

## 业绩短期受承压,不改公司知名品牌和强大销售平台的投资价值

2015.10.27

## 谨慎推荐 (维持→)

现价: 50.94

目标价: 60

**股价空间: 13%**

医药生物行业

**股价走势**

### 股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
佐力药业	6.17	-28.35	-28.03
医药生物	11.58	-14.97	-7.49
沪深300	6.54	-17.09	-23.70

### 基本资料

总市值(亿元)	149亿
总股本(亿股)	2.92
流通股比例	25%
资产负债率	22.08%
大股东	葵花集团有限公司
大股东持股比例	41.62%

### 相关报告

广证恒生-葵花药业(002737)-深度报告-知名品牌加强大销售平台为百亿葵花保驾护航 - 2015.09.02

**分析师: 姬浩**                      **研究员: 唐爱金**  
 电话: 020-88836125                      020-88836115  
 邮箱: jih\_a@gzgzhs.com.cn                      tangaij@gzgzhs.com.cn  
 执业编号: A1310515020001

### 事件:

公司公告, 第三季度营业收入 6.05 亿, 同比增 0.18%, 归属母公司净利润 1757 万, 同比减 40.64%, EPS 为 0.09, 同比减 66.67%; 前三季度营业收入为 21.19 亿元, 同比增 14.15%, 归属母公司净利润 2 亿, 同比增 2.86%; EPS 为 1.03 元, 同比减 41.81%。

### 观点:

● **销售淡季+费用投入与业绩确认时间错位, 等原因公司业绩短期受承压** 第三季度为销售淡季, 公司完成销售 6.05 亿 (同比增 0.18%), 销售收入比一季度 7.04 亿和二季度 8.08 亿均少, 但费用成本并未相应减少, 营业总成本 6.01 亿比一季度 5.94 亿更高, 三季度销售费用率 40.88%, 高于一季度 31.91% 和二季度 33.33%; 导致三季度营业利润仅剩 457 万, 主要是因为公司对销售人员的考核指标在年底, 销售团队为年底冲业绩做布局投入, 而业绩确认在四季度; 净利润下滑 40.64%, 幅度过大是因为公司对销售人员考核指标侧重销售额, 考核利润指标较弱, 同时公司为扩大并购品种做 OME 代理, 利润率低的 OEM 收入占比提升, 从而综合的毛利率降低至 55.38%, 而 2014 年毛利率 61.99%。我们认为公司销售策略的调整和四季度业绩的确认, 公司 2015 年有望实现营收 20% 以上增长, 净利润正向增长。而 2016 年, 原有品种稳步增长基础上, 并购的襄阳隆中的小儿柴桂颗粒是妇儿专科直接挂网采购示范目录品种, 过去 4 年复合增速 33.83%, 14 年销售额超 4.3 亿, 是儿童中成药中极具潜力的品种, 借助公司的强大销售平台和有小葵花品牌助力, 有望实现高增长。

● **知名品牌和强大销售平台投资价值不变** 经过多年的品牌建设, 葵花品牌已经家喻户晓, 尤其是小葵花享有高知名度。公司销售平台拥有 200 支销售队伍, 商业流通公司 800 多家, 共覆盖零售中端 30 多万家药店, 零售药店覆盖率达 75%, 公司销售团队强有力的执行力能让新品种一星期以内实现铺货所有终端, 终端价格管控与货物控制力强, 其他企业难以复制公司强大的销售渠道与庞大的队伍, 这也是公司的核心壁垒。

● **盈利预测与估值:** 我们预计公司 15-17 年 EPS 分别为 1.04、1.23、1.50 元, 对应 48、41、34 倍 PE。公司核心竞争力是葵花品牌、强大的销售网络以及成系列梯队的品种, 且外延发展整合能力强大。给予“谨慎推荐”评级, 目标价 60 元。

● **风险提示:** 市场招标和推广、外延并购不达预期风险、药品事故风险。

主要财务指标	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	2718.76	3289.93	4243.27	5508.15
同比(%)	24.66%	21.01%	28.98%	29.81%
归属母公司净利润	301.13	303.92	357.90	437.34
同比(%)	14.53%	0.93%	17.76%	22.20%
ROE(%)	19.13%	12.57%	13.35%	14.70%
每股收益(元)	1.03	1.04	1.23	1.50
P/E	47.51	48.94	41.56	34.01
P/B	6.46	6.02	5.53	4.95
EV/EBITDA	27.74	25.36	22.07	18.38





## 广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心63楼  
电话：020-88836132, 020-88836133  
邮编：510623

## 股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；  
谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；  
中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；  
回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

## 分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

## 重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。