



东兴证券
DONGXING SECURITIES

业绩稳健符合预期，看好藏药龙头未来发展

——奇正藏药（002287）2017 年三季度报点评

2017 年 10 月 27 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	研究助理		
	hurb@dxzq.net.cn	010-66554041	

事件：

奇正藏药发布 2017 三季度报告，2017 年前三季度公司实现营业收入 6.92 亿元，同比增长 7.66%；归属于上市公司股东的净利 2.08 亿元，同比增长 3.33%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 2.02 亿元，同比增长 9.88%。实现 EPS 为 0.51 元。

公司 2017 年 Q3 实现营业收入 2.33 亿元，同比增长 15.22%；实现归属于上市公司股东的净利润 0.38 亿元，同比下降 4.22%；归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 0.38 亿元，同比增长 31.03%。实现 EPS 位 0.09 元。

公司预告全年情况，预计 2017 年归母净利润 2.90 亿-3.77 亿，同比增速 0-30%。

公司分季度财务指标

指标	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3
营业收入（百万元）	191.14	248.73	202.45	326.04	193.89	264.4	233.25
增长率（%）	8.05%	-9.17%	1.00%	-5.10%	1.44%	6.30%	15.22%
毛利率（%）	84.02%	86.91%	80.54%	85.42%	86.10%	88.55%	86.58%
期间费用率（%）	44.27%	45.61%	61.94%	68.33%	45.35%	48.42%	65.58%
营业利润率（%）	36.64%	41.03%	16.83%	21.21%	38.75%	40.04%	18.60%
净利润（百万元）	64.34	95.72	39.03	88.70	69.17	100.22	38.10
增长率（%）	15.37%	-00.14%	13.46%	17.74%	07.51%	04.70%	-02.37%
每股盈利（季度，元）	0.16	0.24	0.10	0.22	0.17	0.25	0.09
资产负债率（%）	23.53%	25.17%	16.72%	15.63%	13.71%	21.87%	17.72%
净资产收益率（%）	3.75%	5.82%	2.32%	5.06%	3.80%	5.69%	2.12%
总资产收益率（%）	2.87%	4.36%	1.93%	4.27%	3.28%	4.44%	1.74%

观点：

1、业绩符合预期，贴膏剂增速有所恢复

公司前三季度营收 6.92 亿元，同比增长 7.66%，归母净利润 2.08 亿元，同比增长 3.33%。单独看 Q3 收入 2.33 亿元，同比增长 15.22%，相较前两个季度有所提速，略超预期。公司 Q3 单季度扣非业绩增速达 30% 以上，归母业绩增速低于扣非业绩增速，主要还是政府补助的影响。单季度扣非业绩增速超预期。

值得注意的是，同时公司 2016Q4 剥离了药材业务，在去年前三季度有药材业务，今年前三季度没有药材业务的情况下，收入依然实现正增长，若剔除掉药材业务的影响，收入端增速接近 10%，提现了公司药品销售有了进一步的增长。公司在剥离了药材业务之后，集中资源聚焦核心药品业务，Q3 单季度增速向上加速。

分产品来看：我们推测核心产品贴膏剂终端恢复增长，两翼品种白脉软膏、红花如意丸依旧维持较高增速。

财务指标方面，公司销售费用率为 45.76%，比去年同期 41.34% 提升 4.42pp，销售费用率提升较大，主要还是在学术推广方面的投入持续增大；管理费用率为 7.80%，比去年同期 8.89% 下降 1.09pp，管理费用控制良好。公司综合毛利率 87.20%，较去年全年 84.51% 有了大幅提升，一方面是剥离了药材业务，另一方面是现有产品结构的调整。

全年情况：公司预告全年业绩区间为 2.90 亿-3.77 亿，同比增速 0-30%，我们推断公司业绩增速今年还是稳健维持在 10% 左右。

2、公司战略再梳理：聚焦药品板块，围绕“一轴两翼一支撑”推动研发

公司在 2014 年制定公司 3 年发展战略，即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）。“一轴”即做强消痛贴膏，通过大医院、基药、零售三轮驱动实现消痛贴膏的持续增长。“两翼”一方面通过拓展疼痛产品线，为患者提供丰富的疼痛一体化解决方案，另一方面是通过加快神经康复和妇科疼痛新产品的市场开发，培育新的战略性大品种，加快实现从单一品种到多品种、多梯度的突破，形成更加合理的产品结构。“一支撑”是通过数据信息、运营、人才、机制的建设，提高效率、提升能力和动力，打造“节节激活、节节发力、节节作为”的高效协同的、充满活力的动车型组织。今年为战略规划的最后一年，这三年公司在“一轴两翼一支撑”战略指引下实现了稳步发展，公司 2016 年 Q4 剥离了中药材业务，我们认为剥离药材业务将有效减少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。今年是 3 年战略的最后一年，这三年公司一轴两翼一支撑战略为公司明确了方向，也推动了公司良性发展，我们持续关注后续公司战略规划。

3、学术营销与品牌营销并重，政策扶植助力藏药龙头发展

营销方面，公司学术营销与品牌营销并重。拥有 1000 多人的国内最大规模藏药自营销队伍，为未来多个品种放量打下良好基础。公司注重用藏医药与现代医学在藏医优势病种的整合治疗方案来与中西医沟通，从而实现专业化的价值推广。品牌+学术双轮驱动，形成了大医院、零售与基层医疗三轮驱动的专业线分工营销体系。持续强化品牌营销，积极推动奇正消痛家族成为外用止痛药第一品牌，期望通过疼痛一体化管理为消费者提供完整的疼痛解决方案。

政策方面，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。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”。在刚刚闭幕的十九大上，总书记强调“坚持中西医并重，传承发展中医药事业”，中医药发展关键在创新的嘱托。鼓励创建中药现代化智能制造新模式，将中药智能制造与中药现代化有机融合，实现中药系统化的创新，让中医药这一中华民族的瑰宝走上更大的世界舞台。

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。而有了自营队伍的良好基础和政策的进一步支持，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 57x、50x、44x。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						
其他非流动负债	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(最新摊薄)	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(最新摊薄)	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	68.54	62.40	56.53	50.30	43.81
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	11.23	10.43	9.71	9.02	8.33
现金净增加额	18	49	200	28	26	EV/EBITDA	46.54	50.24	47.33	42.07	36.64

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。2016年水晶球最佳分析师第一名，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。

研究助理简介

胡偌碧

医药生物行业分析师。2016年水晶球第1名团队核心成员。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、医药国际化等投资机会。拥有博士级逻辑视角+接地气的研究+马不停蹄的勤奋，尤其对化学药、医药国际化有极其深入的研究和独到见解

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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

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。