

Q3 业绩明显提速

——奇正藏药（002287）三季度点评

核心观点：

1. 事件：

公司发布 2018 年第三季度报告。2018 年前三季度公司实现营业收入 8.56 亿元，同比增长 23.82%；实现归属于上市公司股东的净利润 2.46 亿元，同比增长 18.14%；实现扣非归母净利润 2.32 亿元，同比增长 15.07%；实现 EPS 0.6053 元。

其中，第三季度公司实现营业收入 3.14 亿元，同比增长 34.59%；实现归属于上市公司股东的净利润 5562.92 万元，同比增长 44.97%；实现扣非归母净利润 5327.55 万元，同比增长 40.32%；实现 EPS 0.1370 元。

财务方面，报告期销售费用 4.16 亿元，同比增长 31.43%，主要系公司加大品牌建设、新品推广和学术营销力度；研发费用 2131.1 万元，同比增长 39.76%；财务费用 753.8 万元，同比增长 613.88%，主要系报告期内银行贷款利息支出增加；报告期内公司经营性现金流净额 4.04 亿元，同比增长 56.24%。

公司发布 2018 年度业绩预告，预计全年实现归母净利润 3.01 – 3.91 亿元，同比增长 0 – 30%，主要系药品业务持续稳定增长。

2. 我们的分析与判断

（一）业绩增长提速，期间费用率有所提升

第三季度公司业绩明显提速，带动前三季度整体业绩大幅提升。18Q3 公司实现收入 3.14 亿元，同比增长 34.59%，相对 18Q2（+19.25%）和 17Q3（+15.22%）的业绩增速均有明显的提升。同时，利润端表现亦是如此，18Q3 扣非归母净利润 5327.55 万元，同比增长 40.32%，18Q2 和 17Q3 的增速分别为 8.62% 和 30.59%。在 Q3 业绩大幅提速的带动下，公司前三季度业绩进一步提升，18Q1-Q3 收入 8.56 亿元，同比增长 23.82%，较去年同期增速提升 16.16pp；归母净利润 2.46 亿元，同比增长 18.14%，较去年同期同比提升 14.81pp；扣非归母净利润 2.32 亿元，同比增长 15.07%，较去年同期同比提升 5.19pp。我们认为公司前三季度收入增速高于利润增速的主要原因为销售费用增长较快带动期间费用率提升。前三季度销售费用 4.16 亿元，同比增长 48.58%。带动期间费用率为 57.05%，较去年同期提升 3.71pp。

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：李展楠

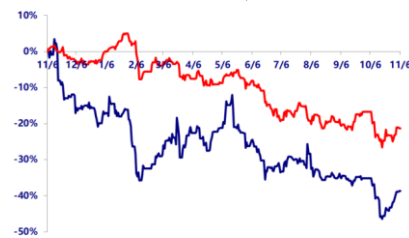
对本报告的编制提供信息。

市场数据

2018-11-06

A 股收盘价(元)	25.55
A 股一年内最高价(元)	43.39
A 股一年内最低价(元)	21.43
上证指数	2665.43
市盈率	30.64
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)	103.73

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. 2018-09-07 奇正藏药半年报点评：业绩保持稳定增长，新战略开局之年值得期待
2. 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
3. 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

我们认为公司业绩持续增速的主要原因在于公司前期大力下沉销售渠道，公司产品在医院、基层和药店三大终端布局趋于完备。公司制定三大终端共同发力策略，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，持续宣传企业和产品品牌。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。在零售药店市场，公司持续扩大终端覆盖，提升品牌影响力，促进销售进一步增长。

（二）看好“一轴两翼三支撑”新战略带动公司业绩稳健增长

2018 年公司经营紧紧围绕“一轴两翼三支撑”的战略举措开展，持续强化各方面核心竞争力。“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，不断强化产品优势、品牌优势、营销优势、研发优势以及资源优势等核心竞争力：（1）产品布局方面，公司不断丰富产品种类，优化产品结构，加快实现从单一品种到多品种、多梯度的突破；（2）品牌建设方面，公司以患者为中心，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，提高品牌知名度；（3）营销优势建设方面，通过招商形式的多元化，合理统筹全渠道发展、多渠道协同，进一步推进学术营销；（4）研发方面，报告期内，公司研发费用 2131.1 万元，同比增长 39.76%，研发力度持续加强，公司致力推动产品的临床研究和藏药材的标准研究，同时丰富公司产品线。

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。我们适当上调盈利预测，预计 2018-2020 年净利润为 3.46/3.93/4.45 亿元，对应 EPS 为 0.85/0.97/1.10 元，对应 PE 分别为 30/26/23 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	1263.78	1478.62	1700.42
营业收入增长率	4.70%	-2.65%	8.76%	20.00%	17.00%	15.00%
净利润（百万元）	264.91	289.86	300.84	346.04	392.57	445.00
净利润增长率	11.53%	9.42%	3.79%	15.02%	13.45%	13.36%
EPS（元）	0.65	0.71	0.74	0.85	0.97	1.10
P/E	39.16	35.79	34.48	29.98	26.42	23.31
P/B	6.44	5.98	5.53	5.12	4.72	4.34
EV/EBITDA	31.58	29.46	30.74	21.67	18.98	17.09

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	1263.78	1478.62	1700.42
减：营业成本	201.05	150.03	133.12	149.13	177.43	204.05
营业税金及附加	15.85	20.77	19.13	22.75	28.09	32.31
营业费用	410.08	462.97	517.51	586.39	686.08	807.70
管理费用	116.78	82.86	81.56	94.78	118.29	136.03
财务费用	-3.67	0.39	0.74	1.75	7.02	0.46
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	400.98	452.70	510.37
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	406.98	461.70	523.37
减：所得税	30.01	25.98	21.44	61.05	69.26	78.51
净利润	261.36	287.79	289.93	345.94	392.45	444.86
减：少数股东损益	-3.55	-2.08	-0.07	-0.10	-0.12	-0.13
归属母公司股东净利润	264.91	289.86	300.84	346.04	392.57	445.00
资产负债表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	180.05	329.84	279.45	305.22	418.94	485.52
应收和预付款项	675.07	656.01	692.47	869.28	965.98	1145.13
存货	57.18	44.24	51.11	55.41	71.33	74.42
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	2313.83	2466.24	2641.42
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	1210.36	1380.90	1574.21
归属母公司股东权益	1611.08	1734.48	1876.98	2027.30	2197.84	2391.15
少数股东权益	40.01	16.88	16.81	16.71	16.59	16.46
股东权益合计	1651.08	1751.36	1893.79	2044.01	2214.43	2407.60
负债和股东权益合计	1892.19	1943.31	2179.87	2313.83	2466.24	2641.42
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	237.90	354.84	327.37
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	-217.23	-248.78	-271.83
现金流量净额	17.81	49.47	-96.47	25.77	113.71	66.58

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。

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