

OTC 消费升级带动葵花产品量价双升，叠加流感因素驱动 Q1 业绩增长超预期

买入 (维持)

2018 年 04 月 24 日

证券分析师 焦德智
执业证号: S0600516120001
021-11111111
jiaodzh@dwzq.com.cn
证券分析师 全铭
执业证号: S0600517010002
quanm@dwzq.com.cn
研究助理 许汪洋
xuwy@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	3,855.1	4,903.3	6,074.7	7,531.2
同比	14.6%	27.2%	23.9%	24.0%
净利润 (百万元)	424.0	569.5	736.2	944.2
同比	39.9%	34.3%	29.3%	28.3%
每股收益 (元/股)	0.73	0.98	1.26	1.62
P/E (倍)	29.3	21.8	16.9	13.2

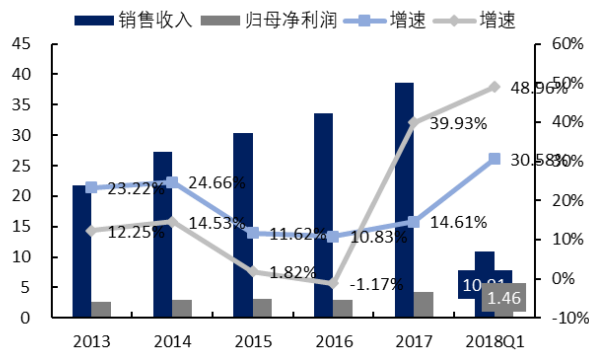
投资要点

■ 一、事件：公司发布 2018 年一季报，以及 2018 年 1-6 月盈利预测

2018 年 Q1 公司实现销售收入 10.91 亿元，同比增长 30.58%；实现归属母公司净利润 1.46 亿元，同比增长 48.96%；扣非后归属母公司净利润 1.21 亿元，同比增长 40.30%，公司业绩略超预期。

同时公司预计 2018 年 1-6 月归属母公司净利润在 2.49 亿元至 2.87 亿元之间，同比增长 30%-50%。

图 1：公司销售收入与归母归母净利润变化情况 (亿元)



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

■ 二、我们的观点：葵花药业产品迎来消费升级驱动量价双升带来的业绩爆发

1、消费升级驱动品牌药量价双升。

葵花药业是我国知名的 OTC 品牌药品生产企业，在 2017 年年度中国非处方药生产企业综合排名中名列第 8 位，“小葵花”更是在儿童药细分领域的第一品牌。根据中国非处方药物协会的统计数据，葵花药业的产品在多个细分门类里销售名列前茅。其中中成药领域，小儿肺热咳喘口服液/颗粒和小儿化痰止咳颗粒位列儿科感冒类的第一名和第四名；小儿麦枣咀嚼片位列儿科消化类的第四名；胃康灵胶囊/颗粒位列消化类的第 7 名。化药产品中，公司生产的小儿氨酚黄那敏颗粒/片销量位列化药儿科类的第 7 名；盐酸氨溴索口服溶液位列化药止咳化痰类的第二名。

股价走势



市场数据

收盘价(元) 21.30
一年最低/最高价 13.17/21.90
市净率(倍) 4.2
流通 A 股市值(亿元) 110

基础数据

每股净资产(元) 5.12
资产负债率(%) 29.12
总股本(百万股) 584
流通 A 股(百万股) 517

相关研究

1、《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》

2017-10-26

2、《葵花药业 2017 年半年报点评：收入增长 27.5%，扣非净利润增长 41.3%，2017 半年报业绩超预期》

2017-08-24

3、《葵花药业 2016 年报及 2017 年一季报点评：2016 年报和 2017 年一季报业绩符合预期，业绩底部反转确认》

2017-04-28

表 1: 2017 年公司产品在非处方药品销售排名情况

种类	产品	排名
中药 儿科感冒类	小儿肺热咳喘口服液/颗粒	1
中药 儿科感冒类	小儿化痰止咳颗粒	4
中药 儿科消化类	小儿麦枣咀嚼片	4
中药 清热解毒类	复方金银花颗粒	7
中药 消化类	胃康灵胶囊/颗粒	7
中药 痔疮类	熊胆痔灵膏/栓	5
化药 止咳化痰类	盐酸氨溴索口服溶液	2
化药 儿科类	小儿氨酚黄那敏颗粒/片	7

数据来源: 中国非处方药协会、东吴证券研究所

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。公司正式在核心大单品优质疗效与良好的品牌知名度带动下,一步一步成长为国内最优质的品牌 OTC 制药企业。在 OTC 行业普遍迎来消费升级驱动的涨价趋势下,公司的核心产品,例如小儿肺热咳喘口服液、胃康灵、护肝片等具备良好的品牌口碑优势、疗效优势,产品价格上涨中竞争力更强,迎来量价双升的发展机遇。

2、“黄金大单品”策略打造 20 个过亿单品。

目前公司产品形 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。公司在销售策略上全面推行“黄金大单品”+“重点新品”+“一品一策”的多维销售方式,力求在未来三年中打造 20 个过亿元的一线“黄金单品”集群。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,成为公司新的潜在的“黄金单品”,未来有望为公司业绩贡献力量。

3、流感带来儿童感冒类药物的爆发销售,驱动公司一季度业绩爆发。

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。葵花药业作为儿童药第一品牌,小儿肺热咳喘口服液、小柴桂退热颗粒、小儿化痰止咳颗粒、小儿氨酚黄那敏等多个核心产品均为儿童流感治疗用药的优势产品,在此次流感爆发中受益明显,成为公司一季度业绩爆发的重要动力之一。

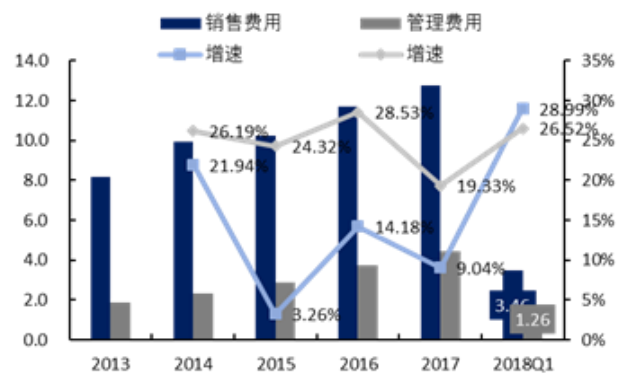
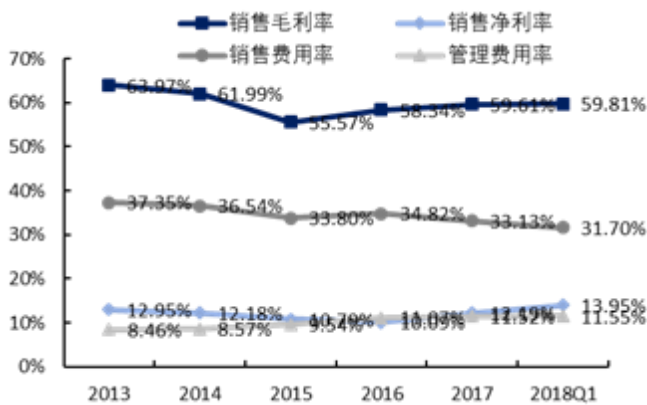
4、规模效应和管理效率逐渐显现,公司毛利率与净利率水平稳步提升。

2017 年为公司业绩爆发的起点，通过毛利率与净利润率的提高 2017 年利润增速首度超过收入增速，其趋势延续至今。2018 年 Q1，公司的销售费用为 3.46 亿元，同比增长 28.99%，低于公司收入增速；销售费用率为 31.70%，低于 2017 年全年水平。公司一季度的管理费用为 1.26 亿元，同比增长 26.52%，管理费用率为 11.55%，与 2017 年水平相当。

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 59.81%，略高于 2017 年同期水平。在毛利率提升和销售费用率下降的双重作用下，公司的净利润率比 2017 年同期上升了 1.01 个百分点，达到了 13.95%。

图 2: 公司毛利率、净利率与费用率情况

图 3: 公司销售费用与管理费用变化情况 (亿元)



数据来源: Wind、东吴证券研究所

数据来源: 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 49.03 亿元、60.75 亿元和 75.31 亿元,同比增长 27.2%、23.9%和 24.0%; 归属母公司净利润分别为 5.70 亿元、7.36 亿元和 9.44 亿元,同比增长 34.3%、29.3%和 28.3%; EPS 分别为 0.98 元、1.26 元和 1.62 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。

葵花药业盈利预测表 (百万元)

资产负债表	2017	2018E	2019E	2020E	利润表	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	2624.6	3052.7	4084.4	5369.6	营业收入	3855.1	4903.3	6074.7	7531.2
现金	932.1	755.4	1582.9	2059.7	营业成本	1557.2	1936.7	2388.3	2956.4
应收票据&账款	486.7	785.2	790.6	1163.0	营业税金及附加	68.5	75.3	93.3	115.6
其它应收款	71.6	97.2	112.0	147.4	营业费用	1277.0	1608.0	1972.3	2420.7
预付账款	58.9	135.9	104.3	193.0	管理费用	444.2	559.4	689.6	850.6
存货	797.1	1000.8	1216.3	1528.2	财务费用	7.2	-16.1	-26.1	-40.7
其他	278.2	278.2	278.2	278.2	资产减值损失	5.8	8.2	8.2	8.2
非流动资产	1845.6	1604.5	1363.4	1124.3	公允价值变动收 益	0.0	0.0	0.0	0.0
长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	7.5	0.0	0.0	0.0
固定资产	1212.2	1057.6	858.3	659.0	营业利润	502.6	731.8	949.1	1220.3
无形资产	329.6	289.8	250.0	210.2	营业外损益	9.7	10.7	10.7	10.7
其他	303.7	257.1	255.1	255.1	利润总额	512.3	742.5	959.7	1231.0
资产总计	4470.2	4657.2	5447.8	6493.9	所得税	77.2	111.4	144.0	184.6
流动负债	951.5	989.6	1126.9	1335.2	净利润	435.0	631.1	815.8	1046.3
短期借款	100.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	45.9	61.6	79.6	102.1
应付账款	397.8	534.1	615.1	807.4	归属母公司净利 润	424.0	569.5	736.2	944.2
其他	453.7	455.6	511.8	527.8	EBITDA	664.5	959.0	1166.3	1420.8
非流动负债	357.0	0.6	0.6	0.6	EPS(元)(摊薄后)	0.73	0.98	1.26	1.62
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	357.0	0.6	0.6	0.6	主要财务比率				
负债合计	1308.6	990.3	1127.6	1335.9	营业收入增速	14.6%	27.2%	23.9%	24.0%
发行在外股本	292.0	584.0	584.0	584.0	归母公司净利润 增速	39.9%	34.3%	29.3%	28.3%
少数股东权益	168.7	230.3	310.0	412.1	毛利率	59.6%	60.5%	60.7%	60.7%
归属母公司股东权益	2992.9	3436.6	4010.2	4745.9	净利率	12.2%	12.9%	13.4%	13.9%
负债和股东权益	4470.2	4657.2	5447.8	6493.9	ROE	14.2%	16.6%	18.4%	19.9%
现金流量表					ROIC	20.7%	25.7%	26.5%	35.9%
经营活动现金流	558.8	380.0	954.7	635.2	资产负债率	29.3%	21.3%	20.7%	20.6%
折旧摊销	145.1	232.8	232.8	230.8	总资产周转率	0.86	1.05	1.12	1.16
营运资金变动	9.3	290.0	894.3	1076.9	P/E	29.3	21.8	16.9	13.2
投资活动现金流	-153.9	-347.3	9.1	9.1	P/B	4.2	3.6	3.1	2.6
筹资活动现金流	-395.0	-209.4	-136.2	-167.5	EV/EBITDA	8.4	12.5	9.6	7.6
现金净增加额	932.1	755.4	1582.9	2059.7	每股净资产(元) (摊薄后)	5.12	5.88	6.87	8.13

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>

