

葵花药业 (002737)：品类丰富的品牌 OTC 药企

行业分类：医药

2014 年 12 月 24 日

股票价格

合理价格区间	38.06-65.10 元
网下发行数量	365 万股
网上发行数量	3285 万股

股本结构

发行前总股本 (万股)	10950
本次发行股本 (万股)	3650
发行后总股本 (万股)	14600

主要财务数据及预测

	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入增长率 (%)	23.22	16.92	20.51	20.01
净利润增长率 (%)	12.25	20.35	16.20	21.07
综合毛利率 (%)	63.97	63.11	62.73	62.73
摊薄每股收益 (元)	1.80	2.17	2.52	3.05

报告要点：

◆ 公司概况

葵花药业是一家民营 OTC 药企，主要从事中成药、化学药以及生物制药的研发、生产和销售，主要产品涵盖消化系统用药、儿科用药、呼吸感冒用药、妇科用药、风湿骨病用药、心脑血管用药等用药领域。

◆ 公司竞争优势

- 品类和剂型丰富。公司拥有 722 个药品批文，其中包括 1 个国家中药保护品种，12 个独家品种，具有丸剂、散剂、栓剂、膏剂和颗粒剂等 15 个剂型。
- 营销网络完善。公司的销售网络覆盖全国，具有 7 个事业部、180 支销售队伍，产品覆盖全国约 4,000 多家医疗机构和 30 万家药店终端。
- 品牌塑造能力突出。品牌是 OTC 类药企的核心竞争力所在，公司累计投入 16 亿元用于广告宣传和促销活动，成功塑造了葵花品牌。
- 产业链一体化优势明显。公司积极构建药材种植、药品制造、药品批发及零售的一体化经营模式，产业链一体化的协同效应有助于企业控制生产成本。

◆ 募集资金投向

公司本次公开发行 3650 万股，发行价 36.53 元，募集的资金主要用于产能扩建、项目搬迁、药品研发以及营销网络建设项目，预计募投项目完成后，公司的竞争力有望得到进一步的提高。

◆ 盈利预测及估值建议

我们预计公司 14-16 年 EPS 分别为 2.17 元、2.52 元和 3.05 元，营业收入的增长率分别为 16.92%、20.51% 和 20.01%，参照可比公司的估值情况，我们认为公司合理的价格区间为 38.06—65.10 元，对应 2014、2015 和 2016 年的估值区间为 17.54-30.00 倍、15.10-25.83 倍和 12.48-21.34 倍。

◆ 主要不确定性因素

药品降价风险、中药原材料价格波动的风险。

股市有风险 入市须谨慎

中航证券金融研究所发布 证券研究报告

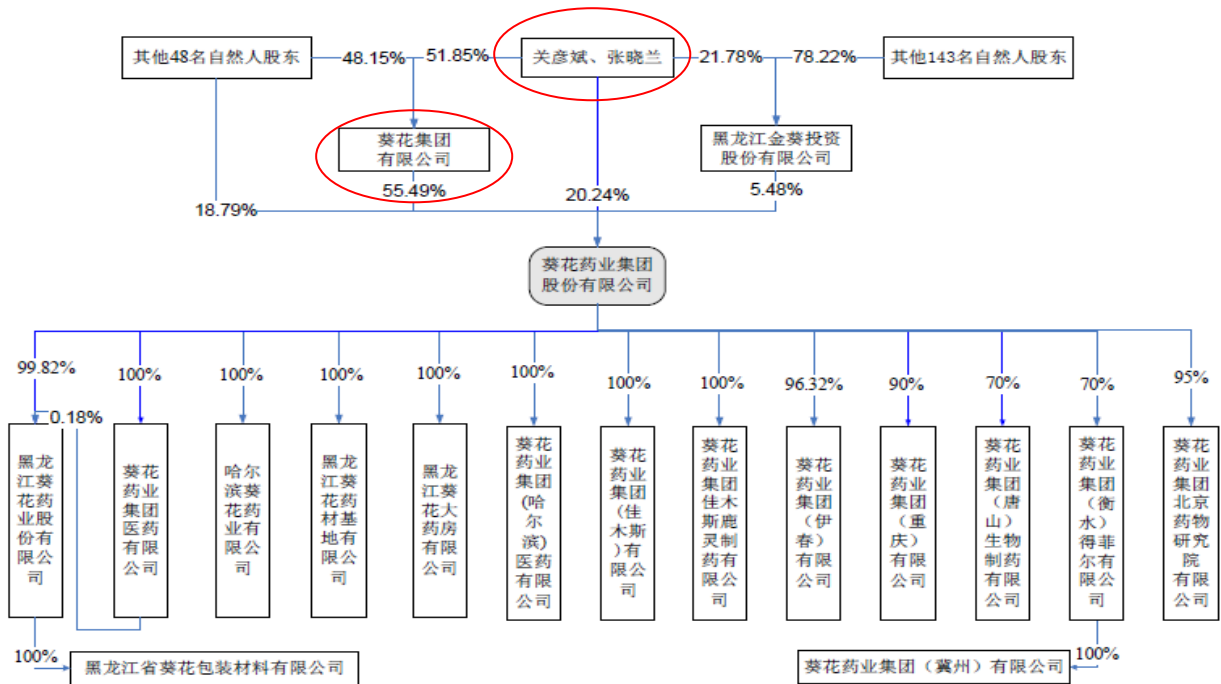
请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：深圳市深南大道3024号航空大厦29楼
 公司网址：www.avicsec.com
 联系电话：0755-83692635
 传真：0755-83688539

一、公司概况

葵花药业是一家民营 OTC 药企，主要从事中成药、化学药以及生物制药的研发、生产和销售。公司的控股股东为葵花集团有限公司，简称“葵花集团”，实际控制人为关彦斌和张晓兰夫妇。

图表 1：公司股权结构图谱



资料来源：葵花药业招股书、中航证券金融研究所

1.1 公司基本情况

公司的前身“黑龙江葵花集团有限公司”成立于2005年，核心业务通过受让五常葵花的股权而来。2009年，公司以发起设立方式整体变更为“葵花药业集团股份有限公司”。公司的控股股东为“葵花集团”，实际控制人为关彦斌和张晓兰夫妇。

图表 2：公司历史沿革

公司历史沿革

1998年，“黑龙江省五常葵花药业有限公司”（以下简称“五常葵花”）经由国有企业“黑龙江省五常制药有限公司”改制成立

2001年，第一次股权转让，关彦斌将其持有的五常葵花690,001元注册资本以每股1元的价格转让给张权，将其持有的500,000元注册资本以每股1元的价格转让给丁士恒

2002年，第二次股权转让，关彦斌将其持有的五常葵花10,000元注册资本以每股1元的价格转让给刘淑芳，将其持有的10,000元注册资本以每股1元的价格转让给张学谦。同年，公司减资至1100万。

2003年，五常葵花整体变更为股份有限公司。

2005 年，公司前身“黑龙江葵花集团有限公司”成立。

2005 年，五常葵花全体 50 名自然人股东各自将其持有的五常葵花 70% 股权以每股 1 元的价格分别转让给“黑龙江葵花集团有限公司”。

2009 年，葵花药业集团有限公司以发起设立方式整体变更为“葵花药业集团股份有限公司”（以下简称“葵花药业”）。

2010 年，五常葵花 50 名自然人股东分别将其持有的占五常葵花 29.82% 股权转让给本公司，将其持有的占五常葵花 0.18% 股权转让予葵花集团，每股转让价格均为 1 元。

2011 年，葵花集团与医药公司签署《股份转让协议》，将其持有五常葵花的 0.18% 股份转让给医药公司。

资料来源：葵花药业招股书、中航证券金融研究所

1.2 公司主营业务

公司业务以中成药和化学药的研发、生产和销售为主，拥有 722 个产品批文，其中 1 个中药保护品种，独家品种 12 个。产品覆盖消化系统用药、儿科用药、呼吸感冒用药、妇科用药、风湿骨病用药、心脑血管用药等用药领域，其中消化系统用药和儿科用药为公司主打品类。

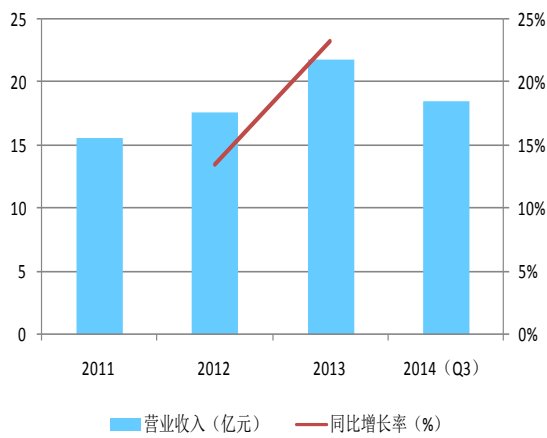
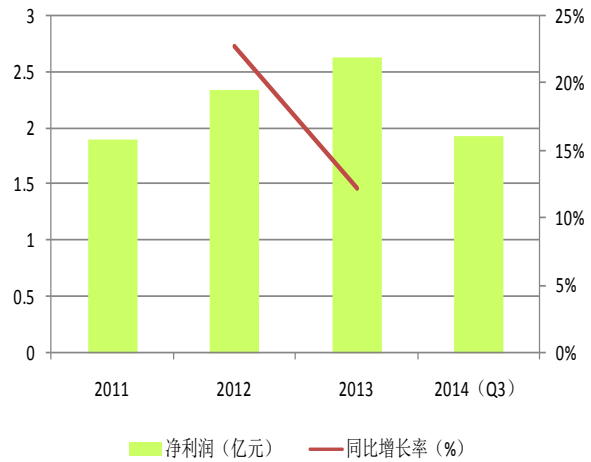
公司多个品种进入国家基本药物目录和医保目录，其中，基药品种 181 个，医保目录品种 402 个。相关产品数量有望进一步增加。

图表 3：列入医保目录和基药物目录产品状况

下属企业名称	进入医保目录品种数量	进入基本药物目录品种数量
五常葵花	67	36
伊春公司	18	4
重庆公司	6	3
唐山公司	26	12
佳木斯公司	126	55
鹿灵公司	63	27
衡水公司	85	38
冀州公司	11	6
合计	402	181

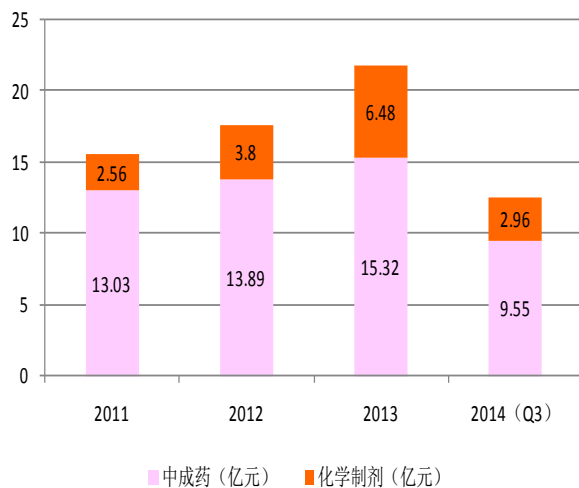
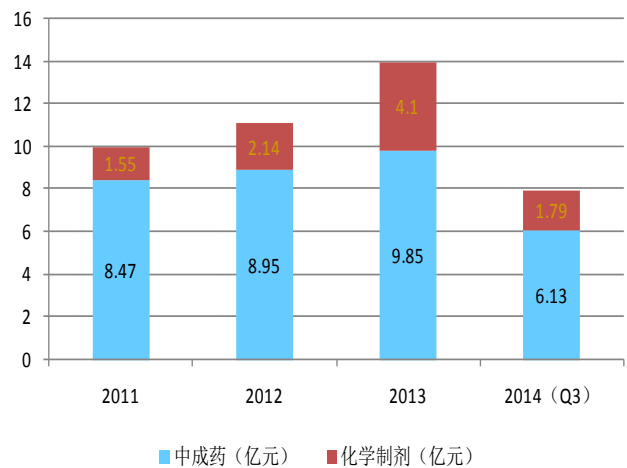
资料来源：葵花药业招股书、中航证券金融研究所

尽管 OTC 药物市场的平均增速不断下滑至个位数，通过品牌营销和品类规划，公司的收入规模在过去几年仍然保持着 20% 左右的复合增长率。中成药和化学药等各项业务的毛利率基本保持稳定，化学药的综合毛利率稳中有升。此外，公司的销售费用率、管理费用率和财务费用率三项财务指标也稳中有降，未来有进一步优化的空间。

图表 3: 公司的营业收入状况

图表 4: 公司的净利润状况


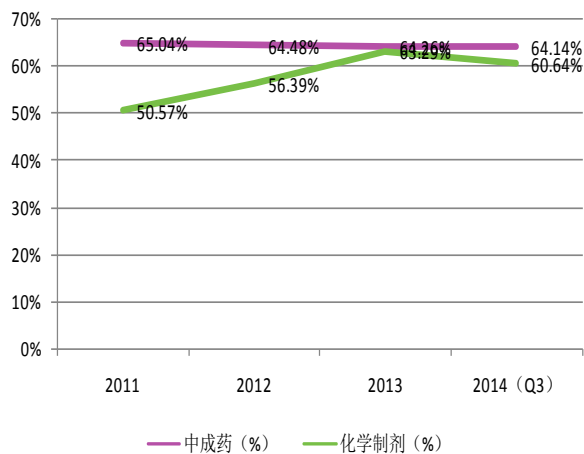
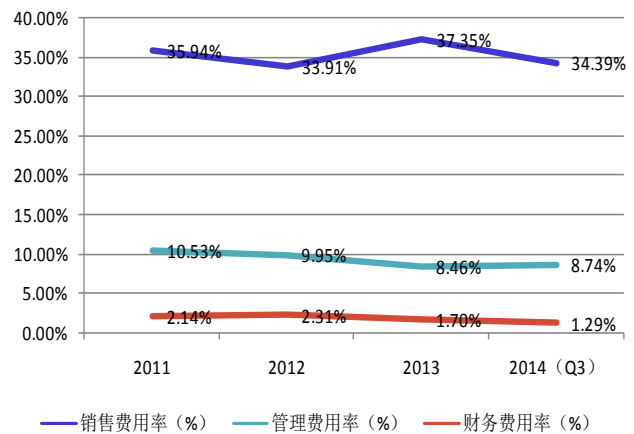
资料来源: wind、中航证券金融研究所

资料来源: wind、中航证券金融研究所

图表 5: 公司的营业收入结构

图表 6: 公司的毛利结构


资料来源: wind、中航证券金融研究所

资料来源: wind、中航证券金融研究所

图表 7: 各项业务的毛利率

图表 8: 公司的各项财务比率


资料来源: wind、中航证券金融研究所

资料来源: wind、中航证券金融研究所

二、公司的竞争优势

公司作为民营 OTC 药企，通过多年的建设与发展，在很多方面建立了自己的竞争优势，包括丰富的产品品种、健全的营销网络、深度品牌塑造及产业链一体化等多个方面。

品类和剂型丰富。公司拥有 722 个药品批文，其中包括 1 个国家中药保护品种，12 个独家品种，具有丸剂、散剂、栓剂、膏剂和颗粒剂等 15 个剂型。产品覆盖消化系统用药、儿科用药、呼吸感冒用药、妇科用药、风湿骨病用药、心脑血管用药等用药领域，其中消化系统用药和儿科用药为公司主打品类。

图表 10: 公司的主要品类和代表品种

品类	产品数量	代表药物
消化系统用药	63个	护肝片、胃康灵胶囊、美沙拉嗪肠溶片、复合凝乳酶胶囊、胃舒宁颗粒
儿科用药	70多个	小儿肺热咳喘口服液、小儿化痰止咳颗粒、小儿氨酚黄那敏颗粒
呼吸感冒用药	100个	复方氨酚烷胺颗粒、发汗解热丸、盐酸氨溴索口服溶液、感冒清热颗粒
妇科用药	30个	康妇消炎栓、以乳核内消颗粒、更年安片、益母草颗粒
风湿骨病用药	30个	双虎肿痛宁喷雾剂、原研产品骨折挫伤胶囊、舒筋活血丸、独家品种氨糖美辛肠溶胶囊、奥沙普秦片、加味天麻胶囊
心脑血管用药	10多个	天菊脑安胶囊、心脑血管片、补虚通瘀颗粒、复方丹参胶囊

资料来源：葵花药业招股书、中航证券金融研究所

营销网络完善。公司自成立以来，始终坚持“销售是龙头”的发展理念，创立了“组合营销、控制营销”的葵花特色的营销模式。公司以处方药和 OTC 两条腿走路，OTC 为主，销售网络覆盖全国，具有 7 个事业部、180 支销售队伍，产品覆盖全国约 4,000 多家医疗机构和 30 万家药店终端。

图表 9: 公司产品覆盖率



资料来源：葵花药业招股书、中航证券金融研究所

品牌塑造能力突出。品牌是 OTC 类药企的核心竞争力所在，公司累计投入 16 亿元用于广告宣传和促销活动，成功塑造了葵花品牌，尤其是葵花儿童药通过建立“小葵花妈妈课堂”网站，已经广泛深入人心。自 2012 年起，公司连续三入选中国药品品牌价值排行榜。

产业链一体化优势明显。公司拥有从事五味子等中药材种植的药材基地公司、八家公司从事药品生产和三家医药销售公司，积极构建药材种植、药品制造、药品批发及零售的一体化经营模式，产业链向上延伸有助于企业控制生产成本；产业链向下延伸有助于公司梳理渠道、控制零售终端。

三、募集资金投向

公司本次公开发行 3650 万股，发行价 36.53 元，募集资金总额 13.33 亿元，募集的资金主要用于产能扩建、项目搬迁、药品研发以及营销网络建设项目。募投项目建设完成后，新增固定资产约 91,718.93 万元，每年新增折旧 7,190.96 万元，预计单个项目的建设期为 1-3 年。预计募投项目完成后，产能消化顺利的话，公司的竞争力有望得到进一步的提高。

图表 10：公司计划募投项目

项目名称	投资总额 (万元)	项目计划建设期
五常葵花片剂、胶囊剂、颗粒剂、口服液扩产项目	18,935.53	3年
重庆公司“退城入园”搬迁扩建项目	26,317.87	3年
伊春公司扩产改造项目	11,123.65	3年
佳木斯公司异地建设项目	13,562.58	3年
唐山公司现代生物制药项目	25,562.35	3年
研发中心项目	4,881.62	2年
营销网络中心建设项目	10,905.90	1年
补充流动资金	13,600.00	1年
合计	124,889.50	

资料来源：葵花药业招股书、中航证券金融研究所

四、盈利预测及估值建议

在财务预测的过程中，我们将公司的产品按业务种类进行分类，分别进行收入预测，然后进行汇总。

图表 13: 公司分产品营业收入及主要财务预测

	11A	12A	13A	14E	15E	16E
中成药						
营业收入 (亿元)	13.03	13.89	15.32	19.00	22.80	27.36
增加额 (亿元)		0.86	1.43	3.68	3.80	4.56
增长幅度 (%)		6.60	10.30	24.02	20.00	20.00
毛利率 (%)	65.04	64.48	64.26	64.00	63.50	63.50
化学药						
营业收入 (亿元)	2.56	3.8	6.48	6.50	7.93	9.52
增加额 (亿元)		1.24	2.68	0.02	1.43	1.59
增长幅度 (%)		48.44	70.53	0.31	22.00	20.00
毛利率 (%)	50.57	56.39	63.29	60.50	60.50	60.50
其他假设						
营业费用/营业收入 (%)	35.94	33.91	37.35	36.00	36.50	36.50
管理费用/营业收入 (%)	10.53	9.95	8.46	8.70	8.70	8.70
税率 (%)	22.31	15.39	18.57	18.50	18.50	18.50

资料来源: 公司年报、中航证券金融研究所

我们预计公司 14-16 年 EPS 分别为 2.17 元、2.52 元和 3.05 元，营业收入的增长率分别为 16.92%、20.51% 和 20.01%，当前公司处于稳定发展阶段，参照可比公司的估值情况，我们认为公司合理的价格区间为 38.06—65.10 元，对应 2014、2015 和 2016 年的估值区间为 17.54.00-30.00 倍、15.10-25.83 倍和 12.48-21.34 倍。

图表 14: 可比公司估值概况

企业名称	股票代码	每股收益 (EPS)			市盈率 (PE)		
		2014	2015	2016	2014	2015	2016
仁和药业	000650	0.30	0.37	0.43	25.09	20.49	17.47
桂林三金	002275	0.78	0.89	1.04	23.01	20.12	17.28
华润三九	000999	1.25	1.42	1.66	17.54	15.34	13.13
江中药业	600750	0.70	0.88	1.03	30.00	23.76	20.36
平均值					23.91	19.93	17.06

资料来源: wind、中航证券金融研究所

五、主要不确定因素

药品降价风险、中药原材料价格波动的风险。

图表 15: 盈利预测表

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	1559.00	1769.95	2180.93	2550.00	3073.00	3688.00
增长率(%)	#DIV/0!	13.53%	23.22%	16.92%	20.51%	20.01%
归属母公司股东净利润	190.86	234.24	262.94	316.44	367.70	445.16
增长率(%)	#DIV/0!	22.73%	12.25%	20.35%	16.20%	21.07%
每股收益(EPS)	1.307	1.604	1.801	2.167	2.519	3.049
每股股利(DPS)	0.000	0.000	1.208	0.484	0.563	0.681
每股经营现金流	1.741	2.183	1.965	4.045	1.170	4.918
销售毛利率	64.27%	62.73%	63.97%	63.11%	62.73%	62.73%
销售净利率	12.76%	13.99%	12.95%	13.33%	12.86%	12.97%
净资产收益率(ROE)	36.06%	31.96%	31.74%	29.46%	27.05%	26.11%
投入资本回报率(RIC)	#DIV/0!	27.30%	28.09%	30.45%	32.87%	26.65%
市盈率(P/E)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
市净率(P/B)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股息率(分红/股价)	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
报表预测						
利润表						
营业收入	1559.00	1769.95	2180.93	2550.00	3073.00	3688.00
减: 营业成本	556.96	659.65	785.78	940.70	1145.31	1374.52
营业税金及附加	22.17	23.70	28.48	34.57	41.66	50.00
营业费用	560.32	600.13	814.67	918.00	1121.65	1346.12
管理费用	164.15	176.05	184.61	221.85	267.35	320.86
财务费用	33.44	40.81	36.98	15.69	12.25	9.60
资产减值损失	1.11	5.31	22.76	2.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.15	0.21	0.20	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	221.00	264.50	307.85	417.20	484.78	586.90
加: 其他非经营损益	35.09	28.25	39.12	0.00	0.00	0.00
利润总额	256.08	292.76	346.97	417.20	484.78	586.90
减: 所得税	57.13	45.06	64.45	77.18	89.69	108.58
净利润	198.96	247.70	282.53	340.02	395.10	478.33
减: 少数股东损益	8.10	13.46	19.59	23.58	27.40	33.17
归属母公司股东净利润	190.86	234.24	262.94	316.44	367.70	445.16
资产负债表						
货币资金	301.35	444.01	384.56	28.78	30.73	264.14
应收和预付款项	181.25	207.52	290.19	122.25	376.34	222.03
存货	280.98	330.24	346.82	321.60	492.21	484.47
其他流动资产	0.00	5.36	9.87	5.70	0.00	0.00
长期股权投资	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	521.88	606.23	760.87	1001.56	1244.26	1236.96
无形资产和开发支出	209.00	226.37	227.73	206.18	184.63	163.08
其他非流动资产	2.50	2.55	2.45	1.22	0.00	0.00
资产总计	1498.72	1824.03	2024.23	1689.05	2329.92	2372.43
短期借款	544.53	587.00	554.83	0.00	275.55	0.00
应付和预收款项	225.98	288.95	316.93	252.71	305.11	244.34
长期借款	163.06	98.06	97.33	97.33	97.33	97.33
其他负债	21.67	91.63	186.11	200.69	200.69	200.69
负债合计	955.25	1065.64	1155.20	550.73	878.68	542.35
股本	109.50	109.50	109.50	146.00	146.00	146.00
资本公积	138.35	147.75	155.49	118.99	118.99	118.99
留存收益	281.36	475.77	563.34	809.06	1094.58	1440.25
归属母公司股东权益	529.20	733.02	828.33	1074.04	1359.57	1705.23
少数股东权益	14.27	25.37	40.70	64.27	91.67	124.84
股东权益合计	543.47	758.39	869.02	1138.32	1451.24	1830.07
负债和股东权益合计	1498.72	1824.03	2024.23	1689.05	2329.92	2372.43
现金流量表						
经营性现金净流量	254.23	318.77	286.94	590.62	170.83	718.06
投资性现金净流量	-198.70	-101.84	-104.77	-305.15	-350.00	-100.00
筹资性现金净流量	44.40	-95.51	-235.47	-641.24	181.12	-384.65
现金流量净额	99.93	121.42	-53.30	-355.78	1.95	233.41

数据来源: wind、中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

沈文文，SAC 执业证书号：S0640513070003，南开大学理学学士、生理学硕士，2011 年 7 月加入中航证券金融研究所，从事医药生物行业的研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。