

医药销售平台型公司，儿科药领军企业

葵花药业
(002737.SZ)

投资要点：

- 2014 年度业绩**：2014 年实现营业收入 27.19 亿 (+24.66%)，归属上市公司股东净利润 3.01 亿 (+14.53%)，净利润增速低于营收增速的原因：一方面是由于本期营业外收支合计 2355.5 万 (-39.8%)，导致利润总额减少；另一方面是公司控股 70% 的葵花药业集团（衡水）得菲尔有限公司本期净利润 6954 万，同比增 125.8%，导致相应的归属少数股东净利润增加。归属上市公司股东的扣非后净利润 2.83 亿 (+21.76%)，基本每股收益 2.75 元，利润分配方案每 10 股派 3.5 元同时以资本公积金转增股本每 10 股转增 10 股。
- 品牌+销售网络+营销模式构成公司的核心竞争力。儿科药是行业翘楚，预计 2014 年儿科药营收 11.6 亿左右，增速略超预期，营收占比 43%。**“葵花”商标在 2007 年被国家工商总局认定为“中国驰名商标”，“小葵花”、“葵花爷爷”、“葵花美小护”商标被黑龙江省工商局评为“黑龙江省著名商标”。公司的销售网络遍布全国，对终端具有很强的把控能力；公司的品牌营销、普药营销及控制营销模式已经成为医药行业的代表企业。目前公司已经拥有儿科药品批准文号超过 70 个，覆盖了儿童感冒、抗菌消炎、化痰止咳、健脾、助消化、止泻、维生素与矿物质等儿童常见疾病的治疗用药。公司已上市销售的儿科药产品超过 20 个，主要集中在呼吸、感冒和抗感染，未来 3 年左右公司计划陆续再推进 20 个以上儿药产品上市销售，激活公司的休眠品种，以保证儿童药品类稳定、持续的快速增长和利润贡献。
- 借助已有大销售平台及品牌优势，与有品种优势的伙伴合作共赢，“OEM 贴牌总代理销售”业务增速 300%，是公司销售能力强的最好证明。顺应形势准备启动医药电商。**公司在全国有 180 支销售队伍，合作商业流通公司 800 多家，产品覆盖 30 多万零售终端。2014 年贴牌总代理销售业务增速接近 300%，截至 2014 年底签订代理品种数量接近 150 个，2015 年准备新增 100 个代理品种。代理的品种紧紧围绕公司儿童药、妇科药、呼吸感冒药、肝/胃/消化药、心脑血管药及风湿骨病药。OTC 特性+品牌+品种优势+销售网络优势，公司启动医药电商销售具有天然优势。
- 公司的发展历程强有力证明了其收购、整合能力及销售网络的效率，2015 年外延扩张值得期待。**公司现有工业生产基地 8 个，其中 7 个是在 2007-2010 期间收购的地方小厂，经过整合 2014 年合计产生净利润 1.75 亿左右，2011-2014 由于 IPO 排队外延扩张步伐暂停，经过 4 年的沉寂之后，2015 年外延扩张有望重新启航！公司计划以中药产业发展为龙头，在生物药、化学药和补益保健类领域不断拓展，努力打造大医药、大健康的新格局，外延式扩张可期。
- 国家放开最高零售价限制对公司构成实质利好**：2014 年 1-6 月份，公司受到最高零售限价限制的产品销售收入合计占总体销售收入的 73%。公司所拥有的药品绝大多数属于非处方药，报告期内公司 80% 以上的销售收入来源于药店及连锁药店销售终端，药品在定价上具有高弹性。
- 公司作为儿科药领军企业、业绩最为优秀的次新股之一、应给予高估值！**2014 年自有

分析师：纪钢

执业证书编号：S0050513110001

Tel：010-59355601

Email：jig@chinans.com.cn

联系人：田俊峰

Tel：59355414

Email：tianjf@chinans.com.cn

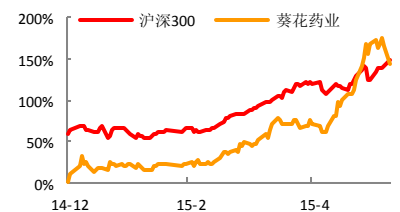
投资评级

本次评级：买入
跟踪评级：首次
目标价格：

市场数据

市价(元)	128.85
上市的流通 A 股(亿股)	0.37
总股本(亿股)	1.46
52 周股价最高最低(元)	152.5-43.84
上证指数/深证成指	5131.88/ 17452.31
2014 年股息率	0%

52 周相对市场表现



相关研究

儿科药品种营收占比 43%左右，增速接近 30%，儿科营收规模及增速居全行业前列。

- **投资建议：**预计 15-16 年 EPS 2.73、3.55 元，维持“买入”。

公司财务数据及预测

项目	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	2718.76	3415.15	4192.84	5146.10
增长率(%)	24.66	25.61	22.77	22.74
归属于母公司所有者的 净利润(百万元)	301.13	399.16	518.37	668.98
增长率(%)	14.53	32.55	29.87	29.06
毛利率%	61.99	61.90	61.50	61.70
净资产收益率(%)	14.52	15.99	17.12	17.86
EPS(元)	2.750	2.734	3.550	4.582
P/E(倍)	46.85	47.13	36.29	28.12
P/B(倍)	6.19	6.93	5.75	4.72

数据来源：民族证券

正文目录

一、公司的基本情况介绍.....	5
1、公司的股权结构及业务板块.....	5
2、公司董事长简介.....	6
二、品牌+销售网络+营销模式构成公司的核心竞争力.....	6
1、品种丰富.....	6
2、品类-六大用药品类.....	7
3、品牌战略：1+4+N.....	7
4、销售网络遍布全国.....	8
5、“管控营销”成为行业的典范.....	9
三、分部营收情况.....	10
1、儿童药.....	10
2、消化系统、妇科等产品.....	11
3、OEM 总代理业务.....	15
四、募集资金使用及募投项目进展情况.....	18
1、募集资金使用及募投项目进展.....	18
五、国家放开最高零售价限制对公司构成实质利好.....	18
六、2015年公司的看点在于资源整合.....	19
财务预测.....	21

图表目录

图 1：葵花药业股权结构、分部板块及子公司情况.....	5
图 2：2013 公司营收构成.....	5
图 3：2014 公司营收构成（估测）.....	5
图 4：葵花药业六大药品品类.....	7
图 5：品牌战略 1+4+N.....	7
图 6：公司销售网络、销售事业部及销售模式.....	8
图 7：小葵花 儿童用药系列.....	10
图 8：2011-2014 年儿科药收入及增速.....	11
图 9：消化系统、妇科等部分药品.....	11
图 10：护肝片销售收入及毛利率.....	13
图 11：护肝片销售渠道占比.....	13
图 12：白芨的价格从 200902-201503 涨了将近 10 倍.....	14
图 13：2011-201406 胃康灵胶囊及颗粒营收.....	14
图 14：2011-201406 胃康灵胶囊毛利率.....	14
图 15：康妇消炎栓销售收入及增速.....	15
图 16：OEM 全国总代理业务部分合作伙伴.....	15
图 17：2011-2014 年 OEM 总代理业务收入及增速.....	16
图 18：2011-2014 年 OEM 贴牌代理销售业务毛利率.....	16
表 1：公司历年分红情况.....	6

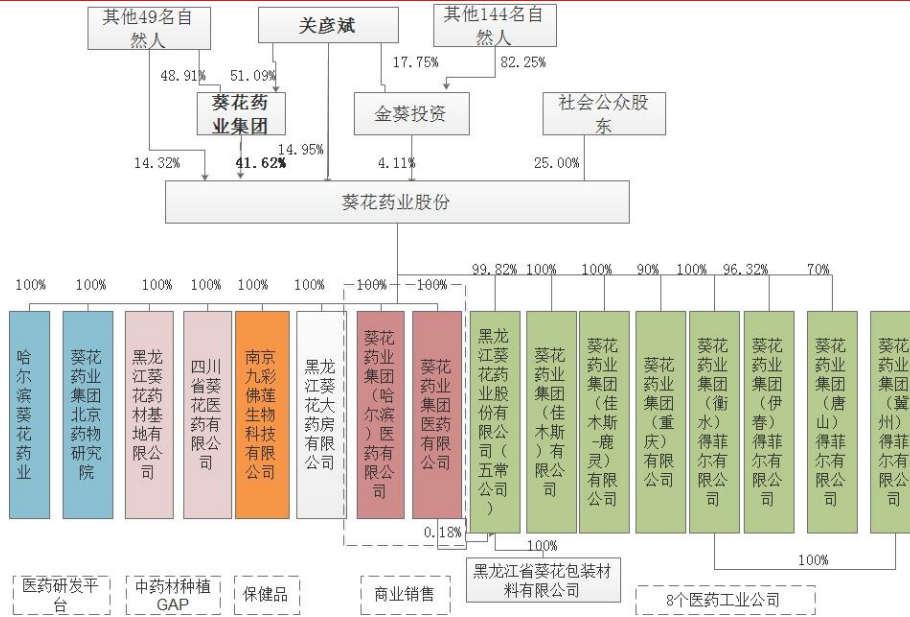
表 2: 公司下属公司拥有批文情况	6
表 3: 公司的儿科药品种	10
表 4: 护肝片及胃康灵胶囊出厂价及最高零售限价	12
表 5: 护肝片出厂价及销量	13
表 6: OEM 总代理合作的部分品种	16
表 7: OEM 贴牌代理销售协议主要条款	17
表 8: 募投资金拟使用情况	18
表 9: 公司主要产品的定价方式	18
表 10: 公司现在实行政府定价及政府指导价的产品销售情况	19
表 11: 下属工业企业收购时间表及 2014 年净利润	19

一、公司的基本情况介绍

1、公司的股权结构及业务板块

公司的股权结构及业务板块如下：

图 1：葵花药业股权结构、分部板块及子公司情况



数据来源：民族证券 公司公告

公司现在有五个业务平台，分别是医药研发、中药材种植 GAP、保健品、商业销售以及医药工业平台。公司顶层设计和战略谋划着力推动研发和营销领域组织变革，研发领域实现北京和哈尔滨两个研究院，北京药物研究院侧重“联、研”，哈尔滨药业公司侧重“改、联”；营销领域实现医药公司独立运作，放权事业部管理，提升组织效能。截至 2014 年底公司共有员工 4887 人，同比增加 10.7%，增加员工 474 人，其中生产人员、销售人员分别增加 145 及 256 人。

图 2：2013 公司营收构成

2013 年营收构成

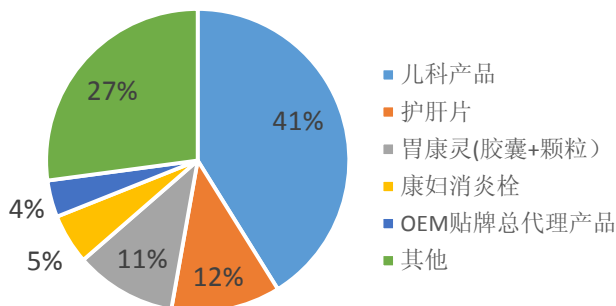
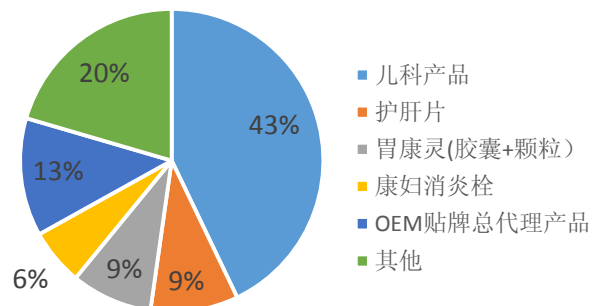


图 3：2014 公司营收构成（估测）

2014 年营收构成



资料来源：民族证券 公司公告

资料来源：民族证券 公司公告

2014 年公司自有产品销售千万级以上品种有 48 个，其中过亿产品 6 个，5000 万以上品种 4 个，3000 万元至 5000 万元品种 5 个，产品梯队及续航能力建设良好，为公司规模化增长奠定了基础。

2、公司董事长简介

关彦斌，男，满族，大专文化，经济师。1954 年 10 月生，1972 年参军，1976 年 3 月 21 日加入中国共产党。曾任五常县五常镇砖瓦厂厂长，黑龙江省五常塑料有限公司董事长兼总经理。现任黑龙江葵花药业股份有限公司董事长兼总经理，全国工商联医药业商会常务副会长、中国光彩事业促进会理事、黑龙江中医药大学药学院客座教授、黑龙江省医药行业协会副会长、黑龙江省工商联商会副会长，黑龙江省第十一、十二届人大代表。

1979 年，现在担任葵花药业股份有限公司董事长兼总经理的关彦斌，还是一个乡镇企业小砖瓦厂的厂长。他从 5000 多元的集资款起步，将企业转产塑料产品。短短 5 年间，他硬是把这个无人问津的乡镇企业，发展成为五常县的经济骨干企业。1985 年，他从意大利引进了超宽幅吹膜机组，把企业发展成黑龙江省塑料行业龙头企业。1994 年，他再一次站到改革最前沿，依法对五常塑料厂进行了股份制改造，成为松花江地区第一个乡镇股份制企业老总，1998 年，在落实党的十五大精神的浪潮中，他毅然率领五常塑料有限公司的 48 名股东，出资 1100 万元人民币整体收购了停产 9 个月、濒临倒闭的原国有五常制药厂，更名为“黑龙江省五常葵花药业有限公司”。

关总的格局很大并且乐于和股东分享，从公司历年大比例现金分红的政策上可以窥见一斑。

表 1：公司历年分红情况

公司历年分红情况	2014	2013	2012	2011
五常葵花	13299.5	10000.0	10900.0	15000.0
药包材公司	55.8	35.0	40.0	169.0
医药公司	0.0	685.7	1100.0	0.0
伊春公司	1659.1	1400.0	328.0	1500.0
鹿灵公司	0.0	480.0	400.0	0.0
重庆公司	3733.5	3250.0	2200.0	0.0
唐山公司	733.6	203.0	99.0	0.0
哈医药	243.8	513.3	0.0	0.0
分红合计	19725.3	16567.1	15067.0	16669.0
净利润	33108.5	28252.7	24770.2	19895.7
分红合计/净利润	59.58%	58.64%	60.83%	83.78%

资料来源：公司公告 民族证券

二、品牌+销售网络+营销模式构成公司的核心竞争力

依托品牌、销售网络和营销模式的优势，做大核心品种，带动品类竞争发展的营销优势是公司的核心竞争力。

1、品种丰富

表 2：公司下属公司拥有批文情况

批文数量	处方药	OTC	合计	OTC 药品批文占比
葵花五常公司	67	55	122	45.1%
伊春公司	24	11	35	31.4%
重庆公司	4	25	29	86.2%

唐山公司	31	28	59	47.5%
佳木斯公司	115	108	223	48.4%
佳木斯鹿灵公司	65	39	104	37.5%
衡水公司	79	45	124	36.3%
冀州公司	2	24	26	92.3%
合计	387	335	722	46.4%

资料来源：公司公告 民族证券

拥有药品批准文号 722 个，中药保护品种 1 个，独家品种 12 个，进入国家医保目录的药品 402 个，进入国家基本药物目录的药品 181 个。

2、品类-六大用药品类

图 4：葵花药业六大药品品类

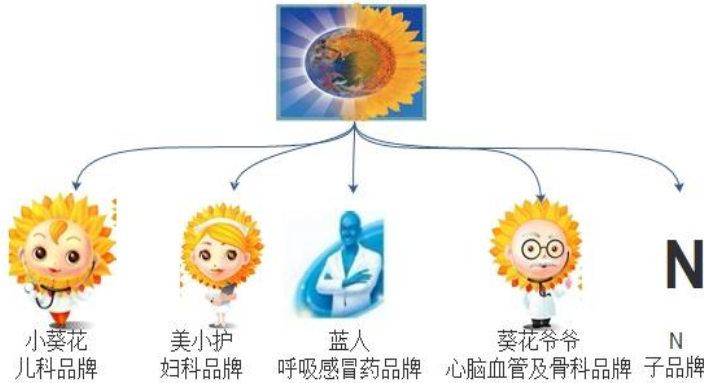


数据来源：民族证券 公司公告

公司通过资本并购和自主研发等方式，企业快速改善产品结构和领域布局。在“品种→品牌→品类”的发展战略引导下，公司依托核心大品种，确立了儿科用药、消化系统用药、妇科用药、呼吸感冒用药、心脑血管用药、风湿骨病用药六大产品群战略。在六大产品群全面推进的基础上，公司进一步聚焦小葵花儿童药，形成行业领军地位；进一步提升妇科药产品群、呼吸感冒药产品群、消化药产品群的行业影响力和发展速度，扩大心脑血管产品群和风湿骨病产品群的产品上市数量和销售规模。

3、品牌战略：1+4+N

图 5：品牌战略 1+4+N



资料来源：民族证券

“葵花及图”商标在 2007 年被国家工商总局认定为“中国驰名商标”，2010 年，公司控股子公司黑龙江葵花药业股份有限公司被中国中药协会、中国医药报社评选为“中药企业品牌百强”“中药成长型企业品牌十强”。2013 年，由全国工商联医药业商会和《新领军》杂志社联合发布的“2013 年中国医药行业最具影响力榜单”，发行人在行业百强中排名第 7 位。

在葵花主品牌下，公司努力加强子品牌建设：

2007 年公司推出“小葵花”儿童药品牌，用于操作高端儿童药市场，2012-2014 年，小葵花连续 3 年进入“中国药品品牌榜”并列最受欢迎明星用药。

除“小葵花”儿童药品牌外，公司将着力打造妇科美小护品牌、葵花爷爷心脑血管及风湿骨病用药品牌、“蓝人”成人感冒用药品牌，通过实施差异化、特色经营的品牌战略，形成葵花品牌群。2014 年 3 月，“葵花”字商标、“小葵花”商标、“葵花爷爷”商标、“葵花美小护”商标被黑龙江省工商局评为“黑龙江省著名商标”。

4、销售网络遍布全国

图 6：公司销售网络、销售事业部及销售模式



数据来源：民族证券 公司公告

医药公司负责企业营销战略的统一制定和品牌管理、销售管理、财务管理、事业部管理等工作；下设八个事业部。品牌事业部负责公司品牌品种的销售推广、终端维护、品牌建设和消费者教育工作；处方事业部负责公司

处方品种的学术推广和健康教育工作;普药事业部负责公司普药品种的深度分销工作和基层医疗市场开发工作;基药事业部负责基药品种的运用。

公司是行业内为数不多的同时操作处方模式、品牌模式、普药模式、基药模式、流通模式的综合型大型医药企业集团。特别是品牌模式和普药模式已成为医药行业该模式的代表企业。公司经过十几年的不懈努力,成功打造了覆盖全国的营销网络,新品种在一个星期内就可实现所有终端上货架。通过把品种丰富的医药产品和营销网络、品牌优势进行有效结合,公司得以充分发挥营销网络的渗透力和品牌张力,发挥企业经营的规模效应、产品的集群效应、品牌价值的溢出效应,显著提升自身的获利能力和市场竞争力。

通过事业部运作的组合营销模式优势在于:一是可以最大限度的发挥各品类产品的优势,有利于抵抗市场波动风险,保障市场推广和销售工作的平稳性;二是根据不同销售模式对人才要求的不同,按模式划分销售队伍,培养销售团队,有利于提高销售人才培养的专业性和稳定性;三是有利于扩大品牌扩散的边际效应,最大限度的发挥品牌影响力。公司进一步提高了终端的覆盖率,在零售市场通过丰富品种加大了连锁战略合作的力度和范围,提高了县级以下药店的占有率和销量;在医疗市场,大幅提高了等级医疗机构和基层医疗机构的覆盖率。

5、“管控营销”成为行业的典范

“管控营销”也就是“控销”。控销顾名思义就是控制销售,通过控制产品、价格、渠道、终端、促销,甚至消费者来夯实品牌基础,提高利润率,以应对任何突发的市场变化,实现品牌的长期发展。

1、控产品质量——产品质量是天大的事,安全和疗效是它存在的唯一价值。对于企业来说,多年如一日的坚持和把持质量关不放松、不动摇的态度和行为至关重要。任何以牺牲产品质量为代价的价值链,都将被市场击穿而断裂。

2、控产品价格——“药价是魂”。控制产品合理并长期稳定的价格很重要。价格定高了,队伍和渠道没有积极性,就没有了销量;价格定低了,企业没有活力。反复改变价格,伤人伤己。控销的关键是控制价格,保证价差,保证价格体系不乱,只有价格不乱,才能保证各环节的利润。

3、控渠道秩序——渠道也可叫终端。终端布点很重要,布局多了秩序不好控制,布局少了销量没有保证。

公司很早就认识到只有把销售上量的资源以及大部分销量控制在自己手中才能主动,仅仅依靠终端推力,只能是坐看终端此起彼伏,来回替换产品。公司拥有自己的终端队伍,有专业人员培训终端店长店员、有方法协助终端销售上量。

公司采取组合营销、控制营销的模式。销售组织架构采用营销中心指导下的销售事业部负责制,根据不同产品特点采取不同的销售模式,根据不同的销售模式配置不同的组织架构和人力资源,根据销售模式、组织架构、人力资源配置公司对应的产品资源,形成产品、模式、架构和人力的聚合效应,实现了从品种到品牌再到品类销售的跨越,快速放大产品群的销售;公司坚持通过品牌推广,形成消费者对产品的主动购买来驱动终端销售,通过企业自建队伍、网络进行产品推广宣传和维护终端来带动商业渠道,商业渠道只是公司产品流通配送的物流通道,公司牢牢控制着销售主动权。

三、分部营收情况

1、儿童药

图 7：小葵花 儿童用药系列



数据来源：民族证券 公司公告

小儿肺热咳喘口服液为公司独家产品，自问世以来，曾获得“国家重点新产品”、“黑龙江省品牌产品”、“国家权威机构认证质量信得过好产品”等称号，并被黑龙江省卫生厅列为全国首个预防和治疗“儿童甲型 H1N1 流感”的指定用药。

2013 年小儿肺热咳喘口服液已经达到 2.9 亿元的销售规模，小儿化痰止咳颗粒近 1.6 亿元销售规模，小儿氨酚黄那敏颗粒超过 1 亿元销售规模，1,000 万销售规模以上产品超过 10 个，且主打品种都呈现快速增长趋势。

表 3：公司的儿科药品种

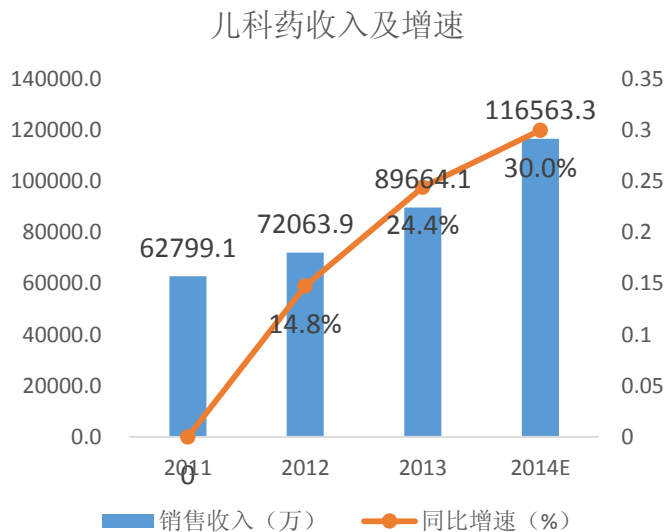
序号	已上市品种	批文数量	序号	部分儿科休眠品种	批文数量
1	小儿肺热咳喘口服液	独家	1	小儿至宝丸（大蜜丸）	18
2	小儿化痰止咳颗粒	市场成熟	2	小儿清肺散	7
3	小儿氨酚黄那敏颗粒	市场成熟	3	肥儿丸（大蜜丸）	20
4	小儿氨酚烷胺颗粒	市场成熟	4	小儿脐风散	16
5	小儿清肺化痰口服液	2 家	5	婴儿保肺宁（散剂）	4
6	小儿咳喘灵口服液	市场成熟	6	婴儿平（散剂）	3
7	小儿感冒颗粒	市场成熟	7	肥儿散	12
8	小儿止咳糖浆	市场成熟	8	小儿清肺止咳片	16
9	小儿百部止咳糖浆	4	9	小儿咳喘灵颗粒	150
10	小儿麦枣咀嚼片	7	10	婴儿健脾散	50

11	小儿十维颗粒	独家	11	小儿复方氨酚烷胺片	5
12	小儿智力糖浆	10	12	小儿复方鸡内金散	15
13	健儿消食口服液	62	13	小儿清热止咳口服液	44
14	葡萄糖酸锌颗粒		14	小儿复方磺胺甲恶唑片	162
15	盐酸氨溴索口服溶液	市场成熟	15	小儿化食丸(大蜜丸)	7
16	阿莫西林克拉维酸钾颗粒	7	16	小儿健脾丸(大蜜丸)	9
17	止泻灵糖浆	3	17	小儿金丹(大蜜丸)	5
18	小儿清热止咳口服液	市场成熟	18	小儿牛黄散	15
19	双黄连栓	9	19	小儿氨酚黄那敏片	102
20	小儿金丹	5	20	小儿双磺甲氧苄啶颗粒	24
21	小儿葡磷泛三钙片	2	21	小儿复方甲恶唑颗粒	1

资料来源：公司公告、SFDA

目前公司已经拥有儿科药品批准文号超过 70 个，覆盖了儿童感冒、化痰止咳、助消化、等儿童常见疾病的治疗用药。经过近 8 年的持续品牌推广，公司已上市销售的儿科药产品超过 20 个。

图 8：2011-2014 年儿科药收入及增速



数据来源：民族证券 公司公告

公司儿科药营收由 2011 年的 6.28 亿增长到 2014 年的 11.66 亿，年复合增长率 22.90%；是市场中儿科营收最大、增速最快的公司。

2、消化系统、妇科等产品

图 9：消化系统、妇科等部分药品



数据来源：民族证券 公司公告

1) 护肝片及胃康灵胶囊/颗粒 有提价预期:

护肝片：公司的传统优势品种，依靠国家低价药目录、国家基药目录的双重身份，凭借国家发改委优质优价的质量优势，必将在基层医疗市场迎来爆发式增长。

胃康灵(胶囊+颗粒)：国家卫计委系列低价药政策和李克强总理关于“取消绝大多数药品政府定价”的讲话，给 OTC 药企带来了新的机遇，对公司是一个巨大的利好，特别是对于公司的核心品种葵花胃康灵胶囊将打破价格局限，进入二次增长期。

表 4：护肝片及胃康灵胶囊出厂价及最高零售限价

品名	规格	2014 年中报出厂价 (含税)	中标价	医院加成 15%后价格	最高零售限价
护肝片	0.35g*100 片/瓶	15.28	14.84	17.07	18.9
	0.35g*48 片/盒	7.81	N/A	N/A	9.3
	0.36g*100 片/瓶	14.72	14.84	17.07	20.8
	0.36g*48 片/盒	7.07	N/A	N/A	10.3
胃康灵胶囊	0.4g*24 粒/盒	8.40	8.52	9.80	10
	0.4g*48 粒/盒	16.43	16.60	19.09	19.5
	0.4g*48 粒/盒	16.43	16.60	19.09	19.5

资料来源：招标网 公司公告

1) 护肝片:

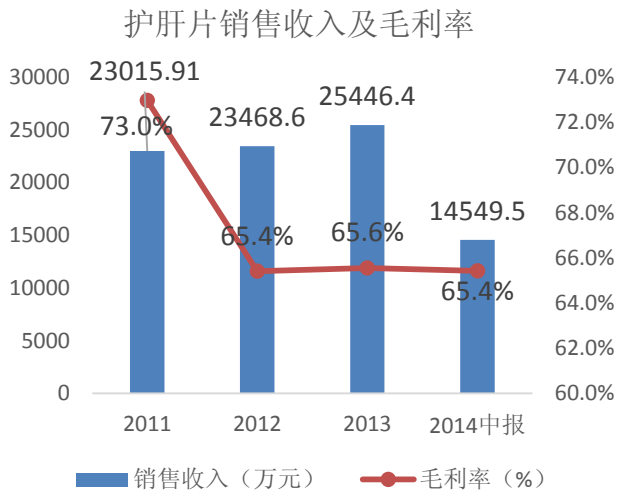
成份: 柴胡、茵陈、板蓝根、五味子、猪胆粉、绿豆

功能主治: 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等。

葵花牌护肝片是 1976 年由葵花药业独家研制并首家生产的用于治疗肝病的药品, 是纯中药制剂。主要治疗慢性肝炎、酒精肝、脂肪肝、药物性肝损伤及早期肝硬化等症。公司作为该产品的研制者, 所采用的护肝片质量标准及生产工艺也已成为该品种的国家标准。2002 年葵花牌护肝片单品种销售额突破 3 亿元大关, 占全国同品种销售总量的 82%。

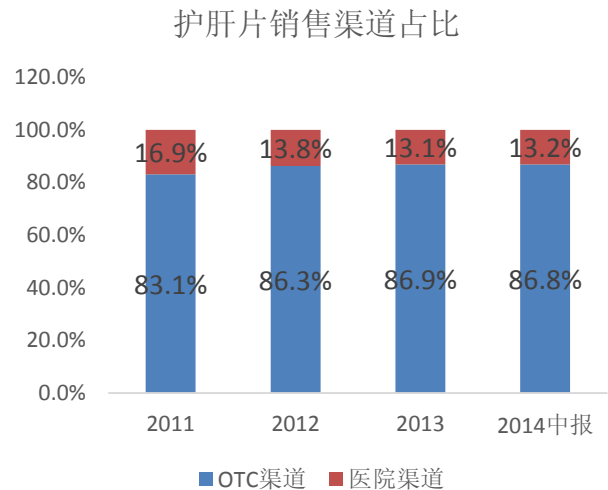
葵花护肝片被列为国家基本药物目录和国家医保目录品种, 曾荣获“中华人民共和国国家质量奖”、“泰国实用技术成果展览会银奖”、“全国市场畅销知名品牌”、“黑龙江省名牌产品”、“国家权威机构认证质量信得过好产品”等国内外大奖二十余项, 也是迄今肝类药物领域中唯一两度荣获国家质量银奖的药品(金奖空缺)。

图 10: 护肝片销售收入及毛利率



资料来源: 民族证券 公司公告

图 11: 护肝片销售渠道占比



资料来源: 民族证券 公司公告

公司的护肝片虽然是处方药, 但是在 OTC 渠道的销售量占比 87% 左右。医院渠道由于公司的产品供货价较高, 且有最高零售限价限制, 留给渠道的利润空间较小, 所以占比不大; 而在 OTC 渠道占比较高主要是由于产品质量及品牌优势。

表 5: 护肝片出厂价及销量

品名	规格	2014 年中报	2013	2012	2011
护肝片 (出厂价格)	0.35g*100 片/瓶	15.28	13.27	13.27	13.34
护肝片 (销售量-万瓶)	0.35g*100 片/瓶	874.0	1764.0	1760.0	1708.8

资料来源: 公司公告 民族证券

公司 2014 年上半年对护肝片 (0.35g*100 片/瓶) 试探性提价 15%, 提价后并没有影响销量, 2015 年我们认为公司会陆续对其他规格的护肝片进行提价。

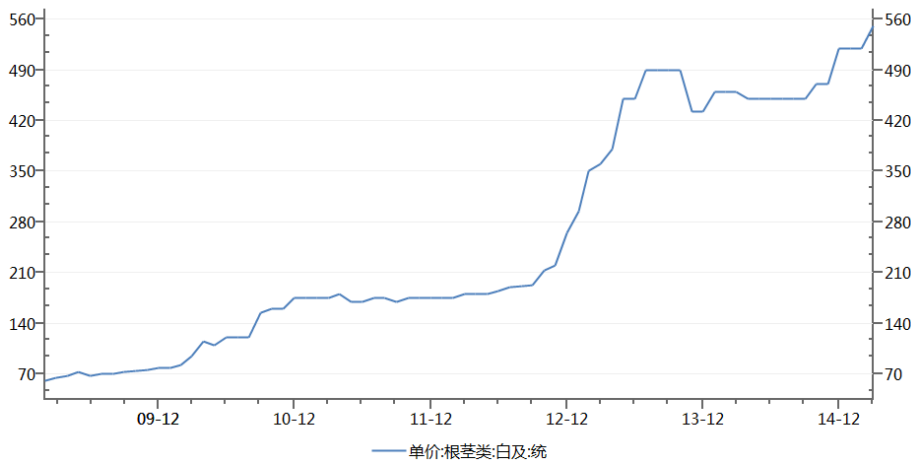
2) 胃康灵胶囊及颗粒

主要成分: 白芍, 白芨, 甘草, 茯苓, 延胡索 (醋), 海螵蛸, 三七, 颠茄浸膏。

功能主治：柔肝和胃，散瘀，缓急止痛。用于肝胃不和、瘀血阻络所致的胃脘疼痛、连及两胁、嗝气、泛酸；慢性胃炎见上述证候者。

胃康灵胶囊是 1985 年由公司自行研制成功的治疗胃病的新药，优质优价品种，同时也是国家质量标准的制定者。药品检测标准分定量、定性和外观检测。以胃康灵为例，只检查芍药苷的含量，对决定药品疗效的重要成分白芨，既无定量也无定性检测。省级对胃康灵十几年前的最高零售价就是 10 元，当时白芨 40 元/公斤，现在 550 元/公斤。2014 年中报在胃康灵胶囊的生产成本构成中原材料成本占 79.8%，白芨占胃康灵胶囊原材料成本的 76%，如白芨严格投料，产品的治疗效果好，但成本高。下图为白芨药材的价格变化。

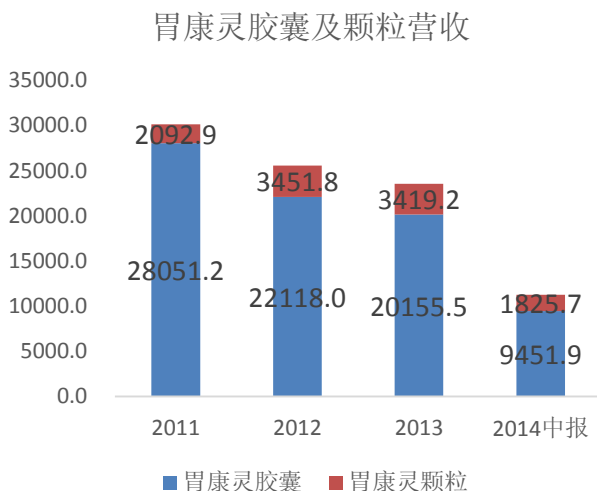
图 12：白芨的价格从 200902-201503 涨了将近 10 倍



数据来源：民族证券 中药材天地网

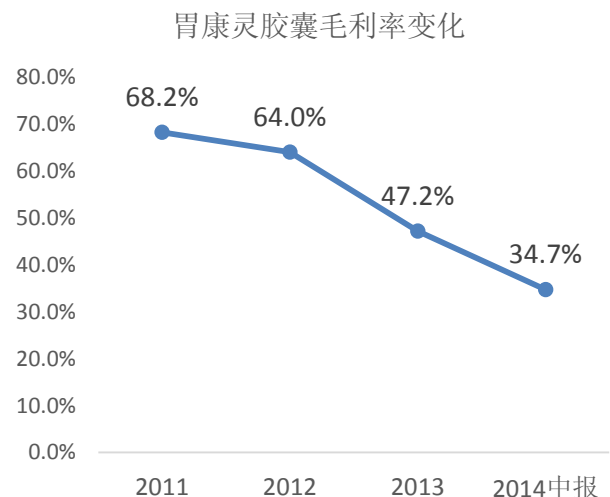
白芨的价格从 2009 年初 60 元/千克上涨到 2015 年初的 550 元/千克，几乎上涨了 10 倍！而公司胃康灵的最高零售限价从没有变过。

图 13：2011-201406 胃康灵胶囊及颗粒营收



资料来源：民族证券 公司公告

图 14：2011-201406 胃康灵胶囊毛利率



资料来源：民族证券 公司公告

出于对质量及品牌的坚守，公司对胃康灵胶囊(颗粒)实行了限产的策略。随着国家从 2015 年 6 月 1 日放开最高零售限价政策，这两个产品有望提价，从而打开上升空间。

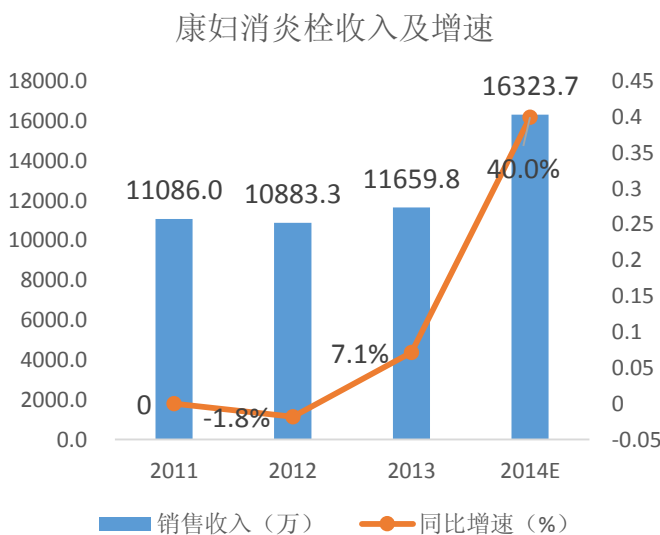
3) 康妇消炎栓

成份：苦参、败酱草、紫花地丁、穿心莲、蒲公英、猪胆粉、紫草（新疆紫草）、败酱草、芦荟。

功能主治：清热解毒，利湿散结，杀虫止痒，用于湿热，湿毒所致的带下病，阴痒，阴蚀，症见下腹胀痛或腰骶胀痛，带下量多，色黄，阴部瘙痒，或有低热，神疲乏力，便干或溏而不爽，小便黄；盆腔炎、附件炎、阴道炎见上述证候者。

康妇消炎栓是国内首创、**医保独家**、纯中药制剂的妇科良药。给药方式新颖：**直肠给药**。该产品是按照中医中药理论和治疗原则研制而成的直肠给药妇科用药，直肠给药避免了肝脏首过效应，有利于发挥局部治疗作用，特别是对一些妇科疑难病症作用持久。报告期内，通过医院渠道的销售，康妇消炎栓的销售收入稳步增长，估测2014年营收1.6亿左右。同比增40%。该产品为处方药，公司在积极推进将其转换为处方药和OTC双跨品种，转换成功后能够更大效应地发挥公司的渠道优势。该产品由“妇科事业部”即“普药五部”来运营，未来有望成为“十亿”元品种。

图 15： 康妇消炎栓销售收入及增速



数据来源：民族证券 公司公告

3、OEM 总代理业务

图 16： OEM 全国总代理业务部分合作伙伴



数据来源：民族证券 公司公告

OEM 总代理业务是公司与合作伙伴双赢的业务模式，合作伙伴负责生产，葵花药业负责全国总代理销售（用“葵花”品牌和渠道），2014 年合作的厂家有 20 多家，合作品种有 150 个，2015 年预计可以新增合作品种 100 个左右，部分合作品种如下：

表 6：OEM 总代理合作的部分品种

品名	用药领域	现有批文数量
小儿咽扁颗粒	儿科	29
复方小儿退热栓	儿科	4
岑黄喉症胶囊	消化系统	13
胃痛定胶囊	消化系统	1
消炎止咳片	呼吸感冒	23
乳癖康胶囊	妇科	18
独一味滴丸	妇科	5
复方石韦颗粒	妇科	3
消炎镇痛膏	骨科	60

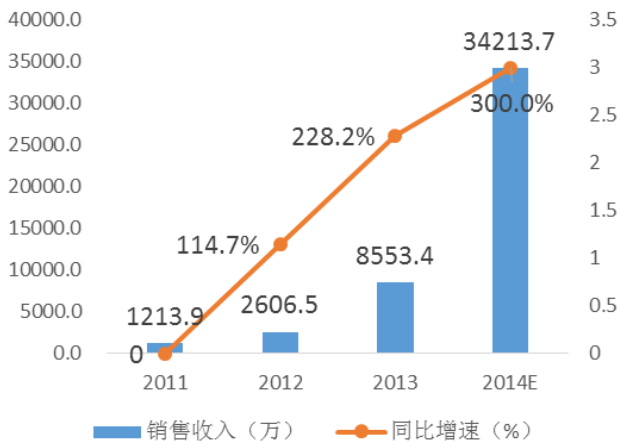
资料来源：数据来源：公司公告

公司通过 OEM 总代理业务来丰富公司的六大治疗领域的品种，形成产品群，进一步提高公司的竞争力。

图 17：2011-2014 年 OEM 总代理业务收入及增速

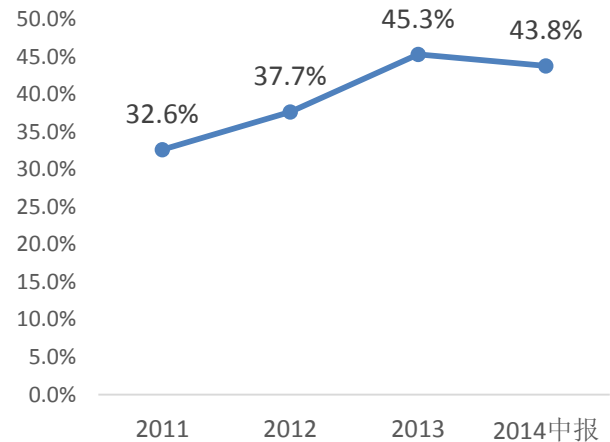
图 18：2011-2014 年 OEM 贴牌代理销售业务毛利率

代理产品收入及增速



资料来源：民族证券 公司公告

OEM总代理业务毛利率



资料来源：民族证券 公司公告

2014年OEM贴牌总代理销售业务同比增速300%，该业务营收由2011年的1213.9万增长到2014年的3.42亿，年复合增长率204.3%。快增速是公司品牌和销售渠道叠加作用的结果，是公司销售能力的最好证明。

表 7：OEM 贴牌代理销售协议主要条款

<产品独家销售代理协议>约定主要条款

(1) 协议中约定代理的具体规格产品，被代理公司不得在任何渠道销售；同品种其他规格不得与其他医药企业进行代理合作；

(2) 代理产品属于政府定价的产品，被代理公司应按政府最高限价备案或审批；代理产品为企业自主定价产品，被代理公司应按医药公司或哈医药要求的价格备案；

(3) 付款方式一般为款到发货或发货当月核算，结算方式一般为电汇或银行承兑汇票；

(4) 关于产品质量的约定：

A、被代理公司接到生产计划时，准备生产时应提前5个工作日通知医药公司或哈医药质量管理人员，医药公司或哈医药有权派驻质量管理人员对代理产品前三批生产进行动态生产考察，被代理公司应无条件配合，并提供基本的办公条件；

B、代理产品的质量必须符合国家药典、产品注册标准或部颁标准，如发现产品存在质量缺陷或药品监察部门处罚，由此产生的损失由被代理公司承担（含第三方赔付及诉讼费等相关费用）；

C、代理产品出厂要附产品合格证、质检部门出具的质检报告单，每年至少提供一次省级药检所检测产品合格的质检报告单；

D、被代理公司保证代理产品的各种资质真实、有效、合法，如资质不符合相关规定，由此产生的相关损失由被代理公司承担；

E、出现产品质量投诉时，被代理公司应无条件配合医药公司或哈医药积极处理质量事故，并承担所发生的一切费用；出现3次缺袋、缺片等轻微质量事故，或2次包装有杂物、颜色变化等中等质量事故，或1次致患者过敏或住院治疗等重大质量事故时，医药公司或哈医药有权终止协议并且不承担任何责任；

(5) 关于技术和知识产权的约定：被代理公司合法拥有代理产品的药品批准文号、配方、生产工艺及技术，不存在侵犯任何第三方知识产权的情形；

(6) 代理产品的包装，全部使用发行人统一VI标识和发行人授权使用的商标，包装设计由医药公司或哈医药负责，包装备案及包装物质量由被代理公司负责；

(7) 被代理公司负责将代理产品运输至医药公司或哈医药指定仓库或地点并承担运费；医药公司或哈医药签收货物后，货物的所有权和风险转移至医药公司或哈医药；

(8) 关于退换货，因货物运输发生的包装破损，由被代理公司负责更换，所产生的费用由被代理公司承担；因代理产品的质量不合格，由被代理公司负责更换，费用由被代理公司承担。

资料来源：公司公告 民族证券

从协议中可以看出葵花药业在合作中处于相对强势的地位。

四、募集资金使用及募投项目进展情况

1、募集资金使用及募投项目进展

发行价格为每股人民币 36.53 元，募集资金总额为人民币 1,333,345,000 元，扣除承销费用人民币 68,667,250 元后，实际募集资金净额为人民币 1,264,677,750 元，扣除其他发行费用人民币 16,045,000 元后，实际到位的募集资金净额为人民币 1,248,632,750 元，于 2014 年 12 月 23 日存入本公司募集资金专用账户中。

表 8：募投资金拟使用情况

单位：万元	2004A	拟增资金 额	拟财务资助 金额不超过	拟增资及财 务资助合计	募投资金拟 置出
生产车间改造等项目	100383.60			100383.60	62621.74
五常葵花扩产项目	18935.53	4400.00	14535.53	18935.53	5304.28
重庆公司“退城进园”项目	26317.87	18000.00	8317.87	26317.87	16598.97
伊春公司扩产项目	11123.65	1830.17	9293.48	11123.65	7654.49
佳木斯公司异地建设项目	13562.58	7500.00	6062.58	13562.58	11786.82
唐山公司现代生物制药项目	25562.35	686.00	24876.35	25562.35	16395.56
研发中心项目	4881.62	4881.62		4881.62	4881.62
营销网络中心建设项目	10905.90				
补充流动资金项目	13600.00				13600.00
合计	124889.50	37297.79	63085.81	100383.60	75721.74

资料来源：公司公告 民族证券

由于募集资金在母公司，募投项目是由下属子公司实施，公司拟通过增资及财务资助的形式先将募集资金下拨到子公司，然后才能将前期投入的自有资金置换出来。我们估测公司募投项目中“生产车间改造”的完成进度接近 80%，产能的压力大大缓解。

五、国家放开最高零售价限制对公司构成实质利好

国家发展改革委、国家卫生计生委、人力资源社会保障部、工业和信息化部、财政部、商务部、食品药品监管总局制定了《推进药品价格改革的意见》，自 2015 年 6 月 1 日起，除麻醉药品和第一类精神药品外，取消原政府制定的**药品最高零售价格**。同时,还发布了《国家发展改革委关于公布废止药品价格文件的通知》(发改价格[2015]918 号)和《国家发展改革委关于加强药品市场价格行为监管的通知》(发改价格[2015]930 号)。

2014 年 1-6 月份，公司受到最高零售限价限制的产品销售收入合计占总体销售收入的 73%。公司所拥有的药品绝大多数属于非处方药，报告期内公司 80% 以上的销售收入来源于药店及连锁药店销售终端，通过此终端销售的药品在定价上具有相对的弹性。

表 9：公司主要产品的定价方式

定价单位	定价方式	公司代表品种
国家发改委	最高零售限价	护肝片、康妇消炎栓等
省级价格主管部门	最高零售限价	胃康灵胶囊等
生产企业自主定价	自主定价	小儿化痰止咳颗粒等

资料来源：公司公告

表 10：公司现在实行政府定价及政府指导价的产品销售情况

项目	201401-06	2013 年	2012 年	2011 年
销售量（万盒）	13492.27	26612.04	23808.67	20362.25
销售收入（万元）	91224.15	157706.8	138092.4	126113.3
占当年/期主营业务收入比重	72.93%	72.34%	78.06%	80.93%

资料来源：公司公告

六、2015 年公司的看点在于资源整合

公司的并购能力、整合能力强及销售网络效率高是经公司发展历程验证过的。公司的 8 个生产基地中 7 个是 2007-2010 年陆续收购的地方小厂，经过整合后 2014 年合计产生净利润约 1.75 亿。

表 11：下属工业企业收购时间表及 2014 年净利润

收购时间	并购企业	合计收购比例	交易价格	2014 年净利润（万）	2014 年净利润增速（%）
	伊春公司	96.32%	3949.31（合计）	2339	3.3%
2007 年 1 月		95.86%	3930.19		
2009 年 04 月		0.46%	19.12		
	重庆公司	90.00%	5000（合计）	4881	2.8%
2007 年 03 月		80%	4000		
2011 年 07 月		10%	1000		
2009 年 10 月	唐山公司	70.00%	210	1176	17.3%
2009 年 11 月	佳木斯公司	100.00%	975	805	210.3%
2010 年 4 月	佳木斯鹿灵公司	100.00%	3000	1335	16.5%
2010 年 11 月	衡水公司	70.00%	2556	6954	125.8%

资料来源：公司公告 民族证券

2007 年 1 月控股黑龙江铁力红叶制药有限公司 95.86% 股权，葵花药业集团(伊春)有限公司成立。2009 年 4 月收购 0.46% 股权，合计持股 96.32%；

2007 年 2 月控股重庆市涪陵御一药业有限公司 80% 股份，葵花药业集团(重庆)有限公司成立。2011 年 7 月收购 10% 股权，合计持股 90%；

2009 年 10 月收购河北迁安唐山橙果生物制药有限公司 70% 股权，组建葵花药业集团(唐山)生物制药有限公司；

2009 年 11 月成功收购哈高科佳木斯中药有限公司 100% 股权，组建葵花药业集团(佳木斯)有限公司；

2010 年 4 月收购佳木斯鹿灵制药有限公司 100% 股权，组建葵花药业集团佳木斯鹿灵制药有限公司；

2010 年 5 月以参股形式成为华威得菲尔药业参股股东，更名为葵花药业集团(衡水)得菲尔有限公司，2010 年 11 月，葵花药业集团对其成功控股 70%。

工业板块的外延式扩张由于 2011 年开始 IPO 排队暂停外延收购，2015 年可能重新起航！

2015 年的重点是资源整合

- (1) 内部存量资源整合：强化集团化管控，对公司品牌及子品牌管理、信息化数据管理、生产基地设备、土地及产品资源等进行整合，提升经营效益。
- (2) 外部资源整合：通过购买产品、购买企业、贴牌代理产品等方式整合社会资源，放大营销优势。
- (3) 管理资源整合：理顺公司架构权责，推进组织变革，模拟分公司运营，激活销售事业部门，提升组织效能和管理水平。
- (4) 全产业链竞争：立足医药工业企业，产业链前端向药材 GAP 基地延伸，产业链后端向医药商业和终端连锁药店延伸。

财务预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2014	2015E	2016E	2017E	单位: 百万元	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	2555.89	3281.97	4152.80	5199.60	营业收入	2718.76	3415.15	4192.84	5146.10
现金	1798.99	2317.96	2919.07	3689.33	营业成本	1033.40	1301.17	1614.24	1970.96
应收账款	304.83	374.26	459.49	563.96	营业税金及附	34.84	43.71	53.67	65.87
预付账款	40.94	56.14	68.92	84.59	销售费用	993.39	1208.96	1446.53	1775.40
其他应收款	59.19	70.17	86.15	105.74	管理费用	232.97	283.46	343.81	411.69
存货	350.87	463.43	619.16	755.98	财务费用	31.93	54.82	54.63	53.74
其他	1.06	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	9.06	10.25	12.58	15.44
非流动资产	1175.80	1214.45	1195.31	1177.51	公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	1.75	1.98	2.21	2.43	投资净收益	0.23	0.23	0.23	0.23
固定资产	959.20	930.06	892.77	851.54	营业利润	383.40	513.00	667.61	853.23
无形资产	185.36	179.96	174.56	169.16	利润总额	406.96	533.00	687.61	873.23
其他	29.49	102.45	125.79	154.38	所得税	75.87	99.14	127.21	161.55
资产总计	3731.69	4496.42	5348.12	6377.11	净利润	331.08	433.87	560.40	711.68
流动负债	1054.41	1279.26	1452.54	1653.25	少数股东损益	29.96	34.71	42.03	42.70
短期借款	553.00	553.00	553.00	553.00	归属母公司净利	301.13	399.16	518.37	668.98
应付账款	235.96	300.79	376.02	463.96	EBITDA	497.30	659.13	823.85	1011.51
其他	265.44	425.47	523.52	636.29	EPS (元)	2.750	2.734	3.550	4.582
非流动负债	398.93	444.51	440.68	432.52					
长期借款	156.53	166.73	153.56	133.96	主要财务比率	2014	2015E	2016E	2017E
其他	242.40	277.78	287.12	298.56	成长能力				
负债合计	1453.33	1723.77	1893.22	2085.76	营业收入	24.66%	25.61%	22.77%	22.74%
少数股东权益	63.45	98.16	140.19	182.89	营业利润	24.54%	33.80%	30.14%	27.80%
归属母公司股东权益	2216.23	2615.39	3133.76	3802.74	归属母公司净	14.53%	32.55%	29.87%	29.06%
负债和股东权益	3733.02	4437.32	5167.17	6071.39	获利能力				
					毛利率	61.99%	61.90%	61.50%	61.70%
现金流量表					净利率	12.18%	12.70%	13.37%	13.83%
单位: 百万元	2014	2015E	2016E	2017E	ROE	14.52%	15.99%	17.12%	17.86%
经营活动现金流	403.22	524.60	589.90	763.70	ROIC	11.50%	13.80%	15.15%	16.23%
净利润	331.08	433.87	560.40	711.68	偿债能力				
折旧摊销	73.13	81.28	89.26	89.33	资产负债率	38.93%	38.85%	36.64%	34.35%
财务费用	33.38	54.82	54.63	53.74	净负债比率	-46.22%	-56.27%	-64.90%	-72.80%
投资损失	-0.23	-0.23	-0.23	-0.23	流动比率	2.42	2.57	2.86	3.15
营运资金变动	-22.75	14.91	-104.96	-79.58	速动比率	2.09	2.20	2.43	2.69
其它	-0.39	-60.06	-9.20	-11.25	营运能力				
投资活动现金流	-144.61	54.54	62.70	66.63	总资产周转率	0.73	0.76	0.78	0.81
资本支出	-155.35	34.54	42.70	46.63	应收帐款周转	8.92	9.13	9.13	9.13
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	应付帐款周转	4.07	4.06	4.06	4.06
其他	23.78	20.00	20.00	20.00	每股指标(元)				
筹资活动现金流	1094.91	106.56	102.08	73.88	每股收益	2.750	2.734	3.550	4.582
短期借款	553.00	45.76	3.14	-6.34	每股经营现金	3.704	3.593	4.040	5.231
长期借款	156.53	166.73	153.56	133.96	每股净资产	20.819	18.586	22.424	27.299
普通股增加	36.50	0.00	0.00	0.00	估值比率				
资本公积增加	1,212.19	0.00	0.00	0.00	P/E	31.99	32.17	24.77	19.20
其他	-203.39	-105.92	-54.63	-53.74	P/B	4.22	4.73	3.92	3.22
现金净增加额	1,353.52	518.97	601.11	770.25	EV/EBITDA	18.67	18.58	14.34	11.11

数据来源: 贝格数据, 民族证券

分析师简介

纪钢，美国普度大学工商管理硕士，南开大学学士。先后在强生制药，国金证券工作过，有丰富的医药行业，投资分析经验。

联系人简介

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（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本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动，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。

本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。

地址：北京市朝阳区北四环中路27号盘古大观A座40层(100101)