



Research and
Development Center

低估值高分红品牌 OTC，新管理层带领公司再创佳绩

—葵花药业(002737)公司首次覆盖报告

2024 年 03 月 12 日

唐爱金 医药行业首席分析师
S1500523080002
tangaijin@cindasc.com

章钟涛 医药行业研究助理
zhangzhongtao@cindasc.com

证券研究报告

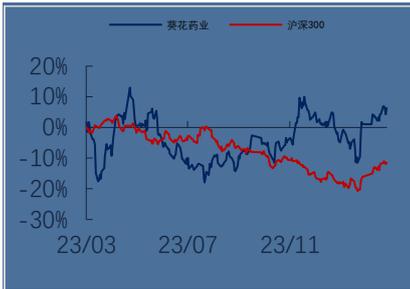
公司研究

公司首次覆盖报告

葵花药业(002737)

投资评级 **增持**

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	27.92
52周内股价波动区间(元)	28.99-21.06
最近一月涨跌幅(%)	4.00
总股本(亿股)	5.84
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	163.1

资料来源：聚源，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

低估值高分红品牌 OTC，新管理层带领公司再创佳绩

2024年03月12日

报告内容摘要：

- ◆**核心逻辑：**公司为低估值、高分红的优质品牌 OTC 标的，2024/3/11 的 PE-TTM 估值约 13 倍，且 2021-2022 年公司分红比例均超 50%。公司依靠两大品牌（“葵花”和“小葵花”）以及控销模式构造较强护城河，同时公司通过“买改联研代”的策略持续推动产品矩阵良性扩充，我们预计 2022-2025 年归母净利润复合增速约达 18%。
- ◆**新管理层带领公司再创佳绩，员工激励焕发新动力：**①2019 年公司完成新老管理层更迭，在新管理层带领下公司平稳过渡，并克服内外部挑战，2022 年公司营收规模再创新高（2022 年公司营收达 50.95 亿元），新管理层用靓丽的业绩数据展示自身优秀经营管理能力。②2021 年 4 月公司推出第一期员工持股计划，授予股数不超过 418 万股（占公司股本总额的 0.72%），2021-2022 年公司均已超额完成员工持股激励目标。2022 年 8 月公司推出第二期员工持股计划，持续激发员工的工作热情。
- ◆**“两大品牌+控销模式”强势构筑公司护城河：**①公司已成功打造出“葵花”、“小葵花”两大核心品牌，其中“葵花”品牌价值为 100.90 亿元，“小葵花”品牌价值为 80.30 亿元。目前小葵花品牌的知名度、市场渗透率、用户忠诚度、复购首选率均处于行业领先地位。②葵花药业自 2003 年起开始进行区域试点，推行基于品牌打造前提下的控销模式。公司已完成自建营销网络、自控营销终端、自主营销推广（消费者和销售者“两手抓”）的控销模式布局，塑造自身营销渠道护城河。
- ◆**黄金单品带动产品群呈梯队分布，“买改联研代”驱动产品矩阵持续扩充：**①2022 年末公司拥有药品批准文号 1126 个，其中独家品种 27 个（独家医保品种 4 个），公司围绕“一小、一老、一妇”打造特色产品领域。从产品梯队上看，2022 年公司销售额过千万级品种 94 个，过 5000 万级品种 24 个，过亿级品种 14 个，过 6 亿级品种 2 个（护肝片、小儿肺热咳喘口服液/颗粒）。②“买、改、联、研、代”为公司研发领域总体方针。2022 年公司自主开展化学仿制药一致性评价 2 项；在研化药项目 26 个，主要聚焦在儿科、成人消化及妇科治疗领域；在研中药项目 8 个，主要集中于经典名方研发；在研保健品项目 86 个，主要集中于普通食品、保健食品、益生菌自有菌株研究等大健康领域；储备功能性食品项目 228 项。
- ◆**盈利预测：**我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 58.95 亿元、65.02 亿元、73.37 亿元，同比增速分别为 16%、10%、13%，实现归母净利润分别为 11.14 亿元、12.35 亿元、14.42 亿元，同比分别增长 31%、8%、17%，对应当前股价 PE 分别为 14 倍、13 倍、11 倍。首次覆盖，给予公司“增持”投资评级。

◆**风险因素：**出生人口持续下行风险，销售不达预期，新品推出不及预期风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	4,461	5,095	5,895	6,502	7,337
增长率 YoY %	28.9%	14.2%	15.7%	10.3%	12.8%
归属母公司净利润(百万元)	705	867	1,140	1,235	1,442
增长率 YoY%	20.6%	23.1%	31.4%	8.4%	16.7%
毛利率%	59.3%	57.7%	59.3%	58.3%	58.3%
净资产收益率 ROE%	19.0%	20.6%	23.8%	20.5%	19.3%
EPS(摊薄)(元)	1.21	1.48	1.95	2.12	2.47
市盈率 P/E(倍)	23.14	18.80	14.31	13.20	11.31
市净率 P/B(倍)	4.40	3.88	3.41	2.70	2.18

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 03 月 11 日收盘价

目录

一、品牌 OTC 稳中有进，新管理层带领公司再创佳绩	4
1.1 新管理层带领公司再创佳绩，成人&儿童药两大知名品牌家喻户晓.....	4
1.2 公司实际控制人为关彦斌先生，员工激励持续焕发企业活力.....	5
1.3 降本增效持续推动净利率提升，品牌 OTC 议价力赋予公司稳健现金流.....	7
二、“品牌+控销”造就综合营销能力，“买改联研代”打造梯队产品群	11
2.1 手握千余个药品文号，打造梯队式品牌产品集群.....	11
2.2 两大核心品牌引领，孵化多个子品牌，构建品牌生态系统.....	11
2.3 控销模式造就独特竞争壁垒，推动产品梯队持续放量增长.....	13
2.4 公司品牌形象深入人心，未来有望保持略高于行业增速增长.....	14
三、业务拆分+盈利预测+估值+分红	15
3.1 业务拆分.....	15
3.2 估值.....	16
四、风险因素	17

表目录

表 1: 葵花药业 2021 年至今 2 期员工持股激励计划汇总	7
表 2: 葵花药业产品矩阵	11
表 3: “葵花”核心产品信息	12
表 4: “小葵花”核心产品信息.....	12
表 5: 控销模式和传统营销模式.....	14
表 6: 葵花药业业务拆分	15
表 7: 可比公司估值	16

图目录

图 1: 葵花药业品牌&产品布局示意图.....	4
图 2: 葵花药业发展历程	5
图 3: 葵花药业股权结构（截至 2023 年三季报）	6
图 4: 葵花药业子公司分布.....	6
图 5: 近年公司营收变动趋势	7
图 6: 近年公司归母净利润变动趋势	7
图 7: 近年公司盈利能力变动	8
图 8: 2016-2022 年可比公司净利率均值对比.....	8
图 9: 近年期间费用率变动.....	8
图 10: 近年销售费用构成变化趋势	9
图 11: 近年销售费用率构成变化趋势.....	9
图 12: 近年分红比例及股息率变化趋势	9
图 13: 近年可用现金分析.....	10
图 14: 近年现金流分析	10
图 15: 葵花药业产业业务分布示意图.....	11
图 16: “买改联研代”策略示意图	13
图 17: 近年 OTC 市场规模变动趋势.....	14
图 18: 近年儿童药物市场规模变动趋势	14
图 19: 葵花药业上市以来估值走势	16

一、品牌 OTC 稳中有进，新管理层带领公司再创佳绩

1.1 新管理层带领公司再创佳绩，成人&儿童药两大知名品牌家喻户晓

葵花药业是集药品研发、制造与营销为一体的品牌 OTC 企业。公司产品覆盖儿科、妇科、消化系统、呼吸感冒、风湿骨病、心脑血管共六大治疗领域，在产品种有 200 余个，储备品种有 1000 余个。经过二十余年的深耕，公司已成功打造出“葵花”、“小葵花”两大知名品牌。

- ◆ “葵花”品牌（主要运作成人药品和大健康产品）：该品牌产品涵盖呼吸感冒系统用药、消化系统用药、风湿骨病用药、心脑血管用药、妇科用药、补益用药及健康产品，代表产品包括护肝片、胃康灵等。
- ◆ “小葵花”品牌（主要运作儿童类药品和健康品）：该品牌主要品类为儿童呼吸系统用药、儿童消化系统用药、儿童补益系统用药、儿童罕见病用药、儿童健康产品等。目前公司的代表产品包括小儿肺热咳嗽口服液/颗粒、小儿柴桂退热颗粒、芪斛楂颗粒、小葵花露、小儿氨酚黄那敏颗粒、小儿氨酚烷胺颗粒等。

图1: 葵花药业品牌&产品布局示意图

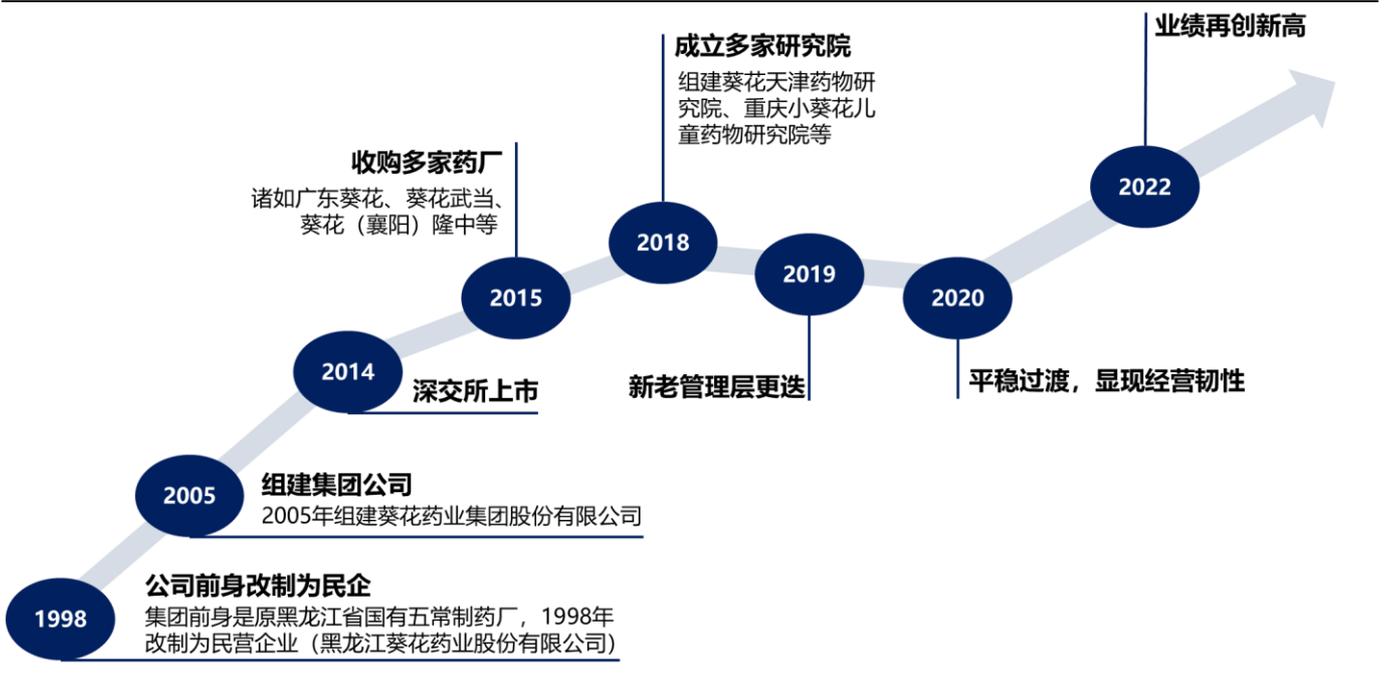


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

葵花药业前身“黑龙江省五常葵花药业有限公司”成立于 1998 年，主要从事护肝片的生产销售。经多年深耕，公司于 2014 年在深交所成功上市。自 2015 年起，公司开始高频率地扩张。2015 年公司收购武当公司、隆中公司等，2018 年公司组建山西药材基地及两个药物研究院，为药材供应和产品研发打下坚实基础。2019 年管理层开始新老更替，公司选举关玉秀为第三届董事会董事长，聘任关一为公司总经理。自新管理层上任后，公司着重升级品牌营销和产品研发能力，品牌方面成立品牌与数字化营销管理中心，针对目前新媒体、自媒体运营日趋突出、媒体环境日趋零散化和碎片化的发展态势，重心聚焦品牌升级、广告投放、自媒体矩阵构建以及公关体系打造；研发方面陆续成立益生菌联合研发中心、儿童制剂技术研发平台以及参股法玛星等，

通过自研与合作并进的方式，持续提升研发力。2021年，葵花药业荣登中国中药企业 TOP 100 排行榜，位居第 15 位。2022 年公司营收及净利润再创新高，展示新管理层优秀经营管理能力。

图2: 葵花药业发展历程

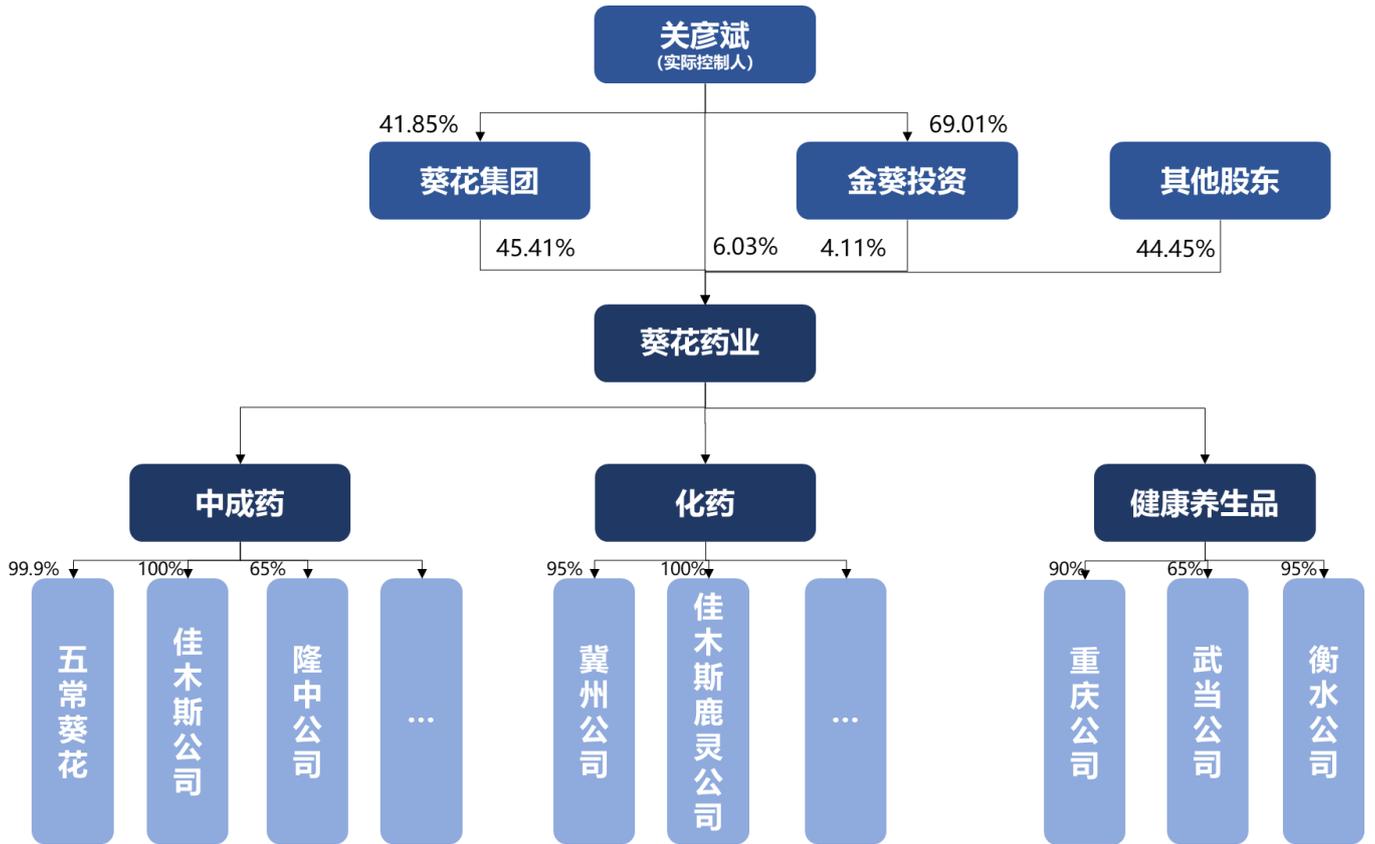


资料来源：公司官网，公司公告，ifind，葵花药业公众号，信达证券研发中心

1.2 公司实际控制人为关彦斌先生，员工激励持续焕发企业活力

从股东结构上看，截至 2023 年三季度末，公司的控股股东是葵花集团有限公司，持股比例达 45.41%。公司实际控制人为关彦斌先生，自 2019 年新管理层接班后，当前公司管理人为关玉秀和关一。

从业务分布上看，当前公司主要可划分为中成药业务、化药业务和健康养生品。其中，中成药业务的代表产品包括护肝片、小儿肺热咳喘口服液/颗粒、小儿柴桂退热颗粒、芪斛楂颗粒等。化药业务的代表产品包括美沙拉嗪肠溶片等。健康养生品品类较多，诸如益生菌等产品。

图3: 葵花药业股权结构 (截至 2023 年三季度)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

从子公司布局上看, 公司旗下有 30 多家子公司, 且葵花药业生产基地布局 6 省, 子公司遍布 12 省 17 市。在东北、华北、中部、西南、华南地区均有分布。

图4: 葵花药业子公司分布


资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

在员工激励机制方面，公司自 2021 年起开始推出员工持股计划来吸引和保留优秀管理人才和核心骨干。2021 年至今公司推出了 2 期员工持股计划：①2021/4/6 公司推出第一期员工持股计划，受让价格为 6.7 元/股，授予股数不超过 418 万股（占公司股本总额的 0.72%）。②2022/8/24 公司推出第二期员工持股计划，受让价格为 7.50 元/股，授予股数不超过 295 万股（占公司股本总额的 0.51%）。

表1: 葵花药业 2021 年至今 2 期员工持股激励计划汇总

首次公告日	授权价格	授予股数	业绩目标
2021/4/6	受让价格为 6.70 元/股	不超过 418 万股（占公司股本总额的 0.72%）	1) 以 2020 年营业收入为基数，2021 年营业收入增长率不低于 10% (实际比 2020 年增长 29%) 2) 以 2020 年营业收入为基数，2022 年营业收入增长率不低于 21% (实际比 2020 年增长 47%) 3) 以 2020 年营业收入为基数，2023 年营业收入增长率不低于 33%
2022/8/24	受让价格为 7.50 元/股	不超过 295 万股（占公司股本总额的 0.51%）	1) 以 2021 年营业收入为基数，2022 年营业收入增长率不低于 10% 或 2022 年年度净利润率不低于 17.59% (2022 年营业收入比 2021 年实际增长 14%) 2) 以 2021 年营业收入为基数，2023 年营业收入增长率不低于 21% 或 2023 年年度净利润率不低于 18.09% 3) 以 2021 年营业收入为基数，2024 年营业收入增长率不低于 33% 或 2024 年年度净利润率不低于 18.59%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

1.3 降本增效持续推动净利率提升，品牌 OTC 议价力赋予公司稳健现金流

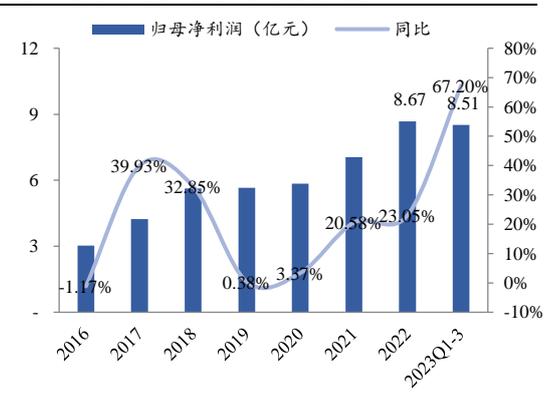
2016 年-2023Q3 期间公司经营面变动主要分为 3 个阶段：①2016-2018 年期间公司由老董事长关彦斌先生管控，期间公司维持稳健增长，营收复合增速 15%，归母净利润复合增速为 36%。归母利润增速高于营收增速主要系公司通过合理控费致使期间费用率下降，从而提升公司整体净利率水平。②2019 年至 2020 年公司经历新老管理层更迭以及新冠疫情的影响，期间公司营收有所下降，而归母利润端仍保持正增长（主要系期间销售费用率控制较好）。③2021 年至今公司进入新的发展通道，一方面公司管理层更替完成且新管理层团队展示较强经营管理能力，另一方面系整体 OTC 市场销售趋于常态化，2022 年公司营收再创新高（首次突破 50 亿元），2023Q1-3 公司营收增速达 31%，而归母净利润增速达 67%。

图5: 近年公司营收变动趋势



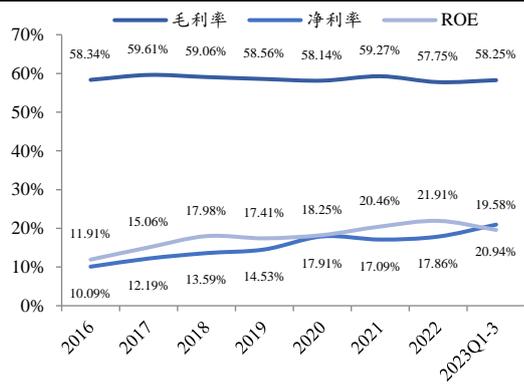
资料来源：ifind，信达证券研发中心

图6: 近年公司归母净利润变动趋势

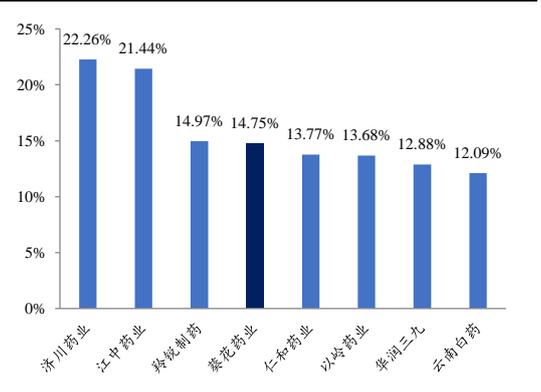


资料来源：ifind，信达证券研发中心

在盈利能力方面，公司的毛利率近 6 年来基本保持在 57-60%，整体表现较为稳健。2016 年至 2022 年期间，公司净利率总体呈上升趋势（仅 2021 年有所下滑），净利率从 2016 年的 10.09% 上升至 2022 年的 17.86%（提升 7.77 个百分点），净利率年均提升 1.3 个百分点。从横向对比角度看，葵花药业的净利率处于同行中上水平，2016-2022 年公司净利率均值高于仁和药业、以岭药业等其他品牌 OTC 企业。

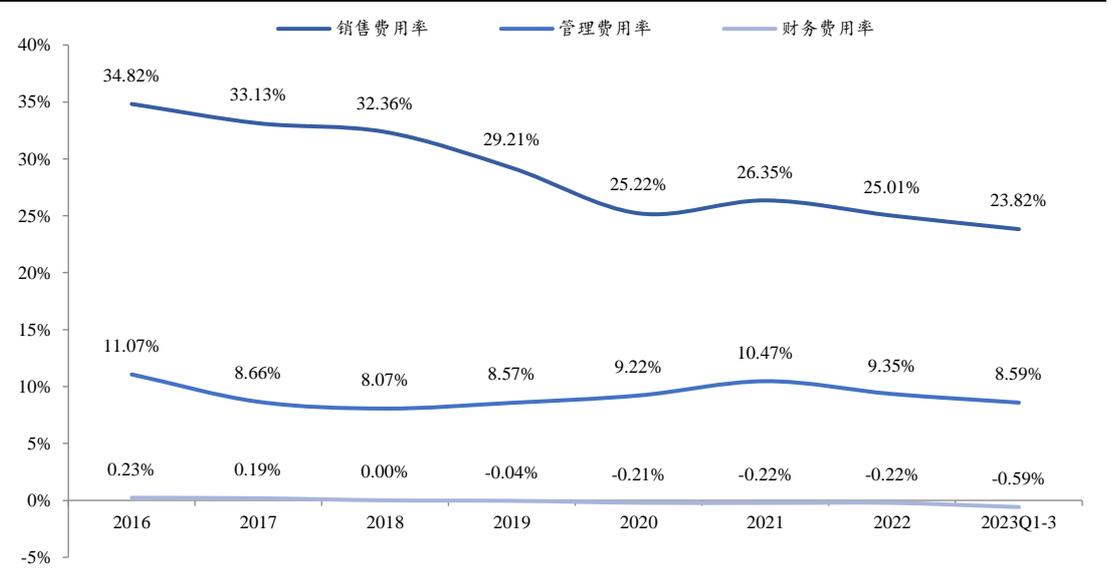
图7: 近年公司盈利能力变动


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图8: 2016-2022年可比公司净利率均值对比


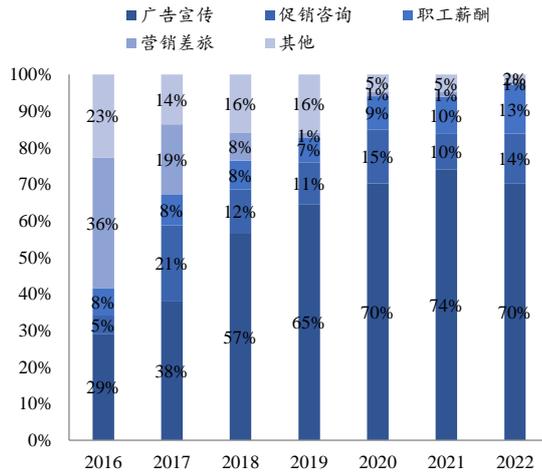
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

公司净利率的提高主要与销售费用率逐年下降相关。2016-2023Q3 公司销售费用率下降约 11 个百分点，销售费用率从 2016 年的 34.82% 下降到 2023 年第三季度的 23.82%，这主要系公司进行了合理控费，相关销售费用有所下降。

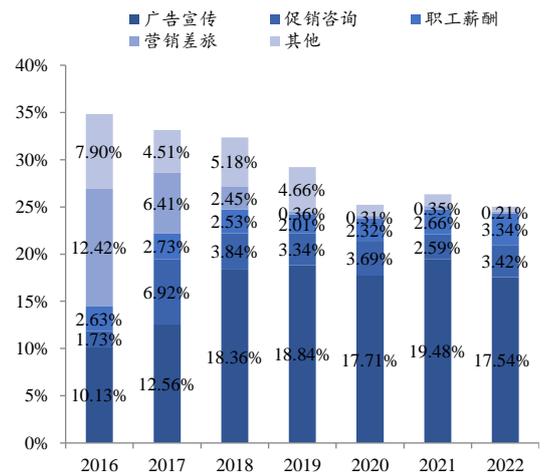
图9: 近年期间费用率变动


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

从销售费用的结构上看，公司销售费用的核心构成是广告宣传费，2022 年公司广告宣传费占销售费用的 70%，其次是促销咨询费用（占销售费用 14%），接着是销售职工薪酬（占销售费用 13%）。从销售费用的优化趋势上看，营销差旅费优化效果较为明显，2016 年营销差旅费占销售费用约 36%，占营收比例 12.42%（2016 年销售费用率为 34.82%）；经过持续优化，2022 年营销差旅费占销售费用比例仅 1%，而占营收比例 0.21%（2022 年销售费用率为 25.01%）。其次，公司也持续优化其他项目的销售费用，2016 年其他项目销售费用占营收比例为 7.9%，而 2022 年降至 0.5%，期间优化的费用支出包括运输及车辆支出费用等。

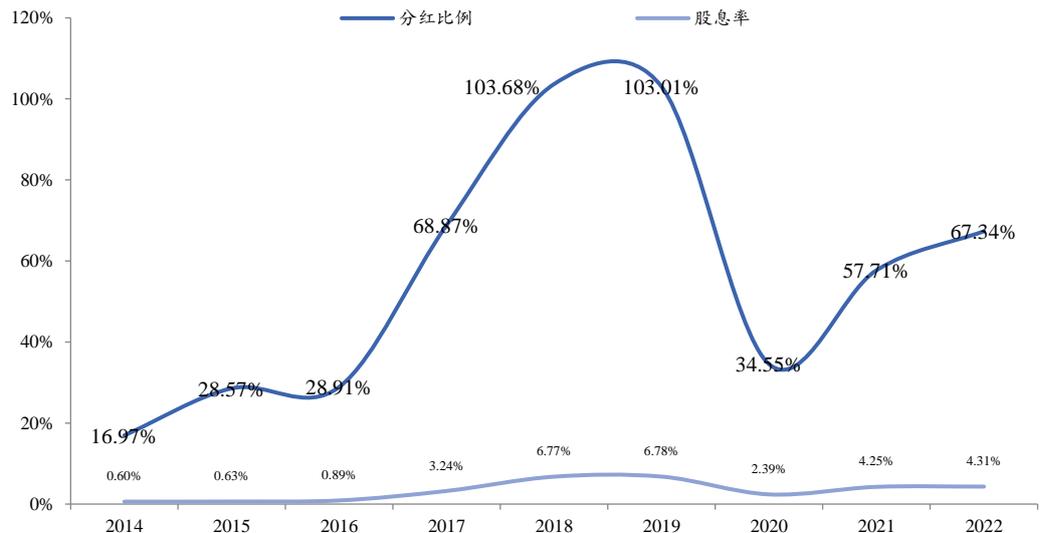
图10: 近年销售费用构成变化趋势


资料来源: 公司公告, ifind, 信达证券研发中心

图11: 近年销售费用率构成变化趋势


资料来源: 公司公告, ifind, 信达证券研发中心

自公司上市以来(即2014年以来),公司持续推进现金分红工作,其中2018-2019年的分红比例超过100%。2020年虽有新冠疫情冲击,但公司仍实现34.55%分红。从股息率上看,2022年公司股息率达4.31%。

图12: 近年分红比例及股息率变化趋势


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

从公司可用现金(可用现金=货币资金+交易性金融资产-短期借款-长期借款)的角度分析,自2016年以来公司可用现金持续上升,2022年公司可用现金达34.27亿元,占总资产比例为49%,公司现金较为充裕。其次,从公司现金流状况分析的维度看,公司的现金流情况较为健康。2014-2022年间公司销售商品提供劳务收到的现金/营业收入的比例均维持在100%以上,2022年达122%,意味着公司现金收入良好(公司产品为品牌OTC,面向终端客户或存在预收款后发货的情况,因而销售商品提供劳务收到的现金/营业收入的比例维持100%以上)。同时,公司净利润现金含量情况较好,2016-2022年间公司净现比均维持在100%以上,2022年达227%。我们认为,由于公司整体现金流运营情况稳健,且账面资金存量较为充裕,未来分红回报或有机会提升。

图13: 近年可用现金分析


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

注: 可用现金=货币资金+交易性金融资产-短期借款-长期借款

图14: 近年现金流分析


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

二、“品牌+控销”造就综合营销能力，“买改联研代”打造梯队产品群

2.1 手握千余个药品文号，打造梯队式品牌产品集群

2022 年末公司拥有药品批准文号 1126 个，其中进入国家医保目录文号 551 个，进入国家基本药物目录文号 283 个，独家品种 27 个（独家医保品种 4 个）。公司围绕“一小、一老、一妇”特色产品领域，坚定打造核心主品和黄金单品群，驱动品类业绩持续提升。在儿童用药领域，公司围绕儿童呼吸系统、消化系统、矿维补益系统、临床急需用药领域布局产品；在成人用药领域，公司围绕呼吸感冒用药、消化系统用药、风湿骨病用药、心脑血管用药、妇科用药、补益用药及健康产品六大品类布局产品，其中，“一老”（老慢病用药）、“一妇”（妇科用药）两个特色品类，作为重点进行布局和规划，公司选定核心主品和黄金单品，倾力打造。

2022 年，公司销售额过千万级品种 94 个，过 5000 万级品种 24 个，过亿级品种 14 个，过 6 亿级品种 2 个（护肝片、小儿肺热咳喘口服液/颗粒），形成了结构良性的核心主品和黄金单品群的产品梯队。

表2: 葵花药业产品矩阵

产品梯队	品种名称
黄金品种梯队（销售额超 6 亿）	护肝片、小儿肺热咳喘系列产品
其他品种梯队	① 小儿柴桂退热颗粒、小儿氨酚黄那敏颗粒、小葵花金银花露
	② 美沙拉嗪肠溶片、小儿氨酚烷胺、小儿止咳化痰颗粒、康妇消炎栓、胃康灵
	③ 芪斛楂颗粒、小儿咳喘灵、小儿感冒颗粒、阿莫西林、感冒灵颗粒

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2.2 两大核心品牌引领，孵化多个子品牌，构建品牌生态系统

公司已成功打造出“葵花”、“小葵花”两大核心品牌。2007 年“葵花”及图商标被国家工商行政管理总局商标局授予“中国驰名商标”。2018 年经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。目前小葵花品牌的知名度、市场渗透率、用户忠诚度、复购首选率均处于行业领先地位，同时公司通过对产品的深度挖掘和对消费者需求的深入探索，在“小葵花”、“葵花”两个品牌基础上已延伸出“葵花康宝、得菲尔、葵花康丽、言净欣、言诺欣”等子品牌。

图15: 葵花药业产业业务分布示意图



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

◆ “葵花”品牌

葵花品牌成人药在行业内与消费者心中具有较高的认可度，公司成人药产品涵盖呼吸感冒用药、消化系统用药、风湿骨病用药、心脑血管用药、妇科用药、补益用药及健康产品，老年慢性病用药、妇科用药为公司成人用药领域核心优势品类。在老慢病领域，公司拥有以护肝片、胃康灵胶囊（颗粒）、美沙拉嗪肠溶片等优势品种为主的产品群，全面覆盖了肝病、胃病、肠道疾病等用药领域。在妇科用药领域，公司已形成了以独家产品康妇消炎栓领军、以益母草颗粒、八珍益母片等为重点的系列产品。

表3：“葵花”核心产品信息

品种名称	主要适应症	品种情况概述
护肝片	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	中国药品批文 125 条、中国医保目录、中国基本药物目录
胃康灵胶囊（颗粒）	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、噯气、泛酸	中国药品批文 89 条、中国医保目录
美沙拉嗪肠溶片	溃疡性结肠炎、节段性回肠炎（克罗恩病）	中国药品批文 8 条、中国医保目录、中国基本药物目录
康妇消炎栓	清热解毒，利湿散结，杀虫止痒。用于湿热，湿毒所致的腰痛，小腹痛，带下病，阴痒，阴蚀	公司独家品种、中国医保目录、中药保护品种目录
益母草颗粒	活血调经。用于血瘀所致的月经不调，症见经水量少	中国药品批文 185 条、中国医保目录、中国基本药物目录
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	中国药品批文 18 条、中国医保目录

资料来源：公司公告，药品通，戊戌数据，药融云，信达证券研发中心

◆ “小葵花”品牌

公司在“小葵花”品牌旗下主要运作儿童药、儿童健康品。主要品类为儿童呼吸系统用药、儿童消化系统用药、儿童补益系统用药、儿童罕见病用药、儿童健康产品，并积极探索新一代儿童病谱下的用药需求。目前，公司“小葵花”儿童药已在行业发展中取得竞争优势。小儿肺热咳喘口服液/颗粒、小儿柴桂退热颗粒、芪斛楂颗粒、小葵花露金银花露、小儿氨酚黄那敏颗粒、小儿氨酚烷胺颗粒等流量产品成为儿童、妈妈群体中的明星产品、信赖产品。同时，公司持续补充儿童用药大品种，诸如聚乙二醇 3350 散、布洛芬混悬滴剂/液、磷酸奥司他韦干混悬剂、盐酸非索非那定口服混悬液陆续获得上市许可。

表4：“小葵花”核心产品信息

品种名称	品种情况概述
小儿肺热咳喘口服液	公司独家品种、中国医保目录、中国基本药物目录、中药保护品种目录
小儿柴桂退热颗粒	中国药品批文 2 条、中国医保目录、中国基本药物目录
芪斛楂颗粒	公司独家品种
小葵花露金银花露	中国药品批文 72 条
小儿氨酚黄那敏颗粒	中国药品批文 265 条
小儿氨酚烷胺颗粒	中国药品批文 14 条

资料来源：公司公告，戊戌数据，药融云，信达证券研发中心

◆ “买、改、联、研、代”持续扩充产品矩阵

“买、改、联、研、代”为公司研发领域总体方针。2022 年公司研发领域继续以儿科、成人消化及妇科产品为中心，获得以适应症闭环的产品组合，满足公司整体未来发展。2022 年公司自主开展化学仿制药一致性评价 2 项；在研化药项目 26 个，主要聚焦在儿科、成人消化及妇科治疗领域；在研中药项目 8 个，主要集中于经典名方研发；在研保健品项目 86 个，主要集中于普通食品、保健食品、益生菌自有菌株研究等大健康领域；储备功能性食品项目 228 项。

图16：“买改联研代”策略示意图



资料来源：澎湃新闻，哈尔滨新区报，信达证券研发中心

2.3 控销模式造就独特竞争壁垒，推动产品梯队持续放量增长

(1) 自建营销网络：20 余年成长与发展，葵花完成了“组织—队伍—网络”的锤炼，依据品种特征和销售终端差异，分别采取“品牌模式、普药模式、处方模式、大健康模式、新零售模式”等组合营销模式，构建了业内独特的组合营销、全模式融合的模式，为业内所瞩目和效仿。

(2) 自主营销推广：葵花的营销活动完全市场化运作，一手抓消费者，以洞察消费需求为核心、以“消费信任获得”为最终目标；一手抓销售者，通过“广告拉，处方带，OTC 推，普药抢，健康品跟”的业务管理和推广模式，使产品在流通领域和销售终端及消费者面前更显竞争优势。

葵花药业自 2003 年起开始进行区域试点，推行基于品牌打造前提下的控销模式。控销模式的精髓是控制渠道、控制终端、控制价格，即通过省总、地总、县总三级分包体系，将全国市场以县为最小单位进行层层覆盖，建立逐级铺底货、逐级授信、逐级向上的负责体系和逐级加价的价格体系。与传统营销模式相比，控销模式能够更加有效地控制销售费用投入和终端开展合作、发挥产品群的优势。

表5: 控销模式和传统营销模式

项目	控销模式	传统营销模式
销售费用投入	采取三级承包模式，通过利益链条设计，让各级人员都有更高的利润空间。	需要支付相关人员的工资和提成、项目繁多的销售费用、合作商业公司的返利以及交际费用。
掌控终端	各级承包人员从药品的销售者向终端顾问的角色转换，为终端提供更多的增值服务，影响产品销售进程，掌握产品销售的主导权，更大程度挖掘终端潜力。	促销方案大多是在渠道上开展产品进货奖励，对终端的纯销增长几乎没有效果。
产品策略	产品销售策略是单品突破、多品合围，将重点单品打造成“黄金单品”，让终端通过重点单品的销售组合获得更大的经济效益，多品也在重点单品的打造推广中受益，扩大销售份额，提升整体销量。	产品品种种类较少，无法形成产品群；主品利润空间较小，很难在终端发展成为主推产品，主品和辅品都很难发挥优势。

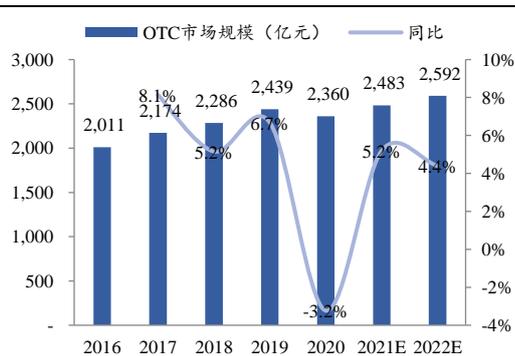
资料来源：医药人俱乐部公众号，医药经济报，信达证券研发中心

2.4 公司品牌形象深入人心，未来有望保持略高于行业增速增长

根据 IQVIA 测算，2022 年全国 OTC 市场规模预计 2592 亿元。以此推算，**2016-2022 年全国 OTC 市场规模的复合增速约为 4%**。若从儿童药物市场的维度上看，根据华经产业研究院的数据，2021 年全国儿童药物市场规模为 1079 亿，**2015-2021 年全国儿童药物市场规模复合增速约为 10.6%**。

我们认为，由于中成药品牌 OTC 具有稀缺性，与普通消费品仍存在一定差异，公司经过 20 余年的深耕，品牌形象及知名度已经深入人心，后续公司有望通过自身的品牌力持续抢占其他中小厂商的市场份额，因而其未来仍有望保持略高于行业增速增长。

图17: 近年 OTC 市场规模变动趋势



资料来源：中国非处方药物协会，IQVIA，信达证券研发中心

图18: 近年儿童药物市场规模变动趋势



资料来源：华经产业研究院，信达证券研发中心

三、业务拆分+盈利预测+估值+分红

3.1 业务拆分

公司业务按照产品划分可分成中成药、化学制剂和其他共三大块业务。我们对公司三大业务做以下假设：

1) **中成药**：考虑 2023 年存在流感等受益因素影响，一方面 2023 年营收增速较高（2022 年营收增速为 14%，2023Q1-3 营收增速为 31%），另一方面 2024 年面临 2023 年高基数问题，因此我们预计 2023-2025 年收入同比增速分别为 16%、9.5%、12%；我们假设 2023-2025 年毛利率分别为 59.5%、58.5%、58.5%。

2) **化学制剂**：考虑 2023 年存在流感等受益因素影响，因此我们预计 2023-2025 年收入同比增速分别为 13%、9.5%、12%；我们假设 2023-2025 年毛利率分别为 61%、60%、60%。

3) **其他**：考虑未来公司大健康业务发展速度较快，同时规模效应可能带来毛利率提升，我们假设 2023-2025 年收入同比增速均为 30%，同时毛利率分别为 46%、46.5%、47%。

表6: 葵花药业业务拆分

项目 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5094.5	5894.9	6502.4	7336.9
增速	14.20%	15.71%	10.31%	12.83%
成本	2,152.46	2396.3	2710.1	3062.3
毛利率(%)	57.75%	59.35%	58.32%	58.26%
具体营收拆分：				
1.中成药	3593.65	4168.63	4564.65	5112.41
同比增长	12.18%	16.00%	9.50%	12.00%
营业成本	1540.12	1688.30	1894.33	2121.65
毛利率	57.14%	59.50%	58.50%	58.50%
2.化学制剂	1322.67	1494.62	1636.61	1833.00
同比增长	15.57%	13.00%	9.50%	12.00%
营业成本	515.67	582.90	654.64	733.20
毛利率	61.01%	61.00%	60.00%	60.00%
3.其他业务	178.19	231.65	301.15	391.49
同比增长	57.68%	30.00%	30.00%	30.00%
营业成本	96.67	125.09	161.11	207.49
毛利率	45.75%	46.00%	46.50%	47.00%

资料来源：公司公告，ifind，信达证券研发中心

3.2 估值

我们华润三九、羚锐制药、华特达因、济川药业、江中药业作为葵花药业的可比公司，2023-2025 年葵花药业可比公司的平均估值分别 18 倍、15 倍、13 倍，我们预计 2023-2025 年葵花药业的估值分别为 14 倍、13 倍、11 倍。首次覆盖，我们给予公司“增持”投资评级。

表7: 可比公司估值

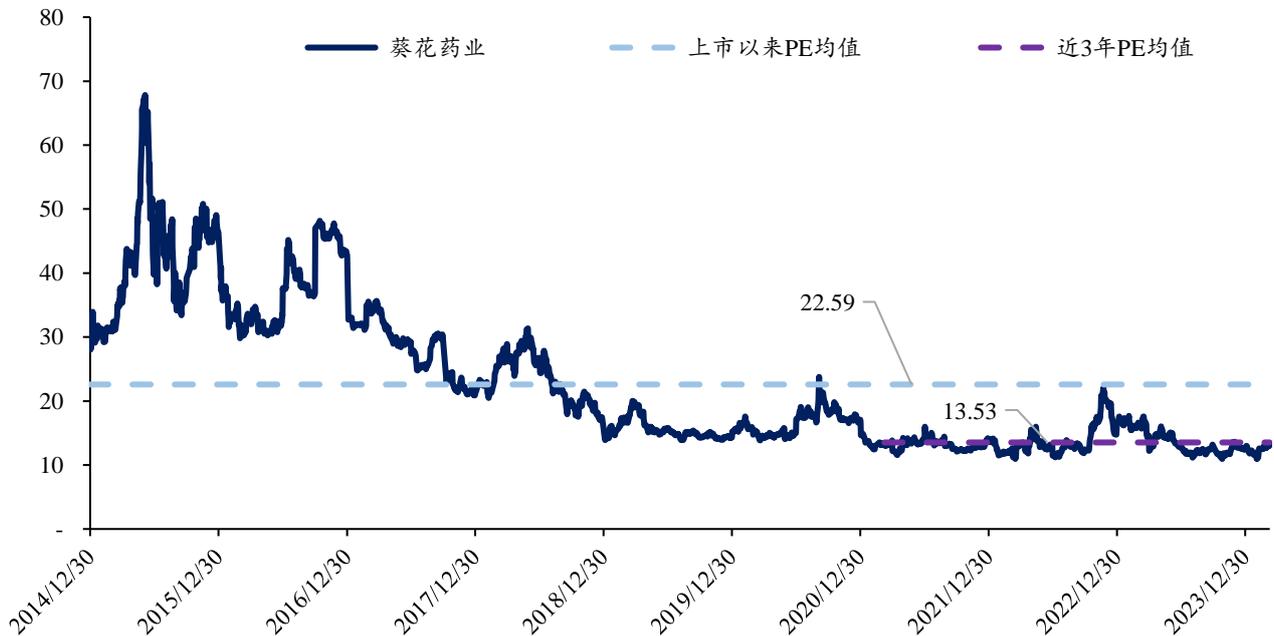
公司	总市值 (亿元, CNY)	归母净利润 (亿元,CNY)			估值 (PE)		
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
华润三九	539.25	29.46	33.90	38.84	18.30	15.91	13.88
羚锐制药	120.46	5.47	6.55	7.73	22.02	18.38	15.58
华特达因	77.59	5.65	6.94	8.04	13.73	11.18	9.65
济川药业	345.31	25.16	28.05	31.89	13.73	12.31	10.83
江中药业	149.66	6.98	8.24	9.68	21.43	18.17	15.47
均值	246.45	14.55	16.74	19.24	17.84	15.19	13.08
葵花药业	163.05	11.40	12.35	14.42	14.31	13.20	11.31

资料来源: ifind, 信达证券研发中心 (注: 数据截至 2024/3/11)

注: 可比公司盈利预测来自 ifind 一致预期。

从公司历年估值变动趋势上看，公司当前估值处于历史低位，近 3 年 PE-TTM 均值为 14 倍，上市以来 PE-TTM 均值为 23 倍，而 2024/3/8 对应的 PE-TTM 估值约 13 倍。

图19: 葵花药业上市以来估值走势



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

注: PE-TTM 估值截至 2024/3/11

四、风险因素

- ◆ **出生人口持续下行风险：**儿童用药为公司核心产品，若未来出生人口持续下降，儿童用药的目标客户群基数或面临缩减，虽公司作为品牌 OTC 可抢占中小厂商市场份额，但若整体儿童用药市场缩减，公司业绩或将受到影响。
- ◆ **销售不达预期：**OTC 市场竞争较为激烈，若公司在终端销售不及预期，则营收及利润均有所影响。
- ◆ **新品推出不及预期风险：**公司销售能力较强而研发能力相对弱势，过往公司业绩除依赖存量产品销售推动外，新品上市亦发挥重要贡献，若后续公司新品推出节奏不及预期，公司业绩或面临增速放缓等风险。

资产负债表	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3,393	4,861	4,826	6,330	8,202
货币资金	1,320	2,399	1,994	3,386	5,052
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	195	152	164	181	204
预付账款	95	144	163	184	208
存货	710	632	993	1,044	1,176
其他	1,073	1,535	1,511	1,535	1,562
非流动资产	2,242	2,171	2,206	2,187	2,113
长期股权投资	29	48	46	46	46
固定资产(合计)	1,545	1,449	1,487	1,469	1,397
无形资产	338	367	357	357	357
其他	330	307	316	315	313
资产总计	5,635	7,032	7,032	8,516	10,315
流动负债	1,253	2,175	1,567	1,740	2,010
短期借款	200	420	10	60	110
应付票据	6	0	0	0	0
应付账款	541	714	932	979	1,106
其他	505	1,041	625	701	794
非流动负债	447	418	383	384	385
长期借款	34	0	0	0	0
其他	414	418	383	384	385
负债合计	1,700	2,593	1,950	2,124	2,395
少数股东权益	226	234	294	359	435
归属母公司股东权益	3,709	4,205	4,788	6,033	7,486
负债和股东权益	5,635	7,032	7,032	8,516	10,315

重要财务指标	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4,461	5,095	5,895	6,502	7,337
同比(%)	28.9%	14.2%	15.7%	10.3%	12.8%
归属母公司净利润	705	867	1,140	1,235	1,442
同比(%)	20.6%	23.1%	31.4%	8.4%	16.7%
毛利率(%)	59.3%	57.7%	59.3%	58.3%	58.3%
ROE%	19.0%	20.6%	23.8%	20.5%	19.3%
EPS(摊薄)(元)	1.21	1.48	1.95	2.12	2.47
P/E	23.14	18.80	14.31	13.20	11.31
P/B	4.40	3.88	3.41	2.70	2.18
EV/EBITDA	8.55	8.44	8.98	7.60	5.83

利润表	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4,461	5,095	5,895	6,502	7,337
营业成本	1,817	2,152	2,396	2,710	3,062
营业税金及附加	66	69	85	94	106
销售费用	1,175	1,274	1,462	1,561	1,732
管理费用	467	476	528	572	616
研发费用	132	95	128	137	154
财务费用	-10	-11	-29	-28	-48
减值损失合计	-32	-29	-15	-15	-15
投资净收益	24	9	29	10	10
其他	80	66	86	86	86
营业利润	885	1,085	1,425	1,539	1,796
营业外收支	9	-4	-8	-3	-3
利润总额	895	1,081	1,417	1,536	1,793
所得税	132	171	217	235	274
净利润	762	910	1,200	1,301	1,518
少数股东损益	58	43	60	65	76
归属母公司净利润	705	867	1,140	1,235	1,442
EBITDA	998	1,372	1,596	1,710	1,951
EPS(当年)(元)	1.21	1.48	1.95	2.12	2.47

现金流量表	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金	865	1,971	797	1,527	1,753
净利润	762	910	1,200	1,301	1,518
折旧摊销	170	271	208	203	206
财务费用	-10	-12	7	2	3
投资损失	-24	-9	-29	-10	-10
营运资金变动	-46	773	-615	11	14
其它	13	39	26	22	22
投资活动现金流	-890	-644	-180	-185	-135
资本支出	-118	-149	-242	-185	-135
长期投资	-792	-517	40	-10	-10
其他	20	22	22	10	10
筹资活动现金流	-309	-242	-1,022	49	48
吸收投资	28	22	18	0	0
借款	307	420	-410	50	50
支付利息或股息	-242	-451	-591	-2	-3
现金流净增加额	-334	1,084	-404	1,392	1,666

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师。浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超9年。

史慧颖，医药分析师，上海交通大学药学硕士，曾在PPC佳生和 Parexel 从事临床 CRO 工作，2021 年加入信达证券，负责 CXO 行业研究。

吴欣，医药分析师，上海交通大学生物医学工程本科及硕士，曾在长城证券研究所医药团队工作，2022 年 4 月加入信达证券，负责医疗器械和中药板块行业研究。

曹佳琳，医药分析师，中山大学岭南学院数量经济学硕士，2 年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL 等领域的研究工作。

王桥天，医药研究员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021 年 12 月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

赵晓翔，医药研究员，上海交通大学生物技术专业学士，卡耐基梅隆大学信息管理专业硕士，2 年证券从业经验，2022 年加入信达证券，负责医疗器械、医疗设备、AI 医疗、数字医疗等行业研究。

章钟涛，医药研究员，暨南大学国际投融资硕士，1 年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

赵丹，医药研究员，北京大学生物医学工程硕士，2 年创新药行业研究经历，2024 年加入信达证券。主要覆盖创新药。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

评级说明

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。