	541.10	607.61
管理费用	98.35	116.78	82.86	93.54	105.07	115.93
财务费用	-3.78	-3.67	0.39	-2.53	-2.14	-8.04
资产减值损失	8.12	5.19	2.78	3.78	4.17	4.98
加：投资收益	2.10	23.92	26.77	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.28	-0.28	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	232.91	273.09	275.32	366.24	407.57	451.43
加：其他非经营损益	53.15	18.29	38.45	23.87	35.76	39.96
利润总额	286.06	291.37	313.76	390.11	443.33	491.39
减：所得税	50.59	30.01	25.98	58.52	66.50	73.71
净利润	235.47	261.36	287.79	331.59	376.83	417.68
减：少数股东损益	-2.06	-3.55	-2.08	-2.42	-3.01	-3.76
归属母公司股东净利润	237.53	264.91	289.86	334.01	379.85	421.44
资产负债表	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	120.38	180.05	329.84	267.49	440.97	456.24
应收和预付款项	604.76	675.07	656.01	882.54	866.23	1086.25
存货	88.11	57.18	44.24	63.28	59.07	77.68
其他流动资产	375.64	301.58	232.68	232.68	232.68	232.68
长期股权投资	0.00	0.00	200.00	200.00	200.00	200.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	292.37	347.62	322.88	272.17	221.07	169.17
无形资产和开发支出	85.29	85.15	50.76	44.27	37.77	31.28
其他非流动资产	56.97	245.53	106.90	106.03	105.16	105.16
资产总计	1623.53	1892.19	1943.31	2068.45	2162.95	2358.47
短期借款	0.00	130.00	116.50	80.10	40.10	40.10
应付和预收款项	75.82	111.11	75.45	102.32	83.93	110.24
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	75.82	241.11	191.95	182.42	124.03	150.33
股本	406.00	406.00	406.00	406.00	406.00	406.00
资本公积	411.02	410.94	410.94	410.94	410.94	410.94
留存收益	687.16	794.14	917.54	1054.63	1210.53	1383.51
归属母公司股东权益	1504.18	1611.08	1734.48	1871.57	2027.48	2200.45

少数股东权益	45.50	40.01	16.88	14.46	11.45	7.69
股东权益合计	1549.68	1651.08	1751.36	1886.03	2038.92	2208.14
负债和股东权益合计	1625.50	1892.19	1943.31	2068.45	2162.95	2358.47
现金流量表	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营性现金净流量	311.12	257.97	389.38	147.96	404.66	221.49
投资性现金净流量	-418.06	-161.31	-101.27	20.29	30.39	33.96
筹资性现金净流量	-134.00	-78.85	-238.65	-230.60	-261.58	-240.18
现金流量净额	-240.94	17.81	49.47	-62.35	173.48	15.28

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，医药行业分析师。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。

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