

## 知名品牌加强大销售平台为百亿葵花保驾护航

2015. 09. 02

**强烈推荐 (维持)**

分析师：姬浩                      助理研究员：唐爱金  
电话：020-88836125              020-88836115  
邮箱：jih\_a@gzgzhs.com.cn      tangaij@gzgzhs.com.cn  
执业编号：A1310515020001

现价：37.97  
目标价：50  
**股价空间：30%**

医药生物行业

### 投资要点：

● **国内 OTC 品牌药企，葵花品牌家喻户晓。**公司重视品牌建设与应用，累计投入广告费 13 亿，2014 年即投入 2.7 亿广告费，占比销售额约 10%，通过持续的投入葵花品牌家喻户晓。公司已形成了 1+4+N 的品牌战略，除“小葵花”儿童药品牌外，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。公司目标 2018 年实现销售规模突破 100 亿。

● **知名品牌遇上强大销售平台为百亿葵花护航**公司核心竞争力是组合销售网络，拥有 200 支销售队伍，商业流通公司 800 多家，共覆盖零售中端 30 多万家药店，新品种在一个星期内就可实现所有终端上货架。创有独特的混合营销+控制营销模式：8 大销售事业部的基础上，根据品种属性不同采用不同的营销模式。同时通过控制产品质量、产品价格、渠道秩序甚至消费者将渠道资源和大部分销量掌握在自己手中，从而稳定利润率和品牌价值。强大的销售渠道与庞大的队伍，是同行短期难以建设的销售平台，形成了公司核心壁垒之一，同时品牌与强大销售平台叠加助力公司 OEM 贴牌代理业务快速增长。

● **近千个批文，明星+系列梯队品种助力公司业绩高增长。**品种资源是公司核心资源，公司及下属子公司共拥有 15 个剂型 1071 个品种的“准”字号药品，布局了六大领域的系列品种。公司品种梯队设置健全合理，销售千万级以上品种有 48 个，6 个亿元品种，5000 万以上品种 4 个，3000 万元至 5000 万元品种 5 个，多个品种基数小处于高增长，近年每年都有多个几百万量级品种上升到几千万，产品梯队及续航能力建设良好，为公司规模化高增长奠定了基础。公司明星品种不甘示弱，小儿肺热咳喘口服液空间可达 8 亿，增速 20% 上下，护肝片和胃康灵均可受益于低价药提价，有望提价 15%，利润空间扩大有望诱导渠道放量，我们预计公司未来三年有望保持收入 30% 增速，净利润约 20% 的增长水平。

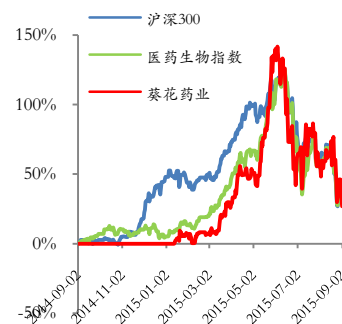
● **公司的发展史为并购史，优秀的整合能力凸显，外延并购助力公司快速成长。**公司通过并购实现了快速的外延扩张，2007~2010 年，分别收购了伊春、重庆等 8 个生产企业。2010 年 IPO 排队停止了收购，2015 年重新起航，今年收购了襄阳隆中、万源医院和健今药业。发展至今，公司拥 20 个子分公司，五个业务平台，持续的并购凸显公司强大的整合能力，预计公司后续会持续不断的对外扩张，收购和整合行业资源。

● **盈利预测与估值：**我们预计公司 15-17 年 EPS 分别为 1.28、1.67、2.15 元，对应 42、32、25 倍 PE。公司核心竞争力是葵花品牌、强大的销售网络以及成系列梯队的品种，且外延发展整合能力强大。给予“强烈推荐”评级。

● **风险提示：**市场招标和推广、外延并购不达预期风险、药品事故风险。

主要财务指标	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	2718.76	3504.48	4527.76	5886.14
同比(%)	24.66%	28.90%	29.20%	30.00%
归属母公司净利润	301.13	372.47	487.60	627.14
同比(%)	14.53%	23.69%	30.91%	28.62%
ROE(%)	19.13%	15.19%	17.33%	19.19%
每股收益(元)	1.03	1.28	1.67	2.15
P/E	47.51	42.58	32.53	25.29
P/B	6.46	6.25	5.50	4.67
EV/EBITDA	27.90	23.84	18.53	14.54

### 股价走势



### 股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
葵花药业	-18.52	-46.12	16.82
医药生物	-16.76	-40.64	6.27
沪深 300	-11.91	-34.64	-6.64

### 基本资料

总市值(亿元)	107 亿
总股本(亿股)	2.92
流通股比例	25%
资产负债率	22.08%
大股东	葵花集团有限 公司
大股东持股比例	41.62%

### 相关报告

广证恒生-儿童药专题报告：小  
儿撼动大市场，童药紧缺儿童药  
企哪家强-2015.06.01



## 目录

1. 国内OTC品牌药企，葵花品牌家喻户晓.....	4
1.1 股权结构清晰，激励到位.....	4
1.2 OTC品牌药企，葵花品牌家喻户晓.....	4
1.3 中期目标 2018 年营收过百亿.....	5
2. 知名品牌遇上强大销售平台为百亿葵花护航.....	6
2.1 混合营销+控制营销的特有模式.....	6
2.2 品牌+销售渠道叠加助力公司业绩快速增长.....	7
3. 近千个批文，明星+系列梯队品种齐发力助力业绩高增长.....	7
3.1 系列梯队品种高增长，为业绩增长添动力.....	8
3.1.1 全面布局六大系列产品，品类丰富.....	8
3.1.2 品种梯队健全，各梯队齐发力保业绩高增长.....	8
3.2 明星品种持续增长可期.....	9
3.2.1 小儿肺热咳喘口服液：铸造公司小葵花品牌，成长空间可观.....	10
3.2.2 葵花护肝片：有望受益于低价药放开.....	11
3.2.3 胃康灵胶囊：预计可提价 15%.....	12
4. 公司发展史为并购史，强大的整合能力凸显.....	14
5. 扎根妇儿专科OTC领域，有望受益于行业扶持政策.....	15
6. 投资建议.....	16



## 图表目录

图表 1.	公司股权结构清晰，管理层激励到位.....	4
图表 2.	葵花药业品牌战略“1+4+N”.....	4
图表 3.	公司近年收入（万元）及增长率情况.....	5
图表 4.	公司归母净利润（万元）及增长率情况.....	5
图表 5.	公司近年主要产品及综合毛利率.....	5
图表 6.	公司近年三项期间费用率情况.....	5
图表 7.	葵花药业强有力的销售网络.....	6
图表 8.	葵花药业处方药及 OTC 获批品种丰富.....	7
图表 9.	公司布局了六大领域系列产品.....	8
图表 10.	2015 年葵花药业品种销售占比成强大的梯队分布.....	8
图表 11.	公司主要产品的基本信息.....	9
图表 12.	明星产品产能利用率及产销率（百万）.....	9
图表 13.	公司儿科药销售收入及增长情况.....	10
图表 14.	小儿肺热咳喘口服液销售趋势（万元）.....	错误！未定义书签。
图表 15.	国内零售市场止咳化痰类产品市场份额.....	10
图表 16.	城市公立医院中成药-儿科止咳祛痰用药-2014 年前十大产品市场份额.....	11
图表 17.	葵花护肝片销售情况.....	11
图表 18.	城市零售药品护肝片销售趋势（万元）.....	11
图表 19.	肝胆用药市场中同类中成药竞争对比情况.....	11
图表 20.	城市公立医院中成药-护肝片-2014 年前十企业份额格局.....	12
图表 21.	葵花胃康灵胶囊销售增速略有下滑（万元）.....	12
图表 22.	葵花胃康灵颗粒增长较好（万元）.....	12
图表 23.	治疗胃炎和胃溃疡中成药对比.....	13
图表 24.	2015 年葵花胃康灵市场占比具有优势.....	13
图表 25.	胃康灵（胶囊加颗粒）销售收入略有下滑.....	14
图表 26.	公司外延并购企业一览.....	14
图表 27.	葵花药业主要妇儿类中成药品种以及用途.....	15
图表 28.	葵花药业儿童药销售收入情况.....	16
图表 29.	葵花药业主营收入与儿童药占比.....	16



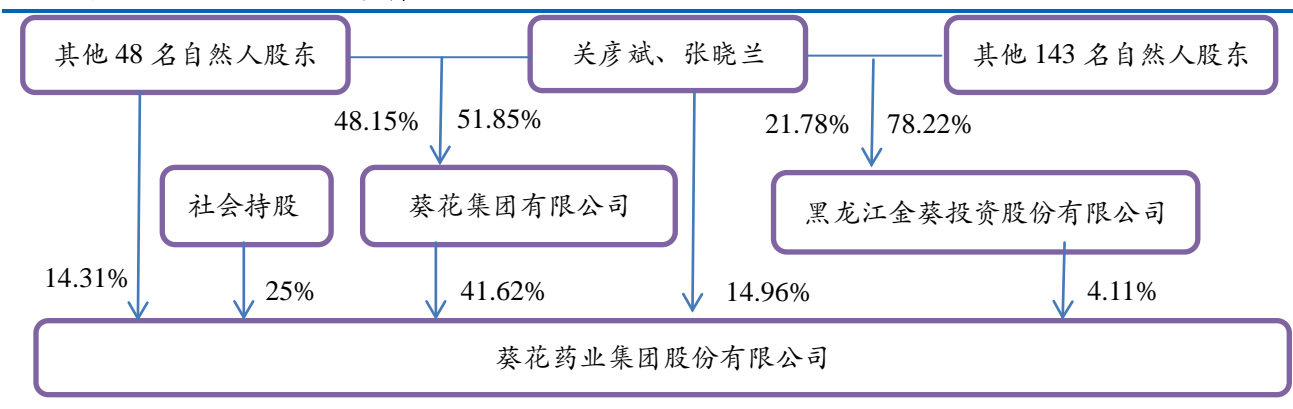
## 1. 国内 OTC 品牌药企，葵花品牌家喻户晓

### 1.1 股权结构清晰，激励到位

公司实际控制人为关彦斌、张晓兰夫妇。关彦斌为现任本公司董事长兼总经理，葵花集团董事长。其直接及通过葵花集团和金葵投资间接持有公司 37.44% 的股份；此外仍有 48 名自然人股东共持有公司 34.35% 的股份。这 48 名自然人股东部分为公司的核心管理人员，公司对管理人员的股权激励到位，其他 143 名自然人持有 3.21%，激励覆盖面广。

公司充分考虑对投资者的回报，按照股东持有的股份比例分配利润；每年按当年实现的合并报表和母公司报表中可供分配利润孰低的原则确定具体比例向股东分配股利，且公司最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的 30%；

图表1. 公司股权结构清晰，管理层激励到位



(资料来源：公司公告、广证恒生)

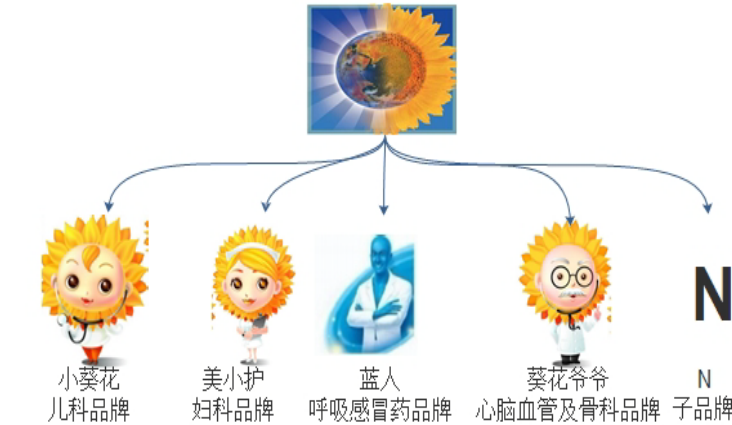
### 1.2 OTC 品牌药企，葵花品牌家喻户晓

公司自成立以来，持续投入大额资金和人力、物力进行品牌建设。到目前为止，公司累计投入媒体广告宣传费用超过13亿元，累计投入终端POP类宣传费用超过1亿元，累计投入各类宣传及促销活动超过2亿元。2014年即投入2.7亿的广告费用。

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。通过具有明确标识的商标及图案，围绕成人系列、妇女系列、儿童系列设计不同产品形象，并通过电视、报纸、户外广告、车体广告等媒介传播产品形象。

公司形成了 1+4+N 的品牌战略，除“小葵花”儿童药品牌外，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。

图表2. 葵花药业品牌战略“1+4+N”



(资料来源：公司公告、广证恒生)

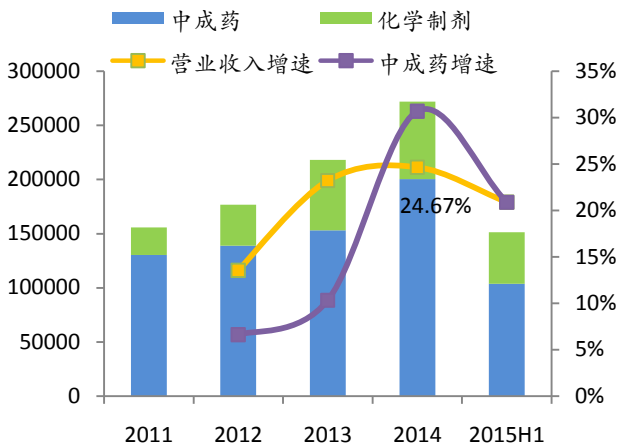
2012-2014 年，小葵花连续 3 年进入“中国药品品牌榜”并位列最受欢迎明星用药，公司打造的“小葵花”儿童药已成为医药市场上**最有影响力的儿童药品牌之一**。2010 年，公司下属子公司黑龙江葵花药业股份有限公司被中国中药协会、中国医药报社评选为“**中药企业品牌百强**”“**中药成长型企业品牌十强**”。

### 1.3 中期目标 2018 年营收过百亿

公司营收稳健增长，2014 年营收 27.19 亿 (+24.67%)，营业利润 3.86 亿 (+25.46%)。收入增速连年提升，尤其是中成药的销售收入连续三年快速增长，2014 年增速达 30.69%。营收中中成药的收入占比在 75~85% 的范围。

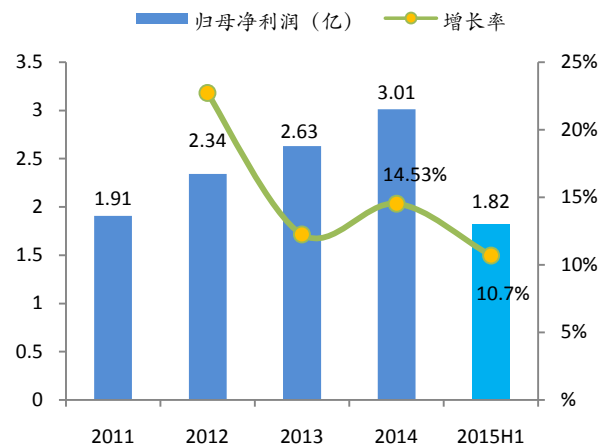
公司 2014 的净利润达 3.01 亿元(基本每股收益 2.75 元)，比上年同期增长 14.53%，维持稳定增长，15 年上半年净利润达 1.82 亿，同比增 10.7%。

图表3. 公司近年收入 (万元) 及增长率情况



(资料来源：WIND、广证恒生)

图表4. 公司归母净利 (亿) 及增长率情况



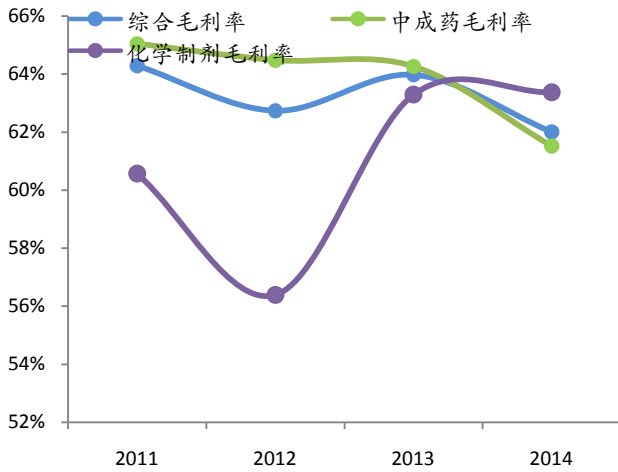
(资料来源：WIND、广证恒生)

近年来公司的综合毛利率较高，一直维持在 60% 以上，2014 年达 62%。由于中成药占比达，综合毛利率与中成药的毛利率相近。而化学制剂从 2012 年的低位 56.39%，逐步回升 2014 年达 73.37%。

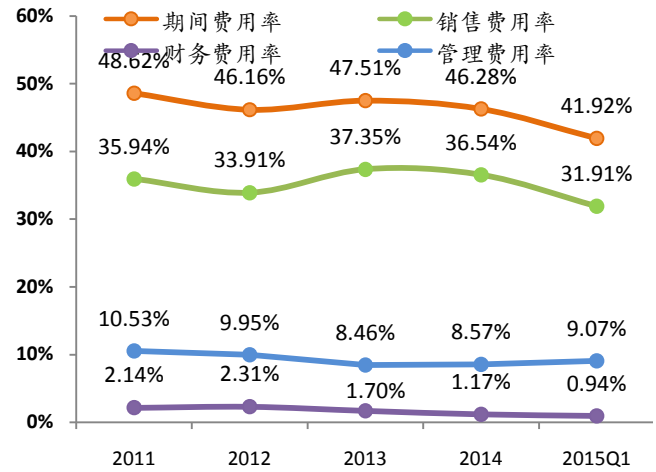
公司的期间费用率维持在 45% 左右，近几年来未出现巨大波动。其中销售费用占比较大，销售费用率 2013 年最高达 37.35%，由于公司销售规模的增大，品牌知名度的提升，销售费用率近年来有所下降，2015Q1 降低至 31.9%。且 2015 年公司上市融资债务降低，财务费用率有望降低。

图表5. 公司近年主要产品及综合毛利率

图表6. 公司近年三项期间费用率情况



(资料来源: WIND、广证恒生)



(资料来源: WIND、广证恒生)

公司的业绩增长稳健, 预计公司未来三年保持收入 30% 增速, 净利润增速 20% 的增长水平, 公司管理层给出 2018 年实现营收 100 亿目标。

## 2. 知名品牌遇上强大销售平台为百亿葵花护航

公司中期目标实现 2018 年 100 亿营收, 远期目标为打造千百亿葵花, 我们认为公司拥有葵花知名品牌和有强大的营销网络, 两者有效的结合与应用, 实现百亿和千亿元目标确实可行。

### 2.1 混合营销+控制营销的特有模式

公司的核心竞争力是销售网络, 方式为: 混合营销, 控制营销。

公司拥有完善的组合销售网络, 有 200 支销售队伍, 商业流通公司 800 多家, 其中一级经销商 88 家, 二级经销商 700 多家, 合作连锁药店 1000 多家, 共覆盖零售中端 30 多万家药店, 新品种在一个星期内就可实现所有终端上货架。

公司已有 8 大销售事业部: 品牌药/处方药/普药一部/普药二部/普药三部/普药四部/普药五部/基药事业部, 公司会随销售品种的增多而增多设立事业部, 每个事业部销售约 40 个品种, 品种增多了就只能新增事业部, 否则品种资源的浪费, 如 2014 年成立了普药四部和五部, OTC 营销要比处方药营销强。

在销售事业部的基础上, 根据品种的属不同, 采取不同的销售模式, 有处方模式、品牌模式、普药模式、基药模式、流通模式。

图表7. 葵花药业强有力的销售网络





(资料来源：公司公告、广证恒生)

而**控制营销**则是公司独创的销售手段，通过控制**产品质量、产品价格、渠道秩序甚至消费者**将渠道资源和大部分销量掌握在自己手中，从而稳定利润率和品牌价值。控制营销策略包括五个部分：1) 严格执行国家药典规定的企业内控标准；2) 制定双赢和多赢的营销策略；3) 控制经销商的数量，保证经销商的利益；4) 控制渠道价格，防止窜货；5) 管控终端零售价格，保证各个经营环节合理的盈利能力。

公司的药品全部由自己的医药公司销售，**销售只是用经销商的物流通道，终端的销售是葵花的自营团队控制**，发多少货是由公司的销售人员自己来决定。公司牢牢控制销售主动权，以销定产，一个新产品上市，一周之内能铺货全国包括乡镇医院，营销网络非常强，结算方式为**先款后货**。

这一策略使得公司得以逐步脱离医药市场价格战的怪圈，并实现了营收和利润率的稳定增长，这同时也体现了企业超强的**执行力和内部控制能力**。随着国家放开药品最高零售价限制，公司将获得更强的终端价格控制力，凭借公司强大的营销网络，有望实现利润率的较大提升。

## 2.2 品牌+销售渠道叠加助力公司业绩快速增长

葵花知名品牌让消费者信赖与喜爱的前提下，公司强有力的销售渠道和庞大的销售团队，高效且可控的将公司的产品销售到客户手中，公司的销售平台是其他企业难以短期建设与模仿的，形成了商业壁垒，助力公司收入的规模化增长，从而保障百亿葵花的实现。

OEM 是葵花药业是一种公司和合作伙伴双赢的业务模式，由合作伙伴负责生产，公司则利用强大的销售网络负责全国总代理销售。OEM 代理使用葵花的品牌，但品种不是独家代理，由产家给定出厂价。OEM 业务 2014 年为公司创收 3.4 亿，毛利率 43.8%，同比增长 300%，这是公司销售平台的作用。贴牌代理是实现品牌与销售渠道相叠加的效果，凭借购销平台的建立，在未来 OEM 业务有望有更好表现。

值得注意的是，OEM 业务的主要风险是由产品质量参差不齐而使公司品牌价值受损，而公司在贴牌销售代理协议中对产品质量有较为严格的规定，比如被代理公司接到生产计划时，必须提前 5 个工作日通知医药公司或医药质量管理人员，代理公司必须无条件配合质量管理人员对前三批生产进行动态生产考察。对于被代理公司产品质量的要求保证了葵花药业在增加利润的同时也维护了自身品牌价值。

## 3. 近千个批文，明星+系列梯队品种齐发力助力业绩高增长

品种资源是医药企业不可替代的核心资源，公司及下属子公司共拥有 15 个剂型，898 个品种的“准”字号药品，其中包括 1 个国家中药保护品种，12 个独家品种，402 种药品被列入医保目录，181 种药品被列入基本药物目录。

图表8. 葵花药业处方药及 OTC 品种丰富

批文数量	处方药	OTC	合计
葵花五常公司	67	55	122
伊春公司	24	11	35
重庆公司	4	25	29
唐山公司	31	28	59
佳木斯公司	115	108	223
佳木斯鹿灵公司	65	39	104
衡水公司	79	45	124
冀州公司	2	24	26
湖北襄阳隆中药业	--	--	176
<b>合计</b>			<b>898</b>

(资料来源：公司资料、广证恒生)



### 3.1 系列梯队品种高增长，为业绩增长添动力

#### 3.1.1 全面布局六大系列产品，品类丰富

近千个品种形成的产品群，使公司形成了独特的产品整合能力、品类规划能力和产品覆盖能力。现已形成消化系统用药、儿科用药、呼吸感冒用药、妇科用药、风湿骨病用药、心脑血管用药六大领域布局系列产品，其中消化系统用药和儿科用药领域已经处于行业领先地位。

图表9. 公司布局了六大领域系列产品



(资料来源：公司公告、广证恒生)

儿科系列用药为公司的主要产品群之一，公司通过小儿肺热咳喘口服液、小儿氨酚烷胺颗粒、健儿消食口服液 3 个广告品种树立品牌形象，拉动小儿化痰止咳颗粒、小儿氨酚黄那敏颗粒、小儿百部止咳糖浆、小儿咳喘灵口服液、小儿感冒颗粒、小儿止咳糖浆、小儿清肺化痰口服液、小儿十维颗粒等二十多个儿童药的整体销售。

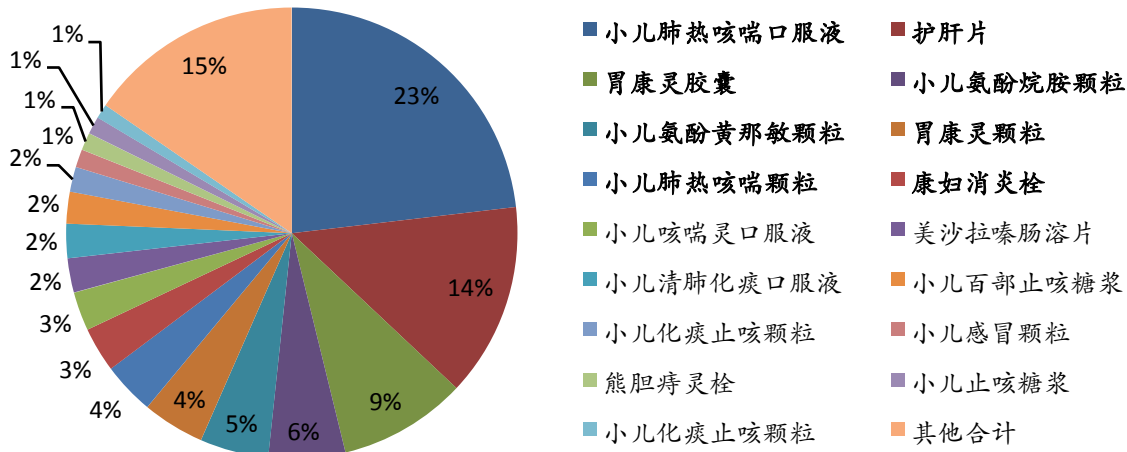
“美小护”妇科用药产品群在领军品种——康妇消炎栓的带动下（全国独家品种，独家剂型），未来增长可期，目前公司已单独建立销售事业部独立运作妇科药品种群。护肝片、胃康灵胶囊将持续发力、焕发第二春，引导公司消化系统产品群持续增长。而“蓝人”成人感冒用药品牌在推广策略上将以处方带、广告拉、普药和基药推的方式来达到终端全覆盖，持续强化品牌影响力。

#### 3.1.2 品种梯队健全，各梯队齐发力保业绩高增长

公司品种梯队健全，公司销售千万级以上品种有 48 个，6 个亿元品种，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。

我们统计南方医药经济研究所城市零售市场样本数据中葵花所有子公司品种的销售额（不同子公司的同种品种数据加和计入），并做分布占比分析，结果显示公司在零售市场，表现好的主要是小儿肺热咳喘口服液占比 23%、护肝片占比 14%，胃康灵（胶囊+颗粒剂）占比 13%，小儿氨酚烷胺颗粒占比 6%，小儿氨酚黄那敏颗粒占比 4% 等，而后续占比 1~4% 有 20 个品种，梯队完善，这些品种基数小，处于高增长阶段，保公司业绩稳健增长。

图表10. 2015 年葵花药业品种销售占比成强大的梯队分布



(资料来源: 南方医药经济研究所数据库, 城市零售药品-葵花药业 2015 年品种份额格局、广证恒生)

公司产品第一梯队, 3 亿规模的品种有三个: 小儿肺热咳喘口服、护肝片、胃康灵; 公司产品第二梯队, 超过 1 亿的其他品种有 3 个: 小儿化痰止咳, 小儿氨酚黄那敏, 康妇消炎栓 (增长速度接近 40%)。公司近年每年都有多个几百万量级品种上升到几千万。

图表11. 公司主要产品的基本信息

产品	类别	主要用途
胃康灵胶囊	消化系统用药	柔肝和胃, 散淤止血, 缓急止痛, 去腐生新。用于肝胃不和淤血阻络所致的胃脘疼痛, 连及两胁, 噯气, 泛酸; 急、慢性胃炎, 胃十二指肠溃疡, 胃出血见上述证候者。
护肝片	消化系统用药	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。
小儿肺热咳喘口服液 (独家品种)	儿科用药	清热解毒, 宣胃化痰。用于热邪犯于肺卫所致发热汗出、微恶风寒、咳嗽、痰黄、或兼喘息、口干儿渴等症。
小儿化痰止咳颗粒	儿科用药	祛痰镇咳。用于小儿支气管炎所致的咳嗽、咯痰。
小儿氨酚黄那敏颗粒	儿科用药	适用于缓解儿童普通感冒及流行性感引起的发热、头痛、四肢酸痛、打喷嚏、流鼻涕、鼻塞、咽痛等症状。
康妇消炎栓 (独家品种)	妇科用药	清热解毒, 利湿散结, 杀虫止痒, 用于湿热, 湿毒所致的腰痛, 小腹痛, 带下病, 阴痒, 阴蚀。

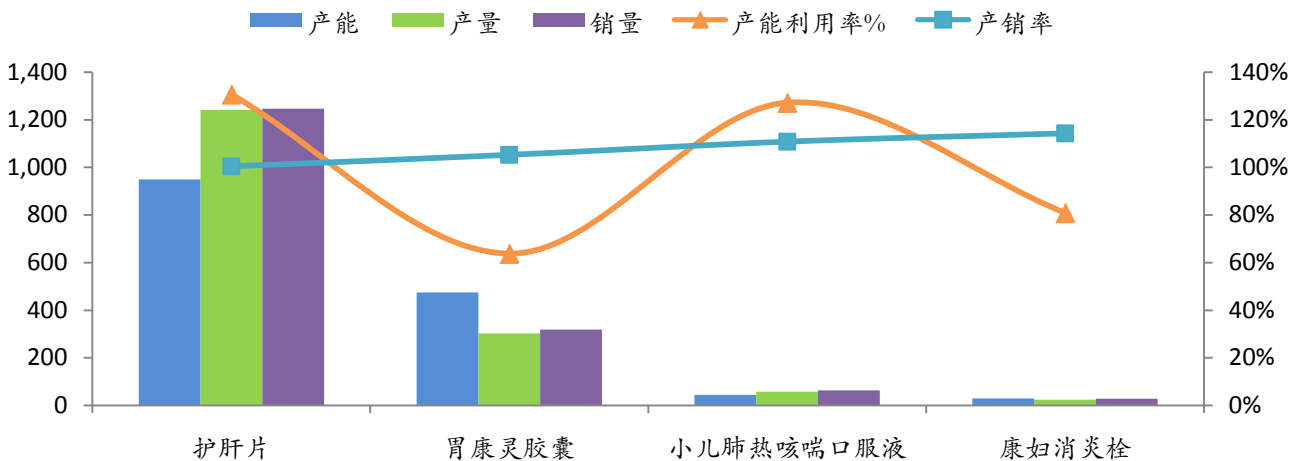
(资料来源: 公司资料、广证恒生)

在药价放开、优质优价等政策的引导下, 公司目前的发展策略在于扩大一线产品产能, 完善二线产品梯队, 在明星产品的带动下, 二线产品依靠渠道及终端优势不断上量。

### 3.2 明星品种持续增长可期

进入 3 亿梯队的明星品种有三个: 小儿肺热咳喘口服、护肝片、胃康灵; 三者均近两年均在 3 亿规模滞留。市场竞争大, 其中小儿肺热有重力推广, 向上突破的空间很大, 公司正设计方案。其他两者因为毛利率低, 所以公司过往两年只是维持市场占有率而维持生产销售, 机会来自于低价药提价。

图表12. 明星产品产能利用率及产销率 (百万)

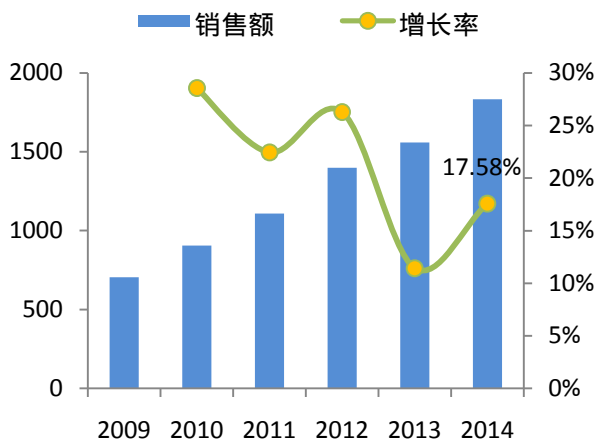


(资料来源: 抗血栓市场研究报告、广证恒生)

### 3.2.1 小儿肺热咳喘口服液: 铸造公司小葵花品牌, 成长空间可观

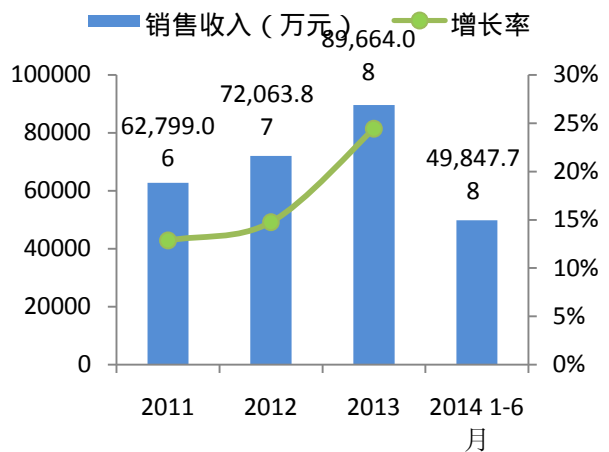
葵花牌小儿肺热咳喘口服液为儿科药中的主打品种, 主要疗效为清热解毒、宣肺止咳、化痰平喘。用于儿童感冒、支气管炎、喘息性支气管炎、支气管肺炎。小儿肺热咳喘口服液为公司独家品种, 自问世以来, 曾获得“国家重点新产品”、“黑龙江省品牌产品”、“国家权威机构认证质量信得过好产品”等称号, 并被黑龙江省卫生厅列为全国首个预防和治疗“儿童甲型 H1N1 流感”的指定用药。2011-2014 年 1-6 月广告投入累计近 2.6 亿元, 在 OTC 市场拥有较强的品牌知名度和美誉度, 为 OTC 儿童感冒药市场畅销品种; 同时小儿肺热咳喘口服液在全国 4000 余家主要医院进行销售, 为目前医院治疗儿童感冒的基础用药。

图表13. 小儿肺热咳喘口服液销售趋势 (万元)



(资料来源: 南方医药经济研究所数据库-城市公立医院、广证恒生)

图表14. 公司儿科药销售收入及增长情况



(资料来源: 招股说明书、广证恒生)

小儿肺热咳喘口服液为非处方药, 根据 SFDA 南方医药经济研究所数据, 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, 具体排名情况如下:

图表15. 国内零售市场止咳化痰类产品市场份额

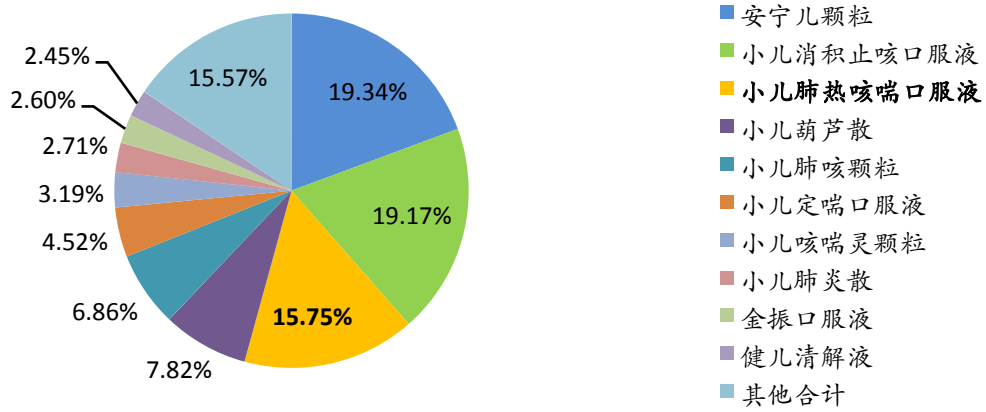
产品	生产企业	市场占有率
念慈菴密炼川贝枇杷膏 (成人)	京都念慈菴总厂	16.26%
小儿肺热咳喘口服液 (儿童)	葵花药业集团	2.36%
百令胶囊 (成人)	杭州中美华东制药	2.18%



(资料来源：招股说明书、广证恒生)

儿科止咳祛痰用药市场分析，根据南方医药经济研究所城市公立医院样本数据显示，该产品占据 15.7 的市场份额，排名第三。

图表16. 城市公立医院中成药-儿科止咳祛痰用药-2014 年前十大产品市场份额



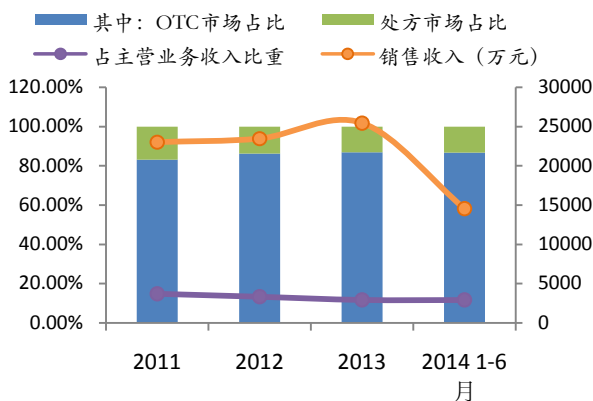
(资料来源：南方医药经济研究所，广证恒生)

### 3.2.2 葵花护肝片：有望受益于低价药放开

葵花护肝片为公司独家研制并首家生产的治疗肝病的纯中药制剂，问世三十年来，获得“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”等奖项，也是迄今肝类药物领域中唯一两度获得国家质量银奖的药品（金奖空缺），在2007年被国家发改委列为优质优价产品。

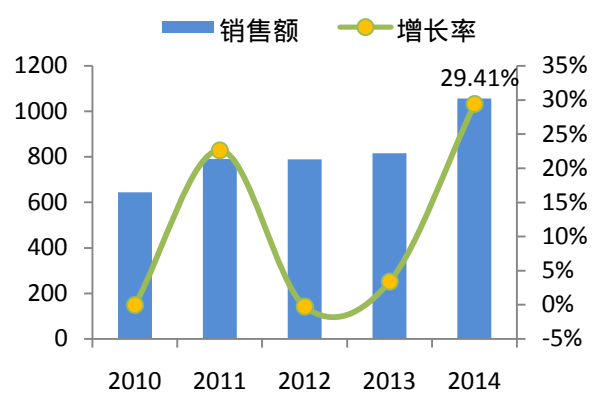
葵花护肝片连续三年每年实现销售 2.5 亿元左右，其中 87% 以上为 OTC 市场销售，对国家医疗招标销售的依赖性较小。具体市场销售情况如下：

图表17. 葵花护肝片销售情况



(资料来源：招股说明书、广证恒生)

图表18. 城市零售药品护肝片销售趋势 (万元)



(资料来源：南方医药经济研究所数据库、广证恒生)

在国内肝胆用药市场中，肝脏用药占有重要地位。通常作用于肝脏系统的药物一般按功效可以分为三大类：抗病毒药物、护肝和恢复肝功能药物、免疫调节药物。护肝片属于护肝和恢复肝功能药物，在这个细分市场中，多年来并未出现新的强势产品，主要是护肝片、鸡骨草胶囊、复方鳖甲软肝片三个产品，市场竞争比较平稳。

图表19. 肝胆用药市场中同类中成药竞争对比情况

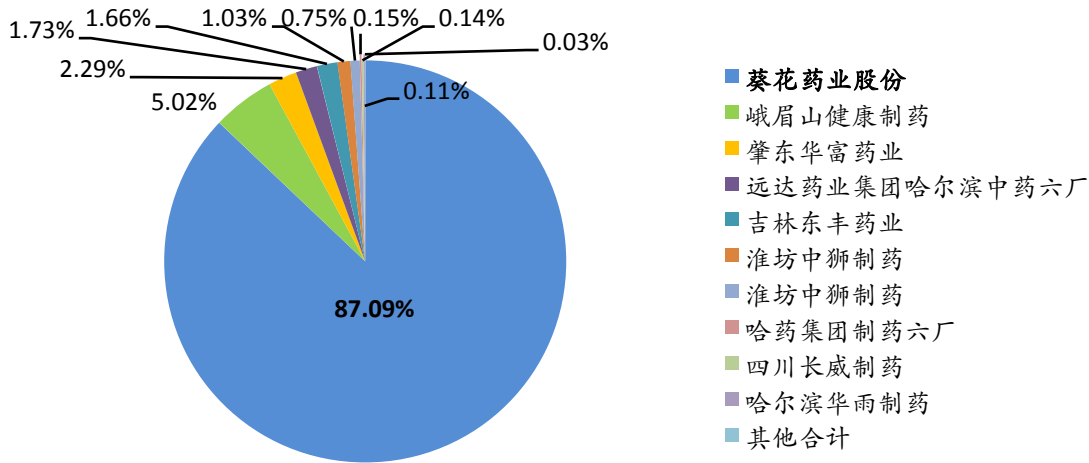


产品	生产企业	概况
护肝片	黑龙江葵花药业股份有限公司	保肝护肝类纯中药制剂，处方药，具有降低转氨酶作用，用于慢性肝炎及早期肝硬化。
鸡骨草胶囊	广西玉林制药有限责任公司	保肝护肝类纯中药制剂，处方药，用于急、慢性肝炎和胆囊炎属肝胆湿热症者。
复方鳖甲软肝片	内蒙古福瑞中蒙药科技股份有限公司	软坚散结，化瘀解毒，益气养血，用于慢性肝炎肝纤维化，以及早期肝硬化属瘀血阻络，气血亏虚，兼热毒未尽证。

(资料来源：招股说明书、广证恒生)

葵花护肝片多年来在销售额和市场占有率方面一直居于前列，南方医药经济研究所的数据显示，生产的企业有 140 家，竞争激烈，葵花药业的护肝片占比 87.09%，具有绝对竞争优势，但是由于毛利率低，公司没有花打广告和重力推广，2014 年销售规模仍然约 3 亿，预计有望受益于低价药放开。

图表20. 城市公立医院中成药-护肝片-2014 年前十企业份额格局



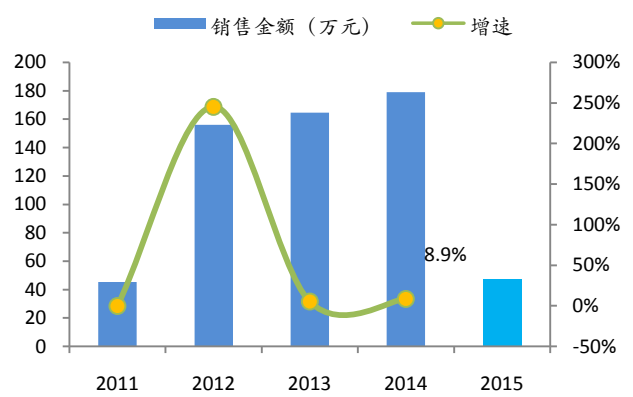
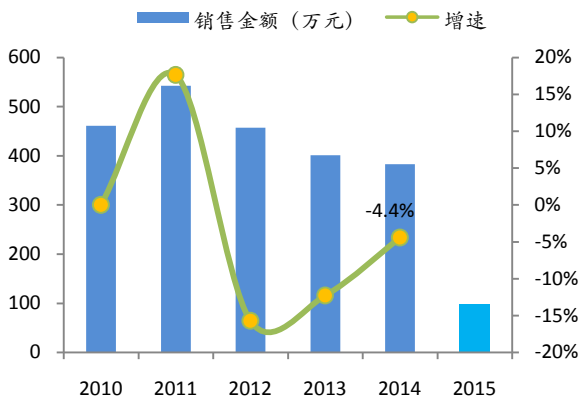
(资料来源：南方医药经济研究所数据库，广证恒生)

### 3.2.3 胃康灵胶囊：预计可提价 15%

胃康灵胶囊为公司自行研制的药品，为公司的主要产品之一。公司生产胃康灵胶囊已有 29 年的历史。该产品曾获得“国家权威机构认证质量信得过好产品”、“黑龙江省名牌产品”等一系列奖项。为丰富产品剂型结构和满足消费者的多样需求，公司研发成功胃康灵颗粒并于 2009 年取得药品批准文号。

图表21. 葵花胃康灵胶囊销售增速略有下滑 (万元)

图表22. 葵花胃康灵颗粒增长较好 (万元)



(资料来源：南方医药经济研究所数据库-城市零售市场样本数据、广证恒生)

(资料来源：南方医药经济研究所数据库-城市零售市场样本数据、广证恒生)

胃康灵胶囊通过广告拉动加品牌推广等方式在OTC市场拥有较高的品牌知名度和美誉度，为胃药市场畅销品种。在国内，胃肠道用药的生产厂家众多，目前国内胃肠道用药按照其治疗功效主要分为胃炎及胃溃疡用药、助消化药、胃肠解痉药、胃动力、止吐药、催吐药等。治疗胃炎和胃溃疡的中成药对比情况如下：

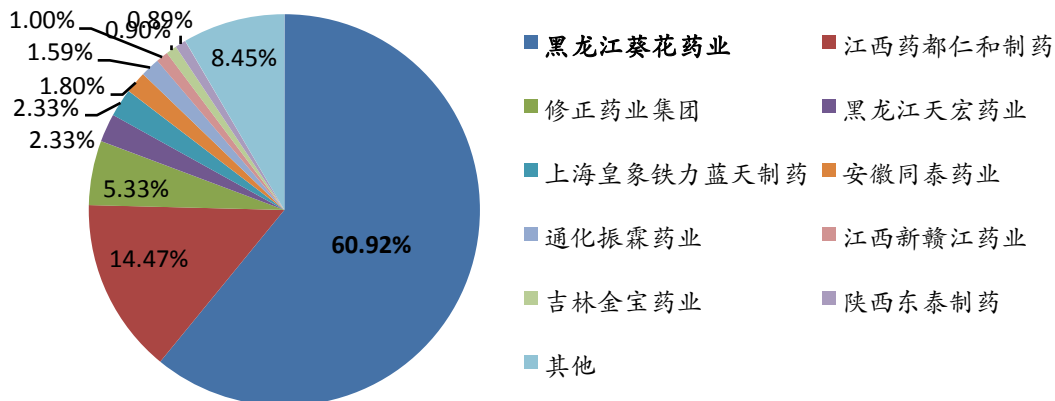
图表23. 治疗胃炎和胃溃疡中成药对比

产品	生产企业	概况
胃康灵胶囊	黑龙江葵花药业股份有限公司	非处方药，对消化性溃疡、慢性胃炎及慢性十二指肠溃疡均有较好效果，其中以慢性浅表性胃炎疗效最为显著
温胃舒胶囊	合肥华润神鹿药业有限公司	非处方药，用于温胃止痛。用于慢性胃炎，胃脘凉痛，饮食生冷，受寒痛甚。
胃痛宁片	大连美罗大药厂	非处方药，主治清热燥湿，理气和胃，制酸止痛。用于湿热互结所致胃脘疼痛，胃酸过多，脘闷嗳气，泛酸嘈杂，食欲不振等

(资料来源：招股说明书、广证恒生)

根据南方医药经济研究所的数据显示，2015年葵花胃康灵胶囊市场份额占比为60.92%，而颗粒几乎只有葵花在销售，公司市场占比具有绝对优势。

图表24. 2015年葵花胃康灵市场占比具有优势

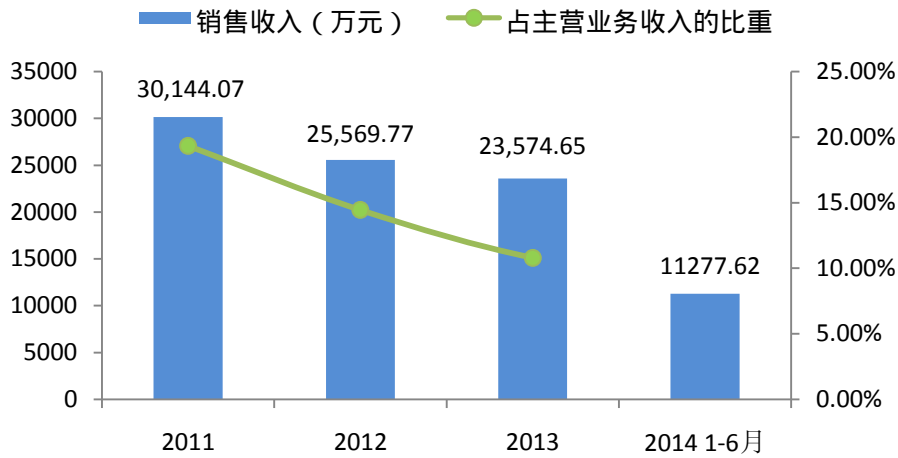


(资料来源：南方医药经济研究所数据库，城市零售药品-胃康灵胶囊-2015年前十企业份额格局、广证恒生)

目前胃康灵葵约3亿的规模，这两年销售呈下滑的态势，原因是毛利率极低，公司为保持市场占有率维持生产并销售，因此没有重力推广，6月1日今年国家低价药放开，公司有提价计划，目前发改委价格在查垄断提价，所以市场部在调研和设计提价方案，预计至少可提价15%。



图表25. 胃康灵（胶囊加颗粒）销售收入略有下滑



(资料来源: 招股说明书、广证恒生)

#### 4. 公司发展史为并购史，强大的整合能力凸显

董事长关贤武，1979年搞塑料厂，1998年开始搞制药，收购国企五常制药厂。2005年设立了葵花药业品牌，2007年-2010年，分别收购了伊春、重庆等8个生产企业。2010年在IPO排队，所以停止了收购，2015年重新起航，葵花的发展史其实为并购史，通过并购实现了快速的外延扩张，这个过程也体现公司强大的整合能力。发展至今，公司拥17个子公司，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。

图表26. 公司外延并购企业一览

收购时间	并购企业	合计收购比例	交易价格 (万)	2014年净利润 (万)
<b>2007-2009</b>	伊春公司	96.32%	合计3949.31	2339
2007年1月		95.86%	3930.19	
2009年4月		0.46%	19.12	
<b>2007-2011</b>	重庆公司	90.00%	合计5000	4881
2007年3月		80%	4000	
2011年7月		10%	1000	
<b>2009-2015</b>	唐山公司	98.68%	合计3077	1176
2009年10月		70.00%	210	
2015年8月		28.68%	2867	
2009年11月	佳木斯公司	100.00%	975	805
2010年4月	佳木斯鹿灵公司	100.00%	3000	1335
2010年11月	衡水公司	70.00%	2556	6954
2015年8月	湖北襄阳隆中药业	55.00%	1.09亿	1261.2
2015年6月	深圳市万源医药	100%	300	-26.90
2015年7月	健今药业	90%	达成意向	

(资料来源: 公司资料、广证恒生)

在2015年新并购的企业中，湖北襄阳隆中持股比例仅为55%，相对较小，15年预计贡献3000~4000万净利润。健今药业预计2015年贡献2000-3000万净利润，预计2015年能完成对这两家企业的尽职调查。

公司的外延主要目的是收购品种，2007~2010 年收购的企业都为 100% 股权收购，而 2015 年并购标的的持股比例下降，主要因为被并购希望通过葵花强大的销售网络推广产品并获得一定利润，所以愿意进行一部分股权转让。

## 5. 扎根妇儿专科 OTC 领域，有望受益于行业扶持政策

公司旗下拥有超过 70 个儿科药品的批文，儿科药品种逾 20 个，其中以小儿肺热咳喘口服液为领军品种，与其他十余种儿科用药产品构成了丰富的产品群，涵盖了儿童感冒、甲流、抗感染、化痰止咳、健脾消化、止泻、保健等儿童常见疾病领域。同时，公司拥有近 30 个妇科用药品种，以独家产品康妇消炎栓为拳头品种，与乳核内消颗粒、更年安片、益母草颗粒和八珍益母片等构成了重点产品系列，在治疗妇科炎症方面有突出功效。

图表27. 葵花药业主要妇儿类中成药品种以及用途

儿科用药系列	用途
小儿肺热咳喘口服液	清热解毒，宣肺化痰，本品用于热邪犯于肺卫所致发热、汗出、微恶风寒、咳嗽、痰黄，或兼喘息、口干而渴。
小儿清肺化痰口服液	清热化痰，止咳平喘。本品主要用于小儿肺热感冒引起的呼吸气促，咳嗽痰喘，喉中作响。
小儿十维颗粒	用于儿童生长期维生素的补充。
小儿智力糖浆	调补阴阳，开窍益智。用于儿童注意缺陷与多动障碍（又称多动症）。
小儿咳喘灵口服液	宣肺、清热，止咳、祛痰。用于上呼吸道感染引起的咳嗽。
小儿百部止咳糖浆	清肺、止咳、化痰。用于小儿痰热蕴肺所致的咳嗽、顿咳，症见咳嗽、痰多、痰黄粘稠、咯吐不爽，或痰咳不已、痰稠难出；百日咳见上述症候者。
健儿消食口服液	用于健脾益胃，理气消食。本品用于小儿饮食不节损伤脾胃引起的纳呆食少，脘腹胀满，手足心热，自汗乏力，大便不调，以至厌食、恶食。
小儿麦枣咀嚼片	健脾和胃。本品主要用于小儿脾胃虚弱，食积不化，食欲不振。
小儿化痰止咳颗粒	祛痰镇咳。用于小儿咳嗽，支气管炎。
小儿感冒颗粒	本品疏风解表，清热解毒。用于小儿风热感冒，症见发热、头胀痛、咳嗽痰黏、咽喉肿痛；流感见上述证候者。
小儿止咳糖浆	本品祛痰，镇咳。本品用于小儿感冒引起的咳嗽。
止泻灵糖浆	本品清热利湿，健脾，涩肠止泻。用于小儿消化不良，单纯性腹泻。
小儿清热止咳口服液	本品用于清热宣肺，平喘，利咽。本品用于小儿外感风热所致的感冒，症见发热恶寒、咳嗽痰黄、气促喘息、口干音哑、咽喉肿痛。
妇科用药系列	用途
康妇消炎栓	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。
益母草颗粒	活血调经。用于月经量少，产后腹痛。
更年安片	滋阴清热，除烦安神。用于肾阴虚所致的绝经前后诸证，症见烦热出汗、眩晕耳鸣、手足心热、烦躁不安；更年期综合征见上述证候者。
八珍益母片	补气血，调月经。用于头晕心慌，疲乏无力，月经量少，色淡，经期后错。

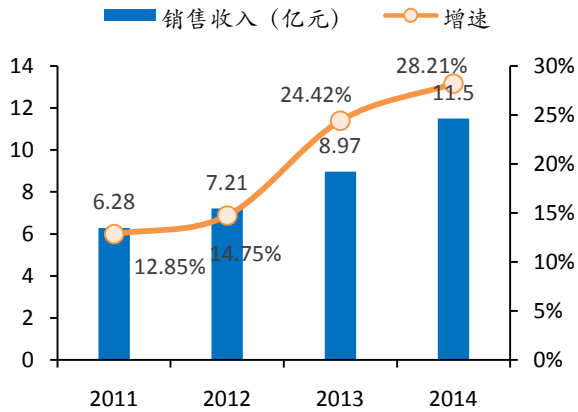
（资料来源：公司公告，广证恒生）

葵花药业的儿童药产品收入逐年增长，2014 年达到约 11.5 亿元，增速达到 28.2%，且长期以来是公司的营收支柱，2014 年占公司主营收入 41.2%。其中，拳头产品小儿肺热喘口服液已经达到约 3 亿元的销售



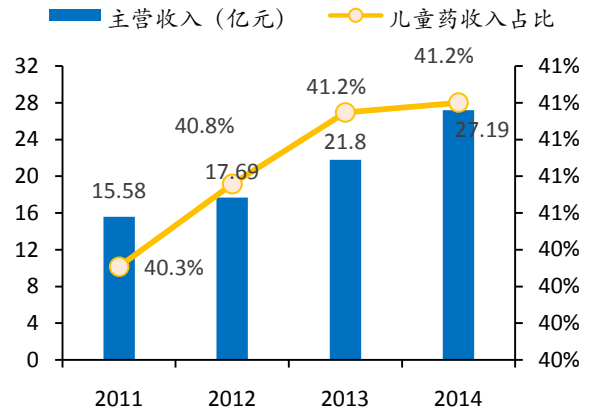
规模，小儿肺热喘口服液也是1亿元销售规模的品种，其余在1000万销售规模的品种超过10个，并且正处于快速增长态势。

图表28. 葵花药业儿童药销售收入情况



(资料来源：公司公告、广证恒生)

图表29. 葵花药业主营收入与儿童药占比



(资料来源：公司公告、广证恒生)

儿童药市场庞大，国内儿童用药市场规模2009年已达350亿元，预计2015年市场规模将达到600亿元。但儿童专用药紧缺，表现为品种规格少，目前我国国产药品18万多条批文中，专用于儿童的药品批文仅有3000多条，九成以上的药物没有儿童剂型，导致儿童不合理用药比率高企。

儿童药研发生产难度较大，专用品种和专门生产企业数量少，但从国务院到各部委高度重视，从儿科药的研发报批、生产供应、医保基药保险报销、招标采购等多方面出台了鼓励措施。如2014年5月21日，六部委联合印发《关于保障儿童用药的若干意见》。今年在全国的药品招标工作中，对妇儿科用药的发展予以明确的扶持，如妇儿科非专利药可实行直接挂网采购。成立了儿童用药专家委员会，推动儿童临床用药经验及安全用药数据，建立科学规范的儿童用药指南；组织专家提出儿童基本药物清单；推动儿童适宜剂型、规格纳入基本医疗保险目录；开展儿童合理用药宣传和健康教育活动等。且儿童药的研发申报过程有望开辟绿色专用审批通道。葵花作为国内儿童药领军企业，势必受益于国内儿童

## 6. 投资建议

公司是国内妇儿科OTC品牌药企，股权激励到位。公司重视品牌的建设与应用，小葵花品牌家喻户晓。知名品牌遇上强大销售平台铸造了公司的核心优势，公司的混合营销+控制营销模式优势凸显，强大的销售平台覆盖到30万家药店，可做到新品种在一星期内铺货全国所有终端，终端管理力强。公司产品丰富，拥有1071个药品准字号批文，布全面布局六大领域系列产品，产品梯队健全，多个品种处于高增长期，每年都有多个几百万量级品种上升到几千万，保障公司业绩规模化高增长，而明星产品有望提价。公司的发展史为并购史，优秀的整合能力凸显，外延并购助力公司快速成长。我们预计公司15-17年EPS分别为1.28、1.67、2.15元，对应42、32、25倍PE。公司核心竞争力是葵花知名品牌、强大的销售网络以及成系列梯队的品种，且外延发展整合能力强大。给予“强烈推荐”评级。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					现金流量表				
	2014	2015E	2016E	2017E		2014	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产</b>	2555.89	3092.37	3760.29	4610.91	<b>经营活动现金流</b>	403.23	592.45	579.79	805.56
现金	1798.99	2048.23	2474.70	2878.30	净利润	331.08	397.24	514.97	653.21
应收账款	226.58	296.47	380.19	496.11	折旧摊销	73.13	135.07	166.05	203.24
其它应收款	59.19	66.54	94.59	115.73	财务费用	31.93	28.64	49.47	71.21
预付账款	40.94	94.68	73.05	149.76	投资损失	-0.23	-0.21	-0.22	-0.22
存货	350.87	522.11	631.29	850.13	营运资金变动	-29.99	26.98	-148.12	-123.05
其他	79.31	64.34	106.46	120.89	其它	-2.71	4.72	-2.36	1.18
<b>非流动资产</b>	1177.13	1367.98	1628.42	1991.78	<b>投资活动现金流</b>	-144.61	-330.36	-423.96	-567.54
长期投资	0.00	-0.88	-2.19	-3.28	资本支出	72.61	356.76	297.64	346.51
固定资产	738.66	905.07	1103.46	1365.88	长期投资	0.00	-1.75	-0.88	-1.31
无形资产	185.36	239.58	305.37	395.98	其他	-72.00	24.65	-127.19	-222.34
其他	253.11	224.20	221.79	233.20	<b>筹资活动现金流</b>	1094.91	-12.86	-230.28	-169.94
<b>资产总计</b>	3733.02	4460.35	5388.71	6602.69	短期借款	-1.83	0.92	-0.46	0.23
<b>流动负债</b>	1054.41	1371.09	1971.45	2640.10	长期借款	59.20	-12.78	-9.62	-6.75
短期借款	553.00	553.92	1054.38	1390.11	其他	1037.55	-1.00	-220.20	-163.41
应付账款	162.60	331.02	279.90	532.61	<b>现金净增加额</b>	1353.53	249.24	-74.44	68.09
其他	338.81	486.15	637.17	717.39					
<b>非流动负债</b>	398.93	226.63	178.37	190.94	<b>主要财务比率</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
长期借款	156.53	143.75	134.13	127.37	<b>成长能力</b>				
其他	242.40	82.89	44.24	63.56	营业收入增长率	0.25	0.29	0.29	0.30
<b>负债合计</b>	1453.33	1597.72	2149.81	2831.04	营业利润增长率	0.25	0.19	0.33	0.28
少数股东权益	63.45	88.22	115.59	141.66	归属于母公司净利润	0.15	0.24	0.31	0.29
归属母公司股东权益	2216.23	2537.60	2886.50	3393.19	<b>获利能力</b>	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>负债和股东权益</b>	3733.02	4223.55	5151.91	6365.89	毛利率	0.62	0.62	0.62	0.62
					净利率	0.12	0.11	0.11	0.11
					ROE	0.19	0.15	0.17	0.19
					ROIC	0.11	0.12	0.12	0.13
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	0.39	0.36	0.40	0.43
					净负债比率	0.33	0.28	0.41	0.44
					流动比率	2.42	2.26	1.91	1.75
					速动比率	2.09	1.87	1.59	1.42
					<b>营运能力</b>	0.00	0.00	0.00	0.00
					总资产周转率	0.93	0.86	0.92	0.98
					应收账款周转率	0.08	0.08	0.08	0.08
					应付账款周转率	5.91	5.42	5.66	5.54
					<b>每股指标 (元)</b>	0.00	0.00	0.00	0.00
					每股收益 (最新摊薄)	1.03	1.28	1.67	2.15
					每股经营现金流 (最新)	1.38	2.03	1.99	2.76
					每股净资产 (最新摊)	7.81	8.99	10.28	12.11
					<b>估值比率</b>	0.00	0.00	0.00	0.00
					P/E	47.51	42.58	32.53	25.29
					P/B	6.46	6.25	5.50	4.67
					EV/EBITDA	27.90	23.84	18.53	14.54

数据来源：港澳资讯，公司公告，广证恒生



## 广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心63楼

电话：020-88836132, 020-88836133

邮编：510623

## 股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

## 分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

## 重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。