

葵花药业 (002737.SZ) 中药行业

评级：买入 维持评级

公司点评

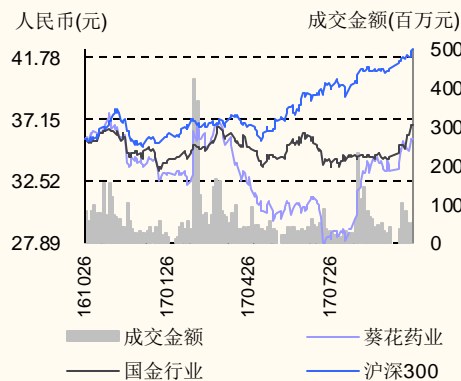
市场价格(人民币)：35.78元

打造大品种，盈利能力提升

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	121.36
总市值(百万元)	10,447.76
年内股价最高最低(元)	37.60/27.89
沪深300指数	3976.95
深证成指	11437.21



相关报告

1.《强化渠道优势，做大核心品种-强化渠道优势，做大核心品种》，2016.12.23

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	1.050	1.038	1.299	1.607	1.956
每股净资产(元)	8.39	9.03	10.28	11.89	13.84
每股经营性现金流(元)	0.43	1.17	2.42	1.80	2.12
市盈率(倍)	45.34	32.47	27.55	22.26	18.29
行业优化市盈率(倍)	29.58	29.58	29.58	29.58	29.58
净利润增长率(%)	1.82%	-1.17%	25.17%	23.75%	21.68%
净资产收益率(%)	12.52%	11.49%	12.63%	13.52%	14.13%
总股本(百万股)	292.00	292.00	292.00	292.00	292.00

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 公司前三季度实现收入 26.2 亿元，同比增长 23%，归母扣非净利润实现 2.27 亿元，同比增长 177%。其中第三季度实现收入 6.64 亿元，同比增长 11.8%，归母扣非净利润实现 0.44 亿元，去年第三季度亏损 0.47 亿元。

经营分析

- **品牌药、普药收入高增长，提价提升公司盈利能力。**公司前三季度收入增速达到 23%，其中收入占比 80% 以上的品牌药和普药增速较快。护肝片、小儿肺热咳喘等通过划小核算单位，独立核算单品种在处方和 OTC 渠道的投入，对收入提升效果明显；普药受 16 年药品流通领域整治的负面影响，17 年全面恢复出货和回款。前三季度公司毛利率提升 3.16 个百分点，低价药提价效果显现，公司利润增速高于收入增速。
- **17 年公司大品种有望再上台阶，继而带动品种群放量。**(1) 小儿肺热咳喘是公司近 4 亿的大品种，后续增长看临床带动 OTC 端销售再上台阶，新入医保目录后单品种规模有望突破 10 个亿。此次新进入医保的大省份有上海、浙江、河北、广东、安徽、河南、两湖、四川等，该品种的医保覆盖范围大幅扩大。梯队品种将受益于大品种的渠道资源协同。(2) 消化用药大品种护肝片受益低价药提价政策，中标价上提带来临床端科室拓展和 OTC 渠道费用增加，提高终端销售积极性，最终有望实现量价齐升。(3) 公司上市后通过并购储备大量独家品种，后续潜力品种有望发力。

投资建议

- 16 年药品流通领域的整治对公司普药销售造成短期影响，预计公司 17 年普药将恢复正常出货和回款；大品种发力有催化，小儿肺热咳喘新进医保目录有利于临床带动 OTC 再上台阶、护肝片受益低价药提价带来业绩弹性；上市后并购的独家品种后续有望逐渐发力。
- 我们预计公司 17—19 年 EPS 为 1.3、1.6、1.96 元，同比增长 25%、23.8%、21.7%。目前股价对应 17—19 年估值为 27.5X、22.3X、18.3X。维持“买入”评级。

风险提示

- 储备品种的推广低于预期、品牌药价格体系紊乱、品种提价导致销量下滑

彭婷

分析师 SAC 执业编号：S1130515090003
(8621)60230249
pengt@gjzq.com.cn

李敬雷

分析师 SAC 执业编号：S1130511030026
(8621)60230221
lijingl@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	2,719	3,035	3,364	4,110	4,986	5,983
增长率		11.6%	10.8%	22.2%	21.3%	20.0%
主营业务成本	-1,033	-1,348	-1,401	-1,685	-2,039	-2,446
%销售收入	38.0%	44.4%	41.7%	41.0%	40.9%	40.9%
毛利	1,685	1,686	1,962	2,425	2,947	3,537
%销售收入	62.0%	55.6%	58.3%	59.0%	59.1%	59.1%
营业税金及附加	-35	-36	-55	-62	-75	-93
%销售收入	1.3%	1.2%	1.6%	1.5%	1.5%	1.6%
营业费用	-993	-1,026	-1,171	-1,418	-1,710	-2,049
%销售收入	36.5%	33.8%	34.8%	34.5%	34.3%	34.3%
管理费用	-233	-290	-372	-507	-613	-733
%销售收入	8.6%	9.5%	11.1%	12.3%	12.3%	12.3%
息税前利润 (EBIT)	424	335	364	439	549	662
%销售收入	15.6%	11.0%	10.8%	10.7%	11.0%	11.1%
财务费用	-32	-1	-8	-1	4	22
%销售收入	1.2%	0.0%	0.2%	0.0%	-0.1%	-0.4%
资产减值损失	-9	-1	-18	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	9	5	7	8	9
%税前利润	0.1%	2.1%	1.1%	1.3%	1.2%	1.2%
营业利润	383	341	343	444	560	693
营业利润率	14.1%	11.2%	10.2%	10.8%	11.2%	11.6%
营业外收支	24	61	79	80	80	80
税前利润	407	401	422	524	640	773
利润率	15.0%	13.2%	12.6%	12.8%	12.8%	12.9%
所得税	-76	-74	-83	-105	-128	-157
所得税率	18.6%	18.3%	19.7%	20.0%	20.0%	20.3%
净利润	331	328	339	419	512	616
少数股东损益	30	21	36	40	43	45
归属于母公司的净利润	301	307	303	379	469	571
净利率	11.1%	10.1%	9.0%	9.2%	9.4%	9.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	331	328	339	419	512	616
少数股东损益	30	21	36	40	43	45
非现金支出	82	93	152	128	132	136
非经营收益	23	5	-14	-61	-64	-75
营运资金变动	-33	-300	-136	220	-54	-60
经营活动现金净流	403	126	341	706	527	618
资本开支	-197	-177	-159	-224	-81	114
投资	0	-124	-258	-1	0	0
其他	52	42	43	7	8	9
投资活动现金净流	-145	-259	-374	-218	-73	123
股权募资	1,265	22	3	0	0	0
债权募资	61	-609	127	-155	-129	-226
其他	-231	-134	-125	-38	-24	-14
筹资活动现金净流	1,095	-721	5	-193	-154	-240
现金净流量	1,353	-854	-29	294	300	500

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,799	969	906	1,200	1,500	2,000
应收款项	364	496	574	649	787	944
存货	351	537	648	600	726	871
其他流动资产	42	62	374	170	124	149
流动资产	2,556	2,064	2,502	2,619	3,137	3,964
%总资产	68.5%	54.8%	59.2%	58.3%	62.3%	69.6%
长期投资	2	2	2	3	2	2
固定资产	920	1,227	1,220	1,145	1,152	978
%总资产	24.6%	32.6%	28.9%	25.5%	22.9%	17.2%
无形资产	226	435	439	693	717	720
非流动资产	1,177	1,701	1,721	1,872	1,901	1,731
%总资产	31.5%	45.2%	40.8%	41.7%	37.7%	30.4%
资产总计	3,733	3,765	4,224	4,491	5,038	5,695
短期借款	587	203	330	501	372	145
应付款项	372	550	622	649	786	942
其他流动负债	95	96	119	132	160	270
流动负债	1,054	849	1,071	1,282	1,317	1,357
长期贷款	157	0	0	0	0	1
其他长期负债	242	305	348	0	0	0
负债	1,453	1,154	1,419	1,282	1,317	1,358
普通股股东权益	2,216	2,449	2,637	3,002	3,471	4,042
少数股东权益	63	161	167	207	250	295
负债股东权益合计	3,733	3,765	4,224	4,491	5,038	5,695

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	2.063	1.050	1.038	1.299	1.607	1.956
每股净资产	15.180	8.387	9.032	10.280	11.888	13.844
每股经营现金净流	2.759	0.430	1.167	2.418	1.804	2.116
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	13.59%	12.52%	11.49%	12.63%	13.52%	14.13%
总资产收益率	8.07%	8.14%	7.17%	8.45%	9.32%	10.03%
投入资本收益率	11.40%	9.62%	9.26%	9.46%	10.73%	11.77%
增长率						
主营业务收入增长率	24.66%	11.62%	10.83%	22.20%	21.30%	20.00%
EBIT增长率	15.45%	-21.11%	8.79%	20.47%	25.17%	20.65%
净利润增长率	14.53%	1.82%	-1.17%	25.17%	23.75%	21.68%
总资产增长率	77.88%	0.85%	12.19%	6.33%	12.19%	13.03%
资产管理能力						
应收账款周转天数	27.8	33.2	37.2	37.0	37.0	37.0
存货周转天数	123.2	120.1	154.3	130.0	130.0	130.0
应付账款周转天数	61.8	59.3	79.4	65.0	65.0	65.0
固定资产周转天数	99.2	133.6	130.6	99.6	75.8	57.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-46.28%	-29.36%	-20.52%	-21.79%	-30.32%	-42.75%
EBIT利息保障倍数	13.3	246.6	46.3	298.6	-156.0	-30.5
资产负债率	38.93%	30.66%	33.60%	28.55%	26.14%	23.84%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	2	2	3
增持	0	0	0	1	1
中性	0	0	0	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.75	1.60

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-12-23	买入	34.31	40.00~47.00

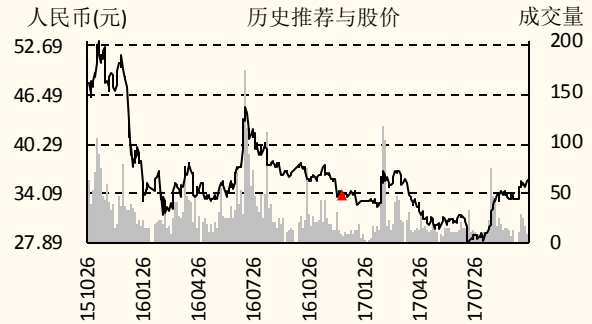
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH