

## 公司研究

## 深入推进营销变革，止咳宝片将逐步恢复发货

——特一药业（002728.SZ）跟踪点评

## 要点

**事件：**公司发布股份回购进展公告，截至2025年2月28日，公司通过深圳证券交易所交易系统以集中竞价交易方式购回公司股份12,729,618股。此外，公司已发布2024年度业绩预告，实现归母净利润2000-2500万元，同比下降92.10%-90.13%，扣非归母净利润1670-2170万元，同比下降93.29%-91.29%。

## 点评：

**公司推进营销变革，阵痛焕新生。**2024年公司围绕“打基础，利长远”进行营销组织变革和营销模式调整，成立了以自营为主的组织架构，推动销售渠道的衔接和药店销售业务的交接。期间，公司减少了核心产品止咳宝片的发货，导致毛利率较高的止咳宝片销售收入同比降幅较大。同时，公司加大了品牌宣传力度，特别是新媒体方面的投入，导致销售费用率较高。公司公告显示，2023年止咳宝片销量突破10亿片，而2024年止咳宝片销量为2.3亿片，其中第四季度的销量为1.21亿片（后期将以会计核算及审计数据为准）。截至2024年末，止咳宝片的渠道库存已基本得到消化。我们认为，虽然渠道控货和品牌建设导致公司24年经营业绩大幅下滑，但长远来看将有利于市场精细化管理和品牌力提升。

**止咳宝片空间广阔，将逐步恢复发货。**止咳宝片疗效显著，见效快，在临床上用于治疗慢性支气管炎，针对咳嗽（尤其是寒性咳嗽、痰湿咳嗽）疗效确切。随着人口老龄化、营销渠道改革和品牌投入加大，有望推动止咳宝片实现量价齐升。公司力争在3-5年左右的时间，实现止咳宝片销售达到1亿盒，同时通过止咳宝片产品形成产品集群，实现企业的长期发展。根据公司公告，从2025年一月份各个销售渠道的数据来看，止咳宝片在药店的销售已经有较好的恢复，但还未达到2023年同期的水平。我们预计25-26年止咳宝片的发货量将逐步实现恢复。

**股份回购用于激励，彰显公司发展信心。**2024年6月公司审议通过了《关于回购公司股份方案的议案》，拟以自有资金采取集中竞价交易方式回购公司股份，用于股权激励或员工持股计划，回购股份的资金总额不低于7,000万元（含）且不超过12,000万元（含），回购股份的价格不超过12.96元/股（含）。截至2025年2月28日，公司已回购股份支付资金总额约为9394万元（不含相关交易费用），彰显对公司未来发展的信心，有望提升管理层和员工积极性。

**盈利预测、估值与评级：**公司拥有独家特色产品止咳宝片，处方和专利壁垒深厚，长期发展空间广阔，有望实现量价齐升。潜力品种拓展和营销渠道改革，开启二次成长曲线。考虑到公司推进营销改革，24年止咳宝片发货量大幅下降，且25年-26年渠道和营销仍在恢复期，下调24-26年归母净利润预测为0.23/1.46/2.32亿元（较上次下调92%/60%/48%），当前股价对应PE为183/28/18倍。营销改革下，止咳宝片有望迎来坚实成长期，我们维持“增持”评级。

**风险提示：**核心产品放量不及预期；营销渠道改革不及预期；同业竞争加剧。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	887	1,067	776	1,120	1,439
营业收入增长率	16.94%	20.38%	-27.32%	44.40%	28.46%
净利润（百万元）	178	253	23	146	232
净利润增长率	40.41%	42.07%	-91.04%	541.87%	59.47%
EPS（元）	0.78	0.69	0.04	0.29	0.45
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.70%	12.59%	1.14%	6.85%	10.32%
P/E	10	12	183	28	18
P/B	1.3	1.5	2.1	2.0	1.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2025-03-03（2022年总股本2.29亿，2023年因转债转股、股权激励、转增、增发等事项总股本变更为3.65亿，2024年因股权激励、转增等事项总股本变更为5.11亿）

## 增持（维持）

当前价：8.12元

## 作者

分析师：王明瑞

执业证书编号：S0930520080004

021-52523867

wangmingrui@ebsecn.com

分析师：黄素青

执业证书编号：S0930521080001

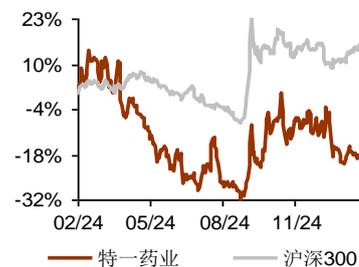
021-52523570

huangsuqing@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	5.11
总市值(亿元)	41.48
一年最低/最高(元)	6.79/11.62
近3月换手率	215.70%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-2.83	-10.99	-35.51
绝对	-0.37	-12.59	-25.69

资料来源：Wind

## 相关研报

止咳宝片增长强劲，积极推进营销组织变革——特一药业（002728.SZ）2023年年报点评（2024-03-10）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	887	1,067	776	1,120	1,439
营业成本	452	468	418	459	510
折旧和摊销	53	60	72	79	86
税金及附加	10	12	9	13	17
销售费用	117	174	221	325	429
管理费用	59	66	70	101	129
研发费用	38	43	47	60	78
财务费用	21	5	1	-2	4
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	197	293	27	169	280
利润总额	196	293	26	168	280
所得税	18	40	4	23	48
净利润	178	253	23	146	232
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	178	253	23	146	232
EPS(元)	0.78	0.69	0.04	0.29	0.45

现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	372	199	173	168	268
净利润	178	253	23	146	232
折旧摊销	53	60	72	79	86
净营运资金增加	-29	261	-223	227	213
其他	170	-376	301	-284	-263
投资活动产生现金流	-103	-86	-86	-100	-100
净资本支出	-90	-86	-100	-100	-100
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-13	0	14	0	0
融资活动现金流	-101	-105	-343	101	-9
股本变化	8	136	146	0	0
债务净变化	185	-541	-306	116	104
无息负债变化	153	-99	7	29	32
净现金流	167	8	-256	169	159

## 主要指标

盈利能力 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	49.0%	56.1%	46.2%	59.0%	64.5%
EBITDA 率	30.6%	36.0%	11.5%	22.2%	25.9%
EBIT 率	24.7%	30.4%	2.2%	15.2%	19.9%
税前净利润率	22.1%	27.5%	3.4%	15.0%	19.4%
归母净利润率	20.1%	23.7%	2.9%	13.0%	16.1%
ROA	7.0%	10.1%	1.0%	5.9%	8.5%
ROE (摊薄)	12.7%	12.6%	1.1%	6.8%	10.3%
经营性 ROIC	10.3%	12.8%	0.7%	6.6%	9.7%

偿债能力	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产负债率	45%	20%	9%	14%	18%
流动比率	1.02	2.37	4.67	3.31	2.85
速动比率	0.83	1.79	3.22	2.45	2.19
归母权益/有息债务	1.66	6.57	-	18.29	10.21
有形资产/有息债务	2.15	5.88	-	15.32	9.30

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产	2,546	2,513	2,200	2,473	2,732
货币资金	740	647	391	560	719
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	93	98	80	116	149
应收票据	40	58	42	61	78
其他应收款 (合计)	17	14	8	12	15
存货	208	272	242	267	297
其他流动资产	3	2	2	2	2
流动资产合计	1,129	1,105	778	1,031	1,276
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	367	525	583	622	650
在建工程	281	132	106	87	73
无形资产	154	151	141	132	123
商誉	542	529	529	529	529
其他非流动资产	19	16	16	16	16
非流动资产合计	1,417	1,407	1,422	1,443	1,457
总负债	1,142	502	203	348	484
短期借款	634	306	0	116	220
应付账款	63	42	37	41	46
应付票据	13	41	37	40	45
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	17	3	3	3	3
流动负债合计	1,109	466	166	312	448
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	19	21	21	21	21
非流动负债合计	33	36	36	36	36
股东权益	1,403	2,011	1,997	2,126	2,249
股本	229	365	511	511	511
公积金	691	1,122	1,124	1,139	1,162
未分配利润	439	518	356	470	569
归属母公司权益	1,403	2,011	1,997	2,126	2,249
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	13.24%	16.34%	28.50%	29.00%	29.80%
管理费用率	6.65%	6.21%	9.00%	9.00%	9.00%
财务费用率	2.41%	0.45%	0.09%	-0.15%	0.27%
研发费用率	4.29%	4.04%	6.00%	5.40%	5.40%
所得税率	9%	14%	14%	14%	17%

每股指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股红利	0.65	0.50	0.03	0.21	0.34
每股经营现金流	1.62	0.54	0.34	0.33	0.52
每股净资产	6.12	5.51	3.91	4.16	4.40
每股销售收入	3.87	2.93	1.52	2.19	2.82

估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	10	12	183	28	18
PB	1.3	1.5	2.1	2.0	1.8
EV/EBITDA	8.8	8.2	46.2	17.1	11.7
股息率	8.0%	6.2%	0.4%	2.6%	4.2%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明：</b>		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP