

期间费用拖累业绩，“一轴两翼三支撑”战略稳步推进

——奇正藏药（002287）年报及一季报跟踪

核心观点：

1. 事件：

公司发布2018年报及2019年一季报。2018年公司实现营收12.13亿元，同比增长15.20%；实现归属上市公司股东净利润3.19亿元，同比增长5.96%；实现扣非归母净利润2.75亿元，同比降低0.29%；实现EPS 0.79元。10派4.1送3。

其中，2018年第四季度公司实现营收3.57亿元，同比降低1.29%；实现归属上市公司股东净利润7300.97万元，同比降低21.34%；实现扣非归母净利润4355.31万元，同比降低41.71%。实现EPS 0.18元。

2019年第一季度公司实现营收2.54亿元，同比增长11.78%；实现归属上市公司股东净利润8477.55万元，同比增长9.98%；实现扣非归母净利润7860.85万元，同比增长1.97%。实现EPS 0.21元。

其他财务指标方面，2018年公司销售费用6.30亿元，同比增长21.73%；管理费用7030.87万元，同比增长26.01%；财务费用808.90万元，同比增长997.82%，主要系银行贷款利息及应收票据贴息支出增加所致；研发费用3681.40万元，同比增长42.90%，主要系公司加大新品研发和产品二次开发力度所致；经营性现金流净额4.99亿元，同比增长117.29%，主要系公司销售商品提供劳务收到现金增加以及应收票据贴现收到现金增加所致。固定资产较期初增长152.47%，主要系子公司保健功能食品深加工产业基地项目工程完工转入固定资产所致。

2019年第一季度公司销售费用1.03亿元，同比增长12.96%；管理费用2080.76万元，同比增长91.40%，主要系折旧费、职工薪酬及咨询费、修理费等增加所致；财务费用-60.17万元，同比降低123.43%，主要系银行贷款利息支出减少所致；研发费用582.43万元，同比增长47.26%，主要系加大技术研发所致；经营性现金流净额-7665.47万元，同比下降171.43%，主要系销售商品、提供劳务收到的现金减少，支付各项税金增加，导致经营性现金流净额减少。

奇正藏药(002287.SZ)

谨慎推荐 维持评级

分析师

王晓琦

☎：010-66568589

✉：wangxiaqi@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130518080001

特此鸣谢

孟令伟

✉：menglingwei_yj@chinastock.com.cn

对本报告的编制提供信息

市场数据

2019-05-07

A股收盘价(元)	27.26
A股一年内最高价(元)	38.26
A股一年内最低价(元)	21.43
上证指数	2926.39
市盈率-TTM	33.90
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)	110.68

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. 2019-03-04 奇正藏药（002287）事件点评：推行股权激励，激励机制逐步完善
2. 2018-11-06 奇正藏药（002287）三季报点评：Q3业绩明显提速
3. 2018-09-07 奇正藏药（002287）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. 我们的分析与判断

(一) 期间费用大幅增加，利润增速低于收入增速

收入保持稳定增长，期间费用增加导致利润端增速低于收入端。2018 年公司营收 12.13 亿元(+15.20%)，归母净利 3.19 亿元(+5.96%)，扣非归母净利 2.75 亿元(-0.29%)，利润端增速低于收入端，我们认为主要系市场拓展提速与研发投入加大导致期间费用率提升所致。2018 年公司期间费用率 61.42%(+4.47pp)，其中，销售费用率 51.93%(+2.79pp)，主要系公司通过渠道下沉扩大市场覆盖，销售费用加大所致；管理费用率 5.80%(+0.50pp)；研发费用率 3.30%(+0.59pp)，主要系公司加大新品研发与产品二次开发力度所致，财务费用率 0.67%(+0.60pp)。

细分各产品板块来看：

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 18 年销售收入 9.23 亿元，同比增长 17.39%，毛利率 87.76%，同比增长 0.61pp。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 2.86 亿元。其中，丸剂实现营收 8067.52 万元，同比增长 31.59%，毛利率 83.99%，同比增长 3.56pp；软膏剂实现营收 2.05 亿元，同比增长 1.44%，毛利率 90.02%，同比下降 1.05pp。

我们认为公司药品销售持续放量的原因主要系持续在医院、基层和零售终端发力。在医院市场，一方面积极调整资源配置，持续渠道下沉，加快潜力市场的开发，一方面坚持学术引领专业驱动，提高营销团队学术营销能力，借助精细化管理手段，加强核心产品在医疗端点的市场渗透。在基层市场，公司积极响应国家政策，通过患者教育、义诊活动等多项学术活动开展，增加产品在基层的品牌影响力，促进基层终端销量的提升。在零售市场，加大与核心客户深度合作，建立长期战略合作关系，通过开展多种活动形式，吸引更多连锁会员关注骨骼肌及关节疼痛，主要城市市场占有率进一步提升。

子公司方面，甘肃奇正藏药 18 年实现营收 9114.34 万元，同比增长 25.13%，实现净利润 1126.78 万元，同比增长 53.81%；

甘肃佛阁藏药 18 年实现营收 5422.74 万元，同比增长 10.04%，实现净利润 33.16 万元，同比降低 72.40%；

西藏奇正藏药营销 18 年实现营收 11.06 亿元，同比增长 16.19%，实现净利润-935.66 万元，同比降低 152.71%；

甘肃奇正藏药营销 18 年实现营收 5054.23 万元，同比增长 50.06%，实现净利润 70.05 万元，同比增长 108.30%。

（二）“一轴两翼三支撑”战略稳步推进，强化核心竞争力

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”即做强镇痛，以镇痛产品为核心，做强镇痛领域，做大基层，做强零售，渠道下沉，丰富疼痛产品管线。“两翼”一方面发展二、三梯队，做大妇科，拓展儿科领域，探索医美领域，发展藏医特色专科，推广藏药浴特色疗法及用药；另一方面启动互联网奇正大健康营销平台建设，搭建藏医药大健康互联网营销平台。“三支撑”是指绿色智能制造，创新传统外治，激活组织。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**，2018 年和 2019Q1 公司研发费用分别为 3681.40 万元和 582.43 万元，同比分别增长 42.90% 和 47.26%，研发力度持续加强，公司致力推动新品的临床研发和藏药材的标准研究，同时丰富公司产品线。

（三）推行股权激励，人才激励机制逐步完善

2019 年 3 月，公司推出限制性股票激励计划。计划拟向激励对象授予限制性股票 243.8 万股，占报告期内公司股本总额的 0.600%，授予价格为 14.03 元/股。其中首次授予 226.6 万股，约占公司股本总额的 0.558%，占此计划限制性股票授予总数的 92.95%，预留 17.2 万股，约占公司股本总额的 0.042%，占此计划授予总数的 7.05%。激励对象 65 人，包括公司董事、高级管理人员、核心管理人员和核心业务骨干。激励对象为公司高管、核心管理人员的，解限条件为 2019-2022 年公司营收分别不低于 13.98、16.14、18.78、21.90 亿元；激励对象为核心业务骨干的，解限条件为 2019-2020 年公司营收分别不低于 13.98、16.14 亿元。达到解限条件后，根据绩效考核确定个人解限系数。我们对此次激励计划的理解如下：（1）**激励范围较为广泛**。此次激励对象共 65 人，激励范围覆盖公司董事、高管、核心管理人员和核心业务骨干，激励范围较为广泛。（2）**旨在调动人才积极性，有效地将股东、公司和经营者个人利益结合在一起，助力公司长远发展**。对比公司今年营收业绩，此次解限条件并不严苛，按时完成业绩考核是大概率事件，其实际目的在于调动激励对象积极性，将核心团队个人利益与公司发展相捆绑，提升运营效率。同时也展示公司对人才的重视，有助于吸引更多人才的加入。（3）**激励摊销费用对业绩影响不大**。若 3 月授予，2019-2023 年对应的摊销费用分别为 1419.1、1001.2、502.2、225.9、31.3 万元，合计 3179.7 万元，对业绩影响不大，而且股权激励带来的业绩释放远高于摊销费用的增加。

表 1：此次股权激励计划分配情况

姓名	职务	获授数量（万股）	占限制性股票总量比例	占公告日公司股本总额的比例	授予价格（元）
刘凯列	董事、总裁	36	14.77%	0.09%	
肖剑琴	运营副总裁	21.6	8.86%	0.05%	
冯平	副总裁、董事会秘书	14.4	5.91%	0.04%	
王志强	副总裁	14.4	5.91%	0.04%	
李军	副总裁	18	7.38%	0.04%	
陈维武	研发中心总经理	10.8	4.43%	0.03%	14.03
姚晓梅	财务总监	7.2	2.95%	0.02%	
核心管理人员合计 27 人		87.6	35.93%	0.22%	
核心业务骨干合计 31 人		16.6	6.81%	0.04%	
预留		17.2	7.05%	0.04%	
合计 65 人		243.8	100%	0.60%	

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

表 2：此次股权激励计划解限条件及安排

激励对象	解限期	业绩考核目标	对应当年营收（百万元）	同比增速	行权/解限比例
高管、核心管理人员	第一个解限期	2019 年营收不低于 13.98 亿元	1398	15.23%	25%
	第二个解限期	2020 年营收不低于 16.14 亿元	1614	15.45%	25%
	第三个解限期	2021 年营收不低于 18.78 亿元	1878	16.36%	25%
	第四个解限期	2022 年营收不低于 21.90 亿元	2190	16.61%	25%
核心业务骨干	第一个解限期	2019 年营收不低于 13.98 亿元	1398	15.23%	50%
	第二个解限期	2020 年营收不低于 16.14 亿元	1614	15.45%	50%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

表 3：此次股权激励计划中授予部分对应摊销费用

年度	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	合计
需摊销的费用（万元）	1419.1	1001.2	502.2	225.9	31.3	3179.7

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

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、零售三轮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 2019-2021 年净利润为 3.64/4.12/4.58 亿元，对应 EPS 为 0.90/1.02/1.13 元，对应 PE 分别为 30/27/24 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	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	968.35	1053.15	1213.21	1397.04	1590.67	1772.54
营业收入增长率	-2.65%	8.76%	15.20%	15.15%	13.86%	11.43%
净利润（百万元）	289.86	300.84	318.77	363.52	412.00	457.89
净利润增长率	9.42%	3.79%	5.96%	14.04%	13.34%	11.14%
EPS（元）	0.714	0.741	0.785	0.895	1.015	1.128
P/E	38.18	36.79	34.72	30.45	26.86	24.17
P/B	6.38	5.90	5.45	5.04	4.64	4.26
EV/EBITDA	31.47	32.81	29.49	22.32	18.93	17.61

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	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	968.35	1053.15	1213.21	1397.04	1590.67	1772.54
减：营业成本	150.03	133.12	147.96	170.38	193.99	216.17
营业税金及附加	20.77	19.13	23.58	27.16	30.92	34.46
营业费用	462.97	517.51	629.99	691.53	790.56	886.27
管理费用	82.86	81.56	70.31	80.96	92.18	102.72
财务费用	0.39	0.74	8.09	1.19	0.41	-3.44
资产减值损失	2.78	7.44	-0.53	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	26.77	15.35	40.87	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	-36.81	0.00	0.00	0.00
营业利润	275.32	309.00	337.88	425.82	482.61	536.36
加：其他非经营损益	38.45	2.37	-3.71	0.00	0.00	0.00
利润总额	313.76	311.37	334.16	425.82	482.61	536.36
减：所得税	25.98	21.44	29.86	63.87	72.39	80.45
净利润	287.79	289.93	304.31	361.95	410.21	455.91
减：少数股东损益	-2.08	-0.07	-1.33	-1.58	-1.79	-1.99
归属母公司股东净利润	289.86	300.84	318.77	363.52	412.00	457.89
资产负债表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	329.84	279.45	241.41	13.97	311.00	17.73
应收和预付款项	656.01	692.47	572.27	1094.29	803.26	1311.25
存货	44.24	51.11	60.28	61.31	77.13	77.14
其他流动资产	232.68	428.69	457.40	457.40	457.40	457.40
长期股权投资	200.00	200.00	185.15	185.15	185.15	185.15
投资性房地产	0.00	16.39	15.35	13.16	11.86	10.47
固定资产和在建工程	322.88	404.20	488.38	522.19	545.17	558.30

无形资产和开发支出	50.76	49.30	47.69	42.07	36.36	30.54
其他非流动资产	106.90	58.26	81.74	81.67	81.60	81.60
资产总计	1943.31	2179.87	2149.67	2471.22	2508.94	2729.57
短期借款	116.50	220.00	0.00	153.10	0.00	9.66
应付和预收款项	75.45	66.07	104.43	107.59	111.05	113.80
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	191.95	286.07	104.43	260.68	111.05	123.47
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	917.54	1060.04	1212.35	1379.23	1568.36	1778.57
归属母公司股东权益	1734.48	1876.98	2029.29	2196.17	2385.31	2595.51
少数股东权益	16.88	16.81	15.95	14.37	12.58	10.60
股东权益合计	1751.36	1893.79	2045.23	2210.54	2397.89	2606.11
负债和股东权益合计	1943.31	2179.87	2149.67	2471.22	2508.94	2729.57
现金流量表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营性现金净流量	389.38	230.04	499.57	-82.27	773.84	41.74
投资性现金净流量	-101.27	-242.71	-95.52	-100.44	-100.44	-100.44
筹资性现金净流量	-238.65	-83.80	-262.49	-44.74	-376.37	-234.58
现金流量净额	49.47	-96.47	141.56	-227.44	297.03	-293.28

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。

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
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
北京地区：耿尤繇 010-66568479 wangting@chinastock.com.cn