

夯实“小葵花”儿童药第一品牌地位，儿童药集群带动公司业绩稳步高速增长 买入（维持）

2019年03月21日

证券分析师 焦德智

执业证号：S0600516120001

021-60199793

jiaodzh@dwzq.com.cn

证券分析师 全铭

执业证号：S0600517010002

021-60199793

quanm@dwzq.com.cn

研究助理 许汪洋

021-60199793

xuwuy@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	4,472	5,138	6,094	7,179
同比（%）	16.0%	14.9%	18.6%	17.8%
归母净利润（百万元）	563	678	807	958
同比（%）	32.8%	20.3%	19.1%	18.8%
每股收益（元/股）	0.96	1.16	1.38	1.64
P/E（倍）	18.92	15.73	13.21	11.12

投资要点

事件：2018年公司实现营业收入44.72亿元，比上年同期增长16.00%；归属于上市公司股东的净利润5.63亿元，比上年同期增长32.85%；实现扣非净利润4.90亿元，同比增长34.12%，符合预期。2018年Q4实现营业收入13.37亿元，同比增长8.31%；实现归属于上市公司股东的净利润2.18亿元、同比增长22.28%；实现扣非净利润1.84亿元，同比增长32.47%，符合预期。同时公司公告利润分配方案，以截至2018年12月31日的总股本584,000,000股为基数，向全体股东每10股派现金红利10元（含税），共分配利润58,400万元（含税），对应当前股价的股息率为5.48%。

■ **2018年业绩延续高速增长，净利润率持续上升，品种+品牌+渠道优势凸显。**公司作为OTC行业的龙头企业之一，已经形成了黄金大单品+产品集群的丰富产品系列，配合以强大渠道销售能力和国内知名的OTC药品品牌，成为公司持续高速增长的动力。2018年度，公司有63个产品销售金额超过1000万元，其中突破1亿元的产品有11个，大品种集群优势凸显，形成了公司内生增长的动力。

■ **夯实儿童药第一品牌地位，形成儿童药+妇科药+消化药为核心的战略模式。**葵花药业是我国OTC药品储备最为丰富的企业之一，目前在销品种300余个，储备超过1000个，在“儿科、妇科、消化系统、呼吸感冒、风湿骨伤病、心脑血管病”六大领域形成全面品种布局。公司在众多品种中，依照黄金大单品的发展策略，重点规划儿童药、妇科药和消化药三大核心战略。

■ **持续提高经营效率，净利率水平稳步上升。**随着品牌价值、产品品种齐全、销售规模效应的体现，公司作为OTC平台型企业效应逐渐显现。2018年，公司经营活动产生净现金流为8.66亿元，同比增长52.71%；毛利率和净利润率分别为59.06%和13.59%，分别同比下降了0.55%和上升了1.40%。公司的经营性现金流持续稳定增长，净利润率持续提升，凸显公司良好的内生发展态势。

■ **盈利预测与投资评级：**预计2019-2021年公司收入为51.38亿元、60.94亿元和71.79亿元，同比增长14.9%、18.6%和17.8%；归属母公司净利润为6.78亿元、8.07亿元和9.58亿元，同比增长20.3%、19.1%和18.8%；EPS为1.16元、1.38元和1.64元。我们判断公司业绩底部反转已经确认，大品种在OTC端销售持续放量，以及小儿肺热咳喘系列药物进入医保目录带来长期的销售增长，因此，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**小儿肺热咳喘系列药物进入医保后放量低于预期；医院市场开拓低于预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	18.25
一年最低/最高价	12.97/25.81
市净率(倍)	3.26
流通A股市值(百万元)	9431.21

基础数据

每股净资产(元)	5.60
资产负债率(%)	32.07
总股本(百万股)	584.00
流通A股(百万股)	516.78

相关研究

- 1、《葵花药业 (002737)：2018年业绩增长33.58%，延续2017年以来的高速增长趋势，符合预期》2019-02-18
- 2、《葵花药业 (002737)：公司Q3业绩延续良好增长态势，2018年全年业绩预增30%-50%》2018-10-19
- 3、《葵花药业 (002737)：品牌OTC平台型药企初具雏形，规模效应、协同效应体现价值，推动中报业绩略超预期》2018-08-16

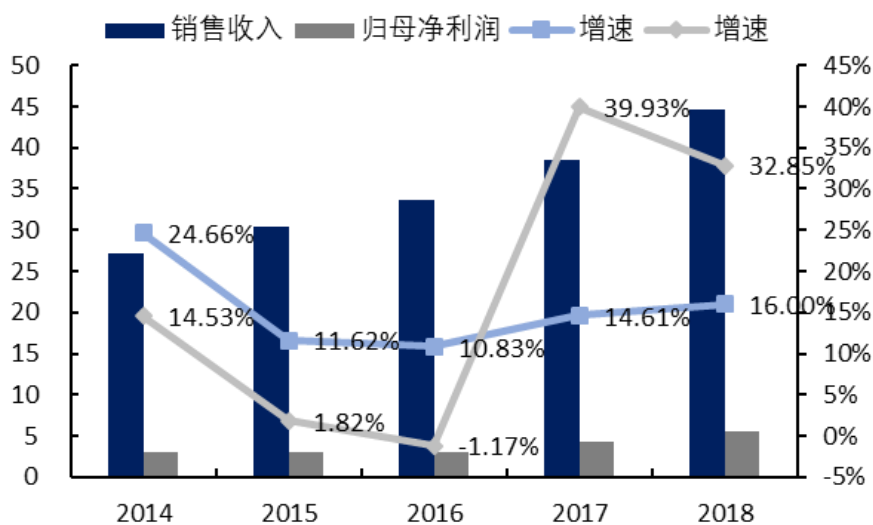
1. 事件：公司发布 2018 年报，实现收入增长 16.00%，归母净利润增长 32.85%，符合预期

2018 年公司实现营业收入 44.72 亿元，比上年同期增长 16.00%；归属于上市公司股东的净利润 5.63 亿元，比上年同期增长 32.85%；实现扣非净利润 4.90 亿元，同比增长 34.12%，符合预期。

公司 2018 年 Q4 实现营业收入 13.37 亿元，同比增长 8.31%；实现归属于上市公司股东的净利润 2.18 亿元、同比增长 22.28%；实现扣非净利润 1.84 亿元，同比增长 32.47%，符合预期。

同时公司公告利润分配方案，以截至 2018 年 12 月 31 日的总股本 584,000,000 股为基数，向全体股东每 10 股派现金红利 10 元（含税），共分配利润 58,400 万元（含税），对应当前股价的股息率为 5.48%。

图 1：公司的销售收入和归母净利润变化情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 2018 年业绩延续高速增长，净利润率持续上升，品种+品牌+渠道优势凸显

公司公告了 2018 年年报，收入和归母净利润分别为 44.72 亿元和 5.63 亿元，同比增长分别为 16.00%和 32.85%，扣非净利润为 4.90 亿元，同比增长 34.12%，公司整体经营水平持续提高，延续了 2017 年以来的快速增长态势。

公司作为 OTC 行业的龙头企业之一，已经形成了黄金大单品+产品集群的丰富产品

系列，配合以强大渠道销售能力和国内知名的 OTC 药品品牌，成为公司持续高速增长的动力。2018 年度，公司有 63 个产品销售金额超过 1000 万元，其中突破 1 亿元的产品有 11 个，大品种集群优势凸显，形成了公司内生增长的动力。

1) 黄金大单品+产品集群：第一梯队由小儿肺热咳喘口服液/颗粒、护肝片、胃康灵、小儿柴桂退热颗粒等在同名产品中份额处于绝对领先地位产品组成，持续实现稳定增长；第二梯队以金银花露、康妇消炎栓、美沙拉嗪肠溶片、复方氨酚烷胺颗粒等为主，均呈现良好增长态势，其中金银花露实现高速增长领跑第二梯队；第三梯队以芪斛楂颗粒、五加参蛤蚧精、秋梨润肺膏等具备较大市场空间的潜力品种组成。

2) 儿童药第一品牌优势愈加显著：公司形成“葵花”+“小葵花”的“1+1”优势品牌构架。在中国统计信息中心权威发布的医药行业品牌榜中，“葵花”品牌在美誉度、知名度、忠诚度等指数排行榜上均名列前茅。“小葵花”更是在 2012-2018 年连续 6 年进入健康中国药品品牌榜，是国内儿童药第一品牌。

3) 强大的渠道控销能力：公司经过多年的深耕渠道，在 2017 年以来已经显现出销售优势，目前公司各事业部已在全国建立了超过 400 支销售团队，产品覆盖全国约 6000 家医院和超 30 万家药品零售终端。同时公司与全国近 1000 家药品流通企业合作，进入超过 3000 家三甲医院，并且与 500 家头部连锁药店，超过 20 万家核心单店建立了持续、稳定、良好的合作关系，进一步夯实公司在终端的销售优势。

3. 夯实儿童药第一品牌地位，形成儿童药+妇科药+消化药为核心的战略模式

葵花药业是我国 OTC 药品储备最为丰富的企业之一，目前在销品种 300 余个，储备超过 1000 个，在“儿科、妇科、消化系统、呼吸感冒、风湿骨伤病、心脑血管病”六大领域形成全面品种布局。公司在众多品种中，依照黄金大单品的发展策略，重点规划儿童药、妇科药和消化药三大核心战略。

1) 小葵花儿童药围棋战略：小葵花儿童药已经是我国儿童药品类龙头品牌，在“儿童感冒、儿童发烧、儿童大健康”三大品类具备行业领导地位。其中小儿肺热咳喘口服液、小儿柴桂退热颗粒、小儿氨酚黄那敏颗粒、金银花露、小儿氨酚烷胺颗粒、小儿肺热咳喘颗粒、小儿化痰止咳颗粒等 7 个单品销售过亿；芪斛楂颗粒、小儿清肺化痰口服液、小儿智力糖浆、小儿感冒颗粒、盐酸氨溴索口服溶液、葡萄糖酸钙口服溶液、小儿止咳糖浆、小儿咳喘灵颗粒、小儿麦枣咀嚼片等 10 余个产品销售过千万。在儿童药领域公司既具备小儿肺热、小儿柴桂等市场领先的黄金大单品，也推出了金银花露、芪斛楂颗粒等市场空间广阔的潜力产品，产品梯队完善，塑造长期竞争力。

2) 妇科药品类崛起战略：依托“小葵花”的品牌和渠道优势，顺势推动公司妇科品类的崛起，设定了第一个 5 年目标，完成领军品种康妇消炎栓的消费者品牌的打造和

主品梯队培育。公司目标打造 5 个 5000 万以上妇科产品主品，实现连锁、诊所、处方等级医院三大资源突破；未来 10 年，实现妇科品类 OTC 总量领跑战略目标。

3) 消化药护胃战略：持续推广“护肝片 10 亿黄金单品战略”以及激活胃康灵的二次增长。在打造两大强势单品消化药的同时，建立“胃药家族”产品矩阵，形成胃康灵+胃痛定+复合凝乳酶+海洋胃药+良姜胃疡+肝胃气痛片等产品系列，实现胃药产品的品类破局。

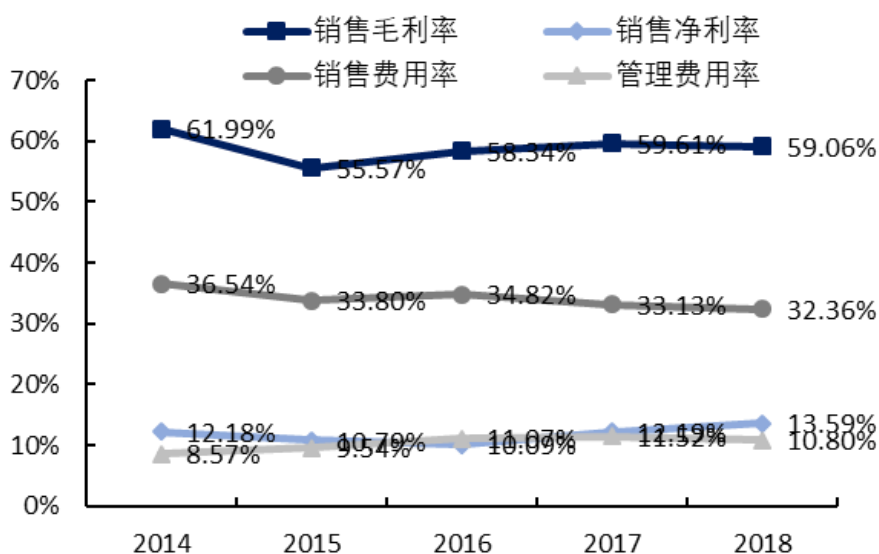
4. 持续提高经营效率，净利率水平稳步上升

随着品牌价值、产品品种齐全、销售规模效应的体现，公司作为 OTC 平台型企业效应逐渐显现。2018 年，公司销售产品产生的现金流达到 50.07 亿元，同比增长 18.17%，净现金流为 8.66 亿元，同比增长 52.71%，均好于收入和净利润增长水平。公司的经营性现金流持续稳定增长，表明公司良好的内生发展态势。

2018 年公司销售费用和管理费用支出分别为 14.47 亿元和 4.83 亿元(含研发费用)，同比增长 13.3%和 8.7%，低于营业收入增幅。同期公司的销售费用率和管理费用率分别为 32.36%和 10.80%，分别同比下降了 0.77 个百分点和 0.72 个百分点。公司销售费用率和管理费用率下降与公司形成的平台型销售模式相关，随着规模效应的体现，公司在广告费用率、销售费用率等方面明显降低，也直接拉动公司净利润率的提高。

公司的毛利率和净利润率分别为 59.06%和 13.59%，分别同比下降了 0.55%和上升了 1.40%。随着公司四大模式的不扩张，整体经营的规模效应更加显著，以及销售费用率和管理费用率的有效控制，公司的净利润率水平在毛利率水平相对稳定的情况下持续提升，成为业绩增长重要加成。

图 2：公司的销售毛利率、净利率与销售费用率、管理费用率（含研发费用）变化情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资评级

我们预计公司 2019-2021 年销售收入分别为 51.38 亿元、60.94 亿元和 71.79 亿元，同比增长 14.9%、18.6%和 17.8%；归属母公司净利润分别为 6.78 亿元、8.07 亿元和 9.58 亿元，同比增长 20.3%、19.1%和 18.8%；EPS 分别为 1.16 元、1.38 元和 1.64 元。我们判断公司业绩底部反转已经确认，大品种在 OTC 端销售持续放量，以及小儿肺热咳喘系列药物进入医保目录带来长期的销售增长，因此，维持“买入”评级。

6. 风险提示

小儿肺热咳喘系列药物进入医保后放量低于预期；医院市场开拓低于预期。

葵花药业三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	3052	3341	3583	4284	营业收入	4472	5138	6094	7179
现金	1229	1201	1152	1446	减:营业成本	1831	2072	2445	2878
应收账款	263	404	387	544	营业税金及附加	75	87	104	121
存货	814	1010	1143	1390	营业费用	1447	1613	1909	2247
其他流动资产	745	727	901	903	管理费用	361	519	609	711
非流动资产	2007	2156	2389	2615	财务费用	0	3	9	11
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	11	13	15	18
固定资产	1195	1327	1534	1742	加:投资净收益	10	9	10	10
在建工程	134	125	119	113	其他收益	0	0	0	0
无形资产	395	421	454	477	营业利润	716	841	1012	1203
其他非流动资产	283	283	283	282	加:营业外净收支	5	19	13	13
资产总计	5059	5497	5972	6898	利润总额	720	860	1024	1217
流动负债	1214	1511	1503	1834	减:所得税费用	113	129	154	182
短期借款	150	150	150	150	少数股东损益	45	54	64	76
应付账款	437	475	601	665	归属母公司净利润	563	678	807	958
其他流动负债	627	886	751	1019	EBIT	696	834	999	1188
非流动负债	408	403	395	386	EBITDA	841	959	1150	1369
长期借款	46	41	33	24					
其他非流动负债	362	362	362	362	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	1622	1913	1897	2220	每股收益(元)	0.96	1.16	1.38	1.64
少数股东权益	164	218	281	357	每股净资产(元)	5.60	5.76	6.50	7.40
					发行在外股份(百万股)	584	584	584	584
归属母公司股东权益	3273	3366	3794	4321	ROIC(%)	15.4%	18.2%	19.6%	20.8%
负债和股东权益	5059	5497	5972	6898	ROE(%)	17.7%	20.4%	21.4%	22.1%
					毛利率(%)	59.1%	59.7%	59.9%	59.9%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	12.6%	13.2%	13.2%	13.3%
经营活动现金流	866	818	721	1140	资产负债率(%)	32.1%	34.8%	31.8%	32.2%
投资活动现金流	-287	-264	-374	-397	收入增长率(%)	16.0%	14.9%	18.6%	17.8%
筹资活动现金流	-252	-582	-396	-449	净利润增长率(%)	32.8%	20.3%	19.1%	18.8%
现金净增加额	328	-27	-49	294	P/E	18.92	15.73	13.21	11.12
折旧和摊销	146	125	150	181	P/B	3.26	3.17	2.81	2.47
资本开支	321	149	233	225	EV/EBITDA	12.04	10.65	8.98	7.37
营运资本变动	138	-31	-299	-76					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

