

公司 Q3 业绩延续良好增长态势，2018 年全年业绩预增 30%-50%

买入（维持）

2018 年 10 月 19 日

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）	21.67	16.04	12.49	9.82

投资要点

■ **事件：**2018 年 1-9 月公司实现营业收入 31.35 亿元，比上年同期增长 19.62%；归属于上市公司股东的净利润 3.45 亿元，比上年同期增长 40.50%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 3.06 亿元，比上年同期增长 35.13%，符合预期。

公司 2018 年 Q3 实现营业收入 7.99 亿元，同比增长 20.29%；实现归属于上市公司股东的净利润 0.63 亿元、同比增长 15.40%；归属于上市公司股东扣除非经常性损益后的净利润 0.55 亿元，同比增长 25.06%。

■ **2018 年第三季度收入和利润延续半年报良好态势，全年业绩高增长可期。**公司在 OTC 行业深耕多年，尤其是品牌建设和渠道建设，厚积薄发形成品牌、普药、处方、大健康四大模式协同发展，为公司业绩长期增长提供持久动力。正是这种品牌+品种多几年积累的发展方式，让公司在 2016 年渠道变革和药品消费升级的行业变革中迅速扩张，实现高速增长，已经具备了成为 OTC 平台型销售公司的潜力。

在流感带来的一季度业绩快速提升之后，公司 Q2 和 Q3 延续了良好的销售势头，Q3 单季度实现销售收入同比增长 20.29%，好于去年同期以及今年 Q2 增速。我们判断推动公司业绩持续增长的动力来自于药品的消费升级，即药品的价格上涨以及产品向品牌药集中的趋势。公司在产品品牌、品种、渠道上具备强大的竞争优势，随着行业的向优质企业集中，公司将迎来 OTC 品牌药的黄金发展期。

■ **公司通过内生增长带动净利润率持续提升，为业绩高增长提供持续性。**2018 年 1-9 月公司销售费用率和管理费用率（含研发费用）分别为 31.13%和 11.64%，分别同比下降了 1.95 个百分点和 0.72 个百分点。公司的毛利率和净利润率分别为 57.43%和 11.68%，分别同比下降了 1.51%和上升了 1.16%。随着公司四大模式的不断扩张，整体经营的规模效应更加显著，以及销售费用率和管理费用率的有效控制，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：**预计 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。

■ **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

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

股价走势



市场数据

收盘价(元)	15.73
一年最低/最高价	14.38/25.81
市净率(倍)	3.01
流通 A 股市值(百万元)	8128.93

基础数据

每股净资产(元)	5.23
资产负债率(%)	27.74
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)：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》

2018-08-16

2、《葵花药业 (002737)：收购天宿光华 70%股权，布局人参与产业化发展》2018-06-05

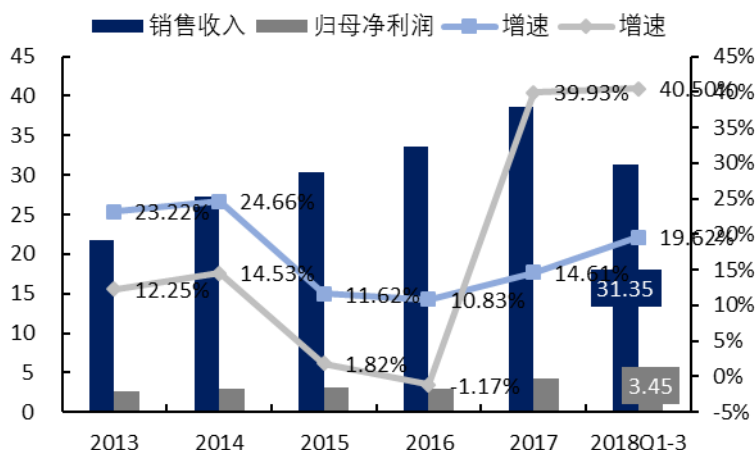
1. 事件：公司发布 2018 年三季报，实现收入增长 19.62%，归母净利润增长 40.50%，扣非净利润增长 35.13%，符合预期。

2018 年 1-9 月公司实现营业收入 31.35 亿元，比上年同期增长 19.62%；归属于上市公司股东的净利润 3.45 亿元，比上年同期增长 40.50%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 3.06 亿元，比上年同期增长 35.13%，符合预期。

公司 2018 年 Q3，实现营业收入 7.99 亿元，同比增长 20.29%；实现归属于上市公司股东的净利润 0.63 亿元、同比增长 15.40%；归属于上市公司股东扣除非经常性损益后的净利润 0.55 亿元，同比增长 25.06%，符合预期。

同时公司公告 2018 年业绩预告，归母净利润在 5.51 亿元至 6.36 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. 2018 年第三季度收入和利润延续半年报良好态势，全年业绩高增长可期。

公司在 OTC 行业深耕多年，尤其是品牌建设和渠道建设，厚积薄发形成品牌、普药、处方、大健康四大模式协同发展，为公司业绩长期增长提供持久动力。正是这种品牌+品种多几年积累的发展方式，让公司在 2016 年渠道变革和药品消费升级的行业变革中迅速扩张，实现高速增长，已经具备了成为 OTC 平台型销售公司的潜力。

在流感带来的一季度业绩快速提升之后，公司 Q2 和 Q3 延续了良好的销售势头，Q3 单季度实现销售收入同比增长 20.29%，好于去年同期以及今年 Q2 增速。我们判断

推动公司业绩持续增长的动力来自于药品的消费升级，即药品的价格上涨以及产品向品牌药集中的趋势。公司在产品品牌、品种、渠道上具备强大的竞争优势，随着行业的向优质企业集中，公司将迎来 OTC 品牌药的黄金发展期。

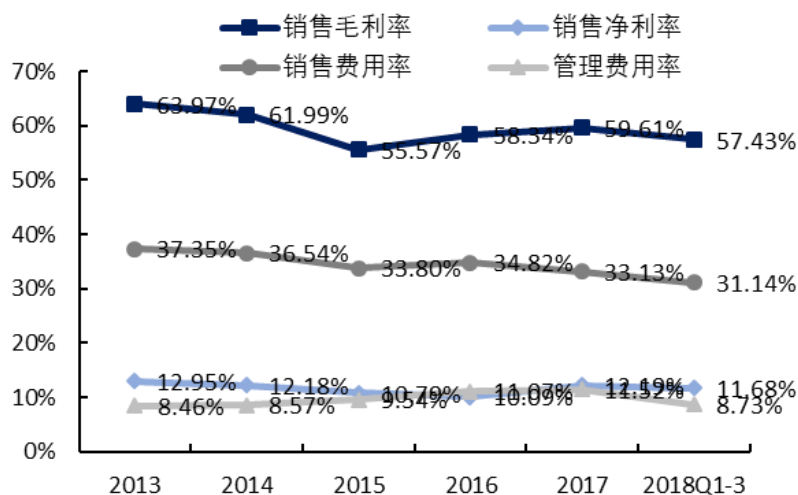
同时，公司公告 2018 年业绩预告，预期增长 30%-50% 之间。由于 Q4 为公司历年来业绩占比最大的一个季度，可以预见公司在今年 Q4 单季度业绩在 2.06 亿元至 2.91 亿元之间，对应单季度同比增长在 15.7%-66.9% 之间。

3. 公司通过内生增长带动净利润率持续提升，为业绩高增长提供持续性。

2018 年 1-9 月公司销售费用和管理费用（含研发费用）支出分别为 9.76 亿元和 3.65 亿元，同比增长 12.57% 和 12.65%，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 31.13% 和 11.64%，分别同比下降了 1.95 个百分点和 0.72 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 57.43% 和 11.68%，分别同比下降了 1.51% 和上升了 1.16%。随着公司四大模式的不断扩张，整体经营的规模效应更加显著，以及销售费用率和管理费用率的有效控制，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

我们预计公司 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，以及小儿肺热咳嗽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

小儿肺热咳嗽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)	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	2625	2916	3327	4005	营业收入	3855	4903	6075	7531
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
非流动资产	1846	2122	2418	2791	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	营业利润	555	707	906	1149
其他非流动资产	259	259	259	259	加:营业外净收支	10	33	45	68
资产总计	4470	5038	5745	6796	利润总额	565	740	950	1217
流动负债	952	1172	1350	1670	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	归属母公司净利润	424	573	735	935
其他流动负债	483	566	678	809	EBIT	543	723	935	1201
非流动负债	357	367	374	374	EBITDA	688	848	1092	1397
长期借款	0	10	16	17					
其他非流动负债	357	357	357	357	重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	1309	1539	1723	2044	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
					发行在外股份(百万股)	292	584	584	584
归属母公司股东权益	2993	3274	3724	4355	ROIC(%)	13.2%	16.6%	19.1%	21.3%
负债和股东权益	4470	5038	5745	6796	ROE(%)	14.9%	18.0%	20.1%	21.8%
					毛利率(%)	59.6%	60.5%	60.7%	60.7%
现金流量表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	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	21.67	16.04	12.49	9.82
折旧和摊销	145	125	157	196	P/B	3.07	2.81	2.47	2.11
资本开支	157	277	296	372	EV/EBITDA	12.86	10.89	8.34	6.69
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>