

推荐 (维持)

风险评级：中风险

2019年1月28日

卢立亭

SAC执业证书编号：

S0340518040001

电话：0769-22110925

邮箱：luliting@dgzq.com.cn

研究助理

刘佳

S0340118010084

电话：0769-23320059

邮箱：liujia@dgzq.com.cn

**主要数据 2019年1月25日**

收盘价(元)	14.97
总市值(亿元)	87.42
总股本(亿股)	5.84
流通股本(亿股)	5.17
ROE(TTM)	17.14%
12月最高价(元)	25.34
12月最低价(元)	12.97

**股价走势**

资料来源：东莞证券研究所，Wind

**相关报告**

无

**葵花药业（002737）深度报告**

组合营销转型，产品集群发力助长葵花再绽放

**投资要点：**

- **公司是国内知名的OTC龙头。**产品覆盖儿科、妇科、消化系统、呼吸感冒、风湿骨伤病和心脑血管慢病六大领域，目前已成功打造出自主品牌“葵花”以及“小葵花”儿童药品牌、“葵花爷爷”心脑血管用药品牌、“葵花美小护”妇科用药品牌、“葵花蓝人”呼吸感冒用药等子品牌。公司形成了以中成药为主导，“化学药、生物药”和“健康养生品”为两翼，以“一小、一老、一妇”为品类特色的产品格局。
- **2018年公司业绩靓丽，费用控制增厚利润。**2018年前三季度公司实现营收31.35亿元，同增19.62%，扣非归母净利润3.06亿元，同增35.13%。在经历了一季度流感带来的业绩高速增长后，公司业绩在传统业绩淡季的三季度仍保持了高速增长。此外，公司2018年全年归母净利润在5.51亿元至6.36亿元之间，同比增速位于30%-50%区间。
- **黄金单品放量，潜力品种提速，产品管线日趋完善。**公司黄金大单品小儿肺热咳喘口服液在《流行性感冒诊疗方案（2018版）》被列为预防和治疗儿童流感的推荐用药，新进2017年新版医保目录后有望进一步放量；胃康灵胶囊有望在维持销售额稳定的同时实现毛利率的提升；护肝片疗效明显，扩展新适应症获批临床；二线品种小儿柴桂退热颗粒持续放量，小儿化痰止咳颗粒与潜力品种金银花露、小儿扶正专用药芪斛楂颗粒销量增长迅速。
- **并购与研发保障后续产品线竞争力。**公司多年来成功通过并购快速引进品种，产品线迅速扩张，逐步形成了三大梯队，同时储备了大量独家品种，嫁接品牌与渠道优势，为后续增长提供动力。自主研发方面，小儿肺热咳喘口服液、护肝片的二次研发正顺利进行，中药6类新药小儿蒿芩抗感颗粒正在进行临床IIa期的入组。
- **销售团队终端把控力强，营销模式转型成效显著。**公司拥有全国最全面的销售网络，在营销模式上采取了由“一龙治水”向“四龙治水”转变的组织变革，形成了“普药、品牌、处方、大健康”四大事业部驱动的组合式营销模式。
- **投资建议：维持推荐评级。**预计公司2018-2020年营业收入分别为46.75、56.51和67.74亿元，同比增长21.28%、20.88%和19.86%；归属母公司净利润为5.56、7.08和8.99亿元，同比增长31.23%、27.26%和26.91%，对应EPS为0.95、1.21和1.54元，当前股价对应估值为15.71、12.35和9.73倍。维持“推荐”评级。
- **风险提示：**核心品种降价风险；原材料价格波动风险；销量不及预期风险。

## 目 录

1. 公司概览——精品儿药领军者，现代中药领航者 .....	5
1.1 公司是国内知名的 OTC 龙头 .....	5
1.2 公司股权结构清晰，子公司分工明确.....	5
1.3 2018 年公司业绩靓丽，费用控制增厚利润.....	5
2. 小葵花引领的品牌集群铸就公司核心竞争力 .....	8
3. 黄金单品放量，潜力品种提速，产品管线日趋完善 .....	10
3.1 儿童药：儿药树立品牌形象，政策及市场需求助长单品进一步放量 .....	10
3.2 胃肠用药：胃康灵毛利率有望获益于原材料降价.....	14
3.3 肝胆用药：护肝片疗效明显，扩展新适应症获批临床.....	15
4. 并购与研发保障后续产品线竞争力 .....	18
4.1 成功通过并购快速引进品种，高协同为后续并购导向 .....	18
4.2 深度研发推动明星产品多科室扩展，二次放量.....	19
5. 销售团队终端把控力强，营销模式转型成效显著 .....	22
5.1 营销模式顺应政策趋势，回归产品本身的学术询证.....	22
5.2 “四驾马车”共同打造公司特色的组合式营销模式 .....	22
6. 盈利预测 .....	24
风险提示 .....	25

## 插图目录

图 1 公司股权结构 .....	5
图 2 2012–2018Q3 公司营业收入及增速 .....	6
图 3 2012–2018Q3 公司扣非净利润及增速 .....	6
图 4 2012–2018Q3 公司主要盈利能力指标 .....	6
图 5 2012–2018Q3 公司费用率 .....	6
图 6 2012–2018H1 公司各业务营收占比 .....	7
图 7 2012–2018H1 公司各业务毛利占比 .....	7
图 8 2012–2018H1 公司主营业务毛利率 .....	7
图 9 2012–2018H1 公司主营业务毛利及增速 .....	7
图 10 公司主要品牌结构 .....	8
图 11 公司学术宣传范例 .....	8
图 12 公司 2017 年所获荣誉 .....	8
图 13 2012–2018H1 公司广告宣传推广费比例 .....	9
图 14 2017 年广告宣传推广费同业对比 .....	9
图 15 2017 年公司大品种销售额分布 .....	10
图 16 公司产品系列及黄金单品 .....	10
图 17 2011–2017 中国儿童药市场规模及增速 .....	11
图 18 儿童用药利好政策 .....	11
图 19 2013–2017 公立医疗机构终端小儿肺热咳喘口服液销售额及增速 .....	12
图 20 公司小儿肺热咳喘口服液 .....	12
图 21 2016 年 22 重点城市小儿感冒化药竞争格局 .....	13
图 22 2016 年小儿氨酚黄那敏颗粒竞争格局 .....	13
图 23 2016 年中国城市零售药店中成药消化系统疾病用药市场格局 .....	14
图 24 公司胃肠用药产品 .....	14
图 25 2016 年中国城市零售药店胃康灵胶囊竞争格局 .....	15
图 26 2015–2017 中国城市零售药店胃康灵胶囊销售额及增速 .....	15
图 27 2013–2019 白芨安国药市统个价格(元) .....	15
图 28 2013–2019 白芍一二级价格(元) .....	15
图 29 2010–2017 中国肝病用药市场销售规模 .....	16
图 30 2016 年国内重点城市公立医院肝病化药市场格局 .....	16
图 31 2017 年零售药店肝病用药市场份额前五产品 .....	17
图 32 2015 年中国中成药护肝品牌格局 .....	17
图 33 2014–2018H1 公司研发费用及增速 .....	20
图 34 公司在研项目分布 .....	20

## 表格目录

表 1 公司儿科药主要产品概况 .....	11
表 2 2018 版基药目录新增儿科中成药 .....	13
表 3 2015–2018 上海地区葵花护肝片 (0.35g*100) 中标价格.....	17
表 4 上市至今公司并购事件 .....	18
表 5 2017 年公司部分新引入品种销售额增速 .....	19
表 6 公司研发管线 .....	21
表 7 公司核心业务预测 .....	24
表 8 可比公司估值表 (1月 25 日) .....	24
表 9 公司盈利预测简表 .....	26

## 1. 公司概览——精品儿药领军者，现代中药领航者

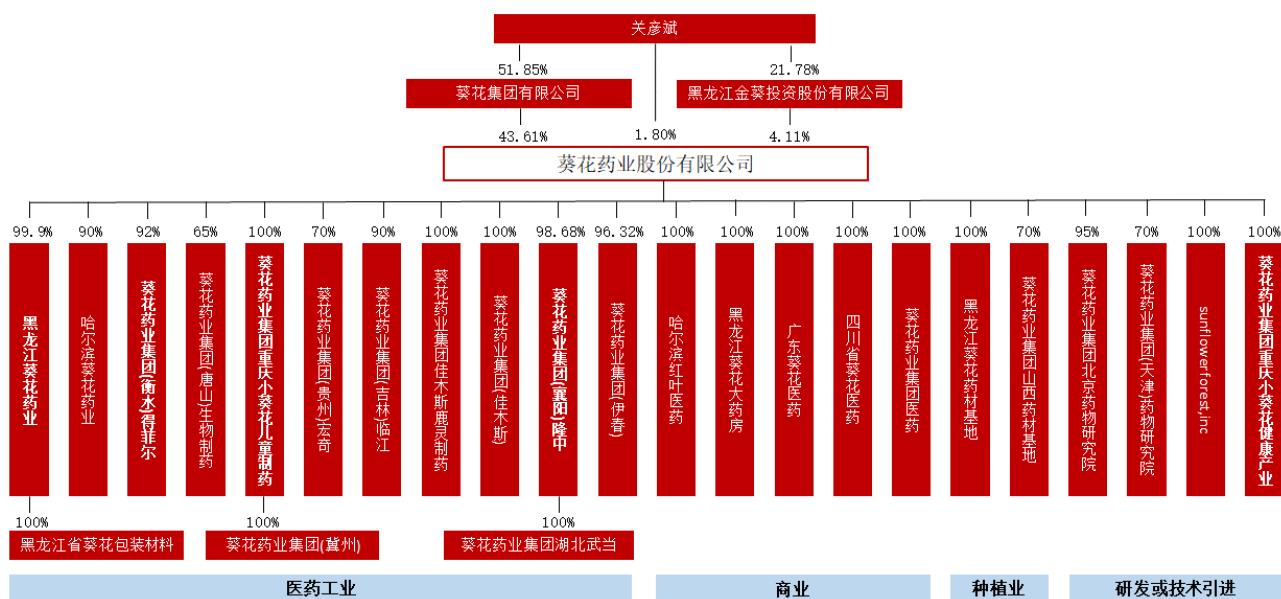
### 1.1 公司是国内知名的OTC龙头

公司前身为成立于2005年9月的黑龙江葵花集团有限公司，2007年3月公司更名为葵花药业集团有限公司，2009年9月公司整体变更为葵花药业集团股份有限公司，2014年12月30日，公司正式登陆深交所。公司主要从事以中成药主导的OTC药品的生产与销售，产品覆盖儿科、妇科、消化系统、呼吸感冒、风湿骨伤病和心脑血管慢病六大领域，“葵花”商标为国家认定著名商标，享有较高的品牌知名度。

### 1.2 公司股权结构清晰，子公司分工明确

葵花集团有限公司为公司大股东，持有公司43.61%股份，董事长兼总经理关彦斌先生通过持有葵花集团过半股份成为公司实控人，直接或间接持有公司25.31%的股份。公司股权扁平化，结构清晰，管理效率较高。公司下辖共有12家药品生产企业、4家医药公司、4个药物研究院，2个药材种植基地，1个药品包材公司等26家子公司，子公司分布领域覆盖原材料生产、工业制造、商业和技术研发等全生产链环节，呈现出比较成熟的中药OTC公司的特征。

图 1 公司股权结构



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

### 1.3 2018年公司业绩靓丽，费用控制增厚利润

2018年前三季度公司实现营收31.35亿元，同增19.62%，增速比起2017年全年的水平增长5个百分点，扣非归母净利润3.06亿元，同增35.13%，符合预期。三季度实现营收7.99亿元，同增20.29%，扣非净利润0.55亿元，同增25.06%。在经历了一季度流感带来的业绩高速增长后，公司业绩在传统业绩淡季的三季度仍保持了高速增长，2016年渠道变革后公司运营效率提升，终端产品量价齐升促成了公司的靓丽业绩。此外，公司发布2018

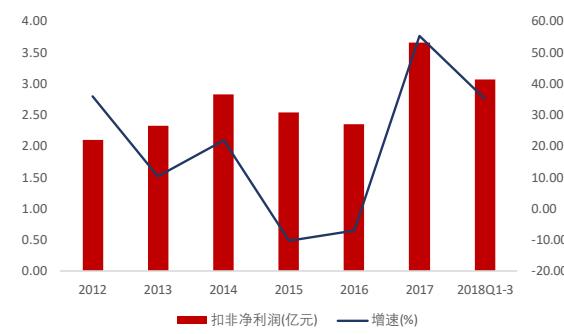
年业绩预告，全年归母净利润在5.51亿元至6.36亿元之间，同比增速位于30%-50%之间。

图 2 2012-2018Q3 公司营业收入及增速



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 3 2012-2018Q3 公司扣非净利润及增速

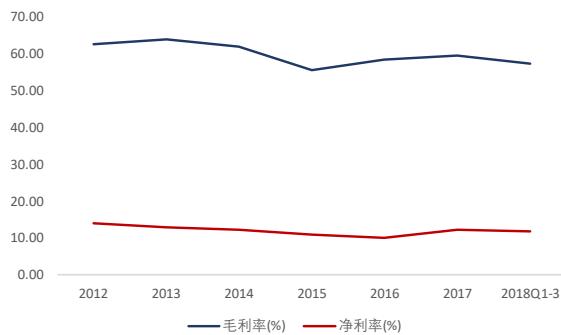


数据来源：Wind，东莞证券研究所

2018年前三季度公司净利润增速高于营收增速的原因在于对费用的控制，销售费用率同比下降1.92pct至31.14%，管理费用率同比下降0.72pct至11.63%，财务费用率下降0.33pct至-0.04%。公司形成的平台型销售有效使公司的管理效率得到提升。由于公司的广告费用与管理费用还有较大的下降空间，2019年公司的期间费用率有望进一步下降。

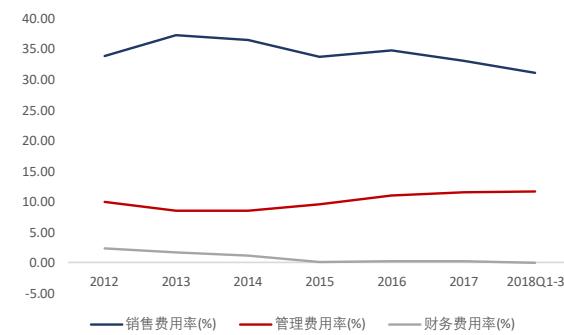
前三季度公司毛利率为57.43%，同比下降1.51pct，主要原因是产品成本有所提升，OTC产品相比处方药受医保控费的冲击较小，预计2019年毛利率保持稳定；得益于费用端的控制，公司净利率同比上升1.16pct至11.68%。此外，公司前三季度的净资产收益率与资产收益率均提升明显，达到了最近5年的最高水平。

图 4 2012-2018Q3 公司主要盈利能力指标



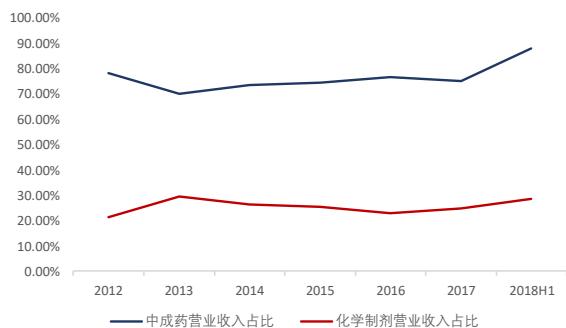
数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 5 2012-2018Q3 公司费用率

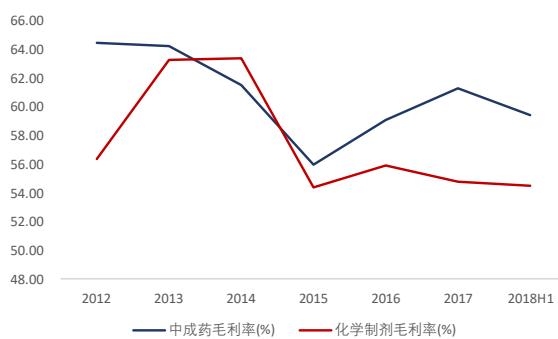


数据来源：Wind，东莞证券研究所

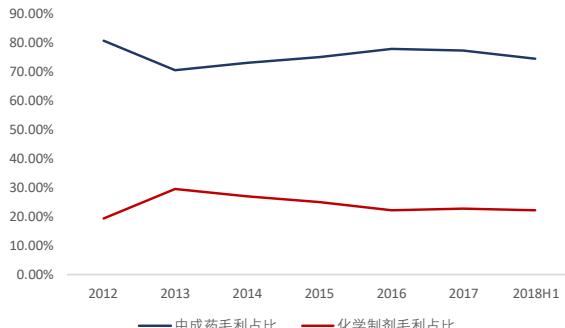
公司形成了中药为主、化药生物药为辅、保健品的收入结构。2018年上半年，中成药营业收入17.06亿元，占营收比例88%，毛利10.14亿元，占比74.50%；化学制剂收入5.54亿元，占比28.57%，毛利3.02亿元，占比22.19%。从最近几年的趋势来看，中成药的营收比例维持稳定，化学制剂的营收比例出现小幅下降的趋势；从毛利贡献的角度看，中成药的贡献小幅下降，主要受到中成药毛利率小幅下滑的影响，中成药板块整体的销售增长比较平稳，化学制剂的毛利贡献则稳定在22%的水平。预计2019年中成药与化药的毛利比率仍会维持稳定，保健品有望成为业绩新的增长点。

**图 6 2012–2018H1 公司各业务营收占比**


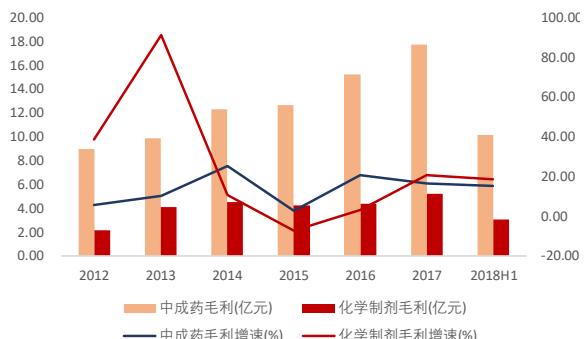
数据来源: Wind, 东莞证券研究所

**图 8 2012–2018H1 公司主营业务毛利率**


数据来源: Wind, 东莞证券研究所

**图 7 2012–2018H1 公司各业务毛利占比**


数据来源: Wind, 东莞证券研究所

**图 9 2012–2018H1 公司主营业务毛利及增速**


数据来源: Wind, 东莞证券研究所

## 2. 小葵花引领的品牌集群铸就公司核心竞争力

OTC渠道在公司的销售中占据了85%左右的比重，由于产品同质化较高，竞争激烈，品牌认知度是打通OTC渠道的关键因素。公司通过加强售前的媒介传播、强调售中的药品质量以及提升售后服务，目前已成功打造出主品牌“葵花”以及“小葵花”儿童药品牌、“葵花爷爷”心脑血管用药品牌、“葵花美小护”妇科用药品牌、“葵花蓝人”呼吸感冒用药等子品牌。其中“葵花”主品牌家喻户晓，葵花药业商标被全国工商联医药业商会授予“2016中国医药行业最具影响力十大商标奖”；小葵花儿童药品牌从2012-2016年连续进入中国药品品牌榜，已成为中国医药市场上最具影响力的儿童药品牌之一。2018年4月，经全国著名品牌价值研究专业机构——北京名牌资产评估有限公司评定，“葵花”品牌价值100.90亿元，“小葵花”品牌价值80.30亿元。

图 10 公司主要品牌结构



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

公司采取立体式品牌传播策略，包括电视广告及地面辅助媒体进行全面覆盖，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，提升了品牌的美誉度，强化了品牌影响力。在2017年度中医药行业最具影响力榜单评选中，公司获评“中国优质道地中药材十佳规范化种植基地”、“中国医药商业百强”、“中国医药行业成长50强”、“守法诚信企业”等。

图 11 公司学术宣传范例



数据来源：网络图片，东莞证券研究所

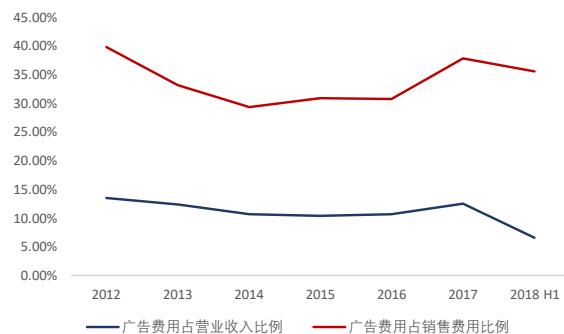
图 12 公司 2017 年所获荣誉



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

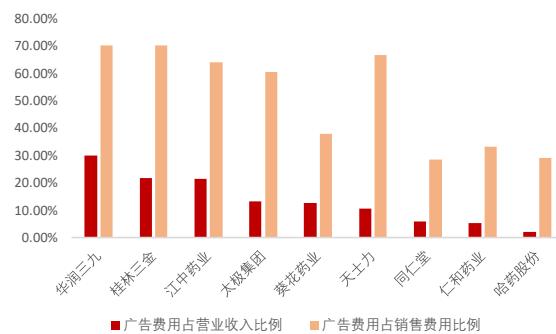
广告费用位于行业中等偏低水平，助长利润端向好。作为需要大量广告费用的OTC企业，上市初期公司也曾面临广告费用高企带来的利润端压力，随着公司品牌梯队的逐步搭建与知名度的提升，公司近年来的广告费用占营业收入的比例明显下降，从2017年全年的数据来看，无论是在营业收入还是销售费用中的占比，公司的广告宣传推广费在9个代表性的OTC药企中均位于中等偏低的水平，这也是今年前三季度公司利润端增速高于营收增速的原因之一。

图 13 2012-2018H1 公司广告宣传推广费比例



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 14 2017 年广告宣传推广费同业对比



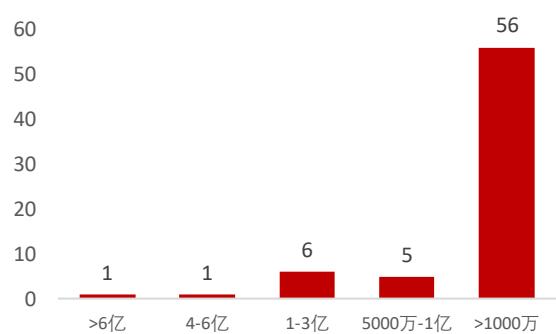
数据来源：Wind，东莞证券研究所

### 3. 黄金单品放量，潜力品种提速，产品管线日趋完善

目前公司品种储备共1000余个，在销品种近300个，公司依据产品的特点与品牌的特色，实行了“黄金大单品”+“重点新品”+“一品一策”的多维度营销策略。2017年，公司的小儿肺热咳喘口服液销售额超过6亿元，护肝片超过4亿元，另外还有6个1-3亿元的品种，5个5000万-1亿元的品种，公司已经在不同价位段建立起了比较完善的产品梯队。

在治疗领域，公司形成了以中成药为主导，“化学药、生物药”和“健康养生品”为两翼，以“一小、一老、一妇”为品类特色的产品格局，在“儿科、妇科、消化系统、呼吸感冒、风湿骨伤病和心脑血管慢病”六大领域进行全面布局。公司目前一共拥有15个剂型、1133个药品批准文号、28个独家品种、566个医保目录品种、274个基本药物品种。

图 15 2017 年公司大品种销售额分布



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图 16 公司产品系列及黄金单品

产品系列		代表品种
“一小”	小葵花儿童药系列	小儿肺热咳喘口服液（颗粒）、小儿柴桂退热颗粒、小儿氨酚黄那敏颗粒、小儿氨酚烷胺颗粒
“一老”	老年病、慢性病用药系列	护肝片、胃康灵
“一妇”	妇科用药	康妇消炎栓

数据来源：公司公告，东莞证券研究所

#### 3.1 儿童药：儿药树立品牌形象，政策及市场需求助长单品进一步放量

儿童用药市场空间广阔，政策支持力度大

2018年2月28日，国家统计局最新发布的《2017年国民经济和社会发展统计公报》数据显示，目前我国0-15岁儿童已达到2.47亿人，占国家人口总数的17.80%，但目前儿童用药市场规模仅占医药行业的5%，儿童用药市场远未饱和。根据米内网数据，2016年我国儿童用药销售额已达到651.97亿元，预计2017年我国儿童用药市场规模在700亿元以上，市场空间仍非常广阔。随着二胎政策放开，儿童人口基数将进一步增长，带来儿童的患病率与就诊率的提升。根据南方医药经济研究所的预测，未来我国儿童药销售规模将继续保持两位数以上的增长速度。

在政策上，国家近年来为加强儿童药品的管理及可及性，出台了一系列相关支持政策，包括鼓励研发、优先评审、招标采购直接挂网等。2017版医保目录新增了91个儿童药品品种，并明确适用于儿童的药品或剂型达到540个。

图 17 2011-2017 中国儿童药市场规模及增速



数据来源：中国产业信息网，东莞证券研究所

图 18 儿童用药利好政策



数据来源：东莞证券研究所

### 存量与增量品种齐头并进，打造最全儿童药产品线

儿童药目前是公司影响力最大的品类，销售占比接近50%。公司围绕儿童止咳祛痰用药、儿童感冒用药、儿童厌食症用药（健脾扶正类）、儿童祛火清热类四个亚类布局了当前市场最全面的产品线，目前已成功打造出了小儿肺热咳喘口服液、小儿氨酚黄那敏颗粒、小儿氨酚烷胺颗粒、小儿柴桂退热颗粒等知名品种，此外，公司旗下儿童药品类丰富，覆盖了大部分常见儿科药。

表 1 公司儿科药主要产品概况

药品	产品梯队	销售额	市场格局	研发项目	目录分类
小儿肺热咳喘口服液	第一梯队	>6亿	国家新药、独家品种、列入医保	拟增加治疗支原体肺炎适应症的药效学试验研究	医保乙类/OTC甲类
小儿氨酚烷胺颗粒	第二梯队	1-3亿	市场成熟		OTC甲类
小儿柴桂退热颗粒	第二梯队	1-3亿	市场成熟		医保乙类/OTC甲类
小儿化痰止咳颗粒	第二梯队	1-3亿	市场成熟		OTC甲类
小儿氨酚黄那敏颗粒	第二梯队	1-3亿	市场成熟		OTC甲类
金银花露	潜力品种	↑	市场成熟	拟增加治疗药物性肝损伤、酒精性肝炎、脂肪肝适应症	OTC乙类
芪斛楂颗粒	潜力品种	↑	市场成熟		OTC甲类
盐酸氨溴索口服溶液	潜力品种		市场成熟		医保甲类/OTC甲类
小儿清肺化痰口服液			全国仅 2 家		OTC甲类
小儿止咳糖浆			市场成熟		OTC甲类
小儿麦芽咀嚼片			全国仅 7 家		OTC甲类
小儿咳喘灵口服液			市场成熟		医保乙类/OTC甲类
小儿感冒颗粒			市场成熟		OTC乙类
健儿消食口服液			市场成熟		基药/医保乙类/OTC甲类

数据来源：公司公告，东莞证券研究所

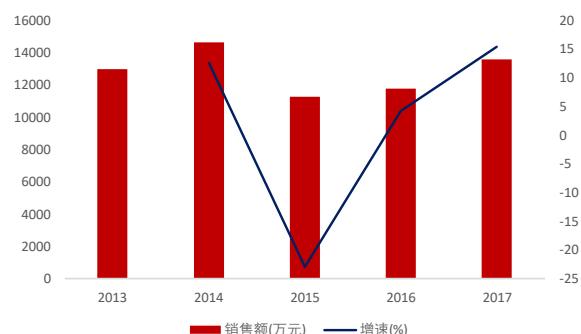
### 中成药儿科药：独家品种小儿肺热咳喘口服液新进医保，增长无忧

作为儿童用药里的重要分支，中成药儿科药也随同市场需求保持着较快增速。根据米内网数据，2017年中国公立医疗机构终端中成药儿童用药市场规模上升至68.9亿元，增速为11.12%，在中成药市场13个大类中增速最快。公司在中成药儿科用药里深耕多年，品牌深入人心，旗下拥有多个市场畅销品种。

2017年，中国公立医疗机构终端中成药儿科药共有16个年销售额过亿品种，公司的小儿

肺热咳喘颗粒、小儿柴桂退热颗粒以及小儿肺热咳喘口服液在列。黄金大单品小儿肺热咳喘口服液是公司的独家品种，也是国家新药，在国家卫计委最新发布的《流行性感冒诊疗方案(2018版)》中，小儿肺热咳喘口服液被列为预防和治疗儿童流感的推荐用药。目前公司正在对小儿肺热咳喘口服液进行治疗支原体肺炎适应症药效学试验研究，致力于让小儿肺热在治疗小儿支原体肺炎的有效性上超过同类产品。在2017年新版医保目录中，小儿肺热咳喘口服液新进目录，2017年在公立医疗机构终端的销售额为1.36亿元，同比增长15.37%，未来小儿肺热有望在公立医疗机构终端进一步实现放量，提升市场份额，使用率的提升有望为零售及基层医疗机构渠道带来新的品牌效应。

图 19 2013-2017 公立医疗机构终端小儿肺热咳喘口服液销售额及增速



数据来源：米内网，东莞证券研究所

图 20 公司小儿肺热咳喘口服液



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

小儿肺热咳喘系列产品除了口服液外，还有颗粒剂，小儿肺热咳喘颗粒也是2017版国家医保目录的新增产品。虽然市场总量小于口服液，但公司在零售药店终端也占有了较大的市场份额，2016年公司的市场份额为42.16%，竞争企业有四家，公司的主要竞争对手为海南葫芦娃药业。

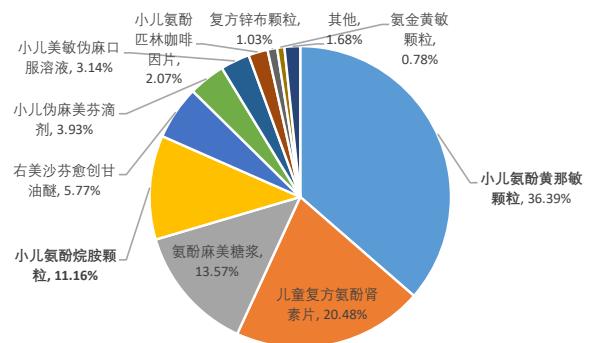
此外，公司的二线品种小儿柴桂退热颗粒持续放量，小儿化痰止咳颗粒与潜力品种金银花露、小儿扶正专用药芪斛楂颗粒销量增长迅速，其中药芪斛楂颗粒填补了国内儿童补气扶正用药领域的空白，潜力无限。公司强大的二线品种储备后续有望陆续为公司打造出中药儿科用药的重磅品种。

### 化药儿科药：旗下储备小儿感冒大品种

公司的儿童用药除了中药，在化药领域也拥有市场畅销的重磅品种，主要集中在抗感冒药物领域。根据米内网测算，2017年前三季度，中国重点城市零售药店小儿感冒化药TOP20品种同比上一年增长率6.93%，达到了6.48亿元，预计国内小儿感冒化药零售终端规模将超过100亿元。

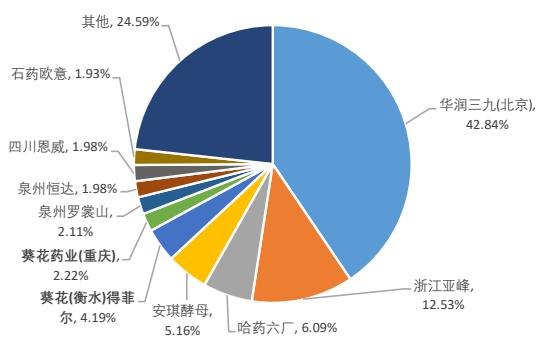
在国内22个重点城市零售药店终端中，小儿感冒化药前十大品种占据了超过98%的市场份额，其中公司旗下产品小儿氨酚黄那敏颗粒和小儿氨酚烷胺颗粒均在前十大之列，其中小儿氨酚黄那敏颗粒更是小儿感冒化药领域的领军品种，占据了化药儿科药36.39%的份额，子公司葵花(衡水)得菲尔与葵花药业(重庆)合计占有小儿氨酚黄那敏颗粒6.41%的市场份额，仅次于华润三九与浙江亚峰。

图 21 2016 年 22 重点城市小儿感冒化药竞争格局



数据来源：米内网，东莞证券研究所

图 22 2016 年小儿氨酚黄那敏颗粒竞争格局



数据来源：米内网，东莞证券研究所

### 2018版基药目录公布，公司成为儿科药最大赢家

10月25日，国家卫健委、中医药管理局联合发布了《国家基本药物目录》(2018年版)，将于2018年11月1日开始施行。新版基药目录注重儿童等特殊人群的用药，专门整理出了儿科用药这个大类，其中中成药有17个，化药和生物制品有3个，再加上维生素、矿物质类药中的小儿复方氨基酸注射液(18AA-I)以及小儿复方氨基酸注射液(18AA-II)，新基药目录合共有22个儿童药可供选择。在新增的7个儿科中成药品种中，葵花药业占据了其中3个品种，分别是小儿肺热咳喘口服液、小儿肺热咳喘颗粒和小儿柴桂退热颗粒，说明公司这几个品种的临床效果得到了认可。

表 2 2018 版基药目录新增儿科中成药

亚类	产品	生产厂商	2017年中国公立医疗机构终端销售额
解表剂	小儿柴桂退热颗粒	葵花药业、贵州百灵、惠丰药业	2.51亿元
	小儿柴桂退热口服液	吉林敖东	1542万元
	小儿金翘颗粒	凯京制药	6100万元
止咳剂	金振口服液	康缘药业	2.19亿元
	小儿肺热咳喘颗粒	上海医药、葫芦娃药业、光大制药、葵花药业	2089万元
	小儿肺热咳喘口服液	葵花药业	1.36亿元
安神剂	小儿黄龙颗粒	希尔安药业	224万元

数据来源：Insight，东莞证券研究所

**公司新进基药目录品种有望在基层医疗机构扩展销售空间。**由于社区卫生中心和乡镇卫生院等基层医疗机构的用药几乎都来自基药目录，在国家强力推行分级诊疗的背景下，公司产品作为使用广泛的OTC品种，新进基药目录后有利于公司利用品牌知名度与强大的销售团队快速打开基层市场，扩展销售空间。

**政策对基药目录品种支持力度较大。**与此同时，《关于完善国家基本药物制度的意见》指出将对目录实现动态评估，定期调整，原则不超过3年；还要求医保部门在调整医保目录时，按程序将符合条件的优先纳入目录范围或调整甲乙分类，公司进入基药目录的产品有望在下一轮医保目录遴选的过程中获得优先权。部分省份对基药目录品种的支持

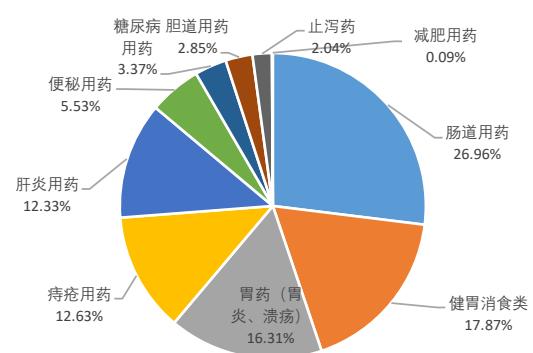
力度更是超出预期，11月5日，辽宁卫计委发布《关于做好国家基本药物目录2018年版执行工作的通知》，成为首个确定国家基药不纳入公立医院药占比计算范畴的省份。

### 3.2 胃肠用药：胃康灵毛利率有望获益于原材料降价

随着生活节奏加快、饮食不规律现象增多，消化系统疾病已成为我国的常见多发病之一，在零售药店终端，中成药占据了主要销售地位。根据米内网数据，2017年我国城市零售药店中成药终端消化系统疾病用药市场已达122.99亿元，同比去年增长9.04%，其中肠道用药、健胃消食类、痔疮用药、肝炎用药以及胃药(胃炎、溃疡)五大亚类占据了大部分市场份额，2016年，上述五大亚类的合计销售额超过了95.65亿元，在中成药消化系统疾病用药市场中占比86%。

公司旗下的胃肠用药品种主要集中在健胃消食和胃药(胃炎、溃疡)两大亚类，这两大亚类销售额最高的单品分别为健胃消食片和胃康灵胶囊，2016年在中国城市零售药店的销售额分别超过了12亿元和1.8亿元。其中，健胃消食片的生产厂家超过40家，江中药业的市场份额超过九成，公司的市场份额不高。胃康灵胶囊是公司的优势品种，虽然目前生产厂家超过90家，公司仍占据接近七成的市场份额，为胃康灵胶囊当之无愧的第一品牌。

图 23 2016年中国城市零售药店中成药消化系统疾病用药市场格局



数据来源：米内网，东莞证券研究所

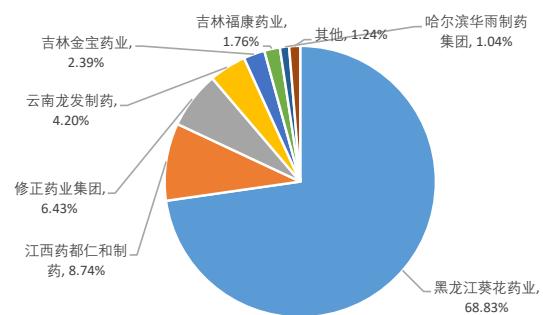
图 24 公司胃肠用药产品

药品	目录分类	亚类
健胃消食片	医保乙类/OTC乙类	健胃消食类
胃康灵胶囊	OTC甲类	胃药(胃炎、溃疡)
香砂养胃丸	医保甲类/OTC甲类	胃药(胃炎、溃疡)
枸橼酸铋钾颗粒	医保甲类/OTC甲类	胃药(胃炎、溃疡)

数据来源：公司公告，东莞证券研究所

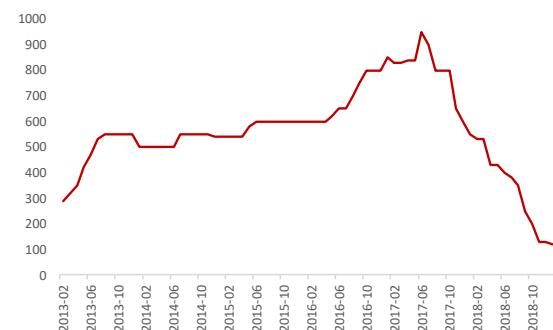
胃康灵胶囊具有柔肝和胃，散瘀止血，缓急止痛，去腐生新的功效，主治肝胃不和、瘀血阻络所致的胃脘疼痛、连及两胁、嗳气、泛酸；急、慢性胃炎，胃、十二指肠溃疡，胃出血。曾获得“国家权威机构认证质量信得过好产品”、“黑龙江省名牌产品”等一系列奖项，已被列入国家医保目录。

根据米内网数据，2017年胃康灵胶囊在中国城市零售药店终端的销售额为1.77亿元，虽然近年来销售额呈现下降趋势，市场份额也有所下降，但公司的产品销售额仍然稳定保持在1.2亿元左右的水平。

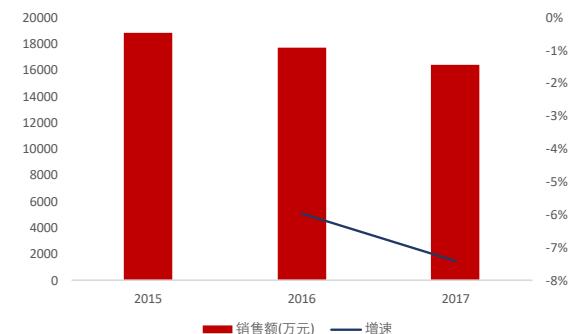
**图 25 2016年中国城市零售药店胃康灵胶囊竞争格局**


数据来源：米内网，东莞证券研究所

胃康灵胶囊（胃康灵颗粒）主要消耗的原材料有白芨、白芍、三七、甘草、茯苓、延胡索、海螵蛸、颠茄浸膏等八味中药材，对成本影响较大的为白芨及白芍。2017年以来大部分中药材价格均有所回落，尤其是白芨统个价格从2017年6月的950元大幅下跌至今年的120元，白芍的价格也维持在17元的历史低点，公司的胃康宁胶囊有望在维持销售额稳定的同时实现产品毛利率的提升。

**图 27 2013-2019 白芨安国药市统个价格(元)**


数据来源：中药材天地网，东莞证券研究所

**图 26 2015-2017 中国城市零售药店胃康灵胶囊销售额及增速**


数据来源：米内网，东莞证券研究所

**图 28 2013-2019 白芍一二级价格(元)**


数据来源：中药材天地网，东莞证券研究所

### 3.3 肝胆用药：护肝片疗效明显，扩展新适应症获批临床

**中国是慢性肝病大国。**世界卫生组织发布的《2017年全球肝炎报告》显示，目前全球大约有3.25亿人感染慢性肝炎，其中约有2.57亿人患有乙型肝炎感染，7100万人患有丙型肝炎感染。中国是慢性肝病大国，其中有近1亿的慢性乙肝病毒携带者，约占全球乙肝携带者1/3，每年乙肝新发感染者达10万之众。中国已成为世界上为慢性肝炎、肝硬化和肝癌付出治疗成本最多的国家。根据米内网数据，2016年我国肝病用药总体规模为518亿元，预计2017年超过600亿元，近10年CAGR高达20%以上。

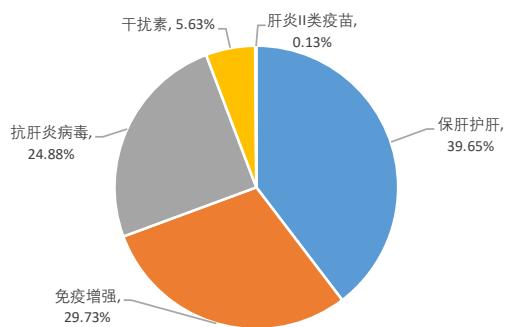
我国肝炎用药市场主要由保肝护肝类、免疫增强类、抗肝炎病毒类、干扰素和肝炎II类疫苗四个亚类构成，其中保肝护肝类药物为市场份额最大的亚类，2016年占据肝炎化药市场的接近40%的市场。作为慢性病种，长期对肝的护理2调养占据了肝病用药的主要成本。

图 29 2010-2017 中国肝病用药市场销售规模



数据来源：米内网，东莞证券研究所

图 30 2016 年国内重点城市公立医院肝病化药市场竞争格局



数据来源：米内网，东莞证券研究所

护肝片作为公司的另一核心主品，是公司独家研制并首家生产的治疗肝病的纯中药复方制剂，是在经典名方小柴胡汤和茵陈蒿汤的基础上增加具有抑制肝炎病毒的板蓝根，降低转氨酶的五味子等组成，组方严谨，其中主要药材之一的五味子均使用价格更高、有效成分更多的北五味子入药，其他主要药材也均使用了道地药材保障品质。公司的全产业链生产规范与标准保证了护肝片的质量，也因此护肝片被归入国家基本药物目录品种、国家医保目录品种，曾获得二十多项国内外大奖，是唯一两次获得国家银奖的肝类药品，被中国统计信息中心认定为“全国销量、市场占有率及影响力第一品牌”和“中国市场畅销知名品牌”，被中国质量认证标准协会认定为“国家权威机构认证质量信得过好产品”称号。

护肝片主要用于疏肝理气、健脾消食，目前获批的适应症为**慢性肝炎及早期肝硬化**。根据现有的临床试验研究结果显示，葵花护肝片在酒精性脂肪肝、酒精性肝炎的治疗总有效率分别达到73.61%和83.31%，对于药物性肝炎和药物性肝损伤的治愈率更分别高达85.07%、89.55%，保肝降酶作用明确、药效稳定，安全性高，被4000多家医院作为保肝基本药物广泛应用。2017年7月，葵花护肝片在欧洲国家乌克兰首都基辅成功举办上市发布会，成为国内中成药出口国外的先驱者之一。

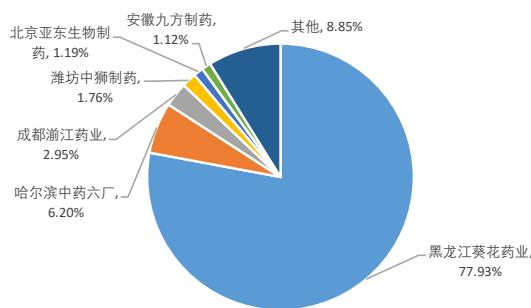
护肝片上市至今已有三十余年，累计销量近300亿片，年销售额超4亿元，是唯一进入中成药单品销售前8名的肝药产品，主要销售于零售药店渠道，渠道销售占比达80%以上。根据中康资讯数据，2017年我国肝治疗用药零售市场规模为27.7亿元，其中葵花护肝片的市场份额10.13%，排名高居次席，仅次于片仔癀，在竞争激烈的护肝片市场中更是占据了高达87%的市场份额。

图 31 2017 年零售药店肝病用药市场份额前五产品



数据来源：中康资讯，东莞证券研究所

图 32 2015 年中国中成药护肝品牌格局

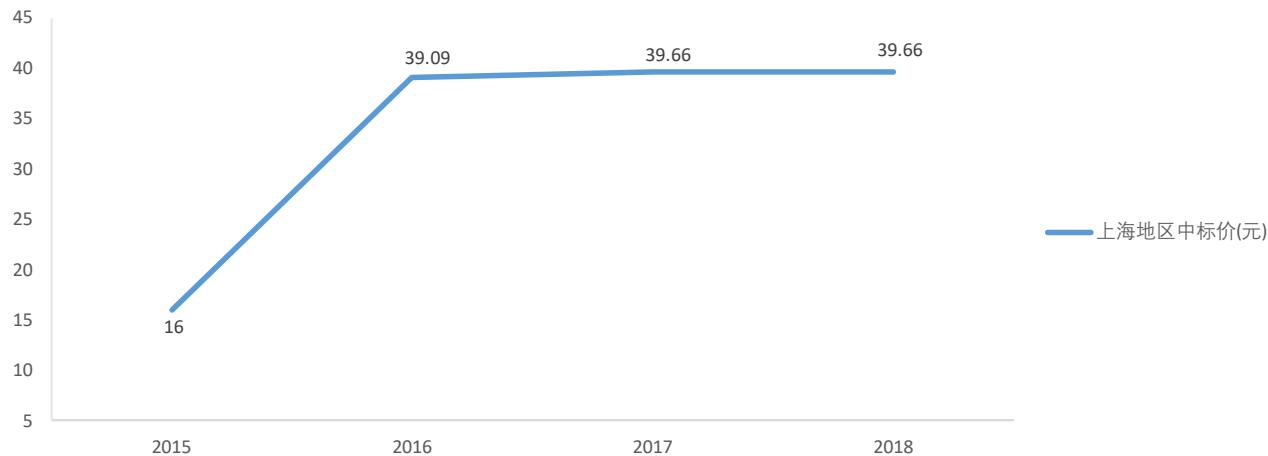


数据来源：米内网，东莞证券研究所

**护肝片未来的增长空间在于涨价和新适应症扩展。**在2017年度已由陕西省中医药研究院完成增加适应症的药效学试验研究，2017年10月9日进行临床试验的注册申报，同年12月8日顺利通过注册现场核查。2018年11月16日，公司护肝片增加急性药物性肝损伤、非酒精性单纯性脂肪肝适应症的临床试验获批，试验结果表明护肝片对药物性肝损伤、酒精肝、脂肪肝均有很好的预防和治疗作用。适应症的扩展有利于改善护肝片的供需结构，将临床范围从肝病科室扩展到慢病科室，产品的销售规模有望获得突破。

2016年，护肝片的集采中标价提升明显，近年来维持在比较稳定的水平。以上海地区为例，根据上海市常用低价药拟挂网采购公示，葵花护肝片的单瓶中标价由2015年的16元上升至2016年的39.09元，2016年至2018年期间一直稳定在39-40元区间。上海作为重要的参考市场，护肝片在全国其他省份的价格也有望维持在上调后的水平。

表 3 2015-2018 上海地区葵花护肝片(0.35g\*100) 中标价格



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

## 4. 并购与研发保障后续产品线竞争力

### 4.1 成功通过并购快速引进品种，高协同为后续并购导向

在过去11年的时间里，公司合计收购了11家药厂，利用较低的成本极大扩充了公司的产品线，收购成本合计不高于20亿元。公司对于并购标的的筛选比较合理，聚焦点在于标的公司产品与公司现有营销线与产品线的契合程度。

2015年，公司先后收购隆中药业、万源医药（现更名简称为：广东葵花）、健今药业，并间接控股金鼎药业（现更名简称为：武当公司）65%股权，将小儿柴桂退热颗粒、金银花露、克感利咽颗粒等潜力品种纳入囊中。同时，进一步提高对控股子公司唐山葵花的控股比例。

2016年，葵花药业收购并增资葵花林有限公司，开始进军海外市场。2016年6月、2017年12月先后两次使用自有资金收购控股子公司衡水葵花合计1540万元股权，目前持有衡水葵花92%股权，并间接持有冀州葵花92%股权，强化公司控股地位。

2017年1月，控股贵州宏奇药业有限公司（现更名贵州葵花），收购其55.9%股权，并使用自有资金对其进行增资，目前持有贵州葵花70%股权，收获芪斛楂颗粒、良姜胃肠胶囊等特色品种，同时实现对西南市场的战略布局及产业延伸。

2018年6月，公司葵花药业收购天宿光华70%股权，提升新药研发实力，布局人参产业，丰富公司补益类产品线。

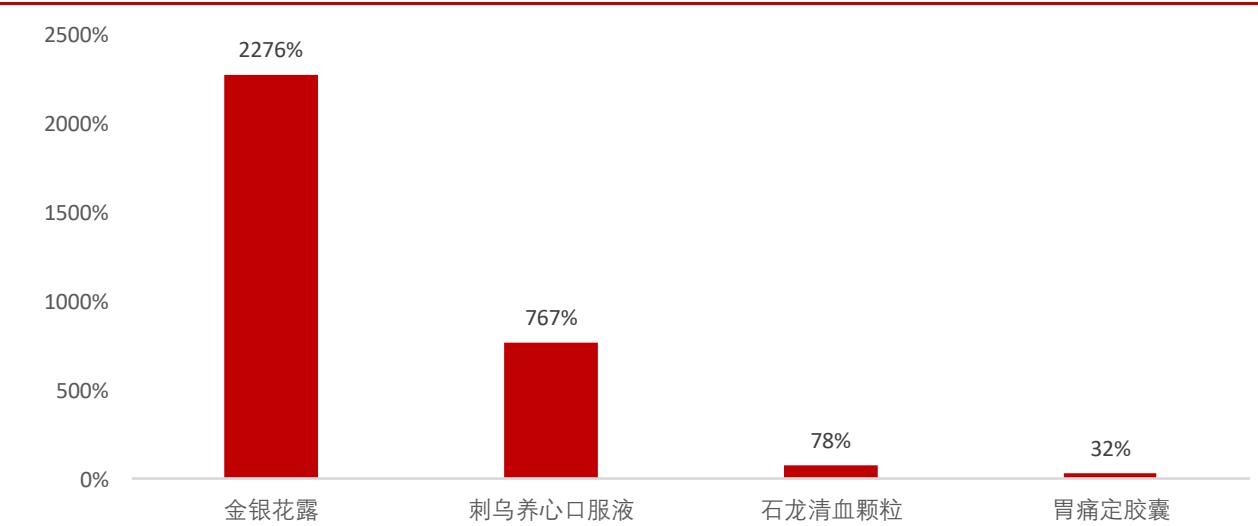
表 4 上市至今公司并购事件

日期	标的	收购股权	收购/增资成本	战略价值	重点产品
2015/6/9	隆中药业	55%	1.10亿	11个剂型80个药品批文 间接控股金鼎制药：6个剂型99个药品批文	小儿柴桂退热颗粒、克感利咽颗粒、妇乐糖浆、川贝雪梨颗粒、川贝雪梨糖浆、复方石韦颗粒、三黄片 金鼎制药：秋梨润肺膏、雪梨止咳糖浆、感冒药片、红花注射液、生乳汁、复方苦木消炎片、磷霉素钙胶囊
2015/6/17	万源医药	100%	300万	广东药品流通企业	-
2015/7/16	健今药业	90%	1.45亿	11个剂型 173个药品批文	胃痛定胶囊、刺乌养心口服液、景参益气颗粒、石龙清血颗粒、羚羊角滴丸、羚羊角颗粒、大黄蛰虫胶囊、消风止痛宁胶囊、长白复尔春胶囊
2015/8/17	唐山葵花	28.68%	2868万	59个批文	复合凝乳酶胶囊、原料药复合凝乳酶、胃膜素胶囊、小儿氨酚烷胺颗粒
2016/3/1	葵花林	100%	100万美元	作为公司进军海外市场的平台	-
2016/5/27	衡水葵花	7.14%	4300万	与间接控股的冀州葵花合计拥有150个药品批文	呼吸感冒系统用药 冀州葵花：小儿清肺化痰口服液、小儿清热止咳口服液
2017/1/19	宏奇药业	55.90%	9450万	11个品种	芪斛楂颗粒、良姜胃肠胶囊、复方吲哚美辛酊、葛芪胶囊、三鞭胶囊、妇科止带胶囊、芩暴红止咳胶囊、灵芝胶囊、止痒消炎水
2017/6/13	隆中药业	10.00%	4033万	增持至65%	-
2017/12/8	衡水葵花	14.87%	2461万	增持至92%	-
2018/6/5	天宿光华健康	70%	1758万	提升新药研发实力，布局人参产业，丰富公司补益类产品线	用生物酶解法提取的人参皂苷C-K、人参产业、微生物酶技术、组分技术、红参炮制控制技术

数据来源：公司公告，东莞证券研究所

通过有针对性地收购与自身协同性较强的产品，公司的产品线迅速扩张，逐步形成了三大梯队，同时储备了大量独家品种，嫁接品牌与渠道优势，为后续增长提供动力。新产品引进公司后，利用公司现有的营销网络与品牌优势，发挥出了产品的增长潜力。根据中康CMH监测数据，2017年，葵花药业新引进的金银花露在零售市场的销售额实现了2276%的增速，刺乌养心口服液增长767%，石龙清血颗粒增长78%。

表 5 2017 年公司部分新引入品种销售额增速



数据来源：中康资讯，东莞证券研究所

中国目前一共有大约4600多家医药企业，与成熟的美国市场相比，中国医药企业规模小、数量多、位置分散、集中度较低，同质化严重，行业竞争激烈，中国500强企业中仅有12家医药企业。中国医药企业前十强的市场集中度仅为18%，而美国高达65%，差距明显。随着2018年带量采购的启动，未来我国的医药工业会由初期的满足社会用药需求的阶段逐渐转型为注重质量与成本把控的阶段，仿制药的利润空间遭受压缩，医药行业的资源整合力度将会加大，行业的竞争优胜劣汰将会加剧，有能力对药品开展一致性评价、成本控制能力强的龙头企业有望脱颖而出，很多中小型医药企业可能面临更严峻的挑战，其中一些具备竞争性品种但经营不善的公司可能会成为公司的潜在并购标的。2018年三季度公司的资产负债率低于30%，账面拥有接近7亿元现金，现金流充足，公司有动机也有能力收购拥有协同性品种的公司，强势打造全面的OTC品类群。

#### 4.2 深度研发推动明星产品多科室扩展，二次放量

公司将“儿童、呼吸、消化、妇科、老年、心脑血管、风湿骨病系统药物”定位为中长期发展的战略产品线，以“买、改、联、研”为实现上述目标的策略和措施。公司现已形成下设北京、哈尔滨、重庆、天津四家研究院与12所/部的平台布局。北京药物研究院主要从事新药的研发，哈尔滨大健康产品研究院主要从事保健食品、食品、药妆、日化等产品的研发，重庆儿童药物研究院主要从事儿药药物创制、仿制和现有品种的改造升级，天津药物研究院主要从事人参等北方道地药材的开发研究。12所/部系十二个制药公司的研发部门，主要围绕本企业的品种开展创仿和产品的二次改进等。杨宝峰药学

院士工作站落户葵花，并已有实际合作项目在推进；与相关高校携手搭建了联合实验室，一些项目正在谋划启动。

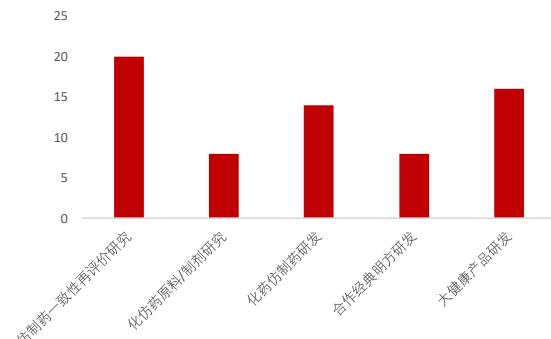
公司近年来持续提升研发投入，2018年前三季度投入接近1亿元用于研发，占营业收入的比例为2.9%，为近年来最高水平。目前，公司开展仿制药一致性再评价研究项目20项，化仿药原料/制剂研究项目8项，化药仿制药研发项目14项，公司与中国中医药科学院中药所合作开展经典明方研发项目8项，已获得批件或结题的大健康产品研发项目16个。

图 33 2014-2018H1 公司研发费用及增速



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 34 公司在研项目分布



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

公司的明星单品小儿肺热咳喘口服液于2017年在原适应症的基础上开展了拟增加治疗支原体肺炎适应症的药效学试验研究，由中国中医科学院中药研究所进行药效试验并出具药效试验报告。药效研究结果支持小儿肺热咳喘口服液治疗小儿支原体肺炎的有效性，目前该项目正在进行申报材料的编写与整理。

公司的另一大单品护肝片在原有适应症的基础上，拟增加治疗药物性肝损伤、酒精性肝炎，脂肪肝的适应症。2017年由陕西省中医药研究院完成增加适应症的药效学试验研究。试验结果表明护肝片对药物性肝损伤、酒精肝、脂肪肝均有很好的预防和治疗作用。公司于2017年10月9日进行临床试验的注册申报，2017年12月8日顺利通过注册现场核查，2018年11月15日获得临床批件。未来新适应症获批将有利于改善产品的供需结构，拓展产品的使用领域。

公司的中药6类新药小儿蒿芩抗感颗粒正在进行临床IIa期的入组。该药是由《重订通俗伤寒论》中“蒿芩清胆汤”加减而成，由青蒿、黄芩、大青叶、竹茹、青翘、姜半夏、青皮、茯苓等8味药物组合而成，是曙光医院临床应用多年的中医验方。用于小儿外感发热，症见：发热，头身痛，流涕，口渴，咽红，溲黄，便干等。公司于2017年3月完成临床样品的生产，2017年7月9日在天津召开II期临床研究启动会，并于9月20日取得临床试验组长单位（天津中医药大学第一附属医院）伦理委员会批件。

此外，公司的小儿肺热平胶囊、雪梨止咳糖浆变更用法用量等项目也取得了不同程度的进展；康妇消炎栓、芪斛楂颗粒、玉屏风口服液临床循证项目正进行方案论证。

表 6 公司研发管线

		项目	进度	分类
儿童用药	小儿肺热咳喘口服液	拟增加治疗支原体肺炎适应症	申报	
	小儿蒿芩抗感颗粒	临床循证	IIa入组	中药6类新药
	布洛混悬液	补充研究和准备BE研究	临床获批	化药6类
	小儿肺热平胶囊	变更用法用量	临床前	
消化系统用 药	护肝片	拟增加治疗药物性肝损伤、酒精性肝炎、脂肪肝适应症	临床获批	
	西甲硅油及西甲硅油乳 剂	发补后的补充研究	已申报临床	化药3+6类
	芪斛楂颗粒	临床循证	临床前	
妇科用药	康妇消炎栓	临床循证	临床前	
心脑血管用 药	长春西汀原料及注射液	发补研究	专业技术审评中	化药原6类
	米力农原料及注射液	发补研究	专业技术审评中	化药6类
其他	硫辛酸注射液	发补研究	专业技术审评中	化药6类
	玉屏风口服液	临床循证	临床前	
	雪梨止咳糖浆	变更用法用量	临床前	

数据来源：公司公告，东莞证券研究所

## 5. 销售团队终端把控力强，营销模式转型成效显著

### 5.1 营销模式顺应政策趋势，回归产品本身的学术询证

在葵花药业销售总规模当中，OTC占比达到了85%，因此营销策略往往有着举足轻重的地位。在发展前期，公司采用了广告拉、处方带、OTC推、基层医疗和基层终端抢的营销模式，这对于葵花药业早期的发展有着非常重要的意义。对于竞争者众多、产品同质化严重的OTC行业，通过大批量广告投放、强势的地面推广能够快速提升品牌知名度，抢占市场份额，公司也以此为契机快速搭建了营销网络。

公司目前拥有19个事业部级销售单元，已在全国建立了超400支省级销售团队，与全国1000多家一、二级医药商业、2350家大中型医药连锁、3000多家等级医院、30万家各级药品终端建立了合作关系，销售网络具备了超强的“地推”能力，销售能力也位于业内前列，公司具备7天内将新产品铺遍全国的能力。在零售市场，公司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，提高高等级医疗机构和基层医疗机构的覆盖率。

但随着市场成熟度的进一步提升，各大OTC龙头已在各自擅长的领域占有了比较稳定的市场份额，这时候挖掘产品价值、提升消费者粘性、加强对医生和患者的学术推广具备更重要的战略意义。2018年底，市场监管总局印发《关于做好药品、医疗器械、保健食品、特殊医学用途配方食品审查工作的通知》，要求加大“三品一械”的广告监管执法力度；今年年初，国家市场监管总局、工信部、商务部、网信办等13个部门决定在全国开展联合整治“保健”市场乱象百日行动。以往OTC市场存在的靠广告推动产品销售的现象将进一步得到整治，随着监管趋严，广告营销未来在OTC行业中的职能会发生转变，未来的OTC药品营销更多会回归产品本身、关注安全性、有效性与消费者粘性。

### 5.2 “四驾马车”共同打造公司特色的组合式营销模式

由于不同类型的药品在推广方式、营销风格、销售模式等方面存在较大差异，从2017年开始，公司采取了由“一龙治水”向“四龙治水”转变的组织变革，形成了“普药、品牌、处方、大健康”四大事业部驱动的组合式营销模式，根据品种的特点采取差异化销售，促进营销团队的内部分工，提升了整体的营销协同能力。

#### 品牌模式

公司的品牌事业部主要负责品牌OTC产品的销售与推广，其中包括公司的几个明星单品如小儿肺热咳喘口服液、小儿肺热咳喘颗粒、护肝片、胃康灵胶囊等，是公司主要的利润来源。品牌模式下，公司注重提升品牌效应，以品牌效应助力黄金单品的打造，聚焦主品、连锁分类营销创新；推动“两所”开发上量，2018年上半年，金银花露及小儿柴桂退热颗粒陆续上市并实现了较为可观的增长，填补和解决了儿童中药OTC安全退烧和儿童常见的“阳常有余阴不足”等上火问题，进一步提升了儿童药管线的产品丰富度。

#### 普药模式

普药事业部采取了控销模式，在目前事业部经营为主导的模式下，尝试大区运营模式，

在试点省区广东和四川设立统管所有产品销售任务的省级销售公司，目前广东地区的运营已经取得了一定成果；公司通过终端培训与消费者教育进行产品动销，提升了终端的产品认知度；同时，依靠覆盖全国的销售团队，通过对渠道和终端控制，实现终端零售价的稳定，以品牌力、产品群、营销网络、营销模式提升竞争力。

在品种方面，公司持续深挖品种，不断创新销售模式，因地制宜，在妇科药领域重新定位“康妇消炎栓”作用机理，创新开创诊所灌肠技术并系统推广，提升妇科药品类整体上量。深入落实“精品药”工程，对康妇消炎栓、石龙清血颗粒、参芪颗粒、五加参蛤蚧精等品种从工艺优化、标准提升、含量检测、药学研究等多维度对产品进行深度挖掘。实施品牌化操作，打造连锁和诊所样板市场，在连锁实现品类合作，在增加整合资源的同时，拓展了与整合连锁的合作深度和广度，助推普药公司经营指标的提升。

### 处方模式

受医保控费、限辅限抗等政策影响，处方公司的增长面临一定压力。公司目前正进一步加强对医院端的学术推广，循证医学研究，并加大对空白市场资源的开发力度，通过处方医生的权威引导作用让公司的大品种再获增长，并带动OTC市场的销售。公司以事业部为单位，重点强化学术转型的落地执行，以学术推广搭建平台，提高产品影响力。

### 大健康模式

公司的大健康模式主要以特色功能性食品和饮品为主导，小葵花儿童健康产业和精品大众保健产业为辅。通过前期的业务摸索与资源整合，目前公司在大健康领域已初具雏形，2018年上半年实现了销售收入及利润的大幅增长。

大健康领域产品的研发上，公司与科研院所和海外专家形成联动，通过自主研发、产学研结合以及国际化合作等方式丰富品种。其中，公司自身由哈尔滨大健康产品研究院负责保健食品、食品、药妆、日化等产品的研发；公司2016年收入麾下的葵花林则主要负责引进符合公司发展规划的大健康领域系列产品。目前，公司已获得批件或结题的大健康产品研发项目16个，其中4项已获得国家保健食品备案号；在研产品项目20个；已立项项目6个。

## 6. 盈利预测

预计公司2018-2020年营业总收入分别为46.75、56.51和67.74亿元，同比增长21.28%、20.88%和19.86%；归属母公司净利润为5.56、7.08和8.99亿元，同比增长31.23%、27.26%和26.91%，对应EPS为0.95、1.21和1.54元，当前股价对应估值为15.71、12.35和9.73倍。维持“推荐”评级。

表 7 公司核心业务预测

		2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
中成药	收入	20.02	22.61	25.82	28.97	34.64	41.20	48.45
	收入增长率(%)	30.72	12.90	14.20	12.22	19.59	18.93	17.60
	成本	7.71	9.95	10.56	11.21	13.17	15.66	18.41
	毛利	12.32	12.65	15.26	17.77	21.48	25.55	30.04
	毛利率(%)	61.51	55.97	59.11	61.32	62	62	62
化学制剂	收入	7.15	7.72	7.74	9.55	12.11	15.31	19.28
	收入增长率(%)	10.34	7.95	0.27	23.30	26.79	26.46	25.93
	成本	2.62	3.52	3.41	4.32	5.33	6.58	8.87
	毛利	4.53	4.20	4.33	5.23	6.78	8.73	10.41
	毛利率(%)	63.37	54.40	55.90	54.76	56	57	54
合计	收入	27.19	30.35	33.64	38.55	46.75	56.51	67.74
	收入增长率(%)	24.66	11.62	10.83	14.61	21.28	20.88	19.86
	成本	10.33	13.48	14.01	15.57	18.49	22.24	27.28
	毛利	16.85	16.86	19.62	22.98	28.26	34.27	40.45
	毛利率(%)	61.99	55.57	58.34	59.61	60.45	60.65	59.72

数据来源：Wind，东莞证券研究所

表 8 可比公司估值表（1月25日）

代码	简称	总市值(亿元)	2018E	2019E	2020E
600129	太极集团	48.39	23.16	18.33	13.56
000999	华润三九	218.88	14.83	13.01	11.45
000650	仁和药业	69.84	12.96	10.02	8.01
600535	天士力	278.03	17.24	14.83	12.76
600085	同仁堂	366.87	32.94	29.45	26.24
600572	康恩贝	161.37	18.78	15.49	13.02
002737	葵花药业	87.42	15.71	12.35	9.73

数据来源：Wind，东莞证券研究所

## 风险提示

- 1)核心品种降价风险;
- 2)原材料价格波动风险;
- 3)销量不及预期风险

表 9 公司盈利预测简表

科目(百万元)	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	<b>3,035</b>	<b>3,364</b>	<b>3,855</b>	<b>4,675</b>	<b>5652</b>	<b>6,774</b>
营业总成本	<b>2,703</b>	<b>3,025</b>	<b>3,360</b>	<b>3,953</b>	<b>4729</b>	<b>5,596</b>
营业成本	1,348	1,401	1557	1,849	2,224	2728
营业税金及附加	36	55	69	75	90	108
销售费用	1026	1171	1277	1456	1741	2046
管理费用	290	372	444	538	622	677
财务费用	1	8	7	27	40	22
资产减值损失	1	18	6	8	12	15
其他经营收益	<b>9</b>	<b>5</b>	<b>60</b>	<b>19</b>	<b>17</b>	<b>17</b>
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0	0
投资净收益	9	5	8	9	7	7
其他收益	0	0	49	10	10	10
资产处置收益	0	0	4	28	0	0
营业利润	<b>341</b>	<b>343</b>	<b>555</b>	<b>742</b>	<b>940</b>	<b>1195</b>
加 营业外收入	62	83	15	19	17	17
减 营业外支出	2	4	6	12	8	8
利润总额	<b>401</b>	<b>422</b>	<b>565</b>	<b>748</b>	<b>949</b>	<b>1204</b>
减 所得税	74	83	95	139	174	221
净利润	<b>328</b>	<b>339</b>	<b>470</b>	<b>609</b>	<b>774</b>	<b>983</b>
减 少数股东损益	21	36	46	52	66	84
归母公司所有者的净利润	<b>307</b>	<b>303</b>	<b>424</b>	<b>556</b>	<b>708</b>	<b>899</b>
基本每股收益(元)	<b>0.52</b>	<b>0.52</b>	<b>0.73</b>	<b>0.95</b>	<b>1.21</b>	<b>1.54</b>
PE(倍)	<b>29</b>	<b>29</b>	<b>20.62</b>	<b>15.71</b>	<b>12.35</b>	<b>9.73</b>

数据来源：Wind，东莞证券研究所

**东莞证券研究报告评级体系：**

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上

行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

**分析师承诺：**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：[www.dgzq.com.cn](http://www.dgzq.com.cn)