

2018年08月16日

品牌 OTC 平台型药企初具雏形，规模效应、协同效应体现价值，推动中报业绩略超预期  
买入（维持）

证券分析师 焦德智

执业证号：S0600516120001  
021-60199793

jiaodzh@dwzq.com.cn

证券分析师 全铭

执业证号：S0600517010002  
021-60199793

quanm@dwzq.com.cn

研究助理 许汪洋

021-60199793

xuwy@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	3,855	4,903	6,075	7,531
同比（%）	14.6%	27.2%	23.9%	24.0%
归母净利润（百万元）	424	573	735	935
同比（%）	39.9%	35.1%	28.4%	27.2%
每股收益（元/股）	0.73	0.98	1.26	1.60
P/E（倍）	27.08	20.05	15.61	12.27

投资要点

■ **事件：**2018年1-6月公司实现营业收入233,605.83万元，比上年同期增长19.39%；归属于上市公司股东的净利润28,279.38万元，比上年同期增长47.62%。归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润25,107.12万元，比上年同期增长37.57%，略超预期。

公司2018年Q2，实现营业收入12.46亿元，同比增长11.05%；实现归属于上市公司股东的净利润1.36亿元、同比增长46.21%；归属于上市公司股东扣除非经常性损益后的净利润1.30亿元，同比增长35.13%。

■ **品牌、普药、处方、大健康四大模式共同发展，品牌OTC平台型药企初具雏形。**1) 充分发挥“小葵花”中国儿童药第一品牌的优势，儿童药“黄金大单品”+“明星新品”驱动业绩快速成长。在公司“黄金大单品+一品一策”的经销策略驱动下，公司原有儿童核心品种已经成为同品类中的领军品种，小儿小葵花金银花露、芪斛楂颗粒、小儿柴桂退热颗粒等在报告期内实现了快速的增长，品牌+产品梯队的优势得到充分发挥。

2) 品牌、普药、处方、大健康四大模式协同发，为公司业绩长期增长提供持久动力。公司在OTC行业厚积薄发，充分发挥公司的品牌优势与品牌优势，目前已经具备了“小葵花”等多个知名品牌，以及1000多个产品批文（在售产品近300种）。正是这种品牌+品种的发展方式，让公司现在具备了成为OTC平台型销售公司的可能，因此公司也建立了品牌、普药、处方、大健康四大模式，在“葵花”这一平台上协同发展，为公司长期增长提供持久动力。

■ **OTC平台型规模效应显现，经营性现金流、净利润率持续提升。**公司的销售费用率和管理费用率分别为31.45%和10.54%，分别同比下降了2.05个百分点和0.06个百分点；公司的毛利率和净利润率分别为58.26%和12.94%，分别同比下降了0.10个百分点和上升了2.33个百分点。随着公司四大模式的扩张，整体经营的规模效应更加显著，销售费用率和管理费用率得到有效控制，公司的净利润率水平在毛利率水平相对稳定的情况下持续提升，成为业绩增长重要加成。

■ **盈利预测与投资评级：**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5.73亿元、7.35亿元和9.35亿元，同比增长35.1%、28.4%和27.2%；EPS分别为0.98元、1.26元和1.60元，维持“买入”评级。

■ **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

股价走势



市场数据

收盘价(元)	19.66
一年最低/最高价	13.96/25.81
市净率(倍)	3.84
流通A股市值(百万元)	10159.89

基础数据

每股净资产(元)	5.12
资产负债率(%)	30.19
总股本(百万股)	584.00
流通A股(百万股)	516.78

相关研究

- 1、《葵花药业 (002737)：收购天宿光华 70% 股权，布局人参产业化发展》2018-06-05
- 2、《【东吴医药】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》2018-04-27

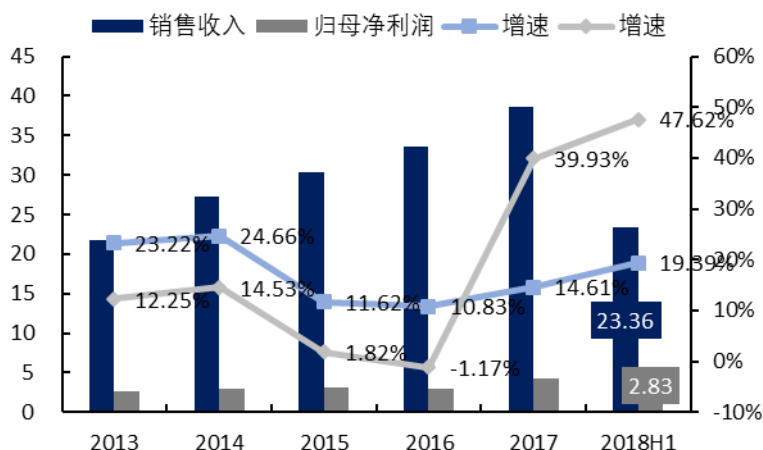
## 1. 事件：公司发布 2018 年半年报，实现收入增长 19.39%，归母净利润增长 47.62%，扣非净利润增长 37.57%，略预期。

2018 年 1-6 月公司实现营业收入 233,605.83 万元，比上年同期增长 19.39%；归属于上市公司股东的净利润 28,279.38 万元，比上年同期增长 47.62%。归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 25,107.12 万元，比上年同期增长 37.57%，略超预期。

公司 2018 年 Q2，实现营业收入 12.46 亿元，同比增长 11.05%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.36 亿元、同比增长 46.21%；归属于上市公司股东扣除非经常性损益后的净利润 1.30 亿元，同比增长 35.13%，略超预期。

同时公司公告 2018 年 1-9 月业绩预告，归母净利润在 3.20 亿元至 3.69 亿元之间，同比增长 30%-50%。

图 1：公司的销售收入和归母净利润变化情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 2. 品牌、普药、处方、大健康四大模式共同发展，品牌 OTC 平台型药企初具雏形。

1) 充分发挥“小葵花”中国儿童药第一品牌的优势，儿童药“黄金大单品”+“明星新品”驱动业绩快速增长。

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。在强大的品牌价值下，公司 2018 年 Q2 在结束流感之后延续了第一季度的业绩高速增长的趋势，其中公司的核心产品——“小葵花”儿童药系列成为业绩增长重要的动力。

公司强力打造“小葵花”儿童药品牌，儿童药已经形成了以小儿肺热咳喘口服液（颗粒）（第一大单品，年销量过6亿元），小儿柴桂退热颗粒、小儿氨酚黄那敏颗粒、小儿氨酚烷胺颗粒等大单品集群+小葵花金银花露、秋梨润肺膏、芪斛楂颗粒等明星新品的产品集团发展方式。在公司“黄金大单品+一品一策”的经销策略驱动下，公司原有儿童核心品种已经成为同品类中的领军品种，小儿小葵花金银花露、芪斛楂颗粒、小儿柴桂退热颗粒等在报告期内实现了快速的增长，品牌+产品梯队的优势得到充分发挥。

## 2) 品牌、普药、处方、大健康四大模式协同发，为公司业绩长期增长提供持久动力。

公司在 OTC 行业厚积薄发，充分发挥公司的品牌优势与品牌优势，目前已经具备了“小葵花”等多个知名品牌，以及 1000 多个产品批文（在售产品近 300 种）。正是这种品牌+品种的发展方式，让公司现在具备了成为 OTC 平台型销售公司的可能，因此公司也建立了品牌、普药、处方、大健康四大模式，在“葵花”这一平台上协同发展，为公司长期增长提供持久动力。

**品牌经营模式：**聚焦公司核心主品，通过连锁分类营销创新的方式进行营销，其中儿童药是品牌模式的核心产品系列，小儿肺热咳喘口服液等核心产品持续增长，新明星单品小葵花金银花露、芪斛楂颗粒等快速成长，构成“品种带品牌，品牌带新品”的良性发展循环。

**普药经营模式：**通过公司的品种优势、质量优势、品牌优势，深挖品种，不断创新销售模式，针对不同产品的特定进行精准营销，例如对康妇消炎栓、石龙清血颗粒、参芪颗粒、五加参蛤蚧精等品种从工艺优化、标准提升、含量检测、药学研究等多维度对产品进行深度挖掘。

**处方经营模式：**顺应医药政策的改革，抓住处方外流、分级增量等行业变化趋势，全面模式转型，重点强化学术转型的落地执行，以学术推广搭建平台，提高产品影响力。

**大健康经营模式：**顺应时代发展，充分发挥公司品牌价值和平台销售网络优势，积极布局大健康领域。目前公司大健康领域已初具雏形，报告期内模式实现销售收入及利润的大幅增长，成为公司产品延伸的又一重要领域。

## 3. OTC 平台型规模效应显现，经营性现金流、净利润率持续提升

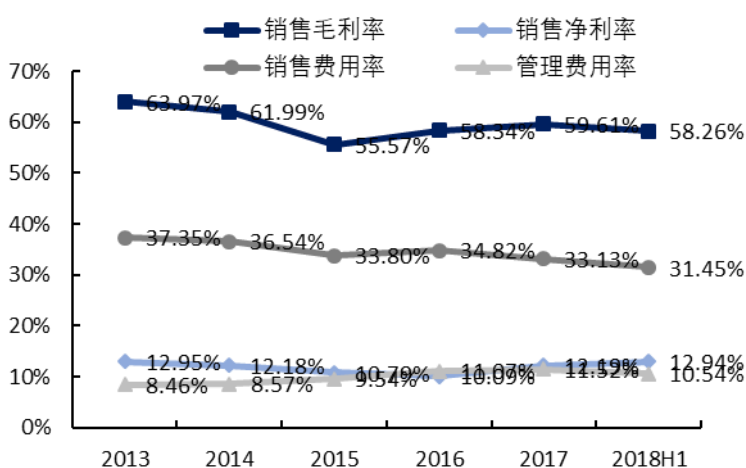
随着品牌价值、产品品种齐全、销售规模效应的体现，公司作为 OTC 平台型企业效应逐渐显现。2018 年上半年，公司销售产品产生的现金流达到 25.25 亿元，同比增长 17.39%，经营性现金流持续稳定增长，表明公司良好的内生发展情况。

2018 年 1-6 月公司销售费用和管理费用支出分别为 7.35 亿元和 2.46 亿元，同比增长 12.09%和 18.68%，低于营业收入增幅。同期公司的销售费用率和管理费用率分别为

31.45%和 10.54%，分别同比下降了 2.05 个百分点和 0.06 个百分点。公司销售费用率和管理费用率下降与公司形成的平台型销售模式相关，随着规模效应的体现，公司在广告费用率、销售费用率等方面明显降低，也直接拉动公司净利润率的提高。

公司的毛利率和净利润率分别为 58.26%和 12.94%，分别同比下降了 0.10 个百分点和上升了 2.33 个百分点。随着公司四大模式的扩张，整体经营的规模效应更加显著，销售费用率和管理费用率有效控制，公司的净利润率水平在毛利率水平相对稳定的情况下持续提升，成为业绩增长重要加成。

图 2：公司的销售毛利率、净利率与销售费用率、管理费用率变化情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

#### 4. 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 5.73 亿元、7.35 亿元和 9.35 亿元，同比增长 35.1%、28.4%和 27.2%，EPS 分别为 0.98 元、1.26 元和 1.60 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。

#### 5. 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

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	<b>2625</b>	<b>2916</b>	<b>3327</b>	<b>4005</b>	<b>营业收入</b>	<b>3855</b>	<b>4903</b>	<b>6075</b>	<b>7531</b>
现金	932	614	823	689	减:营业成本	1557	1937	2388	2956
应收账款	317	546	523	802	营业税金及附加	69	75	100	125
存货	797	1001	1216	1528	营业费用	1277	1598	1960	2413
其他流动资产	578	755	764	986	管理费用	444	559	677	836
<b>非流动资产</b>	<b>1846</b>	<b>2122</b>	<b>2418</b>	<b>2791</b>	财务费用	7	20	31	41
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	6	12	19	17
固定资产	1212	1448	1706	2038	加:投资净收益	8	5	6	6
在建工程	45	68	85	98	其他收益	0	0	0	0
无形资产	330	347	368	396	<b>营业利润</b>	<b>555</b>	<b>707</b>	<b>906</b>	<b>1149</b>
其他非流动资产	259	259	259	259	加:营业外净收支	10	33	45	68
<b>资产总计</b>	<b>4470</b>	<b>5038</b>	<b>5745</b>	<b>6796</b>	<b>利润总额</b>	<b>565</b>	<b>740</b>	<b>950</b>	<b>1217</b>
<b>流动负债</b>	<b>952</b>	<b>1172</b>	<b>1350</b>	<b>1670</b>	减:所得税费用	95	111	143	183
短期借款	100	100	100	100	少数股东损益	46	56	72	99
应付账款	368	506	572	762	<b>归属母公司净利润</b>	<b>424</b>	<b>573</b>	<b>735</b>	<b>935</b>
其他流动负债	483	566	678	809	EBIT	543	723	935	1201
<b>非流动负债</b>	<b>357</b>	<b>367</b>	<b>374</b>	<b>374</b>	EBITDA	688	848	1092	1397
长期借款	0	10	16	17					
其他非流动负债	357	357	357	357	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
<b>负债合计</b>	<b>1309</b>	<b>1539</b>	<b>1723</b>	<b>2044</b>	每股收益(元)	0.73	0.98	1.26	1.60
少数股东权益	169	225	297	397	每股净资产(元)	5.12	5.61	6.38	7.46
归属母公司股东权益	2993	3274	3724	4355	发行在外股份(百万股)	292	584	584	584
<b>负债和股东权益</b>	<b>4470</b>	<b>5038</b>	<b>5745</b>	<b>6796</b>	ROIC(%)	13.2%	16.6%	19.1%	21.3%
					ROE(%)	14.9%	18.0%	20.1%	21.8%
					毛利率(%)	59.6%	60.5%	60.7%	60.7%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	销售净利率(%)	11.0%	11.7%	12.1%	12.4%
经营活动现金流	559	378	963	772	资产负债率(%)	29.3%	30.6%	30.0%	30.1%
投资活动现金流	-154	-397	-447	-563	收入增长率(%)	14.6%	27.2%	23.9%	24.0%
筹资活动现金流	-395	-299	-307	-344	净利润增长率(%)	39.9%	35.1%	28.4%	27.2%
现金净增加额	10	-318	209	-134	P/E	27.08	20.05	15.61	12.27
折旧和摊销	145	125	157	196	P/B	3.84	3.51	3.08	2.64
资本开支	157	277	296	372	EV/EBITDA	16.20	13.59	10.44	8.33
营运资本变动	-46	-391	-26	-493					

数据来源: 贝格数据, 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>

