

# 葵花药业 (002737.SZ) 中药行业

评级：买入 维持评级

公司点评

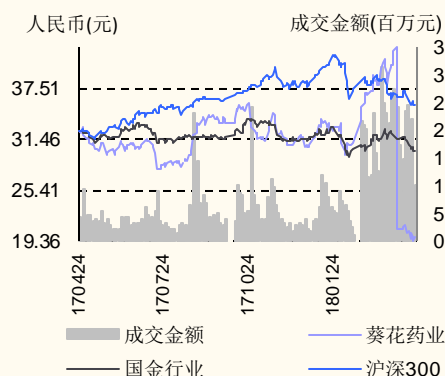
市场价格(人民币)：19.84元

## 收入增长加速，经营效益提升

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)	516.78
总市值(百万元)	11,586.56
年内股价最高最低(元)	42.33/19.36
沪深300指数	3766.33
深证成指	10330.63



### 相关报告

- 《经营效益提升，大品种再上台阶-经营效益提升，大品种再上台阶》，2018.3.16
- 《打造大品种，盈利能力提升-打造大品种，盈利能力提升》，2017.10.26

### 公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	1.038	1.452	0.887	1.076	1.307
每股净资产(元)	9.03	10.25	6.47	7.55	8.86
每股经营性现金流(元)	1.17	1.91	1.14	1.14	1.39
市盈率(倍)	32.47	21.23	22.39	18.44	15.20
行业优化市盈率(倍)	29.58	29.58	29.58	29.58	29.58
净利润增长率(%)	-1.17%	39.93%	22.12%	21.41%	21.43%
净资产收益率(%)	11.49%	14.17%	13.70%	14.26%	14.76%
总股本(百万股)	292.00	292.00	584.00	584.00	584.00

来源：公司年报、国金证券研究所

### 业绩简评

- 公司18年一季度收入10.9亿，同比增长30.6%，归母净利润达1.46亿，同比增长49%，扣非归母净利润1.2亿，同比增长40.3%。一季度经营活动净现金流1.62亿，同比增长305%。

### 经营分析

- 一季度公司收入增速超预期，合理控费使得利润增速快于收入增速。公司一季度整体收入增速达30.6%，受益于流感，预计儿科药收入增速超40%。划小核算单位的改革体现成效，一方面公司强化利润考核指标，销售激励到位；另一方面独立核算单品种在不同渠道的投入，合理控费使得销售费用率和管理费用率分别下降0.39、0.37个百分点，利润增速快于收入增速。
- 18年公司大品种有望再上台阶，继而带动品种群放量。(1) 小儿肺热咳喘口服液(颗粒)17年销售额突破6个亿，三四线城市可拓展空间很大，17年新入医保目录后，单品种规模有望两至三年突破10个亿。小儿肺热被国家卫计委列为流感防治推荐用药，预计18年销量大幅增长。儿科用药品种梯队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，中标价上提可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。
- 公司打造平台型销售体系。公司根据品种的特点采取差异化的销售模式。品牌品种重视广告营销的品牌拉力。普药采取控销模式，极大激发各环节的销售积极性。公司已在全国建立了400支省级销售团队，产品覆盖全国30万家零售终端网点及近6000家医院，销售网络具备较强的地推能力。

### 投资建议

- 18年大品种发力可期。小儿肺热咳喘在三四线城市拓展空间很大；护肝片受益低价药提价带来业绩弹性。普药全面恢复出货和回款。上市后并购的独家品种后续有望逐渐发力。
- 我们预计公司18—20年EPS为0.89、1.08、1.31元，净利润同比增长22.1%、21.4%、21.4%。目前股价对应18—20年估值为22.4X、18.4X、15.2X。维持“买入”评级。

### 风险提示

- 品牌药价格体系紊乱风险；护肝片提价导致销量下滑的风险；储备品种的推广低于预期的风险。

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)**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>主营业务收入</b>	<b>3,035</b>	<b>3,364</b>	<b>3,855</b>	<b>4,557</b>	<b>5,368</b>	<b>6,339</b>
增长率		10.8%	14.6%	18.2%	17.8%	18.1%
主营业务成本	-1,348	-1,401	-1,557	-1,844	-2,169	-2,556
%销售收入	44.4%	41.7%	40.4%	40.5%	40.4%	40.3%
毛利	1,686	1,962	2,298	2,713	3,199	3,783
%销售收入	55.6%	58.3%	59.6%	59.5%	59.6%	59.7%
营业税金及附加	-36	-55	-69	-68	-81	-89
%销售收入	1.2%	1.6%	1.8%	1.5%	1.5%	1.4%
营业费用	-1,026	-1,171	-1,277	-1,517	-1,782	-2,097
%销售收入	33.8%	34.8%	33.1%	33.3%	33.2%	33.1%
管理费用	-290	-372	-444	-524	-607	-704
%销售收入	9.5%	11.1%	11.5%	11.5%	11.3%	11.1%
息税前利润 (EBIT)	335	364	508	603	730	894
%销售收入	11.0%	10.8%	13.2%	13.2%	13.6%	14.1%
财务费用	-1	-8	-7	7	13	17
%销售收入	0.0%	0.2%	0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.3%
资产减值损失	-1	-18	-6	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	9	5	60	7	10	13
%税前利润	2.1%	1.1%	10.6%	1.0%	1.2%	1.3%
营业利润	341	343	555	617	753	924
营业利润率	11.2%	10.2%	14.4%	13.5%	14.0%	14.6%
营业外收支	61	79	10	80	85	90
税前利润	401	422	565	697	838	1,014
利润率	13.2%	12.6%	14.6%	15.3%	15.6%	16.0%
所得税	-74	-83	-95	-139	-168	-206
所得税率	18.3%	19.7%	16.8%	20.0%	20.0%	20.3%
净利润	328	339	470	558	671	808
少数股东损益	21	36	46	40	42	45
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>307</b>	<b>303</b>	<b>424</b>	<b>518</b>	<b>629</b>	<b>763</b>
净利率	10.1%	9.0%	11.0%	11.4%	11.7%	12.0%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	328	339	470	558	671	808
少数股东损益	21	36	46	40	42	45
非现金支出	93	152	150	138	160	191
非经营收益	5	-14	-16	-45	-95	-103
营运资金变动	-300	-136	-46	16	-68	-83
<b>经营活动现金净流</b>	<b>126</b>	<b>341</b>	<b>558</b>	<b>667</b>	<b>668</b>	<b>813</b>
资本开支	-177	-159	-124	-387	-312	-211
投资	-124	-258	-38	-1	0	0
其他	42	43	8	7	10	13
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-259</b>	<b>-374</b>	<b>-154</b>	<b>-381</b>	<b>-302</b>	<b>-198</b>
股权募资	22	3	0	292	0	0
债权募资	-609	127	-234	-76	10	11
其他	-134	-125	-162	-25	0	0
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-721</b>	<b>5</b>	<b>-395</b>	<b>191</b>	<b>10</b>	<b>11</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-854</b>	<b>-29</b>	<b>9</b>	<b>477</b>	<b>376</b>	<b>625</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	969	906	932	1,409	1,784	2,410
应收款项	496	574	558	660	778	953
存货	537	648	797	859	1,010	1,155
其他流动资产	62	374	337	161	110	130
流动资产	2,064	2,502	2,625	3,089	3,682	4,648
%总资产	54.8%	59.2%	58.7%	59.2%	60.9%	65.2%
长期投资	2	2	3	3	3	3
固定资产	1,227	1,220	1,257	1,358	1,572	1,680
%总资产	32.6%	28.9%	28.1%	26.0%	26.0%	23.6%
无形资产	435	439	505	738	761	763
非流动资产	1,701	1,721	1,846	2,130	2,366	2,477
%总资产	45.2%	40.8%	41.3%	40.8%	39.1%	34.8%
<b>资产总计</b>	<b>3,765</b>	<b>4,224</b>	<b>4,470</b>	<b>5,218</b>	<b>6,049</b>	<b>7,125</b>
短期借款	203	330	100	0	0	0
应付款项	550	622	735	708	832	980
其他流动负债	96	119	117	146	172	281
流动负债	849	1,071	952	854	1,004	1,261
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	305	348	357	375	385	395
<b>负债</b>	<b>1,154</b>	<b>1,419</b>	<b>1,309</b>	<b>1,229</b>	<b>1,389</b>	<b>1,657</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>2,449</b>	<b>2,637</b>	<b>2,993</b>	<b>3,781</b>	<b>4,409</b>	<b>5,173</b>
少数股东权益	161	167	169	209	251	296
<b>负债股东权益合计</b>	<b>3,765</b>	<b>4,224</b>	<b>4,470</b>	<b>5,218</b>	<b>6,049</b>	<b>7,125</b>

**比率分析**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>每股指标</b>						
每股收益	1.050	1.038	1.452	0.887	1.076	1.307
每股净资产	8.387	9.032	10.249	6.474	7.550	8.857
每股经营现金净流	0.430	1.167	1.911	1.141	1.144	1.392
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	12.52%	11.49%	14.17%	13.70%	14.26%	14.76%
总资产收益率	8.14%	7.17%	9.49%	9.92%	10.39%	10.71%
投入资本收益率	9.62%	9.26%	12.84%	12.02%	12.47%	12.97%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	11.62%	10.83%	14.61%	18.20%	17.80%	18.10%
EBIT增长率	-21.11%	8.79%	39.58%	18.73%	21.00%	22.44%
净利润增长率	1.82%	-1.17%	39.93%	22.12%	21.41%	21.43%
总资产增长率	0.85%	12.19%	5.84%	16.73%	15.92%	17.80%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	33.2	37.2	32.1	33.0	33.0	35.0
存货周转天数	120.1	154.3	169.4	170.0	170.0	165.0
应付账款周转天数	59.3	79.4	82.4	65.0	65.0	65.0
固定资产周转天数	133.6	130.6	114.8	102.6	93.7	88.9
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-29.36%	-20.52%	-26.32%	-35.31%	-38.29%	-44.05%
EBIT利息保障倍数	246.6	46.3	70.2	-87.6	-55.2	-51.6
资产负债率	30.66%	33.60%	29.27%	23.55%	22.96%	23.26%

**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	2	3	7	7	18
增持	0	0	4	4	8
中性	0	0	2	2	3
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.62	1.62	1.48

来源：朝阳永续

**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。

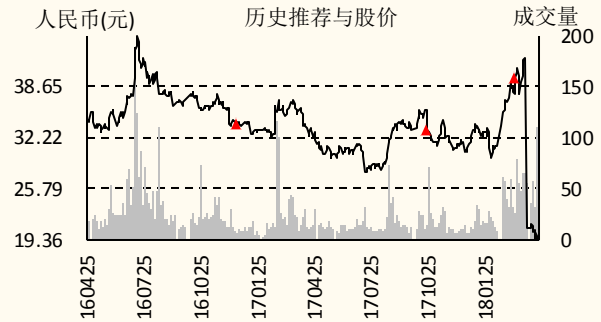
最终评分与平均投资建议对照：

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

**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
2	2017-10-26	买入	35.78	N/A
3	2018-03-16	买入	38.21	N/A

来源：国金证券研究所



**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为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