

分析师：李琳琳  
登记编码：S0730511010010  
lill@ccnew.com 021-50586983

## 聚焦儿科用药，打造儿童健康产品集群

——葫芦娃(605199)调研简报

### 证券研究报告-调研简报

增持(首次)

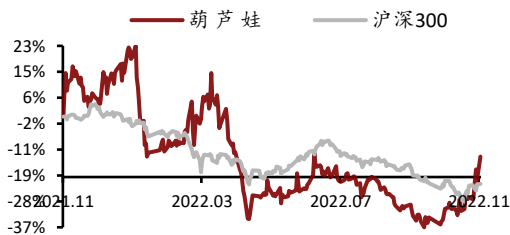
#### 市场数据(2022-11-14)

收盘价(元)	18.73
一年内最高/最低(元)	26.65/13.68
沪深 300 指数	3,794.02
市净率(倍)	7.49
流通市值(亿元)	17.48

#### 基础数据(2022-09-30)

每股净资产(元)	2.50
每股经营现金流(元)	-0.47
毛利率(%)	62.73
净资产收益率_摊薄(%)	7.19
资产负债率(%)	45.28
总股本/流通股(万股)	40,010.88/9,334.08
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

#### 个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：中原证券

#### 相关报告

联系人：马焱琦  
电话：021-50586973  
地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼  
邮编：200122

发布日期：2022 年 11 月 15 日

#### 投资要点：

- 公司成立于 2005 年，总部位于海南海口。长期聚焦儿童药领域，产品涵盖特色中药与化学药，已构建起以儿童药为主打品牌，与成人药相结合的产品规划，围绕儿童的呼吸系统、消化系统、抗感染类、补益类产品进行布局。公司实控人为刘景萍和汤旭东夫妇，两者合计持有公司 44.5% 的股份，公司控制权稳定，有利于公司的长期发展。
- 截至 2022 年上半年，公司拥有 298 个药品批准文号，共有 57 种产品进入国家基本药物目录，96 种产品进入国家医保目录。公司及子公司拥有多种药品剂型，包括片剂、胶囊剂、丸剂、滴丸剂、颗粒剂、散剂、注射剂、冻干粉针、口服液、糖浆剂等二十余种，还有缓释、速释、吸入剂、口溶膜等新型剂型。
- 主导产品小儿肺热咳喘颗粒为双跨品种，抗病毒、治感冒、清肺热，止咳喘，四效合一，疗效卓著，现已成为儿科临床呼吸系统感染性疾病治疗的全程用药。2022 年前三季度销售良好，公立医院端放量明显，在公立医院肺热类别用药中排名第一。从质量标准看，公司的小儿肺热咳喘颗粒为 4g 标准，是肺热咳嗽类药物的最高标准，该产品被国家卫健委纳入《流行性感冒诊疗方案》、《流行性感冒中西医结合防治专家共识》、《中成药治疗小儿急性上呼吸道感染临床应用指南》、《儿童病毒性肺炎中西医结合诊治专家共识》等多个权威指南，并被山东、河南、四川等多个省份纳入《新型冠状病毒肺炎中医防治方案》。2023 年在医院和 OTC 端有望继续发力，有望成长为 10 亿大单品。
- 公司第二大类产品肠炎宁系列，主要用于治疗成人和儿童急、慢性肠胃炎以及胃肠镜检查与手术后修复肠粘膜的药物，该产品包含颗粒和胶囊两大类，前者已于前年进入国家医保，主要在院内销售，成人儿童均适用；后者主要适用于成人；该产品临床疗效深得专家广泛认同，并被中国中药协会作为向国家卫健委推荐的中成药治疗优势病种之一的产品，经过多中心临床研究证实，其临床疗效高于原来中西医专家公认的化学药品蒙脱石散，因此该品种的市场表现一直保持高增长态势。2021 年肠炎宁系列产品销售额约为 1 亿元，2022 年销售放量明显，目前已完成了 4000-5000 家公立医院的覆盖，正在加大肠粘膜修复适应症的推广工作，明年下半年有望快速放量，长期看，该产品有望成长为 5 亿+单品。

- 2022 年前三季度公司实现营业收入 10.57 亿元，同比增长

16.04%；归母净利润 7188.57 万元，同比下滑 7.08%；扣非后归母净利润 5760.04 万元，每股收益 0.18 元；第三季度，公司实现营业收入 3.23 亿元，同比增长 15.68%；归母净利润 1426.02 万元，同比下滑 43.96%；扣非归母净利润 1206.61 万元，同比减少 51.20%。每股收益 0.04 元。第三季度业绩下滑的主要原因是报告期内随着研发进度的推进，研发投入较上年同期大幅增加，同时公司的营销费用较上年同期也有所提升。预计随着冬季的到来，四季度，公司的利润环比将有所改善。

- 从公司的研发方向看，主要聚焦儿科用药，以及现有产品二次开发，包括剂型、包装研发，一致性评价等。在研的小儿麻龙止咳平喘颗粒主要适用于儿童过敏性咳嗽，目前二期临床试验已接近尾声，该药物为天津地区的院内制剂，在治疗过敏性咳嗽领域具备数十年临床经验，疗效显著，明年一季度有望进入临床三期。该产品未来也有望成长为 10 亿单品。除此之外，公司全资子公司广西维威制药有限公司与广西梧州三箭制药有限公司签署了《药品上市许可持有人转让协议》，广西维威以自有资金 4211 万元受让三箭制药持有的复方感冒灵颗粒等 50 个药品的上市许可所有权及相关权益，50 个产品涵盖糖浆剂、片剂、颗粒剂、酏剂、胶囊剂中成药品种，其中 31 个 OTC 品种，16 个国家医保目录品种（甲类医保 10 个，乙类医保 6 个），9 个国家基药。第一批完成上市许可人变更计划在 2022 年 12 月完成，2023 年 3 月份完成部分产品生产地址变更，第一批产品包括复方感冒灵颗粒（与 999 是同类产品）、维血宁颗粒、午时茶颗粒、蛇胆川贝液，以及儿科产品复方赖氨酸颗粒、小儿七星茶颗粒；这批产品有望在明年一季度上市，为公司贡献业绩。另外布局的儿科消化类药物小儿化积颗粒已处于临床三期试验中，明年年内有望完成；小儿抗病毒类药物也在积极开发中。
- 除了药物，公司通过布局儿童保健食品来完善儿童健康产品集群，今年年底，公司将有碳酸钙 D3 颗粒等 5 个产品上市销售；未来公司还将涉足特医食品和儿童医疗器械领域。
- 成人化药领域，公司一致性评价品种进展很快，2022 年底前有望拿到批件的品种包括：注射用头孢西丁钠、注射用头孢他啶、注射用头孢米诺钠等，为 2023 年集采品种的市场竞争奠定强有力的基础；2023 年还将有多个产品通过一致性评价。
- 预计公司 2022 年、2023 年、2024 年每股收益分别为 0.23 元，0.28 元和 0.35 元，对应 11 月 14 日收盘价 18.73 元，动态市盈率分别为 81.43 倍，66.89 倍和 53.51 倍，考虑到公司长期的成长性，给予公司“增持”的投资评级。

风险提示：疫情超出预期，公司产品研发进度低于预期，产品销售不及预期

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1162	1354	1557	1860	2059
增长比率(%)	-11.04%	16.53%	15.00%	19.49%	10.68%
净利润(百万元)	122	72	93	111	141
增长比率(%)	0.97%	-40.63%	29.59%	18.47%	26.96%
每股收益(元)	0.30	0.18	0.23	0.28	0.35
市盈率(倍)	61.68	103.88	80.16	67.67	53.30

资料来源：中原证券

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>960</b>	<b>1087</b>	<b>1115</b>	<b>1365</b>	<b>1466</b>
现金	346	488	366	529	476
应收票据及应收账款	270	340	352	372	429
其他应收款	30	4	2	5	2
预付账款	10	12	75	89	96
存货	186	213	306	356	447
其他流动资产	117	30	15	15	15
<b>非流动资产</b>	<b>562</b>	<b>674</b>	<b>651</b>	<b>628</b>	<b>605</b>
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	394	372	349	326	302
无形资产	125	114	114	114	114
其他非流动资产	43	188	188	188	188
<b>资产总计</b>	<b>1521</b>	<b>1761</b>	<b>1766</b>	<b>1993</b>	<b>2070</b>
<b>流动负债</b>	<b>545</b>	<b>794</b>	<b>706</b>	<b>826</b>	<b>767</b>
短期借款	210	439	439	439	439
应付票据及应付账款	155	149	44	133	58
其他流动负债	179	206	223	253	269
<b>非流动负债</b>	<b>60</b>	<b>36</b>	<b>36</b>	<b>36</b>	<b>36</b>
长期借款	52	0	0	0	0
其他非流动负债	8	36	36	36	36
<b>负债合计</b>	<b>605</b>	<b>830</b>	<b>742</b>	<b>862</b>	<b>803</b>
少数股东权益	0	2	2	-1	-6
股本	400	400	400	400	400
资本公积	291	291	291	291	291
留存收益	226	238	331	442	582
归属母公司股东权益	916	928	1022	1132	1273
<b>负债和股东权益</b>	<b>1521</b>	<b>1761</b>	<b>1766</b>	<b>1993</b>	<b>2070</b>

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	<b>3</b>	<b>102</b>	<b>-117</b>	<b>162</b>	<b>-53</b>
净利润	122	70	93	108	137
折旧摊销	44	48	23	23	23
财务费用	11	15	0	0	0
投资损失	-2	0	3	0	0
营运资金变动	-169	-43	-237	32	-213
其他经营现金流	-2	12	1	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-78</b>	<b>-117</b>	<b>-4</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
资本支出	-59	-138	-1	0	0
长期投资	2	0	0	0	0
其他投资现金流	-20	20	-3	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>261</b>	<b>146</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
短期借款	119	229	0	0	0
长期借款	36	-52	0	0	0
普通股增加	40	0	0	0	0
资本公积增加	111	0	0	0	0
其他筹资现金流	-45	-30	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	<b>187</b>	<b>132</b>	<b>-121</b>	<b>162</b>	<b>-53</b>

资料来源：中原证券

利润表 (百万元)					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>1162</b>	<b>1354</b>	<b>1557</b>	<b>1860</b>	<b>2059</b>
营业成本	444	545	623	744	803
营业税金及附加	13	18	20	22	25
营业费用	475	546	623	744	844
管理费用	66	67	81	93	103
研发费用	52	100	125	130	124
财务费用	8	11	0	0	0
资产减值损失	-1	-1	0	0	0
其他收益	42	8	24	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	-4	-3	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>134</b>	<b>67</b>	<b>105</b>	<b>126</b>	<b>161</b>
营业外收入	2	17	0	0	0
营业外支出	1	1	1	0	0
<b>利润总额</b>	<b>134</b>	<b>82</b>	<b>104</b>	<b>126</b>	<b>161</b>
所得税	13	12	11	19	24
<b>净利润</b>	<b>122</b>	<b>70</b>	<b>93</b>	<b>108</b>	<b>137</b>
少数股东损益	0	-3	-1	-3	-4
<b>归属母公司净利润</b>	<b>122</b>	<b>72</b>	<b>93</b>	<b>111</b>	<b>141</b>
EBITDA	187	129	132	150	184
EPS (元)	0.32	0.18	0.23	0.28	0.35

主要财务比率					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	-11.04%	16.53%	15.00%	19.49%	10.68%
营业利润 (%)	-5.21%	-50.39%	58.37%	20.01%	26.96%
归属母公司净利润 (%)	0.97%	-40.63%	29.59%	18.47%	26.96%
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	61.81%	59.74%	60.00%	60.00%	61.00%
净利率 (%)	10.46%	5.33%	6.00%	5.95%	6.83%
ROE (%)	13.26%	7.77%	9.15%	9.78%	11.04%
ROIC	10.78%	4.82%	6.35%	6.60%	7.73%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	39.75%	47.16%	42.04%	43.26%	38.78%
净负债比率 (%)	65.98%	89.24%	72.54%	76.23%	63.35%
流动比率	1.76	1.37	1.58	1.65	1.91
速动比率	1.40	1.07	1.02	1.10	1.18
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.89	0.82	0.88	0.99	1.01
应收账款周转率	5.55	4.44	4.50	5.14	5.14
应付账款周转率	3.00	4.32	8.37	8.37	8.37
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.30	0.18	0.23	0.28	0.35
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.01	0.26	-0.29	0.41	-0.13
每股净资产 (最新摊薄)	2.29	2.32	2.55	2.83	3.18
<b>估值比率</b>					
P/E	61.68	103.88	80.16	67.67	53.30
P/B	8.18	8.07	7.33	6.62	5.89
EV/EBITDA	51.31	77.17	57.88	49.89	40.92

### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5% 至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。