



东兴证券
DONGXING SECURITIES

业绩稳健符合预期，收入重回15%以上，销售拓展初见成效

——奇正藏药（002287）中报点评

2018年08月22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 2018 年半年度报告，2018 年上半年公司实现营业收入 5.42 亿元，同比增长 18.33%；归属于上市公司股东的净利 1.90 亿元，同比增长 12.07%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 1.79 亿元，同比增长 9.21%。实现 EPS 为 0.47 元。

公司 2018 年 Q2 实现营业收入 3.15 亿元，同比增长 19.25%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.13 亿元，同比增加 12.67%；归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 1.02 亿元，同比增长 8.62%。实现 EPS 为 0.28 元。

公司公告 1-9 月经营业绩预告：1-9 月归母净利润 2.08 亿-2.70 亿，同比增长 0-30%。

公司分季度财务指标

指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入（百万元）	326.04	193.89	264.4	233.25	361.61	227.00	315.30
增长率（%）	-5.10%	1.44%	6.30%	15.22%	10.91%	17.08%	19.25%
毛利率（%）	85.42%	86.10%	88.55%	86.58%	87.67%	87.29%	88.65%
期间费用率（%）	68.33%	45.35%	48.42%	65.58%	63.85%	51.89%	52.50%
营业利润率（%）	21.21%	38.75%	40.04%	18.60%	26.91%	37.12%	40.46%
净利润（百万元）	88.70	69.17	100.22	38.10	93.28	76.86	113.18
增长率（%）	17.74%	07.51%	04.70%	-02.37%	5.16%	11.73%	12.2%
每股盈利（季度，元）	0.22	0.17	0.25	0.09	0.23	0.19	0.28
资产负债率（%）	15.63%	13.71%	21.87%	17.72%	17.54%	18.96%	24.36%
净资产收益率（%）	5.06%	3.80%	5.69%	2.12%	5.07%	4.02%	5.87%
总资产收益率（%）	4.27%	3.28%	4.44%	1.74%	4.16%	3.25%	4.56%

观点：

1、业绩稳健，收入重回15%以上略超预期

公司上半年营收 5.42 亿元，同比增长 18.33%；归母净利润 1.9 亿元，同比增长 12.07%，扣非净利润 1.79 亿元，同比增长 9.27%。整体收入和利润符合预期，经营情况良好。

公司收入端持续向好，回到 15%以上：公司一季度营业收入 2.27 亿，同比增长 17.08%，二季度收入 3.15 亿，增速 19.25%，收入端重回 15%以上，来自核心贴膏剂品牌影响力提升带来的快速增长和二线品种增长拉动。

分产品线来看

贴膏剂收入 4.17 亿（收入占比 76.79%），同比增长 20.82%（增速略超预期）；软膏剂收入 0.87 亿（收入占比 16.13%），同比下降 2.97%；丸剂收入 0.35 亿（收入占比 6.57%），同比增加 64.50%；

核心产品消痛贴膏快速增长（全国重点省市招标中全部顺利中标，本轮降价影响已经基本体现，销量平稳增长），**二线新品增长势头强劲**，白脉软膏、红花如意丸仍在快速增长期。

财务指标方面，公司销售费用率 42.53%，较去年同期 40.16%上升 2.37pp（公司市场推广投入持续加大）。公司管理费用率 7.05%，比去年同期 7.35%，下降 0.30pp，管理费用控制良好。财务费用较少，影响不大。

2、基层市场+零售市场齐发力，拉动销售增长

2017 年是公司三年战略的收官之年，过去三年公司根据“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，并实现了稳步增长。2018 年为公司新战略的开局之年，公司制定“一轴两翼三支撑”的未来三年战略。

- ◆ “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，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。
- ◆ “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。

公司在销售机制的探索方面从未止步，新产品新渠道都在推广，目前看初见成效。

- ◆ **基层市场**，坚持学术引领，积累产品研究证据，为销售推广及产品发展提供支持。持续扩大终端覆盖，促进销售进一步增长。

- ◆ **零售市场**，一方面紧紧围绕疼痛一体化品牌发展战略，加大奇正品牌建设力度，提升品牌影响力；另一方面加快新品上市步伐。报告期内，公司成为 2018 兰州国际马拉松赛官方战略合作伙伴，为赛事提供专业的骨骼肌肉疼痛一体化解决方案。针对骨骼肌肉保护开发具有藏文化特色的奇正经络操，并在消费者中深入传播推广。奇正品牌入选由发改委、中宣部、商务部及市场监督管理总局主办的首届中国自主品牌博览会，集中展示奇正品牌扎根西藏 23 年的发展历程；奇正消痛贴膏成功入选“中国首届 OTC 品牌月宣传品牌”活动，与行业优秀品牌合力开展公益传播，帮助公众更深入地了解身边的品牌药。与此同时，公司持续推进疼痛一体化新品上市准备，丰富品类结构储备，二线新品覆盖率进一步提升。

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

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。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《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2017 年版）》，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。

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 2018-2020 年归母净利润分别为 3.36 亿元、3.82 亿元、4.39 亿元，增长分别为 11.48%、13.84%、14.83%。EPS 分别为 0.83 元、0.94 元、1.08 元，对应 PE 分别为 33x、29x、25x。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		
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		
流动资产合计	1391	1559	1519	1690	1886	营业收入	968	1053	1200	1379	1597		
货币资金	458	386	692	743	793	营业成本	150	133	148	173	205		
应收账款	42	47	26	30	35	营业税金及附加	21	19	11	12	14		
其他应收款	40	7	8	9	10	营业费用	463	518	598	682	786		
预付款项	10	3	3	3	3	管理费用	83	82	94	109	126		
存货	44	51	50	59	69	财务费用	0	1	0	0	0		
其他流动资产	233	429	28	28	28	资产减值损失	2.78	7.44	5.00	5.00	5.00		
非流动资产合计	685	738	683	667	648	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
长期股权投资	200	200	200	200	200	投资净收益	26.77	15.35	15.00	15.00	15.00		
固定资产	182	154	145	148	169	营业利润	275	322	360	412	476		
无形资产	51	49	44	39	35	营业外收入	39.29	3.77	9.00	8.00	6.00		
其他非流动资产	68	17	17	17	17	营业外支出	0.84	1.40	0.00	0.00	0.00		
资产总计	2076	2297	2203	2357	2534	利润总额	314	324	369	420	482		
流动负债合计	263	340	118	120	122	所得税	26	23	33	38	43		
短期借款	116	220	0	0	0	净利润	288	301	336	382	439		
应付账款	6	9	8	10	11	少数股东损益	-2	0	0	0	0		
预收款项	9	9	9	9	10	归属母公司净利润	290	301	336	382	439		
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	353	393	375	428	495		
非流动负债合计	61	63	56	56	56	EPS（元）	0.71	0.74	0.83	0.94	1.08		
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率							
应付债券	0	0	0	0	0								
负债合计	324	403	174	176	178	成长能力	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		
少数股东权益	17	17	17	17	17	营业收入增长	-2.65%	8.76%	13.99%	14.85%	15.85%		
实收资本(或股本)	406	406	406	406	406	营业利润增长	0.82%	16.83%	11.88%	14.47%	15.60%		
资本公积	411	411	411	411	411	归属于母公司净利润	9.42%	3.79%	11.58%	13.84%	14.83%		
未分配利润	741	854	854	854	854	获利能力							
归属母公司股东权	1734	1877	2011	2164	2340	毛利率(%)	84.51%	87.36%	87.65%	87.45%	87.19%		
负债和所有者权	2076	2297	2203	2357	2534	净利率(%)	29.72%	28.56%	27.96%	27.72%	27.47%		
现金流量表						单位:百万元	总资产净利润(%)						
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		12.90%	13.96%	13.10%	15.24%	16.21%		
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		ROE(%)	16.71%	16.03%	16.69%	17.66%		
经营活动现金流	389	230	684	271	303	偿债能力							
净利润	288	301	336	382	439	资产负债率(%)	16%	18%	8%	7%	7%		
折旧摊销	78	70	0	17	19	流动比率	5.29	4.58	12.87	14.14	15.52		
财务费用	0	1	0	0	0	速动比率	5.12	4.43	12.45	13.65	14.95		
应收账款减少	0	0	20	-4	-5	营运能力							
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.47	0.48	0.53	0.60	0.65		
投资活动现金流	-101	-243	50	10	10	应收账款周转率	31	24	33	49	49		
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	46.98	135.16	138.29	155.86	153.64		
长期股权投资减少	0	0	40	0	0	每股指标（元）							
投资收益	27	15	15	15	15	每股收益(最新摊薄)	0.71	0.74	0.83	0.94	1.08		
筹资活动现金流	-239	-84	-429	-229	-263	每股净现金流(最新	0.12	-0.24	0.75	0.13	0.12		
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	4.27	4.62	4.95	5.33	5.76		
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	38.11	36.72	32.91	28.91	25.17		
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	6.37	5.89	5.49	5.10	4.72		
现金净增加额	49	-97	305	52	49	EV/EBITDA	30.31	27.71	27.64	24.05	20.72		

资料来源：公司财报、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法律责任。

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。