

业绩改善符合预期，新三年战略开局值得期待

——奇正藏药（002287）年报及一季报点评

核心观点：

1. 事件：

公司发布 2017 年年报。2017 年公司实现营业收入 10.53 亿元，同比增长 8.76%；实现归属于上市公司股东的净利润 3.01 亿元，同比增长 3.79%；实现扣非归母净利润 2.76 亿元，同比增长 23.74%；实现 EPS 0.7410 元。10 派 4.1。其中收入增速较低主要系公司自 2016 年末剥离药材业务，归母净利增速明显低于扣非归母净利增速主要系去年同期政府补助较高所致。

财务方面，销售费用 5.18 亿元，同比增长 11.78%；管理费用 0.82 亿元，同比降低 1.57%；财务费用 73.7 万元，同比增长 89.74%，主要系报告期内支付银行贷款利息增加所致；经营性现金流净额同比降低 40.95%，主要系去年同期剥离药材业务导致基数较高；投资性现金流净额同比降低 139.67%，主要系公司投资购买理财产品增加所致；筹资性现金流净额同比增加 64.88%，主要系银行贷款增加所致。

同时，公司发布 2018 年一季报。2018 年第一季度公司实现营收 2.27 亿元，同比增长 17.08%；实现归母净利 0.77 亿元，同比增长 11.21%；实现扣非归母净利 0.77 亿元，同比增长 9.99%。实现 EPS 0.1899 元。

公司发布 2018 年半年度业绩预告，预计实现归母净利 1.69 - 2.21 亿元，同比增长 0% - 30%。

2. 我们的分析与判断

（一）渠道下沉提振一线产品，二线产品持续发展，药品业务整体业绩大幅改善

药品业务整体业绩大幅改善。2017 年公司药品业务实现营收 10.50 亿元，增速约 12%，相比 2016 年重回两位数增长，我们认为主要系一、二线产品协同发力所致。其中：

一线品种贴膏剂通过渠道下沉恢复增长。支柱产品贴膏剂扭转了 2016 年负增长的困境，销售收入 7.86 亿元，同比增长 8.76%，毛利率降低 0.71pp，我们认为主要系营销渠道下沉，加强对公立医院、基层医疗机构的市场渗透，尤其是县级医院、社区卫生服务中心（站）增长良好，同时公司探索了海外市场渠道。根据 IMS《外用止痛药医院市场分析报告（2017Q4）》数据显示，2017 年公司主打产品消痛贴膏在重点目标城市外用止痛药物医院市场的市场占有率保持前列。

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

(wangxiaochi@chinastock.com.cn)

实习生: 张森冰

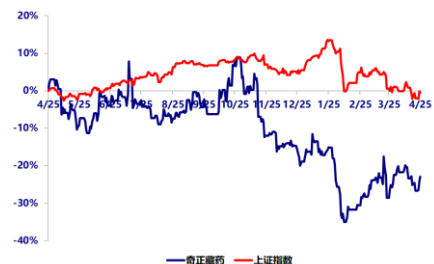
对本报告的编制提供信息。

市场数据

2018-04-25

A 股收盘价(元)	32.24
A 股一年内最高价(元)	46.68
A 股一年内最低价(元)	27.00
上证指数	3117.97
市盈率	42.4
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)	130.89

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. 2017-08-17 奇正藏药半年报点评：业绩稳定增长符合预期，藏药龙头未来值得期待
2. 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
3. 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

二线品种持续保持较快增长。报告期内公司软膏剂实现营收 2.02 亿元，同比增长 28.67%，毛利率提升 2.32pp；丸剂实现营收 6130.89 万元，同比增长 63.90%，毛利率提升 11.33pp。白脉软膏等产品进入快速成长期，口服藏成药多品种销售明显提升，仁青芒觉胶囊成功上市，在北京等市场探索藏、中、西医融合的学术推广方案，口服藏成药总体销售收入同比增长超过 50%。

我们认为 2018 年公司药品业务有望保持增长势头。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保持增长势头，原因有二：**（1）产品市场准入基础较好。**主打产品消痛贴膏在全国重点省市招标中全部顺利中标，白脉软膏、红花如意丸等其他重点产品也大规模中标。截止 2017 年末，公司 1 个品种进入国家基本药物目录，17 个品种进入 2017 版医保目录，53 个产品进入地方省级医保目录，26 个产品进入地方基药目录，41 个产品进入城乡居民医保目录或新农合目录，9 个产品进入地方低价药目录，2 个产品进入国家急（抢）救药品目录；**（2）营销渠道优势。**公司在主要医疗渠道拥有近 20 年的自营团队优势，同时在零售渠道拥有近 20 年的品牌优势。报告期内，公司持续推进“构建疼痛一体化解决方案”的品牌目标，聚焦在骨骼肌肉疼痛领域，细分目标市场，巩固了消痛市场地位。品牌营销方面，线上广告与线下试贴、义诊等活动同步推进，强化了品牌形象；学术营销方面，加强了对公立医院及基层机构渗透，有望维持渠道下沉的业绩提振效果。

此外，公司一季度业绩表现符合增长预期。2018 年第一季度公司营收 2.27 亿元，同比增长 17.08%；扣非归母净利 0.77 亿元，同比增长 9.99%。公司历年一季度均为营收低谷，后续季度营收规模有望进一步扩大。

（二）初探胃肠道领域，新品有望成为新的业绩增长点

公司推出胃肠道新品，未来有望成为新增长点，助力业绩稳定增长。消化系统为藏药优势治疗领域，2017 年公司开展“善胃”家族组合产品推广，在局部市场试点销售洁白丸、石榴健胃丸、六味能消片等胃肠道新品。2018 年公司计划继续推动“善胃”家族胃肠道新品试点，通过藏医培训、坐诊及社区患者教育，探索胃肠道新品在零售渠道的销售模式，销售前景可期。我们认为凭借公司营销渠道及藏药消化领域优势，胃肠道产品未来有望成为公司的新增长点，同时产品多样化有助于保证业绩稳定增长。

（三）“一轴两翼三支撑”新战略开局，研发营销双管齐下

2018 年是公司“一轴两翼三支撑”的新三年战略开局，品类布局与营销布局并行。其中，“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”一方面通过丰富疼痛品类产品线，为患者提供有临床价值的特色疗法和经典方剂产品组合，另一方面是通过聚焦神经康复和妇儿、皮科市场。“三支撑”是指营销

模式创新、资本运营以及包括数据信息、运营、人才、机制建设在内的动车型组织的打造。**品类布局上**，公司通过“两翼”布局，培育新的战略性大品种，有望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。**营销布局上**，商零渠道将进一步以患者为中心，加强客户体验。加强和重点客户的互动和沟通，提升客户粘性，借助于铺货率的提升，品类结构更加稳定。招商渠道以城市(地级市/县级市)为单元，以医疗终端为最小单位进行 endpoint 招商，聚焦城市、聚焦品种，聚焦优势疾病领域实现终端覆盖。

研发进展顺利。报告期内公司共有研发人员 214 人，研发投入 4186.7 万元，用于围绕“一轴两翼一支撑”战略开展相关工作，大力拓展疼痛产品线，新品开发与已上市产品的二次开发并行；与国内外院校合作开展药类和非药类青苗研发项目 10 余项，在研临床项目和上市后临床研究项目 10 余项，基础研究项目 10 余项。其中，催汤颗粒完成感冒和流感 II 期临床研究，正在进行 III 期临床研究。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。消痛气雾剂治疗急性扭挫伤的 II a 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已有所提升。展望未来，一线品种消痛贴膏有望继续维持市场份额，并通过销售渠道下沉进一步扩张；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、零售三驱动实现业绩高速增长。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 2018-2020 年净利润为 3.29/3.69/4.27 亿元，对应 EPS 为 0.81/0.91/1.05 元，对应 PE 分别为 39/35/30 倍。维持“谨慎推荐”评级。

4. 风险提示

药品降价风险，新品市场推广进度不及预期

附表 1. 主要财务指标

指标	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	994.73	968.35	1053.15	1211.12	1392.79	1601.71
营业收入增长率	4.70%	-2.65%	8.76%	15.00%	15.00%	15.00%
净利润（百万元）	264.91	289.86	290.00	328.95	369.02	426.84
净利润增长率	11.53%	9.42%	0.05%	13.43%	12.18%	15.67%
EPS（元）	0.65	0.71	0.71	0.81	0.91	1.05
P/E	48.54	44.36	44.34	39.09	34.84	30.12
P/B	7.98	7.41	6.85	6.37	5.91	5.45
EV/EBITDA	39.32	36.67	38.16	28.02	24.94	22.06

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	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	994.73	968.35	1053.15	1211.12	1392.79	1601.71
减: 营业成本	201.05	150.03	133.12	145.33	167.14	192.21
营业税金及附加	15.85	20.77	19.13	21.80	26.46	30.43
营业费用	410.08	462.97	517.51	563.17	647.65	752.80
管理费用	116.78	82.86	81.56	90.83	111.42	128.14
财务费用	-3.67	0.39	0.74	1.10	6.11	-0.38
资产减值损失	5.19	2.78	7.44	8.00	9.00	9.50
加: 投资收益	23.92	26.77	15.35	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.28	0.00	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	273.09	275.32	309.00	380.89	425.01	489.01
加: 其他非经营损益	18.29	38.45	2.37	6.00	9.00	13.00
利润总额	291.37	313.76	311.37	386.89	434.01	502.01
减: 所得税	30.01	25.98	21.44	58.03	65.10	75.30
净利润	261.36	287.79	289.93	328.85	368.91	426.71
减: 少数股东损益	-3.55	-2.08	-0.07	-0.10	-0.11	-0.13
归属母公司股东净利润	264.91	289.86	290.00	328.95	369.02	426.84
资产负债表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	180.05	329.84	279.45	362.18	441.58	535.86
应收和预付款项	675.07	656.01	692.47	805.45	925.77	1065.69
存货	57.18	44.24	51.11	52.70	66.68	70.61
其他流动资产	301.58	232.68	428.69	428.69	428.69	428.69
长期股权投资	0.00	200.00	200.00	200.00	200.00	200.00
投资性房地产	0.00	0.00	16.39	14.20	12.01	9.81
固定资产和在建工程	347.62	322.88	404.20	340.80	276.41	211.52
无形资产和开发支出	85.15	50.76	49.30	42.74	36.19	29.63
其他非流动资产	245.53	106.90	58.26	57.48	56.70	56.70
资产总计	1892.19	1943.31	2179.87	2304.25	2444.02	2608.52
短期借款	130.00	116.50	220.00	200.00	180.00	160.00
应付和预收款项	111.11	75.45	66.07	69.81	71.81	73.81
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	241.11	191.95	286.07	269.81	251.81	233.81
股本	406.00	406.00	406.00	406.00	406.00	406.00
资本公积	410.94	410.94	410.94	410.94	410.94	410.94
留存收益	794.14	917.54	1060.04	1200.78	1358.67	1541.29
归属母公司股东权益	1611.08	1734.48	1876.98	2017.72	2175.61	2358.23

少数股东权益	40.01	16.88	16.81	16.71	16.60	16.47
股东权益合计	1651.08	1751.36	1893.79	2034.44	2192.21	2374.70
负债和股东权益合计	1892.19	1943.31	2179.87	2304.25	2444.02	2608.52
现金流量表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营性现金净流量	257.97	389.38	230.04	286.72	308.74	346.78
投资性现金净流量	-161.31	-101.27	-242.71	5.10	7.65	11.05
筹资性现金净流量	-78.85	-238.65	-83.80	-209.08	-236.99	-263.54
现金流量净额	17.81	49.47	-96.47	82.73	79.40	94.28

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