

葵花药业 (002737.SZ)

收入增长 27.5%，扣非净利润增长 41.3%，2017 半年报业绩超预期

买入（维持）

2017 年 8 月 24 日

证券分析师 焦德智

执业资格证书号码: S0600516120001

021-60199780

jiaodzh@dwzq.com.cn

证券分析师 全铭

执业资格证书号码: S0600517010002

quanm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	3,364	4,064	4,964	5,688
同比	10.8%	20.8%	22.1%	14.6%
归母净利润（百万元）	303	376	480	571
同比	-1.2%	24.1%	27.5%	19.0%
ROE	11.5%	13.0%	14.9%	15.9%
每股收益（元）	1.04	1.29	1.64	1.95
P/E	29	23	18	15
P/B	3.3	3.0	2.7	2.4

投资要点

一、事件：公司发布 2017 年半年报，以及 1-9 月份业绩预告

2017 年半年报公司实现销售收入 19.57 亿元，同比增长 27.46%；实现归属母公司净利润 1.92 亿元，同比增长 15.30%；扣非后归属母公司净利润 1.83 亿元，同比增长 41.34%，**超出预期**。

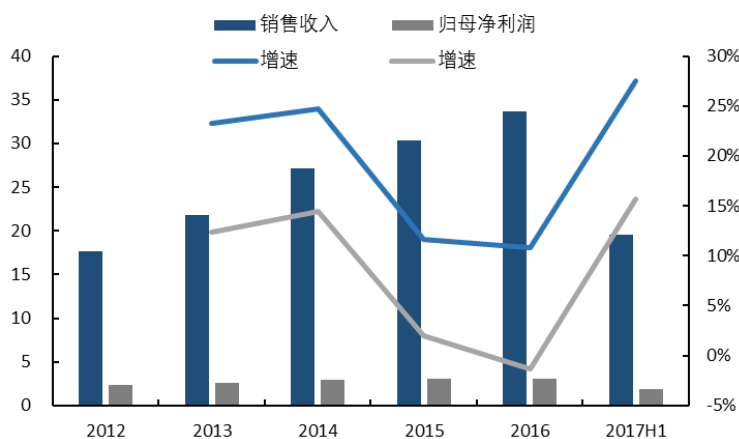
2017 年公司 Q2 单季度实现销售收入 11.21 亿元，同比增长 45.32%；实现归属母公司净利润 0.93 亿元，同比增长 33.63%，**超出预期**。

同时公司公告 1-9 月经营业绩预计，预计 1-9 月份归母净利润 2.45 亿元至 2.82 亿元之间，同比增长 100%-130%之间。

二、我们的观点：大品种销售增长迅速，二线品种提供新动力，带动公司业绩超预期

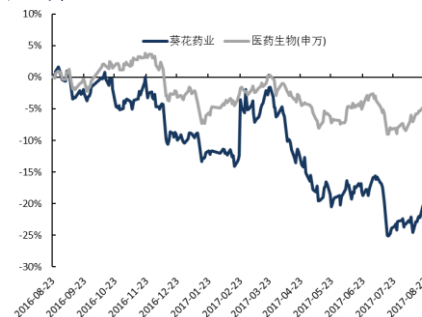
在公司“黄金大单品”+“重点新品”+“一品一策”多种营销策略调整的带动下，公司 2017 年半年报业绩实现了高速增长。其中销售收入和归母净利润分别为 19.57 亿元和 1.92 亿元，分别同比增长 27.46%和 15.30%，扣非净利润达到 1.83 亿元，同比增长 41.34%，增速达到 5 年来的最高水平。

图表 1：公司销售收入与净利润（亿元）变化情况



数据来源：wind 资讯，东吴证券研究所

股价走势



市场数据

收盘价（元）	30.10
一年最低价/最高价（元）	27.01/38.07
市净率	3.23
流通 A 股市值（亿元）	36.16

基础数据

每股净资产（元）	9.32
资产负债率（%）	34.12
总股本（亿股）	2.92
流通 A 股（亿股）	1.21

相关报告

- 1、2016 年报和 2017 年一季报业绩符合预期，业绩底部反转确认-20170428。
- 2、渠道调整完毕，业绩有望底部反转；大品种进医保目录，OTC 与医院双轨并进-20170223。

1、销售策略清晰：“黄金大单品”+“重点新品”+“一品一策”。

2017年公司针对OTC行业，以及公司拥有的多品种储备，以及产品特点 and 品牌特色，相继实行了“黄金大单品”+“重点新品”+“一品一策”等多个销售策略，成为拉动公司增长的重要动力。

1) 黄金大单品：公司主要的大品种，例如护肝片、小儿肺热咳喘口服液、小儿柴桂退热颗粒、胃康灵胶囊、康妇消炎栓等为各自细分领域之领军品种。在黄金大单品的销售策略推动下，公司主要产品均保持了稳定的增长，**大品种的良好销售是实现公司业绩高速增长的基础。**

2) 重点新品+一品一策：深挖公司储备的优质品种，形成新的二线黄金单品梯队，并根据品种特点做出具体的营销策略，包括刺乌养心口服液、小葵花金银花露、秋梨润肺膏、芪斛楂颗粒等品种成为为潜在黄金单品。**新品种的持续推出，加上公司强大的销售能力，成为公司长期增长的新动力。**

2、突出“小葵花”品牌优势，强化儿童药条线，形成儿童药黄金单品的梯队优势。

“小葵花”是全国最知名的儿童药品牌之一，因此公司充分发挥小葵花的品牌价值，以及公司众多儿童药优质品种的优势，进行黄金品牌系列的营销方式。“小葵花”儿童药牌已经形成了一批品种，包括：止咳类-小儿肺热咳喘口服液；儿童上火-金银花露；儿童补益健脾扶正-芪斛楂颗粒；儿童发烧-小儿柴桂退热颗粒；儿童感冒-小儿氨酚等。我们预期公司儿童药销售占比应超40%以上，儿童药销售的快速增长是公司发展的中间力量。

3、“品种多+品牌响+渠道强”，成为葵花的发展基石。

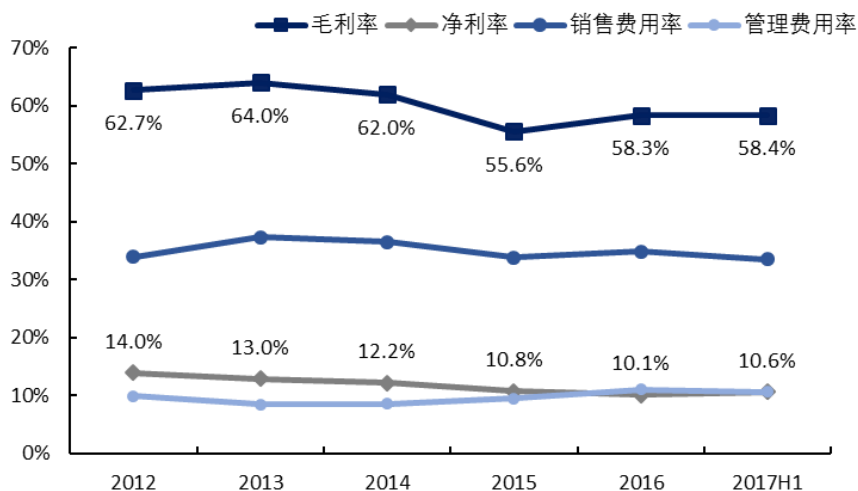
葵花药业的成长路径就是把品种、品质、品牌、渠道完美的结合起来，形成在“品种→品牌→品类”的发展模式。

1) 品种丰富：药品文号储备千余个，在销品种近300个。公司现有近70个品种销售额超1000万元，其中3亿元以上品种2个、1-3亿品种6个、5000万至1亿元品种4个，已经形成了完善的产品梯队。

2) 品牌力强：“葵花”为主品牌+“小葵花”儿童药、“葵花蓝人”呼吸感冒用药、“葵花美小护”妇科用药、“葵花爷爷”心脑血管用药等4大子品牌，其中“小葵花”品牌已经是国内最知名的儿童药品牌之一。

3) 强大的销售网络：公司拥有19个事业部级销售单元，在全国建立了超过400支省级销售团队。公司特殊的直销+经销的销售网络使葵花药业具备了超强的“地推”能力，全国覆盖超过30万家的零售终端。

图表 2：公司毛利率、净利率、销售费用率和管理费用率分析

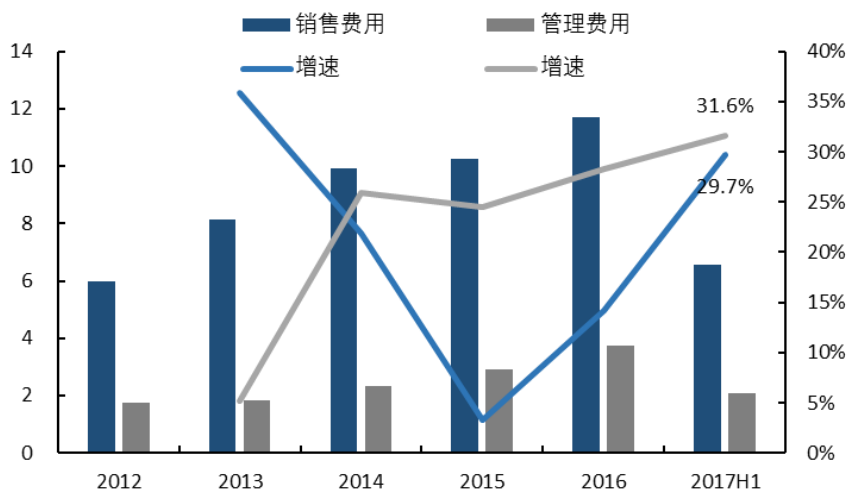


数据来源：wind 资讯，东吴证券研究所

4、毛利率稳定，费用率小幅下降带动净利率小幅提升。

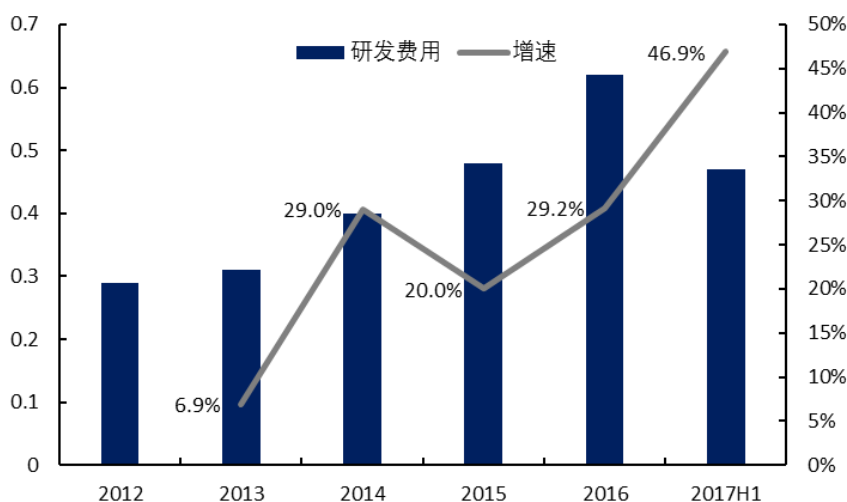
2017年上半年，公司毛利率和净利率分别为58.4%和10.6%，分别比2016年全年水平提高了0.1个百分点和0.5个百分点。整体毛利率保持了稳定，净利润率略有提升，主要得益于费用率小幅下降。销售费用和管理费用分别为6.65亿元和2.08亿元，同比增长分别为29.7%和31.6%，基本公司收入增速相符，其中管理费用增速略高主要是因为公司加大了研发投入和人员费用等导致的。

图表 3：公司销售费用和管理费用变化情况（亿元）



数据来源：wind 资讯，东吴证券研究所

图表 4：公司研发费用（亿元）和增速情况



数据来源：wind 资讯，东吴证券研究所

三、盈利预测与投资建议：

我们预期公司 2017-2019 年，销售收入分别为 40.6 亿元、49.6 亿元和 56.9 亿元，同比增长 20.8%、22.1%和 14.6%；归属母公司净利润分别为 3.76 亿元、4.80 亿元和 5.71 亿元，同比增长 24.1%、27.5%和 19.0%；EPS 分别为 1.29 元、1.64 元和 1.95 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。

四、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（002737）主要财务数据及估值（百万元）

资产负债表	2016	2017E	2018E	2019E	利润表	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1701	2092	2419	3110	营业收入	3364	4064	4964	5688
现金	607	495	800	931	营业成本	1401	1669	2030	2320
应收账款	452	513	432	723	营业税金及附加	55	56	68	78
其它应收款	44	61	65	89	营业费用	1171	1401	1694	1922
预付账款	54	98	83	137	管理费用	372	445	538	611
存货	537	648	763	954	财务费用	8	-7	-21	-32
其他	8	276	276	276	资产减值损失	18	18	18	18
非流动资产	1663	1666	1434	1201	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	5	0	0	0
固定资产	1111	1204	1024	828	营业利润	343	482	636	773
无形资产	281	283	250	216	营业外损益	79	79	79	79
其他	272	179	160	157	利润总额	422	561	716	852
资产总计	3365	3757	3853	4311	所得税	83	140	179	213
流动负债	753	952	752	833	净利润	339	421	537	639
短期借款	203	330	0	0	少数股东损益	36	45	57	68
应付账款	328	351	457	526	归属母公司净利润	303	376	480	571
其他	222	271	295	307	EBITDA	566	770	911	1033
非流动负债	1	1	1	1	EPS（元）	1.04	1.29	1.64	1.95
长期借款	0	0	0	0					
其他	1	1	1	1	主要财务比率				
负债合计	754	953	753	834	营业收入	10.8%	20.8%	22.1%	14.6%
少数股东权益	161	167	212	269	营业利润	0.8%	40.5%	32.0%	21.4%
归属母公司股东权益	2449	2637	2888	3207	归属母公司净利润	-1.2%	24.1%	27.5%	19.0%
负债和股东权益	3365	3757	3853	4311	毛利率	58.3%	58.9%	59.1%	59.2%
现金流量表					净利率	10.1%	10.4%	10.8%	11.2%
经营活动现金流	340	695	213	958	ROE	11.5%	13.0%	14.9%	15.9%
净利润	339	421	537	639	ROIC	12.8%	13.4%	19.8%	21.5%
折旧摊销	135	215	215	212	资产负债率	25.4%	19.5%	19.4%	19.0%
财务费用	11	-6	-19	-31	净负债比率	11.8%	0.0%	0.0%	0.0%
投资损失	0	0	0	0	流动比率	2.2	3.2	3.7	4.2
营运资金变动	-733	50	198	609	速动比率	1.2	1.8	2.3	2.8
其它	588	15	-717	-471	总资产周转率	0.9	1.1	1.2	1.2
投资活动现金流	-374	59	59	59	应收帐款周转率	6.6	9.4	6.9	9.5
资本支出	0	0	0	0	应付帐款周转率	4.8	4.1	4.1	4.1
长期投资	0	0	0	0	每股收益	1.04	1.29	1.64	1.95
其他	-374	59	59	59	每股经营现金	1.17	2.38	0.73	3.28
筹资活动现金流	4	-450	-141	-160	每股净资产	9.03	9.89	10.98	12.29
短期借款	0	-330	0	0	P/E	29	23	18	15
长期借款	0	-120	-141	-160	P/B	3.3	3.0	2.7	2.4
其他	4	0	0	0	EV/EBITDA	15.6	10.7	9.0	7.2
现金净增加额	-30	305	132	858					

资料来源：Wind，东吴证券研所

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 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

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>