

业绩保持稳定增长，新战略开局之年值得期待

——奇正藏药（002287）半年报点评

核心观点：

1. 事件：

公司发布 2018 年半年度报告。18H1 公司实现营业收入 5.42 亿元，同比增长 18.33%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.90 亿元，同比增长 12.07%；实现扣非归母净利润 1.79 亿元，同比增长 9.21%；实现 EPS 0.4683 元。其中，第二季度公司实现营业收入 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，同比增长 12.67%；实现扣非归母净利润 1.02 亿元，同比增长 8.62%；实现 EPS 0.2784 元。

费用方面，销售费用 2.31 亿元，同比增长 25.30%；管理费用 3823.3 万元，同比增长 13.47%；财务费用 540.27 万元，同比增长 396.00%，主要系报告期内短期借款增加，银行贷款利息支出增加所致；经营性现金流净额同比增长 26.80%；投资性现金流净额同比降低 220.48%，主要系公司购买理财产品的投资支出增加所致。

公司发布 2018 年 1-9 月业绩预告，预计实现归母净利润 2.08 亿元 - 2.70 亿元，同比增长 0%-30%。

2. 我们的分析与判断

（一）三大终端协同发力，助力一二线产品整体稳定增长

药品业务整体保持稳定增长。公司以消费者需求为基点，坚持学术引领，扩大基层投入，探索新品上市模式，丰富品类结构，继续推广“疼痛一体化产品+藏医药特色方案”。2018 年上半年公司贴膏剂+软膏剂+丸剂实现营收 5.405 亿元，同比增速 18.20%，其中：

一线品种贴膏剂通过多渠道布局保持较快增长。支柱产品贴膏剂销售收入 4.17 亿元，同比增长 20.82%，毛利率提高 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。

二线品种中，丸剂保持高速增长。报告期内公司的二线品种软膏剂+丸剂合计实现营收 1.23 亿元，同比增长 10.11%。其中，丸剂实现

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

王晓琦

☎：010-66568589

✉：wangxiaqi@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130518080001

特此鸣谢

实习生：李展韬

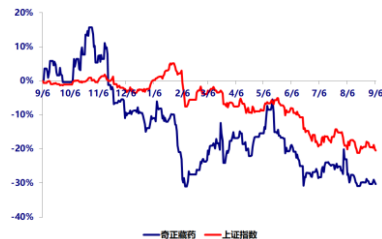
对本报告的编制提供信息。

市场数据

2018-09-06

A 股收盘价(元)	27.05
A 股一年内最高价(元)	46.03
A 股一年内最低价(元)	26.18
上证指数	2691.59
市盈率	34.2
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)	109.82

相对上证指数表现图



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

1. 2018-04-26 奇正藏药年报及一季报点评：业绩改善符合预期，新三年战略开局值得期待
2. 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
3. 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

营收 3563.92 万元, 同比增长 64.50%, 毛利率提升 6.85pp; 软膏剂实现营收 8745.48 万元, 同比降低 2.97%, 毛利率降低 0.44pp。

我们认为公司药品业务保持稳定增长的原因主要系持续在医院、基层和药店终端发力。在大医院市场, 坚持品牌驱动的学术营销策略, 加大学术营销力度, 持续宣传企业 and 产品品牌。一方面不断完善高等级循证医学证据, 推广产品在相关疾病治疗中的临床价值, 为客户提供更优的临床方案; 另一方面, 加大新产品的上市力度, 完成多个新品上市会的筹备, 为实现新品快速覆盖奠定基础。在基层市场, 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。在零售市场, 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。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。

(二) “一轴两翼三支撑”新战略开局, 持续强化核心竞争力

2018 年是公司“一轴两翼三支撑”新战略的开局之年, 公司持续强化各方面核心竞争力。2018 年是公司新战略的开局之年, 公司经营紧紧围绕“一轴两翼三支撑”的战略举措开展。“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。公司聚焦药品业务, 不断强化已形成的品牌优势、产品优势、营销优势、研发优势以及资源优势等核心竞争力: 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端点招商, 聚焦城市、聚焦品种, 聚焦优势疾病领域实现终端覆盖。招商市场上, 通过招商形式的多元化, 进一步推进学术营销, 合理统筹全渠道发展、多渠道协同, 保持了增长的态势。研发方面, 报告期内, 公司研发投入 1197.31 万元, 同比增长 4.79%, 继续以市场需求为导向, 推动核心产品消痛贴膏在骨科优势治疗领域的临床研究和特色用药方法研究, 开展藏医外治技术与药物配合的研究, 同时在资源方面持续推动关键藏药材的标准研究。

3. 投资建议

公司是藏药龙头, 展望未来, 一线品种消痛贴膏有望依靠完善的销售渠道布局保持较快的增速; 二线品种软膏剂和丸剂等有望持续发力, 通过大医院、基药、零售三驱动实现业绩高速增长。此外, 公司大力推进品牌建设, 丰富产品品类结构, 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 33/30/26 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	41.46	37.89	37.87	33.39	29.76	25.73
P/B	6.82	6.33	5.85	5.44	5.05	4.66
EV/EBITDA	33.48	31.23	32.56	23.88	21.22	18.74

资料来源：中国银河证券研究院

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：中国银河证券研究院

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、王晓琦，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。

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 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 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 31 层
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：	尚 薇	010-83574522	shangwei@chinastock.com.cn
北京地区：	王 婷	010-66568908	wangting@chinastock.com.cn
海外机构：	舒英婷	010-66561317	shuyingting@chinastock.com.cn
上海地区：	何婷婷	021-20252612	hetingting@chinastock.com.cn