

葵花药业 (002737)

公司研究/简评报告

业绩大幅增长，渠道整顿显成效

简评报告/医药

2017 年 10 月 26 日

一、事件概述

10 月 25 日，公司发布 2017 年三季报：今年 1 月至 9 月营收、归母净利润、扣非净利润分别为 26.21 亿、2.46 亿、2.27 亿，同比增长 23.09%、100.43%、177.33%，EPS 为 0.84 元，符合市场预期。销售费用、管理费用、财务费用分别为 8.67 亿、3.24 亿、753 万，同比增长 15.12%、30.66%、27.73%。

二、分析与判断

➤ 营销策略推动业绩大幅向上，主力产品销售稳定增长

Q3 公司营收、归母净利润、扣非净利润分别为 6.64 亿、0.54 亿、0.44 亿，同比增长 11.79%、224.87%、193.39%。业绩大幅度增长，一方面得益于去年同期基数较低，另一方面主因本期公司实施“划小核算单元、开展了针对大连锁的深度合作以及各种宣传推广活动”等营销策略，销售收入稳中有升。预计几大主力品种销售稳定增长：小儿肺热咳喘口服液今年 2 月首次进入国家医保目录，全年销售额有望超过 5 亿；护肝片在保肝护肝领域占有率较高，全年销售有望达到 4 亿。

➤ 连锁战略助力销售费用控制

公司销售费用 8.67 亿，其中 Q3 2.11 亿，同比下降 14.76%；前三季度销售费用率 33.07%，比去年同期下降 2.29pp，公司的营销网络扩张卓有成效，连锁战略合作力度和范围的提升有助于从终端控制销售费用。前三季度管理费用同比增长 30.66%，费用率 12.36%，比去年同期提高 0.72pp，主因薪酬和研发费用的增长。

➤ 加强品牌打造，拓展销售渠道

公司坚持“品种→品牌→品类”的发展战略，继续加强葵花品牌的打造，“小葵花”儿童药领域已形成多个黄金单品品类布局，并与“葵花美小护”、“葵花爷爷”、“葵花蓝人”形成品牌梯队。此外，公司现拥有 19 个事业部销售单元，在 OTC 和医疗端均加强覆盖，产品推广有望更上一层楼。

三、盈利预测与投资建议

公司“葵花”品牌优势明显，核心品种销售稳健，销售战略的推进带来新的放量空间，且面临估值切换机遇。预计 17-19 年 EPS 1.30、1.64、1.99 元；对应 PE 为 28X、22X 和 18X，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

四、风险提示：

主力品种销售不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	3,364	3,918	4,534	5,239
增长率（%）	10.8%	16.5%	15.7%	15.6%
归属母公司股东净利润（百万元）	303	380	479	581
增长率（%）	-1.2%	25.4%	26.0%	21.4%
每股收益（元）	1.04	1.30	1.64	1.99
PE（现价）	34.5	27.5	21.8	18.0
PB	4.0	3.6	3.3	2.9

资料来源：公司公告、民生证券研究院

谨慎推荐 首次评级

合理估值： 40.00—45.92 元

交易数据 2017-10-25

收盘价（元）	35.78
近 12 个月最高/最低	37.23/27.89
总股本（百万股）	292
流通股本（百万股）	121
流通股比例（%）	41.56
总市值（亿元）	104
流通市值（亿元）	43

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：肖汉山

执业证号： S0100517080005

电话： 021-60876722

邮箱： xiaohanshan@mszq.com

相关研究

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	3,364	3,918	4,534	5,239
营业成本	1,401	1,606	1,837	2,110
营业税金及附加	55	64	74	85
销售费用	1,171	1,280	1,474	1,694
管理费用	372	470	533	589
EBIT	431	548	677	822
财务费用	8	-7	-22	-33
资产减值损失	18	5	5	5
投资收益	0	0	0	0
营业利润	339	500	633	788
营业外收支	84	55	66	67
利润总额	422	555	699	855
所得税	83	139	175	214
净利润	339	416	524	641
归属于母公司净利润	303	380	479	581
EBITDA	566	763	892	1,035

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	495	904	1019	1875
应收账款及票据	513	398	656	562
预付款项	98	44	118	68
存货	648	503	814	699
其他流动资产	337	337	357	359
流动资产合计	2092	2186	2964	3563
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1204	1037	853	670
无形资产	283	250	216	182
非流动资产合计	1666	1446	1227	1010
资产合计	3757	3632	4191	4573
短期借款	330	0	0	0
应付账款及票据	351	366	455	488
其他流动负债	271	172	277	179
流动负债合计	952	537	732	667
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	1	1	1	1
非流动负债合计	1	1	1	1
负债合计	953	538	733	668
股本	292	292	292	292
少数股东权益	167	203	248	308
股东权益合计	2804	3094	3458	3905
负债和股东权益合计	3757	3632	4191	4573

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	10.8%	16.5%	15.7%	15.6%
EBIT 增长率	6.9%	27.1%	23.5%	21.5%
净利润增长率	-1.2%	25.4%	26.0%	21.4%
盈利能力				
毛利率	58.3%	59.0%	59.5%	59.7%
净利润率	10.1%	10.6%	11.6%	12.2%
总资产收益率 ROA	11.5%	15.1%	16.2%	18.0%
净资产收益率 ROE	11.5%	13.1%	14.9%	16.2%
偿债能力				
流动比率	2.2	4.1	4.1	5.3
速动比率	1.2	2.6	2.6	3.9
现金比率	0.6	0.6	0.6	0.5
资产负债率	25.4%	14.8%	17.5%	14.6%
经营效率				
应收账款周转天数	55.7	37.1	52.8	39.1
存货周转天数	168.9	114.4	161.8	121.0
总资产周转率	0.9	1.1	1.1	1.1
每股指标 (元)				
每股收益	1.0	1.3	1.6	2.0
每股净资产	9.0	9.9	11.0	12.3
每股经营现金流	1.2	2.8	0.7	3.3
每股股利	0.3	0.4	0.5	0.7
估值分析				
PE	34.5	27.5	21.8	18.0
PB	4.0	3.6	3.3	2.9
EV/EBITDA	18.5	12.8	10.9	8.6
股息收益率	28.9%	33.4%	33.4%	33.4%

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	339	416	524	641
折旧和摊销	135	215	215	212
营运资金变动	-136	230	-469	192
经营活动现金流	340	818	204	968
资本开支	-375	0	0	0
投资	1	42	49	50
投资活动现金流	-374	42	49	50
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	-330	-0	-0
筹资活动现金流	4	-450	-138	-161
现金净流量	-29	409	115	857

分析师简介

肖汉山，分析师，毕业于中国科学院遗传与发育生物学研究所，先后就职于华泰证券、天风证券，2017年7月加入民生证券，

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。