

葵花药业 (002737)

渠道调整完毕，业绩有望底部反转；大品种进医保目录，OTC 与医院双轨并进 买入（首次覆盖）

2017 年 2 月 23 日

证券分析师 焦德智

执业资格证书号码: S0600516120001

jiadzh@dwzq.com.cn

证券分析师 全铭

执业资格证书号码: S0600517010002

010-66573567

quanm@dwzq.com.cn

特别鸣谢:
实习生张蔚洁

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	3035	3630	4377	5323
同比	11.6%	19.6%	20.6%	21.6%
净利润 (百万元)	307	289	373	473
同比	1.8%	-5.9%	29.1%	26.8%
毛利率	55.6%	55.3%	55.7%	56.0%
ROE	12.5%	11.1%	13.3%	15.5%
每股收益 (元)	1.05	0.99	1.28	1.62
P/E	35	37	28	22
P/B	4.3	4.1	3.8	3.5

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

投资要点

■ 销售渠道调整完毕，业绩反转在即

公司在 2016 年 Q3，被动承受药品流通行业的变革导致的阶段性渠道堵塞；但公司独有的处方/品牌代理+普药直销体系的销售模式，帮助公司短期内就恢复渠道畅通，在 2016 年 Q4 快速填补市场，驱动业绩大幅增涨。

■ 品种多+品牌响+渠道强，铸就 OTC 行业强者

葵花药业的生存之道，就是把品种、品质、品牌、渠道完美的结合起来，在每个环节积累一点优势，逐渐放大，到树立绝对的领先地位。

1) 产品线丰富：一线品种 2 个过 4 亿销售额、7 个 1-3 亿的品种形成集团优势；近 60 个品种销售规模超 1000 万元的二线、三线品种已经跟进；

2) “1 主带 4 小”的品牌策略，即“葵花”为主品牌+“小葵花”儿童药、“葵花蓝人”呼吸感冒用药、“葵花美小护”妇科用药、“葵花爷爷”心脑血管用药等 4 大子品牌提升终端知名度和影响力；

3) 特殊的销售模式和销售网络建设，使葵花药业具备了超强的“地推”能力，其产品能够在最短的时间内进入全国超过 30 万家的零售终端。

■ 医保目录调整、二胎政策落地、儿童药鼓励政策等大环境利好

2017 版医保目录落地，公司第一大品种小儿肺热咳喘（口服液及颗粒）进入医保目录，有助于公司全面开拓医院市场，形成医院内医生推荐，医院外 OTC 终端销售的新联动销售模式，进一步拉动现有产品的销量，提高公司盈利能力。

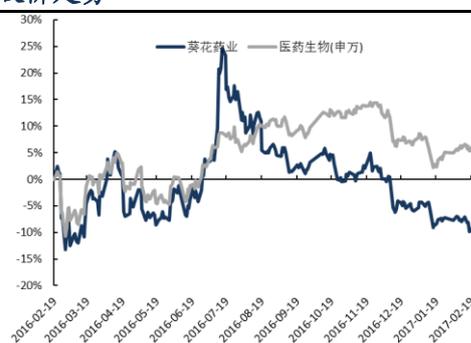
■ 盈利预测与投资评级：

我们预期公司 2016 年到 2018 年，销售收入分别为 36.3 亿元、43.8 亿元和 53.2 亿元，同比增长 19.6%、20.6%和 21.6%；归属母公司净利润分别为 2.89 亿元、3.73 亿元和 4.73 亿元，同比增长-5.9%、29.1%和 26.8%；EPS 分别为 0.99 元、1.28 元和 1.62 元，对应 PE 分别为 37X、28X 和 22X。我们认为公司在行业政策利好的大环境下，公司受益明显，业绩进入高速增长期，因此，首次覆盖给予“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)	36.27
一年最低价/最高价 (元)	30.10 / 45.87
市净率	4.32
流通 A 股市值 (亿元)	106

基础数据

每股净资产 (元)	8.9
资产负债率 (%)	22.4%
总股本 (亿股)	2.92
流通 A 股 (亿股)	1.20

相关报告

目录

1. 品种多 + 品牌响 + 渠道强 = OTC 强者	4
2. 产品类目丰富, 外部并购+内部挖掘不断扩充	5
2.1. 过亿大品种优势显著, 千万级二线品种成长迅速	5
2.2. 外延并购、自主研发——一切以优质品种为基础	6
2.3. 品牌优势明显, 部分产品终端仍有提价空间	9
3. 核心品牌+子品牌策略, 塑造 OTC 品牌力集团优势	10
3.1. “1 主带 4 小”的针对性品牌策略	10
3.2. 大投入, “空地结合”的立体化宣传塑造品牌形象	11
3.3. 以大品种创品牌, 以品牌拉动品类上量, 形成产品集群优势	11
4. 强大的销售网络是产品占领市场的高速通路	13
4.1. 公司事业部制营销体系, 不同品种销售模式因地制宜	13
4.2. 直销队伍+代理商的模式, 覆盖面广、药品传导迅速	14
4.3. 在药品流通变革大潮中, 公司销售模式的优越性进一步放大	15
5. 新版医保目录就是葵花药业再次腾飞的东风	16
5.1. 医保目录调整, 医院端销售将成为公司又一重要突破口	16
5.2. 小儿肺热咳喘三年内或将成为超过 10 亿的重磅药	16
6. 儿童药和消化系统用药双轮驱动	17
6.1. “二胎”政策、儿童药鼓励政策, 公司受益显著	18
6.2. 消化系统用药具慢病属性、市场空间大, 公司后备品种充足	19
7. 公司质地优异, 盈利能力突出	20
7.1. 公司股权结构清晰, 管理架构稳定	20
7.2. 以中成药为盈利主, 利润率稳定	22
8. 投资建议&盈利预测	24
9. 风险提示	24
10. 附表	24

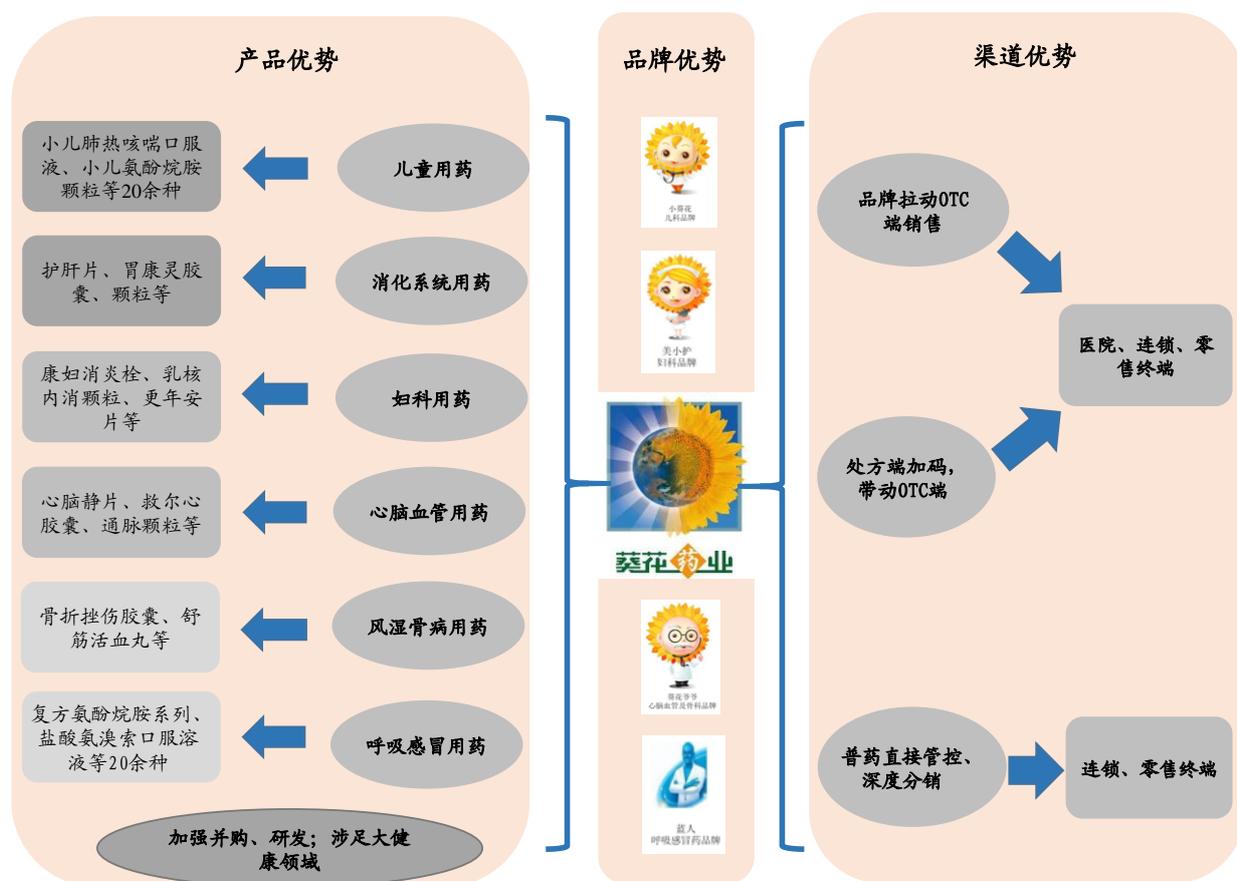
图表目录

图表 1: 一图认清葵花药业核心优势.....	4
图表 2: 品种多 + 品牌响 + 渠道强 = OTC 强者	5
图表 3: 公司六大产品领域及代表产品	5
图表 4: 公司过亿品种合计销售收入 (亿元) 和占比	6
图表 5: 上市至今公司并购情况.....	7
图表 6: 公司在研品种介绍.....	8
图表 7: 公司主要单品及竞争情况.....	9
图表 8: 葵花药业品牌策略.....	10
图表 9: 公司品牌影响力不断提高.....	11
图表 10: 公司“品种→品牌→品类”发展战略	12
图表 11: 公司儿科产品梯队.....	12
图表 12: 公司儿科前三大品种在儿童药收入占比达到 65%.....	12
图表 13: 除前三大产品, 儿科领域其他重点品种	13
图表 14: 三种销售模式 2011A-2014H 收入占比	14
图表 15: 公司不同事业部渠道设计不同	15
图表 16: 进入医保目录后, 小儿肺热咳喘有望实现医院和 OTC 的齐头并进	16
图表 17: 公司儿科用药重点产品收入、增速、占比情况	17
图表 18: 政策出台保障儿童用药	18
图表 19: 样本医院消化系统用药历年销售规模及增速	19
图表 20: 公司消化系统产品收入及增速	20
图表 21: 公司护肝片、胃康灵收入及两品消化药收入占比	20
图表 22: 公司消化系统重点产品储备	20
图表 23: 公司股权结构.....	21
图表 24: 公司主要控股、参股企业.....	21
图表 25: 2015 年中成药收入占比接近 75%.....	22
图表 26: 历年中成药、化药收入增速.....	22
图表 27: 公司历年收入及增速.....	23
图表 28: 公司历年净利润及增速.....	23
图表 29: 公司历年销售费用、管理费用 (万元)	23
图表 30: 公司历年毛利率、归母净利率	23
图表 31: 可比上市公司存货周转率对比 (次)	23
图表 32: 可比上市公司应收账款周转率对比 (次)	23

1. 品种多 + 品牌响 + 渠道强 = OTC 强者

葵花药业集团股份有限公司一家以生产各类中成药为主，生物制药和化学药品为辅，现逐步涉入大健康领域的医药健康集团公司。公司于2005年由董事长关彦斌等人联合出资设立，2014年底于深交所上市。经过十余年发展，葵花药业已走出了一条独创的OTC成功之道——充分利用品牌优势，透过国内OTC最强的销售渠道，最大化发挥品种丰富的特点，铸就了葵花药业在国内OTC市场的领先地位。

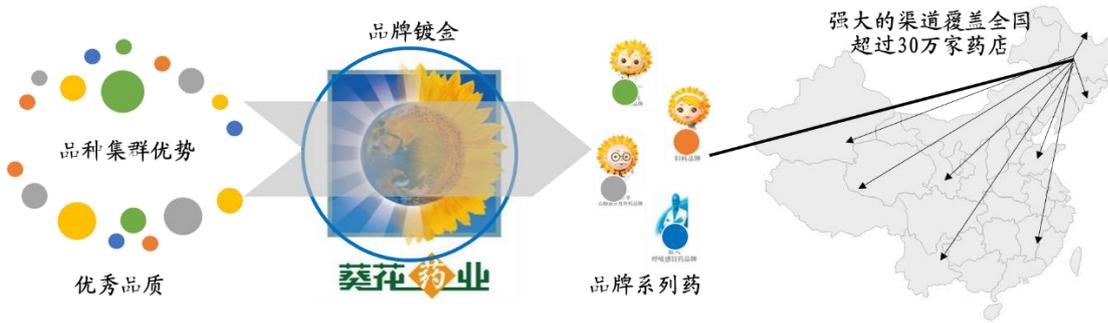
图表 1：一图认清葵花药业核心优势



资料来源：公司信息，东吴证券研究所

品牌是品种的宣传发大器，渠道是品种的高速通路。在OTC充分的市场竞争条件下，产品同质化严重，企业与企业之间的差异竞争就体现在产品质量、品牌力、渠道覆盖面几个主要方面。而葵花药业的生存之道，就是把品种、品质、品牌、渠道完美的结合起来，在每个环节积累一点优势，逐渐放大，到树立市场领先地位。

图表 2: 品种多 + 品牌响 + 渠道强 = OTC 强者



资料来源: 东吴证券研究所

2. 产品类目丰富, 外部并购+内部挖掘不断扩充

上市初, 公司便拥有中药保护品种 1 个, 独家品种 12 个, 进入国家医保目录药品 402 个, 进入基药目录的药品 181 个。目前公司产品涵盖中成药、化药、生物药三大领域, 已布局形成以消化系统用药、儿科用药、呼吸感冒用药、妇科用药、风湿骨病用药、心脑血管用药为重点的六大产品领域。

图表 3: 公司六大产品领域及代表产品

领域	代表产品
消化系统用药	护肝片、胃康灵胶囊、胃康灵颗粒
儿科用药	小儿肺热咳喘口服液为独家产品, 同时拥有小儿氨酚烷胺颗粒、小儿化痰止咳颗粒、健儿消食口服液, 以及小儿十维颗粒、儿童装盐酸氨溴索口服溶液、小儿百部止咳糖浆等 20 余品种
呼吸感冒用药	以复方氨酚烷胺系列产品为龙头, 以盐酸氨溴索口服溶液、四季感冒片、感冒清热颗粒、复方金银花颗粒、板蓝根颗粒、清热解毒口服液等为重点品种
妇科用药	以独家产品康妇消炎栓领军, 以乳核内消颗粒、更年安片、益母草颗粒、八珍益母片等为重点的系列产品
风湿骨病用药	拥有原研产品骨折挫伤胶囊、列入国家基本药物目录品种舒筋活血丸、独家品种双虎肿痛宁喷雾剂、氨糖美辛肠溶胶囊、奥沙普秦片、加味天麻胶囊
心脑血管用药	天菊脑安胶囊、心脑静片、救尔心胶囊、通脉颗粒、口服液等

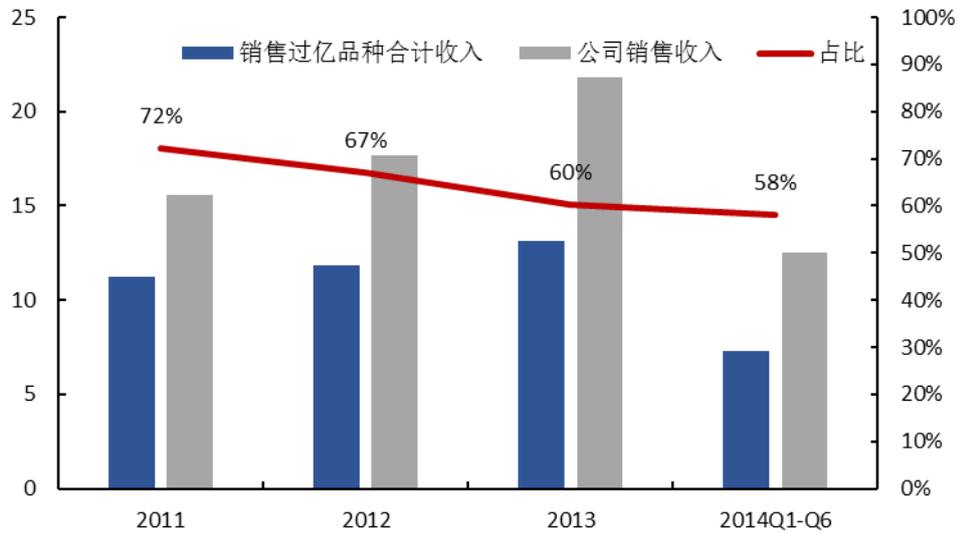
资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2.1. 过亿大品种优势显著, 千万级二线品种成长迅速

公司一线大品种在市场的品牌与质量口碑突出, 拥有 4 亿以上的核心大品种 2 个, 分别是小儿肺热咳喘口服液和护肝片; 1-3 亿的品种 6 个, 分别为康妇消炎栓、惠迪、小儿化痰止咳颗粒、小儿氨酚黄那敏颗粒、小儿氨酚烷胺颗粒以及 2015 年才引进的小儿柴桂。

公司产品梯队储备丰富、续航能力建设良好，目前拥有近 60 个品种销售规模超 1000 万元，在葵花独有的销售渠道作用下，都处在快速增长的轨道中。小品种占比销售收入也在不断提高，据我们分析经过 2015 年和 2016 年的发展，小品种占比销售收入在 50% 左右，已经形成良好梯队。

图表 4: 公司过亿品种合计销售收入（亿元）和占比



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2.2. 外延并购、自主研发——一切以优质品种为基础

1) “买、买、买”是公司迅速壮大最有效的方式。

品种资源是医药企业不可替代的核心资源。近两年，公司以品种为考察核心，用“买、改、联、研”的战略，扩充自己的黄金品种储备。“买”是上市公司获得优质品种的最快方式，也看到葵花在上市后频繁并购，相继获得小儿氨酚烷胺颗粒、小儿柴桂退热颗粒等多个优质品种。并且，优质品种+葵花品牌力+葵花强大的渠道，体现出强劲的增长速度，成为公司新一批过亿品种。

2015 年至今，公司通过并购湖北襄阳隆中药业、湖北武当金鼎制药、吉林省健今药业等公司，所拥有的药品批准文号由上市时的 722 个扩大至 1085 个。采用并购方式使公司产品结构和领域布局得以灵活改善。并购标的均具备核心产品资源，依托公司的成熟品牌、营销网络、营销模式，资源充分整合后业绩有望进一步获得释放。

在药品之外，公司亦在探索大健康领域的其他 OTC 产品。目前公司以特色功能性食品和饮品为主导，结合“小葵花”在儿童药的品牌价值，逐步拓展小葵花儿童健康产业和进入精品大众保健产业。

图表 5: 上市至今公司并购情况

时间	收购标的	收购股权比例	对价(万元)	影响
2015年7月	吉林省健今药业	90%	14500	健今药业是以中成药为主的制药企业,拥有片剂、胶囊剂、颗粒剂等11个剂型173个药品批准文号。其中,胃痛定胶囊、刺乌养心口服液、景参益气颗粒、石龙清血颗粒为全国独家品种,羚羊角滴丸、羚羊角颗粒为国内独家剂型,大黄蛰虫胶囊、消风止痛宁胶囊、长白复尔春胶囊国内药品文号较少。本次收购将使公司获取具有销售潜力品种的药品文号及生产基地,壮大公司现有六大特色产品群规模,实现公司产品群销售收入的结构性增长。
2015年8月	葵花药业集团(唐山)生物制药	增持28.68%股权后持股比例达到98.68%	2867.71	基于对生物制药、儿童用药市场前景长期看好,公司自控股唐山葵花后致力于加大对唐山葵花的并购整合力度。唐山公司共有59个批准文号,主要产品为生物制药复合凝乳酶胶囊,原料药复合凝乳酶,胃膜素胶囊及以小儿氨酚烷胺颗粒为代表儿童药系列药品。
2015年8月	湖北襄阳隆中药业集团	55%	10,999.26	收购标的公司的同时,公司将间接持有湖北金鼎药业55%股权,并购的两家制药企业拥有176个药品批准文号,拥有国家新药小儿柴桂退热颗粒、克感利咽颗粒,国家专利品种复方石韦颗粒,中药保护品种川贝雪梨膏,全国独家产品川贝雪梨颗粒、川贝雪梨胶囊、雪梨止咳糖浆、感冒药片,全国独家规格的秋梨润肺膏等,并购实施将进一步壮大公司六大产品群规模,为“小葵花”儿童药、妇科用药和呼吸感冒用药补充重要品种。
2016年3月	葵花林有限公司	100%	1100万美元	公司将标的公司作为进军海外市场的平台,公司将依托此平台引进国外医药健康领域的先进技术和工艺,引进符合公司发展规划的大健康领域系列产品、儿童医药保健领域产品,同时依托此平台将葵花药业具有竞争力中医药领域系列产品推向海外。
2017年1月	贵州宏奇药业	70%	9450	标的企业拥有独家品种芪斛楂颗粒,将作为公司提高儿童免疫力和助消化的黄金单品进行培育;独家品种良姜胃疡胶囊,将其作为消化系统用药黄金单品进行培育;复方吡啶美辛酞是皮肤外科用药,将填补公司皮肤外科用药产品线领域的空白,成为公司夏季品种和皮肤用药的主力品种;标的企业独家品种葛芪胶囊,适用于倦怠乏力,气短懒言,烦热多汗及II型糖尿病见以上症状,在公司经营模式带动下,将有较好的业绩空间;标的企业其他产品作为公司普药品类产品结构补充:三鞭胶囊作为高端补益品种补充;妇科止带胶囊作为妇科产品线补充。

同时依托标的企业整合贵州省特色民族药产品批文资源、充分利用贵州省丰富的药材资源及民族药资源，进行产业链延伸。

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2) 重视产品研发，挖掘自身价值。

公司拥有较强的创新研发基础，护肝片曾两次获国家银奖（金奖空缺），小儿肺热咳喘口服液、胃康灵等项目被列入国家火炬计划。目前，公司在北京设立北京药物研究院、哈尔滨设研发机构，各企业设立科研院所，专注于中药、天然药物、化药高新技术新型制剂的研发。通过自主研发、产学研结合以及国际化合作，为公司储备潜力品种。

图表 6: 公司在研品种介绍

品类	在研品种名称	注册分类	进度
儿童用药	小儿蒿芩抗感颗粒	中药 6 类新药	进行临床试验前期准备工作
	金柴小儿肺炎颗粒	中药 6 类	2005 年 2 月取得 CFDA 颁发的临床批件，现继续推进，目前进行临床试验前期准备工作
	儿童维 D 钙咀嚼片	化药 6 类新药	等待审评
	小儿碳酸钙 D3 颗粒	化药 6 类新药	等待审评
	布洛芬口服溶液	化药 6 类新药	等待审评
消化系统用药	恩替卡韦分散片	化药 6 类	“在审评”状态
	西甲硅油及西甲硅油乳剂	化药 3+6 类	专业评审中
妇科用药	妇乐颗粒	中药 6 类新药	等待审评
	妇炎克宁颗粒剂	中药 6.1 类新药	已完成工艺研究、质量标准研究等临床前研究
呼吸感冒用药	布洛芬混悬液项目	化药 6 类	已取得药物临床试验批件
	复方氢溴酸右美沙芬糖浆	化药 6 类新药	等待审评
	氢溴酸右美沙芬糖浆	化药 6 类新药	等待审评
	右美沙芬愈创甘油醚糖浆	化药 6 类新药	等待审评
心脑血管用药	长春西汀原料及注射液	化药 6 类新药	等待审评
	米力农原料及注射液	化药 6 类新药	等待审评
	盐酸法舒地尔注射液	化药 6 类新药	等待审评
	阿加曲班原料及注射液	化药 6 类新药	等待审评
补益类药品	葡萄糖酸钙锌口服溶液	化药 6 类新药	等待审评
	碳酸钙 D3 片	化药 6 类新药	等待审评
内分泌类及	硫辛酸注射液	化药 6 类新药	等待审评

其他	硫辛酸胶囊	化药6类新药	等待审评
	复方酮康唑发用洗剂	化药6类新药	已审评完毕，等待审批

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2.3. 品牌优势明显，部分产品终端仍有提价空间

公司销售收入最大的四个品种，在 OTC 终端都具有相当的品牌号召力，但价格处于中档水平，例如小儿肺热咳喘口服液价格略高于三九小儿清热止咳口服液，而低于蒲地蓝口服液。我们认为 OTC 产品虽然竞争激烈，但品牌价值和品质价值不能忽略，有议价能力的品牌适度涨价将是必然。

图表 7：公司主要单品及竞争情况

产品名称	招股书中 2014H 销售均价 (元)	目前京东价格 (元)	规格	治疗病症及主要疗效	主要竞争品种	目前京东价格 (元)	规格
小儿肺热咳喘口服液	20.77	32	10ml*8 支/盒	用于小儿清热，治疗儿童感冒、支气管炎等，清热解毒，宣肺止咳，化痰平喘	优卡丹小儿咳喘灵颗粒	18	2g*12 袋/盒
					三九小儿清热止咳口服液	24.5	10ml*8 支/盒
					济川蒲地蓝口服液	45	10ml*10 支/盒
					同仁堂川贝枇杷糖浆	25	150ml
康妇消炎栓	23.18	-	2.8g*9 粒/盒	用于湿毒造成的阴部瘙痒、带下病、小腹痛等	恩威洁尔阴洗液	21	300ml
					仁和硝酸咪康唑栓	12	8 粒/盒
					同仁二妙丸	13	12 袋/盒
					万通消糜栓	26	7 粒/盒
					千金妇科千金片	28	18s*6 板
护肝片	11.78	-	0.36g*100 片/瓶	疏肝理气，健脾消食。具有降低转氨酶作用，用于慢性肝炎及早期肝硬化。	修正 纽斯葆牌葛维片	78	60 片/瓶，30 天用量
					安利纽崔莱护肝片	145-200	60 片/瓶，30 天用量
					同仁堂惊醒片	159-176	450mg*32 片/盒，8 天量
					Swisse 护肝片	102-118	120 片/瓶，两个月用量
胃康灵	14.01	20	0.4g*48 粒/盒	柔肝和胃、缓急止痛功能，用于慢性浅	三九舒肝健胃丸	15	3g*20 袋
					仁和胃康灵胶囊	19.8	0.4g*48 粒

表性胃炎引 起的胃脘疼。	白云山胃乃安胶囊	22	0.3g*36 粒
	摩罗丹	19.8	90g/瓶

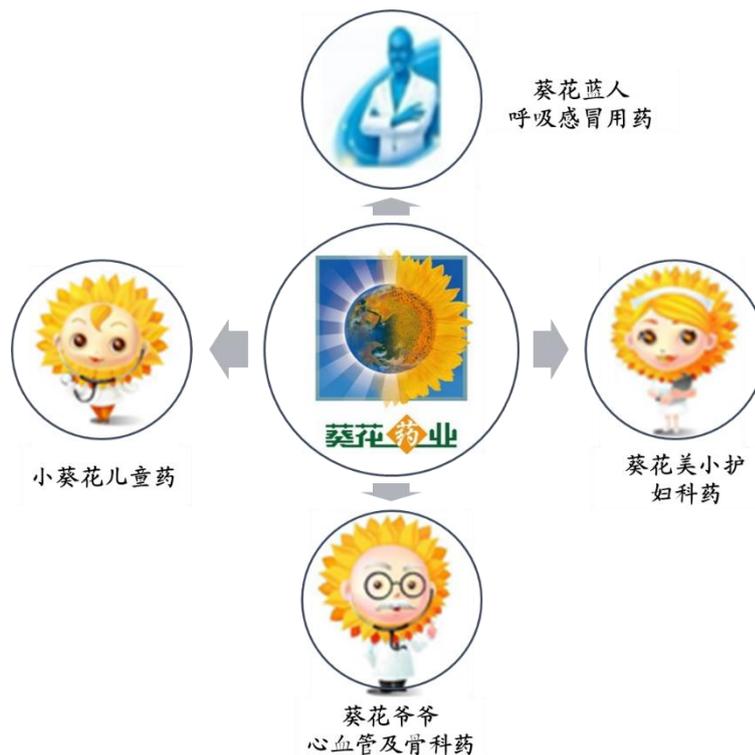
资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

3. 核心品牌+子品牌策略，塑造 OTC 品牌力集团优势

3.1. “1 主带 4 小” 的针对性品牌策略

品牌影响力是 OTC 企业的核心竞争力之一，葵花药业从成立时起就确定了走品牌战略的路线，制定“1 主带 4 小”的品牌策略，即“葵花”为主品牌+“小葵花”儿童药、“葵花蓝人”呼吸感冒用药、“葵花美小护”妇科用药、“葵花爷爷”心脑血管用药等 4 大子品牌。目前公司已培育形成小葵花系列儿童药商标、得菲尔商标、言诺欣商标等子品牌商标，2012-2014 年，小葵花连续 3 年进入“中国药品品牌榜”并位列最受欢迎明星用药。

图表 8: 葵花药业品牌策略

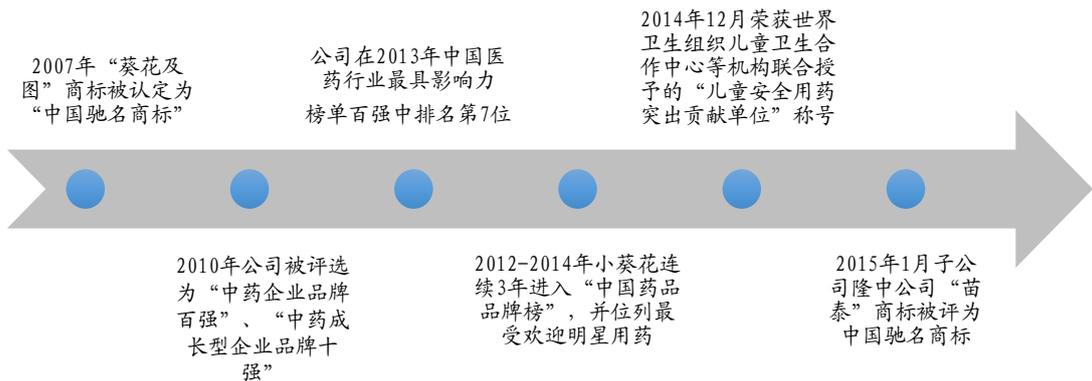


资料来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2. 大投入，“空地结合”的立体化宣传塑造品牌形象

通过采取**立体式品牌塑造策略**，即空中以电视广告为主、包括互联网、广播、杂志在内的广告拉动，地面由车体、广告牌等辅媒、终端 POP、社区宣传媒体等承接的广告网对消费者进行全面覆盖。同时，公司积极通过健康教育、科普宣传、幼儿园活动、社区活动等多种活动形式与消费者进行深入沟通，强化品牌影响力。

图表 9: 公司品牌影响力不断提高



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

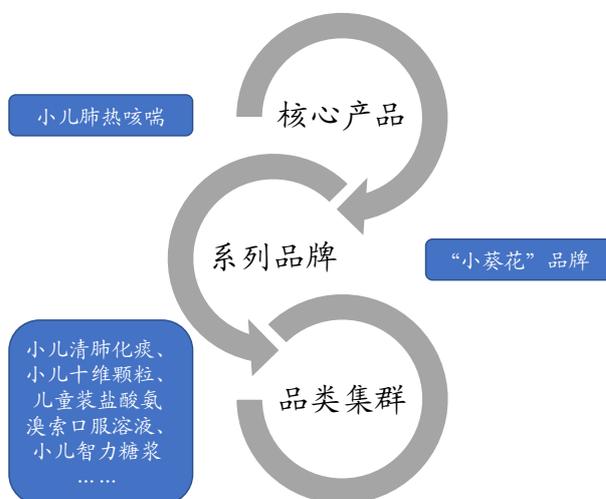
公司自成立以来，持续投入资金和人力、物力进行品牌建设，品牌价值持续提升。2015年公司投入的广告宣传费用为3亿元，较上年同期增长11%，至15年已累计投入超过16亿元。通过持续高投入的品牌建设，公司已与各大主流媒体、行业协会等保持长期稳定的合作关系。通过不断提升公司品牌价值和美誉度，葵花主品牌得到消费者和行业客户伙伴的广泛认可。近年来公司品牌影响力已经树立，所以在广告费用趋于稳定。

3.3. 以大品种创品牌，以品牌拉动品类上量，形成产品集群优势

在“品种→品牌→品类”的发展战略引导下，公司依托核心大品种，做大现有六大产品群及大健康产业。

以“小葵花”儿童药为例，公司最大单品之一小儿肺热咳喘（口服液+颗粒）拥有超过5亿的销售规模、品牌影响力大，公司通过此单品进一步提高“小葵花”儿童品牌的市场地位，拉动儿童系列其他单品的销售，有效巩固了子品牌的行业领先地位。

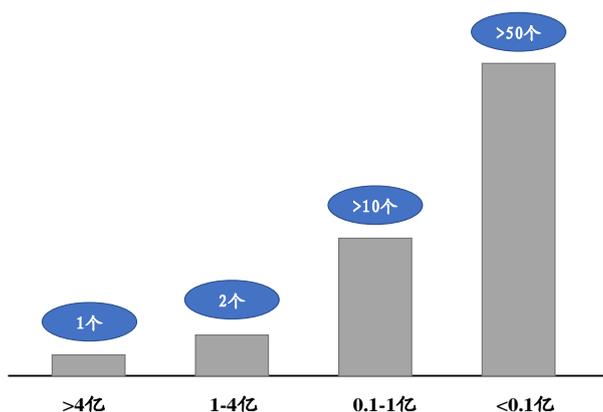
图表 10: 公司“品种→品牌→品类”发展战略



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

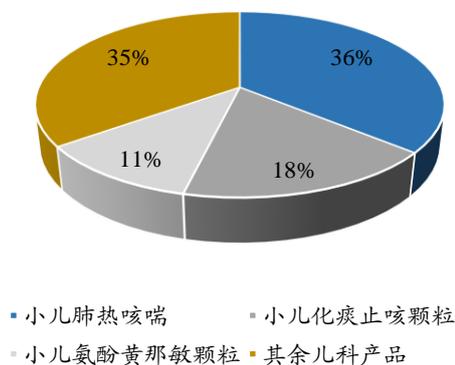
公司拥有儿科药品批准文号超过 70 个, 推广上市的产品 20 多个。其中, 主要产品小儿肺热咳喘已经超过 5 亿规模, 小儿化痰止咳颗粒、小儿氨酚黄那敏颗粒均超过 1 亿元规模, 核心主打品种势头强劲。同时, 儿科系列产品还有超过 10 个销售规模在 1000 万以上, 小儿清肺化痰口服液、小儿柴桂、儿智力糖浆等均为重点产品。儿科系列产品储备丰富、梯队优良, 有望在已有大单品的强势带动下, 获得爆发式增长。

图表 11: 公司儿科产品梯队



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 12: 公司儿科前三大品种在儿童药收入占比达到 65%



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 13: 除前三大产品, 儿科领域其他重点品种

产品名称	当前状态	主要优势
小儿清肺化痰口服液	已上市	全国仅 2 家
小儿十维颗粒	已上市	独家品种
阿莫西林克拉维酸钾颗粒	已上市	国内首仿药品, 全国仅 7 家
小儿智力糖浆	已上市	全国仅 10 家
小儿咳喘灵口服液	已上市	市场成熟
小儿百部止咳糖浆	已上市	全国仅 4 家
健儿消食口服液	已上市	列入医保目录
小儿麦枣咀嚼片	已上市	全国仅 7 家
止泻灵糖浆	已上市	全国仅 3 家
双黄连栓	计划上市	全国仅 9 家
小儿金丹	计划上市	全国仅 5 家
小儿葡磷泛三钙片	计划上市	全国 2 家, 儿童专用复合钙片

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

4. 强大的销售网络是产品占领市场的高速通路

知名的品牌虽然可以放大产品的优点, 提高产品知名度, 有助于吸引客户, 但销售方式和销售渠道的建立, 才是 OTC 市场百人竞争的焦点。葵花药业通过十几年的发展和进化, 已经形成了一套独特的销售体系和销售网络, 覆盖超过 30 万家的零售终端, 接近全国零售终端总量的 1/4。

4.1. 公司事业部制营销体系, 不同品种销售模式因地制宜

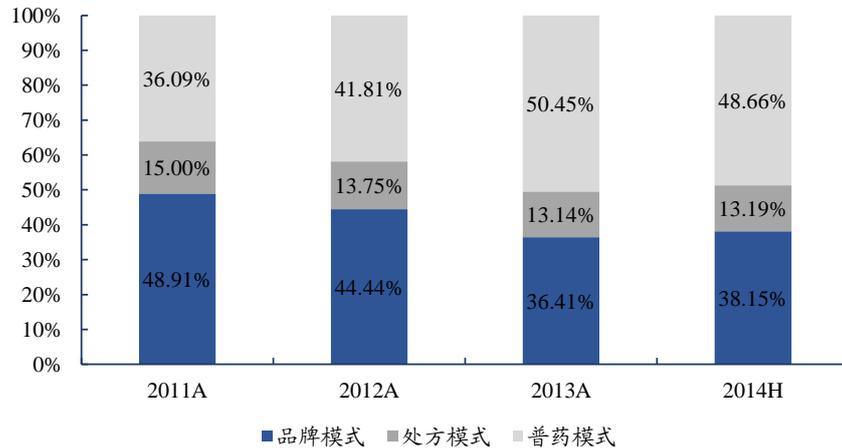
公司主要成立 8 大事业部, 根据产品的不同特点进行差异化营销, 具体分为品牌事业部、处方事业部、普药一至五部及大健康事业部。

1) 品牌事业部: 主要负责品牌药的 OTC 销售。通过广告拉动、OTC 店员培训等方式进行营销推广。销售品种包括护肝片、胃康灵胶囊、胃康灵颗粒、小儿肺热咳喘口服液、小儿肺热咳喘颗粒、小儿氨酚烷胺颗粒、健儿消食口服液、小儿十维颗粒、康妇消炎栓等。目前, 公司品牌事业部有 700 余人, 合作的一级经销商超过 80 家, 达成长期合作的连锁药店 1000 余家, 覆盖终端药店 30 余万家。

2) 处方事业部: 主要通过医药招标、学术推广、点式销售等方式推广具有较强临床优势的大品种, 公司采用处方销售模式的品种有护肝片、小儿肺热咳喘口服液、康妇消炎栓、小儿智力糖浆、复合凝乳酶胶囊、美沙拉嗪肠溶片、盐酸舍曲林胶囊、双泰唑栓等。目前, 公司处方事业部有 500 余人, 主要产品全国范围内覆盖医院超过 4000 家。

3) 普药事业部: 主要负责销售公司众多的二三线品种。分有多个普药事业部进行不重叠(品种)的销售, 配合公司强大的渠道充分挖掘公司丰富的品种优势。普药事业部已经成为拉动公司发展的主要动力来源。

图表 14: 三种销售模式 2011A-2014H 收入占比



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

4.2. 直销队伍+代理商模式, 覆盖面广、药品传导迅速

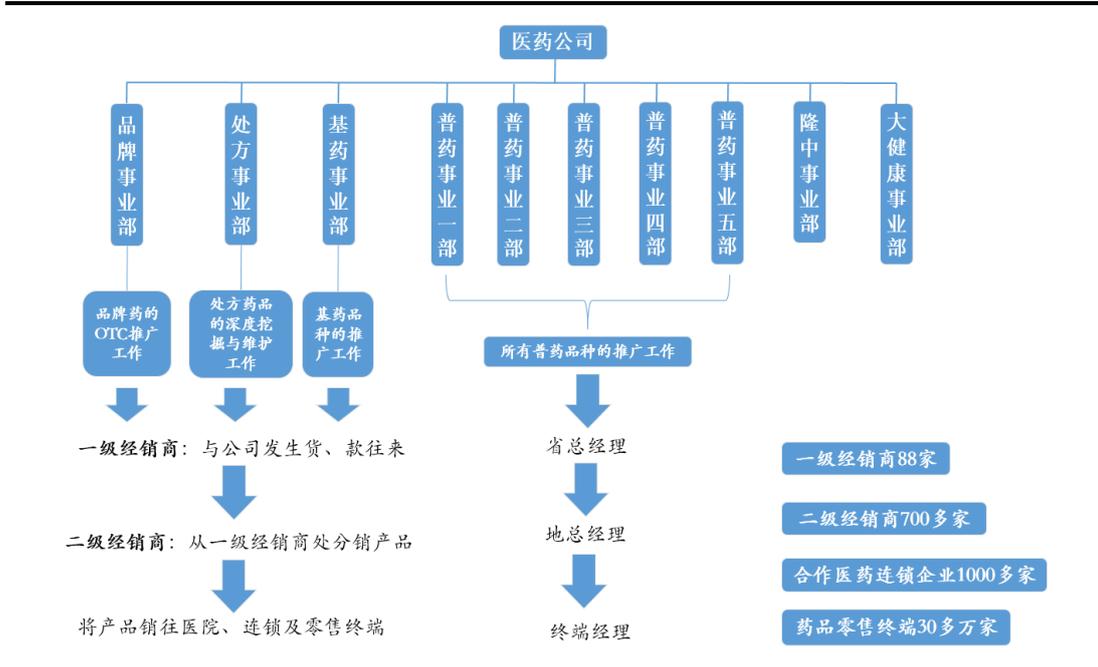
特殊的销售模式和销售网络建设, 使葵花药业具备了超强的“地推”能力, 其产品能够在最短的时间内进入全国超过 30 万家的零售终端。

1) 公司品牌销售模式和处方模式销售是通过标注化的商业渠道完成的, 两个业务线的销售渠道比较类似, 采取一级代理、二级分销的网络模式, 把产品销往医院、连锁及零售终端。

2) 普药销售模式则更接近于直销系统, 采取省总、地总、终端经理三级管理体系, 由公司直接管控、深度分销。其普药产品主要销往连锁及单体零售终端。

普药销售彰显了公司在销售管理上超强的能力。普药为常用药, 此类产品销售终端相对基层化, 因此产品下沉到终端的中间过程冗杂, 如何对价格和货物流进行严格把控成为关键。公司通过设立省总经理、地总经理和终端经理, 采取内部直销的三级管理体系, 确保产品销售环节有合理的利润空间, 维护合理的价格体系, 并保证产品的质量, 充分调动销售人员的积极性。

图表 15: 公司不同事业部渠道设计不同



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

4.3. 在药品流通变革大潮中, 公司销售模式的优越性进一步放大

2016年是药品流通渠道商面对的“政策大年”，两票制、营改增、94号文，组合拳整顿药品流通领域。政策雷霆万钧，直接导致药品流通行业在2016年5月-2016年10月之间进入剧烈的调整期，尤其是相对小、资质不健全的区域性流通企业。对上游的OTC企业来说，其直接的杀伤力就是渠道销售被迫调整，间接增加了成本，所以在2016年Q2-Q3出现多家OTC企业业绩增速下滑甚至负增长。

葵花药业的销售渠道分为两种，品牌药和处方药的渠道代理，以及普药的直销体系。我们判断，经过两个季度整合，公司销售渠道的风险已经全部释放，从2016年Q4开始业绩将反转向好。

公司渠道的特点在药品流通变革中尽显优势:

1) 处方药和品牌药的代理模式: 已经是扁平化模式，至多只有2级代理商，并且单产品销量大，代理商资质齐全，受政策影响很小;

2) 普药的直销模式: 公司自有销售人员的三级销售模式，不存在违

规倒票等行为，所以内部销售受到政策影响很小；但为公司普药配送的流通企业在此次整改中受到波及较大，直接导致公司在 2016 年 Q2-Q3 配送渠道堵塞；得益于公司的销售模式，经过两个季度的调整，公司已经完全拜托了渠道堵塞问题，重新进入正轨。

5. 新版医保目录就是葵花药业再次腾飞的东风

5.1. 医保目录调整，医院端销售将成为公司又一重要突破口

虽然公司为 OTC 行业领先企业，但医院端销售逐渐成为公司重视的新领域。公司广告+地推的模式已经几近完美，大品种销售遇到瓶颈，因此，此次医保目录调整，使得公司获得一个契机，**进军医院市场，形成医院内医生推荐，医院外 OTC 终端销售的新联动销售模式。**

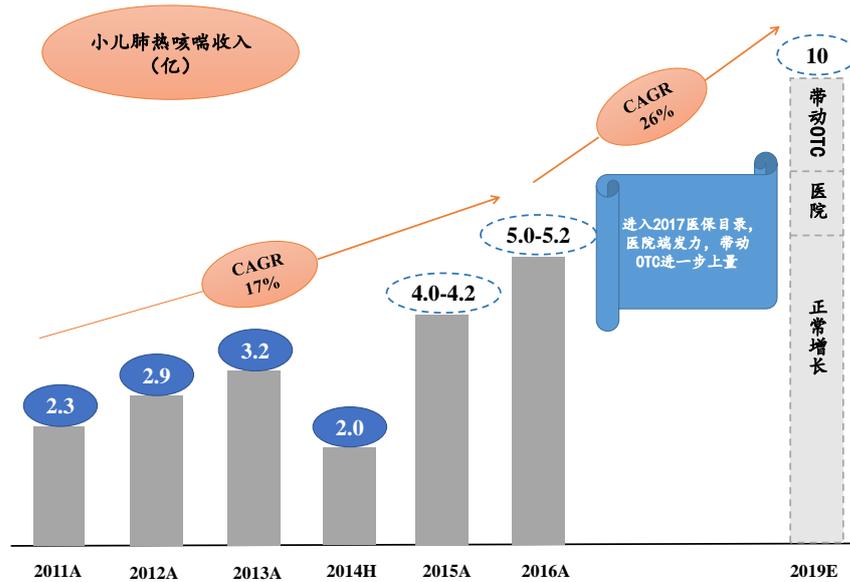
2015 年开始，公司就已经丰富了处方营销模式，并匹配相应产品。医院端依靠学术推广加强，同时医院渠道建设。目前医院端的销售收入占比已经接近 20% 上下。

新医保目录调整，就是公司所缺的东风。2 月 23 日，2017 国家新版医保药品目录正式发布，这是人社部时隔 8 年发布的最新版目录。公司的**第一大单品小儿肺热咳喘**（含口服液、颗粒两种剂型）进入医保目录，有望带动公司在处方药销售再上一个台阶。

5.2. 小儿肺热咳喘三年内或将成为超过 10 亿的重磅药

公司的小儿肺热咳喘主要为 OTC 端产品，**此次新增进入医保目录，成为“双跨品种”，**为公司实施“大品牌医院端带动 OTC”战略提供了必要先决条件。小儿肺热目前单品规模超 5 亿元（医院端销售 1 亿元左右），近 5 年复合增长率约为 17%。在医院端放量的同时，又可以进一步带动 OTC 的营销，产品销售有望上一新台阶。**我们预测，未来三年小儿肺热咳喘这一单品复合增长率超过 25%，到 2019 年销售收入将突破 10 亿元，成为真正的重磅药。**

图表 16: 进入医保目录后，小儿肺热咳喘有望实现医院和 OTC 的齐头并进



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

备注：2015 和 2016 年数据为预测数据

6. 儿童药和消化系统用药双轮驱动

儿科用药和消化系统药品为公司重点布局，两产品领域在总收入中占比接近 70%，其中儿科药品总收入占比超过 40%。

公司小儿肺热咳嗽（口服液及颗粒）单品超过 5 亿，另有小儿化痰止咳颗粒、小儿氨酚黄那敏颗粒两个近 2 亿单品。小儿肺热咳嗽为公司儿科药中的主打品种，为目前医院治疗儿童感冒的基础用药，在 OTC 市场拥有较强的品牌知名度。该产品在国内零售市场止咳化痰类药品中市场份额为 2.36%，排名第二，儿童止咳化痰类药品中排名第一位。

图表 17：公司儿科用药重点产品收入、增速、占比情况

万元	2011A	2012A	2013A	2014H1
小儿肺热咳嗽	22,873.25	28,685.31	32,417.35	20,013.26
增速		25.4%	13.0%	
小儿化痰止咳颗粒	9,463.68	11,190.34	15,735.13	7,500.76
增速		18.2%	40.6%	
小儿氨酚黄那敏颗粒	6,420.03	7,706.14	10,051.23	5,176.33
增速		20.0%	30.4%	
儿科前三大收入合计	38,756.96	47,581.79	58,203.71	32,690.35
儿童药收入合计	62,799.06	72,063.87	89,664.08	49,847.78
增速		12.9%	14.8%	24.4%
前三大在儿童药中占比	61.7%	66.0%	64.9%	65.6%
在总收入占比	24.9%	26.9%	26.7%	26.1%

资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

6.1. “二胎”政策、儿童药鼓励政策，公司受益显著

1) “二胎”政策显著提高公司产品的潜在市场规模。我国儿童人口基数大，0-14岁人口数量达到2.7亿，同时随着二胎政策的放开，未来三年将迎来新生儿的高峰，儿童药品市场持续扩容将是必然。公司主力儿童药品种多为6个月-14岁，必将逐渐受益于人口结构的调整。

2) 儿童药新政利好龙头企业。与巨大的市场潜力相比，儿童专用药却极其缺乏，药品品种少、剂量规格少、剂型少。目前我国国产药品批文共有18万多条，但专用于儿童的药品批文仅有3,000多条，九成以上的药物没有儿童剂型。近年，国家密集出台政策鼓励儿童药研发创制、加快申报审评，保障儿童用药。最近一期的医保目录调整就是顺应儿童药政策的变化趋势，而公司正是直接受益的标的。

图表 18: 政策出台保障儿童用药

时间	文件名称	部门	主要内容
2011年7月	《中国儿童发展纲要(2011-2020年)》	国务院	提出鼓励儿童专用药品研发和生产，扩大国家基本药物目录中儿科用药品种和剂型范围，完善儿童用药目录。
2014年5月	《关于保障儿童用药的若干意见》	卫计委等6部位	这是近十几年来我国关于儿童用药的第一个综合性指导文件，从鼓励研发创制、加快申报审评、确保生产供应、强化质量监管、推动合理用药、完善体系建设、提升综合能力等环节，对保障儿童用药提出了具体要求。
2016年3月	《儿科人群药物临床试验技术指导原则》	CFDA	通过本指南的制定，进一步规范我国儿科人群药物临床试验、提高研究质量，为全面的科学评价提供可靠的数据支持。
2016年5月	《关于加强儿童医疗卫生服务改革与发展的意见》	卫计委	提出具体目标: 到2020年，每千名儿童床位数增加到2.2张，每千名儿童儿科执业(助理)医师数达到0.69名，每个乡镇卫生院和社区卫生服务机构至少有1名全科医生提供规范的儿童基本医疗服务。 “十三五”期间，省会城市设置1所儿童医院，每个县至少有1所县级公立医院设置有病房的儿科。 建立儿童用药审评审批专门通道，对儿童用药价格给予政策扶持，优先支持儿童用药生产企业产品升级、技术改造。
2016年6月	《关于印发首批鼓励研发申	卫计委等3部位	为深化医改，进一步做好保障儿童用药工作，促进儿童适宜品种、剂型、规格的研发创制和申报审评，满

报儿童药品清
单的通知》

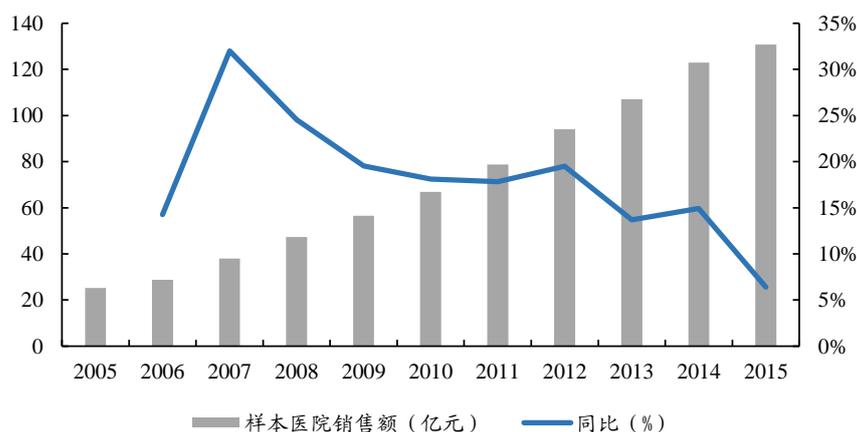
足儿科临床用药需求，国家有关部门组织专家制定了
《首批鼓励研发申报儿童药品清单》

资料来源：国家有关部门网站，东吴证券研究所

6.2. 消化系统用药具慢病属性、市场空间大，公司后备品种充足

消化系统疾病在我国为多发病，人群患病率超过 20%，目前国内已有患者 1.2 亿。消化系统疾病主要包括肝胆类疾病和肠胃疾病，具有慢性病属性，患者用药量大、多有反复用特特点，因为未来行业空间巨大。根据 PDB 对样本医院的统计，消化系统用药销售收入 2012-2015 年复合增速达到 11.6%。

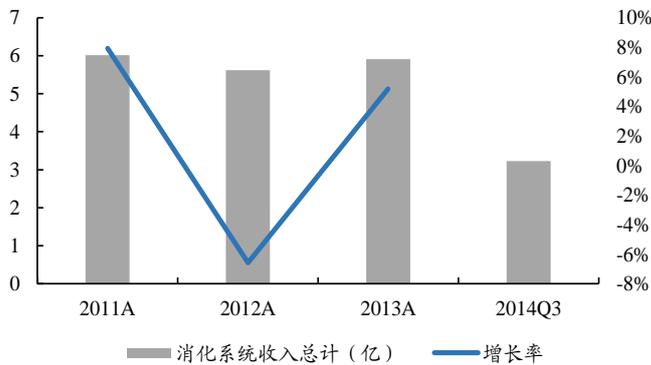
图表 19：样本医院消化系统用药历年销售规模及增速



资料来源：PDB，东吴证券研究所

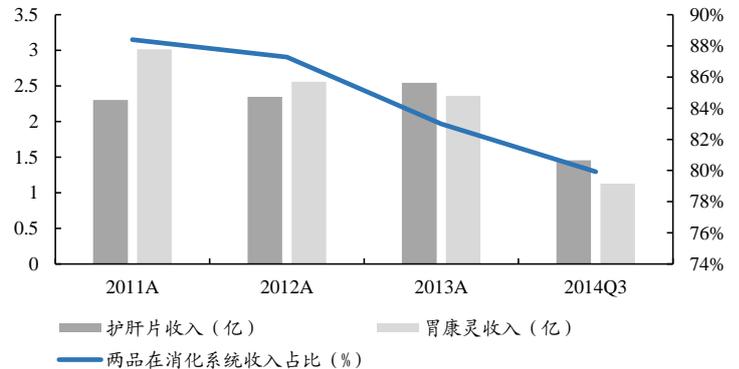
公司护肝片销售收入超过 3 亿元，胃康灵胶囊销售额超 2 亿。公司消化类产品主要销往连锁、零售终端，如护肝片 80% 以上为 OTC 市场销售，因此产品受目前医保、招标政策影响较小。同时消化系统用药产品具有较强的品牌依赖性，公司前期品牌宣传到位、在 OTC 市场拥有较高品牌影响力，消化类产品有望借助公司的品牌、渠道继续保持强势增长。

图表 20: 公司消化系统产品收入及增速



数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 21: 公司护肝片、胃康灵收入及两品消化药收入占比



数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

除护肝片、胃康灵, 公司仍有充足的后备力量。美沙拉嗪肠溶片、复合凝乳酶胶囊、胃舒宁颗粒、芬草止痢片等产品自 2010 年开始陆续上市, 上市以来呈现良好的增长势头。而消化系统在研品种恩替卡韦分散片、西甲硅油及西甲硅油乳剂有望形成新的增长点, 为公司消化品类的持续增长提供保障。

图表 22: 公司消化系统重点产品储备

产品名称	当前状态	主要优势
护肝片	已上市	列入医保目录、基本药物目录、原研首产
胃康灵胶囊	已上市	列入医保目录、原研首产
美沙拉嗪肠溶片	已上市	列入医保目录、国家新药
复合凝乳酶胶囊	已上市	全国 2 家, 原料药独家批文
胃舒宁颗粒	已上市	全国仅 7 家
肝胃气痛片	已上市	全国仅 3 家
泻痢固肠丸	已上市	全国仅 7 家

资料来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

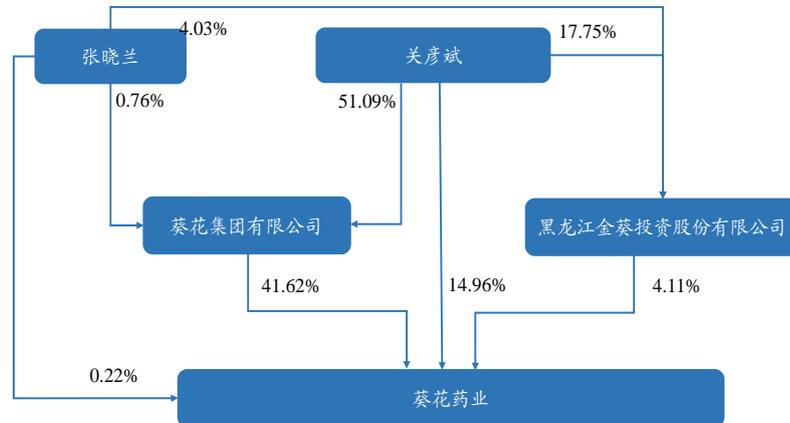
7. 公司质地优异, 盈利能力突出

7.1. 公司股权结构清晰, 管理架构稳定

上市公司大股东为葵花集团, 持股比例为 41.62%。实际控制人为关彦斌和张晓兰夫妇, 实际控制人通过直接和间接方式合计持有上市公司 70% 以上股权。其中, 关彦斌董事长直接持股 14.96%, 持有大股东葵花

集团 51.09% 股权。公司实际控制人持股比例高，股权结构较为扁平化，有利于提高公司管理和运营效率。

图表 23: 公司股权结构



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 24: 公司主要控股、参股企业

板块	子公司	直接持股比例 (%)	投资额 (万元)	主营业务
医药工业	黑龙江葵花药业股份有限公司	100	14,559.69	主要从事护肝片、胃康灵胶囊、胃康灵颗粒、小儿肺热咳喘口服液等药品的生产
	葵花药业集团(重庆)有限公司	90	19,708.61	主要从事小儿化痰止咳颗粒、小儿氨酚黄那敏颗粒、小儿咳喘灵口服液、小儿止咳糖浆、小儿百部止咳糖浆等儿童药品的生产和双虎肿痛宁喷雾剂的生产
	葵花药业集团(衡水)得菲尔有限公司	70	5,355.86	主要从事头孢克洛颗粒、阿莫西林克拉维酸钾颗粒等儿童及成人抗生素药品的生产；复方氨酚烷胺颗粒、复方金银花颗粒、小儿葡萄糖酸锌颗粒等的生产
	葵花药业集团(佳木斯)有限公司	100	8,500.00	主要从事骨折挫伤胶囊、舒筋丸、加味天麻胶囊等风湿骨病药品的生产；四季感冒片、消痰益康糖浆等感冒药的生产；小儿麦枣片等儿童药的生产
	葵花药业集团(伊春)有限公司	96	5,779.48	主要从事康妇消炎栓等药品的生产
	葵花药业集团(冀州)有限公司	70	-	主要从事小儿感冒颗粒、小儿清肺化痰口服液、盐酸氨溴索口服液、小儿清热止咳口服液等感冒止咳药品的生产
	葵花药业集团佳木斯鹿	100	3,000.00	主要从事美沙拉嗪肠溶片、复方氨酚烷胺片、奥沙普秦片等西药的生产

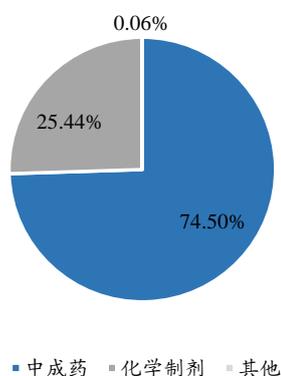
	灵制药有限公司			
	葵花药业集团(唐山)生物制药有限公司	99	4,253.71	主要从事复合凝乳酶胶囊、小儿氨酚烷胺颗粒、胃膜素胶囊、通脉颗粒等药品的生产
医药商业	葵花药业集团医药有限公司	100	1,000.00	主营医药批发、销售
	四川省葵花医药有限公司	100	-	主营医药批发、销售
	哈尔滨红叶医药有限公司	100	600.00	主营药品批发、销售
医药连锁	黑龙江葵花大药房有限公司	100	50.00	从事各类药品零售业务
药材种植	黑龙江葵花药材基地有限公司	100	272.97	中药材种植、加工（主要为本公司使用）

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

7.2. 以中成药为盈利主，利润率稳定

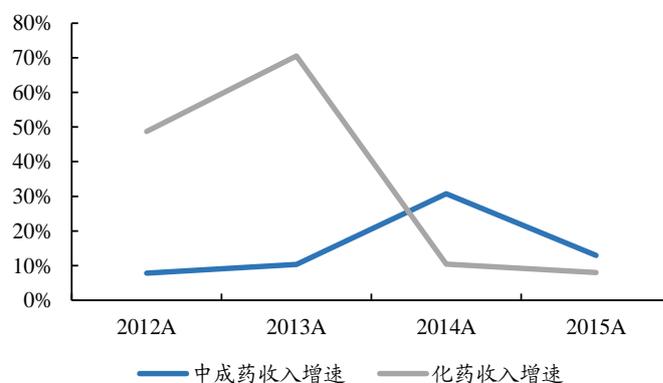
公司产品以中成药为主，中成药保持 10% 左右的稳定增速，受医保招标方面的政策影响，近年公司化药增速有所放缓。公司 2012-2015 年收入复合增速达到 19.7%，净利润 3 年复合增速达到 9.4%。

图表 25: 2015 年中成药收入占比接近 75%



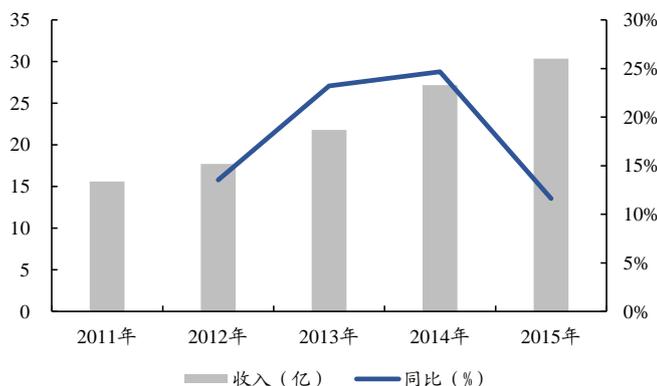
数据来源：wind 资讯，东吴证券研究所

图表 26: 历年中成药、化药收入增速



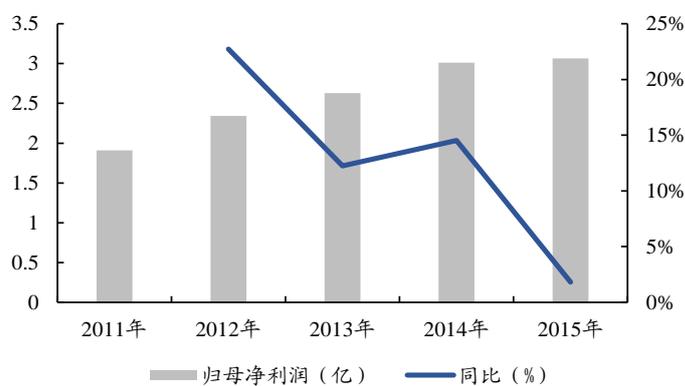
数据来源：wind 资讯，东吴证券研究所

图表 27: 公司历年收入及增速



数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

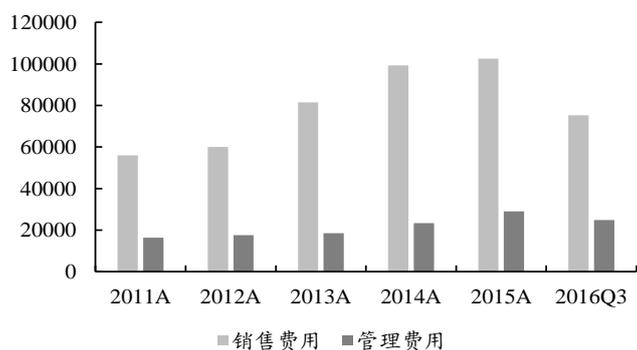
图表 28: 公司历年净利润及增速



数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

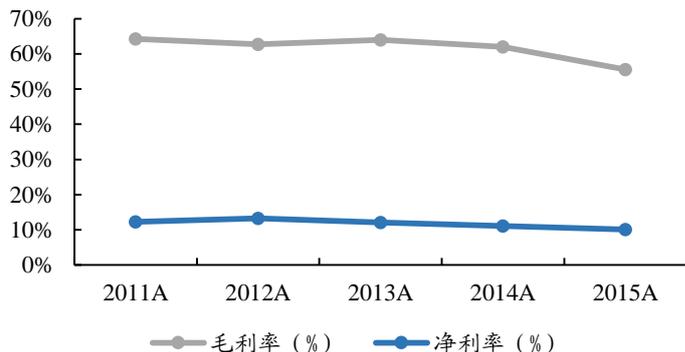
公司毛利率较上市前略有降低, 销售、管理费用近年增长速度趋缓, 净利率尚维持在 10%以上水平。同时, 公司回款情况良好, 应收账款周转率在同类上市公司中处于较高水平。

图表 29: 公司历年销售费用、管理费用 (万元)



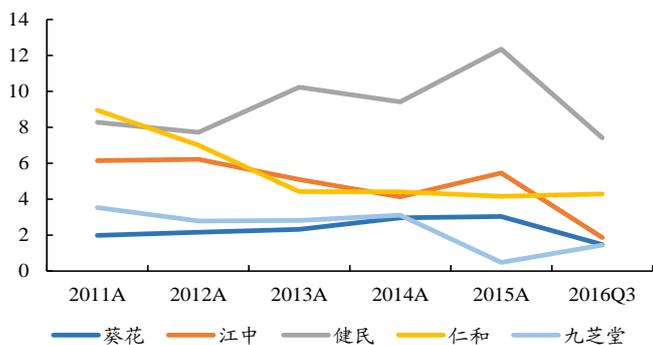
数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 30: 公司历年毛利率、归母净利率



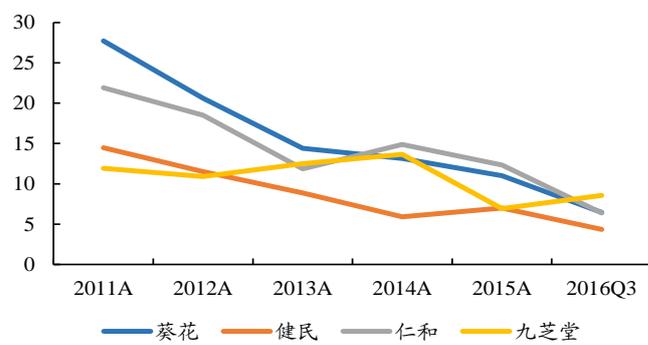
数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 31: 可比上市公司存货周转率对比 (次)



数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 32: 可比上市公司应收账款周转率对比 (次)



数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

8. 投资建议&盈利预测

葵花药业作为 OTC 的品牌企业，已经走出了一条品种、品质、品牌、渠道完美的结合的 OTC 之路。公司在生产、质量、品牌、宣传、销售渠道、终端管控，每个环节积累一点优势，并逐渐放大，成为公司坚实的壁垒，确立了行业的领先地位。

我们认为公司在 2016 年药品流通导致行业渠道受阻中率先走出来，并且伴随着 2017 新版医保目录出台、人口政策调整、鼓励儿童药政策出台等大环境政策利好，公司作为 OTC、儿童药品牌企业，在行业向好的过程中，受益最大，因此给予“买入”评级。

基于公司产品线包括：1) 处方药小儿肺热咳喘系列药物进入医保目录带来的销售增长；2) 品牌 OTC 核心产品小儿肺热咳喘系列药物、胃康灵、护肝片、以及小儿柴桂等品种销量的增长预期；3) 普药是业务的销售渠道调整完成等因素，我们预期公司 2016 年到 2018 年，销售收入分别为 36.3 亿元、43.8 亿元和 53.2 亿元，同比增长 19.6%、20.6%和 21.6%；归属母公司净利润分别为 2.89 亿元、3.73 亿元和 4.73 亿元，同比增长 -5.9%、29.1%和 26.8%；EPS 分别为 0.99 元、1.28 元和 1.62 元，对应 PE 分别为 37X、28X、和 22X。

9. 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。

10. 附表

葵花药业 (002737) 主要财务数据及估值 (百万元)

资产负债表	2015	2016E	2017E	2018E	利润表	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	1701	1866	2472	2990	营业收入	3035	3630	4377	5323
现金	607	932	977	1546	营业成本	1348	1622	1938	2342
应收账款	452	223	591	399	营业税金及附加	36	46	55	67
其它应收款	44	79	69	111	营业费用	1026	1276	1523	1834
预付账款	54	92	83	128	管理费用	290	343	409	493
存货	537	531	744	797	财务费用	1	-13	-23	-30
其他	8	8	8	8	资产减值损失	1	5	5	4
非流动资产	1663	1453	1243	1035	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	9	0	0	0
固定资产	1111	1051	875	700	营业利润	341	351	470	613
无形资产	281	248	215	183	营业外损益	61	61	61	61
其他	272	154	153	153	利润总额	401	412	531	674
资产总计	3365	3319	3714	4025	所得税	74	103	133	169
流动负债	753	532	701	724	净利润	328	309	398	506
短期借款	203	0	0	0	少数股东损益	21	20	25	32
应付账款	328	351	460	519	归属母公司净利润	307	289	373	473
其他	222	181	241	205	EBITDA	495	605	715	850
非流动负债	1	1	1	1	EPS (元)	1.05	0.99	1.28	1.62
长期借款	0	0	0	0					
其他	1	1	1	1					
负债合计	754	533	702	725	主要财务比率				
少数股东权益	161	181	207	239	营业收入	11.6%	19.6%	20.6%	21.6%
归属母公司股东权益	2449	2605	2806	3061	营业利润	-11.2%	2.9%	34.0%	30.5%
负债和股东权益	3365	3319	3714	4025	归属母公司净利润	1.8%	-5.7%	28.9%	27.0%
					毛利率	55.6%	55.3%	55.7%	56.0%
					净利率	10.8%	8.5%	9.1%	9.5%
现金流量表					ROE	12.5%	11.1%	13.3%	15.5%
经营活动现金流	125	604	149	714	ROIC	18.7%	11.4%	17.8%	21.1%
净利润	328	309	398	506	资产负债率	22.4%	16.1%	18.9%	18.0%
折旧摊销	92	205	205	204	净负债比率	7.8%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	18	-12	-21	-28	流动比率	2.3	3.5	3.5	4.1
投资损失	0	0	0	0	速动比率	1.5	2.5	2.5	3.0
营运资金变动	-733	183	437	495	总资产周转率	0.9	1.1	1.2	1.3
其它	420	-81	-870	-462	应收帐款周转率	6.7	16.2	7.4	13.3
投资活动现金流	-259	46	46	46	应付帐款周转率	4.8	4.8	4.8	4.8
资本支出	0	0	0	0	每股收益	1.0	1.0	1.3	1.6
长期投资	0	0	0	0	每股经营现金	0.4	2.1	0.5	2.4
其他	-259	46	46	46	每股净资产	8.9	9.5	10.3	11.3
筹资活动现金流	-721	-324	-150	-190	P/E	35	37	28	22
短期借款	0	-203	0	0	P/B	4.3	4.1	3.8	3.5
长期借款	0	-121	-150	-190	EV/EBITDA	21.0	16.3	13.8	11.0
其他	-721	0	0	0					
现金净增加额	-855	325	44	570					

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

免責聲明

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 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

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>

