

# 葵花药业(002737)

## 乘 OTC 消费升级东风，强势品牌+优质品种 驱动公司迎来业绩爆发期 买入(维持)

2018 年 03 月 15 日

证券分析师 焦德智  
S0600516120001  
021-60199780  
jiaodzh@dwzq.com.cn  
证券分析师 全铭  
S0600517010002  
quanm@dwzq.com.cn  
研究助理 许汪洋  
xuwy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3,855.1	4,826.7	5,915.1	7,110.3
同比	14.6%	25.2%	22.5%	20.2%
归母净利润(百万元)	424.0	538.1	678.4	833.7
同比	39.9%	26.9%	26.1%	22.9%
ROE	14.2%	15.2%	16.1%	16.5%
每股收益(元)	1.45	1.84	2.32	2.86
P/E	26.3	20.7	16.4	13.4
P/B	3.7	3.2	2.7	2.2

### 投资要点

#### 一、事件：公司发布 2017 年年报、利润分配预案以及实际控制人计划向控股股东转让部分公司股份的公告

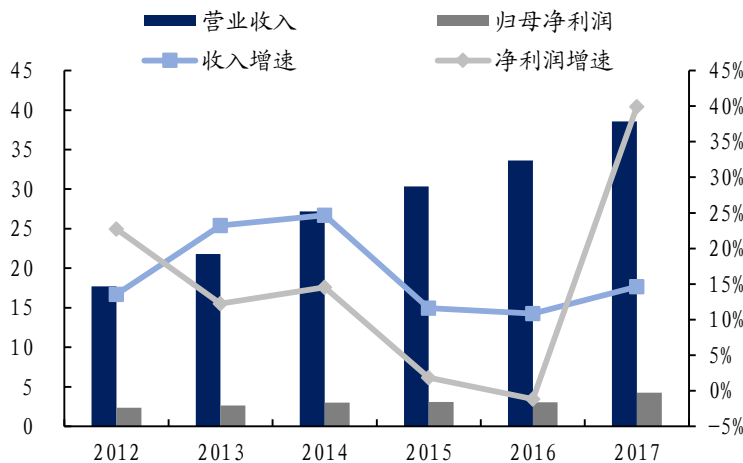
2017 年公司实现销售收入 38.55 亿元，同比增长 14.61%；实现归属母公司净利润 4.24 亿元，同比增长 39.93%；扣非后归属母公司净利润 3.66 亿元，同比增长 55.25%，**公司业绩超预期。**

2017 年公司 Q4 单季度实现销售收入 12.34 亿元，与去年同期基本持平；实现归属母公司净利润 1.78 亿元，同比下降 1.23%；扣非后归属母公司净利润 1.39 亿元，同比下降 9.69%。第四季度业绩同比略微下滑主要系 2016 年 Q2-Q3 渠道调整，同年第四季度业绩迅速恢复导致基数较高所致。

同时公司公告了 2017 年利润分配预案，以公司截至 2017 年 12 月 31 日的总股本 292,000,000 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 29,200 万元(含税)；同时，**以资本公积金向全体股东每 10 股转增 10 股。**

与此同时，公司实际控制人、董事长、总经理关彦斌先生，计划以大宗交易方式将其持有的公司股份 1,108 万股(占公司总股本的 3.79%)转让给公司大股东葵花集团。

图表 1：公司销售收入与归母净利润变化情况(亿元)



资料来源：公司公告、东吴证券研究所

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元) 38.21  
一年最低/最高价 27.01/39.50  
市净率(倍) 3.73  
流通 A 股市值(亿元) 50.1

### 基础数据

每股净资产(元) 10.25  
资本负债率(%) 29.27  
总股本(亿股) 2.92  
流通 A 股(亿股) 1.31

### 相关研究

收入增长 23.1%，扣非归母净利润增长 177.3%，业绩持续爆发，三季报符合预期 -20171026

## 二、我们的观点：乘 OTC 消费升级东风，公司营销改革完成后迎来爆发期

2017 年公司实现销售收入 38.55 亿元，同比增长 14.61%；实现归属母公司净利润 4.24 亿元，同比增长 39.93%；扣非后归属母公司净利润 3.66 亿元，同比增长 55.25%，公司进入业绩爆发期。

### 1、OTC 消费升级开始，公司品牌+品种优势显著。

近年来随着我国人均收入水平的大幅提高，消费升级的趋势已经带入了 OTC 药品销售领域，消费者更加注重药品的品质与品牌，给 OTC 中的“大”品牌企业带来了新的活力。葵花药业作为国内最知名的 OTC 药品生产企业之一，其“小葵花”儿童药品品牌从 2012-2016 年，连续进入中国药品品牌榜，并位列最受欢迎明星用药。强大的品牌和公司丰富的品种（在售品种超过 300 个）成为此轮消费升级快速带动公司业绩的重要力量。

### 2、销售改革完成，业绩拐点已现，公司进入新的发展期。

2016 年在“94 号文”、“营改增”等政策组合拳带动下，公司主动进行销售渠道改革，致使 2016 年 Q2 和 Q3 出现业绩波动。随着渠道改革的完成，2016 年 Q4 之后公司业绩出现了明显的加速增长趋势。

销售策略上，公司坚持执行“黄金大单品”+“重点新品”+“一品一策”等多维销售方式，其中儿童药领域的小儿肺热咳喘口服液、小儿氨酚黄那敏颗粒、小儿化痰止咳颗粒、小儿氨酚烷胺颗粒、小儿柴桂退热，消化类的胃康灵胶囊（颗粒）、护肝片等大单品成为领军品种拉动公司销售收入。后续梯队品种培养上，五加参蛤蚧精、小葵花金银花露、秋梨润肺膏、芪斛楂颗粒也陆续进入销售放量期，有望借助公司的品牌与营销网络优势，成为潜在的黄金单品，带动公司业绩持续高成长。

目前公司形成了 6 亿以上品种 1 个、4 亿以上品种 1 个、1-3 亿品种 6 个、5000 万至 1 亿元品种 5 个，千万以上品种 56 个的产品梯队。在销售渠道改革完成，成功推行“黄金大单品”+“重点新品”+“一品一策”等多维销售方式的作用下，2017 年公司销售收入进入爆发期，业绩拐点得以确认，迎来新的发展阶段。

### 3、立足儿童药和优势品种，一品一策打造黄金大单品。

公司重塑回归药品本质、以顾客思维为经营起点的经营理念，以药品本质、顾客思维为导向，进行品牌打造、品类规划、网络升级、模式创新、黄金单品打造及梯队建设，从而进一步确立和巩固公司现有优势及行业地位。

在“小葵花”儿童药战略推动下，公司在儿童用药领域重点布局发烧感冒、止咳祛痰、厌食症（健脾扶正）、祛火清热四个亚类用药，规划并打造出每个亚类的领军品种，形成黄金单品梯队。

小儿肺热咳喘口服液（颗粒）作为公司重磅黄金单品，2017 年新进国家医保目录，有望在处方药市场带来增量，同时被国家卫计委列为 2018 年流感防治推荐用药，目前公司正在进行该品种增加适应症的临床循证工作。2017 年，小儿肺热咳喘口服液（颗粒）销

销售额率先突破 6 亿元，未来有望持续放量。

公司经典“老牌名药”护肝片销售额持续放大，销售额近 5 亿元。第三大品种胃康灵在 2017 年迎来了原材料价格下降和利润释放的过程，公司也随之加大了销售力量，重启品牌营销模式，大幅提升了该品种的销售收入。

图表 3: 2018 年 1 月份公司经营情况 (万元)

项目	2018 年 1 月份	2017 年 1 月份	增长额	增长率 (%)
营业收入	49,604	24,602	25,002	101.63%
其中: 小葵花儿童药品类收入	23,785	11,042	12,743	115.40%

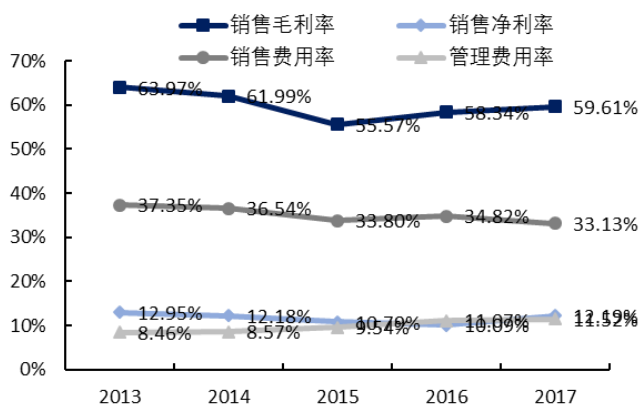
资料来源: 公司公告、东吴证券研究所

#### 4、营销改革完成，规模效应凸显，费用率显著下降，毛利率和净利率均有提升。

公司 2015 年上市以来不断完善自己的生产、经营、销售与渠道，尤其借势 2016 年的行业变革，重新梳理销售模式，使得公司的费用率得到了有效控制。2017 年公司的销售费用为 12.77 亿元，同比增长 9.0%，低于公司收入增速；销售费用率为 33.13%，低于 2016 年同期 34.82% 的水平。公司管理费用为 4.44 亿元，同比增长 19.3%，管理费用率为 11.52%，高于去年同期 0.45 个百分点。

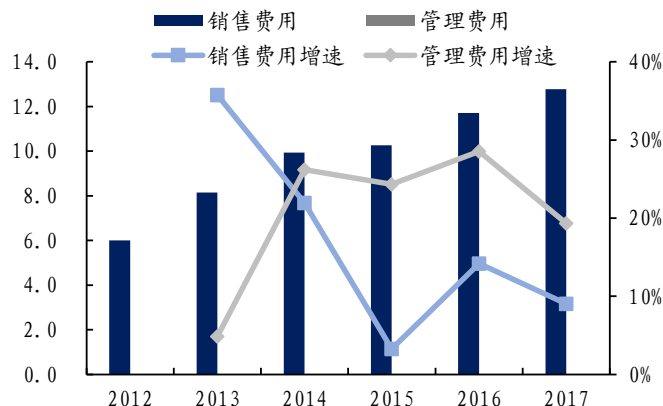
在提高经营效率和控制成本方面公司也有所提高，产品的毛利率达到了 59.61%，高于 2016 年同期 1.27 个百分点。在毛利率提升和销售费用率下降的双重作用下，公司的净利润率水平上升了 2.1 个百分点，达到了 12.19%。

图表 2: 公司毛利率、净利率与费用率情况



资料来源: Wind、东吴证券研究所

图表 3: 公司销售费用与管理费用变化情况 (亿元)



资料来源: Wind、东吴证券研究所

### 5、公司儿童药的治疗效果好、品牌优势强，流感爆发凸显公司优势。

根据卫计委公告以及各地新闻报道，我国 2017 年冬季流感报告病例明显高于往年同期水平，其中儿童流感更成为重灾区，多地儿童医院出现超负荷爆满情况。国家卫计委疾病预防控制局数据显示，2017 年流行性感胃发病数达 27.39 万人，2017 年 12 月发病数为 12.18 万人，2017 年一月仅为 3.01 万人。

公司拥有小儿肺热咳喘口服液、小儿柴桂、小儿氨酚黄那敏等一系列重点儿童感冒用药，其中小儿肺热咳喘口服液更是成为《流行性感胃诊疗方案(2018 年版)》中突出强调的儿童流感用药。而本次大规模的流感不仅为公司带来了销量的快速增长，更是凸显了公司儿童药产品的品质与疗效，再次强化了公司儿童药龙头品牌的影响力。

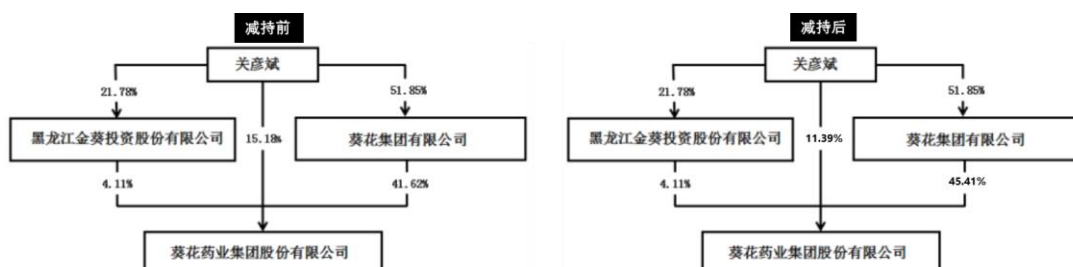
### 6、高股息率与投资人共享公司发展成果，实际控制人大宗减持给葵花集团体现长期发展信心。

公司公布了 2017 年利润分配预案，每 10 股派股息 10 元，同时转增 10 股。在业绩进入拐点爆发期和现金充足的时候，公司进行了大比例分红，股息率达到 2.62%，与投资者共享公司发展成果。

同期公司公告了实际控制人、董事长、总经理关彦斌先生，计划以大宗交易方式将其持有的公司股份 1,108 万股（占公司总股本的 3.79%）转让给公司大股东葵花集团。在 2017 年 12 月 27 号，公司公告了葵花集团追加锁定期一年，延长至 2018 年 12 月 30 日。

目前的股权结构，关彦斌先生为葵花集团的实际控制人，在解决关彦斌先生个人需求同时，上市公司股权进一步集中到大股东葵花集团。

图表 4: 董事长、总经理关彦斌先生减持前后公司股权结构变化情况



资料来源: Wind、东吴证券研究所

### 三、盈利预测与投资评级:

我们预期公司 2018-2020 年,销售收入分别为 48.27 亿元、59.15 亿元和 71.10 亿元; 归属母公司净利润分别为 5.38 亿元、6.78 亿元和 8.34 亿元; EPS 分别为 1.84 元、2.32 元和 2.86 元。我们认为公司营销改革完成业绩有望迎来拐点, 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。

葵花药业三大财务预测表 (百万)

资产负债表	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	2,624.6	3,247.5	4,140.6	5,213.9	营业收入	3,855.1	4,826.7	5,915.1	7,110.3
现金	932.1	1,003.8	1,697.1	2,139.9	营业成本	1,557.2	1,906.5	2,325.6	2,791.2
应收票据&账款	486.7	765.3	769.0	1,075.4	营业税金及附加	68.5	74.1	90.8	109.2
其它应收款	71.6	94.6	109.1	135.8	营业费用	1,277.0	1,582.9	1,920.4	2,285.4
预付账款	58.9	132.9	101.0	179.7	管理费用	444.2	550.7	671.4	803.1
存货	797.1	972.7	1,186.1	1,404.9	财务费用	7.2	-19.0	-30.2	-43.0
其他	278.2	278.2	278.2	278.2	资产减值损失	5.8	5.8	5.8	5.8
非流动资产	1,845.6	1,833.3	1,821.1	1,810.9	投资净收益	7.5	-	-	-
固定资产	1,212.2	1,246.6	1,236.4	1,226.1	营业利润	502.6	725.8	931.2	1,158.7
无形资产	329.6	329.6	329.6	329.6	营业外损益	62.1	62.1	62.1	62.1
其他	303.7	257.1	255.1	255.1	利润总额	564.7	787.9	993.3	1,220.8
<b>资产总计</b>	<b>4,470.2</b>	<b>5,080.9</b>	<b>5,961.7</b>	<b>7,024.7</b>	所得税	94.9	197.0	248.3	305.2
流动负债	951.5	971.3	1,107.2	1,254.6	净利润	469.9	590.9	745.0	915.6
应付账款	397.8	519.5	599.5	743.5	少数股东损益	45.9	52.8	66.6	81.9
其他	553.7	451.8	507.7	511.1	归母净利润	424.0	538.1	678.4	833.7
非流动负债	357.0	357.0	357.0	357.0	EBITDA	716.9	775.2	969.4	1,182.1
长期借款	-	-	-	-	EPS (元)	1.45	1.84	2.32	2.86
其他	357.0	357.0	357.0	357.0	<b>主要财务比率</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1,308.6</b>	<b>1,328.3</b>	<b>1,464.2</b>	<b>1,611.6</b>	营业收入增速	14.6%	25.2%	22.5%	20.2%
股本	292.0	292.0	292.0	292.0	归母净利润增速	39.9%	26.9%	26.1%	22.9%
少数股东权益	168.7	221.6	288.2	370.1	毛利率	59.6%	60.5%	60.7%	60.7%
归属母公司股东权益	2,992.9	3,530.9	4,209.3	5,043.1	净利率	12.2%	12.2%	12.6%	12.9%
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,470.2</b>	<b>5,080.9</b>	<b>5,961.7</b>	<b>7,024.7</b>	ROE	14.2%	15.2%	16.1%	16.5%
<b>现金流量表</b>					ROIC	18.4%	22.4%	24.2%	29.3%
经营活动现金流	558.8	106.0	616.4	353.1	资产负债率	29.3%	26.1%	24.6%	22.9%
折旧摊销	145.1	6.5	6.5	4.5	总资产周转率	86.2%	95.0%	99.2%	101.2%
营运资金变动	7.3	503.2	757.2	925.8	P/E	26.3	20.7	16.4	13.4
投资活动现金流	-153.9	46.6	46.6	46.6	P/B	3.7	3.2	2.7	2.2
筹资活动现金流	-395.0	-80.9	30.4	43.2	EV/EBITDA	14.7	13.4	10.1	8.0
现金净增加额	9.5	71.7	693.3	442.8	每股净资产(元)	10.25	12.09	14.42	17.27

数据来源: wind 资讯, 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>

