

# 贯彻最强阵痛核心产品战略，业绩增长符合预期

——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 2022 年全年实现营业收入 20.45 亿元，同比+15.49%，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 4.72 亿元，同比-34.01%，主要受公司参与设立的并购基金投资百洋医药股价波动影响，权益法核算下利润大幅下降，扣非后实现归母净利润 4.40 亿元，同比+27.52%，实现快速增长趋势，经营质量不断提升。公司 2023 年一季度实现营业收入 2.96 亿元，同比-27.39%，实现归母净利润 9276 万元，同比+6.52%，主要受 2023 年初疫情导致终端需求下降、核心产品销售受到影响，随着常规诊疗和消费复苏，全年仍然有望保持稳健增长。
- **公司产品持续贯彻“做强阵痛”的核心战略，打造“外用+口服”产品群格局。**公司目前拥有以消痛贴膏、白脉软膏等 25 个独家品种为核心的 141 个药品批准文号，其中 OTC 品种 60 个，国家秘密技术品种 3 个，涉及骨科、神经科、皮肤科、妇科、儿科、呼吸科、心脑血管科等多个藏药特色治疗领域，产品优势显著。2022 年，公司镇痛系列产品消痛贴膏、青鹏软膏、白脉软膏、如意珍宝片、铁棒锤离散贴等均保持增长态势；国谈品种红花如意丸实现年销售量 30%以上增长；儿科产品九味竺黄散、小儿柴芩清解颗粒先后成为云南省推荐用药；呼吸产品的十味龙胆花胶囊及颗粒同样获得了快速增长。
- **做强等级医疗、快速渠道下沉，保证业务可持续发展。**公司持续推进和深化自身精细化管理策略，以“做强镇痛”为核心，在等级医疗和基层医疗开展多个重点专项，通过细分管理锁定重点市场，聚焦资源、重点配置，提升在等级医疗和基层医疗覆盖的广度和深度，拉动销售增长。此外，商零渠道多平台发展齐头并进，借助有效的平台工具精准撬动标签用户购买并提升复购率。公司以精细化管理策略，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

- 根据公司 2022 年年报略调整收入、下调毛利率等假设，我们预测 2023-2025 年每股收益分别为 1.01/1.21/1.42 元(原 2023-24 预测为 1.04/1.22 元)，参照可比公司估值，我们给予公司 2023 年 35X 市盈率估值，对应目标价为 35.35 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

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,770	2,045	2,367	2,749	3,201
同比增长(%)	19.2%	15.5%	15.8%	16.1%	16.5%
营业利润(百万元)	790	522	593	708	832
同比增长(%)	73.4%	-34.0%	13.7%	19.4%	17.6%
归属母公司净利润(百万元)	716	472	535	641	754
同比增长(%)	77.2%	-34.0%	13.3%	19.7%	17.7%
每股收益(元)	1.35	0.89	1.01	1.21	1.42
毛利率(%)	85.0%	84.1%	84.9%	85.1%	85.0%
净利率(%)	40.4%	23.1%	22.6%	23.3%	23.6%
净资产收益率(%)	24.7%	14.5%	14.8%	15.3%	15.4%
市盈率	18.1	27.5	24.3	20.3	17.2
市净率	4.1	3.9	3.3	2.9	2.5

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

投资评级	增持 (维持)
股价 (2023年04月28日)	24.49 元
目标价格	35.35 元
52 周最高价/最低价	27.69/20.48 元
总股本/流通 A 股 (万股)	53,019/52,870
A 股市值 (百万元)	12,984
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2023 年 05 月 03 日

## 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-7	-0.34	2.84	3.17
相对表现	-6.91	-1.08	6.49	0.42
沪深 300	-0.09	0.74	-3.65	2.75



## 证券分析师

刘恩阳	01066218100*828 liuenyang@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860519040001 香港证监会牌照：BSW684
裴晓鹏	peixiaopeng@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860522100002

## 相关报告

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	2022-05-08
业绩符合预期，单季受非经常性因素影响 略有下滑：——奇正藏药三季报点评	2021-10-28
业绩符合预期，持续推进精细化管理	2021-08-31

**表 1：可比公司估值表（2023 年 4 月 28 日收盘价）**

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）			市盈率		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
同仁堂	600085	58.16	1.04	1.22	1.42	55.94	47.48	40.97
片仔癀	600436	271.93	4.10	4.93	5.91	66.36	55.21	46.05
人福医药	600079	26.98	1.52	1.36	1.60	17.73	19.83	16.82
东阿阿胶	000423	51.47	1.19	1.53	1.85	43.16	33.57	27.88
云南白药	000538	58.19	1.67	2.30	2.59	34.84	25.30	22.43
信邦制药	002390	4.87	0.12	0.15	0.19	42.16	31.96	26.15
<b>调整后平均</b>						<b>44</b>	<b>35</b>	<b>29</b>

数据来源：wind，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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	667	438	1,445	2,074	2,510	营业收入	1,770	2,045	2,367	2,749	3,201
应收票据及应收账款	607	825	1,133	1,122	1,377	营业成本	265	324	358	410	482
预付账款	13	6	11	14	13	营业税金及附加	29	30	38	43	49
存货	119	128	153	173	200	营业费用	843	938	1,089	1,264	1,473
其他	1,531	1,796	1,331	1,334	1,336	管理费用及研发费用	219	224	278	321	367
<b>流动资产合计</b>	<b>2,936</b>	<b>3,192</b>	<b>4,073</b>	<b>4,717</b>	<b>5,436</b>	财务费用	19	40	101	94	88
长期股权投资	545	490	500	500	500	资产、信用减值损失	15	3	2	1	1
固定资产	598	600	870	993	1,040	公允价值变动收益	21	(3)	1	1	1
在建工程	212	533	287	164	102	投资净收益	306	(34)	15	15	14
无形资产	399	375	411	446	478	其他	83	73	75	75	75
其他	877	697	226	247	280	<b>营业利润</b>	<b>790</b>	<b>522</b>	<b>593</b>	<b>708</b>	<b>832</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,631</b>	<b>2,694</b>	<b>2,295</b>	<b>2,350</b>	<b>2,400</b>	营业外收入	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>5,568</b>	<b>5,887</b>	<b>6,367</b>	<b>7,067</b>	<b>7,836</b>	营业外支出	2	3	5	3	4
短期借款	502	702	702	702	702	<b>利润总额</b>	<b>788</b>	<b>519</b>	<b>588</b>	<b>705</b>	<b>829</b>
应付票据及应付账款	184	93	146	190	186	所得税	77	50	56	68	79
其他	622	565	581	600	623	<b>净利润</b>	<b>711</b>	<b>470</b>	<b>532</b>	<b>637</b>	<b>750</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1,308</b>	<b>1,360</b>	<b>1,429</b>	<b>1,492</b>	<b>1,511</b>	少数股东损益	(5)	(3)	(3)	(4)	(5)
长期借款	132	187	187	187	187	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>716</b>	<b>472</b>	<b>535</b>	<b>641</b>	<b>754</b>
应付债券	704	743	753	753	753	每股收益(元)	1.35	0.89	1.01	1.21	1.42
其他	203	209	73	73	73						
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,039</b>	<b>1,139</b>	<b>1,012</b>	<b>1,012</b>	<b>1,012</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>2,347</b>	<b>2,499</b>	<b>2,441</b>	<b>2,504</b>	<b>2,523</b>		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	51	52	48	44	40	<b>成长能力</b>					
股本	530	530	530	530	530	营业收入	19.2%	15.5%	15.8%	16.1%	16.5%
资本公积	463	468	476	476	476	营业利润	73.4%	-34.0%	13.7%	19.4%	17.6%
留存收益	2,042	2,202	2,737	3,378	4,132	归属于母公司净利润	77.2%	-34.0%	13.3%	19.7%	17.7%
其他	133	136	134	134	134	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>3,220</b>	<b>3,388</b>	<b>3,926</b>	<b>4,563</b>	<b>5,313</b>	毛利率	85.0%	84.1%	84.9%	85.1%	85.0%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5,568</b>	<b>5,887</b>	<b>6,367</b>	<b>7,067</b>	<b>7,836</b>	净利率	40.4%	23.1%	22.6%	23.3%	23.6%
						ROE	24.7%	14.5%	14.8%	15.3%	15.4%
						ROIC	17.2%	10.4%	11.7%	12.2%	12.5%
现金流量表						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	42.2%	42.5%	38.3%	35.4%	32.2%
净利润	711	470	532	637	750	净负债率	24.2%	37.0%	6.6%	0.0%	0.0%
折旧摊销	110	(302)	32	57	73	流动比率	2.24	2.35	2.85	3.16	3.60
财务费用	19	40	101	94	88	速动比率	2.15	2.25	2.74	3.04	3.46
投资损失	(306)	34	(15)	(15)	(14)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	403	(115)	(271)	47	(265)	应收账款周转率	82.2	30.8	29.2	38.1	32.4
其它	98	159	326	(22)	(33)	存货周转率	2.5	2.6	2.5	2.5	2.5
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,035</b>	<b>286</b>	<b>707</b>	<b>798</b>	<b>600</b>	总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
资本支出	(554)	35	(91)	(91)	(91)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(365)	50	(4)	0	0	每股收益	1.35	0.89	1.01	1.21	1.42
其他	(1,236)	(419)	480	16	15	每股经营现金流	1.95	0.54	1.33	1.50	1.13
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2,155)</b>	<b>(334)</b>	<b>386</b>	<b>(75)</b>	<b>(76)</b>	每股净资产	5.98	6.29	7.31	8.52	9.95
债权融资	41	45	7	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	14	4	9	0	0	市盈率	18.1	27.5	24.3	20.3	17.2
其他	(98)	(233)	(101)	(94)	(88)	市净率	4.1	3.9	3.3	2.9	2.5
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(43)</b>	<b>(183)</b>	<b>(85)</b>	<b>(94)</b>	<b>(88)</b>	EV/EBITDA	13.0	46.0	16.5	13.9	12.0
汇率变动影响	(1)	3	-0	-0	-0	EV/EBIT	14.8	21.3	17.2	14.9	13.0
<b>现金净增加额</b>	<b>(1,164)</b>	<b>(229)</b>	<b>1,007</b>	<b>630</b>	<b>436</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)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。