

葵花药业 (002737.SZ)

中药行业

评级: 买入 首次评级

公司深度研究

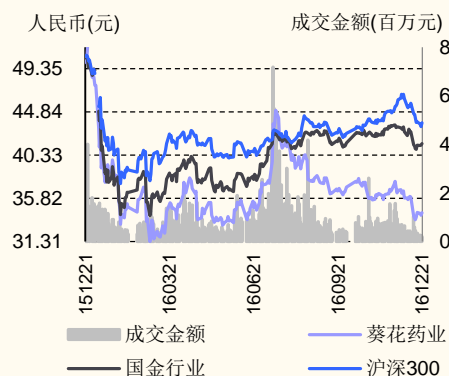
市场价格(人民币): 34.31元
 目标价格(人民币): 40.00-47.00元

强化渠道优势, 做大核心品种

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

年内股价最高最低(元) 51.56/31.31
 沪深300指数 3338.54



公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	2.063	1.050	0.771	1.096	1.389
每股净资产(元)	15.18	8.39	8.79	9.55	10.51
每股经营性现金流(元)	2.76	0.43	0.06	0.95	1.22
市盈率(倍)	28.05	45.34	43.77	30.80	24.30
行业优化市盈率(倍)	44.69	70.81	62.85	62.85	62.85
净利润增长率(%)	14.53%	1.82%	-26.57%	42.13%	26.72%
净资产收益率(%)	13.59%	12.52%	7.34%	9.60%	11.06%
总股本(百万股)	146.00	292.00	292.00	292.00	292.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 公司是 30 亿规模的 OTC 龙头企业。公司目前消化用药、儿科用药占比 60%，大品种护肝片、小儿肺热咳喘口服液规模已接近 4 个亿，同时积极布局妇科用药、呼吸感冒用药、风湿骨病用药、心脑血管用药等产品群，涉足大健康领域。产品以中成药为主，以化学药为辅，销售渠道以 OTC 为主。
- 品种战略：做大核心品种，储备潜力品种。(1) 儿科大品种小儿肺热咳喘口服液在零售渠道儿童止咳化痰中成药中市场份额已排名第一，目前在加大临床学术推广，临床端将进一步带动 OTC 端的销售。梯队品种将受益于大品种的渠道资源协同。(2) 消化用药大品种护肝片受益低价药提价政策，中靶价上提带来临床端科室拓展和 OTC 渠道费用增加，提高终端销售积极性，最终有望实现量价齐升。(3) 公司上市后通过并购储备大量独家品种，后续潜力品种有望发力。
- OTC 销售体系：大品种重视品牌拉力，普药重视渠道推力。公司根据品种的特点采取差异化的销售模式。品牌品种重视广告营销的品牌拉力。普药采取控销模式，企业具有掌控渠道和终端的能力，严格把控各环节的价格，极大激发各环节的销售积极性。
- 加强处方端销售能力，进一步带动 OTC 端的销售。公司目前在加强医院端的学术推广，处方医生的权威引导作用有望让公司大品种在目前规模基础上再上台阶。

投资建议

- 通过分析公司的产品线特点和销售优势，我们认为公司 OTC 龙头地位将持续。(1) 产品组合丰富：在渠道协同、临床发力的背景下，儿科产品延续增长；消化用药如护肝片受益低价药提价政策有望量价齐升，带来业绩弹性；上市后并购的潜力品种后续有望逐渐发力。(2) 销售体系完整：公司 OTC 销售体系优势明显，大品种重视品牌拉力，普药重视渠道推力。同时加强处方端销售能力，进一步带动 OTC 端的销售。
- 16 年药品流通领域的整治对公司普药销售造成短期影响，目前公司已寻找新的较为规范的合作伙伴，预计明年将恢复正常出货和回款。另外公司上市后通过并购储备了大量独家品种，结合公司的销售体系优势，预计未来内生增速水平有望提升一个台阶。
- 我们预计公司 16-18 年 EPS 为 0.77、1.1、1.39 元，同比增长-26.6%、

彭婷

分析师 SAC 执业编号: S1130515090003
 (8621)60230249
 pengt@gjzq.com.cn

李敬雷

分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
 (8621)60230221
 lijingl@gjzq.com.cn

42%、26.7%。给予公司未来 6-12 个月 43.8 元目标价位，相当于 2017 年 40 倍 PE，给予“买入”评级。

风险

- 储备品种的推广低于预期、流通领域整治的负面影响超出预期、品牌药价格体系紊乱、品种提价导致销量下滑

内容目录

公司概况.....	5
实际控制人持股比例高.....	5
30 亿规模的 OTC 龙头企业.....	5
拥有较高品牌知名度.....	6
做大核心品种，储备潜力品种.....	7
儿科用药市场增速快，占收入比重逐年提升.....	7
消化用药主力品种有提价预期.....	9
妇科用药有较大提升空间.....	10
并购潜力品种.....	11
OTC 销售体系优势明显，加强处方端销售能力.....	12
葵花事业部制营销体系，不同品种销售模式因地制宜.....	12
大品种重品牌拉力，普药重渠道推力.....	13
控销模式的代表企业：修正药业.....	13
处方端可进一步带动 OTC 端销售.....	15
盈利预测与风险提示.....	15

图表目录

图表 1：大股东持股比例情况.....	5
图表 2：公司历年销售收入情况.....	5
图表 3：公司历年扣非净利润情况.....	5
图表 4：公司收入结构拆分.....	6
图表 5：2015 年 OTC 企业广告/收入的横向对比.....	6
图表 6：儿童药主要品牌知名度情况.....	7
图表 7：我国儿童用药市场规模及增速.....	7
图表 8：儿童用药的类别占比.....	7
图表 9：小儿肺热咳喘口服液竞品比较.....	8
图表 10：零售渠道止咳化痰中成药前十大产品市场份额.....	8
图表 11：城市公立医院中成药用药市场儿科用药前十大产品市场份额.....	9
图表 12：保肝护肝类中药品种分析.....	9
图表 13：护肝片在上海地区中标价、OTC 出厂价和终端价将有所上调.....	10
图表 14：2015 年零售市场实体药店胃肠用药前十大产品市场份额.....	10
图表 15：妇科用药解湿热代表品种分析.....	11
图表 16：并购公司的潜力品种列表.....	11
图表 17：公司不同特点事业部收入占比.....	12
图表 18：公司不同事业部渠道设计不同.....	12
图表 19：普药事业部销售层级设计.....	13
图表 20：修正斯达舒的渠道利益分配.....	错误!未定义书签。

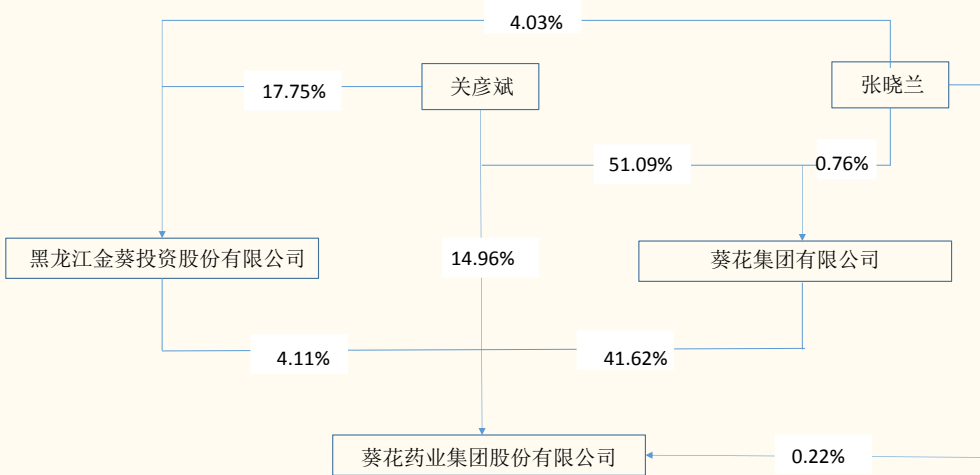
图表 21: 修正药业的销售体系设计.....	14
图表 22: 修正药业和葵花药业的应收账款周转天数对比.....	14
图表 23: 蓝芩口服液在医院端和零售端的销售情况.....	15

公司概况

实际控制人持股比例高

- 公司实际控制人是董事长关彦斌，实际控制人持股比例高。上市公司大股东是葵花集团，集团持有上市公司 41.62% 的股权，关董事长持有葵花集团 51% 的股权。另外关董事长直接持有上市公司 14.96% 的股权。

图表 1：大股东持股比例情况

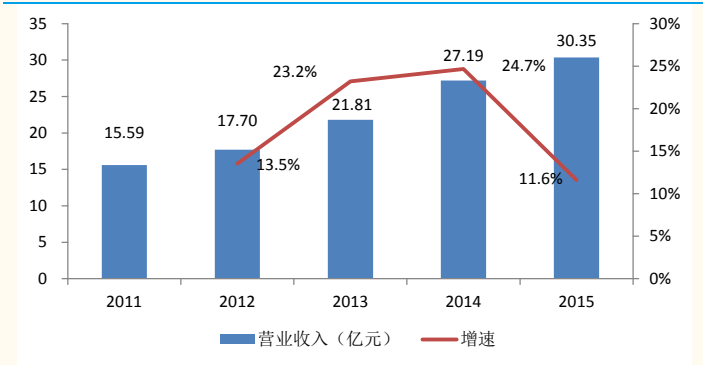


来源：公司公告，国金证券研究所

30 亿规模的 OTC 龙头企业

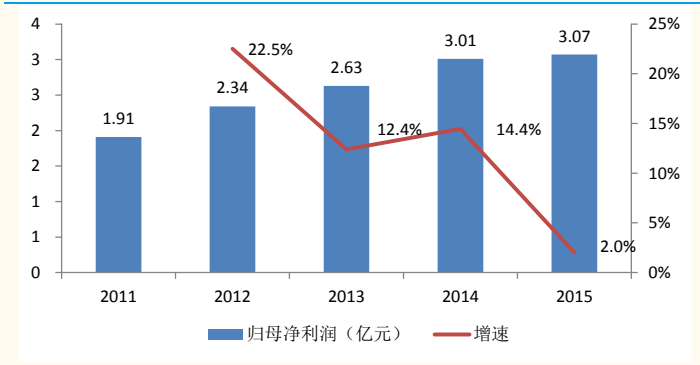
- 葵花药业 15 年规模达 30 亿元，产品以中成药为主，以化学药为辅，销售渠道以 OTC 为主。公司 15 年收入中成药占比 75%，化学制剂占比 25%。收入的 80% 以上是在 OTC 渠道实现的。

图表 2：公司历年销售收入情况



来源：wind, 国金证券研究所

图表 3：公司历年扣非净利润情况



来源：wind, 国金证券研究所

- 目前公司收入构成中主要是消化用药、儿科用药，占到收入的 60% 以上。同时积极布局妇科用药、呼吸感冒用药、风湿骨病用药、心脑血管用药等产品群，并已涉足大健康领域。

图表 4：公司收入结构拆分

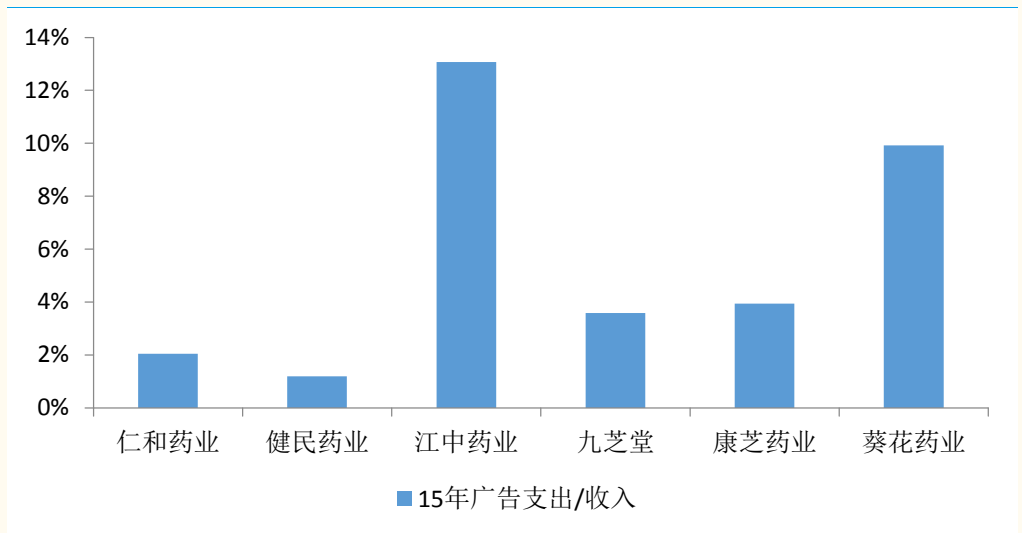
	2011	2012	2013	2014	11至13年CAGR
收入构成					
消化用药	39%	32%	27%	26%	-1%
护肝片	15%	13%	12%	12%	5%
胃康灵胶囊	18%	12%	9%	8%	-15%
儿科用药	40%	41%	41%	40%	19%
小儿肺热咳喘口服液	15%	15%	13%	14%	13%
小儿化痰止咳颗粒	6%	6%	7%	6%	29%
小儿氨酚黄那敏颗粒	4%	4%	5%	4%	25%
妇科用药	8%	7%	6%	7%	3%
康妇消炎栓	7%	6%	5%	6%	3%
其他产品	14%	21%	26%	29%	62%

来源：公司公告，国金证券研究所

拥有较高品牌知名度

- 葵花药业在广告上的投入在行业中属于较高水平。葵花在广告上的投入基本占到公司收入 10%左右的比重，属于行业较高水平。

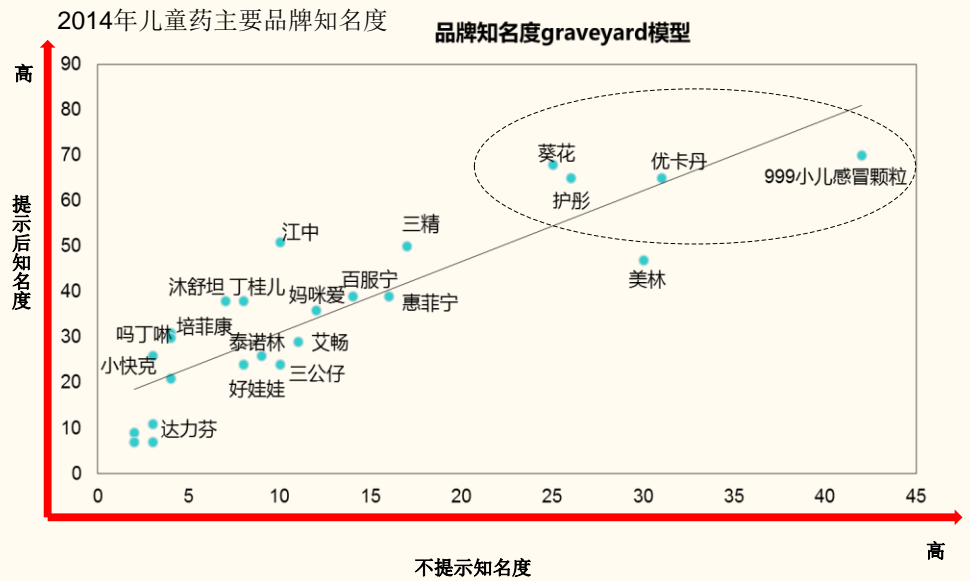
图表 5：2015 年 OTC 企业广告/收入的横向对比



来源：公司公告，国金证券研究所

- 根据南方所对儿童药主要品牌知名度的调研结果显示，葵花药业在儿童药的品牌知名度较高。

图表 6：儿童药主要品牌知名度情况



来源：南方所，国金证券研究所

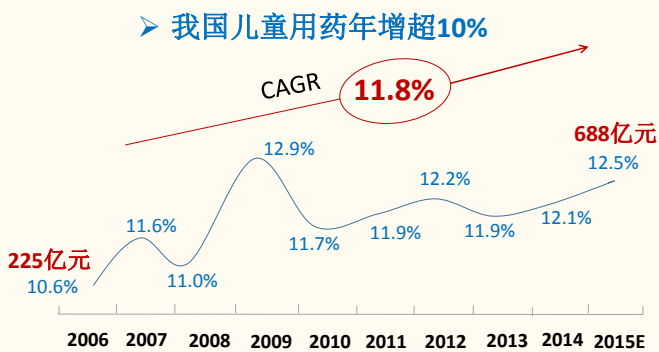
做大核心品种，储备潜力品种

- 公司非常重视做大核心品种，目前近 4 亿的大品种有 2 个。小儿肺热咳喘口服液、护肝片单品种已接近 4 个亿，1—3 亿品种 2 个、5000 万至 1 亿元品种 6 个，近 60 个品种销售规模超 1000 万元，产品梯队建设良好。同时公司积极并购品种，2015 年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，公司现有药品批准文号 1085 个。

儿科用药市场增速快，占收入比重逐年提升

- 我国儿童用药市场 15 年预计超过 600 亿元规模，其中儿童呼吸系统用药规模估算在 200 亿元。15 年儿童药行业增速超过 12%，高于医药制造业 9.1% 的增速。其中儿童呼吸系统用药占比 30% 以上，是儿童用药中最大的类别。

图表 7：我国儿童用药市场规模及增速



来源：米内网，国金证券研究所

图表 8：儿童用药的类别占比

大类	亚类	市场份额
呼吸系统疾病	儿童感冒用药	11.3%
	儿童解热镇痛类	8.7%
	儿童止咳化痰类	4.4%
胃肠用药	儿童清火类	6.5%
	儿童健胃消食类	5.6%
神经系统用药	儿童止泻类	2.1%
	儿童定惊类	2.3%
抗感染用药	儿童抗生素用药	22.2%
营养补充剂	儿童维生素类	6.3%
	儿童补钙类	5.4%

来源：wind，国金证券研究所

- 公司的儿童药产品线销售大约占整个企业收入的 45%。其中小儿肺热咳喘口服液是最大的品种，今年规模接近 4 亿元。
- 小儿肺热咳喘是独家品种，进入 12 省医保。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。

图表 9：小儿肺热咳喘口服液竞品比较

	独家	日服用金额	医保情况	规模
小儿肺热咳喘口服液	是	9—12	11省乙类，1省甲类	近4亿
小儿咳喘灵口服液	否	3		
小儿清肺化痰颗粒	2家	4—5	1省乙类	
肺力咳合剂	是	7	25省医保乙类	

来源：药智网，国金证券研究所

- 小儿肺热咳喘在零售渠道止咳化痰用药中排名靠前，针对儿童用药排名第一。根据广州标点披露数据，该产品在国内零售市场止咳化痰类药品中市场份额为 2.54%，排名第四位，儿童止咳化痰类药品中排名第一位。

图表 10：零售渠道止咳化痰中成药前十大产品市场份额

排名	品名	生产厂家	市场份额
1	京都念慈菴蜜炼川贝枇杷膏	京都念慈菴总厂有限公司	13.36%
2	百令胶囊	杭州中美华东制药有限公司	5.85%
3	强力枇杷露	哈尔滨市康隆药业有限责任公司	2.74%
4	小儿肺热咳喘口服液	黑龙江葵花药业股份有限公司	2.54%
5	氨溴特罗口服溶液	北京韩美药品有限公司	2.12%
6	牛黄蛇胆川贝液	山东孔府制药有限公司	2.08%
7	急支糖浆	太极集团重庆涪陵制药厂有限公司	1.67%
8	盐酸氨溴索口服溶液	上海勃林格殷格药业有限公司	1.64%
9	肺力咳合剂	贵州建兴药业有限公司	1.61%
10	强力枇杷露	杭州胡庆余堂药业有限公司	1.57%

来源：南方所，国金证券研究所

- 小儿肺热咳喘口服液未来规模再上一台阶，需要充分开发处方市场，从而进一步带动 OTC 渠道销售。目前公司在北京等地方的专科儿童医院推进高端学术工作。
- 济川药业的蒲地蓝消炎口服液在处方带动 OTC 上就是很好的案例。蒲地蓝在医院端深受儿科医生推崇，临床端带动零售端的销售，目前单品规模已达 20 亿，其中带动零售端收入占比达 20% 左右。
- 小儿肺热咳喘口服液目前在城市公立医院中成药市场儿科用药排名第 6，市场份额达到 3.19%。

图表 11：城市公立医院中成药用药市场儿科用药前十大产品市场份额

排名	品名	市场份额
1	小儿豉翘清热颗粒	12.05%
2	小儿柴桂退热颗粒	5.30%
3	四磨汤口服液	4.91%
4	小儿消积止咳口服液	4.68%
5	开喉剑喷雾剂(儿童型)	4.35%
6	小儿肺热咳喘口服液	3.19%
7	敷感啉口服液	3.09%
8	安儿宁颗粒	2.65%
9	小儿双金清热口服液	2.46%
10	金振口服液	2.39%
Top10 产品合计		45.09%

来源：南方所，国金证券研究所

- 公司的儿科用药还有几个上亿或接近亿元的品种，凭借公司小葵花的品牌和强大的销售能力，虽生产厂家众多却突出重围，后面在销售体系中做具体介绍。如小儿氨酚黄那敏颗粒、小儿氨酚烷胺颗粒、小儿化痰止咳颗粒等。

消化用药主力品种有提价预期

- 护肝片
- 2015 国内肝炎用药市场超 400 亿元，其中保肝护肝类占比 30%左右。肝病用药市场规模近几年增速在 15%—20%。
- 公司生产的护肝片是基药、原研首产。护肝片生产企业众多，而公司该品种今年规模可达近 4 个亿，可见其销售能力很强。公司护肝片的销售 85%是在 OTC 市场，处方药市场仅占 15%。

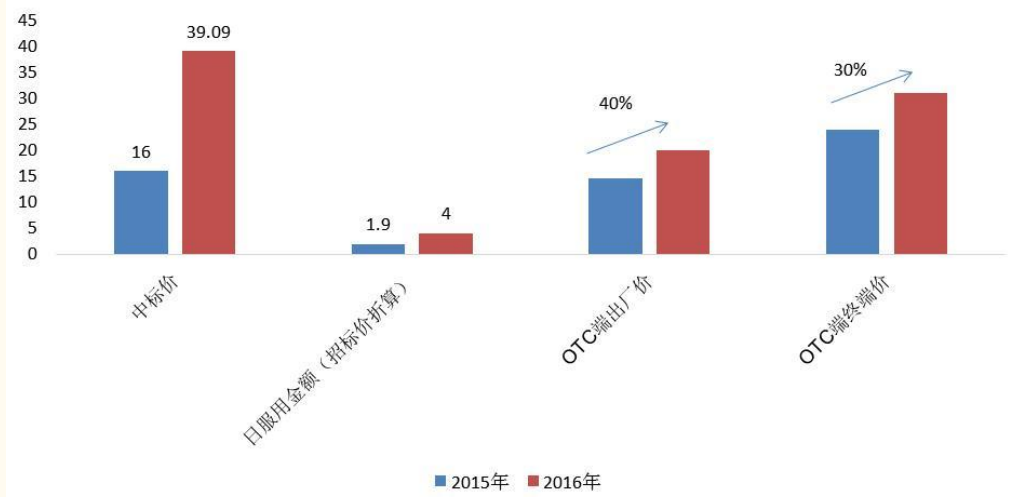
图表 12：保肝护肝类中药品种分析

	独家	日服用金额	基药	医保	规模	针对领域
护肝片	生产企业众多	1.8	是	国家甲类	近4亿(葵花)	具有降低转氨酶的作用。用于慢性肝炎及早期肝硬化等。
鸡骨草胶囊	是	4	否	7省		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	是	17	否	国家乙类	3.5亿	用于慢性乙肝肝纤维化，以及早期肝硬化属瘀血阻络、气血亏虚兼热毒未尽症。

来源：南方所，国金证券研究所

- 护肝片作为低价药，价格上调预期逐渐兑现。以上海为例，根据我们的草根调研，随着上海招标价上调，OTC 端将逐渐提高出厂价和终端价。上海市 2016 年第二批常用低价药拟挂网采购公示中，葵花护肝片的中标价上调 100%，从 15 年中标的 16 元/瓶 (0.36g*100 片/瓶) 上调至 39.09 元/瓶 (0.35g*120 片/瓶)，日服用金额从之前的 1.9 元上升至近 4 元。
- 随着护肝片在湖北等其他省份中标价陆续上调，公司开始二次开发处方和 OTC 市场的潜力。护肝片在临床将逐渐从肝病科室拓展至慢病科室，同时在 OTC 也会进行终端教育，开发护肝片和慢性病用药的联合使用。

图表 13: 护肝片在上海地区中标价、OTC 出厂价和终端价将有所上调



来源: 草根调研, 药智网, 国金证券研究所

■ 胃康灵胶囊

- 公司胃康灵胶囊近年来收入规模有所下滑, 主要因为原料成本高企, 甚至出现售价和成本倒挂的现象, 预计此品种维持在 2 亿左右收入。
- 胃康灵主治肝胃不和、瘀血阻络所致的胃脘疼痛、连及两胁、嗝气、泛酸; 急、慢性胃炎, 胃、十二指肠溃疡, 胃出血见上述证候者。2015 年零售渠道胃肠用药前十品种可见, 中成药功效以理气健胃消食为主, 对胃炎胃痛十二指肠溃疡等症状以化学药为主。

图表 14: 2015 年零售市场实体药店胃肠用药前十大产品市场份额

排名	品名	生产厂家	市场份额
1	铝碳酸镁片	拜耳医药保健有限公司	5.79%
2	艾司奥美拉唑镁肠溶片	阿斯利康制药有限公司	4.69%
3	奥美拉唑镁肠溶片	阿斯利康制药有限公司	3.93%
4	藿香正气口服液	太极集团重庆涪陵制药厂有限公司	3.85%
5	健胃消食片	江中药业股份有限公司	3.83%
6	多潘立酮片	西安杨森制药有限公司	2.80%
7	枯草杆菌、肠球菌二联活菌 多维颗粒剂	韩美药品株式会社	2.74%
8	三九胃泰颗粒	华润三九医药股份有限公司	1.88%
9	肠炎宁片	江西天施康弋阳制药有限公司	1.40%
10	蒙脱石散	博福-益普生(天津)制药有限公司	1.28%

来源: 南方所, 国金证券研究所

妇科用药有较大提升空间

■ 康妇消炎栓

- 康妇消炎栓是公司独家产品、国家医保乙类、日服用金额在 6 元左右, 预计增长空间还很大。类比同类解湿热功效的产品, 如妇科千金片、洁尔阴洗液等, 康妇仍有较大增长空间。

图表 15: 妇科用药解湿热代表品种分析

	独家	日服用金额	基药	医保	规模	针对领域
康妇消炎栓	独家	6	否	国家乙类	1.5亿	清热解毒, 利湿散结, 杀虫止痒。
妇科千金片(胶囊)	独家	4	基药	国家甲类	7亿	清热除湿, 益气化瘀。
洁尔阴洗液	独家	1	否	6省	6亿	清热燥湿, 杀虫止痒。

来源: 药智网, 国金证券研究所

并购潜力品种

- 上市后公司并购动作积极, 并购标的的选择的关键是品种, 通过公司强大的销售网络培育未来的潜力品牌药。2015 年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, 下图可见竞争格局较好的品种非常多。今年 8 月公告收购贵州宏奇药业股权的意向书, 儿科用药芪斛楂颗粒、消化用药良姜胃疡胶囊等品种可改善空间很大。

图表 16: 并购公司的潜力品种列表

大类	药名	竞争格局	医保	日服用金额
儿科	小儿柴桂退热颗粒	2家	国家乙类	9
	小儿蒿芩抗感颗粒	独家		暂未上市
消化	胃痛定胶囊	独家	否	3
心脑血管	石龙清血颗粒	独家	国家乙类	13
	景参益气颗粒	独家	否	11
	大黄蛰虫胶囊	2家	否	7.5
呼吸感冒	克感利咽颗粒	2家	否	10
	川贝雪梨颗粒	独家	否	5
	川贝雪梨胶囊	独家	否	9
	雪梨止咳糖浆	独家	否	10
	感冒药片	独家	否	6
	秋梨润肺膏	4家	否	7
妇科	妇乐糖浆	独家	否	15
骨科	消风止痛宁胶囊	2家	否	7
其他	羚羊角颗粒	独家剂型	否	14
	羚羊角滴丸	独家剂型	否	10
	复方石韦颗粒	3家	否	9
大健康	刺乌养心口服液	独家	否	7
	长白复尔春胶囊	2家		

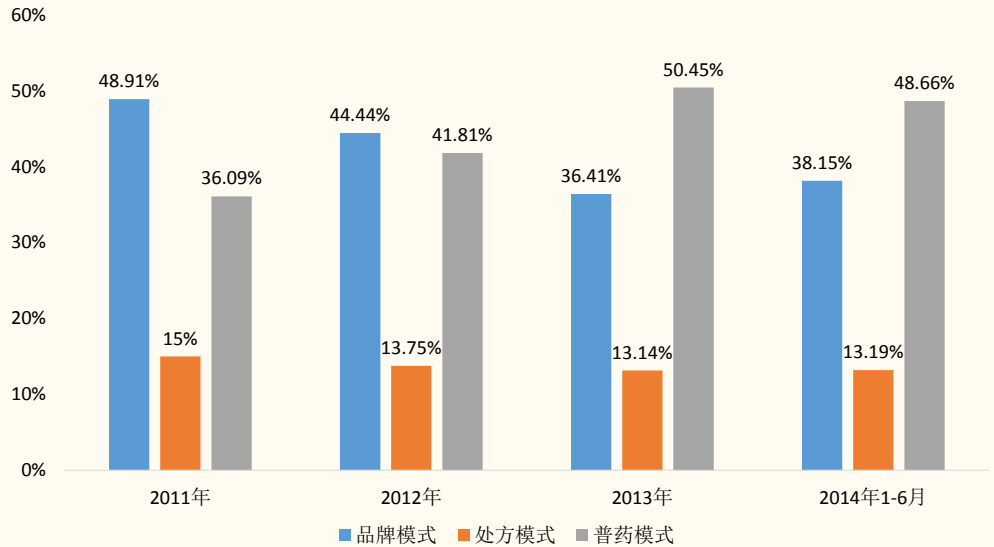
来源: 公司公告, 国金证券研究所

OTC 销售体系优势明显，加强处方端销售能力

葵花事业部制营销体系，不同品种销售模式因地制宜

- 公司以事业部的形式组建营销网络渠道，不同事业部的品种特点不同。公司的事业部包括品牌事业部、处方事业部、普药事业一部、普药事业二部、普药事业三部、普药四部、普药五部、普药六部、普药七部、普药八部及大健康事业部。品牌事业部主要是具有 OTC 属性的大品种，如小儿肺热咳喘口服液、护肝片、胃康灵胶囊等。处方事业部主要是适合临床销售的品种、基药品种。普药事业部主要是公司的二三线品种。

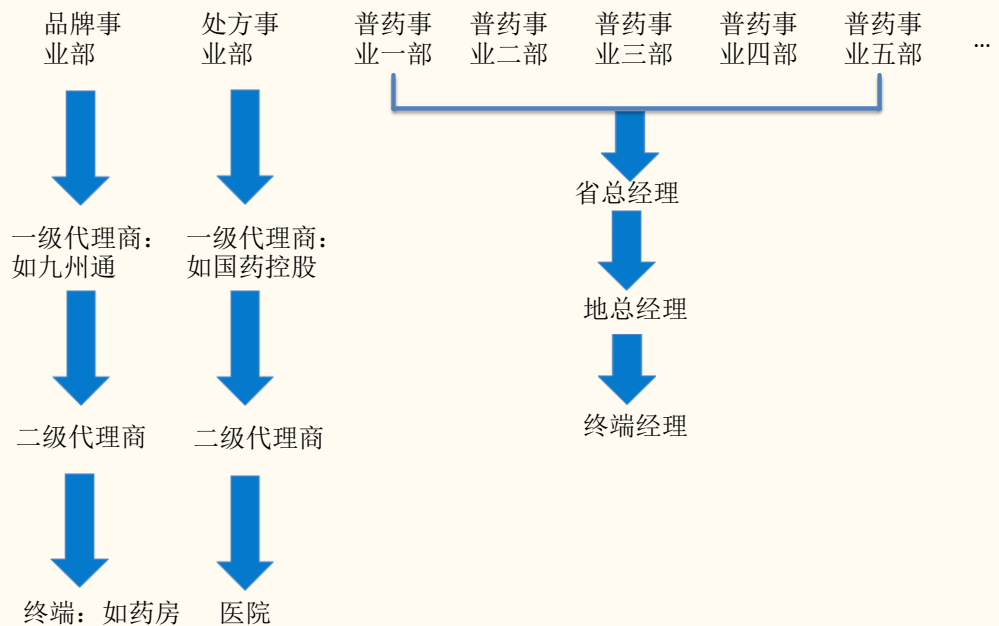
图表 17：公司不同特点事业部收入占比



来源：公司公告，国金证券研究所

- 不同事业部根据品种的特点，渠道模式的设计不同。品牌和处方事业部主要是通过商业渠道配送到终端，普药事业部是公司产品到省总、地各，再销售到终端。

图表 18：公司不同事业部渠道设计不同



来源：草根调研，国金证券研究所

- 事业部制有利于二三线品种的推广。葵花不同事业部间资源配置和考核相对独立，解决了 OTC 企业普遍面临的一品独大、难以推广新品的问题。

图表 19：普药事业部销售层级设计



来源：草根调研，国金证券研究所

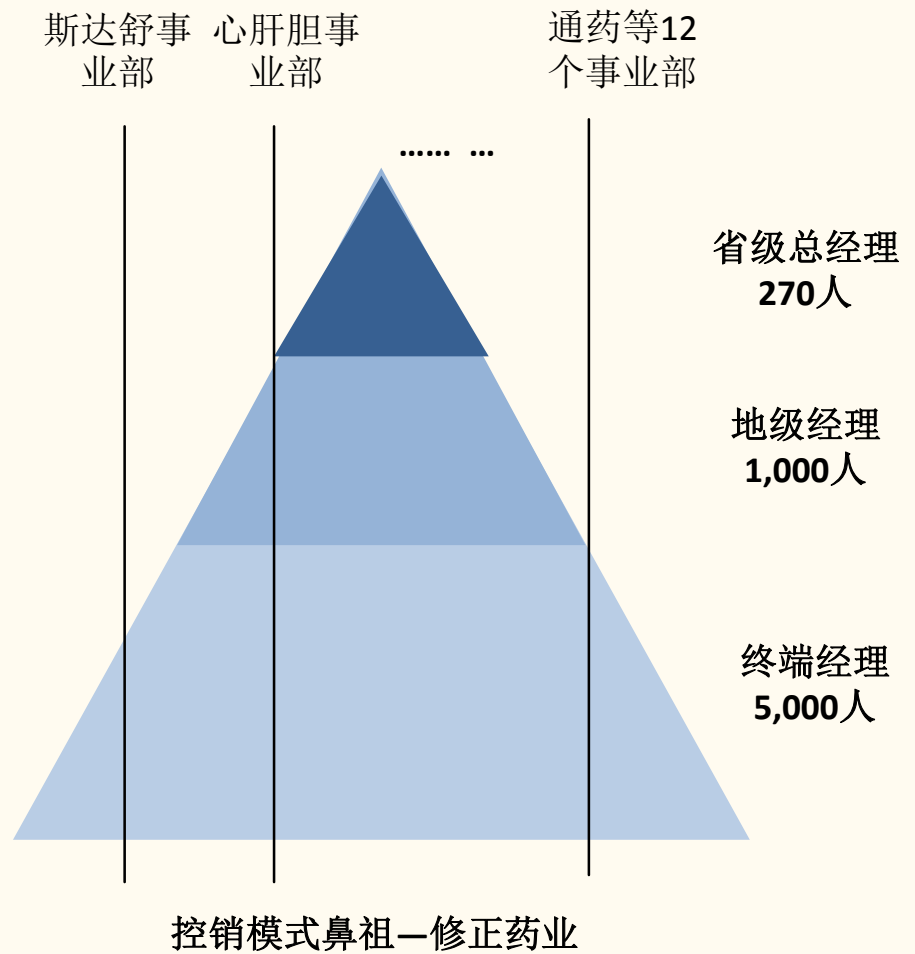
大品种重品牌拉力，普药重渠道推力

- 公司根据事业部品种的特点设计不同的渠道模式，核心在于对大品种更重视品牌的拉力，对渠道的资源投入相对较少，对普药更重视对渠道资源的投入，加大渠道推力。
- 品牌事业部的品种重视广告营销的品牌拉力，给到渠道的费用相对较少。品牌和处方事业部通过商业渠道配送到终端，公司商务线有近 200 人负责渠道的维护和管理。
- 普药事业部对渠道的投入较大，渠道推力大。公司普药的各级销售人员获得资源较多，并且对省级、地级和县级的价格体系是严格管控的，渠道销售动力很强。

控销模式介绍

- 控销是指在渠道分销及终端动销的过程中，对价格和货物流向实行严格控制，确保生产企业掌控市场操作和终端合作的主动权。
- 执行控销非常重要的目的是保证产品销售的各个环节都有合理的利润空间，这就需要有庞大的团队掌控渠道和终端，维护合理的价格体系。让每一级代理商都能赚取公司分配的合理利润点，激发代理商主动销售的积极性。
- 目前某些企业对大的 OTC 品种进行营销变革，其思路无非是增强对终端的控制，让终端有合理的利润，从而提高终端的销售积极性。但这取决于产品定价是否具备合适的价差、以及企业的产品线能否支撑一支庞大的控制到终端的销售团队。

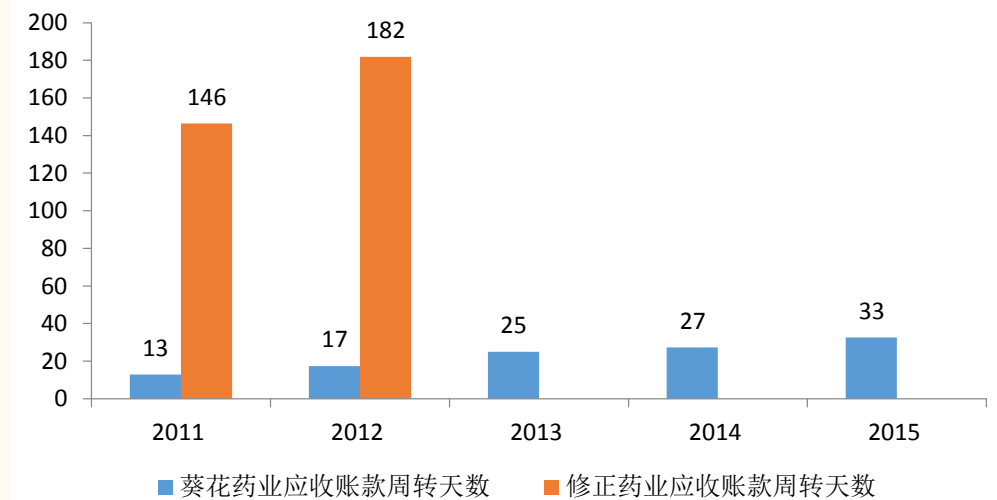
图表 20: 修正药业的销售体系设计



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 控销模式一般需要生产企业给代理商一定的授信额度, 因此生产企业应收账款周转天数较长。修正一方面给省总、地总的授信额度较大, 另一方面是纯控销模式, 修正药业应收账款周转天数显著高于葵花药业。

图表 21: 修正药业和葵花药业的应收账款周转天数对比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

处方端可进一步带动 OTC 端销售

- 公司现在处方药事业部年销售额在 5 亿左右，处方销售团队 500 人左右，人效在 100 万/年。
- 以扬子江的蓝芩口服液为例，是处方市场带动 OTC 渠道的典型品种。根据广州标点披露的数据，蓝芩口服液在城市和县级公立医院、社区卫生服务中心都是五官科销售排名第一的品种，因此虽然扬子江在 OTC 端的投入较少，蓝芩仍在零售市场的咽喉用药销售份额排名第一。

图表 22：蓝芩口服液在医院端和零售端的销售情况

渠道	销售排名	品类	市场份额
城市公立医院	1	五官科	19.21%
县级公立医院	1	五官科	16.74%
城市社区卫生服务中心	1	五官科	16.63%
乡镇卫生院	5	五官科	5.53%
零售渠道	1	咽喉用药	7.95%

来源：南方所，国金证券研究所

盈利预测与风险提示

- 盈利预测：预计公司 16-18 年 EPS 为 0.77、1.10、1.39 元，同比增长-26.6%、42%、26.7%，当前股价 34.3 元分别对应估值为 44.5x、31.2x、24.7x。
- 2016 年主要受 94 号文和营改增对普药事业部合作的不规范商业公司造成短期影响，目前公司已经通过寻找新的较为合规的合作伙伴来过渡这个影响，预计 17 年将恢复正常出货和回款。另外公司上市后并购储备了大量独家品种，结合公司的销售体系优势，预计未来内生增速有望高于行业平均。
- 投资建议：通过分析公司的产品线特点和销售优势，我们认为公司 OTC 龙头地位将延续。1) 产品组合丰富：在渠道协同、临床发力的背景下，儿科产品延续增长；消化用药如护肝片受益低价药提价政策有望量价齐升，带来业绩弹性；上市后并购的潜力品种后续有望逐渐发力；2) 销售体系完整：公司 OTC 销售体系优势明显，大品种重视品牌拉力，普药重视渠道推力。同时加强处方端销售能力，进一步带动 OTC 端的销售。
- 作为 OTC 的龙头企业，我们首次覆盖，给予公司未来 6-12 个月 43.8 元目标价位，相当于 2017 年 40 倍 PE，给予“买入”评级。
- 风险提示：储备品种的推广低于预期、流通领域整治的负面影响超出预期、品牌药价格体系紊乱、品种提价导致销量下滑。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	2,181	2,719	3,035	3,095	3,869	4,643	货币资金	439	1,799	969	659	822	1,087
增长率		24.7%	11.6%	2.0%	25.0%	20.0%	应收款项	235	364	496	472	589	707
主营业务成本	-786	-1,033	-1,348	-1,370	-1,656	-1,955	存货	347	351	537	488	590	696
%销售收入	36.0%	38.0%	44.4%	44.3%	42.8%	42.1%	其他流动资产	66	42	62	393	404	416
毛利	1,395	1,685	1,686	1,726	2,213	2,688	流动资产	1,086	2,556	2,064	2,011	2,406	2,907
%销售收入	64.0%	62.0%	55.6%	55.7%	57.2%	57.9%	%总资产	51.7%	68.5%	54.8%	50.7%	54.7%	59.1%
营业税金及附加	-28	-35	-36	-37	-46	-56	长期投资	2	2	2	2	2	2
%销售收入	1.3%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	固定资产	761	920	1,227	1,261	1,255	1,229
营业费用	-815	-993	-1,026	-1,082	-1,374	-1,648	%总资产	36.3%	24.6%	32.6%	31.8%	28.5%	25.0%
%销售收入	37.4%	36.5%	33.8%	34.9%	35.5%	35.5%	无形资产	230	226	435	628	673	718
管理费用	-185	-233	-290	-362	-445	-529	非流动资产	1,013	1,177	1,701	1,954	1,993	2,011
%销售收入	8.5%	8.6%	9.5%	11.7%	11.5%	11.4%	%总资产	48.3%	31.5%	45.2%	49.3%	45.3%	40.9%
息税前利润 (EBIT)	367	424	335	245	348	455	资产总计	2,099	3,733	3,765	3,964	4,398	4,918
%销售收入	16.8%	15.6%	11.0%	7.9%	9.0%	9.8%	短期借款	585	587	203	0	0	0
财务费用	-37	-32	-1	13	20	18	应付款项	317	372	550	519	634	752
%销售收入	1.7%	1.2%	0.0%	-0.4%	-0.5%	-0.4%	其他流动负债	70	95	96	159	188	229
资产减值损失	-23	-9	-1	0	0	0	流动负债	972	1,054	849	678	822	980
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	97	157	0	0	0	1
投资收益	0	0	9	5	5	5	其他长期负债	160	242	305	33	33	33
%税前利润	0.1%	0.1%	2.1%	1.6%	1.2%	0.9%	负债	1,230	1,453	1,154	711	855	1,014
营业利润	308	383	341	263	373	478	普通股股东权益	828	2,216	2,449	3,067	3,332	3,667
营业利润率	14.1%	14.1%	11.2%	8.5%	9.6%	10.3%	少数股东权益	41	63	161	186	211	236
营业外收支	39	24	61	50	50	50	负债股东权益合计	2,099	3,733	3,765	3,964	4,398	4,918
税前利润	347	407	401	313	423	528	比率分析						
利润率	15.9%	15.0%	13.2%	10.1%	10.9%	11.4%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-64	-76	-74	-63	-78	-98	每股指标						
所得税率	18.6%	18.6%	18.3%	20.0%	18.5%	18.5%	每股收益	2.401	2.063	1.050	0.771	1.096	1.389
净利润	283	331	328	250	345	431	每股净资产	7.565	15.180	8.387	8.792	9.549	10.511
少数股东损益	20	30	21	25	25	25	每股经营现金净流	2.679	2.762	0.431	0.059	0.949	1.218
归属于母公司的净利润	263	301	307	225	320	406	每股股利	0.000	0.350	0.300	0.150	0.160	0.200
净利率	12.1%	11.1%	10.1%	7.3%	8.3%	8.7%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	31.74%	13.59%	12.52%	7.34%	9.60%	11.06%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	总资产收益率	12.53%	8.07%	8.14%	5.68%	7.28%	8.25%
净利润	283	331	328	250	345	431	投入资本收益率	19.23%	11.40%	9.62%	5.96%	7.94%	9.42%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	88	82	93	120	131	142	主营业务收入增长率	23.22%	24.66%	11.62%	2.00%	25.00%	20.00%
非经营收益	41	23	5	-71	-55	-55	EBIT 增长率	18.35%	15.45%	-21.11%	-26.84%	42.24%	30.67%
营运资金变动	-117	-33	-300	-279	-90	-92	净利润增长率	12.25%	14.53%	1.82%	-26.57%	42.13%	26.72%
经营活动现金净流	293	403	126	20	331	425	总资产增长率	11.26%	77.88%	0.85%	5.31%	10.95%	11.81%
资本开支	-194	-197	-177	-298	-120	-110	资产管理能力						
投资	0	0	-124	0	0	0	应收账款周转天数	25.3	27.8	33.2	35.0	35.0	35.0
其他	89	52	42	5	5	5	存货周转天数	157.2	123.2	120.1	130.0	130.0	130.0
投资活动现金净流	-105	-145	-259	-293	-115	-105	应付账款周转天数	74.0	61.8	59.3	60.0	60.0	60.0
股权募资	0	1,265	22	445	0	0	固定资产周转天数	101.3	99.2	133.6	129.1	100.8	81.2
债权募资	-33	61	-609	-480	0	1	偿债能力						
其他	-203	-231	-134	-4	-52	-56	净负债/股东权益	28.04%	-46.28%	-29.36%	-20.24%	-23.21%	-27.83%
筹资活动现金净流	-235	1,095	-721	-38	-52	-55	EBIT 利息保障倍数	9.9	13.3	246.6	-19.1	-17.4	-25.0
现金净流量	-47	1,354	-854	-311	164	265	资产负债率	58.59%	38.93%	30.66%	17.93%	19.45%	20.62%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD