

## 业绩符合预期，核心产品收入稳健增长

——奇正藏药年报&一季报点评

### 核心观点

- **剔除投资收益波动，公司经营稳健，业绩符合预期。**公司 2021 年全年实现营业收入 17.70 亿元，同比+19.22%，主要得益于核心产品贴膏剂、软膏剂稳健增长，丸剂类产品快速增长；全年实现归母净利润 7.16 亿元，同比+77.21%，主要系权益投资法下投资收益大幅提升的影响，扣非后实现归母净利润 3.45 亿元，同比+0.64%。公司 2022 年一季度实现营业收入 4.08 亿元，同比+23.97%，核心产品保持快速增长；实现归母净利润 8709 万元，同比-15.59%，扣除投资收益等非经常损益后利润为 1.18 亿元，同比+16.65%，业绩稳健增长。
- **公司保持研发投入，费用控制结果良好。**公司 2021 年全年研发费用率 4.00%，2022Q1 研发费用率 3.45%，研发投入维持高位水平，持续加大投入创新发展中心建设，保障发展动力。公司 2021 年度完成口服制剂、气雾剂、橡胶膏剂、软膏剂等剂型中试生产线阶段性建设工作，实现部分新药开发到新产品转化的无缝衔接，长期发展可期。2021 全年销售费用率 47.60%，管理费用率 8.34%，2022Q1 销售和管理费用率分别为 38.93%、8.65%，维持稳定，在传统贴膏剂产品稳步增长前提下，不断加大新产品上市力度和推广效率，另外加强保健品销售，为长期快速增长注入新的活力。
- **持续推进管理精细化，保证业务可持续发展。**2021-2022 年，公司持续推进和深化“一轴两翼三支撑”的战略布局，并不断加强自身精细化管理的提高。公司以“做强镇痛”为核心，一方面公司进一步加大城市覆盖和渠道下沉力度，同时积极推进数字化营销转型，加快第三终端的销售推进；另一方面加大不同治疗领域新产品的上市力度和效率，通过特色的学术、品牌及文化推广，不断扩大和增强公司品牌影响力，目前已有明显效果。公司以精细化管理强化组织建设和团队执行力，不断深化品牌、产品、营销、研发等多位优势，保障业务可持续发展。

### 盈利预测与投资建议

- 由于公司 2021 年费用略有提升而微上调管理费率，我们预测 2022-2024 年每股收益分别为 0.93/1.04/1.22 元(原 2022-23 预测为 0.93/1.05 元)，参照可比公司估值，我们给予公司 2022 年 28X 市盈率估值，对应目标价为 26.04 元，维持增持评级。

### 风险提示

- 贴膏剂销售不及预期；疫情洪水等非自然因素影响；新业务拓展不及预期；投资收益波动对未来公司收益造成不确定性等。

### 公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,485	1,770	2,036	2,313	2,628
同比增长(%)	5.9%	19.2%	15.0%	13.6%	13.6%
营业利润(百万元)	456	790	546	608	714
同比增长(%)	13.5%	73.4%	-30.9%	11.5%	17.4%
归属母公司净利润(百万元)	404	716	494	551	647
同比增长(%)	10.9%	77.2%	-31.0%	11.5%	17.5%
每股收益(元)	0.76	1.35	0.93	1.04	1.22
毛利率(%)	85.5%	85.0%	86.4%	86.4%	86.3%
净利率(%)	27.2%	40.4%	24.3%	23.8%	24.6%
净资产收益率(%)	16.6%	24.7%	14.7%	14.4%	14.6%
市盈率	32.4	18.3	26.5	23.8	20.3
市净率	5.0	4.1	3.7	3.2	2.8

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

### 投资评级

增持 (维持)

股价 (2022年05月06日)	24.45 元
目标价格	26.04 元
52 周最高价/最低价	35.5/22.68 元
总股本/流通 A 股 (万股)	53,030/52,833
A 股市值 (百万元)	12,966
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2022 年 05 月 08 日

### 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-0.29	-13.86	-3.21	-1.27
相对表现	4.87	-4.45	15.39	28.88
沪深 300	-5.16	-9.41	-18.6	-30.15



### 证券分析师

刘恩阳 010-66218100\*828  
liuenyang@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860519040001

### 联系人

易丹阳 yidanyang@orientsec.com.cn  
裴晓鹏 peixiaopeng@orientsec.com.cn

### 相关报告

业绩符合预期，单季受非经常性因素影响 2021-10-28  
略有下滑：——奇正藏药三季报点评  
业绩符合预期，持续推进精细化管理 2021-08-31  
业绩符合预期，激励完善将长期发展 2021-05-07

图 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益(元)			市盈率		
		2022/5/6	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
同仁堂	600085	40.54	0.89	1.07	1.26	45.30	37.82	32.29
片仔癀	600436	298.18	4.03	4.94	6.04	73.99	60.39	49.35
人福医药	600079	16.54	0.85	1.16	1.37	19.44	14.26	12.07
东阿阿胶	000423	30.20	0.67	1.26	1.64	44.85	23.97	18.45
云南白药	000538	54.77	1.56	2.40	2.77	35.09	22.80	19.78
信邦制药	002390	4.78	0.13	0.17	0.21	35.51	28.27	22.47
	最大值					73.99	60.39	49.35
	最小值					19.44	14.26	12.07
	平均数					42.36	31.25	25.74
	调整后平均					40	28	23

数据来源：朝阳永续，东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,831	667	1,744	1,901	1,919	营业收入	1,485	1,770	2,036	2,313	2,628
应收票据及应收账款	1,024	607	1,029	1,185	1,192	营业成本	215	265	277	316	360
预付账款	5	13	9	12	15	营业税金及附加	26	29	34	39	43
存货	95	119	114	137	155	营业费用	715	843	937	1,064	1,209
其他	18	1,531	1,711	1,713	1,715	管理费用及研发费用	176	219	252	282	324
<b>流动资产合计</b>	<b>2,972</b>	<b>2,936</b>	<b>4,606</b>	<b>4,947</b>	<b>4,996</b>	财务费用	(22)	19	109	123	96
长期股权投资	184	545	515	515	515	资产、信用减值损失	1	15	(0)	0	0
固定资产	509	598	677	706	708	公允价值变动收益	0	21	21	21	21
在建工程	70	212	126	83	62	投资净收益	13	306	15	15	14
无形资产	176	399	436	470	503	其他	68	83	83	83	83
其他	551	877	231	256	283	<b>营业利润</b>	<b>456</b>	<b>790</b>	<b>546</b>	<b>608</b>	<b>714</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,490</b>	<b>2,631</b>	<b>1,986</b>	<b>2,031</b>	<b>2,071</b>	营业外收入	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>4,462</b>	<b>5,568</b>	<b>6,592</b>	<b>6,978</b>	<b>7,067</b>	营业外支出	11	2	2	2	2
短期借款	300	502	1,325	1,120	502	<b>利润总额</b>	<b>445</b>	<b>788</b>	<b>543</b>	<b>606</b>	<b>712</b>
应付票据及应付账款	52	184	97	135	176	所得税	41	77	53	59	70
其他	412	622	657	663	686	<b>净利润</b>	<b>404</b>	<b>711</b>	<b>490</b>	<b>547</b>	<b>642</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>764</b>	<b>1,308</b>	<b>2,078</b>	<b>1,918</b>	<b>1,364</b>	少数股东损益	0	(5)	(3)	(4)	(5)
长期借款	235	132	132	132	132	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>404</b>	<b>716</b>	<b>494</b>	<b>551</b>	<b>647</b>
应付债券	667	704	714	714	714	每股收益(元)	0.76	1.35	0.93	1.04	1.22
其他	161	203	73	73	73						
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,063</b>	<b>1,039</b>	<b>919</b>	<b>919</b>	<b>919</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>1,827</b>	<b>2,347</b>	<b>2,998</b>	<b>2,837</b>	<b>2,283</b>		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	16	51	48	44	39	成长能力					
股本	530	530	530	530	530	营业收入	5.9%	19.2%	15.0%	13.6%	13.6%
资本公积	449	463	480	480	480	营业利润	13.5%	73.4%	-30.9%	11.5%	17.4%
留存收益	1,506	2,042	2,536	3,086	3,733	归属于母公司净利润	10.9%	77.2%	-31.0%	11.5%	17.5%
其他	133	133	0	0	0	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>2,635</b>	<b>3,220</b>	<b>3,594</b>	<b>4,141</b>	<b>4,783</b>	毛利率	85.5%	85.0%	86.4%	86.4%	86.3%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4,462</b>	<b>5,568</b>	<b>6,592</b>	<b>6,978</b>	<b>7,067</b>	净利率	27.2%	40.4%	24.3%	23.8%	24.6%
						ROE	16.6%	24.7%	14.7%	14.4%	14.6%
						ROIC	12.3%	17.2%	11.2%	10.9%	11.7%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	40.9%	42.2%	45.5%	40.7%	32.3%
净利润	404	711	490	547	642	净负债率	0.0%	24.2%	14.9%	4.2%	0.0%
折旧摊销	40	110	63	72	78	流动比率	3.89	2.24	2.22	2.58	3.66
财务费用	(22)	19	109	123	96	速动比率	3.76	2.15	2.16	2.51	3.55
投资损失	(13)	(306)	(15)	(15)	(14)	营运能力					
营运资金变动	(282)	403	(465)	(140)	35	应收账款周转率	47.0	82.2	56.2	59.6	63.8
其它	110	98	496	(48)	(48)	存货周转率	2.7	2.5	2.4	2.5	2.5
<b>经营活动现金流</b>	<b>238</b>	<b>1,035</b>	<b>678</b>	<b>539</b>	<b>788</b>	总资产周转率	0.4	0.4	0.3	0.3	0.4
资本支出	(199)	(554)	(90)	(90)	(90)	每股指标(元)					
长期投资	3	(365)	30	0	0	每股收益	0.76	1.35	0.93	1.04	1.22
其他	(396)	(1,236)	(145)	36	35	每股经营现金流	0.45	1.95	1.28	1.02	1.49
<b>投资活动现金流</b>	<b>(592)</b>	<b>(2,155)</b>	<b>(205)</b>	<b>(55)</b>	<b>(56)</b>	每股净资产	4.94	5.98	6.69	7.73	8.95
债权融资	908	41	7	0	0	估值比率					
股权融资	23	14	17	0	0	市盈率	32.4	18.3	26.5	23.8	20.3
其他	(92)	(98)	714	(327)	(714)	市净率	5.0	4.1	3.7	3.2	2.8
<b>筹资活动现金流</b>	<b>839</b>	<b>(43)</b>	<b>738</b>	<b>(327)</b>	<b>(714)</b>	EV/EBITDA	25.6	13.2	16.9	15.1	13.7
汇率变动影响	(2)	(1)	-0	-0	-0	EV/EBIT	28.0	15.0	18.5	16.6	15.0
<b>现金净增加额</b>	<b>483</b>	<b>(1,164)</b>	<b>1,077</b>	<b>157</b>	<b>19</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

**每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：**

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 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在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)