

证券研究报告

2023 年业绩创新高，“六五”规划剑指百亿销售规模

公司研究

2024 年 04 月 27 日

公司点评报告

葵花药业(002737)

投资评级 增持

上次评级 增持

唐爱金 医药行业首席分析师

执业编号: S1500523080002

邮箱: tangaijin@cindasc.com

章钟涛 医药行业分析师

执业编号: S1500524030003

邮箱: zhangzhongtao@cindasc.com

相关研究:

《低估值高分红品牌 OTC，新管理层带领公司再创佳绩》

《品牌 OTC 彰显增长韧性，利润增速靓丽》

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

事件: 公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报, 2023 年实现营业收入 57 亿元 (yoy+12%), 实现归母净利润 11.19 亿元 (yoy+29%), 扣非归母净利润 10.03 亿元 (yoy+25%)。2024 年一季度实现营业收入 15.18 亿元 (yoy-14%), 归母净利润 2.55 亿元 (yoy-37%), 扣非归母净利润 2.37 亿元 (yoy-39%)。

点评:

- 以优秀业绩完成“五五”规划, 2023 年拟分红比例约 78%。2023 年公司营业收入和归母净利润创公司历史新高, 2023 年营收收入达 57 亿元 (yoy+12%), 实现归母净利润 11.19 亿元 (yoy+29%)。2023 年公司在把握市场机遇的同时聚焦打造黄金产品集群, 2023 年公司起家品种护肝片年度发货金额历史首次破 10 亿元大关, 跻身行业黄金大单品第一梯队。同时, 2023 年度公司深度谋划老年慢性病用药领域黄金单品“胃康灵胶囊/颗粒”再次焕新, 小儿肺热咳喘口服液/颗粒市场份额持续领先, 小儿柴桂退热颗粒、小葵花露、小儿氨酚烷胺颗粒、芪斛楂颗粒等品种在高区位持续增长, 小葵花儿童药领域持续保持领跑地位。此外, 公司同样注重股东回报, 2023 年公司拟向全体股东每 10 股派现金红利 15 元(含税), 共计派发现金红利 8.76 亿元(含税), 分红比例约 78.27% (2021-2022 年分红比例分别为 57.71%、67.34%)。
- “买、改、联、研、代”策略打造公司第二成长驱动力。2023 年公司在研发方面取得突破, 聚乙二醇 3350 散、布洛芬混悬液、布洛芬混悬滴剂及磷酸奥司他韦干混悬剂 4 个品种提交 CDE 并获得受理通知书。同时, 2023 年公司护肝片和小儿肺热咳喘口服液完成中国香港注册申报, 阿莫西林颗粒获得通过一致性评价。2023 年公司引进市场畅销单品蒲地蓝消炎片, 未来有望依托公司渠道优势持续上量。此外, 化药 9 个产品和中药 3 个产品完成中试批生产, 1 个化药产品和 1 个中药产品验证批生产, 1 个化药产品完成 BE 试验。目前, 公司自主开展化学仿制药一致性评价 2 项; 在研化药项目 32 个, 主要聚焦在儿科、成人消化及妇科治疗领域; 在研中药项目 7 个, 主要集中于经典名方研发; 在研保健品项目 97 个, 主要集中于普通食品、保健食品、益生菌自有菌株研究等大健康领域; 储备功能性食品项目 36 项。我们认为, 品牌&渠道为公司的核心壁垒, 而“买、改、联、研、代”策略有望持续扩张公司产品矩阵, 公司第二成长驱动力逐步蓄力。
- 2023Q1 高基数致使 2024Q1 业绩承压, “六五”规划启动新征程。2023Q1 呼吸感冒类用药订单需求旺盛, 公司把握市场机遇, 2023Q1 营业收入达 17.66 亿元 (yoy+47%), 净利率达 24.66% (2023Q1 毛利率为 59.56%, 期间费用率为 30.09%)。2024Q1 市场需求正常, 而面对 2023Q1 高基数压力, 公司 2024Q1 营业收入下降 14%。此外, 由

于 2024Q1 毛利率下降以及费用支出提升，致使 2024Q1 净利率同比下降 6.86 个百分点（2024Q1 毛利率为 56.77%，期间费用率为 34.64%）。公司“五五”规划已收官，而“六五”规划剑指销售规模突破百亿大关，力争成为国内家庭常用药领域最具影响力的企业。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 63.4 亿元、71.31 亿元、80.26 亿元，同比增速分别为 11%、13%、13%，实现归母净利润分别为 12.07 亿元、13.34 亿元、14.75 亿元，同比分别增长 8%、11%、11%，对应当前股价 PE 分别为 13 倍、11 倍、10 倍，我们维持公司“增持”投资评级。
- **风险因素：**出生人口持续下行风险，市场竞争加剧，销售不达预期，新品推出不及预期风险，产品研发不及预期。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	5,095	5,700	6,340	7,131	8,026
增长率 YoY %	14.2%	11.9%	11.2%	12.5%	12.5%
归属母公司净利润 (百万元)	867	1,119	1,207	1,334	1,475
增长率 YoY%	23.1%	29.0%	7.9%	10.5%	10.6%
毛利率%	57.7%	56.3%	57.8%	57.8%	57.9%
净资产收益率ROE%	20.6%	23.5%	20.2%	18.2%	16.8%
EPS(摊薄)(元)	1.48	1.92	2.07	2.28	2.53
市盈率 P/E(倍)	17.55	13.60	12.61	11.41	10.31
市净率 P/B(倍)	3.62	3.19	2.55	2.08	1.73

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 4 月 26 日收盘价

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	4,861	4,788	6,288	8,008	9,904
货币资金	2,399	2,287	3,697	5,259	6,979
应收票据	0	8	0	0	0
应收账款	152	66	74	83	94
预付账款	144	94	104	117	132
存货	632	873	925	1,034	1,158
其他	1,535	1,459	1,488	1,514	1,542
非流动资产	2,171	2,094	1,989	1,880	1,767
长期股权投资	48	45	47	49	51
固定资产	1,449	1,387	1,295	1,200	1,101
无形资产	367	345	325	305	285
其他	307	317	322	325	329
资产总计	7,032	6,882	8,277	9,888	11,671
流动负债	2,175	1,520	1,656	1,871	2,111
短期借款	420	14	14	24	34
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	714	735	818	919	1,032
其他	1,041	771	823	928	1,045
非流动负债	418	357	352	353	354
长期借款	0	0	0	0	0
其他	418	357	352	353	354
负债合计	2,593	1,877	2,007	2,224	2,465
少数股东权益	234	241	292	347	409
归属母公司	4,205	4,763	5,978	7,317	8,797
负债和股东权益	7,032	6,882	8,277	9,888	11,671

重要财务指标		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	5,095	5,700	6,340	7,131	8,026
同比	14.2%	11.9%	11.2%	12.5%	12.5%
归属母公司净利润	867	1,119	1,207	1,334	1,475
同比	23.1%	29.0%	7.9%	10.5%	10.6%
毛利率(%)	57.7%	56.3%	57.8%	57.8%	57.9%
ROE%	20.6%	23.5%	20.2%	18.2%	16.8%
EPS (摊薄)(元)	1.48	1.92	2.07	2.28	2.53
P/E	17.55	13.60	12.61	11.41	10.31
P/B	3.62	3.19	2.55	2.08	1.73
EV/EBITDA	8.44	8.70	6.99	5.52	4.17

利润表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	5,095	5,700	6,340	7,131	8,026
营业成本	2,152	2,492	2,678	3,007	3,377
营业税金及附加	69	69	85	96	108
销售费用	1,274	1,367	1,547	1,761	2,006
管理费用	476	473	520	585	658
研发费用	95	129	139	157	177
财务费用	-11	-32	-14	-13	-12
减值损失合	-29	-1	-10	-10	-10
投资净收益	9	47	20	20	20
其他	66	117	87	87	87
营业利润	1,085	1,367	1,481	1,636	1,809
营业外收支	-4	-12	-3	-3	-3
利润总额	1,081	1,355	1,478	1,633	1,806
所得税	171	190	220	243	269
净利润	910	1,165	1,258	1,389	1,537
少数股东损益	43	46	50	56	61
归属母公司	867	1,119	1,207	1,334	1,475
EBITDA	1,372	1,484	1,651	1,810	1,988
EPS (当年)(元)	1.48	1.92	2.07	2.28	2.53

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,975	890	1,489	1,630	1,789
净利润	910	1,165	1,258	1,389	1,537
折旧摊销	271	183	187	190	194
财务费用	-12	6	6	7	8
投资损失	-9	-47	-20	-20	-20
营运资金变	777	-425	47	48	54
其它	39	7	11	16	16
投资活动现	-644	36	-68	-72	-72
资本支出	-149	-145	-78	-78	-78
长期投资	-517	148	-12	-12	-12
其他	22	34	22	18	18
筹资活动现	-247	-1,039	-12	4	3
吸收投资	22	0	3	0	0
借款	420	10	0	10	10
支付利息或股息	-451	-627	-6	-7	-8
现金流净增加额	1,084	-113	1,410	1,562	1,720

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师。浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超9年。

史慧颖，医药研究员，上海交通大学药学硕士，曾在PPC佳生和Parexel从事临床CRO工作，2021年加入信达证券，负责CXO行业研究。

王桥天，医药研究员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021年12月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

吴欣，医药研究员，上海交通大学生物医学工程本科及硕士，曾在长城证券研究所医药团队工作，2022年4月加入信达证券，负责医疗器械和中药板块行业研究。

赵晓翔，医药研究员，上海交通大学生物技术专业学士，卡耐基梅隆大学信息管理专业硕士，2年证券从业经验，2022年加入信达证券，负责医疗器械、医疗设备、AI医疗、数字医疗等行业研究。

曹佳琳，医药研究员，中山大学岭南学院数量经济学硕士，2年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL等领域的研究工作。

章钟涛，医药研究员，暨南大学国际投融资硕士，1年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

赵丹，医药研究员，北京大学生物医学工程硕士，2年创新药行业研究经历，2024年加入信达证券。主要覆盖创新药。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。